

# 境外战略投资者减持中国国有控股商业银行股权的原因、影响与对策

项卫星 李 珺\*

**摘要：**2008年年底以来，境外战略投资者大幅减持中国国有控股商业银行股权，对中国股市造成了很大的冲击，严重影响了中国金融安全。本文认为，为了防止类似冲击再次发生，必须对中国国有控股商业银行相关机制尤其是境外战略投资者的引入机制进行改革，进而从根本上减少境外战略投资者转变为“战略投机者”的可能性，降低由于境外战略投资者退出而对中国股市和中国金融安全造成的冲击。

**关键词：**境外战略投资者 国有控股商业银行 减持 股权

## 一、引言

20世纪90年代以来，外资以各种方式大量进入新兴市场国家银行部门，由此引发了学术界对该问题的研究。这些研究主要集中在外资进入后对东道国银行业经营绩效、银行体系稳健性以及金融监管的影响等方面。由于研究方法和视角的差异，这些研究的结果大相径庭。就外资进入对东道国银行业经营绩效的影响而言，一部分学者的研究发现，外资的进入促进了东道国银行业效率的提升（Denizer, 2000; Unite and Sullivan, 2003）；而另一部分学者则认为，外资进入致使当地银行业竞争进一步加剧、行业整体的利润空间缩小以及盈利能力下降（Claessens, et al, 2001; Zajc, 2003; Uiboupin, 2004）。在外资进入对东道国银行体系稳健性的影响方面，部分研究认为，外资的进入有助于提高东道国银行体系的稳健性（Goldberg, 2004; Levine, 1996），并在发生金融动荡时发挥缓解信贷紧缩、提高银行信贷体系的稳定性以及充当资金避风港的作用（Mishkin, 2001; Clarke, et al, 1999, Farnoux, et al, 2004）；部分研究则得出了相反的结论（Errico and Musalem, 1999）。而赵征和黄宪（2009）的研究则认为，外资进入对东道国银行体系稳健性的影响不应一概而论，必须考虑东道国市场规则、本土银行竞争力以及国家风险预期等多方面因素。此外，大部分研究都认为外资进入增加了东道国金融监管的难度（Goldberg, 2004; Song, 2004; 张晓朴, 2008）。

2001年12月中国入世以来，大量外资以参资入股的方式进入中国银行业。此后，三大国有独资商业银行——中国银行、中国建设银行和中国工商银行都分别进行了股份制改造，并引入境外战略投资者，成为国有控股商业银行。由于投资方进入方式以及被投资方在中国银行业中的特殊地位，国内学术界产生了对引入境外战略投资者必要性的争议以及引入外资对中国银行业和金融监管冲击的担忧。引入外资的支持者认为，外资的引入解决了长期困扰中国国有商业银行的所有者缺位问题，使国有商业银行开始以利润最大化和银行价值最大化为经营目标，提高了银行业的效率（张杰，2004），相关实证研究的结果也支持这一结论（Berger, et al, 2009）。而质疑者则对引入外资进行了多角度、全方位的分析。质疑首先主要集中在境外战略投资者的进入价格和引资政策的合理性上。大量研究都认为国有商业银行被“贱卖”，国有商业银行的无形资产和股改中产生的社会成本都没有被计入转让价格中；而且由于没有引入竞争机制，境外战略投资者在购买价格上占尽了便宜（史建平，2006；刘崇献，2006）。国有资产被低价出售又引发了部分学者对转让程序和引资政策合理性的思考（周其仁，2006）。此后，关注的重点转移到了“对公司治理改善是否有效”这一问

\* 项卫星，吉林大学中国国有经济研究中心，邮政编码：130012，电子信箱：xiangwxjlu@sina.com；李珺，吉林大学经济学院，邮政编码：130012，电子信箱：m234@sohu.com。

本文为教育部人文社会科学研究（应急）项目“国际金融危机应对研究”（批准号：2009JYJR053）的阶段性成果。作者感谢匿名审稿人提出的修改建议。当然，文责自负。

题上,多数研究认为,由于合作双方长期存在着利益竞争关系(杨小红,2006)和对企业控制权的争夺(刘崇献,2006),境外战略投资者不会积极改善中国国有控股商业银行的运行效率。而后质疑的重点集中到对国家金融安全的威胁这一问题上,许多学者认为,低成本、高溢价使得境外战略投资者的套现投机动机强烈(杨小红,2006;郑良芳,2006),而难以对外资进行有效监管将可能增加中国金融体系的不稳定性(黄宪、赵征,2009;李斌,2005)。

以上研究的结论大多是建立在东道国出现金融动荡、而投资方却置身事外这一假设基础上的,然而现实却恰恰相反。2008年9月,美国“次贷危机”进一步加剧,并演化为全球金融危机。在此之前,欧美国家银行由于大量买进“有毒资产”,出现大量账面亏损,资产规模大幅缩水,部分银行甚至因此破产。在这些亏损的银行中,不乏持有巨额中国国有控股商业银行股权的境外战略投资者。自2008年底起,由境外战略投资者所持有的中国国有控股商业银行非流通股先后开始解禁,境外战略投资者亦随之大规模减持中国国有控股商业银行股权。这种恐慌性减持中国国有控股商业银行股权的行为,对中国股市造成了很大的冲击,严重地影响了中国的金融稳定。至此,上述研究的假设已经发生了很大的变化。为此,有必要对这种减持的原因和影响进行深入的研究并提出对策。

## 二、2008年年底以来境外战略投资者对中国国有控股商业银行的股权减持

2008年12月31日,瑞士银行率先拉开了减持风暴的序幕。是日,该行通过配售方式向15家机构售出其持有的所有中国银行H股共34亿股,总计套现约62.6亿港元,约占中国银行总股本的1.33%。2009年1月7日,美国银行抛售了中国建设银行56.2亿股H股,套现约194亿港元,约占中国建设银行总股本的2.4%。次日,香港李嘉诚基金会有限公司抛售其持有的20亿股中国银行H股,套现约40.6亿港元。1月14日,苏格兰皇家银行更是恐慌性地在15分钟内全盘抛出其持有的108亿股中国银行H股,套现约209亿港元,约占中国银行总股本的4.26%,并将境外战略投资者减持中国国有控股商业银行股权推向第一个高潮。在第一轮的疯狂减持结束后,境外战略投资者发现其手中的筹码几乎都抛在了低点,而且恐慌性的减持造成二级市场的剧烈震荡,其自身也因此损失惨重。于是,境外战略投资者在此后的减持中改变了减持的方法和策略。4月28日,德国安联集团和美国运通公司通过私募方式分别售出其全部中国工商银行H股32.16亿股和6.38亿股,各自套现约115.79亿港元和24.63亿港元。5月12日,美国银行在股市运行的阶段性高点再次减持中国建设银行135亿股H股,持股比例降至10.6%(但仍为中国建设银行的第一大战略投资者)。美国高盛集团的减持行为则更加理性地考虑了市场因素,该集团持有的部分中国工商银行非流通股与德国安联集团和美国运通公司一样,均于当年4月28日解禁。但是高盛集团并没有选择在解禁当日减持,而是在解禁一个多月后的6月1日才减持中国工商银行30.3亿股H股。其间,中国工商银行H股股价上涨幅度达23.57%。由于时机选择恰当,高盛集团减持收益较4月28日解禁之日大幅提高。通过减持股权,高盛集团套现148.6亿港元,约占中国工商银行总股本的0.9%;减持后,高盛集团仍然持有131.81亿股中国工商银行限售H股。

境外战略投资者减持中国国有控股商业银行股权的行为,尤其是第一轮的恐慌性抛压对二级市场造成了严重冲击,香港股市也因此出现了较大的震荡和恐慌。据统计,从2009年1月5日至第一轮减持基本结束的1月14日共8个交易日内,香港恒生指数下跌幅度达12.18%,恒生中国H股金融行业指数下跌幅度达16.88%。相关个股的跌幅更是剧烈,如:中国银行(HK3988)、中国建设银行(HK0939)以及中国工商银行(HK1398)的跌幅分别达14.03%、18.28%和22.35%。受其影响,交通银行(HK3328)、中信银行(HK0998)和招商银行(HK3968)这三家股份制商业银行的H股股价也分别下跌15.46%、8.47%和21.75%。而在2009年4月末以来的第二轮减持高潮中,利空预期更是提前释放。如在4月28日中国工商银行限售H股解禁之前的6个交易日内,香港恒生指数下跌5.78%,恒生中国H股金融行业指数下跌7.34%,中国工商银行(HK1398)更是下跌了10.67%。值得注意的是,这一系列减持仅仅是问题的开始。

---

第一轮减持资料源于:卓尚进,2009:《中资银行如何应对外资机构抛售股权》,《金融时报》11月6日。第二阶段中国建设银行被减持资料源于:蒋翔翔、王镇江,2009:《美国银行减持建行套现73亿美元》,《21世纪经济报道》5月13日。第二阶段中国工商银行被减持资料源于:《美国运通和安联减持工商银行股份》,《华尔街日报》4月29日;《知情人士:高盛减持工商银行股票套现19亿美元》,凤凰网, [http://finance.ifeng.com/hk/ds/20090602/734198\\_shtm1](http://finance.ifeng.com/hk/ds/20090602/734198_shtm1)。

以上股价和股价指数涨跌幅数据皆根据中国证券网(<http://www.cnstock.com>)相关数据计算而得。

2010年后,将有多家境外战略投资者持有的中国国有控股商业银行限售股解禁。境外战略投资者的减持行为已经对中国金融安全和金融稳定构成一定的负面影响。本文认为,在全球金融危机仍在继续的背景下,这种负面影响将继续存在,并最终对中国国有控股商业银行的后续改革产生负面作用。

三、境外战略投资者减持中国国有控股商业银行股权的外部原因和内在动机

(一)投资者自身资金周转困难,因流动性需求而导致的减持

在美国次贷危机演化为全球金融危机后,中国国有控股商业银行的境外战略投资者都出现了不同程度的亏损。其中苏格兰皇家银行和美国银行尤为严重。如美国银行在 2008年第 4季度亏损 17.9亿美元,为 1991年以来该行的首次亏损;苏格兰皇家银行在 2008年净损失达 241亿英镑,创下英国企业亏损的历史纪录。为此,大部分战略投资者都面临着巨大的资金缺口,部分战略投资者甚至被其母国政府直接接管。在这种情况下,套利出局无疑是其自然的选择。

(二)因在投资中充分获利而减持

境外战略投资者通过投资中国国有控股商业银行获得了非常丰厚的收益。这种收益主要包括:第一,在低成本持股获得的收益。境外战略投资者利用其特殊身份,在中国国有控股商业银行上市之前就以远低于市场价格的成本获得大量股权(见表 1)。如 2005年中国银行引入的境外战略投资者每股持股成本皆在 1.18港元以下;美国银行 2005年首次投资中国建设银行的每股持股成本仅为 1港元;而中国工商银行 2006年初引入的境外战略投资者的每股持股成本也仅为 1.21港元。如此低的筹码足以保证境外战略投资者在任何情况下都可以全身而退,甚至在低谷阶段也能获得高额回报。由此证明国有控股商业银行在上市之初就存在着严重的价格低估,即国有控股商业银行的国家信用支持、品牌、客户资源和遍布全国的网点资源等无形资产,为了配合股份制改革而大量裁员以及由国家财政剥离的巨额不良资产等大量的社会成本都没有被考虑到股票价格中(史建平,2006;刘崇献,2006);本应被全社会所享有的财富落入了境外战略投资者的囊中(黄宪、赵征,2009)。第二,股价上涨所带来的收益。除中国银行外,香港股市中其他中国国有控股商业银行的股份在境外战略投资者减持股权期间均高于其发行价(见表 2)。与发行价相比,美国银行先后两次减持中国建设银行股权时的价格分别上涨了 1.57港元和 1.85港元,涨幅分别为 66.81%和 78.72%;与美国银行的首次持股成本相比,中国建设银行股价上涨分别增加了美国银行 157%和 185%的利润。同样,中国工商银行的境外战略投资者也因股价上涨而大幅获利。根据相关资料初步测算,2008年底至 2009年上半年,境外战略投资者减持中国国有控股商业银行股权后直接获利达 900亿港元以上。第三,境外战略投资者获得的利润分红。股份制改造后,受益于中国经济高速增长,各银行的经营业绩都得到了很大的提升,利润水平大幅提高,上市以来都进行过若干次利润分配;据各行从上市至 2008年底公布的利润分配方案,境外战略投资者通过股利分红获得的直接收益率都高达 10%以上。第四,人民币汇率变化所带来的收益。境外战略投资者进入中国金融业的时间主要集中在 2005年前后。与 2005年 7月相比,人民币对美元升值幅度达 20%以上,而港币却基本盯住美元。由于境外战略投资者的股利分红一般是按人民币计值而以港币支付,因此人民币升值给境外战略投资者带来了额外的收益。

表 1 部分境外战略投资者持有中国国有控股银行股权成本收益情况表

银行名称	持股日期	每股成本 (港元)	持股数量 (亿股)	减持日期	减持价格 (港元)	减持数量 (亿股)	减持直接获利 估计(亿港元)
美国银行	2005.10	1	191.33	2009.1.7	3.92	56.2	596.329
	2008.5	2.42	60	2009.5.12	4.2	135.09	
	2008.11	2.8	195.8				
苏格兰皇家银行	2005.8	1.18	108	2009.1.13	1.71	108	57.24
瑞士银行	2005.8	1.18	33.8	2008.12.31	1.93	33.8	25.35
李嘉诚基金有限公司	2005.8	1.13	51	2008.1.8	1.98	20	17
德国安联	2006.1	1.21	64.32	2009.4.28	3.86	32.16	85.224
美国运通	2006.1	1.21	12.76	2009.4.28	3.86	6.38	16.907
高盛集团	2006.1	1.21	164.77	2009.6.1	4.88	30.3	111.201

资料来源:除减持直接获利外,其余数据皆根据相关新闻资料收集整理而得;减持直接获利根据其余相关数据计算而得。

资料来源:赵刚,2009:《国际大行无奈的四季报》,《第一财经日报》1月 19日;《RBS巨亏 241亿,英政府担保 3250亿资产》,《每日经济新闻》2月 27日。

表 2 中国国有控股商业银行 H 股发行价格表

银行名称	发行日期	发行价 (港元)
中国工商银行	2006 10 27	3 6
中国银行	2006 6 1	3 15
中国建设银行	2005 10 27	2 35

资料来源:中国证券网 (http: www. cnstock. com)。

(三)对被投资方业绩前景看空

境外战略投资者对中国国有控股商业银行的业绩看空主要基于以下四点:

第一,全球金融危机有进一步恶化的可能,境外战略投资者对全球银行业的整体经营业绩看空。随着全球金融危机不断恶化,危机的负面影响开始作用到实体经济和贸易领域。发达国家为了缓解国内严重的经济社会问题,一方面,放缓了产业结构升级调整的节奏,继续保护和支持有助于暂时解决就业问题的落后产业;另一方面,都试图将国内矛盾引向国外,贸易保护主义因此抬头。为此,全球金融危机爆发后,各国政府几乎都选择了扩张性的财政和货币政策。虽然这种政策能暂时缓解金融危机的危害,但是扩张性的财政和货币政策会引发通货膨胀;更何况经济增长也不可能靠单纯的刺激来长期维系,长此以往最终只能造成“滞胀”。如果危机不能在短期内迅速解决,则在长期将造成更为严重的后果。在经济刺激政策的作用下,虽然消费和信贷会随之扩张,但是新的规模更大的次贷危机也有可能随之产生。因而,全球经济基本面的走势仍然不是十分明朗。在这种背景下,境外战略投资者对全球金融业的前景都不太看好,撤资转投其他行业成为理所当然的选择。

第二,经济刺激方案有可能会影响中国国有控股商业银行的业绩。中国政府在全球金融危机爆发后立即采取了积极的应对措施,提出了 4 万亿人民币的经济刺激计划;而各地方政府也先后提出了总额超过 10 万亿人民币的经济刺激方案。这些政府购买和转移支付资金将挤出投资和消费,并造成社会产出的持续下降(蔡明超等,2009)。而且这些资金被认为将主要投资于固定资产投资,借款方以国有企业为主,信贷保障则主要由国有控股商业银行提供,大量的政策性贷款任务将挤占国有控股商业银行的信贷资金。而在全球金融危机恶化和贸易保护主义抬头的背景下,商业银行势必加强对每笔贷款业务的监控和管理,并最终走向惜贷。这不仅会导致国有控股商业银行的大量信贷资金被投入到借贷周期长、回报率低、有严重的委托-代理问题、容易滋生道德风险和受通货膨胀威胁的政策性业务中,而且会使大量收益较高、较为安全和不易受通货膨胀影响的一般性业务所需的信贷资金被挤占。因此,经济刺激方案可能会给国有控股商业银行带来大量的呆坏账或使其受通货膨胀所累,而其他商业银行将在一般性业务方面与国有控股商业银行展开竞争。因此,境外战略投资者认为中国国有控股商业银行的业绩将大幅下降。

第三,潜在的通货膨胀压力和经济泡沫风险。双扩张政策将导致通货膨胀和经济泡沫,而对其反应最为强烈的就是房地产市场和股票市场(张晓晶、孙涛,2006;Quigley,2001;项卫星等,2007)。为了减少通货膨胀和经济泡沫对正常市场秩序的威胁,双扩张政策不可能长期维系。因此,一旦相关经济政策发生转向,则大量的信贷资金将会被股市和楼市套牢,美国次贷的风险将会以翻版的形式在中国出现,中国银行业也会因此产生大量的呆坏账。

(四)纯投机动机的减持

出于纯投机的动机,境外战略投资者也会大量减持中国国有控股商业银行的股权。首先,国有控股商业银行股都是大盘股,而大盘股在股市中多表现出涨跌幅小、波动性弱以及涨跌速度慢的特征,不适合于短期投机(King,1966)。其次,境外战略投资者迅速提升投资业绩以弥补前期巨额亏损的迫切愿望和对流动性的强烈偏好,也会促使它们选择其他活跃度较高的股票进行短期投机。在 2008 年 12 月 31 日至 2009 年 1 月 14 日的第一轮大规模减持中,这种投机动机表现得非常明显。如瑞士银行、香港李嘉诚基金有限公司都将获利筹码直接再投向了其他股票。市场经济中的商业投机行为本来不足为怪,但是在全球金融危机中,这种投机行为却容易对市场造成巨大的冲击,尤其是对市场信心造成严重挫伤。根据部分境外战略投资者的投资行为,称其为“战略投机者”可能更为恰当。最后,对于境外战略投资者而言,投资中国国有商业银行的机会成本较高。全球金融危机中欧美国国家银行业损失巨大,其市值因此大幅缩水。以美国花旗银行为例,2006 年该行股票曾达到每股 55.7 美元的高价,而在 2009 年 3 月 6 日该行股价盘中曾一度跌至 0.97 美元,与巅峰时期相比,市值缩水幅度高达 98%。而中国则由于资本市场相对独立以及对金融业的严格监控,在危机中损失较小。中国工商银行、中国建设银行和中国银行 A 股在危机中的最高市值缩水幅度分别为 65.22%、

70.12%和 62.8%;相应 H 股的最高市值缩水幅度分别为 65.15%、72.13%和 58.82%,市值在危机中的缩水幅度远小于欧美国家银行。此外,由于资本市场没有放开,银行的投资项目也受到了严格的限制,因而其中短期的业绩成长性将远低于欧美国家银行。

四、境外战略投资者的股权减持对中国国有控股商业银行的冲击与影响

(一)对二级市场的直接冲击和影响

在第一轮减持高峰期,境外战略投资者的减持行为对二级市场的直接冲击表现得非常明显。具体而言,对 H 股的冲击力度强于 A 股,对银行类板块的冲击力度强于大盘,对被减持银行个股的冲击又强于大盘指数(见图 1)。从图 1 中可以看出,在第一轮减持高潮中,无论是在香港股票市场还是在内地股票市场,被减持个股的涨跌幅都要强于大盘,大盘几乎被国有控股商业银行股价的走势所“绑架”,几支国有控股商业银行股的涨跌左右了香港和内地股市的走势。总的看来,国有控股商业银行股市值巨大、境外战略投资者减持规模过大、减持方法直接、减持节奏过快以及境外战略投资者身份具备特殊的“权威性”都是导致第一轮减持高潮中出现上述现象的原因。在第一轮减持高潮中,瑞士银行、苏格兰皇家银行、美国银行和香港李嘉诚基金会都向二级市场直接抛出了手中的筹码,总值约 510 亿港元。而与此同时,整个香港股市在 2008 年 12 月底至 2009 年 1 月期间日均交易额不过约 400 亿港元。而创造最高交易额 900.22 亿港元的 2009 年 1 月 7 日,恰好也是美国银行减持中国建设银行 56.2 亿股股权之时。在第一轮减持高潮中,瑞士银行和苏格兰皇家银行更是一次性抛光了所有的中国银行股权,彻底放弃了战略投资者的地位和继续合作的基础。而香港李嘉诚基金会的减持,更是打击了投资者原本就微薄的信心。如在香港李嘉诚基金会有限公司减持的当日,香港恒生指数大幅低开了 231.65 点。但是如此大的低开缺口仍未能改变市场看空的预期,恒生指数在下降了 2300 多点后才暂时止住了下跌的趋势。由此可见,市场信心也受到了直接的打击。

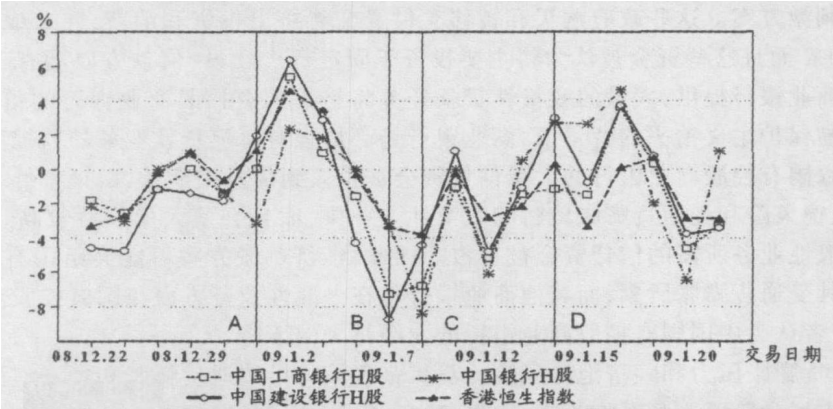


图 1-1 第一阶段减持中国国有控股商业银行 H 股与香港恒生指数日涨幅示意图

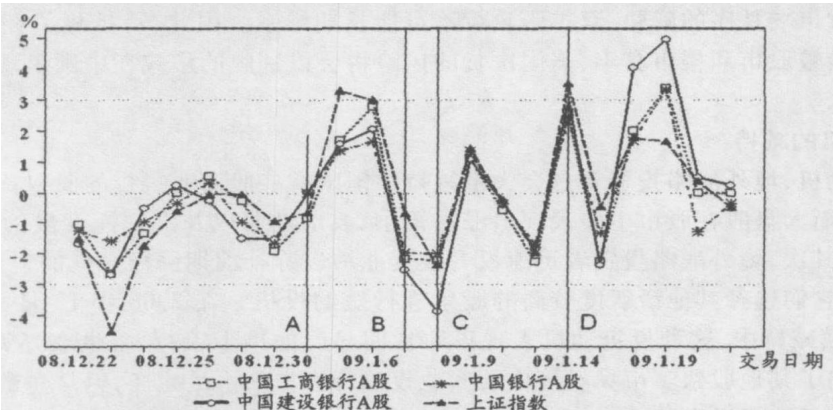


图 1-2 第一阶段减持中国国有控股商业银行 A 股与上证指数涨跌幅示意图

图 1

资料来源:《美国花旗银行盈利疑点:分拆入袋百亿》,金融网, <http://www.financeun.com/news/2009321/0817334768.shtml>。中国国有控股商业银行数据源于中国证券网 (<http://www.cnstock.com>)。  
数据来源:中国证券网 (<http://www.cnstock.com>)。

在第二轮减持高潮中,二级市场对减持行为的反应有所提前,减持对股市的冲击远小于第一轮。如相关个股股价在减持行为发生前就开始大幅度下跌,并在减持当日达到最低谷;而在减持后则大幅提升(见图2)。在第二轮减持中,银行股对大盘的负面影响已远不如第一轮。虽然第二轮减持的减持金额大于第一轮,但是由于减持的节奏、方式和时机选择的不同,对市场的冲击反而低于第一轮。在减持的节奏上,第一轮减持是在10个交易日的时间内完成的,境外战略投资者在很短的时间内连续恐慌性地巨额抛盘,对市场的冲击可想而知;而第二轮减持则是在2009年4月底至6月初的23个交易日完成,时间相对宽裕。在减持的方式上,第二轮与第一轮开始出现差异,在第二轮的减持中出现了私募配售的方式,对二级市场的直接冲击进一步减弱。在减持的时机选择上,境外战略投资者也较第一轮限售到期即抛出有所不同。同年4月28日,德国安联、美国运通和高盛集团持有的中国工商银行非流通股限售H股到期解禁,而在当日减持的仅有德国安联和美国运通,高盛集团的减持则延迟到了6月1日。境外战略投资者开始主动选择错峰减持,主动避免对二级市场造成剧烈的冲击。由于第二轮的减持减少了对市场的直接冲击,境外战略投资者获得的收益也远大于第一轮。如2009年1月8日香港李嘉诚基金会有限公司减持中国银行H股股份当日,中国银行H股股价下挫幅度达到8.41%;4月28日德国安联和美国运通减持中国工商银行H股股权时,中国工商银行H股股价则上涨了2.48%;而从4月28日美国高盛集团所持中国工商银行H股限售股解禁到6月1日减持股权期间,中国工商银行H股股价上涨了23.57%。

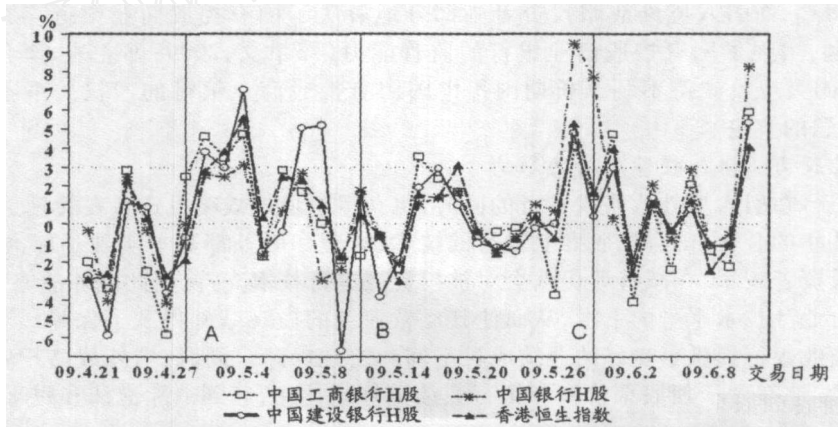


图 2 - 1 第二减持阶段中国国有控股商业银行 H 股与香港恒生指数日涨幅示意图

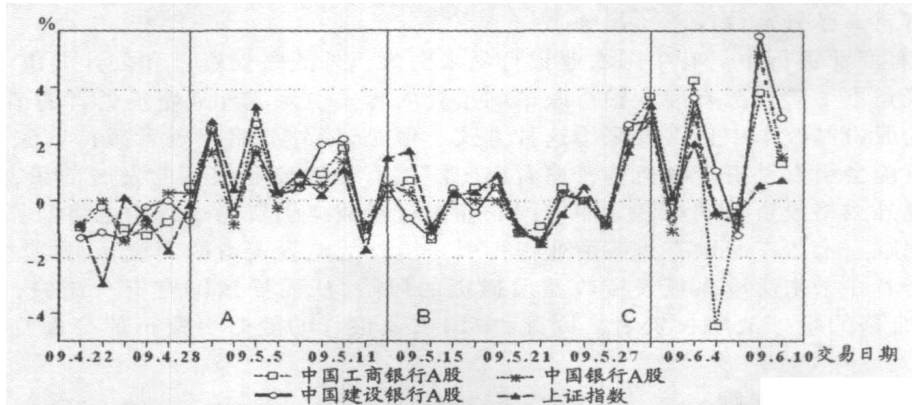


图 2 - 2 第二减持阶段中国国有控股商业银行 A 股与上证指数日涨幅示意图

图 2

需要指出的是,境外战略投资者减持中国国有控股商业银行股权在二级市场上造成了一定的震荡和恐慌,拖累了香港和中国内地股市的走势;但是,境外战略投资者的减持行为也起到了清洗浮筹、消除前期暴炒所产生的泡沫的作用,从而为其他投资者尤其是境内投资者低价回购国有控股商业银行股权提供了机会。

(二)对中国国有控股商业银行改革的冲击和影响

1. 对中国国有控股商业银行公司治理结构的影响

国有控股商业银行在改革前都是国有独资商业银行,在公司治理方面存在着诸多弊端。境外战略投资

数据来源:中国证券网 (<http://www.cnstock.com>)。



者带来了符合国际规范的商业银行公司治理结构,改善了国有控股商业银行的股权结构,并促使现代银行制度在国有控股商业银行中初步建立(项卫星、王达,2007)。因此,境外战略投资者的减持会对国有控股商业银行的公司治理结构产生负面影响。

第一,境外战略投资者减持股权改变了现有股权结构。在减持以前,国有控股商业银行的股权就已经非常集中:如中国工商银行84.1%的股权分别由中央汇金公司、财政部和香港中央结算(代理人)有限公司持有;中国建设银行股权的67.35%和中国银行股权的79.76%也分别由中央汇金公司和香港中央结算(代理人)有限公司持有。境外战略投资者整体持股数量减少,将导致中国国有控股商业银行的股权集中,“一股独大”的局面将更加突出,而道德风险的滋生几率也相应提高。

第二,境外战略投资者减持股权削弱了中小股东在公司中的地位。境外战略投资者减持后话语权受到削弱,大股东的股权集中,而中小股东的股权却更加分散。新股东对于国有控股商业银行的影响进一步弱化,由参与公司治理战略投资者转变为纯粹的投机者。因此,中小投资者将很难对公司决策产生影响,其权益也将难以得到有效保障。

第三,境外战略投资者减持股权增大了监管难度。要做到有效监管,除了需要国有控股银行在制度上进行安排以外,还必须进行相应的股权安排(项卫星、王达,2007)。国有股“一股独大”的局面,再加上国有企业产权关系不明晰的特点,使得国有控股银行“内部人控制”问题相当严重,并使得监事会无法正常履行其职能(李心丹等,2008)。而引入境外战略投资者则部分地解决了国有控股商业银行存在的产权不明晰和“内部人控制”的问题,增强了国有控股商业银行的监管能力(邓聿文,2009;韩立岩、李伟,2008)。本文认为,境外战略投资者的大规模减持不利于长期困扰中国国有控股商业银行的产权关系不明晰、“内部人控制”和监管缺失等问题的解决。

### 2 对中国国有控股商业银行经营业绩的影响

国有控股商业银行在引入境外战略投资者的同时,也获得了境外战略投资者在管理、资金、技术、服务等全面的支持。通过几年的合作,国有控股商业银行的技术、管理和服务都基本实现了标准化、规范化和系统化。部分境外战略投资者表示,在减持后仍然会对被投资方进行技术支持,因此境外战略投资者减持不会造成国有控股商业银行业务技术水平的下滑,从而使其经营业绩的微观基础得到了保障。至于中国经济的增长更是为国有控股商业银行提供了良好的业绩成长空间和宏观保障。同时,境外战略投资者的减持使得大量非流通股限售股解禁,这有助于使股票价格与银行业绩更好地挂钩,起到消除泡沫和熨平波动的作用(巴曙松等,2008)。

### 3 对中国国有商业银行后续改革的影响

目前,中国国有商业银行中只有中国农业银行尚未引入境外战略投资者和公开上市。因此,中国农业银行股份制改革无疑是下一阶段国有商业银行改革的重要内容。引入境外战略投资者的诸多积极影响决定了在中国农业银行的股份制改革中仍需要采用这种方式。但是,境外战略投资者减持三家中国国有控股商业银行股权的行为可能会引发外资金融机构普遍看空中国国有控股商业银行的发展前景,从而加大中国农业银行吸引合格的境外战略投资者的难度。而中国农业银行在战略引资的过程中也将面临如何确定合理的股权转让价格这一问题。上述三家国有控股商业银行引入境外战略投资者的实践证明:股权转让价格偏低,将增加境外战略投资者在未来赚取大量投资收益后撤资的风险,从而导致国有资产流失;而股权转让价格偏高,则又难以吸引合格的境外战略投资者。因此,中国农业银行的战略引资可能会面临“定价两难”(项卫星、王达,2009)。

#### (三)对中国金融安全的影响

境外战略投资者对中国金融市场的冲击还主要体现在对金融市场信心的打击和潜在的“传染效应”,这些威胁远远超过其对二级市场的直接冲击。

在全球金融危机爆发后,投资者对中国股市的信心已经受到了严重打击。如上证指数由2007年10月16日的最高点6124点跌至2008年10月28日的最低点1664点,香港恒生指数也由2007年10月30日最高点31958点跌至2008年10月27日的最低点10676点,最大跌幅分别为72.83%和66.59%。当境外战略投资者在香港股票市场上进行恐慌性抛盘时,距上述最低点也仅过去了两个多月的时间,大盘指数一度被认为会创新低。这明显地打击了投资者对处于恢复状态的中国股市的信心。香港恒生指数更是由1月5日

数据来源:中国证券网(<http://www.cnstock.com>)。

的最高点 15 763.55 一路下跌至 3 月 9 日的最低点 11 344.58。而此时距第一轮减持高潮已有两个月之久。虽然境外战略投资者减持后的影响可以通过及时的措施进行化解,但是这种减持对市场信心的冲击却是接盘救市无法做到的。

目前,境外战略投资者在国内许多上市企业都有庞大的以非流通股形式存在的股权,而且国内市场还存在着大量的 QFII。此外,业界普遍认为国内 A 股市场股票价格偏高。在这种情况下,境外战略投资者的减持行为很容易造成潜在的“传染效应”,导致其他投资者的跟进抛压,并最终导致国内股市出现剧烈震荡。

## 五、有关各方应当如何积极应对境外战略投资者的股权减持

资本市场上的股权减持原本是正常的市场行为。但是在全球金融危机的背景下,境外战略投资者对中国国有控股商业银行股权的恐慌性减持却严重地扰乱了正常的金融市场秩序,从而对中国的金融安全和金融稳定造成了冲击。因此,有关方面有必要采取相应的措施对境外战略投资者的减持行为加以引导,并对今后的境外战略投资者引入机制进行相应的改革。根据以上分析,本文提出以下四点应对措施:

第一,缓解当前其余境外战略投资者的恐慌情绪,抑制其抛压动机。有关方面应鼓励现有境外战略投资者继续持有股权,并扩大双方的业务合作范围,增强其对中国经济和中国银行业的信心,使其成为有长期持股意愿的战略投资者。

第二,建立相应的境外战略投资者退出机制。加强与境外战略投资者在退出问题上的沟通和协商,并对大规模恐慌性的退出加以适当规劝和限制;掌握境外战略投资者的持股意愿,在其退出时尽量引入替代者,避免其在二级市场上的一次性抛售行为,从而将其退出对二级市场的冲击降到最低程度。另外,在境外战略投资者退出时,尤其是在其恐慌性抛售时,采取相应的补救措施,如由全国社保基金出面,以适当的价格回购股票。

第三,对战略投资者的引入机制进行改革。适当放松金融企业股份制改造上市必须引入境外战略投资者的规定,同时,在引入的方式上除直接吸纳境外战略投资者的现金投资外,还应适当考虑股权置换等方式。引入战略投资者的目的是希望投资方在业务、技术和公司治理方面发挥长期的作用,而股权置换比吸纳现金能更长地维持双方的合作关系。

第四,加快金融体制改革步伐,尤其是 IPO 发行制度的改革步伐,努力实现新股发行的公平和公正。并加强对境外战略投资者的资质审查,严格界定境外战略投资者和普通投资者,防止境外战略投机者通过 IPO 进入,冲击金融稳定。同时,金融开放并不仅仅意味着引入境外战略投资者,还应该积极引导本土银行对外投资,在全球金融危机的背景下获得价格更低、更好的投资筹码。

### 参考文献:

1. 巴曙松、储怀英、郑弘, 2008:《全流通过程中股票市场格局的变化趋势》,《财经科学》第 9 期。
2. 蔡明超、费方域、朱保华, 2009:《中国宏观财政调控政策提升了社会总体效用吗?》,《经济研究》第 3 期。
3. 邓聿文, 2009:《“银行贱卖论”的“幽灵”》,《学习时报》2 月 9 日。
4. 韩立岩、李伟, 2008:《外资银行进入与中国商业银行特许权价值》,《世界经济》第 10 期。
5. 黄宪、赵征, 2009:《开放条件下中国银行业的控制力与国家金融安全》,中国金融出版社。
6. 李斌, 2005:《外资银行进入对中国银行体系的竞争及稳定性影响的分析》,《广西金融研究》第 11 期。
7. 李心丹、宋素荣、卢斌、查晓磊, 2008:《证券市场内幕交易的行为动机研究》,《经济研究》第 10 期。
8. 刘崇献, 2006:《评点中资银行可能的掘墓行为》,《经济研究参考》第 1 期。
9. 史建平, 2006:《国有商业银行改革应慎重引进外国战略投资者》,《财经科学》第 1 期。
10. 施明慎, 2009:《坦然面对外资减持》,《人民日报》1 月 12 日。
11. 王丽娟, 2009:《减持无碍战投看好中国银行业》,《中国经济时报》5 月 5 日。
12. 王宇、任芳, 2009:《减持中资行并未成“潮”,影响有限》,《新华每日电讯》1 月 13 日。
13. 王镇江、谭璐, 2009:《蝴蝶效应隐忧——美银、李嘉诚减持建行、中行 H 股巨额套现》,《21 世纪经济报道》1 月 8 日。
14. 项卫星、李宏瑾、白大范, 2007:《银行信贷扩张与房地产泡沫:美国、日本及东亚各国和地区的教训》,《国际金融研究》第 3 期。
15. 项卫星、王达, 2007:《论转轨国家国有商业银行改制后公司治理模式》,《吉林大学社会科学学报》第 11 期。
16. 项卫星、王达, 2008:《拉丁美洲、中东欧及东亚新兴市场国家金融部门外国直接投资研究》,《国际金融研究》第 4 期。

数据来源:中国证券网 (<http://www.cnstock.com>)。



17. 项卫星、王达, 2009:《境外战略投资者与国有控股商业银行公司治理结构改革》,《财经问题研究》第 10 期。
18. 杨小红, 2006:《国有商业银行引进境外战略投资者风险防范》,《福建金融》第 9 期。
19. 一峰, 2009:《“减持门”:近忧,还是远虑?》,《中国报道》第 3 期。
20. 余丰慧, 2009:《外资减持中资行事发有财务以外的原因》,《中华工商时报》1 月 19 日。
21. 张杰, 2004:《注资与国有银行改革:一个金融政治经济学的视角》,《经济研究》第 6 期。
22. 张勃, 2009:《外资减持中资股不是第一次,也不是最后一次》,《证券日报》1 月 19 日。
23. 张晓晶、孙涛, 2006:《中国房地产周期与金融稳定》,《经济研究》第 1 期。
24. 张晓朴, 2008:《外资进入我国银行业的影响——后评价分析和政策建议》,《比较》第 5 期。
25. 赵征、黄宪, 2009:《跨国银行在新兴市场风险环境中的行为选择与综合影响》,《世界经济研究》第 5 期。
26. 郑良芳, 2006:《银行“贱卖”之争的重要启迪》,《河南金融管理干部学院学报》第 5 期。
27. 周其仁, 2006:《看戏与银行贱卖之争》,《新经济杂志》第 2 期。
28. Berger, A. N., Ifekhar Hasan, and Mingning Zhou 2009. “Bank Ownership and Efficiency in China: What will Happen in the World's Largest Nation?” *Journal of Banking and Finance*, 33(1): 113 - 30.
29. Clarke, George, Robert Cull, Laura D'Amato, and Andrea Molinari 1999. “The Effect of Foreign Entry on Argentina's Domestic Banking Sector” World Bank Policy Research Working Paper 2158.
30. Classens, S., Asli Demirgüç-Kunt, and Harry Huizinga 2001. “How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Market?” *Journal of Banking and Finance*, 25(5): 891 - 911.
31. Denizler, C. 2000. “Foreign Entry in Turkey's Banking Sector, 1980 - 1997.” World Bank Policy Research Working Paper 2462.
32. Ericco, L., and Alberto Musalem. 1999. “Offshore Banking: an Analysis of Micro - and Macro Prudential Issues” MF Working Paper 99 - 5.
33. Fomoux, M., Marc Lanteri, and J. Schmidt 2004. “Foreign Direct Investment in the Polish Financial Sector” Bank of France Paper, <http://www.bis.org/publ/cgfs22bdf.pdf>
34. Goldberg, L. 2004. “Financial - Sector FDI and Host Countries: New and Old Lessons” NBER Working Paper 10441.
35. King, B. F. 1966 “Market and Industry Factors in Stock Price Behavior” *Journal of Business*, 39(1): 139 - 190.
36. Levine, R. 1996 “Foreign Banks, Financial Development and Economic Growth” In *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, ed. Claude E. Barfield, 224 - 254. Washington: AEI Press.
37. Mishkin, F. S. 2001. “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Markets Countries” NBER Working Paper 8087.
38. Quigley, J. M. 2001. “Real Estate and the Asian Crisis” *Journal of Housing Economics*, 10: 129 - 161.
39. Song, Inwon. 2004. “Foreign Bank Supervision and Challenges to Emerging Market Supervisors” MF Working Paper 04 - 82.
40. Uiboupin, J. 2004. “Effects of Foreign Banks Entry on Bank Performance in the CEE Countries” University of Tartu, Faculty of Economics and Business Administration, Working Paper 33.
41. United, A. A., and M. J. Sullivan 2003. “The Effect of Foreign Entry and Ownership Structure on the Philippine Domestic Banking Market” *Journal of Banking and Finance*, 27: 1212 - 1245.
42. Zajc, P. 2003. “The Effect of Foreign Bank Entry on Domestic Banks in Central and Eastern Europe” Paper for SUERF Colloquium 19.

## On the Causes, Effects and Countermeasures of Foreign Strategic Investors Reducing of Stocks Shares of Chinese State - owned Commercial Banks

Xiang Weixing, and Li Jun

(Jilin University)

**Abstract:** Since the end of 2008, foreign strategic investors have substantially reduced stock shares of Chinese state - owned commercial banks, which have shocked Chinese stock markets badly, and also threatened the security of Chinese finance. In order to prevent similar shocks, we strongly suggest that certain rules, especially the mechanism of introducing foreign strategic investors into Chinese state - owned commercial banks, should be reformed. So as to prevent and reduce the shocks from the withdrawal of foreign strategic investors, we should maintain the stability of Chinese stock market and finance.

**Key Words:** Foreign Strategic Investors; Chinese State - owned Commercial Banks; Reducing Holding - shares; Equity

**JEL Classification:** F21, G21, G32

(责任编辑:陈永清)