

我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究

袁国良 郑江淮 胡志乾*

一、引言

本文研究的上市公司是指在深圳证券交易所和上海证券交易所上市的股份有限公司。我国的股份制改革和股票市场的发展是一种典型的政府推动型制度变迁,股票市场的建立和发展一开始就定位于为国有企业特别是国有大中型企业服务。这种目标定位带来了两个直接的后果,一是目前能够在上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易的股份公司原先大多是由国有企业改制而来的;二是上市公司的股权结构形成了明显的以国有股为主导的封闭性股权结构。

本文要研究的是,股票市场的这种制度变迁方式和上市公司独特的股权结构对上市公司的融资偏好和融资能力产生了怎样的影响,这种影响说明了什么问题。

全文共分五个部分,除这一部分引言外,第二部分首先分析我国上市公司的股权结构,这种股权结构是解释我国上市公司一系列与典型市场经济国家的上市公司行为差异的重要因素。在此基础上,第三部分讨论上市公司的融资偏好。第四部分分析上市公司进一步通过股票市场融资的几种途径和影响融资能力的具体因素。第五部分是一个引申说明。

二、我国上市公司的股权结构特征

我国目前上市公司的股权结构非常复杂,总共有国家股、法人股、A股、B股、H股、内部职工股、转配股7种之多。其中国家股、法人股、内部职工股和转配股不能在股票市场自由转让。下表列出了我国上市公司的股权结构及其变动情况(表一)

* 袁国良 申银万国证券公司研发中心 经济学博士
郑江淮 中国人民大学经济所 96级博士生
胡志乾 中国人民大学经济系 97级博士生

表 1 中国上市公司股权结构及其变动情况 单位：%

| 股份 | 1992 年底 | 1998 年 6 月 30 日 | 增减 |
|------------|---------|-----------------|--------|
| 未流通股份 | 72.75 | 66.32 | -6.43 |
| 1、发起人股 | 57.56 | 56.54 | -1.02 |
| （1）国家股 | 51.31 | 34.05 | -17.26 |
| （2）境内法人股 | 5.42 | 21.06 | 15.64 |
| （3）外资法人股 | 0.81 | 1.42 | 0.61 |
| 2、定向募集法人股 | 14.35 | 6.40 | -7.95 |
| 3、内部职工持股 | 0.85 | 2.08 | 1.23 |
| 4、其他 | | 1.31 | 1.31 |
| 二、可流通股份 | 27.42 | 33.68 | 6.26 |
| 1、境内上市人民币股 | 9.22 | 23.14 | 13.92 |
| 2、境内上市外资股 | 18.2 | 5.65 | -12.55 |
| 3、境外上市外资股 | | 4.88 | 4.88 |

资料来源：中国证监会编《中国证券统计年报》，中国经济出版社 1997 年版。上海证券交易所，深圳证券交易所。转引自袁东提交给“证券法及中国证券市场的发展”研讨会的论文，《试论中国股票市场运行的制度基础》。

从上表可以看出，我国股份公司的股权结构有以下几个突出的特点：

1、未流通股占上市公司总股本的大部分。虽然未流通股占总股本的比重有下降的趋势，从 1992 年的 72.75% 下降到 1998 年中期的 66.32%，但仍然维持在相当高的比例，处于绝对控股水平。1992 年到 1998 年未流通股比例共减少了 6.34%，平均每年减少不到 1%。按照这种速度，我国上市公司的股权结构将在相当长的时期内保持非流通股占大部分比例的格局。

2、国有股一直处于控股地位。国有股比重 1992 年是 51.31%，1998 年中期是 34.05%，6 年间国有股比例尽管下降了 17.26 个百分点，但从单个股东来看，仍处于第一股东的地位。另据一项抽样调查表明，我国上市公司中大概只有 6% 的公司没有国有股。说明国家股不仅在上市公司总股本中一直处于控股地位，而且分布范围也非常广泛，这从一个方面说明了迄今为止我国股份制改革的功能定位。

3、我国的法人股比重相当高，并有逐步上升并有超过国家股的趋势，成为影响公司治理结构的一个重要因素。由于我国现在国有股和法人股都不能流通。国家股只能在场外以私下受让的形式转让给法人股东。另一方面。在上市公司的资源相对稀缺的情况下，许多企业都愿意通过“借壳上市”的方式进行资产重组，因而纷纷通过购买国有股权的方式进入证券市场，导致法人股比重上升。一项抽样调查表明，1998 年我国法人股所占的股份总体平均

值已达 34.4%，最高的公司达到 83%（田志龙，1998）。

虽然还没有具体的资料说明法人股股东的产权性质，但就经验观察和一些不规范的统计来看，法人股股东中国有产权占控制地位的比例很高。

总体来看，我国股份公司的产权性质可以概括为以国有产权为主导的股东主权模式。这种股东主权模式对上市公司的经营业绩和融资偏好以及融资能力都产生了重要影响。

上市公司总体上是否会因为股权性质的不同而表现出效率的不同是我们所关心的。

三、上市公司的融资偏好

上市公司的融资偏好主要取决于债务融资和股权融资的相对成本。在目前的股票市场下，上市公司通过股权融资的成本是比较低的。股权融资的成本主要包括以下几个方面：

1、股票分红。股票分红的具体指标是股息率，股息是市盈率的倒数。我国一级市场的市盈率在 15 左右，二级市场的市盈率在 35 左右。即使按 15 的市盈率计算，股息率也只在 7.1% 左右。如果按 35 的市盈率来计算，则股息率只有 2.9%，基本上都低于借款利率。而且更为重要的是，上市公司还可以采取种种做法，如推迟股息分配等，做到无股息或低股息的股权融资（李向阳，1998）。

从实际情况来看，截至到 1998 年 9 月 1 日，深沪两市共有 781 家公司公布了中期分配报告。其中只有 68 家公司推出了中期分配方案，占总统计数的 8.7%，这一数据比 1997 年中分配方案还略有上升（这里的分红包括转赠股本，但不包括配股）。在这 68 家公司中，只派现金的有 13 家，所占比重为 19.12%。而单纯以转赠方式和单纯以送红股方式进行分配的分别有 18 家和 10 家，各占 26.47% 和 14.71%。其余 27 家公司采取了三种方式相互交叉的办法来分配。由此可见，上市公司支付的股息实际上是非常低的，股息支出对上市公司并不构成太大的成本。

2、公司发行配股的交易成本。目前大盘股的每股发行成本是 0.1 - 0.15 元，小盘股大约是 0.2 元，按新股发行市盈率 14 倍计算，大盘股的发行费用大概是募集资金的 0.7% - 1%，小盘股大概是 1.4%。

3、红利的税收问题，目前对股票投资的红利征收 20% 的税收。

4、发行股票的负动力成本。企业增发新股会稀释原有股东的股权比重，从而影响股权激励的效应。但这种情况在我国现在基本上不存在，本文第五部分对此将有具体论述。

5、发行股票的信息不对称成本。由于上市公司的经营者和所有者之间存在着信息不对称，外部投资者一般会把新股票的发行看作是质量恶化的信号，相应地低估它们的市场价值（Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984）。经验研究表明，当企业用增加债务的方法回购股票时，企业的股票价格会上涨。而当企业通过发行股票来偿还债务时，企业的股票价格会下降。发行股票的信息不对称成本的产生取决于两个条件：第一，股票市场必须是规范的；第

二，间接融资市场也必须是规范的。可惜的是这两个条件在我国都不具备。资本市场也就不能通过企业发行股票这一信息而作出低估企业价值的判断（李向阳，1998）。

实际上，我国有许多上市公司正是通过发行股票来偿还债务的，他们似乎并不惧怕由此而降低公司的信誉。例如，1997年年底上市公司股东权益比1996年增长了36.66%，负债总额增长了10.64%，由此使上市公司的整体负债率比上年度下降了5.26个百分点。这表明上市公司通过发行新股和配股所募集的资金的相当一部分用于偿还了债务（刘郎、曹桂香，1998），这也从一个方面证明了我国上市公司的债务融资成本超过股权融资成本。至少对企业的现实决策者来说是这样的。

在股票市场上进一步融资的低成本使上市公司可以很轻松的获利，股本扩张对上市公司经营者也不构成额外的压力，许多上市公司增募资金都没有好好利用。例如，对截至到1998年4月15日深沪两市已公布年报的546家上市公司募集资金使用情况的统计表明（其中411家公布了募集资金的使用说明），在尚未投入项目的资金中，有132家公司补充了流动资金，有141家公司存入了银行，有24家公司购买了国债，有5家公司购买了证券，有38家公司归还了贷款，还有23家公司把募集到的资金转作它用。

总之，我国上市公司股权融资的成本极低。除了税收要强制缴纳以外，几乎其他所有的融资成本都是一种软约束，这种软约束使上市公司的实际融资成本很低。

上市公司通过股票市场的融资偏好在实际中得到了充分的验证。主要表现在以下几个方面：

1、在对配股权利的使用上，上市公司一般都充分使用。对上市公司的配股资格，中国证券监督管理委员会有具体的规定。很显然，国家规定的配股资格是一种权利，上市公司达到这一条件后，并不意味着一定要配股。要不要配股，企业应该根据公司发展战略和资金的紧缺状况，以及间接融资的难易来综合考虑。但是从每年的配股情况来看，基本上只要符合规定，达到配股资格的上市公司都会申请配股。企业似乎有无限多的投资机会和投资冲动，甚至某些不符合配股资格的公司也极力创造条件进行配股。典型的如1995年6月南通机床的配股方案，该公司1994年的每股税后利润是0.046元，当时预计净资产收益率9%，这些数据都达不到证监会的配股资格，而且公司的财务报表还有重大的作假嫌疑。令人奇怪的是，该公司的配股方案居然获得了股东大会的通过。

2、上市公司一般都充分使用配股额度和配股价格。证监会对配股价有一个最低的规定，即不能低于“本次配股前最新公布的公司财务报告中的每股净资产”，对配股价格的上限并没有规定。对上市公司来说，只要将配股价格提高，保证将股票配出去，则配股价格越高，公司可获得的资金越多。因此上市公司一般都尽可能的提高配股价格。以致1998年以来出现了配股承销商不能将股票全部配发出去，只能自己包销的情况。

3、许多上市公司的配股行为并不符合公司的长远利益。根据传统的财务理论，当投资项目预期收益率较高时，股权融资的成本较高，这时应该选择债务融资。而当项目的预期收

益率较低时,应该选择股权融资。但上市公司的配股说明书中却几乎百分之百的宣传说配股项目有相当高的内部收益率(IRR)。根据可配股公司原有净资产收益率(ROE)不低于10%的规定,很显然,预期的ROE要远远高于银行贷款利率。在这种情况下,为什么上市公司还要选择股权融资而不是债务融资呢。一种解释是原有的净资产收益率和内部收益率是不真实的,因而预测数据是不可靠的。另一种解释是在对未来收益的分配上,控股股东可以控制公司的股利分配政策尤其是现金红利的派发,从而在事实上获取极其廉价的配股资金。还有一种解释就是公司的融资决策者并不在乎公司长远的利益分享问题,而只考虑或者说主要只考虑公司短期的资金筹集问题。这三种情况可能都程度不等的存在,有的上市公司可能这三种情况都有。不管属于哪一种,或者是几种兼而有之,都反映了我国上市公司短期性的通过股票市场融资行为已经到了一种不顾公司长远发展的地步。

总之,在目前的股票市场和上市公司股权结构状况下,无论是从企业自身来说,还是从企业融资的实际决策者来说,都几乎有无限的动机通过股票市场进一步融资。

四、已上市公司进一步通过股票市场融资的 几种途径和融资能力

(一) 已上市公司通过股票市场融资的几种途径

如果想进一步通过股票市场融资,在我国目前的股票市场规则下,主要是配股和增发新股,另外企业还可以发行可转换债券。其中以配股最为常见和典型,本文的分析也以配股为对象。

中国证监会对上市公司的配股有严格的规定,主要包括:配股募集资金的用途必须符合国家产业政策;公司在最近三年连续盈利,公司的净资产税后利润率三年来平均在10%以上;公司最近三年财务会计文件无虚假记载或重大遗漏;配股募集资金后预测净资产税后利润率应达到同期银行个人定期存款利率等。这些规定的目的非常明显,国家管理部门是希望上市公司能够保证公司的成长性,避免那种利用股市圈钱的做法,真正对股东负责。

在配股数量一定的情况下,上市公司通过配股所募集到的资金就取决于配股价格。上市公司的配股价格受到许多变量的影响,如配股时股票市场的环境,投资者对宏观经济走向的判断,股市的资金流量等。如果单单从上市公司自身的投资价值来考虑,则上市公司配股价格取决于公司业绩和新募资金的投向。这里我们从上市公司股权结构和高级管理者持股数量这两个影响公司业绩的指标来具体分析。

(二) 上市公司股权结构对其融资能力影响

1、样本选取及资料收集

为考察上市公司股权结构与其经营业绩的相关性,我们以沪市1997年年度报告为例进

行实证研究。按照两大类进行样本选取。

第一，从上海证券交易所上市交易的 400 多家上市公司中随机抽取 100 家，并分别计算这 100 家上市公司的国家股、法人股、流通股占总股本的比例。此外，统计出相应的净资产收益率。

第二，从上述 400 多家上市公司中，选取净资产收益率在 10% 或 10% 以上的上市公司 100 家，与第一类一样计算国家股、法人股和流通股占总股本的比例。

2、实证结果

我们分别以第一类与第二类上市公司国家股、法人股、流通股占总股本的比例为自变量，净资产收益率为应变量进行回归风险。其相关性分别只有 0.0418 和 0.0525，由此可见，目前我国上市公司的经营业绩与其股权结构几乎没有什么相关性。

(三) 上市公司高级管理人员持股比例对企业经营业绩的影响

1、对上市公司高级管理者选定方法的说明

由于目前我国上市公司经营权和所有权的分离不充分，抽样调查显示，上市公司中平均有 73.6% 的董事持股，董事长中有 85% 的人持股（表二）。可以说董事会在生产经营决策权方面具有重要的影响。另外上市公司中董事会成员中经理人员的比例相当高，平均达 41.3%（表三）。综合这两方面的原因，我们计算公司高级管理层持股情况时不得不将董事会成员考虑进去。为此将董事会和管理层成员所持公司股份相加进行计算。

表 2 我国上市公司董事、监事、经理人员的持股情况

| | 董事 | 监事 | 高层经理 | 董事长 | 监事长 | 总经理 |
|-----|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 平均 | 10419 | 6333 | 13264 | 20300 | 8759 | 20429 |
| 最低数 | 500 | 200 | 500 | 2000 | 400 | 1000 |
| 最高数 | 20000 | 65000 | 200000 | 200000 | 65000 | 200000 |

资料来源：田志龙、杨辉、李玉清，《我国股份公司治理结构的一些基本特征研究》，《管理世界》1998 年第 2 期。

表 3 我国上市公司董事会规模及经理与法人股东代表的比例

| 公司类型 | 董事会规模（人） | | | 董事会中经理的比例（%） | | | 董事会中法人股东代表比例（%） | | |
|------|----------|-----|-----|--------------|-------|-------|-----------------|------|--------|
| | 平均数 | 最低数 | 最高数 | 平均数 | 最低数 | 最高数 | 平均数 | 最低数 | 最高数 |
| 总体 | 10.76 | 5 | 19 | 41.31 | 12.00 | 80.00 | 33.01 | 0.00 | 100.00 |

| | | | | | | | | | |
|-------------------|-------|---|----|-------|-------|-------|-------|------|--------|
| 董事长 兼任总 经理 | 9.79 | 5 | 17 | 46.18 | 15.00 | 80.00 | 29.14 | 0.00 | 100.00 |
| 董事长 不兼任 总经理 | 12.60 | 6 | 19 | 32.06 | 12.00 | 50.00 | 40.36 | 0.00 | 100.00 |

资料来源：同上

2、资料收集

我们分别以 1996 和 1997 年年报为依据，随机抽取 100 家上市公司，将这 100 家上市公司董事会和管理层成员所持有公司股份相加，计算出该公司高级管理人员所持有的总股份数。然后与该公司总股本相比，从而得到持股比例。同时也根据年报统计出上市公司的净资产收益率，这一指标是反映公司盈利能力的综合指标。

3、数据处理

将上述两项指标分两种情况进行回归分析。第一种情况，计算上述 100 家全部上市公司高级管理持股比例与企业经营业绩的相关性。第二种情况。计算非国家控股公司高级管理层持股比例和企业经营业绩的相关性。结果如下：

表 4 样本公司经营业绩与高级管理者持股比例的相关性

| | 所有样本公司 | 非国家控股公司 |
|--------|--------|---------|
| 1996 年 | 0.0375 | 0.0113 |
| 1997 年 | 0.0057 | 0.0085 |

以上计算结果表明，我国上市公司高级管理人员和企业经营业绩的相关性也非常低。

(四) 结论

以上分析表明，我国上市公司的股权结构和高级管理者持股比例对公司经营业绩的影响都非常小。从而这两项因素通过公司业绩这一变量对上市公司进一步融资的作用也很小

五、上市公司的融资问题反映的实际上是 我国股份公司在转制建制上的不足

以上分析表明，我国上市公司有很强的通过股票市场进一步融资的愿望。从企业自身的

投资价值角度来考虑,企业的股权结构和高级管理人员的持股比例对企业的经营业绩几乎都没有什么影响。我们认为这种情况反映了我国上市公司在转制建制上的一系列问题,股份制改革和股票市场的建设主要目标应该是促进国有企业的转制建制,而不是或者说主要不是筹集资金。但我们这里的分析表明,上市公司基本上是把股票市场当作一种“圈钱”的工具,企业内部还没有建立起规范的股份公司的治理结构,企业内部和企业外部都没有建立起有效的激励约束机制。主要表现在以下方面:

(一) 以国有股为主导的股东主权模式使上市公司管理层总体上处于改制前的机制

1、企业高级管理者的产生仍然是原有企业的机制。抽样调查表明,股份公司中高层经理人员基本上来源于被改造的原企业,在国有企业中这种情况尤其明显。而来自其他法人股东或从外部招聘的情况比较少(田志龙,1998)。在股份公司中高层经理人员基本上来源于被改造的原企业的情况下,由于我国上市公司的股权特征,可以认为股份公司高级管理者的产生仍然是一种原有企业的机制。

2、国有企业经营者中出现的一些问题在上市公司中也普遍存在。例如,管理者不敢拿应该属于自己的收入,其具体原因和国有企业的状况非常相近(表五)。

表5 企业经营者不敢拿合同规定收入的原因 单位:%

| | 总体 | 国有 | 城镇 | 乡镇 | 外独 | 外合 | 民营 | 股份 | 其他 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| A | 34.6 | 35.7 | 30.7 | 31.9 | 60.0 | 38.5 | 14.3 | 31.0 | 27.3 |
| B | 11.7 | 11.4 | 12.8 | 11.7 | 20.0 | 12.3 | 0.0 | 12.5 | 13.6 |
| C | 35.6 | 37.6 | 34.6 | 26.6 | 0.0 | 26.2 | 28.6 | 30.4 | 36.4 |
| D | 10.6 | 9.6 | 12.8 | 18.1 | 0.0 | 7.7 | 14.3 | 14.4 | 9.1 |
| E | 2.5 | 1.7 | 2.2 | 3.2 | 20.0 | 6.2 | 42.8 | 4.9 | 4.5 |
| F | 5.0 | 4.0 | 6.7 | 8.5 | 0.0 | 9.1 | 0.0 | 7.1 | 9.1 |

A:与职工收入差距太大;B:怕被别人非议;C:怕影响干群关系;D:怕引起领导班子不和;E:怕危及人身和财产安全;F:其他。

资料来源:中国企业家调查系统,《当前我国企业经营者对激励与约束问题看法的调查》,《管理世界》1997年第四期。

3、在对企业经营者的约束上,股份企业和国有企业的状况也很相似。调查显示,有70.5%的股份公司的经营者认为约束最主要体现在自我约束上,和国有企业的状况非常相近(表六)。对经营者来说,理想的约束机制应该是外部约束和自我约束相结合。在规范的市场经济下,外部约束是企业管理者约束机制的基础和最主要部分,毕竟,我们不能指望靠经营者的道德良心来搞好企业,市场竞争和来自委托者的约束与激励始终是最有力的手段。股

股份公司经营者把自我约束放在绝对比重的地位,说明我国股份公司中行政约束和市场约束等外部机制还很软弱,对股东负责,市场竞争等约束力还没有提高到应有的水平,这是一种不正常的现象。

表 6 企业经营者认为约束最主要体现在哪个方面 单位：%

| | 总体 | 股份公司 | 国有企业 |
|------|------|------|------|
| 外部约束 | 30.5 | 29.5 | 30.0 |
| 自我约束 | 69.5 | 70.5 | 70.0 |

资料来源：中国企业家调查系统,《当前我国企业经营者对激励与约束问题看法的调查》,《管理世界》1997年第四期。

4、在股份公司背景复杂,经理阶层的产生仍是行政性的情况下,经济因素对企业经营者本身并不构成太大的激励。下表显示,有高达32.6%的股份公司经营者表示对其经济地位无所谓。和国有企业经营者的判断非常相近,仅相差5%。

表 7 股份公司经营者对其经济地位满意程度的判断 单位：%

| | 总体 | 国有 | 股份公司 |
|-----|------|------|------|
| 无所谓 | 31.9 | 32.7 | 30.9 |
| 满意 | 27.4 | 22.9 | 36.7 |
| 不满意 | 40.7 | 44.4 | 32.6 |

资料来源：同上。

实际上,一项统计分析表明,将上市公司董事长、总经理年度报酬与每股收益和净资产收益率分别进行回归分析,结果相关性非常低。其中总经理的年度报酬与每股收益的相关系数仅为0.045,总经理的年度报酬与净资产收益率的相关系数仅为0.009。上市公司高级管理人员的年度报酬与企业的经营业绩几乎不存在相关性。这说明,我国上市公司不仅存在股权激励不明显的现象,而且存在年度报酬激励不明显的现象。上市公司管理层的激励因素究竟来自何方,似乎仍然是中国上市公司的一个“黑箱”。

(二) 以国有股为主导的股东主权模式使中小股东的监督约束机制软化。

上市公司以国有股占主导的股权结构还导致小股东约束的软化。就公司内部的委托代理机制来说,由于上市公司基本上被国家或法人控制,小股东缺乏监督约束经理层的动力和手段。这可以从出席股东大会的股东人数中得到说明。统计显示(表八),1997年沪市

上市公司股东年会出席人数不超过 50 的上市公司有 174 家，占披露出席人数上市公司总数的 45.0%；出席人数不超过 100 的有 250 家，占总数的 64.6%。少数股东出席股东大会的人数更少，1996 年，某上市公司参加股东年会的少数股东人数甚至只有 1 人。

表 8 1997 年沪市上市公司股东年会出席人数统计表

| | | | | | | | | | | | | |
|------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------------|-----|
| 出席人数 | 3 ~ 10 | 10 ~ 20 | 20 ~ 30 | 30 ~ 40 | 40 ~ 50 | 50 ~ 100 | 100 ~ 200 | 200 ~ 300 | 300 ~ 500 | 500 ~ 1000 | 1000 ~ 1983 | 未披露 |
| 上市公司 | 18 | 52 | 41 | 33 | 30 | 76 | 57 | 23 | 16 | 21 | 10 | 10 |

资料来源：黄余海、王贤英，《股东大会浓缩股市精华》，《上市公司》1998 年 9 月。

更有甚者，有的股份公司为使股东年会“顺利”通过，竟然做出种种安排，阻挠小股东的发言机会（黄余海、王贤英，1998）。中小股东的权利形同虚设。

小股东约束的软化还可以从上市公司资金运作情况中得到说明。据统计，1997 年 770 多家上市公司中，只有 514 家有募集资金使用情况说明。其中 120 家投资项目发生变动。164 家公司未按计划进度进行投资。一些企业在筹集到巨额资金后没有明确的投资意向，或者违规投资，或者盲目扩张，或者干脆把钱存入银行。如湖北某公司 1997 年增资扩股筹集了 1000 多万元资金，半年后仍全部存在银行。湖南某股份公司 1997 年末在银行的存款高达 2 亿多，企业利用直接融资筹集到的资金根本没有发挥应有的效益（中国人民银行调查统计司，1998）。很显然，这些与公司业绩直接挂钩的信息，一般的小股民要想通过固定的渠道，在规定的时间内是根本无法得到的。股东权益特别是小股东权益明显地、而且是大规模地受到损害。

（三）通过市场机制约束经营者的机制残缺

在成熟规范的股份制度和股票市场下，有一系列通过市场手段迫使经理阶层积极努力的机制。如公司的代理权之争、大股东、敌意接管和融资结构等。但目前我国的股票市场还不具备有效约束经理阶层的条件，主要表现在：

1、**投资者高度分散，投资非机构化。**我国证券市场的个人投资者比例一直占绝对多数。1997 年末上海证券交易所股票帐户开户总数为 1713 万户，其中 99.7% 为个人投资者，机构投资者开户数仅为 0.3%。在股份制度成熟的证券市场上，都是机构投资者占据市场的主导地位。美国机构投资者已持有 50% 以上的上市股票，日本的机构投资者也占据了主导地位。

表 9 1997 年东京证券交易所股权结构（按所占市值和持股数计）单位：%

| 股东类型 | 持股市值 | 持股数 |
|-------|------|------|
| 总计 | 100 | 100 |
| 政府 | 0.2 | 0.5 |
| 机构 | 67.4 | 65.1 |
| 个人 | 19.0 | 24.6 |
| 外国投资者 | 13.4 | 9.8 |

资料来源：东经证券交易所。转引自胡汝银提交给“亚洲金融危机与中国大陆、香港金融市场发展”研讨会的论文，《中国证券市场发展所面临的挑战》。

即使在规范的股票市场上，由于无法回避的代理成本问题，小股东对公司的监管也非常软弱。我国投资者非机构化，投资者高度分散，限制了股东对公司管理层的监督，小股东对公司的监督基本上是虚拟的。

表 10 **1963 1997 年英国的持股结构** **单位：%**

| | 1963 | 1975 | 1989 | 1994 | 1997 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|
| 个人 | 54.0 | 37.5 | 17.7 | 20.3 | 20.5 |
| 养老基金 | 6.4 | 16.8 | 34.2 | 27.8 | 27.9 |
| 保险公司 | 10.0 | 15.9 | 17.3 | 21.9 | 23.1 |
| 其他（银行、 政府、海外投 资者等） | 29.6 | 29.6 | 30.8 | 30.0 | 28.5 |

资料来源：英国国家统计局。转引自胡汝银提交给“亚洲金融危机与中国大陆、香港金融市场发展”研讨会的论文，《中国证券市场发展所面临的挑战》。

2、一、二级市场不衔接。一级市场行政管制性的“发行额度计划分配”与二级市场上的市场机制不相吻合。股份公司发行股票是把并不上市流通的国家股和法人股为基础计算在内的，而二级市场的价格形成是以国家股、法人股不流通的情况下形成价格的。在这种情况下，股票购买者几乎都是为了赚取价差，而不是处于投资的考虑。客观上削弱了小股东监督公司的动机。

3、上市公司的分配极不规范，投资者的收益权得不到保证。在已披露的 1997 年年报的 770 家上市公司中，有近 50% 的公司不向投资者分配红利，其中包括一些经营业绩好的公司。如山东某股份公司，1997 年每股收益达 0.9 元，未分配利润和资本公积金高达 2.65 亿元，1997 年的分红方案为不分配。某股份公司 1997 年每股收益率为 0.63 元，净利润高达 5.03 亿元，1997 年也不分配红利。另外一些公司虽然分配红利，但分配红利占可分配红利的比

例很低。如湖北某公司，1997年每股收益0.46元，但分红方案却是每10股派现金0.2元（含税），仅为可分配红利的4.3%，投资者得不到应有的回报（中国人民银行调查统计司，1998）。

4、我国股份公司的分红派息很低，股票的市盈率很高，投资风险很高。与利用人为高价筹集的巨额资金相比，真正出于投资分红目的的投资者很少。

在这样一种市场机制下，股票价值不能或基本上不能反映公司的投资价值。有研究表明，我国的股票市场在反映企业的信息方面是比较弱的，股票价格中包含更多的是投机性的因素（许小年，1996）。对通过市场来约束经理层的一系列机制都造成了影响。具体表现在以下几个方面：

(1)、股票价格不能反映公司价值，对握有公司股票的经理层来说，股票的激励作用大大降低。因为在正常情况下，经理层的努力工作通过公司的经营业绩表现出来，影响公司的投资价值，股票价格会随之变动，经理层的财富相应随之改变。由于关系到切身利益，股票价格变动对经理层有较强的作用。特别是对那些在总收入结构中公司股权占较大比例的经理来说，这种激励作用会很强。但反过来，由于股票价格不能反映公司的价值，也就不能反映经理层的能力和努力程度，股票价格的变动也就失去了对管理层的约束和激励。

表 11 1997 年世界主要股票市场财务指标概览

| 市场 | 市值(十亿美元) | 市盈率 | 股利率(%) | 净资产收益率(%) |
|-----|----------|-----|--------|-----------|
| 美国 | 8920.6 | 28 | 1.4 | 22.4 |
| 英国 | 1782.5 | 24 | 2.4 | 33.1 |
| 日本 | 1411.2 | 55 | 0.9 | 6.9 |
| 德国 | 906.5 | 32 | 1.8 | 15.9 |
| 法国 | 704.4 | 30 | 1.9 | 11.8 |
| 瑞典 | 586.1 | 13 | 1.0 | 15.1 |
| 荷兰 | 523.8 | 33 | 1.4 | 27.7 |
| 意大利 | 370.4 | 53 | 1.2 | 13.9 |
| 加拿大 | 294.8 | 15 | 1.7 | 13.6 |
| 香港 | 410.6 | 12 | 3.5 | |
| 瑞士 | 247.9 | 48 | 1.9 | 21.0 |
| 中国 | 211.7 | 41 | 2.4 | 10.2 |

资料来源：同上。

(2)、股票价格不能反映公司价值，也使小股东失去了“用脚投票”的机制。股东的“用

脚投票”机制之所以能对公司管理层产生影响，是由于当股票持有者认为公司不值得投资而抛出股票时，不仅会影响公司的形象，而且更重要的，会使公司失去进一步在股票市场融资的能力。但如果股票价格不能反映公司的价值，投资者就失去了判断的依据，不得不成为投机者。所谓的“用脚投票”机制也就不复存在。

(3)、股票价格不能反映公司价值，使约束经理层的企业兼并机制大打折扣。就公司外部的市场机制来说，企业间的兼并是一个有力的机制，因为这一机制有可能使不积极提高公司经营业绩的管理层全部被赶出公司，而从事兼并的人也可以得到潜在的全部收益。而原由的股东如果接受兼并，则表明说明这一部分股东通过用脚投票的机制，对代理者重新进行了挑选。

在市场经济发达国家，企业间的收购兼并很频繁。美国兼并数目在 80 年代中期迅速增加，1981—1990 年间增加了 3 倍。被兼并公司的规模也迅速扩大，1983—1988 年实行兼并公司的价值增加了 4 倍。兼并正在成为一种重要的促使管理者努力工作的机制。

我国现在的股市状况很不利于公司兼并。主要表现在公司股权被严重分割，70%左右的股份不能流动，被不同股东持有的股票同股不同权，同股不同利，阻碍了资产重组和兼并活动。

主要参考文献：

- 1、 中国人民银行调查统计司,《我国企业直接融资发展状况分析》,
《金融时报》1998年8月1日
- 2、 黄余海、王贤英,《股东大会浓缩股市精华》,《上市公司》1998年9月。
- 3、 许小年,《信息、企业监控和流动性》,《改革》1996年第4、5期。
- 4、 徐冬根,《西方国家是如何保护小股东权益的》,《上市公司》1998年9月。
- 5、 田志龙、杨辉、李玉清,《我国股份公司治理结构的一些基本特征研究》,
《管理世界》1998年第2期。
- 6、 中国企业家调查系统,《当前我国企业经营者对激励与约束问题看法的调查》,
《管理世界》1997年第4期。
- 7、 刘郎、曹桂香,《盈利水平明显提高,两极分化现象加剧》, 中国证券报 ,
1998年5月5日。
- 8、 李向阳,《上市公司需要付出什么? - 论目前中国证券市场的功能缺陷》,
《国际经济评论》,1998年7-8。
- 9、 Myers,S.C.,Maijluf,N.S . Corporate Finance and Investment Decision
When Firms Have Information That Investor Do not Have , Journal of
Financial Economics, P. 187-221