

河南省社科规划办

2003 年度社科规划项目

国有控股公司融资结构与治理结构 互动机制研究

项目批号：2003CJJ017

完成单位：信阳师范学院

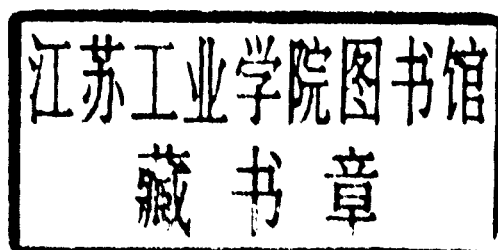
完 成 人：李保红 蒋国平 李 毓 何 喆

黄任燕 梁静波 吴国琴 曾庆学

2004 年 8 月

主题研究报告

《国有控股公司融资结构与治理结构互动机制研究》



完成人：李保红、蒋国平、李毓、何喆、
黄任燕、梁静波、吴国琴、曾庆学

2004 年 8 月

函审材料目录

- 1、研究报告
- 2、主题研究报告
- 3、专题研究报告
- 4、课题组成员公开发表的相关论文

《国有控股公司融资结构与治理结构互动机制研究》

工 作 报 告

本课题是河南省社科规划办 2003 年度社科规划研究计划项目，项目名称为“国有控股公司融资结构与治理结构互动机制研究”，批号为 2003CJJ017。

项目主持人李保红，系信阳师范学院经济管理科学院教师、教授、硕士，多年来从事管理经济的研究工作，在管理经济学方面取得了一定成绩，项目组其它成员有：蒋国平、李毓、何喆、黄任燕、梁静波、吴国琴、曾庆学，项目完成单位为信阳师范学院。

自该项目下达以来，在项目负责人李保红的组织下，制定了详细的研究计划，明确了人员分工，项目组成员多次到郑州、洛阳、信阳、广州、上海等地进行调研；到上市公司、证券公司收集数据、资料；向企业了解情况，取得了感性材料；又与通过互联网、学校图书馆查阅的文献、数据、资料相结合，构造了实证分析模型，深入分析了国有控股公司融资结构与治理结构互动机制研究。特别是从理论上深入分析了融资结构与公司治理结构内在联系与机制，实证分析了我国上市公司融资结构的治理效应、国有控股公司治理结构不完善对融资结构的影响。并提出了我国优化融资结构、完善治理结构、提高治理效率的政策建议。

经过项目组成员的共同努力，课题组撰写 7 千多字的专题研究报告、3 万多字的主题研究报告，在省级以上刊物上公开发表了 6 篇研究论文（其中 5 篇发表在中文核心期刊上），完成了既定的研究任务，达到了既定的研究目标。

李保红

2004 年 8 月 12 日

《国有控股公司融资结构与治理结构互动机制研究》

目 录

一、引言.....1

二、融资结构与公司治理结构的内在联系与机制.....2

 （一）不同融资方式的公司治理功能.....3

 （二）融资结构对公司治理结构的决定作用.....6

三、我国上市公司融资结构治理效应的实证分析.....10

 （一）上市公司股权治理效应的实证分析.....10

 1、我国上市公司股权结构现状.....10

 2、股权结构的畸形导致公司治理结构存在严重的缺陷.....13

 3、股权结构治理效果的实证研究.....16

 （二）上市公司债权治理效应的实证分析.....22

 1、上市公司债权结构的现状.....22

 2、上市公司债权结构的不良影响.....26

 3、债权融资治理效应的实证分析.....27

四、国有控股公司治理结构不完善对融资结构的影响.....28

 （一）国有控股公司治理结构的现状.....28

 （二）国有控股公司治理结构不完善对融资结构的影响.....31

五、启示及建议.....33

 （一）充分重视融资结构的公司治理的效应.....33

机制.....	33
(三) 优化股权结构.....	34
(四) 改革国家所有制，实施法人所有制.....	35
(五) 强化银行债权约束.....	37
(六) 大力发展企业债券市场.....	38
(七) 防范内部人控制，健全公司激励与约束机制，完善公司治理 结构.....	39

国有控股公司融资结构与治理结构互动机制研究

研究报告

一、引言

在市场经济条件下，从本质上讲，企业对融资结构的选择就是对法人治理结构的选择。而融资结构又不是自发形成的，它对于一国的历史、文化特别是管制环境有很强路径依赖性。随着我国现代企业制度的逐步建立和市场经济的不断成熟，以及银行商业化的不断深入，企业正日益成为其自身融资方式与途径的决策者。特别在加入WTO后，中国企业的融资环境正发生着重大的变化，融资渠道和空间将不断拓宽，不同融资方式及其获取资金之间的差异正日益显露，融资结构的重要性也日渐突出。随着市场化程度的不断提高，以盈利为目的的投资，由政府分配，逐渐转向由市场配置。国家通过政策调控资本市场，机构投资者和个人投资者大量地通过资本市场选择项目、选择业主、自担风险。这将成为商业性投资的主渠道。但机构和个人投资者包括国际投资机构均无意对投资的企业发号施令或直接干预，他们希望通过资本市场和公司建立联系，希望通过规范有效的公司治理结构来保持自己对公司的最终控制权，在所有权和经营权分离的情况下实现自己合法权益最大化。因此，资本市场的投资者十分看重的是公司治理结构的有效性。一般而言，他们不得不承受由于经营失误而造成的损失，但他们绝不接受由于公司治理结构扭曲，或暗箱操作而带来的风险(陈清泰，2002)。党的十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中特别强调，在对国有大中型企业实行公司制改革时，要以建立规范的公司治理结构为核心，要明确股东会、董事会、监事会和经理层的职责，形成各负其责、协调运转、有效制衡的公司法人治理结构。但实际上，即使是现代企业制度典范的上市公司，在公司治理结构方面也存在诸多问题，比如公司经营绩效低下、运转不协调、亏损公司逐渐增多、内部人控制现象严重等等。造成企业治理结构不合理的原因是多方面的，有历史因素、国情影响、制度制约等等，完善公司治理结构是一项艰巨而又复杂的系统工程。其中，融资结构与治理结构的协调发展是现实的必然选择。因为，融资结构实质上是各种资金背后的产权主体相互依存、相互作用、共同生成的某种利益格局，这种利益配置格局对公司治理结构具有决定作用。仅就法人治理结构的某些内容进行调整或变动，很难达到优化治理结构，提高企业国际竞争力的目的。

本文以中国国情为背景，借鉴西方融资结构理论与公司治理理论，以国有控股公司为研究对象，来探讨融资方式、融资结构与公司治理结构的内在联系与互动机制，寻求一条完善我国公司治理结构、提高治理效率的新思路。

二、融资结构与公司治理结构的内在联系与机制

随着社会生产规模的扩大，业主所有制的古典企业，逐渐进化为现代公司制企业。所有权与经营权相分离是公司制企业的主要特征之一，它为企业引入了专业的管理人员，企业经营效益不再受业主本人禀赋的限制。但同时，由于管理者与所有者两个行为主体的效用函数不同，注定了两者的利益并不完全一致。而信息不对称情况的广泛存在，使股东无法对管理者进行完全的监督，企业的控制权实际掌握在经营管理者手中。治理结构就是在这情景下，作为一种可行的解决办法引起了人们的关注。

公司治理（Corporate Governance）则是指对公司的支配、控制、管理和运营，即有效地掌握和运用公司的资源，以实现公司的目标；其有效性是靠一系列的组织机构和制度安排来保证的。而公司治理结构则是一套制度安排，用以支配若干在企业中有重大利害关系的团体——投资者(股东和贷款人)、经理人员、职工之间的关系，并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括：如何配置和行使控制权；如何监督和评价董事会、经理人员和职工；如何设计和实施激励机制。公司治理结构的基本构成主要包括股东大会、董事会、经理和监事会。股东大会作为资产委托人将其财产交董事会代理，并委托监事会进行监督。作为代理者，董事会又将公司财产委托给经理层代理，股东大会是最高权力机构，董事会是经营决策机构，经理是决策执行机构，监事会是监督机构。可见公司治理结构应是一个多层委托代理、权责分明、相互制衡、相互协调的制度安排。公司治理结构的建立和健全与否直接影响着公司的质量和运营绩效。

融资结构（Financial Structure）又称金融结构，是指企业在取得资金来源时，通过不同渠道筹措资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。它具体包括三个方面的内容：一是股权融资与债权融资的比例关系；二是公司内部融资（留用利润）和外部融资的比例关系；三是各种资本的构成关系。而资本结构（capital structure）又称财务结构，是指企业取得长期资金的各项来源的组合及其相互关系，即企业长期融资工具的组合，也就是企业负债和权益的比例。现实中，学术界通常把资本结构、融资结构作为可相互替代的名词。

融资结构与公司治理结构是企业理论中的两个重要问题，二者之间存在着有机联系。帕格洛夫提出的理论分析框架、詹森和麦克林的代理成本理论模型(1976年)、哈里斯和雷维夫(1989年)建立的有关投票权和剩余所有权匹配的模式等，使我们看到，在公司融资结构与公司治理结构之间存在着多种渠道的联系。融资结构不仅仅体现了企业资本的不同来源，它还影响到企业权力在各个利益主体之间的分布关系，决定了各利益主体所受到的约束及激励强度，影响着公司治理机构的运行效率。正如米勒教授所言：适当资本结构的选择可促进公司治理结构、提高治理效率，而好的治理结构又能确保公司治理层得到正好为其投资所需，但又不是更多的资金来完成有利可图的项目。也就是说，融资结构可通过股权和债权特有作用的发挥及其合理配置来协调出资人和经营者之间、出资人内部股东与债权人之间的利益和行为。

(一) 不同融资方式的公司治理功能

1、股权融资的公司治理功能

如果企业以股权契约的形式对外融资股票，持有者就是企业的所有者，拥有企业的剩余索取权和剩余控制权。股权融资的治理功能通过股东对企业的控制和对经营激励来实现。

(1) 内部控制

内部控制是股东以其所拥有的投票权和表决权，通过投票选择公司董事会，由董事会选择管理者，将企业的日常经营决策委托给管理者来实现。如果管理者未尽股东的法定义务或者存在有损于企业价值的行为，股东可以通过董事会更换经营管理者。概括说，内部控制主要包括股东大会上投票权、董事会的监督代理权竞争等，这实际上是一种股东用手投票的监督方式。投票权主要体现在选择公司经营者和公司重大决策等权力上，对这些权力的追逐也会导致股东之间代理权的竞争，同时股权决定董事会的人选，特别是部分股东进入董事会后，股权在公司的治理作用又顺延到董事会中，或间接通过董事会进一步发挥对经营者的监控作用。这是因为大股东由于拥有某个企业的股份过大丧失了因股票分散而降低风险的好处，所以需要从监督中补偿。内部控制的有效与否与公司股票的集中程度、股东性质、董事会及有关法律法规规定的投票比例有关。

(2) 外部控制

在内部控制不能有效发挥作用时，股东最后的控制就是退出，用资本市场

上的接管来对经营者施加压力。这实际上是一种用脚投票的监督方式，主要适用于股份分散公司的股东行使控制权。按照资本市场理论，股价反映企业的价值，如果经营者脱离利润最大化目标，企业股票价格就会下降。当下降到一定程度时，股票市场上的收购者就会以高于市场的价格收购该企业的股票，在达到控股额数后，便可替换或控制现有经营者，使企业重新回到利润最大化轨道。股价上升，接管者从中受益，而且，即使接管没有实际发生，它有可能发生这件事本身对经营者已构成威胁。为了避免它真的发生，经营者最好的办法就是努力经营，至少不敢脱离利润最大化的轨道太远。以上投票权、代理权竞争、董事会监控、退出和接管机制共同组成一个有机的股东控制权体系，这一体系又是构成公司治理结构的基本组成部分。

(3) 股权结构对经理的经营激励也具有影响。经理拥有公司股权或股票期权正成为许多公司激励经理的重要方法。而融资结构则会对此种激励的大小产生影响。我们可以用一个简单的数学模型来表示这种影响机制。设经理的股权融资金额为 A ，其他股东的股权融资金额为 B ，则通过股权融资获得的资金总额为： $A+B$ ，而经理所占有的股份比例为： $A/(A+B)$ ，假定公司的债权融资金额为 C ，同时公司的资产收益率为 R ，债务利息率为： K ，(且 $R>K$)，容易理解，经理的股权收益率为： $G=[A/(A+B)] \cdot [(A+B) \cdot R + (R-K) \cdot C]$ 亦即： $G=A \cdot R + [A/(A+B)] \cdot (R-K) \times C$ 毫无疑问，随着债务融资量 C 的增加，经理的股权收益也趋增加。如果公司能获得足够多的债务融资支持公司运作或项目开发经营，进而公司可以直接减少其他股东的股权投资金额，或者可以通过回购股份，减少其他股东的股权投资金额，则 C 增加及 B 减少的双重作用，可以较大地增加经理的股权收益。

2、债务融资的公司治理功能

通常来说，债权人控制与股东控制相比，债权人控制更加有力：首先，企业的商贸结算和贷款都是由银行办理的，对企业资产负债信息的掌握比所有者更多、更准确；其次，债权人对企业的控制通常是通过受法律保护的破产程序来进行的。再次，股东内部控制的有效性取决于多种因素，并且有着内在的缺陷，因此，负债能更好的约束经营者。债权融资的公司治理功能主要表现为：

(1) 债权融资可以有效发挥对经营者的监督约束作用，可以在一定程度上抑制经理的过度投资。债务约束是一种“硬”预算约束，这种“硬”约束主要体现

在三个方面：一是到期必须归还本金和利息；二是只有符合条件的企业才能取得债务资金；三是负债的破产约束。这种“硬”约束将减少经理可用于享受其个人私利的自由资金流量。从这个角度来说债务支出削弱了低效投资的选择空间，从而可以抑制经理的过度投资行为。因为公司发行股票所获得的资金，是股东无法收回的，因而，经理很可能利用股权融资资金随意从事为了扩张公司规模而作的投资活动，尽管这些投资的收益很差，或者净现值为负。与此相反，通过借债而融入的资金，则是公司所必须偿还的。公司经理必须考虑在债务到期时，公司要有足够的收入或其他现金，以偿还债务本息，否则，面临的将是诉讼与破产。负债较多或债务杠杆比例增大，将可以减少经理随心所欲支配的现金，进而抑制经理追求扩张公司的过度投资行为。而同时，债权人专家式的监督会给企业经理带来新的约束。对于那些能产生巨大现金流量的行业与公司，如烟草、电力、电信等行业而言，债务的这种作用更加明显。它可以抑制经理乱投资办实体、乱搞三产等行为，进而一定程度上降低代理成本。

债权人在企业破产时的控制方式有两种：一种是清算即把企业的资产拆开卖掉，收益按债权的优先序列分配，其结果是，在位经营者也往往被“清算”出企业。另一种是重组，即由股东、债权人和经营者等，就是否对负债企业的资产及负债重新进行调整组合和处理的协商过程。如果重组后的价值大于清算的价值，破产企业可能被重组。典型的债务重组是：“债转股”、延期偿债、减免债务本金和利息、注入新的资本等。典型的资产重组包括：剥离不良资产、引入新的管理制度、改变经营方向及采用更合适的生产技术等。重组也有可能更换企业经营者，但通常来说重组比清算更有可能保留他的工作。

(2) 债务的信息传递功能，可以减少信息不对称程度，形成更有效的经营激励机制。

根据不对称信息理论，在信息不对称时，缺乏信息的一方会在市场上搜寻信息，而拥有信息优势的一方也会通过市场渠道向外界传递其优势信息。由于两权分离，经营者与所有者之间不可避免的存在着信息的不对称，这会影响所有者对经营者激励和约束的成效。而债务的引入，在一定程度上恰恰可以减少这种信息不对称程度。由于破产威胁的存在，经营状况不佳的企业，不敢背上过多的债务负担。因此，负债率的高低，向所有者传递的是企业经营状况的好坏，有利于利害相关者正确的评价企业和企业经营者，形成更有效的经营激励机制。

(3) 债权具有约束企业股权所有者的作用。对于经营者不拥有股权的现代企

业来说，由于小股东在对企业的监督中搭便车，从而会引起股权约束不严和内部人控制的问题，但适度负债就可以缓解这个问题。因为，如果企业因经营效益差而进入破产程序，那么，企业的资产就首先来抵偿企业债务。所以，破产机制的存在使股权所有者承受着更多的经营风险，会使股东更加关注企业的经营状况，更有动力监督企业的经营。

上述分析表明：融资结构和公司治理结构之间有着紧密的关联，而股票的投票权和债务的硬约束在公司治理结构中处于互补地位，缺一不可。只有发挥两者的合力作用，才能有效的完善公司治理结构。

（二）融资结构对公司治理结构的决定作用

在企业融资过程中，伴随着资金的转移会发生权利和义务的变化，各利益相关主体必然要对资金的使用、收益分配和控制等相关的权责利关系进行界定。在这一过程中，投资者为了保护自身的利益，一方面，要采取措施调动管理者的积极性；另一方面，又要对管理者进行必要的监督与约束。概括起来讲，就是要形成有效的约束与激励机制，而这恰恰是企业法人治理结构的核心。因此可以说，公司治理结构是一种以资本为核心，以对资本收益的分配为纽带，使出资者与经营者目标趋于一致的制度安排；从表面上看，融资结构是各种资金来源在企业内部形成的某种状态，但实质上，它是各种资金背后的产权主体相互依存、相互作用、共同生成的某种利益格局，这种利益配置格局对公司治理结构具有决定作用。

1、企业融资结构决定投资者对企业的控制程度和干预方式

投资者对企业控制权的实施有多种方式，主要表现为事前控制、事中控制和事后控制，企业融资结构决定投资者对企业的控制程度和干预方式。例如，就股东的控制方式和干预方式来说，如果股权比较集中，则大股东可以通过进入董事会，直接参与制定企业的发展战略和重大决策。并通过董事会，直接选择、监督经营者，即通过“用手投票”方式进行控制和干预；如果股权分散，则投资者大多通过“用脚投票”间接实施对企业经营者行为、重在决策的控制和干预。在主银行体制下，三个阶段的监控作为一个整体委托给一家银行，由这家银行对企业的资金运用状况以及企业的整个经营情况进行跟踪监督，必要时进行干预和控制。

2、融资结构与公司控制权乃至所有权的转移之间有着紧密的联系

公司的所有权是一种“状态依存”所有权，而并不必然属于股东所有，这种论述正在为经济学家所重视，也理应为实践工作者所重视。而“状态依存”所有权中，状态及所有权的变化，则与公司债务的存在密不可分。设 x 为公司的总收入， w 为根据劳动合同应该支付给工人的工资， r 为根据与债权人的合同所应支付的债务本金和利息。假定 $x > 0$ ，且工人对工资的索取权优于债权人对债务的索取权，则如果公司处在“ $x \geq w + r$ ”的状态，股东是公司的所有者；如果公司处于“ $w \leq x < r + w$ ”的状态，则债权人是所有者；如果公司处于“ $x < w$ ”的状态，则工人是所有者。这就是所谓的状态依存所有权。这个简单的模型表明，所有权进而控制权的转移，是与债务的数量分不开的。若公司的债务 r 的数目较大，则公司的经营波动将可能导致所有权及控制权向债权人或工人的转移。反之，若公司没有债务($r = 0$)，则在这个简单模型中，所有权只可能转移给工人。当然，几乎没有一个公司是没有债务的，而债务的存在，天然地使所有权进而控制权从股东转移给债权人成为可能。

上述所有权或控制权转移模型的一个必要前提是，债务对公司进而对经理的约束必须是硬性的与有效的。同时，公司在偿债上出现违约以后，面临的必须是一种较适当的破产程序。否则，如果法律不支持债权人的诉讼、或者存在行政干预阻碍债权人行使权力或阻止企业进入破产程序，那么，上述模型便不具有意义。

3、融资结构决定着企业收购与反收购的能力

首先，由于债权所有者不拥有控制公司的股票权，而股权所有者则拥有控制公司的股票权。在现任经理具有对债务融资和股权融资进行安排的权力、其自身也拥有一定份额的股权时，他便可以通过增加债务融资的数量，扩大自己所占有或能控制的股份比例。这样就能够在一定程度上提高与外来竞争者争夺企业产权控制的能力，有效地抵御外来收购。例如：较高的债务水平使得目前的控制者可以获得 50% 以上的股权，进而阻止任何购并的企图，这也就是杠杆收购的例子。另外，从融资结构的角度看，在目标企业的负债—股权比越小、其他收购的可能性越大的情况下，一旦市场传递着收购信息时，目标企业的股价将上升，从而出现收购溢价现象。因此，负债水平与被收购成功的可能性负相关，而与收购溢价正相关。负债的增加将会使目标企业的股东收益增加，债务杠杆作用成为现代公司一个重要的抵御收购的策略。

其次，通过改变企业现有的资本结构，把公司的资产大幅度地转化为公益金，尽力扩大管理者的退休金和遣散费，造成真正的“内部人控制”现象等。这都将会大力提高收购成本，降低收购的吸引力，有利于实施各种反收购的策略。

4、融资结构决定投资者对企业破产清算方式的选择

首先，融资结构对于公司的清算或产业退出具有重要影响。由于存在委托—代理关系，经理的利益与股东的利益并不完全一致。当公司进行清算或退出某一行业，对股东而言是公司所有选择中的最佳选择时，经理往往会因留恋自己的职位而拒绝做出清算或退出的决策，进而导致了社会生产的过剩以及股东权益的损耗。这种现象在公司的资金来源均通过股权融资的情况下更易发生。张维迎(1996)指出，在极端的情况下，即在企业选择百分之百的股票融资的情况下，公司就没有任何破产清算的可能，即是指能获得纯股权融资的公司促使公司清算及产业退出方面的无效率。相比之下，有债权融资的公司，由于面临着偿债及诉讼的压力，其及时清算或退出产业的可能性也就较大。

其次，融资结构决定投资者对企业破产清算方式的选择。企业在出现财务危机时，一般而言，股东愿意选择重组，而债权人愿意选择清算。这是因为股东是清算的最后索取者，而债权人则有优先索取权。同时，债权结构安排对破产企业的控制选择也有决定性影响。如果债权人比较集中，单个债权人持有的债权比重较大，达成重组协议的可能性就较大，因为大的债权人在清算时的损失较大，又由于企业重组是股东、债权人、经营者及重组企业进行协议的结果。债权人集中时达成重组协议成本也较低。相反，如果债权人比较分散，单个债权人持有的债权比重相对较小，重组协议成达的成本就高，清算的可能性就大（卢福财，2001）。

5、融资方式的选择实质上就是法人治理结构的选择

一个企业的业主或经理进行内部融资时，为使投资者同意把资本投入到这家企业，他必须对投资者做出承诺，例如，保证在将来某个时间支付投资者若干报酬或归还本金，为了提高承诺的可信程度，业主或经理必须采取下列行为之一：

- （1）承诺在特定状态下外部投资者对企业的特定资产或现金流量具有所有权；
- （2）放弃一部分投资决策权，将之转让给外部投资者。这两种选择代表两种不同的融资模式，即保持距离型融资和控制导向型融资。相应地形成两种不同的法人治理结构，即目标型治理和干预型治理（青木昌彦，1995）。两相比较，它们在形式上和机制上均有较大的差异（见下表1）。

表 1 融资结构与公司治理结构的国际比较

		英美模式	日德模式
融资结构		以内部融资和外部证券直接融资为主	以外部银行间接融资为主
所有权结构		以个人资本为基础的高度分散化的产权制度	以法人资本相互持股为主体的吸收个人资本的产权制度
股权结构		股权相当分散股票流动性大	股权集中股票具有较强的稳定性
约束机制		发达完备的市场体系	法人大股东的控制
监 督 机 制	事前 监督	证券评估机构	主银行共同贷款银行团牵头人地位与发行债券的独家经营权力
	事中 监督	“用脚投票”	主银行“用手投票”
	事后 监督	制度化的并购市场	主银行的相机性治理
经营者追求的目标导向		经营者最关注总资产收益率和股价上升（短期利益）	经营者最关注市场占有率总资产利润率和新产品开发（长远利益）
激励经营者的机制		基于股票和股票期权的激励机制	以年功序列制为主的激励机制

6、股权结构是公司治理结构的基础

现代企业治理结构理论认为，公司治理结构是用以处理不同利益相关者即股东、贷款人、管理人员和职工之间关系，以实现经济目标的一整套制度安排。在这种制度安排中，股权结构是基础，它决定了股东大会的权力核心，进而决定了董事会、监事会和经理人员的构成及权力归属。在随之而产生的股东—董事会—经理人员的委托代理关系中，股权结构也决定了委托人对代理人监督的有效性。

三、我国上市公司融资结构治理效应的实证分析

（一）上市公司股权治理效应的实证分析

从理论上讲，股权结构可以定义为：企业剩余控制权和剩余收益索取权的分布状况与匹配方式，从这个角度，股权结构可以被区分为控制权不可竞争和控制权可竞争两种类型。在控制权可竞争的情况下，剩余控制权和剩余索取权是相互匹配的；在控制权不可竞争的股权结构中企业控股股东的控制地位是被锁定的。

从实际运作上讲，股权结构是股东所持公司股份的比例。它有两层含义：第一个含义是指，股权集中度，即前五大股东持股比例。由此，可以将股权结构分为三种类型：一是股权高度集中公司拥有一个绝对控股股东，该股东对公司拥有绝对控制权，一般要求拥有股份在 50%以上；二是股权高度分散公司没有大股东，所有权与经营权基本完全分离，单个股东所持股份的比例在 10%以下；三是公司拥有较大的相对控股股东，同时还拥有其它大股东所持股份比例介于上述两者之间。第二层含义是指股权构成，即各个不同背景的股东集团分别持有股份的多少。在我国，就是指国家股东法人股东及社会公众股东的持股比例。本研究将从这两个方面分别进行实证分析。

1、我国上市公司股权结构现状

我国绝大部分上市公司是由国企改制而成，加上当时政策上扶持国有企业上市，并且国家要在上市公司中保持控股乃至绝对控股地位。因此，造成了现在上市公司畸形的股权结构。如表 2—4 所示，我国上市公司股权结构具有如下特征：

(1)股票种类繁多各种股票不能同股同价、同权。我国上市公司的股本有国

家股法人股、A股、B股、H股、内部职工股和转配股之分。其中国家股法人股、内部职工股和转配股不能在市场上自由流通，A股、B股和H股虽然可以在股票市场上自由流通，但流通的市场是彼此分割的。有着不同的价格，这就违背了股票同股、同价、同权的本性。

（2）国有股占主导地位。国有股包括：国家拥有和国有企业拥有的股份，即国家股和国有法人股。国有股所占比重向来在 60%左右，其中 1995、1996、1997、2002 年国家股和法人股所占比重分别为 63.4%、62.6%、62%、64.52%。扣除其中占较少份额的非国有法人股，国有股所占比重保持在 60%左右（见表 2）。1998 年 5 月，沪市 391 家上市公司中，国有股持股比例超过 50%（绝对控股）的有 193 家，占 49.36%；超过 30%相对控股的有 232 家，占 59.34%。深市 368 家上市公司中，国有股超过 50%的有 122 家，占 33.15%；超过 40%的有 160 家，占 43.48%；超过 30%的有 203 家，占 55.16%。由此，可见国有股在上市公司中不仅一直处于控股地位，而且分布非常广泛。

表 2 中国上市公司股本结构变动情况

-	国家股	法人股	社会公众股 (A 股)	外资股 (B 股)	H 股	其他股	合计
1995	38.2	25.2	21.1	6.6	5.9	1.1	100
1996	35.0	27.6	21.9	6.3	6.8	2.1	100
1997	35.9	26.1	23.0	6.4	5.3	3.3	100
2002	47.20	17.32	25.68	2.86	6.13	0.81	100

资料来源：中国证券监督管理委员会网站（www.csrc.gov.cn），以及邵建云：《上市公司资产重组实务》，中国发展出版社。

（3）非流通股比重大。在 1994—1997 年，非流通股占全部上市公司总股本的比重分别为 66.98%、64.47%、64.75%、65.44%。2000 年，沪、深股市的流通股仅为 1354.26 亿股，占股本总额的 35.72%；流通市值为 16088 亿元，占股票市价总值的 33.45%。而国有股法人股、转配股等则有 2437.1 亿，处于沉淀状态，