

本书由上海财经大学资助出版

管 理 科 学 论 丛

国有股权、替代性投资者保护与中国股票市场 发展：理论及经验证据

计小青 著

经 济 科 学 出 版 社

责任编辑：文远怀 卢元孝

责任校对：徐领弟 董蔚挺

技术编辑：潘泽新

国有股权、替代性投资者保护与中国

股票市场发展：理论及经验证据

计小青 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880×1230 32 开 7.25 印张 190000 字

2007 年 11 月第一版 2007 年 11 月第一次印刷

ISBN 978-7-5058-6559-4/F·5820 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

在中国股票市场的发展过程中，形成了国有控股上市公司占主体的结构特征。正是这一独特的且偏离了主流范式的特征遭到了理论界与实务界的广泛诟病，并被视为中国股票市场的原罪。但是，既有的研究无法对国有股权的功能和作用给出令人满意的答案。本书通过投资者保护这个中间变量，构建了一个关于股票市场发展可能性边界及其微观基础的分析框架，在一个统一的理论框架内审视国有股权的功能和作用。本书的主要研究发现有以下四点：

第一，发现与具有相似制度背景、处于相同发展阶段的其他转轨国家相比，中国股票市场获得了更好的发展。本书选取了五个方面的评价指标，从不同侧面和维度对中国与其他转轨国家的股票市场进行了比较，发现中国股票市场不仅具有更大的规模，在衡量股票市场质量的流动性、融资能力、投资回报以及股价信息含量等维度上，中国股票市场的表现也优于其他转轨国家。

第二，发现了中国股票市场的制度安排当中隐含着一种替代性的投资者保护机制。一方面，中国股票市场的表现优于大多数转轨国家；另一方面，市场秩序、法律体系与管制制度这些标准的投资者保护机制在中国股票市场上都没有有效地发挥作用，它们所能提供的保护水平反而劣于大多数转轨国家。因此，如果把投资者保护水平作为因变量，把三种标准的投资者保护制度作为解释变量，在因变量与三个解释变量之间就出现了一个缺口或残差，而这意味着在中国股票市场的制度安排当中应该隐含着一种替代性的投资者保护机制可以解释残差产生的原因。

第三，指出国有控股的股权结构通过支撑外部投资者信心以及控制上市公司内部人的掠夺激励为投资者提供了替代性的保护。本书基于股权结构、投资者保护与股票市场发展之间的逻辑关系，通过构建一个股票市场发展可能性边界曲线及其微观基础的理论模型，论证了国有控股的股权结构为投资者提供替代性保护的两个途径：首先，在转轨时期社会信用度较低的情况下，国有控股实际上是以国家信用替代了企业信用，从而为上市公司的质量提供了隐性担保，支撑了投资者信心；其次，国有控股通过将国有上市公司的经理人保持在国家行政序列，从而控制了其掠夺外部投资者的激励。关于国有股减持的事件法研究以及虚假信息披露的 logistic 检验为上述理论假说提供了经验证据。

第四，指出中国上市公司特殊的股权结构并不是投资者利益缺乏保护的原因，相反，侵害投资者利益的现象源于我国转轨时期市场秩序、法律体系和管制制度不完善的制度环境。在这样的制度环境下，标准的投资者保护制度不能有效地发挥作用，而国有控股的特殊股权结构能够提供替代性的保护作用，从而支持了我国股票市场的超常规发展。因此，上市公司股权结构改革应该是一个伴随我国市场秩序、法律体系和管制制度不断完善的渐进过程。

Abstract

The structure character that public firms controlled by state surpass others has been formed during the development of Chinese stock markets and the special character which is a departure from mainstream pattern is criticized widely and regarded as original sin of Chinese stock markets. However, former literatures can't provide proper explanation of state ownership's function. Through the inter-variable of investor protection, this paper constructs a framework concerning feasibility boundary and it's microcosmic base of stock market development, and surveys the state ownership's function in this framework.

The main results of this paper are the following.

First, the development level of Chinese stock markets is higher than other transition countries which have similar institution background and seedtime as China. This paper selects indicators from five dimensionalities and finds that Chinese stock markets not only have bigger scales than other transition countries, but also are better than other transition countries in liquidity, financing ability, invest return and the information content of stock price.

Second, there is a substituted investor protection mechanism in the institution arrangement of Chinese stock markets. On the one hand, the development level of Chinese stock markets is higher than most transition countries. On the other hand, standard investor

protection institutions of China don't work effectively. Thereby, if we regard investor protection level as dependent variable and regard three standard investor protection institutions as independent variables, there's a gap between the development level of Chinese stock markets and the protection provided by standard investor protection institutions, which means there exists a substituted investor protection mechanism in the institution arrangement of Chinese stock markets.

Third, this paper considers the institution arrangement that the majority of Chinese public firms are controlled by state is a substituted investor protection mechanism. Based on the logic relations of ownership structure, investor protection and stock market's development, this paper constructs a framework concerning feasibility boundary of stock market development and a theory model of its microcosmic base. Thereafter, this paper demonstrates the two routes through which state shareholding provides substituted protection for investors: Firstly, during transition period when society trust is low, the presence of state ownership in fact substitutes state credit for firms credit, which provides a recessive guarantee of public firms and supports investor's confidence. Secondly, through preserving the managers of state-owned public firms at state administration list, the state shareholding structure controls managers' motivation of plundering investors. The event study of state shareholding reduction and logistic test of false information disclosure provide experience evidence for these hypotheses.

Finally, this paper considers that the special ownership structure is not the cause why investors haven't got enough protection. Reservedly, the phenomena of investor violation root in the incomplete market orderings, law system and regulation of transition pe-

riod. Under these institution conditions, standard investor protection mechanism can't work effectively and the special institution arrangement that the majority of Chinese public firms are controlled by state provides substituted protection for investors and supports the development of Chinese stock markets. Therefore, the reform of public firms' ownership structure should be a gradual process along with the improvement of our country's market orderings, law system and regulation.



第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究主题	1
第二节 研究思路	6
第三节 研究意义和创新点	11
第四节 本书结构和研究框架	13
第二章 股权结构与投资者保护：文献综述	16
第一节 股权集中度：对股权结构的经典讨论	16
第二节 国有股权与股票市场的发展：分歧和争论	27
第三节 标准的投资者保护制度与替代性投资者 保护制度	34
第三章 中国股票市场发展与投资者保护：悖论与残差	46
第一节 中国股票市场的发展：一个比较的视角	46
第二节 中国股票市场的投资者保护状况：现实 考察	64
第三节 总结：悖论与残差	90

第四章 投资者保护水平、股票市场发展可能性边界和 内生均衡：理论分析框架	92
第一节 股票市场发展的可能性边界曲线与内生 均衡	93
第二节 制度环境与不同国家股票市场发展可能性 边界曲线的差异	99
第三节 股票市场可能性边界曲线的微观基础： 一个理论模型	103
第四节 本章小结	116
第五章 国有股权、替代性投资者保护与中国股票市 场发展：理论假说	120
第一节 中国股票市场发展的可能性边界曲线： 理论位置 and 实际位置	120
第二节 国有股权与外部投资者的行为模式： 理论假说 I	127
第三节 国有股权与上市公司内部人的行为模式： 理论假说 II	136
第四节 本章小结	142
第六章 国有股权与投资者信心：国有股减持的 事件法研究	145
第一节 研究假设	145
第二节 研究方法与研究设计	146
第三节 研究结果及其解释	151
第四节 本章小结	159

第七章 国有股权与上市公司内部人行为：虚假信息披露的 logistic 检验	160
第一节 研究假设	160
第二节 研究方法与研究设计	162
第三节 研究结果及其解释	172
第四节 本章小结	179
第八章 结论与政策建议	180
第一节 研究结论	180
第二节 政策建议	181
第三节 未来研究展望	188
参考文献	190
附 录	204
后 记	217

第一章

导 论

第一节 研究背景与研究主题

发端于为国有企业改革、脱困服务的目的并模仿成熟市场经济国家建立起来的中国股票市场经过十多年的发展已经具有一定的规模。从形式上看，中国股票市场与其参照对象一样，拥有监管机构、自律性监管组织、信息披露规范、以会计师事务所为代表的中介组织、以基金公司为代表的机构投资者。但是，与其他股票市场相比，中国股票市场也具有自身独特的特征，而其中最突出的差别就是上市公司的股权结构：国有控股的上市公司占股票市场的主体（见表 1-1、表 1-2）^①。正是这一独特的且偏离了主流范式的特征遭到了理论界与实务界的广泛诟病，并被视为中国股票市场的原罪。

人们普遍认为，近年来上市公司经营暴露的种种问题，诸如上市公司包装上市、虚造业绩达到“保牌”和“圈钱”的目的、控股股东通过关联交易挖空上市公司以及内幕交易和操纵股价等，根

^① 世界银行 2002 年的一份研究报告（斯道延·坦尼夫等，2002）指出，就股权集中度而言，中国在某种程度上处于中等水平，虽然所有权结构是集中的，但是在水平上与绝大多数西欧国家以及中东欧国家相似。与其他国家上市公司相比，中国上市公司的最大差别不在于存在控股股东，而是控股股东的国有性质。表 1-1 和表 1-2 的信息表明了这一点。

表 1—1 不同国家股票市场公司所有权的集中度				单位：%
国家	第一大股东	第二大股东	第三大股东	
中国	47.0	8.0	3.0	
美国	22.8			
西欧：				
法国	56.0	16.0	6.0	
意大利	52.3	7.7	3.5	
奥地利	82.2	9.5	1.9	
荷兰	28.2	9.2	4.3	
西班牙	38.3	11.5	7.7	
英国	14.0	8.3	6.1	
德国	55.8			
比利时	59.7			
中东欧：				
保加利亚	59.5	12.7	5.5	
捷克	61.1	26.1	13.8	
匈牙利	46.2	20.2	10.4	
波兰	44.6	15.6	9.4	
罗马尼亚	53.4	16.5	9.2	
爱沙尼亚	56.2	9.3	4.2	
东亚：				
韩国	20.4			
马来西亚	30.3			
印度尼西亚	48.2			
菲律宾	33.5			
泰国	28.5			

资料来源：中东欧国家的数据转引于张鹏（2003），其余国家的数据来自于斯道延·坦尼夫等（2002）。

表 1-2 1997 年若干国家上市公司最大股东的
类型（占股东的百分比）

国 家	个人和家庭	银行	保险公司	投资基金	控股公司及 产业公司	国家	公司董事
中国	0	0	0	1.0	57.0	42.0	0
奥地利	38.6	5.6	0	0	33.9	11.7	0
比利时	15.6	0.4	1.0	3.8	37.5	0.3	0
法国	15.5	16.0	3.5	0	34.5	1.0	0
德国	7.4	1.2	0.2	0	21.0	0.7	0
意大利	68.6	7.2	0	0	24.2	0	0
英国	2.4	1.1	4.7	11.0	5.9	0	11.3
荷兰	10.8	7.2	2.4	16.1	10.9	1.3	0
西班牙	21.8	6.6	8.8	0	32.6	0	0
韩国	60	8.5	2.0	6.1	—	1.5	—
马来西亚	4.8	—	—	—	45.6	17.2	—
菲律宾	5.5	2.1	0.2	13.5	4.9	2.6	—
泰国	35.2	2.2	—	—	—	2.5	—

资料来源：转引自斯道延·坦尼夫等（2002）。

源就在于国有股的“一股独大”。在 2001 年召开的“中国上市公司治理研讨会”上，政府官员、经济学家和企业界人士纷纷表示，国有股“一股独大”已经给中国上市公司脆弱的治理结构带来种种弊端和负面影响，成为公司治理结构改革所要面对的核心问题。上海证券交易所研究中心的一份研究报告（2000）认为，“国有股比重过大与公司业绩呈负的相关关系，而法人股所占比重高与公司业绩呈正相关关系。因此，在我国上市公司国有股比重较高的情况下，将国有股法人化有助于改善公司业绩”。

在上述思想的指导下，国家从 1999 年开始启动国有股减持计划，试图解决国有股“一股独大”与股权分置问题。2001 年 6 月 14 日国务院发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，其中第五条规定，“国家拥有股份的股份有限公司向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的 10% 出售国有股”。但是市场对国有股减持的反应却耐人寻味，市场制度的完善并没有带来人们预期的效果。相反，消息发布后，沪深股市全面暴跌，陷入了长期低迷状态。2001 年 10 月 22 日，中国证监会紧急叫停《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第五条规定。受国有股减持方案暂停的消息刺激，股价全线上涨，成为涨跌幅限制以来最大的一次单日涨幅。2002 年 1 月 26 日，中国证监会汇集阶段性成果，称各方达成了继续减持共识，同时公布了“折让配售方案及配套措施”以及 4137 件征集讨论方案，之后，1 月 28 日，沪深股指分别暴跌 91.49 点和 193.96 点，沪深股市再次陷入长期低迷不振状态。2002 年 6 月 24 日，国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。在这一“利好”的强烈刺激下，沪深两市大幅高开，上证指数跳空高开 141 点，深证指数也跳空高开 300 点，收盘时二者分别上涨 144.59 点和 297.18 点，并且创下了两市交易合计 817 亿元的天量（杨斌，2002）。

曾被各方人士一致看好的国有股减持，结果却并未达到原来设想的目的，甚至出现了与预期完全相反的情况。每当有国有股减持的消息，市场便以回调应答；而减持方案的暂停或停止，却受到市场积极的回应。面对这种情况，理论界与实务界都进行了反思。但是，大多数人将国有股减持遭遇挫折的原因归结为具体的实施细节，如：主观色彩浓厚，以行政命令代替市场机制；以“弥补社保资金缺口”为减持的目的不合理；减持价格过高；减持对二级市场资金面所形成的压力；减持过程中部分企业违法等（何德旭、王轶

强, 2002; 贡峻, 2002; 何军香, 2003; 等等)。而对国有股减持理论依据本身进行反思的却很少。

那么, 国有控股的制度安排真的是中国股票市场的“原罪”吗?

实际上, 国有股权在转型经济中的作用一直以来都是存在广泛争议的问题 (Megginson & Netter, 2001)。在理论上, 主流经济学认为, 国有企业存在复杂的委托代理关系 (Shapiro & Willig, 1998)、政府的目标函数多元化 (Vickers & Yarrow, 1988; Bai et al., 2000)、政府对企业经营活动的行政干预 (Li, 2000; 郑红亮, 1998; Shleifer & Vishny, 1994)、国有企业的预算软约束 (Kornai, 1998)、官员和国有企业经理人的寻租和腐败行为 (Shleifer & Vishny, 1993; 1994) 等, 这些内在的缺陷导致国有企业的绩效劣于私人企业。但是, 一些关注转轨国家制度变迁和经济发展现实的经济学家也提出了相反的观点, Blanchard 和 Shleifer (2000) 指出, 自 1989 年以来, 中国和俄罗斯在经济增长上形成差异的一个重要原因是两个国家政府质量的不同, 中国政府能够帮助企业发展。Che 和 Qian (1998) 认为政府所有制可以减少政治干预和政府攫取, 中国渐进改革的成功之处就在于保持了相当比重的国有企业, 从而避免了产出的 J 型下降。宾国强、舒元 (2003) 认为, 私有产权和全流通并不能消除股票市场的委托代理问题。而钱颖一 (Qian, 1996, 2000) 也指出, 从理论上讲, 经济转轨时期政府所有权和治理并非一定劣于私有产权下的治理结构。私有产权及其治理只有在市场制度环境完善的情况下才会优于政府所有权及其治理。尽管在理论上国有产权的经营效率不是最优的, 但在制度不完善的过渡时期仍然有可能是一种次优的选择。

实证研究关于国有股“一股独大”对上市公司治理与业绩影响的结论也存在较大的分歧。Xu 和 Wang (1999)、Sun 和 Tong (2003) 发现国有股权损害了公司业绩, 而 Sun 等 (2002) 和李涛 (2002) 却得出了相反的结论, Tian (2002, 2005) 指出国有股权

与公司业绩之间存在着非线性的关系，李庆峰等（2003）也认为国有股权的制度安排对于中国股票市场的发展具有正面的积极作用。因此，国有股权对于中国股票市场的负面作用事实上并没有得到坚实的实证支持，研究的样本和方法对结果的影响都比较敏感。与通常的感觉恰恰相反，国有股对于公司业绩的影响是复杂的甚至是积极的，基本没有可靠的证据证明国有股权的存在损害了公司的绩效。

那么，国有股权的制度安排在中国股票市场的发展过程中到底发挥了什么样的作用？既有的研究为什么不能在理论和实证上给我们一个更加清晰的答案呢？正是带着对这些问题的困惑，作者选择了这一研究主题，试图在一个统一的理论框架内审视国有股权与中国股票市场发展的关系，并且提供经验证据，厘清关于国有股权的模糊认识与争议。这对于正确评价中国股票市场既有的发展以及未来改革路径的选择都具有重要意义。

第二节 研究思路

要认识国有股权的功能和作用，首先需要在一个合理的基准之上评价中国股票市场的发展状况。在中国股票市场十几年的发展历程中，一直存在着各种尖锐的批评之声，极端的观点甚至将中国股票市场视为“赌场”和“陷阱”，其中隐含的前提是以成熟市场经济国家的股票市场甚至是理想状态的股票市场作为比较和评价中国股票市场的基准。但是，这种比较是不恰当的。由于中国股票市场是一个新兴的、不成熟的市場，其表现必然会劣于成熟市场经济国家，因此，这种比较并不能给我们在理论上考察和分析中国股票市场的发展提供帮助。考虑到股票市场发展的初始条件和时间路径，合理的比较基准应该是波兰、捷克、俄罗斯这样的转轨国家。如果以这种基准来评价中国股票市场的发展，就会发现，无论是从发展

速度、发展规模还是市场信息的效率来看，中国股票市场的表现都较大多数转轨国家为好。

既有的研究表明，支撑股票市场发展的最重要变量是投资者信心（Coffee，1999），股票市场的发展取决于该市场中的投资者保护水平（LLSV，2000）。缺乏保护投资者的有效制度安排，投资者保护力度不足，是导致大多数转轨国家股票市场崩溃的根本原因。而中国股票市场的发展要优于大多数转轨国家。因此，如果给定投资者保护水平和股票市场发展之间的相关性，这就意味着与其他转轨国家相比，中国股票市场的投资者利益得到了较好的保护。

根据投资者保护理论的新进展，标准的投资者保护^①方式主要有三种：市场秩序、法律体系和管制制度。但是，通过详细的考察，本书发现，这些标准的投资者保护机制在中国股票市场上都没有有效地发挥作用，它们所能提供的保护水平反而劣于大多数转轨国家。因此，如果把投资者保护水平作为因变量，把三种标准的投资者保护制度作为解释变量，在因变量与三个解释变量之间就出现了一个缺口或残差。

这就意味着，在中国股票市场的制度安排之中应该隐藏着一种有效的投资者保护机制可以用来解释这个残差。或者说，在中国股票市场的发展策略中就应该隐含着某种机制，这种隐含的机制能够提供替代性的投资者保护，在股票市场的发展过程中弥补了标准的投资者保护制度不能有效发挥作用的缺陷，从而使得中国股票市场的发展相对优于其他转轨国家。实际上，在市场秩序、法律体系和管制制度不完善的情况下，我国大多数上市公司采取国有控股的特殊股权结构就是一种替代性的投资者保护机制。

国有控股的股权结构通过以下途径为投资者提供了替代性的保

^① 标准的投资者保护机制是指那些具有普适性、超越了制度环境差异的投资者保护制度，它们可以适用于不同国家和一个国家的不同时期。与此相反，那些适用于特定国家或一国特定时期的投资者保护制度则被称为替代性的投资者保护机制或非标准的投资者保护机制。