

我国上市公司股权结构对公司治理效率的影响分析

□ 侯加礼 刘云

一、引言

我国上市公司自建立以来取得了巨大的成就，同时也在发展中面临着许多问题，其中上市公司治理效率的问题尤为突出。公司治理受诸多因素的影响，股权结构是其中主要的影响因素之一，它在很大程度上影响公司控制权的配置及治理机制的运作方式，并在某种情况下影响甚至决定公司治理的效率。

二、我国上市公司股权结构现状分析

我国资本市场是在特定的历史条件下建立和发展的，最初的目的是利用民间资本解决国企资金需求，在降低国企债务负担的同时不改变国家对国有经济的控制，所以在国有企业改制时设置国有股、法人股和内部职工股等非流通股，以及境内上市外资股、境外上市外资股等流通股，使得我国上市公司股权结构比较复杂。（见表）

我国上市公司股本结构的变动情况

	1992年12月		1997年12月		2003年12月	
	股份数(亿股)	比例(%)	股份数(亿股)	比例(%)	股份数(亿股)	比例(%)
一、尚未流通股份						
发起人股	40.35	58.59	1078.26	55.50	3808.17	59.24
其中：国家股	28.50	41.38	612.28	31.52	3046.52	47.39
境内法人股	9.05	13.14	439.91	22.64	699.95	10.89
境外法人股	2.80	4.07	26.07	1.34	59.23	0.92
其他	0	0	0	0	2.47	0.04
定向募集法人股	6.49	9.42	130.48	6.72	309.71	4.82
内部职工股	0.85	1.23	39.62	2.04	10.98	0.17
其它未流通股	22.87	-	22.87	1.18	15.38	0.24
尚未流通股份合计	47.69	69.25	1271.23	65.44	4144.23	64.47
二、已流通股份						
境内上市人民币普通股	10.93	15.87	442.68	22.79	1714.60	26.67
境内上市外资股	10.25	14.88	117.31	6.04	175.35	2.73
境外上市外资股	111.45	-	111.45	5.74	377.62	5.87
其它已流通股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
已流通股总计	21.18	30.75	671.44	34.56	2267.58	35.53
股份总数	68.87	100.00	1942.67	100.00	6428.46	100.00

数据来源：根据中国证监会（www.csrc.gov.cn）数据资料整理

上表显示，我国上市公司的股权结构有自己的特点，首先，我国的股权结构较为复杂，股票种类较多，我国上市公司的股权中有国家股、法人股、转配股，还有A股、B股、H股等。其次，国家股在总股本中占较大的比例，1992年，国家股份为28.5亿股，占41.38%，1997年底为612.28亿股，比例下降到31.25%，而到2003年底则为3046.52亿股，比例又升至47.39%。第三，以国家股和法人股为主的非流通股比例过大，由1992年底的69.52%到1997年底的65.44%再到2003年底的64.47%，虽然有所下降，但比重依然较大。第四，国有股控股比例高，甚至出现国有股一股独大的现象。我国上市公司的股权结构可以概括为国有股占主导的封闭型的高度集中的股权结构。

三、我国上市公司股权结构对公司治理效率的影响分析

上市公司的国有股存在着监控效率低下的问题，进而影响到内、外部治理的效率，下面就这几个方面对现今股权结构状况下的公司治理效率进行分析。

1、国有股的监控效率分析

(1) 有效持股主体缺位问题。我国国有股的持股主体在实践中形成了国有独资公司、大型企业集团、国有资产公司甚至行业主管单位以及地方政府等多元主体局面，国有股权则实际由各级政府的有关部门掌握，这些部门并不是国有资产的真正所有者，而是代理国家行使出资人的权利。政府官员并不具有对企业资产的剩余索取权，只能

得到固定工资以及与其他行政人员类似的福利,代理人没有财产收益激励,也不承担财产风险。在履行财产权利时,产权的激励和约束功能对政府官员不起作用。因此,国有资产原则上属于全民所有,但却没有一个受产权约束的所有者行使相应的权力,国有股有效持股主体缺位,无法从制度上保证其对企业的充足监控动机。

(2) 政府目标与企业不一致,企业的目标就是追求利润最大化,而政府办企业则有多元化目标,人员就业、社会安定等,行政负担过于沉重。在多重目标约束下,国家股股东有时为了其他目标而并不将利润最大化的目标放在首位,造成国家股股东的利益与流通股股东的利益的不完全一致。

2、上市公司内部治理效率分析

上市公司内部治理结构也就是法人治理结构,指分别由履行权力、决策、执行、监督职能的组织机构所形成的公司控制和管理中的制约关系,通常包括董事会控制、大股东监督和经理代理权的争夺等。股东通过股东大会行使股票权,来达到对公司的最终控制作用。在国有股一股独大的情况下,我国上市公司内部治理机制产生了扭曲以至失效。

(1) 在一股独大的情况下,股东大会形同虚设,失去了原来的意义。我国上市公司的流通股股东大多是中小股东,分布在全国各地,持股比例低而且高度分散,经济实力较弱,既缺乏关于公司运行状况的信息,又缺乏对公司的监控能力,参加股东大会往往需要很高的成本和精力,得到的收益却很少,他们没有动力也没有能力参与公司治理。

(2) 董事会不是真正通过选举产生,国有股股东在股东大会拥有控制权,可以指定董事会成员。但国有股股东并不是人格化的股东,董事会成员由各级政府部门指定。这样使得董事会成员的选择标准往往不是按照其专业知识和经营能力,而是以计划经济时代的行政级别为标准,影响了董事会的决策能力。另外,国家股指定董事会成员会造成董事会不对股东大会负责,而对指派他们的部门负责。由此,董事会往往不按公司目标决策,不能代表所有股东权益,甚至有时会损害中小股东的权益。

(3) 在国有股占优势的情况下,监事会成员往往也是国有股直接指定,而不是股东大会选举的。这种方式产生的监事会成员行政级别往往比管理人员和董事会人员低或者就在公司内任职。他们在能力和心理上都不可能对公司的治理实行真正的监督。

(4) 经理的选择与监控。有效的公司治理结构在选择经营者时应该以公司利益为标准,并且能够给经理层以适当的监督约束,使他们的行为符合股东利益,在公司经营状况不佳时有能力撤换不称职的经理。但是在中国现有的股权结构下难以建立这种有效的治理机制。

首先在经营者的选择问题上,国有大股东对董事会的控制使得经理人员的任免往往在事实上最终由政府决策,但政府不是真正的股东,政府官员也不是企业风险的承担

者,并不真正关心企业的货币收益,而且国有企业目标多元化,从而在选择企业经营者时并不是以企业利润最大化为目标、经营能力强弱为标准。政府官员自身收益与企业的货币收益无关,能力标准就让位于其他标准。官僚制度的本质特征决定了政府官员选择经理的标准是安全、可靠,而不是有没有能力,经营绩效如何。

其次是对经营者监督约束的问题。从理论上说,公司占支配地位的大股东拥有对公司的控制权,他们会比别的股东更有动力来监督和激励公司经理层,使其行为符合股东目标。但是,由于前述国家股有效持股主体缺位的问题,国家股的所有者主权控制在各级政府部门手中,政府的特殊身份则导致政府在对企业的控制上同时表现出行政上的“超强控制”和产权上的“超弱控制”,使得国有资产成为实际上的“无主”资产和“无求”资产,对经营者决策缺乏有效的约束机制;行政选派的董事虽拥有有关权力的行使权,但不承担资源使用与分配的后果,董事会缺乏足够的动力监督、约束经理人员,难以对经理的经营业绩进行公正评价、恰当奖惩,对经理人员的聘免、监督职能严重弱化;经理人员本身对企业财产不具有所有权,导致其目标函数和股东的目标函数不同,而在我国将经理人员的努力与企业净值和未来成长联系在一起,经理人持股和股票期权制度没有广泛建立,经理人员的行为目标和股东利益难以一致。这些因素使得我国上市公司无法形成对有效监控经理人员的治理结构。

我国上市公司的股权大量集中在产权残缺、行政负担严重的国家股股东手中,由于其有效持股主体缺位,首先造成了大股东监控的无效率,从而造成了董事会、监事会人选的不合理,进而造成了经理层的选择和监控的非效率,影响到公司治理效率。

3、上市公司外部治理效率分析

外部治理机制通常包括产品市场、经理市场和资本市场的竞争,以及法律行政制度和社会舆论监督等。在充分竞争的市场环境中,投资者可以及时、准确地获得企业实际经营状况的信息,作为考核与监督经营者的一种充分信息指标,通过经理人才市场的竞争,就可以依据经理人员的经营绩效对其进行奖惩,从而使经营者与所有者之间的激励变成相容的。资本市场的竞争通过公司股票价格的涨跌为投资者提供低成本的企业实际经营信息,还可以通过证券市场的收购兼并机制和退出机制来惩罚那些能力低下或工作不努力的经营者。

我国证券市场投机严重,投资者并不关心企业本身的效益及发展,只关注市场信息,并以此为依据制定投资决策,而且我国证券市场运作不规范,信息披露存在着信息失真、披露不及时、不充分等问题,信息的有效性和投机性使得股票价格严重偏离公司业绩,证券市场的定价功能失灵,不能真正反映企业实际经营状况,无法准确评价经理人员的经营绩效,也就没有依据对其进行奖惩。

政府任命经营者导致竞争性的经理人才市场难以形成,经理所面临的竞争和威胁很小;国家股和法人股高度集中,

上证指数收益率 GARCH 族模型实证研究

□ 刘红 胡宗义 康健

一、前言

Mandelbrot (1963) 等人发现“一个描述金融价格的随机变量可能具有趋向于无穷的方差”，他发现许多金融变量的分布具有很宽的尾部，其方差也是变化的，而且方差变化时，幅度较大的变化集中在一段时间内，而幅度较小的变化集中在另一段时间里，也就是金融时间序列波动的集群性。这样，二阶或更高阶矩的时变模型开始被用来描述金融行为。Engle (1982) 等提出的自回归条件异方差模型 (ARCH) 很快得到认同，因为 ARCH 模型假定的收益误差项服从以条件期望为零，条件方差为以前若干期收益误差平方和的条件正态分布，其性质与金融市场的波动集束 (Cluster) 效应、宽尾效应及收益不相关性等相吻合。Bollerslev (1986) 又进一步提出广义自回归条件方差 (GARCH) 模型，他在方差的解释项中巧妙引入无穷期误差项，弥补了在有限样本下，ARCH 模型阶数过大所带来的计算效率与精度上的不足，如今 GARCH 族模型已成为度量金融市场波动性的最主要的工具之一。

中国股票市场其发展只有十几年的时间，市场特点之一是价格波动较大，投机气氛较浓。那么，到底我国股票

且不具备流通性，使来自证券市场的代理权竞争或敌意收购成功的可能性大大减小，导致中国股票市场成为一个简单的融资市场，市场竞争对经理行为难以实施有效监督。

我国独特的股权结构使得证券市场的收购兼并机制和控制权竞争无法真正约束经理人员，上市公司的外部治理机制失效。

四、对上市公司股权结构的改进建议

股权结构是在长期的演变过程中形成的有利于股权价值最大化的一种选择，“股权结构的调整，只能以股权价值最大化为出发点，而不能简单地以股权是否分散为标准”。在资本市场机制不发达、法律对投资者保护不健全的情况下，公司的股权结构模式一般都倾向于集中化，股权集中是法律对股东保护不足的一种替代，股权在一定程度上的集中通过内部治理效率的提高弥补了外部治理机制的不足。

公司治理的最终目的是保护投资者的合法权益，为改善公司治理而进行的股权结构的调整要以股权价值最大化为出发点。我国上市公司股权结构的特殊性在于不可流通的国有股一股独大，国有股有效持股主体的缺位和委托代理机制存在的问题使上市公司的实际控制权很容易落在董事会和经理人员手中，控制权的不可竞争性则无法形成对

市场的波动呈现什么样的特点？这种波动又会对股票的报酬产生怎样的影响？本文尝试选用尽可能多的样本数据，运用 GARCH 族模型来研究我国股市风险报酬和波动之间的跨时关系，探讨引起我国股票市场波动较大的原因。

二、GARCH 族模型简介

1、ARCH 模型。设 R_t 是每日股票市场报酬， μ_t 和 σ_t^2 分别是在 $t-1$ 期可获得信息 φ_{t-1} 条件下股票报酬的条件均值和条件方差，即：

$$E(R_t/\varphi_{t-1}) = \mu_t; \text{VAR}(R_t/\varphi_{t-1}) = \sigma_t^2 \quad (1)$$

令 $\varepsilon_t = R_t - \mu_t$ ，表示非预期股票报酬，或称为扰动项，ARCH 模型为：

$$\varepsilon_t/\varphi_{t-1} \sim N(0, \sigma_t^2) \quad (2)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \quad (3)$$

其中： $\alpha_0 > 0$ ； $\alpha_i \geq 0 (i = 1, \dots, q)$ ，保证条件方差非负。式(3)表明过去的波动扰动 (ε_{t-1}^2) 对市场未来波动有着正向而减缓的影响，因而，股票报酬的波动会持续一段时间。从而模拟了市场波动的集群性现象，但没有说明波动的方向。

董事会和经理人员的优胜劣汰。因此，我国上市公司的股权结构调整主要是解决两方面问题，一是通过国有股减持形成股权利益的一致性；二是通过解决流通股和非流通股的分割问题真正形成股权的平等性。具体建议如下：

(1) 通过国有股回购、发行可交换债券、股权置换等方式减持国有股，逐步降低国有股的比例，实行股权分散化，最终变国有股控股为非控股。

(2) 改革国有资产管理机构，理顺与政府的关系，废除行政授权，按产权关系建立起国有资产管理机构，完善自身的治理结构，使其能够真正代表国家行使股东权利和承担相应的责任。

(3) 培育机构投资者，鼓励企业集团、社会保障基金、投资基金等机构持股，根据国外企业发展经验，机构投资者是改善公司治理的重要力量。机构投资者既有动力又有能力监督和控制企业的高层经理的行为，可以形成多元化的、相互制衡的股权结构。

(4) 加快资本市场的发展与完善，健全交易机制与规则，逐步实现上市公司全部股票的流通和同股同价，提高资本市场的资源配置效率和对公司治理的制衡能力，保障所有投资者的利益。

(作者单位：北京理工大学管理与经济学院)