

# 股权结构优化与上市公司治理改进

课题研究人：张宗新、房延安

类别：上市公司研究类

选送单位：东北证券有限责任公司研究发展中心

## 股权结构优化与上市公司治理改进

### 目 录：

#### 一、上市公司股权结构的现状分析

- (1) 未流通股在公司总股本中的比重相当大
- (2) 国有股股权在公司总股本中占绝对优势
- (3) 股权向国家股呈现高度集中性
- (4) 法人股股权在我国上市公司的比重相当高

#### 二、有效率法人治理结构在我国的缺位

- (1) 国有股持股主体与上市公司关系的异化
- (2) 国有产权虚置引致内部人控制
- (3) 市场机制对经理人的约束机制残缺

#### 三、股权结构优化对上市公司治理的效应分析

- (1) 法人治理结构的重构
- (2) 对内部人控制的控制
- (3) 经理人激励与约束机制的强化

## 四、结论

### 1

**内容提要：**我国上市公司治理中存在的产权虚置、内部人控制等机制缺陷与上市公司的股权结构状况之间存在密切关联。基于股权结构与公司治理的高度相关性，上市公司股权结构进行优化，对提高公司法人治理效率具有重要作用，股权结构的优化对公司法人治理结构的重构、对内部人控制的控制以及对经理人激励与约束机制的强化具有明显的正效应。

随着证券市场的纵深发展，如何优化股权结构减持国有股份，从而建立有效的公司治理结构已成为人们广泛关注的焦点。考察我国上市公司的现状，上市公司股权结构不合理，国有股与法人股所占比重较大且不能流通，不利于形成规范的公司法人治理结构，严重影响到公司的经营绩效。因此，必须对上市公司的股本结构进行再设计，适当减持部分国有股，提高流通股的比重，推进股权结构多元化以形成规范的公司治理结构。

### 一、上市公司股权结构的现状分析

目前，我国上市公司股本结构较为复杂，既有 A 股、B 股、H 股，又有国家股、法人股、内部职工股、转配股等划分。A 股、B 股、H 股虽然能够在证券市场上流通，但三种股票却因流通市场的不同而彼此处于分割状态。国家股、法人股、内部职工股和转配股不能在证券市场上自由

流通转让。截至 1999 年末，我国共有上市公司 949 家，其中 A 股 825 家；在 825 家发行 A 股的公司中，有 82 家发行了 B 股，有 19 家发行了 H 股；另外有 26 家公司仅发行了 B 股。表 1 列出了我国上市公司

2

的股本结构及其变动情况。

从表 1 可以看出，我国上市公司股权结构的特征主要表现为以下几点：

(1) 未流通股在公司总股本中的比重相当大。截至 1999 年底，深沪两市上市公司总股本为 3038.95 亿股，流通股总额为 1079.64 亿股，仅占总股本的 34.95%。虽然未流通股在总股本中所占比重有下降趋势，从 1992 年的 69.24% 下降到 1999 年的 53.90%，但是仍维持在较高的比例，并一直处于绝对控股水平。

(2) 国有股股权在公司总股本中占绝对优势。1992 年底国家股比重为 41.38%，1999 年底为 36.13%，平均每年下降不到 1%，但从单个股东而言，国家股仍然处于第一大股东地位。以 1999 年 5 月 14 日深沪两市全部 862 家公司为有效样本进行统计，共有 541 家上市公司设有国家股，占样本总数的 62.76%，其国家股所占的比例分布见表 2。其中国家股比例最高的为轻工机械，国家股比例为 88.58%；国家股比例最低的为 ST 北旅，国家股比例为 1.31%。

(3) 股权向国家股呈现高度集中性，国有股股东是大多数上市公司的唯一大股东。在 541 家设置国有股权的上市公司中，其平均持有国家股的比例为 45% 左右。其中有 312 家国有股股东是唯一持股超过 5% 的大股东，占样本总数的 57.67%，有 473 家公司的国有股权处于绝对或相对

控股地位，占全部设置国有股权上市公司的 87.43%。国家股持股主体以国有资产管理局、国有资产经营公司或上市公司的母公司（集团公司）为主。

3

(4) 法人股股权在我国上市公司中的比重相当高，并有逐步上升并超过国家股的趋势，成为影响公司治理结构的一个重要因素。由于我国国家股不能上市流通，国家股只能通过协议受让的方式转让给法人股东。同时在上市公司资源相对稀缺的情况下，许多企业通过购买国有股权“借壳上市”，导致法人股比重上升。1992 年底法人股在总股本中的比重为 13.14%，到 1999 年底则上升到 19.12%。虽然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则的统计分析可以看出，法人股股东中国有产权占控制地位的比例很高。

表 1. 我国上市公司股本结构情况

| 股 本        | 1992 年 12 月 31 日 |          | 1999 年 12 月 31 日 |          |
|------------|------------------|----------|------------------|----------|
|            | 股份数额(亿股)         | 所占比例 (%) | 股份数额(亿股)         | 所占比例 (%) |
| 1、未流通股份    | 47.69            | 69.24    | 1664.85          | 53.90    |
| (1)国家股     | 28.50            | 41.38    | 1116.07          | 36.13    |
| (2)境内法人股   | 9.05             | 13.14    | 590.51           | 19.12    |
| (3)外资法人股   | 2.80             | 4.07     | 40.51            | 1.31     |
| (4)募集法人股   | 6.49             | 9.42     | 190.10           | 6.15     |
| (5)内部职工股   | 0.85             | 1.23     | 36.71            | 1.19     |
| (6)其它(转配股) |                  |          | 33.20            | 1.07     |
| 2、流通股份     | 21.18            | 30.75    | 1079.64          | 34.95    |
| (1) A 股    | 10.93            | 15.87    | 813.18           | 26.32    |
| (2) B 股    | 10.25            | 14.88    | 141.92           | 4.59     |
| (3) H 股    |                  |          | 124.54           | 4.03     |
| 3、股份总数     | 68.87            | 100.00   | 3088.95          | 100.00   |

资料来源：《中国证券期货年鉴（2000）》第 186 页、第 189 页。

表 2. 上市公司国家股股权所占比重分布

|                  | 0-10<br>% | 10%-<br>20% | 20%-<br>30% | 30%-<br>40% | 40%-5<br>0% | 50%-<br>60% | 60%-<br>70% | 70%-80<br>% | 80%-<br>90% |
|------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 国家股在相应区间的公<br>司数 | 43        | 38          | 71          | 83          | 78          | 95          | 75          | 52          | 6           |
| 占样本总数的比重 (%)     | 7.95      | 7.03        | 13.12       | 15.34       | 14.42       | 17.56       | 13.86       | 9.61        | 1.11        |

资料来源：《上海证券报》1999 年 5 月 16 日《上市公司股本结构一览表》计算整理。

4

## 二、有效率法人治理结构在我国的缺位

股份制作作为现代企业的组织形式，不仅在于其强大的资本扩张力，而且是以有效率的法人治理结构为主要特征。对国有企业进行股份制改造，其实质在于提供一项创新性的制度安排，实现所有权与经营权的有效分离，构建符合市场经济运行要求的经济主体。然而在经济现实中，利用改制契机进行转换经营机制的企业较少。我国上市公司治理结构与治理机制存在明显缺陷：

(1) 国有股持股主体的行政化因素致使公司的委托代理关系不是一种财产所有者与法人所有者之间的关系，演化成为政治功利与经济目标的混同体，即使在国有股持股主体与经营者之间形成了某种形式的契约，但由于这种契约本身缺乏法律基础与市场基础，这种契约也会流于形式。在国有股占主导的情况下，国有股股东对公司的控制表现在产权上趋于超弱控制，在行政上则趋于超强控制（何浚，1998）。经理人员与政府博弈的结果是一部分经理人利用政府产权上的超弱控制形成对企业的内部人控制，同时又利用行政上的超强控制转嫁经营风险，将经济性亏损推诿为体制性因素。这样股份制改制的功能出现严重缺陷，上市公司筹资功能强化，而转制功能无法充分凸现，于是从证券市场上募集数千亿宝贵资金的上市公司却整体出现劣化的趋势。（见表 3）

表 3. 历年上市公司盈亏状况表

|           | 1993 年 | 1994 年 | 1995 年 | 1996 年 | 1997 年 | 1998 年 | 1999 年 | 2000 年中期 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 每股收益 (元)  | 0.35   | 0.32   | 0.25   | 0.23   | 0.27   | 0.19   | 0.20   | 0.10     |
| 净资产收益率(%) | 14.60  | 14.20  | 10.80  | 9.50   | 10.99  | 7.96   | 7.99   | 4.16     |
| 亏损家数      | 0      | 2      | 17     | 31     | 41     | 77     | 79     | 119      |
| 亏损比例 (%)  | 0      | 0.68   | 5.26   | 5.85   | 5.50   | 9.16   | 8.32   | 11.56    |

资料来源:《中国证券期货年鉴(1999)》第 72 页、《中国证券报》2000 年 8 月 31 日。

5

(2) 国有产权虚置引致内部人控制。由于公司治理的本质是解决所有权和控制权分离而产生的代理问题, 因此公司治理结构的核心是处理好作为委托人的股东代表与作为代理人的经理人员之间的关系。公司治理是在产权诸项权能的基础上形成的, 合理的产权制度安排是有效公司治理的必要前提与基础。现代公司理论表明, 在股权相对集中的条件下, 大股东直接对企业实施监控是公司治理有效性的关键(Rechner,1989)。目前我国上市公司中国有股权占决定控股地位, 以国有股为主导的上市公司内部人控制严重, 国有股权的有效持有主体缺位, 致使国有产权虚置, 没有形成人格化的产权主体, 大股东对企业的监控机制难以建立, 这种制度的缺陷容易衍生经营者道德风险, 产生内部人控制。同时, 就公司的委托代理机制而言, 由于上市公司基本上被国家或法人控制, 中小股东特别是小股东缺乏监督约束经理人的动力与手段, 弱化了中小股东约束, 侵害了中小股东的权益。

(3) 市场机制对经理人的约束机制残缺。在成熟市场经济条件下, 股东对经理人员的监督与制约, 是通过有效率的公司价值评定和公司控制权转移的资本市场以及其它一些制度安排来加以实现的, 规范的股份制度与股票市场可以通过一系列市场手段(如公司控制权之争、敌意接管、融资安排等)约束经理人行为, 迫使经理人努力工作(Fama,1980)。但在我国目前的股票运行机制下, 国家股、法人股占上市公司总股本比

重较大，且不能上市流通，因而占总股本比重较小的流通股在二级市场上的买卖不能或基本上不发生公司控制权的转移，破产机制、兼并机制、经理市场效率残缺，外部股东对企业行为与经理人的约束相应弱化，“用

6

脚投票”机制无法实现。

### **三、股权结构优化对上市公司治理的效应分析**

公司的股权结构对公司治理机制有深刻的影响，我国上市公司治理机制的缺陷与上市公司本身的股权结构存在密切关系。根据孙永祥对公司股权结构与公司经营运作治理机制之间的相关性分析，发现具有一定集中度、有相对控股股东、并且有其他大股东存在的股权结构，较高度集中和高度分散的股权结构，总体而言更有利于公司治理机制作用的发挥（孙永祥，1999）。

如何针对我国上市公司有缺陷的法人治理结构，进行股权结构优化进而寻求国有股的有效退出机制，以提高公司法人治理效率，是当前证券市场迫切需要解决的重要问题。在此，我们将着重讨论股权结构优化对上市公司的治理机制产生何种效应。公司价值是股权结构的函数，公司的股权结构与促进公司经营运作的治理机制之间具有相关性，因为它对公司治理机制作用的发挥具有正面或负面的效应，股权结构的变化对上市公司治理结构的改进将产生深远的影响。这些治理机制包括对公司法人治理结构的重构、对内部人控制的控制、对经理人激励与约束机制的强化。

（1）法人治理结构的重构。如前面所讨论，国家控股且是上市公司唯一大股东的股权结构，是影响我国公司治理效率的深层次原因。过去

我们曾一直考虑通过解决国有股的所有者缺位来解决公司治理的主体问题，但在所有制的框架内探讨国有股主体问题存在许多现实性障碍，难以建立一种有效的国有股股东与经营者之间的权利对立制衡机制。

7

上市公司股权结构优化的直接效果是通过国有股持股主体的变化，或国有股权比例的下降，非国有股权比例的相应增加，从而可能引入其它所有制性质的投资人，改进公司法人治理。相应地，公司的董事会、监事会、经理层的结构都将随之发生较大变化，即使国有股仍然处于相对控股地位，也有助于健全公司内部的制衡体系，并促进上市公司法人治理结构的改善。同时，国有资产管理局或国有资产经营公司持有国有股权，作为上市公司的唯一大股东，在公司的权力执行机构——董事会中占据极少的席位，与此对应，法人股股东也由于股权分散且持股比例低，因而进入董事会的机会较少，甚至有些公司董事会成员中根本没有法人股股东的代表。而通过股权结构的优化，在一定程度上可以解决国有产权的虚置问题。

在此，我们以上市公司控制权转移来考察公司治理结构的变化。1997年证券市场共有46家公司发生控制权转移事件，根据对19家实现控制权转移的深市上市公司进行统计，在控制权转移的半年之内，有49.93%的董事发生更替，其中8家公司的董事变动比例在70%以上，10家公司的变动比例在50%以上。其中变动最大的是内部董事，其次是国有资产管理部门派出的董事，原有董事或者离职，或者成为非董事会成员，同时经理层也发生相应变动，留任的经理人员只是少数，这样通过董事会结构的调整，从根本上改变内部人控制董事会的局面，影响经理层的产

生、运行机制，有利于发挥董事会对经理人的监督与约束，有利于形成较为合理的公司治理结构。考察 1998 年上市公司国有股权的控制权转移案例，有 15 家公司的国有股股权属性由国有资产管理局或国有资产

8

经营公司持有，在公司控制权发生转移后，公司国有股持股主体转变为法人股东。通过对上市公司股权转让的实证分析，我们认为，法人股股东的引入与国有股持股比例的降低，是解决国有股所有者缺位的有效选择，这不仅使上市公司股权结构本身优化与公司治理的提高，而且有利于构造一个建立在财产所有权与法人所有权基础上的所有者与经营者的委托代理关系，降低代理成本。即使股权的属性仍为国有性质，股权由国有资产管理部门转移到国有集团公司，但由于持股主体的变更，存在不同程度的“廉价投票权”问题，监督的积极性与效率要更高一些(张维迎,1999)。

(2) 对内部人控制的控制。由于所有权与经营权的分离，引致代理问题，即经理人员与出资者潜在利益的不一致性，产生内部人控制。国有控股上市公司存在的突出问题是内部人控制，即经理层作为内部董事实际控制着公司的经营决策活动。由于国有控股上市公司通常由国有企业改制而成，原国有企业的高级管理人员成为股份公司的董事和经理人员，他们在很大程度上控制着企业的经营决策，容易形成内部人控制的局面。内部人控制一般可以通过两方面进行考察：其一是董事长与总经理的两职合一；其二是董事会成员的构成。就董事长与总经理的两职合一问题，吴淑琨对我国上市公司进行实证分析发现，两职完全分离的公司中国有股的比例最低，占 14.2%，相应地在两职完全合一的公司中，

国有股的比例较高(吴淑琨,1998)。按照现代公司理论,公司治理在本质上要处理的是由所有权与控制权相分离而产生的代理问题,由于作为委托人的股东和作为代理人的经理人员之间的利益冲突,产生企业经理

9

人员的激励约束不相容,代理人便具有“败德行为”和“逆向选择”的动机。而董事长与总经理的两职合一,本身意味着总经理自己监督自己,这必然导致董事会监督职能的丧失。因此,董事长与总经理两职应该进行分离,以维护董事会的独立性与有效性。从这个意义上讲,适当降低国有股股权比重进行股权结构优化有助于上市公司两职合一现象的减少,从而对形成有效的公司治理有重要的推动作用。尤其在两职合一与国有股东缺位同时存在的情况下更有现实性意义。

董事会成员的构成,是衡量上市公司内部人控制的另一项重要指标。由于我国上市公司股权结构的特殊性,公司内部人控制程度较高,并且国有股权比重与上市公司内部人控制呈正相关。根据谷书堂的抽样调查显示,我国设有外部董事的上市公司占样本公司总数的 50.52%,其中第一大股东对公司进行完全控制的公司(第一大股东的代表占董事会成员的比重为 100%)设有外部董事的比率仅为 14.3%(谷书堂,1999)。何浚以“内部人控制度”(内部董事人数/董事会成员总数)对上市公司内部人控制程度进行分析,发现在其所搜集的 406 家样本公司中,每公司平均拥有董事 9.7 人,其中外部董事 3.2 人,内部董事 6.5 人,平均内部人控制度为 67.0%,并且上市公司内部人控制度与股权的集中呈高度正相关(何浚,1998)。我们根据 1997 年发生股权转让的 25 家样本公司进行分析,公司内部董事在国有股变更前占据董事会的大部分地位,内部

董事比重为 61%，在国有股股权转让后，公司的内部董事则显著减少，平均占董事会总人数的比重降为 35%，在绝大多数样本公司的董事会中，外部董事多于内部董事，有的样本公司如一汽金杯、ST 高

10

斯达，其董事会成员则全部由外部董事担任。

如何使内部人控制保持在合理的限度之内，避免由内部人控制导致对股东利益的损害是现代公司治理所追求的重要目标。针对我国上市公司的股权结构状况与现有的制度背景，我们认为，通过股权结构的优化特别是企业法人股东的引入，将使上市公司内部人控制限制在一个相对正常的范围之中，这种内部人控制的约束是通过增加外部董事，改变董事会成员构成，避免董事长与总经理职权合一的途径来实现的。

(3) 经理人激励与约束机制的强化。在激励与约束机制中，对经理人行为产生决定性影响的制度主要有两个：一是收入制度；二是组织制度。对于经理人而言，收入制度实质上不在于收入水平的高低，而在于参与剩余分配的程度(Moerland, ,1995)。从对上市公司经理人员年薪水平与公司经营业绩的抽样调查表明，上市公司经理人员的报酬水平与其经营业绩之间存在弱性相关联。这意味着年薪制并不存在对经理人的有效激励。股权结构的变化对公司治理的改进主要体现在企业经理人员组织制度的重新安排上。股权结构的变动，特别是控制权的转移，将以强制性的制约手段约束公司经理人的治理失误。

有效率的监督约束机制，将以合理的市场和制度安排迫使经理人员不致背离公司价值最大化行为过远。这些约束力量包括产品市场的竞争压力、经理人员市场和公司控制权市场。进一步说，对经理人员行为的

监督是通过“一揽子内部和外部监督手段来实现的”（Fama, 1980）。特别是经理市场的存在与经理更换的压力，是促使经理人努力工作的重要原因。完善的经理市场对企业经理人员形成强有力的行为约束，由于

11

经营失败或者侵害所有者利润而被所有者更换的经理人员在经理市场上的价格会大大下降，同时也不容易在该市场上找到好工作。

以此来考察我国的经理人员市场，我们发现在国有股作为控股股东的上市公司中，企业代理人一般由改制前的国有企业领导人担任，并且通常由政府组织部门任命，因此经理人便具有了双重身份与人格。由于在组织体系上的路径依赖性，可以认为这些上市公司经理人的约束与激励机制与企业改制前的国有企业基本上相同。通过股权结构的变化，尤其在公司控制权转移之后，公司经理人员的产生将突破传统的行政路径，法人大股东对经理人员的选择将采取市场标准，将更加注重个人的经营管理才能，并有可能通过董事会来对总经理加以约束，因此，这对股东与经理人之间形成有效契约关系和建立有效的代理人激励约束机制是有利的。公司治理的这种变迁将有利于发挥董事会对经理层的直接约束，并进一步提高公司治理结构的效率。

#### 四、结 论

本文通过对我国上市公司股权结构的状况进行分析，发现股权结构的不合理导致公司治理结构的缺陷，治理效率的丧失。与此对应，股权结构的优化，对法人治理结构的重构、内部人控制的控制、经理人激励与约束机制的强化具有明显的正效应。

对于上市公司股权结构与治理机制的问题，已经引起国内经济理论

研究者的重视，对目前我国上市公司独特的股权结构（何浚，1998）和上市公司的内部治理机制（谷书堂，1999）进行了深入考察，并对股权结构与公司价值的相关性（孙永祥，1999）进行了分析，但股权结构的

12

变动对公司治理效率的影响则被国内经济理论界忽视。本文在对我国上市公司股权结构分析的基础上，侧重分析股权结构的优化对公司治理与绩效的重要影响，并结合我国国有经济的战略性调整，以股权结构优化来推动我国上市公司治理的改进。同时，本文研究结果的政策意义在于为我国上市公司国有股的退出，国有股的部分流通与股权结构的合理设计，提供理论性指导。

#### 参考文献：

- 1、[日] 青木昌彦、钱颖一．转轨经济中的治理结构[M]．中国经济出版社，1994．81-98．
- 2、张维迎．企业理论与中国企业改革[M]．北京．北京大学出版社，1999．85-95．
- 3、何 浚．上市公司治理结构的实证分析[J]．经济研究，1998(5):53-56．
- 4、吴淑琨等．董事长与总经理两职的分离与合一[J]．经济研究，1998(8):24-27．
- 5、谷书堂等．中国上市公司内部治理的实证分析[J]．管理世界，1999(6):146-148．
- 6、孙永祥等．上市公司股权结构与绩效[J]．经济研

究,1999(12):24-27.

7、Fama,E.F.1980,Agency Problems and the Theory of the Firm,Journal of political Economy88, 288-307.

13

8、Rechner,Paula L.1989,corporate governance:fact or fiction? Business Horizons,Vol.32,Ju/Aug ,11-15.

9、Aoki,M.1995,“Controlling the Insider control”,in M.Aoki and H.kim(eds.),Corporate Governance in Transitional Economics:Insider control and the role of Banks, EDI Developmental Studies, the World bank.

10、Moerland, P.W., 1995, Corporate Ownership and Control Structures : An International Comparison, Review of Industrial Organization26, 17-34.

