

国有股权、内部人掠夺与外部人约束^{*}

——一个理论模型

计小青¹, 曹 啸²

(1. 上海财经大学 财经研究所, 上海 200434; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘 要:上市公司的组织结构实际上是一个社会对于投资者保护水平需求的反应函数, 而国有股权作为一种非标准的经济组织形式在特定的制度环境和历史阶段具有约束上市公司内部人的掠夺程度以及提高外部投资者参与程度的双重功能。

关键词: 国有股权; 上市收益; 内部人掠夺; 外部人约束

中图分类号: D23; G18; G32 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)05-0052-11

一、引 言

在中国股票市场发展的过程中, 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。人们普遍认为, 上市公司经营暴露的种种问题, 诸如包装上市、虚造业绩、控股股东挖空上市公司以及内幕交易和操纵股价等, 根源就在于国有股的“一股独大”。国有控股的制度安排真的是中国股票市场的“原罪”吗?

要回答这个问题, 关键是要厘清国有股权对于投资者保护水平的影响。既有的研究表明, 一个国家股票市场的发展水平取决于该国的投资者保护水平(LLSV, 2002)。因此, 股票市场发展的核心问题是如何协调交易各方之间的利益冲突而达成一致和合作, 尤其是保护在交易中处于弱势的外部投资者不受内部人的侵害, 而解决之道则根植于一国股票场所采取的上市公司的组织结构。正如诺斯(1991)所言, 人们恰恰是通过制度规范人类行为, 通过组织来进行复杂的社会交往。

对一个国家股票市场的发展而言, 采取合适的上市公司组织结构具有至关重要的意义, 与此同时, 一个社会的制度结构也决定了该社会能够创立和保持什么样的经济组织(诺思·D等, 2007)。正是由于制度环境的差异, 不同国家的上市公司组织结构具有不同的特征。上市公司的组织结构集中体现了股票市场交易各方之间利益的一致和冲突, 因此, 在上市公司的组织结构和投资

收稿日期: 2009-03-12

作者简介: 计小青(1973—), 女, 安徽庐江人, 上海财经大学财经研究所助理研究员, 博士;

曹 啸(1970—), 男, 安徽巢湖人, 上海财经大学金融学院副教授, 博士。

者保护水平之间存在着深刻的逻辑关系，上市公司的组织结构实际上是一个社会对于投资者保护水平需求的反应函数。由此可见，上市公司的组织形式内生于一个国家的社会经济结构和制度环境之中。这也暗示了转轨国家的上市公司组织结构可能会表现出不同于发达国家成熟股票市场的特征。

基于这样的思路，我们重新审视了上市公司内部人和外部投资者之间的利益冲突，并构建了一个新的理论模型，通过内生上市收益而引入了外部投资者的决策对于上市公司内部人的约束，从而可以区别上市公司不同的股权性质对于内部人掠夺和投资者参与程度的影响。而投资者是否参与股票市场的交易与其对于保护状况的认知相关，因此外部投资者的决策应该对于公司内部人的掠夺形成约束。

但是在“隧道挖空”等关于内部人掠夺的经典文献当中，由于投资收益或者可分配的现金流以及赔偿和处罚风险都是外生给定的，那么掠夺程度就是控股股东单方面权衡掠夺收益和成本的结果(Shleifer 和 Vishny, 1997; Johnson 等, 2000)，外部投资者的决策和行为实际上并没有纳入分析过程当中。在我们的模型中，形成公司内部人和外部投资者之间利益冲突的不再是固定的投资收益或现金流，而是一个受到外部投资者约束的内生的上市收益。随着公司内部人掠夺程度的提高，外部投资者做出反应的结果是上市收益下降，从而使得公司内部人掠夺的净收益反而有可能下降，这样外部投资者的参与程度就成为内部人掠夺程度的约束变量。因此，股票市场的规模最终取决于上市公司内部人的掠夺程度和外部投资者的参与程度。

通过这样的分析，我们发现，国有股权作为一种非标准的经济组织形式在特定的制度环境和历史阶段具有约束上市公司内部人的掠夺程度以及提高外部投资者参与程度的双重功能，从而在投资者保护和国有股权之间建立恰当的逻辑联系，而且这样的理论逻辑根植于中国特定的社会经济现实，可以帮助我们认识国有股权在中国股票市场早期发展中的正面作用。

二、内生上市收益与掠夺程度：外部投资者约束模型

我们简单地假设一个公司上市发行股票可以给所有股东带来总收益 Y ，这个收益为上市公司的内部人和外部投资者所分享。上市公司内部人在进行利润分配之前可以利用控制权把部分利润从企业转移给自己，然后把剩余利润进行分配。公司内部人侵占了一部分外部投资者的应得收益，外部投资者获得的则是上市收益的剩余部分。

因此，可以把公司的内部人和外部投资者之间复杂的利益关系简化成他们之间共同分配公司上市所产生的收益。面对这个收益 Y ，上市公司的内部人面临是否掠夺外部投资者以及掠夺多少的权衡，而外部投资者则根据公司内部人的掠夺程度做出是否参与股票市场交易、如何评估股票资产价格的决

策,实际上这两者结合在一起,就是外部投资者为了使得自身的收益最大化而支付多少成本的决策。

假设公司内部人对上市收益的正当比例为 a ,如果公司内部人利用控制权侵占外部投资者的利益,则假设其侵占外部投资者上市收益的比例为 θ 。另外,由于公司内部人侵害外部投资者的利益是要付出成本的,比如设立转移收益的渠道、承担可能被起诉或者被监管部门处罚的风险等,因此,假设公司内部人转移收益的成本为 $c(k,s,\theta)$,它是投资者保护制度的质量 k 、公司内部人侵害外部投资者利益的比例 θ 以及股票市场中上市公司数量 s 的函数。上市公司内部人获得了 aY 的正当收益,同时掠夺了 $\theta(1-a)Y$ 的上市收益,付出了 $c(k,s,\theta)$ 的掠夺成本。这样上市公司内部人的全部收入为:

$$aY + \theta(1-a)Y - c(k,s,\theta) \quad (1)$$

上市公司内部人的效用目标就是最大化他的全部收入,即最大化(1)式,

$$\text{Max}U_{\text{内}}: U_{\text{内}} = aY + \theta(1-a)Y - c(k,s,\theta) \quad (2)$$

在内部人决定掠夺比例 θ 后,外部投资者可以获得的上市收益为: $(1-\theta)(1-a)Y$ 。

由此来看,似乎外部投资者只能被动地接受公司内部人掠夺以后的剩余上市收益,但实际情况并非如此。在股票市场上,当外部投资者受到掠夺时,其理性选择是可以采取退出股票市场、不参与股票市场交易的策略,或者降低对公司市场价值的评价,降低购买股票的价格,以此作为投资策略的基础来保证一个最高的期望收益和最小的风险,其结果都会降低股票市场的资金供给,从而造成融资成本的上升,降低公司的上市收益。因此,公司的上市收益实际上取决于投资者对股票市场的参与度及其对公司价值和股票价格的评价。

这样,外部投资者的行为就会影响公司上市的总收益 Y ,从而决定了上市收益 Y 与公司内部人的掠夺程度 θ 之间存在一种负相关关系,即 $\partial Y/\partial \theta < 0$ 。因此,上市收益 Y 实际上是一个内生变量。

$(1-\theta)(1-a)Y$ 是外部投资者的预期收益,为了获得这个收益,外部投资者是需要付出相应成本的,假设投资者参与股票市场交易意愿支付的成本为 d ,而且 d 也是公司内部人掠夺程度的函数,那么外部投资者参与股票市场交易的预期净收益为:

$$U_{\text{外}} = (1-\theta)(1-a)Y - d(\theta) \quad (3)$$

其中 $\partial d/\partial \theta < 0$ 。因为,公司内部人掠夺程度越高,外部投资者对股票市场交易的参与度越低,对公司价值和股票价格评价越低,因此,外部投资者参与股票市场交易所意愿支付的成本是随着公司内部人掠夺程度的提高而降低的。

对于外部投资者而言,参与股票市场交易必须满足预期净收益不小于0,即:

$$U_{\text{外}} = (1-\theta)(1-a)Y - d(\theta) \geq 0 \quad (4)$$

(4)式就是外部投资者对公司内部人掠夺行为的反应函数。

当 $(1-\theta)(1-a)Y-d(\theta)<0$ 时，外部投资者不会参与股票市场的交易，此时 $Y=0$ 。当公司内部人的掠夺程度 θ 提高时，外部投资者分享上市收益的比例 $(1-\theta)$ 降低，总的上市收益 Y 也在降低，这样为了满足外部投资者的参与约束，就必然导致外部投资者意愿支付的参与成本 $d(\theta)$ 要比总的上市收益 Y 有一个更大程度的降低，当内部人的掠夺程度达到 θ_1 时，外部投资者意愿支付的参与成本为0，同时上市收益也为0。由于外部投资者意愿支付的成本限制了上市收益的大小，而外部投资者意愿支付的成本和 θ 之间存在着负相关关系，那么，上市收益 Y 本身也是 θ 的函数。上市收益、外部投资者意愿支付的成本之间的关系可以用图1来示意。公司内部人的掠夺程度 θ 在0—1之间变动。当公司内部人的掠夺程度 $\theta=0$ 时，外部投资者意愿支付的成本以及总的上市收益都实现最大值。此时，外部投资者之间在购买股票时的竞争使得每一个外部投资者都只能获得正常收益，同样，公司内部人在股票发行和交易的竞争中也只能获得正常收益，外部投资者和公司内部人都没有超额利润，双方按照正常的股权比例 a 分配利润。实际上，当掠夺程度 $\theta=0$ 时，也就不存在公司内部人和外部投资者之间的区分了。

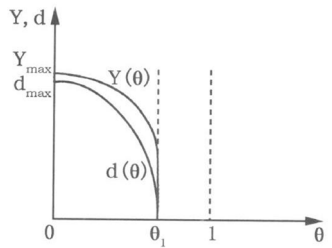


图1 外部投资者的意愿支付的成本和上市收益

随着 θ 的增大，投资者意愿支付的成本 $d(\theta)$ 和上市收益 $Y(\theta)$ 都在降低， $\partial Y/\partial \theta < 0$ ， $\partial d/\partial \theta < 0$ ，随着掠夺程度 θ 的上升，外部投资者意愿支付的成本比上市收益下降得更快，所以存在一个 θ_1 ，当 $\theta=\theta_1$ 时， $d(\theta)=0$ ，此时上市收益发生一个跳跃，直接降低为0。因此，当上市公司内部人掠夺程度达到 θ_1 的时候，就已经没有外部投资者会参与股票市场的交易，一个国家的股票市场也就趋于崩溃。因此，外部投资者意愿支付的成本将会约束公司内部人的掠夺程度，外部投资者的效用函数本身将成为公司内部人效用函数的约束条件。

三、国有股权对投资者行为模式的影响：国家信用、隐性保险与投资者信心

在中国金融体系改革的时间路径上，为国有经济体系提供融资服务和金融支持一直是一个极为重要的任务，同样，股票市场的发展也承担了为国有企业融资脱困、支持国有企业治理结构改革的责任，这样的目标诉求本身必然要求股票市场规模的快速扩展以能容纳更多的国有企业上市。但股票市场的规模却并不是国家单方面可以决定的，而是投资者保护水平的函数，受到外部投资者行为的约束。给定投资者保护水平，就决定了外部投资者对公司内部人掠夺程度的反应函数，外部投资者会根据预期的掠夺程度来支付参与股票市场交易的意愿成本，从而决定了总的上市收益的大小，因此，在公司内部人和

外部投资者的相互作用过程中决定了一个国家股票市场可以实现的规模和质量,即投资者保护水平和效率决定了一个国家股票市场的内生均衡状态。

那么,给定公司内部人的掠夺程度,国家要实现使自身的效用函数最大化的股票市场规模,就必须增强投资者对于股票市场的信心,影响其反应函数,促使外部投资者对公司价值和股票价格的评价升高,从而提高外部投资者参与股票市场交易所意愿支付的成本,降低上市收益消散的速度。

清泷信宏和约翰·穆尔(2002)强调了票据的可转让性是以信任为基础的,在票据的发行和转让中,一名当事人做出多边承诺的能力能够替代其他当事人的信任缺失,或者说一名当事人的高信用度能够替代其他当事人的低信用度。事实上,国有股权的存在恰恰解决了中国股票市场发展中的信任问题。中国在传统上是一个相对缺乏社会信任度的国家(福山,2001),而在转轨初期,市场秩序的混乱和法律体系的不健全也会加剧社会信任度的缺失。同时,企业融资合同的标准经济模型并不适用于中国这样的转型经济国家,这是由于非国有经济发展的时间很短,没有经过一个逐渐演化、充分发展的过程,而这意味着企业缺乏经过多年的努力建立起来的声誉资本,从而使得公司内部人与外部投资者如同法律上的陌生人般地被放在一起(Coffee,1999)。因此,在股票市场发展的早期,投资者在多大程度上信任股票的发行者,从而愿意把自己的财富交给别人支配是值得怀疑的。外部投资者并没有足够的激励参与股票市场的交易,或者即使参与了股票市场的交易,也会由于对风险的高估而降低对股票价格的评价,此时外部投资者参与股票市场交易而意愿支付的成本处于一个较低的水平,从而约束了股票市场的发展。

但幸运的是,中国并不缺乏社会个体对国家的信任。用历史的眼光来看,中国的社会结构一直呈现二重结构特征:一方面是强大的国家,另一方面是分散的经济下层组织(张杰,1998),这就决定了中国的信任结构是缺乏横向信任关系而以纵向信任关系为主。^①换言之,社会个体之间缺乏信任,但是每一个社会个体对国家都是信任的。在这种信任结构下,企业发行股票会受到社会信任度不足的困扰,而国家信用的介入则可以填补社会信用的不足。

国有控股意味着国家在获得控制权收益的同时也必须承担为股票市场“兜底”的责任,这时候国有上市公司的股票在一定程度上就具有国家信用的特征。这样,在缺乏社会信任度的情况下,只有当外部投资者感知国家信用的存在时,他们对股票市场的信心增加,才愿意介入股票市场的交易。从这个意义上讲,国有股权的存在使得上市公司的股票具有国家信用的特征,外部投资者相信国家不会让上市公司发生大面积退市而让老百姓的投资出现血本无归的情况,相信当股票市场价格低迷的时候国家会出面用政策救市,从而增强了外部投资者对股票市场的信心。在社会信用度较低条件下,赋予股票资产以国家信用的特征,等于为投资者提供了保险,从而降低了投资者参与股票市

场交易的风险,吸引投资者参与股票市场的交易。因此用国家信用部分替代企业信用可以提高外部投资者参与股票市场交易所意愿支付的成本。对中国这样的转轨国家而言,在股票市场发展的早期,国家信用能够保护外部投资者的利益,从而保证了股票市场不会因为上市公司丑闻而过早崩溃。

需要说明的是,国有股权的存在并没有改善投资者保护制度的效率。但是,国有股权可以使得外部投资者参与股票市场交易的激励增加,表现为在同样的掠夺水平下外部投资者意愿支付更多的成本,因此, $d(\theta)$ 上升,表现为 $d(\theta)$ 曲线的形状发生了外移,从 $d_1(\theta)$ 变化为 $d_2(\theta)$,^②如图2所示,引入国有股权以后,由于外部投资者意愿支付的成本上升,意味着在同样的掠夺程度下,投资者意愿支付更大的成本来参与股票市场交易或者提高对股票价格的评价,外部投资者对股票市场交易参与度的增加以及股票价格的上升可以减缓上市收益的下降,所以在同样的掠夺程度下,上市收益必然会增加,因此,图2中上市收益曲线也发生了外移,从原先的 $Y_1(\theta)$ 变化为 $Y_2(\theta)$ 。

此时,当 $\theta = \theta_2$ 时, $d_2(\theta) = 0$,即 θ_2 是引入国有股权以后外部投资者和股票场所能够承受的最大内部人掠夺程度,很明显 $\theta_2 > \theta_1$ 。因此,当国有股权的引入使得外部投资者愿意承受的成本上升时,上市收益增加,股票市场能够容忍的公司内部人的掠夺程度上升,公司上市收益的耗散程度降低。

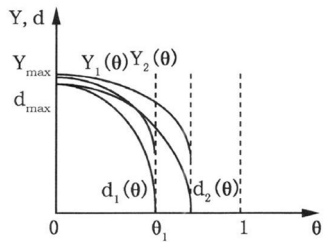


图2 国有股权对外部投资者的意愿支付成本与上市收益的影响

在我们的假设中,国有股权的引入并没有引起投资者保护水平 k 的变化,但是在 θ_1 点,国有股权引入以后,由于投资者的参与程度提高,使得股票市场的规模 $S_2(\theta_1)$ 要大于原来的股票市场规模 $S_1(\theta_1)$ 。同样的变化会发生在 0 到 θ_2 的各个点上,因此,同样的掠夺程度所对应的股票市场的规模都要大于不存在国有股权时的股票市场规模。换言之,国有股权的存在使得相同的股票市场质量对应于更高的市场规模。因此,相对于一个以非国有上市公司为主的股票市场,我国上市公司采取国有控股的股权结构,可以改变外部投资者的行为模式,有利于股票市场规模的扩张,这也符合国家追求股票市场规模的偏好。

四、国有股权对上市公司内部人行为模式的影响：国家控制与掠夺成本

国家信用的介入能够激励外部投资者参与股票市场的交易,从而提高了股票市场的规模只是问题的一个方面,问题的另一个方面是,国家控制股票市场的发展使之符合自身的效用函数又是需要付出成本的,因此,国家利用国有股权的制度安排来提高股票市场的规模还必须满足这样的条件,即国有控股的制度安排本身还包含了使得国家的控制成本最小化的内在机制,只有这样,

国家才能用一个合意的成本满足其对股票市场规模的追求。而且在国家对股票市场的控制成本的约束下,只有大多数上市公司的行为与国家的控制目标之间具有内在的一致性,才能保证国家实现对股票市场的控制目标。否则,就会由于巨大的控制成本而使国家的控制付之阙如,这样国家也就无法承担对投资者的隐性保险,从而无法提供必要的投资者保护水平。

国有上市公司的特征表现为控股股东是国家,实际上,对于国有上市公司而言,所有者是缺位的,国有上市公司的内部人只有经理层。既有的研究强调了由于国有企业所有人缺位的弊端,没有人对国有企业的经理人实施有效的监督,因此国有上市公司必然比非国有上市公司存在更加严重的挖空和掠夺行为。^③但是,深入的分析表明,这种观点是片面的。

国有上市公司的经理人会采取过度的在职消费、偷懒而不尽职等行为降低公司的价值,从而对外部投资者的利益造成损害。相对于控股股东和经理人合二为一的非国有上市公司而言,国有上市公司在控制这些行为上缺乏有效的机制,而非国有上市公司的控股股东更有激励创造利润、降低成本,因为公司价值的提高直接体现为控股股东拥有的财富增加。

但问题的另一面是,国有上市公司经理人与非国有上市公司经理人或控股股东在侵吞公司资产、掠夺外部投资者的激励上也同样存在差异。相比较而言,国有上市公司经理人掠夺外部投资者的成本更高。如果仔细对照一下国有上市公司内部人的身份特征,就可以发现,国有上市公司经理人的身份具有双重性质:既是市场化股份公司的经理,按照市场化的激励原则享受高收入;同时实质上还保留在原有的行政序列当中,有可能在行政级别上得到提升。这种身份特征对于国有上市公司的经理人来讲是一个重要的激励,同时也是对国有上市公司经理人行为的一个重要约束。“在中国的上市公司中,国家所有权居于支配地位的最重要含义也许是政府对管理层的任命和激励的控制,绝大多数公司的经理仍然渴望行政级别并关心政治与行政机构中的监管者如何评价他们的工作成绩”(斯道延·坦尼夫等,2002)。

首先,国有上市公司内部人窃取公司资产的直接成本要高于非国有上市公司的内部人。通过侵吞或者偷窃上市公司资产而得到的财富是需要转移和隐藏的,这需要花费成本。非国有上市公司的控股股东有更多的渠道和方式把掠夺来的财富伪装成合法财富,^④而且他们不用惧怕别人知道自己财富的增长。而国有上市公司的经理人如果想要通过偷窃或者侵吞公司资产的方式获取收益,必须采取更加迂回曲折的方式,从而花费更高的成本,而且国有上市公司的经理人没有合法的暴富理由,他们只能把窃取的财富隐藏起来。因此,国有上市公司经理人掠夺的直接成本更高。

其次,国有上市公司内部人窃取公司资产的机会成本更高。即使窃取资产的行为被发现和处罚的概率一样,对于国有上市公司的经理人而言,一旦其

窃取行为被揭露，除了面临和非国有上市公司内部人同样的经济和刑事处罚以外，还面临着失去在行政级别上升迁的机会，失去行政级别为其带来的福利，这也就加大了国有上市公司的经理人进行掠夺的机会成本。

再次，国有上市公司内部人窃取公司资产的行为实际上受到了更为严厉的制度约束。相对于民营上市公司，国有上市公司的经理人面临着国有资产管理部的经常性检查、国家审计部门的审计、公司经理人的离任审计等严厉的制度约束，甚至于还会受到为了竞争领导岗位而产生的举报行为等威胁，这些实际上都加大了国有上市公司内部人侵吞公司财产的风险。

因此，虽然直观上看来缺乏对国有上市公司的经理人进行监督的有效机制，但是国有上市公司经理人所具有的双重身份，尤其是其仍然保留在国家的行政序列当中却能够发挥内在的约束作用，使得其在窃取公司资产行为上的直接成本和机会成本都高于非国有上市公司的内部人。由此可以得出这样的结论：虽然国有上市公司的经理人缺乏提高企业价值和经营效率的激励，但其掠夺外部投资者的激励同样低于非国有上市公司。

这并不是说国有上市公司的内部人就不会窃取公司的资产，我们只是强调，在其他条件相同的情况下，为了获得相同的掠夺收益，国有上市公司的内部人要比非国有上市公司的内部人花费更高的成本。在投资者保护制度所提供的保护水平 k 相同，以及股票市场的规模 s 相同的条件下，我们假设非国有上市公司内部人在决定掠夺程度时的效用函数为：

$$\max U_{\text{非}} = aY + \theta_{\text{非}}(1-a)Y - c_{\text{非}}(k, s, \theta_{\text{非}}) \quad (5)$$

$$\text{st}(1-\theta)(1-a)Y - d \geq 0$$

而国有上市公司内部人在决定掠夺程度时的效用函数为：

$$\max U_{\text{国}} = aY + \theta_{\text{国}}(1-a)Y - c_{\text{国}}(k, s, \theta_{\text{国}}) \quad (6)$$

$$\text{st}(1-\theta)(1-a)Y - d \geq 0$$

由刚才的分析可知，国有上市公司内部人掠夺的直接成本和机会成本都大于非国有上市公司的内部人，因此， $c_{\text{国}}(k, s, \theta_{\text{国}}) > c_{\text{非}}(k, s, \theta_{\text{非}})$ ，而且 $\partial c / \partial \theta > 0$ ，同时 $\partial^2 c / \partial^2 \theta > 0$ ，即上市公司内部人掠夺的边际成本具有递增的性质，那么国有上市公司内部人的掠夺成本上升的速度也就快于非国有上市公司内部人掠夺成本的上升速度。因此，给定上市公司内部人掠夺收益的变化曲线，随着掠夺程度的提高，国有上市公司内部人的掠夺成本上升得更快。也就是说，国有上市公司内部人在一个相对更小的掠夺水平时就达到效用最大化，不会继续增加掠夺程度；而非国有上市公司内部人会在一个更高的掠夺水平时才会停止掠夺行为。因此，国有上市公司内部人均衡的掠夺程度会小于非国有上市公司内部人的均衡掠夺程度，即 $\theta_{\text{非}} > \theta_{\text{国}}$ 。由于 $\partial Y / \partial \theta < 0$ ，这就意味着，国有上市公司的上市收益会大于非国有上市公司的上市收益。

因此，在投资者保护水平 k 没有变化，同时股票市场具有相同的规模 s 的

情况下,采取国有控股的制度安排,让国有上市公司的内部人保留在国家的行政序列当中,可以使得国有上市公司内部人的均衡掠夺程度低于非国有上市公司,这样在投资者保护制度对上市公司内部人的约束能力不足的情况下,国有股权就成为约束上市公司内部人的有效替代机制,国有上市公司内部人的行为在一定程度上符合了国家维持股票市场秩序、扩展股票市场规模的意愿,同时使得国家控制股票市场、为投资者提供保护的成成本降低。同时,只有国有上市公司的数量保持在一个较大的水平上,才能保证大多数上市公司的行为与国家的控制目标之间具有内在的一致性,从而使得国家能够以一个合意的成本来承担对投资者的隐性保险,提供必要的投资者保护水平,国家才能够从股票市场规模的扩张中获得正的收益。

五、结论与进一步的讨论

实际上,股权结构存在一个效率和保护之间的权衡问题。虽然国有股权存在人格化所有者缺位、效率激励不足的弊端,但是对于一个新兴的股票市场而言,在其发展的初始阶段容易受到各种掠夺行为的困扰而陷入崩溃,国有股权所提供的替代性投资者保护水平可能更加重要。计小青(2007)选取了五个方面的评价指标,从不同侧面和维度对中国与 20 世纪 90 年代建立的具有一定规模的其他 13 个转轨国家的股票市场进行了比较,^⑤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。因此,中国股票市场的超常规发展恰恰说明了国有股权制度安排的巧妙之处。

本文的研究表明,在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下,国有控股的特殊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,从而支持了我国股票市场早期的超常规发展。

计小青、曹啸(2008a)用上市公司的信息披露质量作为度量控股股东掠夺水平的替代变量,对我国上市公司控股股东掠夺行为进行检验,结果发现不同性质的控股股东在信息披露行为上确实存在显著差异,相对于其他类型的上市公司来说,国有上市公司披露虚假会计信息的可能性更低。即相对于非国有上市公司来说,国有上市公司的经理人掠夺外部投资者的激励更小。这说明在股票市场发展的初级阶段,我国上市公司国有股“一股独大”的特殊股权结构通过保证一定程度的信息披露质量维护了外部投资者的利益,在上市公司治理中发挥了积极的作用。另外,计小青、曹啸(2008b)基于把投资者信心的影响因素区分为市场因素和投资者保护水平两个不同的层面,对 2001 年几次国有股减持方案对市场的影响进行了事件法研究,结果表明,国家所有权的介入实际上是以国家信用替代了企业信用,增强了投资者的信心,支持了我国

股票市场早期的超常规发展。因此,上述理论假说得到了经验证据的支持。

不过,本文的研究并非要否定对国有股“一股独大”问题的改革。但需要强调的是: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的制度环境。实际上,在我国市场秩序、法律体系与管制制度等规范的投资者保护机制尚未健全、无法有效发挥作用的情况下,国有控股的股权结构发挥了替代性的保护作用。这就意味着,只有在中国市场秩序、法律体系与管制制度能够承担起相应的投资者保护功能的条件下,国有股的减持或退出才不会因导致投资者保护整体水平的降低而引起投资者信心的崩溃。因此,我们要不断完善市场秩序、法律体系与管制制度,为国有股的顺利减持和退出创造条件。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。

本文的研究也提醒我们,在中国股票市场的特殊制度结构中还有许多重要的特征没有被揭示出来,可能正是这些特征对于中国股票市场的发展具有重要的意义,我们需要更加理性、深入地考察看似不合理的制度安排背后所隐含的合理之处,更加审慎地制定相关的改革政策与措施。

* 本文获得上海市重点学科建设项目(项目编号:B802)、上海高校选拔培养优秀青年教师科研专项基金(2006年度)、上海财经大学‘211工程’第三期重点学科建设项目的资助。

注释:

- ①所谓横向信任关系是社会个体之间通过市场交易而形成的相互信任,纵向信任关系则是社会个体和国家之间的信任关系。
- ②在这里,下标 1 表示不存在国有股权时的各种函数关系,而下标 2 则表示存在国有股权时的相应的函数关系。
- ③一个合理的解释是,国有上市公司的大股东是虚拟的所有者——国家,不能实施有效的监督,而作为小股东的外部投资者只会搭便车,缺乏足够的激励去监督内部人。
- ④在中国,大多数非国有上市公司的控股股东和经理人是合二为一的,控股股东和外部投资者之间的利益冲突更加重要,控股股东和经理人之间的利益冲突则处于一个相对次要的地位。因此,这里着重讨论非国有上市公司的控股股东的行为模式,而对国有上市公司则着重讨论经理人的行为模式。
- ⑤包括波兰、捷克、匈牙利、保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛、斯洛伐克、斯洛文尼亚、乌克兰和俄罗斯。

参考文献:

[1]诺斯·D.经济史中的结构与变迁[M].上海:上海三联书店,1991.
[2]诺斯·D,沃利斯·J,温加斯特·B.诠释人类历史的一个概念性框架[A].吴敬琏.比较(第30辑)[C].北京:中信出版社,2007.
[3]福山·F.信任:社会道德与繁荣的创造[M].海口:海南出版社,1995.
[4]计小青.中国股票市场的发展:一个国际比较的视角[J].国际金融研究,2007,(6):72-79.
[5]计小青,曹嗽.国有股权的替代性投资者保护效应:经验证据[R].上海财经大学工作论

- 文,2008a.
- [6]计小青,曹啸.国有股权、投资者信心与中国股票市场发展:理论及经验证据[J].财贸经济,2008b,(4):30—35.
- [7]清泷信宏,约翰·穆尔.罪恶是所有货币的根源[A].吴敬琏.比较(第4辑)[C].北京:中信出版社,2002.
- [8]斯道延·坦尼夫,张春霖,路·白瑞福特.中国的公司治理与企业改革——建立现代市场制度[R].世界银行与国际金融公司报告,2002.
- [9]张杰.中国金融制度的结构与变迁[M].太原:山西经济出版社,1998.
- [10]Coffee J C.Privatization and corporate governance:The lessons from securities market failure[J].Journal of Corporation Law,1999,(25):1—39.
- [11]Johnson S R, Florencio Lopez-de-Silanes, A Shleifer.Tunnelling[J].American Economic Review,2000,(90):22—27.
- [12]La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W Vishny.Investor protection and corporate valuation[J].The Journal of Finance,2002,(57):1147—1170.
- [13]Pistor K, Raiser Martin, Gelfer Stanislaw.Law and finance in transition economies [R].EBRD Working Paper,49,London,2000.
- [14]Roe Mark J.The political roots of American corporate finance[J].Journal of Applied Corporate Finance,1997,(4):8—22.
- [15]Shleifer A, Robert Vishny.A survey of corporate governance[J].The Journal of Finance,1997,(6):737—783.

State-owned Shareholding, Insiders' Grabbing and Outsiders' Restriction: A Theoretical Model

JI Xiao-qing¹, CAO Xiao²

(1. *Institute of Finance and Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: The organization structure of listed companies is actually a reaction function of social demand for investor protection level. As a nonstandard economic organization form, state-owned shareholding has double functions of restricting inner grabbing behavior of listed companies and enhancing participation of outside investors under certain institution environment and historical phases.

Key words: state-owned shareholding; public offering earnings; insiders' grabbing; outsiders' restriction (责任编辑 喜 雯)