

中國政府對國有企業管理的沿革： 從放權讓利到股份制企業

戚務君¹、林凱薰²

摘

要

本文介紹放權讓利、盈虧包乾、利改稅、承包經營制以及股份制企業等中國政府對國有企業管理的沿革與內容。除此之外，本文也一併說明如何從投資主體與資產產權來比較「國有股」、「國家股」與「國家法人股」之間的異同，並提供「國家股」以及「國家法人股」與公司價值影響的關聯性分析。

一、前言

基於歷史機緣的偶然，中國在改革開放——對內改革、對外開放——之前，在概念上，所有企業都是國有企業。雖然中國政府持續關注如何將「企業家精神」能夠「醞釀灌頂」於國有企業之中，然而諸多制度與環境等因素也同時影響中國國有企業的組織結構、運作與企業經理人行為。

理想上，「國有」企業的積極目標應以服務社會為宗旨，而消極目標則為節制私人資本。³但是，當中國國有企業缺乏追求利潤動機且不願承擔自負盈虧責任時，前述的公共目標

不僅很難達成，更重要的是，國有企業的負責人也會將政策使命作為企業經營績效不佳時的推辭藉口。此外，當中國政府需要資金時，節制私人也不會成為中國政府重要的考量因素。⁴事實上，過去中國政府對國有企業的管理係推動這些企業走向以效率為宗、牟利為旨的現代化企業。舉例而言，中國第14屆三中全會曾指出，國有企業的改革方向為建立一個產權關係明晰、權責明確、政企分開以及管理科學的現代化企業。⁵

在上一個世紀，與中國國有企業管理有關的制度性變革包括放權讓利、利改稅以及股份制企業。本文主旨在於介紹這些制度的演進。

¹ wchi@nccu.edu.tw, 政治大學會計系教授

² ks08301971@gmail.com, 淡江大學管理科學研究所會計組博士生

³ 羅仲偉(2009)曾經解釋「國有企業」這個名詞在中國的涵義。他認為國有企業應該是全民所有制企業，但是中國早期卻將其慣稱為「國營企業」。1992年10月中國共產黨第14大會首次將「國營企業」正名為「國有企業」，藉以彰顯「全民所有」的特徵。就法律而言，1993年3月第八屆人民代表大會通過的《中華人民共和國憲法修正案》正式確定「國有企業」在中國的稱謂與意義。

⁴ Green(2003)指出，中國股票市場建立的主要目的之一就是為國有企業籌措資本與尋求改善營運績效的機會。

⁵ 本文不討論政府治理的品質(government quality)。

這些制度性的背景說明將有助於我們對這個世紀中國（國有）企業的瞭解。

本文後續架構如下。第二節解釋放權讓利（the decentralization of power and transfer of profits）與盈虧包乾（full responsibility for profits or losses）；第三節討論利改稅（replacement of profit by tax）與承包經營制（contractual operation）；第四節介紹中國股份制企業的相關法令與規範，而值得先說明的是，在這個新的制度下，許多傳統的中國國有企業已經轉換為股份制的國有企業（可以視為 1980 年代後中國國有企業的最重要變革）；第五節分析不同控制型態的國有企業與公司價值的關聯性；第六節為結論。

二、放權讓利

中國初期的國有企業係將「民族資產階級企業」予以「國有化」，因而形成第一批由中國政府直接管理的國營企業。在 1953 年的「一五計畫」（第一個五年計畫），中國興建了許多由國家負責經營的工廠。李茂鑫（2001）指出這些企業當時係採取高度集中計畫管理體制，並且具有以下特徵：

1. 企業不僅缺乏獨立的決策權，而且企業的作為是用來達成政府宏觀目標的工具與手段。在當時的環境下，偏離政府整體目標的企業行動被視為企業經理人的失職，而計劃完成的程度則為衡量企業經理人績效的主要指標。

2. 在價格高度管制的年代裡，在協調國有企業的投入與產出活動時，中國政府是從實物產品的信號（短缺或者過剩）而非價格信號做為擬定政策的基準。

3. 國有企業對職工的福利與保障，承擔無限的責任。

這種經營環境不僅讓企業在一個缺乏自主權的環境中「經營」，而且員工也缺乏勤勉工作的誘因。因此「以權利交換效率」的「放權讓利」改革應運而生。放權讓利係指國家向企業「下放權利與授讓利益」——國家給予企業對收益的部分支配權利——來提供激勵企業經營者和生產者努力投入的誘因，以達到增進勞動積極性、提高資源運用效率性與增加財政收入的目標（林毅夫、蔡昉與李周，2000）。換言之，中國政府期望在共用產權的前提下，透過「放權讓利」形成一種較為完善的激勵機制以提高企業的經營效率。陳小紅（2001）指出，1978 年至 1984 年的放權讓利可以視為中國國有企業改革的起點，此項改革的重點是希望國有企業能自主經營並自負盈虧。

以下介紹與「放權讓利」有關的規定與法令。1979 年 7 月，中國國務院發布《關於擴大國營企業經營管理自主權的若干規定》開啟放權讓利的改革行動。這個制度允許企業保留部分的利潤，並於「人、財、物」等方面擁有一定程度的自主權。⁶中國國務院於 1983 年 4 月頒布的《國營工業企業暫行條例》開始確立企業的法人地位以及企業應擁有的 15 項經營

⁶當時與放權讓利相關的其他規定包括《關於國營企業實行利潤留成的規定》、《關於開徵國營工業企業固定資產稅的暫行規定》、《關於提高國營工業企業固定資產折舊率和改進折舊率使用辦法的暫行規定》與《關於國營工業企業實行流動資金全額信貸的暫行規定》。

自主權。⁷另外，1984年5月的《關於進一步擴大國營工業企業自主權的暫行規定》再正面表列企業於生產經營、產品銷售、人事勞動管理以及廠內中層行政幹部的任免等十個方面的自主權。⁸

事實上，在這些規定與條例公佈前，中國已經於各地區先進行相關試點工作。⁹這些改革的確反應於企業績效的改善、職工工資的提高以及政府財政收入的增加（林毅夫與李志贊，2003）。此外，依據韓志國等（1998）的統計，截至1980年6月底，除西藏外，中國實施放權試點的企業總數超過6,000家（占當時全國全民所有制工業企業家數的16%），而產值與利潤則分別占前述企業的60%與70%。至1981年底，實施放權讓利的企業比重，更進一步由前述的16%提高至約70%。

雖然「放權讓利」提高企業經營效率與自主性，然而由於放權讓利的規範並不周延且欠缺完備的宏觀配套制度，中國政府在1979年與1980年連續出現財政赤字（黃速建，2008）。基於增加財政收入的目標，國務院於1981年10月出具《關於實行工業生產責任制若干問題的意見》詳細規範利潤分配的辦法。¹⁰其主要內容為「利潤留成」、「盈虧包乾」與「以稅代利」，簡述如下：

（一）利潤留成

利潤留成的主要方式可以分為以下三類：全額利潤留成、盈餘包乾與超計畫利潤留成。

1. 全額利潤留成

1979年7月國務院《國營企業實行利潤留成的規定》規範以下的「留利」規定：

(1) 新產品試製費按利潤總額的1%~2%計算；

⁷ 這些權利包含(1)企業有權根據國家有關政策和市場需要，編製自己的生產經營補充計畫；(2)企業有權拒絕計畫外沒有必需的物質條件保證和產品銷售安排的生產任務；(3)企業在法律、法規和國家政策許可的範圍內，有權自行選購計畫分配以外的物資；(4)企業按計畫完成國家訂貨任務後，有權在國家規定範圍內自銷產品；(5)企業有權在國家規定範圍內，制定和議定產品的價格；(6)企業有權向中央或地方業務主管部門申請出口自己的產品，有出口產品任務的企業，有權按國家規定參加外貿單位與外商的談判、簽訂合同、提取外匯分成；(7)企業有權按國家規定將自己的發明創造、科研和技術革新成果，在國內有償轉讓，或經國務院有關主管部門批准，向國外有償轉讓或申請專利；(8)企業對經過註冊的產品的商標，享有專用權；(9)企業有權按照國家規定提取和使用企業基金或利潤留成資金；(10)企業有權按照國家規定出租、轉讓閒置、多餘的固定資產，並把所得收益用於企業的技術改造；(11)企業有權根據國家有關政策確定本企業的計時工資、計件工資等工資形式和分配獎金、安排福利等事項；(12)企業有權根據本企業定員編制、國家下達的勞動力計畫和本行業招工標準，在國家規定的招工範圍內公開招考，擇優錄用新職工，拒絕接收不符合條件的人員；(13)企業有權按國家規定對職工實行獎懲；(14)企業有權根據精簡、效能的原則，按實際需要決定自己的機構設置；(15)企業有權拒絕任何單位和個人在國務院或省、自治區、直轄市人民政府明文規定以外攤派費用和無償勞動，以及無償抽調人員、物資和資金。

⁸ 其他有關的辦法包括1981年5月由國家經委、體改辦等部門聯合印發的《貫徹落實國務院擴權檔、鞏固提高擴權工作的具體實施辦法》（見該辦法第12條），以及1982年1月由國務院頒發的《國營工廠廠長工作暫行條例》。理論上，依據這些辦法將使得企業可以根據其需求從外單位、外地區招聘技術、管理人員，並自行確定報酬。企業有權根據生產需要和行業特點，在勞動部門指導下公開招工，經過考試後擇優錄用，並且有權抵制任何部門和個人違反國家規定向企業硬性安插人員。

⁹ 第一個放權讓利的試點於1978年10月在四川省的四川重慶鋼鐵公司、成都無縫鋼管廠、寧江機械廠、四川化工廠、新都縣氮肥廠以及南充鋼廠等六家公司進行。

¹⁰ 同年12月，中國財政部和國家經濟委員會曾發布發出《關於國營工交企業實行利潤留成和盈虧包乾辦法的若干規定》，對利潤分配的辦法作了進一步修改。

- (2) 科研經費和職工技術培訓費按國家實際撥款數計算；
- (3) 職工福利基金按標準工資總額的 11% 計算；
- (4) 職工獎勵基金按工資總額的 10% ~ 12% 計算；
- (5) 企業基金在最多不超過工資總額 5% 的範圍內核定。

藉由以上「留利」的金額，企業得以將利潤保留併用於設立生產發展基金、職工福利基金和職工獎勵基金。

2. 基數利潤留成加增長利潤留成

1980 年 1 月《關於國營工業企業利潤留成試行辦法的通知》將對原規定的「全額利潤留成」辦法改為「基數利潤留成」並搭配「增長利潤留成」辦法。其基本內容係將企業當年度的利潤分為基數利潤以及增長利潤兩部分，並分別規定不同的留成率。若企業當年度實現利潤未超過前一年度，則按基數利潤留成率提取留利；若企業當年度實現利潤總額高於前一年度，則本年度增加利潤的部分改依增長利潤留成率提取留利（增長利潤留成率按不同行業分別規定為 10%、20% 或 30%）。

3. 超計畫利潤留成

這種辦法適用於調整期間任務嚴重不足、利潤大幅度下降的企業。

（二）盈虧包乾

盈虧包乾係指國營企業的利潤如何在國家與企業之間進行分配的一種方式。企業按核定

「上交利潤目標」向國家承包業務，若依原定上交利潤目標完成任務，則剩餘利潤的部分（或全部）金額歸企業留用。若利潤未達成上交利潤目標者，則企業必須用自有資金補齊原本應上交的利潤。除此之外，對於因負擔政策使命而有預期虧損者，可以採用虧損定額補貼包乾（或分成）的辦法。

（三）以稅代利

雖然中國在當時並沒有所得稅制，但是在「以稅代利」下，某些企業在經過財政部批准的前提下，已經開始試行所得稅（當時稱為以稅代利）。

三、二步利改稅

在「放權讓利」之前，國營企業的利潤係全數上繳給政府（亦即企業沒有所謂的保留盈餘）。到了「放權讓利」的階段，經由企業創造的績效於「留利」——讓利給企業的金額稱為留利——之後再上繳給政府。然而中國對「放權讓利」的改革期望——同時達到「提升企業績效」以及「充實國庫」的二項目標——並未有效達成。相反的，因為國家與企業間的資訊不對稱，反而出現了所謂「工資侵蝕利潤」的現象（林毅夫與李志贊，2003）。¹¹ 李茂鑫（2001）點出「放權讓利」失敗的根源：無論如何「放權」或者「讓利」，國家仍然是企業唯一的所有者，放權讓利並未根本地改變企業的經營機制。具體而言，企業一旦虧損，國家仍必須對企業進行彌補，而無法採用「退出市場」的機制，因而無法有效減緩企業的社會主義行為。為了確保中國政府的財政收入，並劃清「政府財政收入」和「企業可支配收

¹¹ 亦即賺錢時，肥了企業；虧錢時，瘦了國庫。

入」的界限，中國分別於 1983 年和 1984 年實行了「利改稅」政策，期望能夠進一步推動國有企業的改革（林毅夫與李志贊，2003）。

1983 年和 1984 年的利改稅常稱為「二步利改稅」——針對先前放權讓利而進行的二階段租稅改革。「利改稅」的基本精神係為了建立公平和穩定的稅收制度，使企業能夠在平等的地位上競爭，從而評估企業經營業績，並促使這些企業實行自主經營與負擔自負盈虧的責任（林毅夫與李志贊，2003）。在利改稅下，國有企業的稅率為 55%，企業保留 45% 的稅前純益。換言之，利改稅是將原本企業上繳的利潤改為依據國家規定的稅種與稅率，向國家繳稅，完稅後的剩餘利潤，則全部留歸企業支配（如運用於生產發展、發放獎金與職工福利等）。換言之，二步利改稅的重點在於「利稅分流」，藉由法定稅收來確立企業對國家所負的經濟責任。¹²

然而承擔繳稅義務的國營企業，本質上並不會因為「繳稅」而解決國營企業經營效率不

彰的根本問題。換言之，二步利改稅仍無法有效達成「企業自主經營、自負盈虧」的根本目標。因此 1984 年 10 月，中國第 12 屆 3 中全會通過《關於經濟體制改革的決定》開啟以兩權分離（所有權與經營權分離）為特徵的經營機制改革階段（黃速建，2008）。此階段的改革，主要包括兩個方面：

- （1）對國有大中型工業企業實行承包經營責任制¹³
- （2）對國有小型工業企業實行租賃經營責任制¹⁴

另外，對少數有條件的大中型工業企業還實行了股份制試點（汪海波，2005）。

然而無論承包經營責任制或租賃經營責任制，都無法有效促使企業有長期經營的承諾。事實上，在一個對未來願景與視野不足的環境並不利於永續經營企業的建立與發展。因此，中國企業改革走入了下一個階段：股份制企業。

¹² 依據 1987 年《中國統計年鑑》顯示，全國全民所有制工業企業的「利稅總額」（稅前盈餘）為 1341.37 億元，其中企業「留利」（稅後盈餘）228.3 億元。

¹³ 1988 年 2 月中國頒佈了《全民所有制工業企業承包經營責任制暫行條例》，對承包經營責任制內容和形式制定規定。這些規定試圖解決國家和企業之間的分配關係，並進一步擴大企業的自主權。依據此《暫行條例》，承包經營責任制的實質精神是依據「所有權與經營權分離的原則」——中國政府仍然握有實際所有權——但透過「承包經營合同的方式」來界定「國家與企業」的權利與義務。期望藉由透過承包經營責任制的方式，達成企業自主經營與自負盈虧的結果。該條例的第 3 條指出，實行承包經營責任制，必須兼顧國家、企業、經營者和生產者利益，調動企業經營者和生產者積極性，挖掘企業內部潛力，確保上交國家利潤，增強企業自我發展能力，逐步改善職工生活。此《暫行條例》曾經於 1990 年 2 月 24 日與 2011 年 1 月 8 日修訂。

¹⁴ 1988 年中國國務院頒佈的《全民所有制小型工業企業租賃經營暫行條例》，規範租賃經營制的施行。租賃經營責任制與承包責任制都企圖將所有權與經營權進行某程度的分離，但前者分離的程度較大，因而實行租賃經營責任制的企業自主權更大（汪海波，2005）。所謂的租賃經營，是指在不改變企業的全民所有制性質的條件下，實行所有權與經營權的分離，出租方（國家授權單位）將企業有限期地交給承租方（承租經營的企業）經營，承租方向出租方交付租金並依照合同規定對企業實行自主經營的方式。實行租賃經營必須兼顧國家、企業、職工和承租方的利益。

四、中國股份制企業的形成

1984 年 7 月中國第一個股份公司——北京天橋百貨股份有限公司——正式成立。依據 2002 年中國統計局年鑑的資料顯示，1991 年底，中國有 3,220 家試點企業（不含鄉鎮企業中的股份合作制企業、中外合資企業和國內聯營企業）。¹⁵

基於提升股份制企業的經營績效、建構完備的股票市以及強化對股份制企業的監管，中國國家經濟體制改革委員會（以下簡稱國家體改委）於 1992 年 5 月 15 日制定《股份制企業試點辦法》。¹⁶ 在會同相關部門意見之後，國家體改委再公告《股份有限公司規範意見》與《有限責任公司規範意見》二份意見。這些辦法與意見開始規範股份有限公司與上市公司的組建（改組與新建）。以下先介紹這三份檔

的規範主體，再說明其主要內容。

《股份制企業試點辦法》同時規範「股份有限公司」與「有限責任公司」。然而，前者需要額外遵循《股份有限公司規範意見》，而後者則額外遵循《有限責任公司規範意見》的要求。¹⁷ 該試點辦法的主要目的：¹⁸

1. 轉換企業經營機制，促進政企職責分離，實現企業的自主經營、自負盈虧、自我發展和自我約束。
2. 開闢新的融資管道，籌集建設資金，引導消費基金轉化為生產建設資金，提高資金使用效益。
3. 促進生產要素的合理流動，實現社會資源優化配置。
4. 提高國有資產的運營效率，實現國有資產的保值增值。
5. 以下說明該試點辦法的範圍。¹⁹

¹⁵ 若按行業區分，工業企業 1,781 家（占 55%）、商業企業 942 家（占 30%）、金融企業 171 家（占 5%）、建築企業 58 家（占 2%），交通運輸企業 28 家（占 1%），其他行業企業 240 家（占 7%）。

¹⁶ 該辦法係基於《國務院批轉國家體改委、國務院生產辦關於股份制企業試點工作座談會情況報告的通知》的要求而制定。

¹⁷ 《有限責任公司規範意見》第 78 條規定：外商投資企業按《中華人民共和國中外合資經營企業法》、《中華人民共和國外資企業法》、《中華人民共和國中外合作經營企業法》執行，不執行本規範。

¹⁸ 股份制企業試點的原則：

1. 堅持以公有制為主體，並維護公有資產不受侵害。
2. 貫徹國家產業政策，促進產業結構、企業組織結構和產品結構的調整。
3. 堅持股權平等，同股同利，利益共用，風險共擔。
4. 禁止將國有資產以股份形式分配予集體或個人，亦禁止將集體的資產以股份形式分配予個人。
5. 堅持「加強領導、大膽試驗、穩步推進、嚴格規範」的精神，從實際情況出發，區別對待，分類指導。
6. 嚴格按股份制企業《規範意見》進行規範。對已經試點的股份制企業，要按規範的要求全部進行清理，並重新報批審定。符合《規範意見》但不夠完善者，要進行規範；不符合《規範意見》者，要按本《辦法》的規定予以調整完善。

¹⁹ 值得補充的是，當時公司法尚未公佈，因此中國國務院辦公廳於 1993 年 5 月 15 日頒布《股份有限公司規範意見》。在該通知意見中指出：為保證股份制試點工作的順利進行，在國家規範股份有限公司的法律、行政法規公佈前，國家體改委發佈的《股份有限公司規範意見》具有政府部門規章的法律效力。此外，深圳市可繼續執行其人民政府頒布的《深圳市股份有限公司暫行規定》。在試行過程中遇到問題，由公司住所所在省、自治區、直轄市的體改委協調，並指導和監督公司按本規範進行運作。

4.1.1 股份制企業試點的範圍

- (一) 涉及國家安全、國防尖端技術的企業，具有戰略意義的稀有金屬的開採專案，以及必須由國家專賣的企業和行業，不進行股份制試點。
- (二) 國家產業政策重點發展的能源、交通、通信等壟斷性較強的行業可以進行股份制試點，但公有資產股在這些企業中必須達到控股程度。
- (三) 符合國家產業政策的競爭性較強的行業，尤其是資金技術密集型和規模經濟要求高的行業，鼓勵進行股份制企業試點。

4.1.2 股份制企業的組織形式

股份制企業是全部註冊資本由全體股東共同出資，並以股份形式構成的企業。股東依其所擁有的股份參加管理、享受權益、承擔風險。股份可在規定條件下或範圍內轉讓，但不得退股。中國的股份制企業主要有股份有限公司和有限責任公司兩種組織形式，相關的規定首見於 1992 年《股份制企業試點辦法》。以下說明，這兩種公司組織的異同。

股份有限公司是指全部註冊資本由等額股份構成並通過發行股票（或股權證）籌集資本的企業法人，基本特徵為：

- (一) 公司的資本總額平分為金額相等的股份；
- (二) 股東以其所認購股份對公司承擔有限責任，公司以其全部資產對公司債務承擔責任；
- (三) 經批准，公司可以向社會公開發行股票，股票可以交易或轉讓；
- (四) 股東數不得少於規定的數目，但沒有上限；²⁰
- (五) 每一股有一表決權，股東以其持有的股份，享受權利，承擔義務；
- (六) 公司應將經註冊會計師審查驗證的會計報告公開。

有限責任公司是指由兩個以上股東共同出資，每位股東以其所認繳的出資額對公司承擔有限責任，公司為以其全部資產對其債務承擔責任的企業法人，基本特徵為：

- (一) 公司的全部資產不分為等額股份；
- (二) 公司向股東簽發出資證明書，不發行股票；
- (三) 公司股份的轉讓有嚴格限制（須經股東會同意，若無股東會則須經董事會同意）；²¹

²⁰ 《股份制企業試點辦法》中並未規定設立股份有限公司的最低股東人數，而是在《股份有限公司規範意見》第 9 條才明定，設立公司應有 3 個以上（含 3 個）發起人。中國《公司法》原規定，設立股份有限公司至少應有 5 人以上為發起人（國有企業改建為股份有限公司者除外）。這個規定在 2005 年 10 月 27 日修訂的中國公司法（即現行的公司法）修訂為：設立股份有限公司，應當有 2 人以上 200 人以下為發起人，其中須有半數以上的發起人在中國境內有住所。

²¹ 《有限責任公司規範意見》第 52 條指出，在滿足以下條件下，股東已繳納的出資可以轉讓。該條件為：「若公司設立股東會，由股東會討論通過；若公司未設立股東會，則由董事會討論通過。若未獲同意的情況發生，則由其他股東購買」。然而，即便獲得董事會同意，其他股東在同等條件下仍然有優先購買權。

1993 年 12 月 29 日《公司法》第 35 條則指出，股東之間可以相互轉讓其全部出資或者部分出資。股東向股東以外的人轉讓其出資時，必須經全體股東過半數同意；不同意轉讓的股東應當購買該轉讓的出資，如果不購買該轉讓的出資，視為同意轉讓。

現行版本《公司法》第 72 條則規定：有限責任公司的股東之間可以相互轉讓其全部或者部分股權。股東向股東以外的人轉讓股權，應當經其他股東過半數同意。股東應就其股權轉讓事項書面通知其他股東徵求同意，若其他股東自接到書面通知之日起滿三十日未答覆，視為同意轉讓。其他股東半數以上不同意轉讓時，不同意之股東應當購買該轉讓的股權；不購買者，視為同意轉讓。經股東同意轉讓的股權，在同等條件下，其他股東有優先購買權。兩個以上股東均主張行使優先購買權時，應協商確定各自的購買比例；協商不成時，則按照轉讓時各自的出資比例行使優先購買權。公司章程對股權轉讓另有規定者，從其規定。

- (四) 限制股東人數，並不得超過一定限額；²²
(五) 股東以其出資比例，享受權利，承擔義務。

值得補充的是，在 1993 年 12 月 29 日所頒布（1994 年 7 月 1 日生效）《公司法》所稱的公司是指在中國境內設立的有限責任公司或股份有限公司。²³ 這個部份與原《股份制企業試點辦法》相同。具體定義如下：

有限責任公司：股東以其出資額為限對公司承擔責任，公司以其全部資產對公司的債務承擔責任。

股份有限公司：其全部資本分為等額股份，股東以其所持股份為限對公司承擔責任，公司以其全部資產對公司的債務承擔責任。

4.1.3 股份制企業的股權設置形式

在《股份制企業試點辦法》以及《股份有限公司規範意見》均說明中國的股份制企業的股權設置根據投資主體的不同有四種形式：國家股、法人股、個人股以及外資股。依據資產（產權）的性質，則分為公有資產股（即國有資產投資形成的股份和集體所有投資形成的股份）和非公有資產股。

國家股

- 有權代表國家投資的政府部門或機構，以國

有資產投入公司所形成的股份（含現有資產折成的國有股份）。

- 國家股由（a）國務院授權的部門或機構，或（b）根據國務院決定，由地方人民政府授權的部門或機構持有國家股，並委派股權代表。
- 國有資產管理部門通過其授權機構以下列三種方式投入國有資產：²⁴
 1. 過去屬於「全民所有制企業」改組為「股份制試點企業」時以其淨資產折成的股份；
 2. 現階段代表國家投資的政府部門，向新設股份制試點企業投資所形成的股份；
 3. 經授權代表國家投資的投資公司、資產經營公司、經濟實體性總公司等機構，向新設股份制試點企業投資所形成的股份。

法人股

- 為企業法人（即有限責任公司以及股份有限公司，可能為國有企業或非國有企業）以其依法可支配的資產投入公司形成的股份，或具有法人資格的事業單位和社會團體以國家允許用於經營的資產向公司投資形成的股份。
- 國有法人股是全民所有制企業——不含經授權代表國家投資的企業性質的機構，這些機構與個體的持股仍屬於國家股——用國家授予其自主經營的國有資產（可自主支配的

²² 《有限責任公司規範意見》第 9 條規定，公司必須有 2 個以上 30 個以下的股東方可設立。因特殊需要，公司股東超過位者，須經政府授權部門批准，但最多不得超過 50 個。1993 年 12 月 29 日所頒布的《公司法》則規定，有限責任公司由 2 個以上 50 個以下股東共同出資設立，但現行版本《公司法》僅規定 50 個的上限人數並未規範最低的股東人數。

²³ 中國《公司法》分別於 1999 年 12 月 25 日、2004 年 8 月 28 日和 2005 年 10 月 27 日修訂（現行版本為 2005 年修訂版），並未修改與企業法人、股份有限公司和有限責任公司有關之條文。而臺灣的公司法所定義的公司，是指以營利為目的，依照公司法組織、登記、成立之社團法人，並分為無限公司、有限公司、兩合公司和股份有限公司四種。其中有限公司即為中國公司法中所稱的有限責任公司。

²⁴ 《股份制試點企業國有資產管理暫行規定》第 4 條：國有資產管理部門是國有股權的政府專職管理機構，依法履行對國有股權的管理職能。爾後會有專文介紹中國的國有資產部門。

資產) 向獨立於自己的股份制試點企業投資形成的股份。

個人股

- 為社會個人或公司內部職工以個人合法財產投入公司形成的股份。
- 一個自然人所持股份 (不含外國以及港、澳、臺等投資者所持之外資股) 不得超過公司股份總額的 0.5%。
- 定向募集公司之內部職工認購的股份不得超過公司股份總額的 20%。²⁵
- 社會募集公司的本公司內部職工認購的股份不得超過公司向社會公眾發行部分的 10%。由定向募集公司轉為社會募集公司者, 超過此限時不得再向內部職工配售股份。²⁶
- 社會募集公司向社會公眾發行的股份, 不少於公司股份總數的 25%。國家另有規定的除外。

外資股

- 外國投資者以及香港、澳門、臺灣等地區之投資者形成的股份。

值得強調的是本節係針對所有股份制企業來進行說明。如果我們將焦點放在上市公司, 若最終控制者 (the ultimate controlling shareholder) 為政府部門則屬於國家股企業

(讀者可以解讀為被政府直接控制的企業); 若其最終控制者為政府控制 (state-controlled) 的機構則屬於國家法人股 (讀者可以解讀為被政府間接控制的企業)。許多文獻將這些企業併稱為國有企業。其中被政府間接控制的企業, 在其財務報告所揭露的「最終」控制者可能為政府直接控制的上市公司、政府控制的未上市公司、非上市的國有企業以及國有學術機構。²⁷

4.1.4 釋例

在針對中國的會計與財務研究中, 股權集中度 (ownership concentration) 與大股東特性 (blockholder characteristics) 是非常重要的股權結構變數 (ownership structure) 變數。1994 年中國證監會頒布《公開發行股票公司資訊披露內容與格式準則》的第 5 號準則公司股份變動報告的內容與格式 (以下簡稱股份變動報告), 延續前述《股份制企業試點辦法》的精神, 要求上市公司須提供以下相關的股權結構資訊:

依投資主體 (即股權設置形式): 國家股、法人股、個人股和外資股

依資產 (產權) 性質: 國有股 (國家股與國家法人股) 和非國有股

²⁵ 定向募集公司最早產生於《公司法》頒佈之前股份制試點初期, 是改革開放初期的產物。根據 1992 年 5 月 15 日以國家體改委為首的 10 個國家有關部門頒佈的《股份有限公司規範意見》及 13 個配套檔, 定向募集公司是指由發起人組織, 向發起人、其他法人和內部職工以股權證的形式募集資金 (對特定對象募集資本) 而建立的股份公司, 且不得發行股票, 但應以股權證替代股票。採取定向募集方式設立的公司, 發行的股份除由發起人認購外, 其餘股份不向社會公開發行, 但可以向其他法人發行部分股份, 經批准也可以向本公司內部職工發行股份。1994 年 7 月 1 日《公司法》實施, 其中關於股份有限公司只有發起設立和社會募集設立 (社會募集) 兩種 (亦即沒有定向募集), 造成定向募集制度在當時失去了法律依據。2005 年 10 月 27 日《公司法》和《證券法》重新修訂發佈 (2006 年 1 月 1 日生效), 再次確立定向募集制度。

²⁶ 《股份有限公司規範意見》第 25 條規定, 社會募集 (對不特定對象募集資本) 公司不得發行股權證。

²⁷ 嚴格來說, 最終控制者為政府部門 (國家股) 的上市企業 (形式上已經局部民營化) 應稱為 state-controlled listed firms, 但是許多學術文獻仍將其稱為 state-owned listed firm。

值得補充的是，由於股權分置的改革，該股份變動報告的內容與格式曾經分別於 2005 年與 2007 年修訂。²⁸ 具體來說，股份變動報告的格式視企業係屬於「未完成股權分置改革」或「已完成股權分置改革」而有不同的呈現內容。對於「未完成股權分置改革公司」的企業而言，應報告的內容與 1994 年版的規範並無差異。至於「已完成股權分置改革公司」者，其股份變動則依「有限售條件」和「無限售條件」分類報告。以下僅以 2005 年的「深圳南山熱電股份有限公司」與「中興通訊股份

有限公司」為例，說明股權分置改革前的上市公司的股權變動報告內容與格式。

表 1 為 2005 年的「深圳南山熱電股份有限公司」之股權結構。該公司同時發行 A 股（即表 1 中的人民幣普通股）和 B 股（即表 1 中的境內上市外資股）。表 1 顯示國家股持股比例為 5.63%、法人股持股比例為 54.05%（國家法人股 9.98%、境內法人持有股份 20.76%、境外法人持有股份 13.25% 與募集法人股份 10.06%）、外資股持股比例為 41.74%

表 1：深圳南山熱電股份有限公司 2005 年的股權結構

	依資產性質分類		持股比例 (%)
	國有股	非國有股	
一、未上市流通股份			
1.發起人股份			
其中：			
國家持有股份			
國家股	30,829,682		5.63
國有法人股	54,709,182		9.98
境內法人持有股份		113,783,159	20.76
境外法人持有股份		72,579,890	13.25
其他		-	-
2.募集法人股份		55,098,679	10.06
3.內部職工股		-	-
4.優先股或其他		-	-
二、已上市流通股份			
1.人民幣普通股		64,846,135	11.83
2.境內上市的外資股		156,119,271	28.49
3.境外上市的外資股		-	-
4.其他		-	-
三、股份總數	85,538,864	462,427,134	100.00
持股比例 (%)	15.61	84.39	100.00

資料來源：深圳南山熱電股份有限公司 2005 年年度報告。

說明：1. 發起人股份中的「境內法人持有股份」係指發起人為境內法人時持有的股份。

2. 發起人股份中的「境外法人持有股份」係指按照《股份有限公司規範意見》設立的公司，其發起人為適用外資法律的法人（外商和港、澳、臺商等）所持有的股份。

3. 發起人股份中的「其他」係指個別公司發起人與以上分類有區別的特殊情況。

4. 「募集法人股份」係指在《公司法》實施之前成立的定向募集公司所發行之發起人以外的法人認購之股份。

5. 「內部職工股」係指在《公司法》實施之前成立的定向募集公司所發行，在財務報告發布時尚未上市的內部職工股。

6. 「優先股及其他」為上市公司發行的優先股或無法計入其他類別的股份。

7. 「境內上市的人民幣普通股」即 A 股，含向社會公開發行股票時向公司職工配售的公司職工股。若報告時有尚未上市的公司職工股，應另附文字說明該部分股份數量和預計上市時間。

8. 「境內上市的外資股」即為 B 股。

9. 「境外上市的外資股」即為在境外證券市場上市的普通股，如 H 股。

²⁸ 爾後會有專文說明股權分置改革。

（含境外法人股 13.25% 與境外上市的外資股 28.49%）。對應的國有股持股與非國有股的持股比率則分別為 15.61%（含國家股 5.63% 與國家法人股 9.98%）與 84.39%。

表 2 為中興通訊股份有限公司於 2005 年的股權結構。該公司同時發行 A 股與 H 股（即表 2 的境外上市的外資股）。此外，表 2 顯示該公司雖然沒有國家股持股，但國有股的

持股比率高達 40.86%；法人股持股比例 43.96%（國家法人股 40.86%、境內法人持有股份 1.19% 與境外法人持有股份 1.91%）；外資股持股比例則為 18.60%（含境外法人股 1.91% 與境外上市的外資股 16.69%）。

本文附錄將簡要介紹中國的 A 股、B 股與 H 股。

表 2：中興通訊股份有限公司 2005 年的股權結構

	依資產性質分類		持股比例 (%)
	國有股	非國有股	
一、未上市流通股份			
1.發起人股份			
其中：			
國家持有股份			
國家股	-		-
國有法人股	392,079,904		40.86
境內法人持有股份		11,431,810	1.19
境外法人持有股份		18,290,896	1.91
其他			
2.募集法人股份			-
3.內部職工股			
4.優先股或其他			
二、已上市流通股份			
1.人民幣普通股		377,568,000	39.35
2.境內上市的外資股			
3.境外上市的外資股		160,151,040	16.69
4.其他			
三、股份總數	392,079,904	567,441,746	959,521,650
持股比例 (%)	40.86	59.14	100.00

資料來源：中興通訊股份有限公司 2005 年年度報告。

五、不同的國家控制型態與公司價值的關聯性

透過先前的說明，讀者可以瞭解中國國有股（state shares）可以區分為國家股（national share）與國家法人股（state-owned legal person shares）。其中前者係由政府部門直接控制企業，後者則由政府掌控的法人來進行間接

控制。由於國有企業的經理人面臨以下的特殊問題與考量

- 對資產取得與處分有諸多限制
- 自身缺乏所有權的激勵誘因（ownership incentives）
- 被選任時的專業與能力以外的政治考量
- 於選任後面對社會責任與政治服務等偏離公司價值極大化的政治與官僚指導²⁹

²⁹ 就一般股東的立場而言，只要政府追求社會福利極大化與企業追求利潤極大化的目標衝突，造成中國國有企業的代理問題。

● 圖謀私人利益而挪移企業資源的動機與行為

因此，一般而言，相較於民營企業的經營而言，國有企業的經營績效必然有更多可以改善的空間（Alchian 1965; Fan, Wong and Zhang 2007; Shleifer 1998; Fan, Wei and Xu 2011）。

除此之外，利益輸送（tunneling）也是一項影響公司價值的重要因素。許多中國上市公司係由國有企業分離上市（Aharony et al. 2000; Liu and Sun 2005），而未上市的國有企業——該上市企業的母公司——成為其控制股東。在分離上市前，控制股東會透過關聯方銷售來挹注該企業的盈餘（以便於成功上市），在上市之後，則繼續與其母公司（即控制股東）進行關聯交易（Jian and Wong 2010），接著控制股東便得以透過借款、變賣資產、拖欠貸款以及擔保借款等方式使公司資產「合法」脫離上市公司，因而造成侵蝕少數股東權益的結果（郭華平與張磊 2008）。

從代理問題的角度而言，不具控制權的少數股東（minority shareholders）面臨控制股東（controlling shareholders）——中國政府——可能不會追求企業利潤極大化的代理成本。然而，不同的控股型態代表不同的經濟屬性、代理行為與專業知識。具體而言，如果將國家股的經理人與國家法人股的經理人相比，由於這二類經理人面臨的誘因機制、對資產處分的裁量空間、或者選任時的專業考量以及選任後的政治與官僚指導不同，因此國家股與國家法人股（二種不同類型的國家控制方式）的

企業價值將會有所差異。

過去探討中國上市企業公司價值的文獻，多半將控制股東區分為「國有股」與「非國有股」，並發現民股企業的績效優於國有股企業的績效的證據（例如：杜亞軍與周亞平 2004；田利輝 2005；Lee and Zhang 2011；Tian and Estrin 2008；Gunasekarage, Hess and Hu 2007；Sun and Tong 2003；Xu and Wang 1999；Zhang, Zhang and Zhao 2001 等）。針對這個現象，研究者認為可能係國有企業除了維護就業和社會穩定，還必須同時兼顧社會公益目標、國家安全目標，收支均衡增長等多重目標，勢必無法同時追求企業利潤極大化的目標（Bai, Li, Tao and Wang 2000；Clarke 2003；Chen, Chen, Lobo, and Wang 2010；潘石、年志遠與胡嶽斌 2011）。此外，企業在政治與社會目標的投入，也可以作為他們在財務績效不彰時的藉口，最後，企業的絕對經營績效並非影響國有企業經理人未來政治前途的決定因素，相反地，仕途順遂與否的重點可能在於政治與社會目標等非經濟性因素。

然而就筆者所知，鮮少文獻探索不同國家控制型態——國家股與國家法人股——與公司價值間的關聯性。本文認為：由政府官員來擔任控管責任的企業（即最終控制者為國家股），這些「經理人」無論在產業專業的熟稔程度、企業管理的能力水準與工作投入的積極性，理論上，會遜於由法人來負責控管的企業（即最終控制者為國家法人股）。³⁰舉例而言，Liu and Sun（2005）曾經發現政府間接

³⁰ Aharony, Lee, and Wong (2000) 也指出大部分上市的國有企業其大股東為政府代理人，這些代理人缺乏監管和控制企業的專業經驗。

控制之上市公司的營運效率優於由國家直接控制公司的營運效率。因此，本文預期，在其他條件不變的情況下，最終控制者為國家法人股（以下簡稱為 SOE_{Legal} ）公司價值會高於最終控制者為國家股公司（以下簡稱為 SOE_{State} ）。

基於以上的研究目的，本文蒐集 1992 年至 2009 年所有的 A 股公司來檢視中國上市公司的國家控制型態與公司價值的關聯性，所有的分析數據均取自台灣經濟新報社的中國財經資料庫。實證模型如下：

$$Q = \alpha + \beta SOE + \gamma_1 ROA + \gamma_2 NEG + \gamma_3 LEV + \gamma_4 SG + \gamma_5 SIZE + \gamma_6 BLOCK + \sum Industries + \sum Years + e \quad (1)$$

其中被解釋變數 Q 為公司價值。由於無法取得中國上市公司資產的重置成本，因此本文採用 Daske, Hail, Leuz, and Verdi (2008) 與 Fahlenbrach and Stulz (2009) 相同的作法，以「普通股權益市值加總負債帳面價值」除以總資產衡量公司價值。虛擬變數 SOE （若樣本公司的最終控制型態為國有股為 1，反之則為 0）的估計係數 β 可以比較國有企業（ $SOE=1$ ）與非國有企業（ $SOE=0$ ）之間公司價值的差異。若估計結果顯示 $\beta < 0$ ，意謂國有股的公司價值低於非國有股企業。

接著說明控制變數。 ROA 與 SG 分別代表資產報酬率與營收成長率，這二個變數係控制獲利能力（Jiang, Lee, and Yue 2010）與成長性（Gompers, Ishii and Metrick 2003）對於

公司價值的影響。至於 $SIZE$ （取自然對數後的資產總額）與 LEV （負債比率）則控制公司規模與資本結構對估計結果的影響（Hail, Leuz, and Verdi 2008；Ferreira and Matos 2008）。此外，由於中國係以會計數字來監管其資本市場，本文也一併控制會計監管的可能影響。具體來說，由於連續虧損的企業會被註記為「特殊處理股票」，本文納入是否為虧損之虛擬變數 NEG （若當年度淨利為負值者為 1，反之為 0）。本文也控制其他代理問題的可能影響。例如，Jiang, Lee, and Yue (2010) 發現在中國最大股東持股得以降低少數股東面臨的代理問題，本文的 $BLOCK$ （最大股東持股比率）可以控制該因素對結論的可能影響。³¹ 最後，本文一併加入產業別與年度的虛擬變數。

為了進一步分析不同國有股東的型態對公司價值的影響，本文進一步將前述的 $SOE=1$ 樣本再細分為以下兩個子樣本： SOE_{Legal} 與 SOE_{State} ，並進行以下的迴歸分析：

$$Q = \alpha + \beta_1 SOE_{Legal} + \beta_2 SOE_{State} + \gamma_1 ROA + \gamma_4 SG + \gamma_5 SIZE + \gamma_6 BLOCK + \sum Industries + \sum Years + e \quad (2)$$

由於第（2）式的比較標竿為非國有企業（ $SOE=0$ ），因此 β_1 與 β_2 分別代表最終控制者為國家法人股（ SOE_{Legal} ）與國家股（ SOE_{State} ）的公司價值與非國有股的差異。最後， $\beta_1 - \beta_2$ 則比較二類不同的國家控制型態（ SOE_{Legal} 與 SOE_{State} ）對公司價值的影響。

³¹ 除了以「最大股東持股比率」外，本文也曾經以「前五大股東持股比例」來控制大股東持股的影響。這二種替代方式均不影響本文的主要結論。

接著，本文提供實證測試的結果。首先，在 1992 年至 2009 年共計有 17,371 筆公司年（firm-years）的研究數據。在剔除權益帳面價值為負（388 筆）以及解釋變數遺缺漏（2,125 筆）的數據後，得到 14,858 筆研究數據。其中國有股（ $SOE = 1$ ）的樣本規模為 9,542 筆，而非國有股（ $SOE = 0$ ）的樣本規模則為 5,316 筆³²。至於針對 $SOE = 1$ 的樣本再區分為 SOE_{Legal} 與 SOE_{State} 二組子樣本，資料筆數分別為 1,642 筆與 7,900 筆。

限於篇幅，以下僅討論本文感興趣的研究變數 SOE （ β ）、 SOE_{Legal} （ β_1 ）與 SOE_{State} （ β_2 ）的估計係數。表 3 第（1）欄顯示 SOE 的迴歸係數（-0.058）係顯著異於零（ p 值 < 1%），代表在其他條件不變下，國有企業的公司價值較非國有企業為低。這個結果與 Lee and Zhang（2011）、Tian and Estrin（2008）、

田利輝（2005）以及杜亞軍與周亞平（2004）結果相符。表 3 第（2）欄進一步顯示不顯著的 SOE_{Legal} 迴歸係數 SOE_{State} （0.029， p 值 > 10%）以及顯著的 SOE_{State} 迴歸係數（-0.078， p 值 < 1%）的估計結果。這個實證發現代表若國家控制型態為法人者，其公司價值與一般非國有企業並沒有顯著差異。換言之，針對 SOE_{State} 的估計結果代表過去文獻發現中國國有股（ $SOE = 1$ ）有較低公司價值的現象，主要係由最終控制股東為國家股（ $SOE_{State} = 1$ ）所造成，而非源於最終控制者為國家法人股（ SOE_{Legal} ）的結果。表 3 最後一列的 $\beta_1 - \beta_2 > 0$ 的估計結果（0.108， $p < 1\%$ 值）相互吻合。

值得補充的是，在 2004 年以前，中國上市企業的最終控制者資訊是無法利用公開管道取得。自 2004 年起，企業則必須依據 2004 年 12 月 31 日《公開發行證券的公司資訊披露內

表 3：迴歸分析表

變數	(1)	(2)
<i>Intercept</i>	14.259***	14.234***
SOE (β)	-0.058***	
SOE_{Legal} (β_1)		-0.079***
SOE_{State} (β_2)		0.029
<i>ROA</i>	6.808***	6.776***
<i>NEG</i>	0.862***	0.857***
<i>LEV</i>	-0.374***	-0.380***
<i>SG</i>	0.229***	0.231***
<i>SIZE</i>	-0.621***	-0.620***
<i>BLOCK</i>	0.004***	0.004***
年度與產業	已控制	
<i>Adj. R</i> ²	0.491	0.492
$\beta_1 - \beta_2$		0.108***
資料筆數	14,858	14,858

³² 在這個樣本中，國有企業的比率 64.0% (9,542 ÷ 14,858) 與 Wu, Wu, Zhou, and Wu (2011) 的 61.5% 非常相近。

容與格式準則第 2 號》中關於「要求上市公司披露公司的實際控制人情況，並以方框圖的形式披露公司與實際控制人之間的產權和控制關係」之規定，強制對外揭露其控制股東股權結構。基於這個理由，台灣經濟新報社對於中國企業「最終控制者」資料庫之建置係起於 2004 年。受限於可取得資料的限制，本文係假設 1992 年至 2003 年之間的最終控制者（即 SOE 相關變數）與 2004 年相同。事實上，未製表的結果顯示，如果剔除 1992 年至 2003 年之間的數據，本文的研究結論依然成立。

六、結論

本文從「放權讓利」（含利潤留成與盈虧包乾）的制度開始介紹中國政府對國有企業管理的沿革。這個講次介紹的內容包括放權讓利、利改稅、承包經營制與股份制企業。至於國有企業管理的後續的沿革，爾後會有專文再為讀者介紹。

在中國過去高度計畫經濟的時代，企業的利潤須完全上繳中央，但虧損則全由中央補貼。換言之，當時的企業並沒有保留盈餘以及破產清算的概念，因而造成在企業內工作的勞動者缺乏積極努力的誘因。而所謂的「放權讓利」，就是國家透過向企業放權——國家給予企業對收益的部分支配權利——來提供激勵企業經營者和生產者努力投入的誘因，以達到增進勞動積極性、提高資源運用效率性與增加財政收入的目標。至於「盈虧包乾」則代表「經濟責任制」的建立：企業應自負盈虧。至於「利改稅」，簡單來看，就是將原本的「上繳利潤」改為「所得稅」。然而，承擔繳稅義務

的國營企業，本質上並不會因為「繳稅」而解決國營企業經營效率不彰的根本問題。

為了達到政經分離、建立新的融資管道、社會資源的有效配置與國有資產的保值增值，中國開啟股份制企業的新制度。從投資主體（即股權設置形式）來看，股份分為國家股、法人股、個人股和外資股；從資產（產權）性質而論，則區分國有股（含國家股與國家法人股）和非國有股。有別於過去研究的焦點係專注於比較「最終控制者」為國有股（即國有企業）與非國有股（即非國有企業）間公司價值與經營績效的異同，本文將國有企業進一步再區分為最終控制者為「國家股」的國有企業以及為「國家法人股」的國有企業。由於前者的經理人的政治任命傾向更為明顯（由政府直接派任），本文預期在其他條件不變的情況下，前者的公司價值低於後者的公司價值。實證結果證實這項預期。下一個講次要為讀者介紹的是國有股減持與股權分置改革的背景與內容。

附錄一：A 股、B 股與 H 股股票市場簡介

根據 1991 年《上海市人民幣特種股票管理辦法》與《深圳市人民幣特種股票管理暫行辦法》的規定，中國上市公司除了在深滬二個證交所發行人民幣普通股（即 A 股）外，經批准亦可對境外投資人發行外資股。1992 年中國上市公司同時發行了內資股和外資股（同時發行 A、H 股或同時發行 A、B 股）者僅 18 家，至 2010 年底已達 159 家（占上市公司家數的 7.45%）。

如果依據股票的上市地點，中國上市公司

的股票可分為境內上市的人民幣普通股（即 A 股）、境內上市的外資股（即 B 股）和境外上市的外資股（如 H 股、N 股與 S 股等）。簡要說明如下，並彙總於表 4。

在中國與國際會計準則趨同（convergence）之前，同時發行人民幣普通股（即 A

股）又發行境內上市外資股或境外上市外資股之公司，應揭露依據不同會計準則的財務報表（亦即 A 股依據中國會計準則而 B 股則依據國際會計準則）並說明淨利之差異原因，以提供給國內投資者和境外投資者。在 2007 年之後（中國與國際會計準則接軌）之後，中國上市公司則依據相同的基礎編製財務報表。

表 4：中國股票市場—A/B/H 股之比較

種類	註冊地點	上市地點	計價單位	投資對象
境內人民幣普通股	中國境內	中國境內	人民幣	境內機構、組織或個人（不含台、港、澳投資者）
境內上市的外資股（人民幣特種股票）	中國境內	中國境內	● 滬市掛牌：美元計價 ● 深市掛牌：港元計價	外國與「港澳台」的自然 人與法人（含其他組織）
境外上市的外資股	中國境內	中國境外	外幣	

註：境內上市的人民幣普通股（即 A 股）：為中國境內的公司所發行之供境內機構、組織或個人（不含台、港、澳投資者）、透過人民幣進行交易的普通股票。境內上市的外資股（即 B 股，其正式名稱為人民幣特種股票）：以人民幣標明面值但使用外幣認購與買賣，在境內（上海、深圳）證券交易所上市交易者，其投資人限定於外國的自然人、法人和其他組織，香港、澳門、臺灣地區的自然人、法人和其他組織、定居在國外的中國公民以及中國證監會規定的其他投資人。B 股公司的註冊地和上市地都在境內（與 A 股相同），只不過投資者在境外或在「港澳臺」。境外上市的外資股（例如 H 股）則是指註冊地在內地、上市地在香港的外資股：在香港上市外資股就叫做 H 股，在紐約和新加坡上市的股票則分別稱為 N 股與 S 股。

附錄二：開放外資投資對 A 股、B 股與 H 股的影響

中國證監會於 2001 年 2 月 19 日發布允許境內居民——僅針對自然人——從事 B 股股票交易的公告，並於同月 28 日起生效。

至於外資得購買 A 股的規定則首見於 2002 年的中國證監會《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法（以下簡稱 QFII 辦法）》。³³ 在該 QFII 辦法下，境外投資者可以透過 QFII 進入 A 股市場，但投資金額的額度仍有相當的限制。³⁴ 而較全面性的開放則

³³ 2002 年 11 月 5 日頒布，同年 12 月 1 日施行。

³⁴ 此辦法所稱合格境外機構投資者（簡稱合格投資者），是指經中國證監會批准投資於中國證券市場，並取得國家外匯管理局（簡稱國家外匯局）額度批准的中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司以及其他資產管理機構。申請合格投資者資格，應當具備下列條件：

- （一）申請人的財務穩健，資信良好，達到中國證監會規定的資產規模等條件；
- （二）申請人的從業人員符合所在國家或者地區的有關從業資格的要求；
- （三）申請人有健全的治理結構和完善的內控制度，經營行為規範，近 3 年未受到監管機構的重大處罰；
- （四）申請人所在國家或者地區有完善的法律和監管制度，其證券監管機構已與中國證監會簽訂監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係；
- （五）中國證監會根據審慎監管原則規定的其他條件。

於 2006 年 1 月 4 日中國證監會與中國人民銀行聯合頒布的《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》。在該辦法下，外國戰略投資者可購買 A 股（但必須是全流通股票）。

圖 1 與圖 2 分別描繪自 1991 年至 2010 年 A 股（見粗體實線）、B 股（見細體實線）與 H 股（見虛線部分）的年平均成交量與年平均成交值趨勢。這二張圖可以讓我們鳥瞰中國開放外資投資 A 股對其股票市場的影響。首先，2001 年開放許境內居民購買 B 股，造成

圖 1：1991-2010 年 A/B/H 股年平均成交值

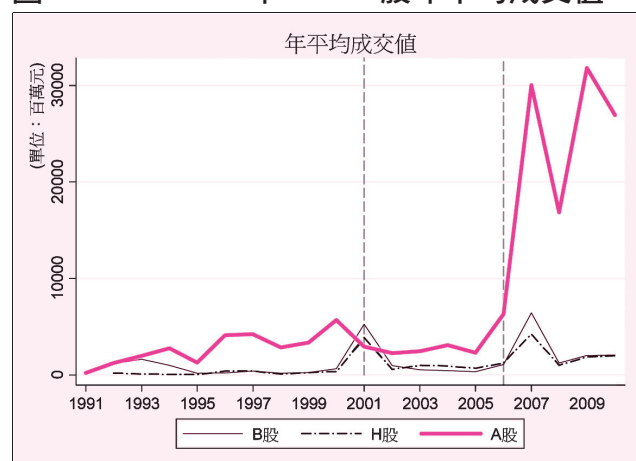
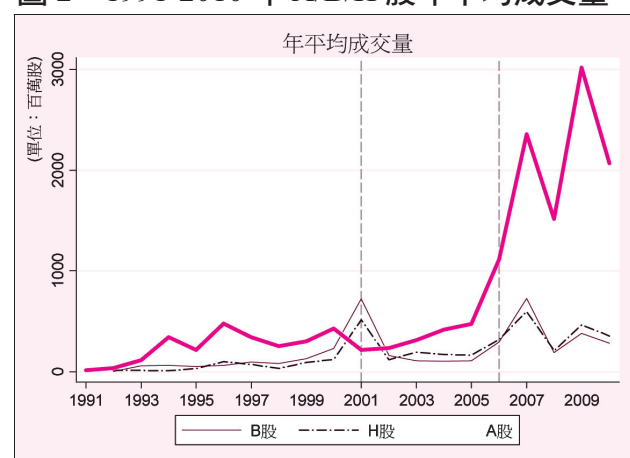


圖 2：1991-2010 年 A/B/H 股年平均成交量



B 股成交量與成交值的提高，A 股成交量與成交值的降低。2006 年的開放外資投資 A 股，則明顯提高 A 股的成交量與成交值。然而值得一提的是，由於外資所購買的 A 股必須是全流通股票，因此 2005 年的股權分置改革對 A 股的成交量與成交值皆有非常關鍵的影響。

參考文獻

1. 中國國家統計局主編，鄭京平總編，2002，中國統計年鑒，中國統計出版社：北京。
2. 田利輝，2005，國有股權對上市公司績效影響的 U 型曲線和政府股東兩手論，經濟研究，2005 年第 10 期：48-58。
3. 李茂鑫，2001，中國大陸國有企業制度改革之研究，國立臺灣師範大學三民主義研究所未出版博士論文。
4. 杜亞軍、周亞平，2004，論股權結構與公司績效的關係：對中國部分上市公司的實證研究，管理科學，第 17 卷第 2 期：52-58。
5. 汪海波，2005，中國國有企業改革的實踐進程（1979-2003 年），中國經濟史研究，2005 年第 3 期：103-112。
6. 林毅夫、李志贊，2003，中國的國有企業與金融體制改革，北京大學中國經濟研究中心內部討論稿（香港金融管理局委託課題），No. C2003027。
7. 林毅夫、蔡昉、李周，2000，中國經濟改革與發展，聯經出版公司：臺北。
8. 郭華平、張磊，2008，包裝上市隧道挖掘一大股東掏空上市公司典型案例剖析，財務與會計，2008 年第 4 期：43-45。

9. 陳小紅，2001，中國大陸國企改革城鎮下崗職工的再就業與社會保障體系間關係的社會學考察，計畫編號：NSC 89-2412-H-004-028。
10. 黃速建，2008，國有企業改革的實踐演進與經驗分析，經濟與管理研究，2008 年第 10 期：19-31。
11. 劉勺佳、孫霏、劉乃全，2003，終極產權論、股權結構及公司績效，經濟研究，2003 年第 4 期：51-62。
12. 潘石、年志遠、胡嶽斌，2011，加入 WTO 後國企改革：新思路、新理論、新對策，經濟科學出版社：北京。
13. 韓志國、樊綱、劉偉、李揚主編，1998，中國改革與發展的制度效應，經濟科學出版社：北京。
14. 羅仲偉，2009，新中國企業規模演變的歷史軌跡，學習與探索，2009 年第 5 期：20-29。
15. Aharony J., J. Wang, and H. Yuan. 2010. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (1): 1-26.
16. Aharony, J., C.-W. J. Lee, and T. J. Wong. 2000. Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research* 38 (1): 103-126.
17. Alchian, A., 1965. Some economics of property rights. *Il Politico* 30, 816 – 829. (Originally published in 1961 by the Rand Corporation). Reprinted in Alchian, A., *Economic Forces at Work*. Liberty Press, Indianapolis, IN.
18. Bai, C.E., D. D. Li, Z. Tao and Y. Wang. 2000. A multitask theory of state enterprise reform. *Journal of Comparative Economics* 28 (4): 716-738.
19. Chen, H. J. Z. Chen, G. J. Lobo., and Y. Wang. 2010. Association between borrower and lender state ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 48 (5): 973-1014.
20. Chung, K. H. and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23 (3): 70-74.
21. Clarke, D. C. 2003. Corporate governance in China: An Overview. *China Economic Review* 14 (4): 494-507.
22. Connolly, R. A. and M. Hirschey. 2005. Firm size and the effect of R&D on Tobin's q. *R&D Management* 35 (2): 217-223.
23. Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. 2008. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research* 46 (5): 1085 – 1142.
24. DeAlessi, L. 1974. Managerial tenure under private and government ownership in the electric power industry. *Journal of Political Economy* 82: 645-653.
25. Demsetz, H. and B. Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7 (3): 209-233.
26. Fahlenbrach, R. and R. M. Stulz. 2009. Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics* 92 (3): 42-361.
27. Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. 2007.

- Organizational structure as a decentralization device: evidence from corporate pyramids. Working Paper..
28. Ferreira, M. A. and P. Matos. 2008. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88 (3): 499-533.
 29. Gompers, P., L. Ishii., and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107 – 55.
 30. Green, S., 2003. China's stock market: a guide to its progress, players and prospects. Economist in Association with Profile Books: London.
 31. Gunasekarage, A., K. Hess, and A. J. Hu. 2007. The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies. *Research in International Business and Finance* 21 (3): 379-395.
 32. Hess, K., A. Gunasekarage, M. Hovey. 2010. State-dominant and non-state-dominant ownership concentration and firm performance: evidence from China. *International Journal of Managerial Finance* 6 (4): 264-289.
 33. Jian M., and T. J. Wong. 2010. Propping through related party transactions. review of *Accounting Studies* 15 (1): 70-105.
 34. Jiang, G., Charles M. C. Lee, and H. Yue. 2010. Tunneling through intercorporate loans: the China experience. *Journal of Financial Economics* 98 (1):1-20.
 35. Klein, P., D. Shapiro, and J. Young. 2005. Corporate governance, family ownership and firm value. *Corporate Governance* 13 (6): 769-784.
 36. Lee, Jenny J. and Z. Zhang. 2011. Ownership structure, corporate governance and firm value: evidence from Chinese listed companies (December 16, 2010). Finance and Corporate Governance Conference 2011 Paper.
 37. Liu, G. S. and P. Sun. 2005. The class of shareholdings and its impacts on corporate performance: a case of state shareholding composition in Chinese public corporations. *Corporate Governance: An International Review* 13 (1): 46 – 59.
 38. Liu, Q., and Z. J. Lu. 2007. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: a tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance* 13 (5): 881-906.
 39. Shleifer, A., 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives* 12 (4): 133-150.
 40. Silva, F. and N. Majluf. 2008. Does family ownership shape performance outcomes? *Journal of Business Research* 61 (6): 609-614.
 41. Sun, Q. and W. H .S. Tong. 2003. China share issue privatization: the extent of its success. *Journal of Financial Economic* 70 (2): 183-222.
 42. Sun, Q., W. H. S. Tong, and J. Tong. 2002. How does government ownership affect firm performance? evidence from china's privatization experience. *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (1-2): 1-27.

43. Tian, L., and S. Estrin. 2008. Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics* 36 (1): 74-89.
44. Wu, W., C. Wu, C. Zhou, and J. Wu. 2011. Political connections, tax benefits and firm performance: evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* (forthcoming).
45. Xu, X. and Y. Wang. 1999. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review* 10 (1): 75-98.
46. Zhang, A., Y. Zhang, and R. Zhao. 2001. Impact of ownership and competition on the productivity of Chinese enterprises. *Journal of Comparative Economics* 29 (2): 327-346.
41. Sun, Q. and W. H. S. Tong. 2003. China share issue privatization: the extent of its success. *Journal of Financial Economics* 70 (2): 183-222.
42. Sun, Q., W. H. S. Tong, and J. Tong. 2002. How does government ownership affect firm performance? evidence from china's privatization experience. *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (1-2): 1-27.
43. Tian, L., and S. Estrin. 2008. Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics* 36 (1): 74-89.
44. Wu, W., C. Wu, C. Zhou, and J. Wu. 2011. Political connections, tax benefits and firm performance: evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* (forthcoming).
45. Xu, X. and Y. Wang. 1999. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review* 10 (1): 75-98.
46. Zhang, A., Y. Zhang, and R. Zhao. 2001. Impact of ownership and competition on the productivity of Chinese enterprises. *Journal of Comparative Economics* 29 (2): 327-346.

（接續編輯室報告第 2 頁）

本期月刊，使用民國一百年第三季財報，調整 *TCRI* 信用評等，總計評等1346家，信評調升13家，調降34家，顯示去年第三季台灣企業整體信用情況略呈惡化。實際上去年第一季即呈此種趨勢。*TCRI* 信評專題尚有「面板雙虎未來信用風險展望」及「*TCRI* 評等方法--太陽能產業特有考量因素簡介」兩篇文章。歐

債危機方面有「國家主權評等介紹」，值得細讀。在行為財務學方面，有「台灣e股民情緒與股市之相關性：跨世代比較」；中國審計專題，則推出「中國政府對國有企業管理的沿革：從放權讓利到股份制企業」；其他尚有「台商選擇在本地或香港上市之比較分析」。三篇論文均由知名學者執筆，有很高參考性。