

证券论文：上市公司股权结构调整与治理结构改善 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/41/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E8\\_AE\\_BA\\_E6\\_c33\\_41824.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_41824.htm) 一、我国上市公司股权结构的基本特点 我国资本市场的发展是在特殊的环境下起步的，发展之初就将上市公司的股份分为流通股和非流通股，非流通股不允许上市流通。在上市公司的股本构成中，已流通股份只占35%左右，而尚未流通股股份却达到65%左右（参见表1）。上市公司的股份被人为分割为流通股和非流通股，造成场外交易价格与场内交易价格相差悬殊，在可流通股份所占比例过低的情况下，通过场内交易的方式对公司进行收购兼并不仅成本极高，而且几乎不可能实现，这也使得上市公司在场内几乎感受不到直接来自兼并与恶意收购的威胁，市场交易对上市公司的外在约束力明显不足。不仅如此，股权的分割使得流通股股东和非流通股股东的利益明显不对称，比如就上市公司分红而言，流通股股东与非流通股股东的实际收益率就相差很大。上市公司的非流通股主要是国家股和法人股，其中国家股又居于主导地位。1999年以来，国家股的持股比例还呈上升趋势。从上市公司的股本结构可以看出，总体而言国家股股东在上市公司中居于控制地位，上市公司的经营决策因此将在很大程度上受国家股股东的影响。问题在于，国家股股东不同于流通股股东和其他法人股股东，国家股股东不仅关心上市公司的回报（意味着国有资产的保值增值），而且还关注就业、社会稳定、财政收入等指标，即国家股股东的特殊性在于其目标是多元的，在多重目标约束下，国家股有时会为了其他目标而并不将利润最大化

的目标放在首位，因此国家股股东的利益与流通股股东的利益并不完全一致。上市公司的股权结构还呈现出明显的“一股独大”特征。《2002上市公司董事会治理蓝皮书》对2002年4月30日之前披露年报的1135家A股上市公司的调查结果表明第一大股东平均股权比率为43.93%，而这些第一大股东80%以上是国家机构或国有法人，“一股独大”现象十分严重。表1 我国上市公司股本结构情况 资料来源：根

据<http://www.csrc.gov.cn/CSRCSite/tongjiku/default.html>整理计算。二、上市公司治理结构面临的主要问题 一般来说，公司治理是解决股东、董事会、公司管理层以及公司利益相关者之间的利益关系问题。我国上市公司的治理结构从制度框架上是由股东大会、董事会及经理层、监事会构成。从三个组织机构的关系看，股东大会是公司的权力机构，股东大会选举和更换董事；董事会对股东大会负责，聘任或解聘经理；经理对董事会负责；监事会对董事和经理的行为进行监督。但由于股权结构、股权性质以及制度设计等方面存在的一些问题使得“新三会”的治理结构并未形成有效的制衡机制。

（一）股东大会受控股股东控制 由于我国上市公司的股权结构呈现出明显的“一股独大”特征，受此影响，控股股东很容易获得股东大会的控制权，而受各种条件所限，流通股股东几乎很少参加股东大会则使股东大会演变成了大股东会。根据湘财证券（2001）的调查统计，我国上市公司股东大会的参会人员严重偏少，平均出席股东大会人数为74.65人，最少为1人。从参会代表的结构看，国家股股东的出席率最高，法人股股东其次，流通股股东最低。流通股股东出席股东大会的人数占流通股股东总数的比例平均仅占0.21%。股东大会

是上市公司的权力机构，控制了股东大会也就意味着控制了上市公司的控制权。而上市公司的控制权被单一或少数股东掌握后则无疑加大了大股东侵占上市公司（中小股东）利益的风险。（二）董事会受制于控股股东和内部人的特征十分明显 大股东对上市公司的控制主要通过大股东对董事会的控制来实现，即通过自己推荐的候选人经股东大会选举通过后进入董事会发挥作用。大股东由于持有的股份较多，通常可以直接或委派自己的代理人出席董事会，因此在董事会中能够很好地保障自己作为股东的权利。不仅如此，由于中小股东持股份额较少，并且居住地分散，小股东间的沟通渠道不通畅，因此中小股东的代表很难通过股东大会选举进入董事会，这使得大股东在董事会中所占席位的比例很可能超过其持股比例、甚至董事会完全被大股东所控制。李东明等

（1999）对1997年6月至1999年5月期间发行上市的全部222家公司的董事会构成情况进行了研究，结果发现74.33%的样本公司董事会代表的股权比例超过50%，43.69%的样本公司董事会代表的股权比例超过2/3。董事会代表的股权比例低于30%的公司只占样本总数的5.86%。《2002上市公司董事会治理蓝皮书》对股权结构及各代表席位构成的研究也表明，我国上市公司董事会基本上是第一大股东控制，很难体现中小股东的参与意识。在其所调查的1135家上市公司中，从总体上看，人民币普通股35.95%的股权比率，仅占其董事会成员的7.42%。虽然大股东控制董事会能较好地保障大股东的权益，有利于维护投资者的积极性。但大股东控制董事会的结果常常成为大股东操纵，董事会则成为大股东的一言堂。大股东控制下的董事会决定了中小股东的利益很难得到直接体

现，在证券市场的法律体系还不完善、制度基础相对薄弱的情况下，中小股东就成为上市公司的股东群体中利益最容易受到侵害的一部分。在我国证券市场中，因大股东控制所导致的损害公司利益的事情并不少见，比如通过关联交易变相转移公司资产从而侵犯其他股东利益的事情曾频频发生。由于国有股的委托代理问题一直未能找到有效的解决方案，我国上市公司中内部人控制现象比较严重。根据《2002上市公司董事会治理蓝皮书》的调查统计，在内外部董事构成方面，外部董事席位数仅占7.24%，这说明上市公司的董事会主要被内部董事控制。值得注意的是，李东明等（1999）的研究发现当上市公司的最大股东为国有资产管理局或经营公司时，往往在董事会或监事会中没有最大股东的代表，从公司董事会和监事会的组成人员来看，呈现出典型的内部人控制模式。内部人控制董事会虽然有助于上市公司经营管理决策的制定和实施，但董事会目标与股东利益相背离的风险也会加大，比如董事会可能会追求内部利益最大化而不是股东利益最大化，导致股东的利益得不到保障。不仅如此，由于国家股在上市公司中居于主导地位，股权性质的特殊性决定了国有股的委托代理机制还存在很大问题，表现为虽然国家股东的性质以及国有股权的代表人是明确的，但国有股权代理人的利益与股权的利益并不直接相关，因此国有股权常常并未代表国家的利益，而成为部门利益或地方利益、甚至是内部人利益的代表。这使得上市公司的行为也常常并不代表大股东的利益，而成为内部人控制的工具。（三）对经理层的激励约束机制与股东利益的关联度低 现代企业理论认为企业的控制权和剩余索取权应尽可能的匹配。我国的上市公司中，

经理人员在很大程度上拥有对企业的实际控制权，但并不是剩余索取权者和风险承担者。对经理层激励约束机制的扭曲则进一步弱化了经理层利益与上市公司利益间的关联性。魏刚（2000）的研究表明，上市公司对经理层的激励机制中，非报酬激励作用大于报酬激励，其主要表现是：上市公司管理人员从公司获取报酬的比例很低，平均仅为50%；报酬结构形式单一，总体持股数量较少、持股比例偏低；高级管理人员年度报酬与公司经营绩效相关程度不高，年度报酬对高级管理人员没有产生显著的激励作用。斯道延坦尼夫等（2002）的研究也得出了相似的结论。对经理人员激励机制的扭曲将不可避免导致经理人去满足实际控制人（或监督人）的利益。由于非报酬激励仍然是对经理人员激励的重要方式，而非报酬激励主要是由政府部门（国有资产管理部门或当地政府等）做出，因此经理人员会有很大的动力去满足政府部门的要求。政府部门的目标是多元的，满足政府部门的目标通常意味着会在一定程度上偏离股东价值最大化的单一目标。而在内部人控制的情况下，经理人员可能会依靠其实际控制权损害全体股东的利益。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)