

## 3 影响上市公司成败的宏观因素

### 3.1 上市公司产业结构

上市公司的产业结构，从微观上看，直接关系到证券市场的发展前景，从宏观上看，将影响到国民经济的健康成长。从对美国、日本、香港以及我国沪、深证券市场上市公司产业结构的分析看，我国上市公司的产业结构相当不合理。因此，借鉴国外的有效经验，改善我国上市公司的产业结构，意义极为深远。美国、日本、香港等的经验对我国沪、深证券市场的启示至少有两点：

#### 3.1.1 经济发展与产业结构变迁

一国的经济发展，除表现为量的扩张即经济增长外，也表现为结构（产业结构、消费结构、分配结构、人口结构等）的演进与优化，其中产业结构优化是最重要的因素之一。产业结构优化的意义在于，通过某些主导产业的迅速成长与发展，提高了资源配置效率，对国民经济的其它产业部门产生广泛的带动作用，从而推动整体国民经济持续增长。

传统上对产业结构的划分是以三次产业为基准的，第一产业即农业，第二产业指工业，包括采掘、制造、水电煤气、建筑、地质勘查与水利管理等行业，第三产业指服务业，包括商业贸易、交通运输、邮电通讯、金融保险、房地产、社会服务、社会福利、文教卫生等行业。克拉克、钱纳里、库兹涅兹等对产业结构的一般性研究认为，随着技术的进步与经济的发展，第一产业在国民经济中的比重将越来越小，第二和第三产业的比重趋于上升，最终形成“三、二、一”的产业分布。

三次产业的演进是经济发展、分工深化的结果，其中需求的变化与技术进步是影响产业结构演进的重要原因，三次产业结构变化的历史充分说明了这一点。但是，科学技术的进一步发展，又使得传统的三次产业划分已不能完全概括现实经济出现的变化。

从技术进步与生产力发展的角度看，经济发展的推动力已从主要是对劳力资源和自然资源的利用，发展到了主要是对智力资源的利用。在知识经济时代，科学技术是第一生产力，各次产业中高科技的含量越来越大。传统的三次产业概念已难以界定大批高新技术产业，如某些生命科学技术产业属于原第一产业的范畴，但又和传统农业有本质的不同；许多信息科学技术属于第二、第三产业的结

合，但又和原来的工业迥然有异。因此，有人提出，应把高科技产业单列出来。

高科技产业的依托是高新技术，按照联合国组织的分类，高科技包括信息科学技术、生命科学技术、新能源与可再生能源科学技术、新材料科学技术、空间科学技术、海洋科学技术、有益于环境的高新技术和管理科学技术。根据我国国家科委 1991 年的划分，属于高科技产业的包括：微电子和电子信息技术；空间科学和航空航天技术；光电子和光机电一体化技术；生命科学和生物工程技术；材料科学和新材料技术；能源科学和新能源高效节能技术；生态科学和环境保护技术；医药科学和生物医学工程技术；地球科学和海洋工程技术；精细化工等传统产业新工艺新技术；基本物质科学与辐射技术。

近二十年来，高科技产业在国民经济中的比重日渐增加。据统计，1996 年美国高科技产业创造的增加值占美国 GDP 增加值的 1/3，1997 年美国信息技术产业在美国 GDP 中的比重已超过 10%，美国以信息技术为主的知识密集型服务出口总值已接近其商品出口总值的 40%，OECD 主要成员国 GDP 的近 50%来自以知识和高科技为基础的产业。

### 3.1.2 美、日、香港证券市场上市公司产业结构分析

#### (1) 上市公司产业结构与整体经济产业结构高度一致

纵观美、日、港等世界主要证券市场，不难发现上市公司产业结构与整体经济的产业结构高度一致。

##### ① 美国

美国是当今世界上市场经济最发达的国家，已成功地实现产业结构高度化，成为以高科技产业和服务产业为主导的经济。在 1988—97 年 10 年中，服务业占美国 GDP 的比重达 61.62%，其中金融房地产业为 18.43%（见表 3-1）。

另据 OECD 和 NASDAQ 统计，如果将保健服务、保健品与药品的生产统一归为保健业，将电脑、软件、通信设备及其服务统一归为信息技术产业，那么按 1996 年各行业对 GDP 的贡献度，美国经济的主导产业是：保健业（14.0%）<sup>1</sup>、信息技术产业（10%）<sup>2</sup>。美国高科技与信息技术产业发展最为迅速，对经济增长贡献度最大：在 1994-96 年 3 年中，与住宅建筑占 14%和汽车生产仅占 4%相比，高科技行业占了全美国内生产总值增长的 27%，1996 年国内生产总值增加

---

<sup>1</sup> 数据来自 OECD Health Data 98,OECD,Paris,1998

<sup>2</sup> 数据来自 NASDAQ, December 1997

的 33% 都是由信息技术产业创造的，并且预计将以每年 30% 的速度增长。

**表 3-1 1988—1997 年美国各行业 GDP 中的比重 (%)**

<b>GDP</b>	<b>100.00</b>
<b>私有经济部门</b>	<b>86.51</b>
农业、林业和渔业	1.71
采掘业	1.58
建筑业	4.03
制造业	17.57
耐用品	9.80
其中：工业机器及设备	1.90
电子及其他电气设备	1.79
汽车及其设备	1.03
非耐用品	7.77
运输和公用事业	8.51
运输	3.14
通信	2.62
电力、煤气及卫生服务	2.76
批发业	6.65
零售业	8.82
金融保险及房地产	18.43
其中：房地产	11.64
服务业	19.21
其中：保健服务	5.66
统计误差	-0.01
<b>政府部门</b>	<b>13.49</b>

资料来源：根据美国 Bureau of Economic Analysis 数据整理。

美国证券市场上市公司的产业结构充分体现了美国整体经济的产业结构。以标准·普尔 500 家公司（表 3-2）、纽约证券交易所（表 3-3）和 NASDAQ（表 3-4）为例。标准·普尔 500 家公司是清一色的蓝筹股，这 500 家上市公司占美国股票市值的 75%。在 1999 年标准·普尔 500 家的行业分布中，市值最大的五

个行业分别为：电信(13.5%)，金融(9.3%)、大型集团(8.8%)、办公设备和电脑(8.7%)、保健(8.2%)。

表 3-2 标准·普尔 500 家公司行业分布（2000 年）

行 业	公司家数	平均市值 (百万美元)	总市值 (百万美元)	比重 (%)
保健	41	38553	1580673	14.98
办公室设备与电脑	45	32955.6	1483002	14.06
非银行金融	47	25347.8	1191346.6	11.29
燃料	26	27680.3	719687.8	6.82
银行	28	24821.1	694990.8	6.59
电气与电子	41	15345	629145	5.96
消费品	25	24188	604700	5.73
零售业	24	22440.3	538567.2	5.11
大型集团	6	85956.5	515739	4.89
电信	19	24612.1	467629.9	4.43
公用事业	37	9027.9	334032.3	3.17
制造	25	12310.2	307755	2.92
食品	19	13322.8	253133.2	2.40
印刷与广播	12	17367.5	208410	1.98
休闲	16	12993.3	207892.8	1.97
服务业	18	9980.8	179654.4	1.70
航空与国防	7	20241.1	141687.7	1.34
汽车	10	10895.1	108951	1.03
化学	9	11178.6	100607.4	0.95
纸张与林业产品	8	10493.7	83949.6	0.80
交通	10	8117.3	81173	0.77
金属与采矿	13	5386	70018	0.66
房产	7	4588.9	32122.3	0.30
集装箱与包装	7	2038.9	14272.3	0.14
合计	500		10549140.3	100.00

资料来源：根据 Business Week， 2001 年春季特刊

纽约证交所在美国是上市标准较严格的市場，上市公司多是老牌公司，相对而言涉及的公司行业比较广泛。但金融类、保健类和信息技术类公司亦占相当比重。根据纽约证券交易所出版的公开资料 The Exchange 提供的數據，早在 1996 年，近 2800 家纽约证券交易所上市公司中，就有 192 家业务涉及计算机、数据处理、通讯和电子等高科技公司，市場价值达到了 8640 亿美元，占当时纽约证券交易所总市值 65000 亿美元的 13.3%。在 1998 年底，金融、地产类上市公司市值占纽约证交所总市值的 19.32%。在 1998 年底纽约证交所市值前 50 名上市公司（这 50 家上市公司市值占总市值的比重为 45.41%）中，药品保健(22.48%)、金融(16.13%)、计算机(10.40%)和电信(10.38%)为市值最大的四个行业。

表 3-3 纽约证交所市值前 50 名上市公司行业分布（2000 年底）

行业	数量	总市值(百万美元)	市值比重(%)
药品	9	1250546	21.17
金融	11	1231669	20.85
石油	6	643097	10.89
通信	6	535043	9.06
餐饮食品	4	470145	7.96
计算机	3	359745	6.09
商业	2	351028	5.94
化工	3	205123	3.47
电子	1	77806	1.32
航空	1	66762	1.13
其它	4	715689	0.12
合计	50	5906653	100.00

资料来源：根据 *NYSE Factbook, 2000* 的数据整理。

纳斯达克证券市场是支持创新的证券市场，其产业结构也体现了美国的主导经济概念：1996 年底，其计算机类公司市值占其总市值的 35%，金融类占 15%，工业类占 37%。1998 年底，在纳斯达克市值最大 10 家公司（这 10 家公司占纳斯达克市場总市值的 40.96%）中，7 家计算机公司占有 82.69% 的比重，占纳斯达克市場总市值的比重为 33.87%。

表 3-4 纳斯达克市场上市公司市值行业分布（2000 年 7 月）

分 类	市值（10亿美元）	市值比重（%）
计算机及数据处理服务	759.00	26.96
电子部件	538.60	19.13
制药	243.10	8.64
商业银行与银行控股公司	168.70	6.00
计算机制造	167.70	5.96
外国证券	126.60	4.50
通信设备	124.20	4.41
电信	122.10	4.34
商业服务	84.40	3.00
零售贸易	70.20	2.49
机械	67.00	2.38
运输	42.30	1.50
储蓄和信贷	41.50	1.47
仪器	36.80	1.31
医疗设备及供给	32.50	1.15
电子设备	29.30	1.04
批发贸易	25.80	0.92
健康服务	22.70	0.81
服装	21.20	0.75
财产保险/意外保险	18.30	0.65
宾馆	17.70	0.63
初级产品制造	11.00	0.39
旅游与娱乐	10.20	0.36
石油与天然气	8.40	0.30
食品	8.20	0.29
印刷出版	5.50	0.20
电、气与洁具	4.60	0.16
人寿保险	4.20	0.15
建筑	3.20	0.11

金银	0.10	0.003
合计	2,815.00	100.00

资料来源：Nasdaq 网站。

## ② 香港

香港经济是服务型经济，在 1997 年 GDP 中，农业与渔业占 0.1%，工业占 14.7%，服务业占 85.2%。服务业中又以金融、地产和公用事业为主，其中金融、保险、地产及商用服务业占 26.5%。香港的这一经济结构直接影响着香港证券市场上市公司的产业构成，它使得港股中制造业类股票数量和市值较小，服务业类（特别是金融、地产和公用事业类）股票数量和市值比重很高。

1998 年底香港证券市场上市公司市值分布中，金融类上市公司总市值的比重为 29.58%，其次为地产、综合和公用事业类公司，占总市值的比重分别为 21.14%、19.84%和 19.83%。

表3-5 香港交易所上市公司市值行业分布（2000年底）

行业	市值	市值比重 (%)
综合企业	1968447	41.05
金融	1441086	30.05
地产	698378.4	14.56
工业	333848.2	6.96
公用事业	290000.4	6.05
酒店	34619.77	0.72
其它	28770.44	0.60
合计	4795150	100

资料来源：香港交易所网站。

## ③ 日本

在 1994—96 年日本 GDP 中，农业的贡献度仅 1.98%，工业制造业为 35.29%，服务业为 62.73%。日本的主导产业包括家用电器，交通器械（汽车、造船）、金融业、批发零售商业等，但在迅速成长的计算机、软件和半导体领域，不占优势。相应地，东京证券交易所上市公司也体现了上述产业结构，在 1997 年东京证交所上市公司中，银行、电器和交通设备为市值最大的三大行业，其比重分别为

15.46%、14.89%、10.80%。

## (2) 吸收优势产业，形成良性互动

企业兴则国家强，企业衰则国家弱。上市公司产业结构优化的积极意义就在于：通过吸收优势产业企业，依托证券市场，培育发展前景广阔、具有国际竞争力的企业或企业集团，进而带动该产业及整体国民经济的迅速发展，实现产业结构的合理化和高度化，提高资源配置效率和社会经济运行质量，增强国民经济的综合竞争力，推动国民经济可持续发展。另一方面，证券市场也因具有活力的主导产业加盟，生气蓬勃，增长空间得以拓展，形成实体经济与证券市场的良性互动。

以美国为例，美国证券市场对其主导产业的发展起到了巨大的推动作用。在美国新兴产业——高科技产业的兴起过程中，证券市场（尤其是纳斯达克证券市场）不仅为高科技投资的风险投资家提供了退出机制，还为以后高科技企业的壮大提供了肥沃的土壤。1997年，美国高科技的发源地——硅谷，每5天就产生一家上市公司。1996年，纳斯达克证券市场上市公司二次发行的筹资额大于首次发行筹资额，1997年其前十名市值最大的上市公司几乎都是信息技术类公司。

另一方面，美国证券市场通过吸收高科技行业、金融业以及保健业等主导产业的公司，自身结构得以优化，市场活力倍增。正是一大批高速增长的高科技公司使纳斯达克证券市场迅速崛起；正是这些具有国民经济主导概念的上市公司成为美国证券市场的“领头羊”，如英特尔、微软、戴尔，等等，它们成长前景好，盈利增长快，带动了整个证券市场健康上扬。

### 3.1.3 我国沪、深证券市场上市公司产业结构分析

与美、日、港等证券市场相比，我国沪、深证券市场上市公司的产业结构很不合理。在我国2000年GDP构成中，第一产业的比重为15.9%，第二产业中工业为44.3%，建筑业为6.6%，第三产业为33.2%，其中交通运输仓储、邮电通信业为5.5%，商贸餐饮为8.2%。

根据我国沪、深两市上市公司2000年末数据，我国证券市场上市公司的产业结构分布如下（见表3-6）：

表 3-6 2000 年末我国上市公司产业结构

行业分类	数目(%)	主营业务利润(%)	总资产(%)	市值(%)
------	-------	-----------	--------	-------

采掘业	1.2%	24.24%	14.60%	1.82%
传播与文化产业	0.9%	0.32%	0.39%	0.85%
电力、煤气及水的生产供应	3.8%	3.70%	4.23%	6.20%
电子	2.1%	2.39%	2.13%	3.00%
房地产	3.1%	1.96%	2.79%	3.91%
纺织、服装、皮毛	5.2%	2.87%	2.69%	3.58%
机械设备仪表	15.1%	10.26%	10.40%	13.01%
建筑业	1.5%	1.08%	1.57%	1.60%
交通运输、仓储业	3.8%	3.83%	5.44%	4.75%
金融、保险业	0.63%	0.96%	11.15%	2.10%
金属、非金属	9.4%	12.70%	10.85%	10.21%
木材家具	0.27%	0.11%	0.10%	0.29%
农、林、牧、渔业	2.8%	1.19%	1.25%	1.81%
批发和零售贸易	9.0%	5.25%	4.81%	6.41%
其它制造业	1.4%	0.55%	0.75%	1.29%
社会服务业	3.3%	1.94%	2.06%	4.03%
生物医药制品	5.4%	5.79%	3.06%	4.07%
石油化学塑胶塑料	10.9%	7.89%	8.76%	10.46%
食品、饮料	5.1%	4.35%	3.11%	4.87%
信息技术业	5.6%	4.90%	4.30%	7.53%
造纸印刷	2.0%	0.93%	1.25%	1.43%
综合类	7.5%	2.81%	4.30%	6.77%

上表数据表明，从上市公司数量的角度来看，具有高收益、高成长性的行业以及较稳定的行业（如金融、信息、保健等）上市公司比重较小；而风险相对较高的行业（如机械设备仪表、化工、商业贸易、纺织服装、金属制造、社会服务等）上市公司比重较大。

从总资产的角度看，采掘业、金融保险、金属非金属、机械设备仪表、石油化学塑胶塑料为最大的五个行业。从主营业务利润指标看，最大的三个行业分别是采掘业、金属非金属、机械设备仪表、石油化学塑胶塑料、生物医药制品。从市值指标看，最大的三个行业分别是机械设备仪表、石油化学塑胶塑料和金属非金属行业。从各项指标看，金融、通信、医药等行业的比重均很低。

从以上分析可以看出，我国沪、深市场上市公司产业结构未能反映我国正在发展的新兴产业（如银行证券保险、医疗保健、电信、计算机等），与我国“基础产业先行，新兴产业扶持，出口产业发展”的产业政策不符，证券市场与实体经济（尤其是与整体经济产业结构的发展趋势）一定程度上相脱节，从而未能充分发挥证券市场引导整体经济结构优化与实现经济健康发展的应有作用。

我们前文对成功和失败的上市公司的统计分析表明，成功的上市公司多产生在科技含量高、竞争对手少、进入壁垒较高的行业，如电子、金融保险业、采掘业等。在我们的统计中，有5个行业没有失败公司，只有成功公司，这5个行业分别是金融保险业、采掘业、电力煤气及水的生产供应、建筑业和造纸印刷业。而失败公司大多产生在科技含量低、竞争激烈、进入壁垒低的行业，比如房地产、批发和零售贸易、农林牧渔业等。在我们的统计分析中，有4个行业（房地产、批发和零售贸易、农林牧渔业和其它制造业）只有失败公司，没有成功公司。

### 3.1.4 小结

从以上对美国、日本、香港以及我国沪、深证券市场上市公司产业结构的分析看，我国上市公司的产业结构相当不合理，这是造成我国上市公司整体业绩不佳的重要原因之一。因此，借鉴国外的有效经验，改善我国上市公司的产业结构，意义极为深远。

美国、日本、香港等的经验对我国沪、深证券市场的启示至少有两点：

第一点启示：上市公司产业结构要与整体经济产业结构保持一致，不仅要保持静态的一致，更重要的是保持动态的一致，即上市公司的产业结构应与整体经济产业结构的发展趋势相一致。这是我国证券市场上市公司产业结构的基本目标，也是与美国、日本、香港等证券市场的历史经验相符合的。

第二点启示：要实现上市公司与整体经济产业结构一致，既要重视市场对资源配置的基础性作用，也要积极加强政府的引导。这是实现两者一致的目标的根本手段。

从美国、日本、香港的经验看，实现整体经济产业结构与上市公司产业结构一致的手段主要有两个：一是通过市场自发形成，如在以美国为代表的自由市场经济中，上市公司和整体经济的产业结构的一致性自然形成的，是市场的自发结果；二是通过政府引导形成，如在日本等政府主导型市场经济中，整体经济产业结构的形成是与政府的产业政策分不开的，进而再影响到上市公司的产业结构。

我国在从计划经济向社会主义市场经济的转轨过程中，原有的产业结构很不合理，因此，政府产业政策和政府的积极引导对我国产业结构的高度化，就显得更为必要。在这种情况下，要实现整体经济产业结构与上市公司产业结构的动态一致，除应重视市场对资源配置的基础性作用外，更重要的是积极加强政府的引导作用。这一点我们在后文中将展开论述。

### 3.2 政府干预与政府退出

市场经济在中国的发展不是一个自然演进的过程，而是依靠改革措施逐步推进的进程，这种推进是在计划体制下起步的，从一开始它就不可避免地带着某种计划经济的色彩，这不仅表现为政府调控经济的措施与手段具有很强的行政性特征，而且从经济思想层面上体现为还没有完全摆脱对行政控制路径的依赖，没有准确地确定政府在市场经济发展中的角色定位，经常出现社会管理者与市场经营者之间的角色混淆，并进而造成行政控制与市场操作之间的错位。政府的这种角色与功能方面的不清晰通过其在国有企业中的大股东地位也对企业造成非常不利的影响，形成政企不分、政府干预严重、企业经营机制向现代企业制度的转变缓慢、企业法人治理结构很不完善等弊端。政府与企业之间暴露的这些问题在上市公司中同样存在，而且与证券市场自身的问题交织在一起，表现得更为突出。

尽管，中国证券市场经过 10 多年的建设取得了快速的发展，但还没有实现完全的市场化，最明显的表现就是政府在对证券市场的管理中还经常出现一些与市场经济要求不和谐的现象，例如，“越位”——政府超越社会管理者的功能范围而直接参与到企业的经营决策中；“缺位”——政府作为国有资产所有者的地位没有人格化，造成实际运作中国有企业经营控制权的不明晰；“错位”——政府在发挥社会管理者的作用时以行政控制代替正常的市场调节等。因此，政府干预在证券市场中仍是一种比较普遍的情况。

#### 3.2.1 政府干预上市公司的制度背景

中国证券市场发展的主要背景是渐进式的经济体制转轨，其实质是一场复杂的制度演变与变迁，而证券市场作为一种制度安排，本身就是这场制度变迁中的一部分，从制度建设的角度来认识政府干预对上市公司的影响，以及由此产生的弊端与问题，可以认为是制度安排存在缺陷、制度建设尚不完善的结果。

制度变迁主要是通过改变市场主体行为，来使市场运行的结果和功能达到预期目标的过程。中国的经济转轨是从计划经济体制解体开始的，这也就是说，计

划经济是中国市场经济制度建设的初始条件，也是中国证券市场变迁的逻辑起点。中国的改革过程与前苏联和东欧所实施的激进式“休克疗法”不同，是一个渐进的过程，其实质是在旧体制改革因代价过于高昂而出现阻滞时，转而大力培育和发展新的经济成份，以期在整个经济体制结构和各方面配套条件发生有利于改革的变化后，再继续深化暂停的对旧体制的改革。这种类似于“农村包围城市”的由体制外向体制内推进的改革战略，决定了计划经济体制必然还会在相当长的一段时间内与市场因素同时并存。同样，以此为背景的中国证券市场的制度变迁也不可能由筹资市场直接飞跃到投资市场的制度安排上，而只能在一段时间内经历一个筹资与投资功能并存的制度安排。

西方发达国家的证券市场经过了一个长期的发展与完善的过程，其总体制度框架与市场规则已经相对完善，市场主体的行为也已高度稳定和理性，市场基本职能十分明确，就是资源优化配置的场所和投资者的投资场所。相比较而言，中国证券市场的情况则有很大的不同。与大多数发展中国家一样，由于经济起飞导致资本极度稀缺，中国在发展证券市场时也一直根据特定时期的需要强调它是一个筹集资金的市场，而且更为特殊的是，这一市场还承担着为国有企业改革与脱困服务的特别任务。为了顺利实现证券市场为国有企业筹资服务的功能，政府对金融资源进行行政分割，对上市公司的市场准入实行了严格的审批，这些都带有鲜明的计划经济体制特征。而以筹集资金为目标的市场定位必然使上市公司忽视对经营机制的改革，忽视现代企业制度的建立，这不但不会把国有上市公司带出困境，反而会因市场运作机制的扭曲而最终损害这些企业的再融资能力。而且，还造成中国证券市场缺乏成熟市场经济条件下的基础性制度安排，如民商法和契约观念等。

在公司治理结构安排中，股权结构是起决定性作用的基础因素，它决定了股东结构和股东大会，并进而决定了董事会、监事会和经理人员。只有股权结构合理，才可能形成完善的公司治理结构，从而对取得良好的业绩形成保证。目前，在中国的上市公司中，股权结构仍不合理，这是造成上市公司出现各种非规范现象，政府干预存在需要和可能的重要原因。

股权结构的不合理，首先表现为股权集中度过大。我国的上市公司大多经由大中型国有企业改制而成，由其作为主发起人，通过剥离原企业的优良资产投入拟上市公司，再象征性联合四、五家企业和单位作为共同发起人。发起设立上市公司后，必然使股权高度集中于控股股东（一般是国有资产的所有者或代理人），形成“一股独大”的局面，而难以构筑起必要的制衡机制。第二个不合理之处是流通股比例过低。正常情况下，股票在市场流通所表现的股价是对上市公司经营

管理水平的直接反映，流通股比例越高，通过证券市场监管上市公司经营情况的力度就越强。若公司业绩不佳，投资者就会抛售股票引起股票下跌，从而为收购者创造出收购机会，而一旦收购成功，被收购公司的原有经营管理者将处于十分不利的境地。因此，提升企业经营管理水平与经营业绩，防止公司被恶意收购，就成为上市公司经营者恪尽职守、勤勉尽责的外在压力与约束。但是我国证券市场的总股本中只有 30%左右的股份可以流通，上述市场压力传导机制对经营管理者的作用非常有限。最后一个不合理之处则表现为国有股特别是国家股比例偏高，国有股有效持有主体缺位问题始终没有得到妥善解决，导致内部人控制现象严重，难以形成有效的法人治理结构。在市场经济中，理应是谁最有积极性，最有能力控制企业，谁最适宜作股东，但国有股尤其是国家股由于体制上的欠缺却在这方面存在先天的不足。

股权结构安排的不合理，是产生严重的内部人控制的重要原因。何峻将“内部董事人数/董事会成员总数”定义为“内部人控制度”，并以 1996 年底 530 家上市公司为样本，对公司董事会进行了研究。研究表明，在样本上市公司中，董事会成员中 100%为内部董事会的公司占有有效样本总数的 22.1%；50%以上为内部董事的公司占 78.2%；董事长和总理由一人兼任的公司有 253 家，占样本总数的 47.7%。由此看见，上市公司董事会在很大程度上掌握在内部人手中，股票市场在正常情况下通过外部接管、签订以股票价格为基础的管理合同以及股东“用手投票”直接干预等方式转变上市公司经营机制的功能无法充分发挥，市场对上市公司的监控难以实现，公司经营信息在投机盛行的情况下无法融合到股票价格中。其结果必然是，使融资功能成为股票市场的主要功能，上市公司借助股票市场所实现的目的仅是获得资金。

国有资本的直接控制者是各级地方政府和中央政府部门，这些部门作为行政机构，拥有制定市场规则、监管市场的权力，同时作为经营主体又参与着市场竞争，扮演着一种典型的市场参与者、规则制定者和市场监督者三位一体的角色，在竞争中与个体规模小、彼此联系松散、缺乏有力第三方公证机制的民间资本相比无疑处于优势地位，使得后者无法与其在资本市场上抗争，难以形成互相促进、相互制衡的良性竞争格局。

由于我国在特定历史条件下，按照股东的所有制性质将企业的股份划分为国家股、法人股、流通股、内部职工股、外资股等，使得上市公司的股份结构被人为地复杂化，造成上市公司不同股份的同股不同价、同股不同权，国家股与法人股的流动性很差，变现能力很低，导致国家股和法人股处于一种僵化的状态，难以在流动中实现增值。一方面不可流通股股东无法享有流通股股东所拥有的股票

流通的权利，另一方面，却必须承担一样的股东义务，权利与义务的不对等不利于产业结构的调整和企业产权结构的改善，使国家股比重过高的上市公司难以顺利减持国有股，无法形成对市场的评价机制和市场化的兼并收购机制。

经过 10 年多的发展，中国证券市场还滋生出一个建立在筹资市场基础之上的既得利益群体。这一群体的利益获得就在于利用制度缺陷投机牟利，因此，他们便成为中国证券市场向市场化方向深化改革的阻碍力量。在这种条件下，很难期望单纯依靠市场力量来加速中国证券市场的改革进程，那么，以政府引进成熟市场经济国家的制度为特征的供给主导型制度变迁就成为一种需要。这种非自然演化的制度变迁与中国宏观经济环境、法规政策的剧烈而频繁的变动相结合，增加了证券市场的不确定性因素，使市场主体难以准确把握和预测长期利益，所以，短期行为成为较为普遍的倾向。而为了解决诸如国有企业解困等紧迫的政治、经济任务，政府也不得不将短期利益置于长期利益之上。在为国有企业筹集资金的初始制度安排下，政府或在证券二级市场繁荣时增加新股发行速度，加速从市场上抽取本不充裕的资金；或在市场投机过度时急速出台打压市场的政策措施，造成市场的震荡，并有损于市场的长期稳定。

在政府干预的背景下，以筹集资金作为证券市场的首要目标，必然造成市场主体（包括政府）对上市公司获取市场资金能力的重视程度超过对上市公司质量的重视。在发行制度计划特征明显的条件下，这种对上市公司扭曲的重视被进一步强化，造成上市公司（尤其是其大股东）本身以短期资金的获取来牺牲企业的长期发展，甚至采取伪造公文、虚构报表、弄虚作假等违法违规方式，损害上市公司自身及整个资本市场的信用；而投资者在对上市公司投资收益远低于二级市场资本利得的情况下，也放弃对上市公司质量的重视转而关注所谓的市场消息、公司题材等非实质性内容。

按照《证券法》的有关规定，证券自律组织由符合条件的证券经营机构及其中介机构组成，通过对自身会员的自我约束、相互监督，起到对政府监管的补充作用。但是，目前的中国证券业协会和地方证券业协会大多属于官办机构，机构负责人也多是由政府机构负责人兼任，使该组织呈现政府化特征，独立的职能作用无从发挥，难以对证券市场实行及时的和强有力的监督与管理，也无法约束政府干预的扩张。

### 3.2.2 政府干预的表现

不可否认，政府对资本市场的认可、组织和有意识的运用，对推动中国股票

市场发展的早期起到了重要的作用；但正是因为这种重要性，也导致了问题的另一面，即中国股票市场在大部分情况下都是政府行为作用的结果，体现了在政府意志下所要求发挥的功能和作用，并由此形成以实现政府意志为特征、强而有力的干预股票市场的行政体系。政府不仅管理市场运作的各个环节和各种市场主体，还控制着上市规模、上市节奏和上市资源的分配，并掌握着对上市公司发行价格、配股行为、收购兼并和大规模资产重组的最后审批权。因此，股票市场的资金流向和资源配置完全是政府意志的产物，而不是企业和投资者选择的结果。

### **(1) 政府对上市公司市场准入的干预**

在《证券法》颁布前的很长一段时间里，中国证券市场上的股票发行方式，主要采用的是政府干预下的以上市额度为控制指标的审批制。该制度是由证监会会同国家计委根据市场情况制定年度或跨年度发行额度，并下达各省、自治区、直辖市、计划单列市及中央直属企业主管部门，并实行两级审批方式，即省、市政府初审，证监会复审。在资本市场发展初期，这种发行方式为企业融资及资本市场规模的扩大起到了非常重要的作用；但是，随着资本市场的不断发展、市场规范化要求的日趋强烈以及股票发行矛盾的日益突出，这种行政色彩十分明显的发行制度逐渐暴露出一系列的弊端。

由于对股票发行实行额度限制，上市指标成为稀缺“产品”，这使得拟上市公司向地方政府及主管部门争取额度，地方政府和主管部门向国家证券管理部门争取额度的行为愈演愈烈，企业为了上市不惜采取任何手段，甚至是虚假包装和行贿，因此，政府和企业的短期行为盛行，公司长期质量的提升反而得不到应有的重视。股票发行的供不应求不但导致行政设租现象十分严重，并由此滋生腐败，“康赛案”等案例的黑名单中涉及相当数量的各级政府官员和准政府官员，已对此做了充分的注解；而且，由于上市资格成为稀缺品，一方面在一、二级市场之间形成不合理的价差，另一方面也促使地方政府采取各种措施竭力保留壳资源，造成在二级市场上收购壳资源的成本不断攀升。结果是，既破坏了市场对上市公司的优胜劣汰，阻碍了企业购并的正常进行，更扭曲了健康的市场运行秩序。从而形成政府有关部门或官员设租、寻租，上市企业只重如何通过审批而忽视内在质量提高的不利局面。

尽管，从地方角度看，某些地方政府积极挑选和推荐本地企业上市的态度是积极的，愿望是良好的，其目的也是为了促进本地经济的发展；但问题是，这种政府过深介入对上市公司的挑选程序，甚至是包办一切的做法是与市场经济的原

则相违背的，而且在实践中也往往与政府的初衷形成巨大的偏差。因为，政府挑选所采用的是一整套行政机制，而用行政机制来挑选上市企业，其核心是运用行政关系来推荐，在缺乏制衡机制的情况下，这很可能成为地方政府部门寻租的途径，甚至给某些个人提供腐败的机会，而这种凭借行政关系得到推荐或作为政府部门及官员寻租结果取得上市资格的企业，也往往是质量不高的企业。正是由于我国股票发行制度存在制度性缺陷，带有很强的计划色彩，而且额度分配中既要考虑各地经济发展状况，又要顾及地区平衡甚至是领导人的政绩等非经济性因素，使得一些不符合上市条件、素质很差的企业，甚至是长期经营业绩不佳或长期亏损的企业，可以或通过权力干预的默许与支持，或通过虚假包装，或通过做假帐取得发行额度和上市资格。而且，在股票发行依靠行政分配和审批的条件下，企业上市有时还成为地方政府带有“扶贫”和照顾性质的选择，这样的上市公司质量可想而知。

政府干预下证券市场以筹集资金为目的的不当定位，导致上市公司发生功能错位，企业争取上市的目的不是为了优化资源配置和进行产业结构调整，而是单纯为了筹集资金。这样，在缺乏市场约束力的情况下，许多企业在上市后只是把股票市场当作“提款机”，而没有通过资本市场上的运作来解决企业亟待解决的问题，如转换经营机制、建立良好的法人治理结构，反而使企业因缺乏有效的股东制衡机制和合理的股权结构而出现质量滑坡，许多上市公司在上市不久即告业绩下降甚至亏损。

在我国 A 股市场，股票发行主要采用议价发行方式，由股票发行公司和承销商议定承销价格。但事实上，这一议价方式在目前还不是发行公司与承销商之间的自主行为，而是在证监会的行政干预下进行的，股票发行价格计算公式中（股票发行价格=每股税后利润×市盈率）市盈率的确定必须报证监会核准后方可生效。由于证监会长期以来把市盈率控制在远低于同期二级市场平均市盈率的水平上，一般在 14-15 倍之间，使得新股发行的一、二级市场之间存在着巨额租金，并诱使券商、上市公司和地方政府共同寻租，忽视对股票发行风险、上市公司经营业绩与质量、社会资源配置效率与效果的衡量与重视，使股票发行被获取资金的目标所左右。

以监管部门审批证券发行为特点的发行制度，是建立在以政府干预为特点的集中型管理体制上的。我国对证券市场的多头政府管理使市场很大程度上为政府左右。自中央政府介入证券市场以来，国家计委、中国人民银行、财政部、中国证监会等部门都参与市场监管，政府权力的细分不仅降低了监管效率，而且排挤了市场主体的自律式监管，削弱了市场力量对上市公司的约束，使其功能发生错

位并与市场经济的要求发生背离。

虽然，目前根据《证券法》的有关规定，我国股票发行制度正在由审批制向核准制转变，并因此削弱了地方政府对上市企业的决定权；但是，这种转变还不彻底，政府对申请发行证券企业的实质性审查和最终决定权没有变化，变化的只是发行程序，因此，证券发行制度的计划色彩仍未得到根除，其中存在的非市场化干涉因素仍然太多，例如，在股票发行的过程中，中介机构和市场力量的作用并没有得到足够的重视；行政部门仍然利用某些“合法”手段延续着对证券发行的行政干预，一些地方部门利用《公司法》中“企业改制为股份有限公司必须经省、市、自治区政府批准”的规定，间接对拟上市企业进行控制，干扰市场化发行。所以，从减少行政干预的角度出发，股票发行核准制及有关法律仍具备进一步改革的空间。

就《公司法》现行的上市公司准入制度而言，至少存在着以下方面的明显缺陷，并由此影响到上市公司的质量。首先，股本总额不少于 5000 万元的要求，将一大批发展潜力大、市场前景好、经营机制灵活的优秀中小企业（特别是民营企业）拒之于证券市场之外；而效益一般甚至较差的大中型企业却可以通过剥离资产、虚假包装等手段取得上市资格，从而形成不应上市的企业优先上市，应该上市的企业却难以上市的不合理局面。其次，企业应否在证券市场上上市，主要应取决于企业未来的发展潜力与市场前景，这也是投资者是否投资于上市公司的主要考虑因素。因此，目前以 3 年连续盈利要求作为判别企业能否上市标准的做法并不科学，因为过去的经营业绩只是一个参考，不应取代企业的未来收益预期成为决定企业能否上市的重要因素。第三，由于存在“原国有企业改建，或者新设立的，其主要发起人为国有大中型企业的公司，盈利记录可连续计算”的规定，促使一些边缘企业或专为上市而组建的企业，利用对国有企业的优惠政策，过度包装后进入证券市场，结果造成无穷的后患，“ST 红光”、“PT 郑百文”等事件对我国证券市场的发展就产生了极其恶劣的影响。

## **(2) 政府对上市公司运行过程的干预**

根据现有数据，在我国上市企业的股份中有 2/3 是不可流通的，其中 1/2 又是国有股，这种畸形的股权结构既是我国上市公司的先天不足，也是现阶段股票市场发展中的最大难题。政府对上市公司运行进行干预的基础，正在于国有股在这些企业中所占据的控制地位。

政府不从股票市场的发展需要出发而是从某种利益或意识形态出发，是当今

我国股票市场所面临的重大缺陷，同时，它也造成政府和企业之间关系的扭曲。在上市公司信息披露尚不完全、不充分、不及时、不对称、缺乏透明度以及信息在传递过程中存在失真的情况下，政府政策对市场的影响远远超过其他市场信息对市场的影响，这一点由股票市场综合指数的拐点与政府出台重大政策在时间上表现出高度的一致性就可以得到证明，国有股减持政策停止后，沪深两市股票几乎全线涨停的事例则是最近的证据。在这种情况下，市场参与者对政府政策的关注程度也远远超过了对上市公司业绩的关注程度。但是，政府针对股票市场制定的政策又是缺乏连续性的，政府每次对市场实施的干预都是基于当时特定的需要进行的，在干预目标上呈现出游移不定的特征。政策目标的不确定，事实上起到强化市场参与者重视猜测政府行为而忽视上市公司业绩的效果，这无疑削弱了市场对上市公司行为的约束，也减弱了后者根据市场要求完善自身经营机制、提高自身经营素质的压力与动力。相比依靠提高经营业绩来提升企业股票价格的取向，上市公司更愿意将精力放在找政策、造信息、挖概念等方面，其内在的经营动力大大降低。在内无动力，外无压力，监管部门监管手段与法规建设又严重滞后的情况下，上市公司的经营管理者便只能凭着内心的“善良”来经营公司，在此基础上期盼其规范运作和提升业绩，也是不现实的。

由于我国特殊的股权安排，占上市公司大部分比例的国家股和法人股无法上市流通，外部投资者不能为达到控股的目的和改组公司管理层而通过二级市场购入公司的大量股票，使外部接管机制在股票市场上失灵，制约上市公司改善经营机制的“用手投票”制度失效。国家投资主体的虚化，国家和上市公司之间关系的合二为一，使得国家股股东对上市公司的直接监控形同虚设。弱有效市场特征下，股票价格无法反映公司的所有经营信息，甚至是企业长期经营不佳的情况也难以体现在股价中，造成投资者采用低成本的“用脚投票”退出方式来警告上市公司管理层的制约机制也同样失效。各种市场制约机制失效的结果，便是上市公司违规行为的泛滥和屡禁不止。

政府对上市公司运行进行的干预最突出地表现在企业资产重组的实施方面。在发达国家，证券市场上上市公司的重组完全是一种以市场为基础的纯企业行为，政府很少会介入到这一活动中去。政企在资产重组方面之所以可以合理分离的原因，是因为政府和上市公司之间不存在直接的财产关系。而在我国，上市公司中国有股占据控制地位的产权结构特征和资本市场以为国有企业筹集资金和“解困”为目的的定位，决定了政府必然是上市公司资产重组的内在构成要素，政府干预也因此会贯穿上市公司重组过程的始终。

具体分析，政府干预上市公司重组的理由来自以下方面：首先，由于我国大

多数上市公司是国有企业经股份制改造后取得上市资格的，因此，上市公司的主体仍是国有上市公司。截至 2000 年底，我国上市公司数量达到 1008 家，其中国有和国有控股公司有 600 多家。政府作为上市公司的大股东和国有资产的所有者，与其他市场化财产的所有者一样，也追求财产（即国有资产）的最大化增值。从本质上讲，政府以实现国有资产的保值和增值为目的，运用资产重组方式，对上市公司财产权利和管理资源的重新配置，也是一种经济行为，只要它是以市场化手段而非行政干涉来完成的，就对证券市场存量的调整会起到积极的作用。其次，由于我国证券市场还不是一个成熟的市场，仍存在信息的非完全性、市场垄断、经济活动外部性等缺陷，并由此导致资源配置偏离于最佳收益点的市场失灵现象。在市场失灵广泛存在的情况下，上市公司资产重组的效果会大打折扣，其对市场资源的配置功效也会出现下降。因此，政府适时与适度地介入上市公司重组，可以增强对重组活动的协调力度，克服市场失灵，并降低上市公司资产重组的交易成本。最后，由于在发展中国家和转轨经济中普遍存在功能缺陷，资本价格不能反映资本的真实价值，更无法反映产权与资源的稀缺性，上市公司在此条件下对重组价值的发现不但成本高昂，而且还会使公司的资源配置在扭曲的价格引导下出现对效率和效益的偏离，并产生高风险。而此时，政府替代市场去发现重组价值，确定重组价格，则可以使重组过程中的交易成本得到降低。

政府作为国有上市公司的大股东，直接介入企业的重组，纵然有可能实现国有资产的保值和增值，促进国有经济布局的战略调整，推进产业结构的优化，但也会暴露出诸多问题，并导致上市公司重组绩效的下降。这些问题突出地表现为以下诸对矛盾：一是经济所有者权能与社会管理者权能之间的矛盾。在现行国有资产管理体制下，政府参与上市公司资产重组的权力基础是财产权和行政权的合一，因此，政府在介入到关系公司资本结构变化与经营战略调整的资产重组时，不可避免地会带有行政管理色彩，很难将其所有者权能与社会管理者权能作清晰的界定。第二对矛盾与上一对矛盾直接相关，即市场化行为与行政化行为的矛盾。作为资产所有者，政府在重组中追求利益最大化的行为是市场化财产属性所要求的结果；但同时，它在行使其社会权能时，其行为更主要的是一种行政行为。角色的双重性，导致政府在上市公司重组中的行为常出现市场化与行政化的混淆。在上市公司资产重组过程中，政府往往更习惯于采用行政手段，因为通过强制性的行政手段配置资源可以降低资产重组过程中因信息不充分带来的不确定性，提高对产权结构调整所涉及当事人作出承诺的公信度。最后一对矛盾是中央政府与地方政府在行为目标上的矛盾。在根本利益一致的前提下，中央政府与地方政府也存在着利益冲突。在上市公司的资产重组中，前者更注重对全局利益的

考虑，后者则主要侧重于对地方经济利益的维护。在 2000 年沪深两市近 240 家上市公司资产重组案例中，绝大多数是地方政府所为或参与其中。地方政府对资产重组的干预，有的是为了挽救行将破产的本地上市公司，以优质国有资产置换上市公司的劣质资产，但结果却并不都很理想，甚至部分重组非但没有达到挽救和保护的目的，还使得置换的优质国有资产也被拖垮，并进而形成新的劣质资产。为了形成地方经济利益集团，有的地方政府还以行政权能为基础，承诺以税收、土地征用、特许经营权和重大建设项目等优惠条件作为回报，促成地方企业将优质资产注入上市公司，形成捆绑式企业集团，抛开运作效率不谈，这种做法对正常的经济秩序已形成了妨碍。

另外需要指出的是，政府对上市公司运行过程实施干预的实现，也得到部分上市公司的认可。由于在国有企业中经理人的约束和激励机制一直没有得到很好地解决，尤其是经理人的退出机制没有健全，经理人阶层在中国迟迟没有形成，上市公司的经理人只好把个人的前途命运寄托于政府，这就造成上市公司不可避免地受到政府意志的干预。

### **(3) 政府对上市公司退出机制的干预**

政府对上市公司退市的干预是其对股票发行干预的延续。

作为股票发行实行计划额度和行政审批制的后果，高企的上市门槛使得上市资格成为极其宝贵的壳资源，无论地方政府管理部门还是上市公司本身，都持有上市公司的壳不可放弃的观念。这种极为普遍的“惜退”观念对上市公司最直接的不良影响，便是使上市公司认为企业一旦上市，就是只进不退，有进无退，即便亏损累累，资不抵债，也有政府最后的扶持垫底。在这样的观念指导下，是无法期望上市企业会将提高自身质量放在一个十分重要位置上的。

虽然，我国《公司法》第 157 条、第 158 条和《证券法》第 49 条都规定了上市公司依法退市的机制，但由于缺乏实施细则和具有可操作性的退市规程，长期以来，尽管上市公司中有不少企业业绩不佳，有些企业出现重大违规事件，但在 2001 年 2 月《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》出台以前，没有一家企业因为经营不善而被摘牌。在连续亏损企业上市公司数量不断增多的情况下，证券管理部门不得不出台 ST、PT 交易制度，来作为退市机制的过渡，以期降低市场风险，但事实上的“亏而不退”却对亏损上市公司形成政府担保，上市公司和投资者的风险意识反而因此而下降。结果是，亏损企业不但未被勒令退出市场，而且由于壳资源的稀缺以及政府部门的保护性撮合，反而成为市场上兼并、

收购和重组的首选对象，导致股票市场上企业股票价格与企业业绩倒挂的现象屡屡出现。政府对上市公司退市的行政干预无疑给人以错误的认识，即政府不会让上市公司，特别是国有上市公司破产，而会想方设法帮助濒临破产的上市企业“解困”，这实际上相当于政府为企业提供了“隐性担保”，抵消了政府对市场风险的宣示。

在经济转轨过程中，绝大多数国有企业都承担着许多政策性负担，这些负担内生于转轨前的制度中，承袭了计划经济体制的缺陷，造成许多企业缺乏市场自生能力，政府出于战略目的的考虑，必须对这些企业提供支持。亚诺什·科尔内把这一现象称为“预算软约束”。中国经济当前仍处于转轨期，上市公司虽然已经过企业改制成为公众公司，但企业的“预算软约束”现象仍没有得到根本改变，政策性负担的延续是政府对上市公司提供上述“隐性担保”的主要原因。由于国有企业在改制上市时，行政机构作为国有产权的代理人而承担“隐性担保人”角色，因而一旦上市公司出现问题，面临 ST、PT 甚至是摘牌危险时，行政机构就不得不出面组织“资产重组”，于是就出现“报表重组”、“题材重组”等现象，证券市场优化社会资源的功能根本无从体现。在“父爱主义”理念的指导下，证券市场在政府干预下难以对绩差上市公司行使“退出”的惩罚权利，反而导致市场运行的扭曲以及上市公司行为的异化。

虽然，2001 年 PT 水仙、PT 粤金曼和 PT 中浩的相继退市，标志着中国股票市场退市机制开始启动，但从退市的程序来分析，现行退市制度行政色彩仍然十分明显，政府对上市公司退市的干预依旧存在。目前的上市公司退市制度是一种“行政性选择退市”机制，其主要的不足之处在于退市规则比较笼统；缺乏明确的、可操作性的退市标准；退市企业的确定类似于上市企业的审批，人为因素仍很明显；退市条件方面，不但要考虑上市公司可量化的以往业绩，还要分析无法量化的企业重组方案的可行性和是否是实质性重组。因此，与市场经济的要求和股票市场配置资源的内在机制相比，上市公司退市机制还有待进一步的改进与完善。

### 3.2.3 政府干预的解决——政府退出

要减少政府对上市公司市场准入方面的干预，就必须重新调整政府部门在股票发行过程中的角色定位，也就是说，政府在股票发行市场上的任务应该是制订符合市场规律的上市企业上市规则，并保证规则执行的透明性与公平性，而不应继续充当上市公司的入门挑选者，最终使发行市场按照相关法律规定与市场规则

自由运作。而且，法律制度的价值取向应该面向全社会，不可再象以往那样成为某种经济成份的代表。

在股票发行及其上市后的一系列监管中，将政府部门“解放”出来，是减少政府在对上市公司管理中出现“越位”和“错位”的关键所在。所谓“解放”不是说政府对市场完全放任，而是要减少政府干预，由市场机制自身来解决市场中的问题，加强市场参与者之间的相互制约和自律。如筹资金额、发行价格等，应由市场来判断，企业和主承销商彼此协商加以确定；股票发行方式也应逐步市场化，在完善目前已实施的向二级市场配售、网上配售等方式的同时，进一步加大市场对上市企业的选择权。相应地，证监会在股票发行中的监管作用应定位于合规性审核，逐渐告别以往的实质性判断和行政性审批操作。

要想彻底使新股发行制度过渡到市场化，清除人为干涉和行政介入，关键是要削弱监管部门在股票发行领域的权力，象市场成熟的发达国家一样，实行由证券交易所和中介机构发挥主导作用的注册制。与赋予监管部门以证券发行决定权的核准制不同，注册制强调市场对证券发行的决定权，在该制度下，证券发行之前，发行人必须按法定程序向监管部门提交有关信息，申请注册，并对信息的完整性、真实性负责。

政府在上市公司运行过程中，特别是在资产重组方面的退出，是指退出行政化的干预，而非对市场化参与的完全退出。作为国有资产的所有者，为了国有资产的保值和最大限度的增值，政府对上市公司资产重组的介入和参与，是不背离市场经济本质的，关键在于政府以所有者身份参与上市公司资产重组的行为是市场化的还是行政化的。从长远看，为了提高上市公司资产重组的效率和效果，必须减少政府在其中的行政化行为。国外实践经验表明，只有通过市场的筛选机制淘汰劣质企业，而非采用行政兼并的办法来“挽救”企业，才能作到奖优罚劣，给上市公司以改善自身行为和提高竞争力的动力，并进而通过企业经营机制的改善来实现企业资产，尤其是国有资产的保值和增值。

政府行为的转化主要依靠以下一些方式来实现：首先，应将政府在上市公司资产重组中的地位法律化，明确其定位和作用，规定参与的流程，以法律形式规范政府的行为，约束其行政化行为的扩张，消除政府事实上所拥有的经济特权，使政府的参与限定在市场化的范畴内。其次，政府必须把在上市公司重组中的双重角色转变为单一角色，使其回归到所有者位置上来，以市场化的财产所有权为基础参与上市公司的资产重组，以市场化的原则来规范自身的行为，以效率化标准决定资产重组的行为，以实现股权收益的最大化为目的。当然，政府在参与上市公司资产重组过程中转变角色，并不是完全排除政府参与资本市场，政府参与

上市公司资产重组的前瞻性定位，应着眼于经济的战略调整。再次，政府行为在上市公司资产重组中的行政化参与是和政府所持股份数额成正比例关系的，当其处于绝对控股地位时，就会出现“一股独大”或“一票决定董事会”的现象。由于政府是上市公司的大股东，政府的强权性就有实现的经济基础，行政化就可能突破市场化原则成为上市公司资产重组的财产权利基础。解决这一问题的根本办法是弱化政府的大股东地位和直接参与上市公司资产重组的财产权利基础。为此，必须降低政府在竞争性领域的持股比例，甚至退出竞争性的经济领域。只要政府处于上市公司非主导的所有者位置，其以行政化方式直接介入上市公司资产重组的权能就会受到制约，而解决此问题的关键在于国有产权的市场化。最后，政府在参与资本市场运作过程中的重点在于推动市场的完善化，规范上市公司资产重组行为合规、合法，符合市场效率化要求，使微观经济主体的资产重组行为与社会资源的配置方向和效率相一致。

建立有序且有效的退市机制，有助于市场纠错机制、惩罚机制和淘汰机制的形成，有助于全面、完整地揭示市场的经营风险、价格风险和经济景气风险，有助于推动市场化和社会化的价值发现、价值确定和价值评判体系的形成，进而提高投资者特别是大股东对上市公司的认知度和责任心，并且促使中介机构和企业经营者提高市场意识和信用意识，最终提升上市公司的整体质量，真正发挥证券市场的价值发现功能和资源配置功能。

理想的退市机制应是将目前的“行政性选择退市”改进为“市场化无差别退市”，也就是，按照退市基准与上市基准必须一致的原则，确定明确的、可量化的、排除人为因素的无差别退市基准，消除退市企业选择过程中的行政性操作，由市场机制自动淘汰绩差上市公司。对应我国拟上市公司必须有连续三年盈利记录的基本条件，若上市公司连续三年亏损，就应被认定已不具备继续上市的资格，立即摘牌。即便该企业具有重组前景，也应退市重组，而不应由政府行使本不属于它的判决权。退市企业在重组取得显著成效再度具备上市条件后，则可按规定重新申请上市。

推动产权改革，完善法人治理结构，提高上市公司的效率，理应是中国证券市场长期健康发展的保证，因为证券市场的质量在根本上还是要取决于上市公司的质量。今后，减少政府的行政干预，充分发挥市场机制在配置资本市场资源方面的基础性地位，弥补上市公司在产权结构和法人治理结构方面的欠缺，将是提升上市公司整体质量必须完成的工作。