

公司股权结构与

治理机制

○ 严武 / 著

GONGSI GUQUAN JIEGOU
YU ZHILI JIZHI

以美国为例，20世纪七八十年代，经济处于滞胀时期。虽然公司业绩增长缓慢，但高级管理人员，尤其是首席执行官却仍能获得惊人的高额报酬。1991年美国《商业周刊》公布的关于365家最大的公众公司薪酬调查报告显示，1990年美国被调查公司的首席执行官的年平均薪酬(工资和奖金)达到120万美元，加上股票期权和其他长期薪酬计划的收入，平均总薪酬则达到195万美元。平均薪酬在80年代增长了212%，是工人同期工资增长率的4倍，是工程师工资增长率的3倍。



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

公司股权结构

与

治理机制

○ 严武 / 著

GONGSI GUQUAN JIEGOU
YU ZHILI JIZHI

以美国为例，20世纪七八十年代，经济处于滞胀时期。虽然公司业绩增长缓慢，但高级管理人员，尤其是首席执行官却仍能获得惊人的高额报酬。1991年美国《商业周刊》公布的关于365家最大的公众公司薪酬调查报告显示，1990年美国被调查公司的首席执行官的年平均薪酬(工资和奖金)达到120万美元，加上股票期权和其他长期薪酬计划的收入，平均总薪酬则达到195万美元。平均薪酬在80年代增长了212%，是工人同期工资增长率的4倍，是工程师工资增长率的3倍。

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

公司股权结构与治理机制/严武著. —北京:经济管理出版社, 2004

ISBN 7-80207-180-1

I. 公... II. 严... III. 公司—股份制—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 142262 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京晨旭印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:刘璐

技术编辑:杨玲

责任校对:超凡

787mm×1092mm/16

14.75 印张

254 千字

2004 年 12 月第 1 版

2004 年 12 月第 1 次印刷

印数:1-6000 册

定价:28.00 元

书号:ISBN 7-80207-180-1/F·169

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部
负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街2号

电话:(010)68022974

邮编:100836

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 0. 导论 | 1 |
| 0.1 研究主题与背景 | 1 |
| 0.2 文献回顾 | 6 |
| 0.3 研究思路、方法与结构安排 | 15 |
| 1. 公司治理基本理论与模式 | 18 |
| 1.1 公司治理的内涵 | 18 |
| 1.2 公司治理的理论基础 | 23 |
| 1.3 公司治理模式与演进趋势 | 33 |
| 2. 股权结构与公司治理 | 41 |
| 2.1 股权结构的度量 | 41 |
| 2.2 股权结构的适度性 | 46 |
| 2.3 基于股权结构的公司治理博弈行为分析 | 48 |
| 2.4 不同类型股东对公司治理的影响 | 55 |
| 2.5 股权结构与公司治理中的权力竞争 | 61 |
| 3. 公司治理机制与治理效率 | 66 |
| 3.1 现代公司治理机制：基本框架与内容 | 66 |
| 3.2 股权结构对公司治理机制的影响 | 77 |
| 3.3 公司治理机制的冲突：描述与分析 | 83 |
| 3.4 公司治理效率分析 | 95 |

| | |
|--|------------|
| 3.5 公司治理评价 | 102 |
| 4. 多个大股东分享控制权的制衡型股权结构与治理机制 | 110 |
| 4.1 大股东与小股东的利益冲突 | 110 |
| 4.2 多个大股东的股权制衡：三个理论模型 | 120 |
| 4.3 多个大股东分享控制权的公司治理 | 127 |
| 4.4 多个大股东与公司价值 | 145 |
| 4.5 多个大股东治理行为的博弈分析：共谋还是监督 | 150 |
| 5. 中国上市公司治理实证分析 | 158 |
| 5.1 股权结构与股权制衡机制的考察 | 158 |
| 5.2 报酬激励机制效率分析 | 169 |
| 5.3 收购约束机制绩效分析 | 174 |
| 5.4 独立董事制度效率分析 | 180 |
| 6. 改善中国上市公司治理：目标与途径 | 187 |
| 6.1 明确上市公司的治理目标：股东利益最大化 | 187 |
| 6.2 完善法律环境：夯实公司治理的制度基石 | 191 |
| 6.3 抓住国有资产管理体制改革的契机：重塑国有股东合格主体 | 194 |
| 6.4 调整上市公司的股权结构：由“一股独大”到多个大股东制衡 | 197 |
| 6.5 改善上市公司治理的内核所在：加强董事会建设 | 201 |
| 6.6 强化证券市场的治理功能：激励、约束与监管 | 207 |
| 参考文献..... | 211 |
| 后记..... | 229 |

0. 导 论

0.1 研究主题与背景

对公司治理问题的研究兴起于 20 世纪 70~80 年代的西方国家。虽然伯利和米恩斯 (Berle and Means) 早在 1932 年通过对 200 家美国大公司的实证研究就提出了股份公司存在的所有权与控制权分离现象, 可能会给股东利益带来损害的观点。但此后相当长时期内, 由于美国等西方国家的公司经营运作总体上都比较, 股东得到了合理回报, 人们并未对“两权分离”下隐含的公司治理问题进行过多的关注和研究。进入 70 年代后, 由于出现了以下新的特点, 人们开始重视对公司治理的研究。

①美英等西方国家敌意收购事件频繁出现, 为了对抗敌意收购, 目标公司的经理人员采取了种种反收购措施, 而这些措施往往是以牺牲股东利益为代价的。

②公司高管人员薪酬增长过快, 引起股东和社会的普遍不满。以美国为例, 20 世纪七八十年代, 经济处于滞胀时期。虽然公司业绩增长缓慢, 但高级管理人员, 尤其是首席执行官却仍能获得惊人的高额报酬。1991 年美国《商业周刊》公布的关于 365 家最大的公众公司薪酬调查报告显示, 1990 年美国被调查公司的首席执行官的年平均薪酬 (工资和奖金) 达到 120 万美元, 加上股票期权和其他长期薪酬计划的收入, 平均总薪酬

则达到 195 万美元。平均薪酬在 80 年代增长了 212%，是工人同期工资增长率的 4 倍，是工程师工资增长率的 3 倍。^①

③ 机构投资者的兴起与发展。进入 20 世纪 80 年代后，在美国以养老基金和共同基金为主体的机构投资者越来越多地持有公司的股份。在多个机构投资者都同时持有同一家公司的股份时，甚至出现一家公司有一半以上的股份被机构投资者所持有。随着机构投资者持股数量的增大，他们很难像一般的个人小股东那样在公司经营不善时就“用脚投票”，而转向更加关心公司的经营和治理状况，并试图通过行使股东表决权，对公司的经理层予以约束，促进他们改善公司业绩。

进入 20 世纪 90 年代后，公司治理日益受到国际社会的关注，至 90 年代后期终于形成了延续至今的跨世纪公司治理全球热潮。英国于 1992 年、1995 年、1998 年和 1999 年先后发表了“Cadbury 报告”、“Greenbury 报告”、“Hampel 报告”和“Turnbull 报告”四个公司治理报告，并且制定了《公司治理综合准则》；美国于 1994 年、1996 年和 1997 年先后发表了“Jenkins 报告”、“全美董事联合会咨询委员会（NACD）报告”，并制定了《商业圆桌会议公司治理原则》、“加州公职人员退休基金公司治理原则”等公司治理文件；经济合作与发展组织（OECD）于 1999 年制定了指导该组织成员国公司治理实践的《公司治理原则》。其他一些国家如日本、法国、加拿大、韩国、荷兰等国也都制定了公司治理原则或准则。此外，世界银行和经济合作与发展组织还合作举办了定期性的“全球公司治理论坛”、“亚洲公司治理圆桌会议”、“拉丁美洲公司治理圆桌会议”、“欧亚公司治理圆桌会议”等专门的公司治理会议。

我国对公司治理问题的关注和研究始于 20 世纪 90 年代中期。其缘由有二：一是国外学术思想的传入和国际上公司治理运动兴起的影响；二是中国国有企业改革深化的要求，尤其是上市公司治理实践提出的要求。从我国对公司治理研究过程看，可以大体上划分为两个阶段：

^① 孔翔：《中国上市公司治理研究》（研究报告），深圳证券交易所综合研究所，2001 年。

第一阶段（1993~2000年）：在这一阶段，公司治理理论刚刚从国外传入，当时国内研究的重点主要是国有企业治理问题。吴敬琏最早在1993年提出了“法人治理结构”的概念，讨论的内容是如何深化国有企业改革，如何在大中型企业中建立现代企业制度，构建有效的、能相互制衡监督并能合理分配权力的组织机构体系。这一阶段，林毅夫、张维迎、费方域、刘伟等人都围绕国有企业改革对公司治理问题进行了相关研究。

值得一提的是，其间有两次重要的国际学术会议对传播公司治理学术理论和推动我国公司治理研究产生了重要影响。^①

第一次是1994年8月，“中国经济改革总体设计”和“中国税制体系和公共财政的综合分析与改革设计”课题组联合国家经贸委在北京京伦饭店召开的题为“中国经济体制的下一步改革”国际研讨会。在这次会议上，中外专家就现代公司组织中的三个基本结构问题（治理结构、资本结构、激励结构）做了深入研讨。当时在美国斯坦福大学任职的青木昌彦教授和钱颖一教授分别向会议提交了《对内部人控制的控制：转型经济中的公司治理结构的若干问题》和《中国的公司治理结构改革和融资改革》论文。首次将“公司治理结构”和“内部人控制”等概念引入对中国企业改革的理论分析之中。从那次会议以后，从公司治理角度研究国有企业改革问题开始受到关注，公司治理的理论与分析方法开始传播。1994年京伦会议，是我国经济理论界关于公司治理研究的一次具有重要历史意义的会议。

第二次是1995年7月由中国留美经济学会等单位在上海召开的“国有企业改革国际研讨会”。诺贝尔经济学奖获得者、美国芝加哥大学的米勒（Merton H. Miller）教授在会上做了题为“公司治理的两种不同策略”的演讲，阐释了公司治理结构的定义，分析了两种主要的公司治理模式（美英模式和德日模式）。这次会议对进一步传播公司治理理论，推进我国

^① 郑洪亮、王凤彬：《中国公司治理结构改革研究：一个理论综述》，《管理世界》2000年第3期。

经济理论界对公司治理的研究也产生了重要影响。

第二阶段（2001年至今）：这一阶段有两个主要特点：其一，由主要研究国有企业的治理转向比较多地研究上市公司的治理；其二，公司治理理论研究深化与上市公司治理实践并行推进。由于我国的上市公司大多数是由国有企业改制而成，再加上我国证券市场运作的不规范和制度建设的不完善，许多上市公司虽然形式上改制了，也建立了一个由“股东大会、董事会、监事会、经理层”构成的内部治理结构，但治理实践中却存在严重的缺陷和问题。比如，国有控股的上市公司国有资产所有者缺位，内部人控制现象严重。特别是上市公司中普遍存在着控股公司（集团公司）与上市公司在人员、资产、财务方面的三不分现象，连续出现了大股东肆意侵占上市公司资金、掏空上市公司利润的多起恶性案例（如猴王股份、济南轻骑、三九医药等^①）。中国上市公司在公司治理方面存在的严重问题，引起了理论界的关注，此阶段关于我国上市公司治理的研究文献开始多了起来。与此同时，监管部门对上市公司治理问题给予了高度重视，并努力推动我国上市公司治理的实践不断向前发展。2001年1月中国证监会发布了《上市公司章程指引》，2001年8月中国证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，2001年9月中国证监会公布了《中国上市公司治理的基本原则和水平》（征求意见稿），2002年1月中国证监会和国家经贸委联合颁布了《上市公司治理准则》。所有这些都表明，中国上市公司治理实践已进入一个新的阶段。

目前，理论界对我国上市公司治理的一个基本判断是：股权结构不合理，公司治理机制运行效率低。从股权结构看，我国上市公司的股权呈现高度集中型特征，其中突出的问题是国有股“一股独大”，而许多上市公

^① 据《中国证券报》披露，到2000年，猴王股份对其控股股东猴王集团的应收账款为8.9亿元，另外为猴王集团担保2.24亿元。由于猴王集团破产，令猴王股份逾10亿元的债权无法收回。济南轻骑的控股股东轻骑集团对上市公司的欠款达到25.8亿元。轻骑集团不仅拿走了上市公司所募集的全部16亿元资金，还套取公司上市以后创造的10多亿元利润。到2001年5月，三九医药的控股股东三九集团及关联方占用上市公司资金超过25亿元，占公司净资产的96%，远远超过三九医药2000年上市时募集的资金16.7亿元。

司出现的大股东通过滥用控制权或不正当关联交易大肆侵占上市公司利益的行为，又往往与“一股独大”有密切的联系。正因为如此，主张尽快改变上市公司的国有股“一股独大”，降低上市公司股权集中度以维护中小股东利益的观点颇为流行。但现实的问题是，我国保护投资者利益的法律法规体系很不完善，并不具备实行分散型股权结构的法律环境。国际经验表明，在法律对投资者利益保护程度不足的情况下，集中型股权结构是一种合理选择。

再从操作层面上看，我国现有 1200 多家上市公司中国有股权集中度平均为 40% 多，要在短时间内将其降到较低的比例是难以操作的。也就是说，作为特定历史条件下形成的我国上市公司国有股“一股独大”的股权结构总体上一时难以改变，集中型的股权结构肯定还会在一段较长时间内存在。这就给我们提出了一个研究问题：如何在股权比较集中的条件下，找到改善上市公司治理的办法，提高公司治理机制运作效率的途径。本书的目的就是试图对上述问题做出某种回答。

从分析视角上看，对公司治理的研究可以分为两种：一种是分析影响和决定公司治理状态的基本因素，如股权结构、治理模式和法律环境等；另一种是分析公司治理机制发挥效用和运行效率状况。本书试图将这两种视角融合起来，研究的主题为分析股权结构与公司治理机制之间的关系，主要包括三个方面的问题：一是股权结构对公司治理机制会有哪些影响，这些影响是如何发生和传导的？二是公司治理的不同机制之间是否存在某种关系，如何发生影响？三是在保持中国上市公司集中型股权结构的基本特征的同时，能否通过一定的调整，提高上市公司治理机制运行效率，改善上市公司治理水平？

本书试图在以下几个方面进行创新性研究：一是从理论上论证多个大股东的股权制衡结构的治理成本可以实现最小化，有助于提高公司治理效率；二是从理论和实证两方面论证在股权适度集中条件下，构建多个大股东分享控制权的制衡型股权结构与治理机制，可以作为完善我国上市公司治理的一种可行选择；三是针对我国上市公司建立多个大股东股权制衡结

构问题，提出具体操作模式。本书的研究意义在于：从理论上丰富公司股权结构与治理机制两者关系的研究，在实践上为改进和完善我国上市公司治理提供理论依据和政策选择，对于保护投资者利益，提高上市公司治理质量和促进证券市场的健康发展都具有重要的实际意义。

0.2 文献回顾

0.2.1 国外文献简要回顾

关于股权结构和治理机制问题的研究，国外文献研究成果颇为丰富，涉及的问题主要有以下几方面：

(1) 股权结构与公司治理模式

股权结构是决定公司治理模式的基本因素。在对美国、英国、德国、日本等国的公司治理结构比较分析之后，莫兰德（Moerland, 1995）发现它们存在着明显的区别，他将其区分为市场导向型治理模式和网络导向型（也可称银行导向型）治理模式。根据莫兰德的总结（郑红亮，1998年），市场导向型体制的特征是：资本市场非常发达，存在大量的股份所有权广泛分散的开放型公司，公司控制权市场活跃。采用这类模式的代表国家是盎格鲁—撒克逊国家，如美国、英国。而网络导向型治理模式的特征是，公司股权集中持有，银行机构或产业集团在公司监控和治理活动中有实质性参与，并在公司治理中发挥重要作用。采用这类模式的代表性国家是德国、日本等。

莫兰德（1995年）还对不同治理模式下公司治理机制的作用做了比较分析，他的研究结论：一是在市场导向型模式中，外部市场对经理层的约束比在网络导向型模式中发挥更重要的作用；二是董事会在网络导向型

模式中比在市场导向型模式中有更大的约束力量；三是在市场导向型模式中，外部经理市场的运作和与绩效相联系的薪金补偿机制起着重要作用，而内部经理人员的流动则在网络导向型模式中发挥独特作用。

(2) 经理持股与公司价值

詹森和麦克林 (Jensen and Meckling, 1976) 最早研究了公司价值与经理持有股权之间的关系。他们将股东分成内部股东 (经理人员) 和外部股东两类，前者具有对经营管理决策的投票权，后者没有投票权。他们认为，公司的价值取决于内部股东所占有股份的比例，该比例越大，公司的价值越高。内部股东的持股比例增加，会使其利益与外部股东的利益趋于一致，这就是所谓的利益趋同效应。

在詹森和麦克林提出了上述重要观点之后，许多学者对这一问题展开研究并取得重要进展，总体上存在两种观点：Morck, Shleifer 和 Vishny (1988 年) 认为，公司经理人员明显存在按自己利益最大化原则分配公司资源的自然倾向，而这与外部股东的利益是相冲突的。他们通过实证研究发现，给予经理人员一定的持股权，可以有效缓解经理人员与外部股东的利益冲突。然而，Weston (1979 年)，Demsetz (1983 年)，Fama 和 Jensen (1983 年) 却提出了不同的观点，他们认为经理人员如果大量持股会产生成本抵消效应。他们认为，经理的持股量不宜过大，当经理人员只拥有少量公司股权时，由于市场约束机制的作用，仍然会迫使经理人员追求公司价值最大化目标。但经理人员持股量增长到有足够的投票权时就可能会大大抵消外部市场对他的约束作用，经理人员从而可能会滥用控制权来谋取自身利益最大化，其结果可能会导致公司价值降低。Weston 还发现，没有一个内部股东持股比例超过 30% 的公司被其他公司敌意收购。他认为，经理人员较高的持股比例如同构建了一种有力的堑壕防御，使得外部投资者难以逾越这一防线而发起有效的敌意收购，即形成堑壕防御效应。

(3) 股权结构与公司绩效

关于股权结构与公司绩效的关系有大量的研究文献，但尚未取得明确

一致的实证结果。Demsetz 和 Lehn (1985 年) 考察了美国 511 家大公司, 发现股权结构与公司绩效并没有内在相关关系。他们认为, 一个公司的股权结构既然不与公司绩效存在直接的内在相关关系, 因此, 决定股权结构的形式也就只能是其他因素。他们详细阐述了影响股权结构的四个因素: 一是企业规模; 二是对企业实施更有效的控制所产生的控制潜力; 三是以不同形式对股东决策的范围及影响产生限制作用的系统性管制; 四是可以为经理人员和高级管理人员带来的潜在快感, 如豪华舒适的办公环境, 调动和指挥下级的权威感, 赢得社会声誉的满足感和成就感等。他们认为, 公司股权结构的影响和决定因素有很多, 股权结构会根据受到各因素影响程度的不同而表现不同。

Holderness 和 Sheehan (1988 年) 的研究也支持了 Demsets 和 Lehn 的结论。他们通过对拥有绝对控股股东的上市公司与股权非常分散的上市公司 (最大股东持股比例低于 20%) 业绩 (托宾 Q 值与净资产收益率) 的比较, 发现它们之间的业绩没有显著的差别。Mehran (1995 年) 的研究进一步表明, 公司业绩与股权结构没有显著相关关系。

而 Levy (1983 年) 等人的研究却发现, 美国公司的股价和股权集中度之间存在正相关性。Claessens (1997 年) 对捷克上市公司的研究也表明, 股权集中度和该公司的盈利能力以及在二级市场上的表现之间存在正相关性。

Shleifer 和 Vishny (1986 年) 对存在大股东控股的股权集中型公司通过建立理论模型分析表明, 股价上升带来的财富效应使控股股东和中小股东的利益趋于一致, 它们具有足够的动力去收集信息并有效监督经理层, 避免了股权高度分散情况下的股东监督“搭便车”问题。他们认为, 相对于分散型公司, 股权集中型公司应该具有较高的盈利能力和更好的市场表现。Han 和 Suk (1998 年) 的实证研究对此给予了支持, 他们的研究结果表明, 公司业绩与外部大股东的股权比例正相关。Pedersen 和 Thomsen (1999 年) 考察了欧洲 12 个国家 435 家大公司, 得到的结论是公司股权集中度与公司净资产收益率显著正相关。

另一个研究结论是由 McConell 和 Servase (1990 年) 得到的。他们通过对纽约证券交易所 (NYSE) 和美国证券交易所 (AMEX) 1976 年 1173 家样本公司以及 1986 年 1093 家样本公司的托宾 Q 值与股权结构关系的实证分析发现, 托宾 Q 值与公司内部股东持股比例之间存在非线性相关关系。在内部股东持股比例达到 40% ~ 50% 之前, 企业业绩随内部持股比例增加而增加, 图形表现为曲线向上倾斜。当超过上述持股比例后, 公司托宾 Q 值开始下降, 图形表现为曲线缓缓下降。

(4) 多个控制性大股东的股权制衡结构理论

鉴于大股东与小股东之间利益冲突的问题严重, 对公司治理和股权结构的研究开始转向如何在公司建立一个有效的股权制衡结构。20 世纪 90 年代开始, 理论界提出了一种多个控制性大股东构成的股权制衡结构理论。这种理论尚处在研究过程中, 还很不完善。就目前来说, 这一理论有三方面的代表人物, 即 Gomes 和 Novaes, Bennedsen 和 Wolfenzon, 以及 Bloch 和 Hege。他们分别从三个不同角度开展研究, 代表着目前对多个大股东股权制衡结构理论的国际前沿水平。Gomes 和 Novaes (1999 年) 认为, 多个大股东共同分享控制权是一种新的治理机制, 他们在研究中关注的是由多个大股东组成的控制性集团是如何通过事后的讨价还价, 降低发生损害中小股东利益的决策行为的。Bennedsen 和 Wolfenzon (2000 年) 主要研究多个大股东如何组成联盟。他们认为, 组成联盟的目的是共同分享控制权, 分享的行为意味着制衡的存在, 这有助于减少发生损害企业价值的决策行为。他们同时还认为控制集团之外的大股东的存在会增加企业价值, 因为外部大股东的存在, 会迫使控制集团为维持控制权积聚更多的股份。控制集团拥有股份的增加会进一步提高控制集团与其他股东利益的一致性程度, 使企业价值内在化提高。Bloch 和 Hege (2001 年) 在研究中引入了描述两个大股东争夺有效控制权的模型。他们认为, 公司的控制权不仅仅表现为股权集中状态, 还表现为公司的大股东地位是否有竞争性。有竞争性的控制权的存在, 有助于企业价值的提高。

(5) 股权结构与公司治理机制

①股权结构与激励机制。Jensen 和 Meckling (1976 年) 认为, 对于股权极为分散的公司来说, 经理人员的利益很难与股东的利益一致。单纯的年薪制激励有限, 实施经理股票期权也不一定十分理想, 常常会出现经理人员利用剩余现金流过度投资, 浪费公司资源, 损害中小股东利益。他们认为有效的办法是通过让经理人员持有股权, 以使他们的利益与全体股东的利益趋于一致。

②股权结构与股东监督机制。Grossman 和 Hart (1980 年) 指出, 在公司股权分散的情况下, 对经理人员的监督会成为一个严重的问题。由于小股东不愿意或无能力支付监督成本, 公司的股东监督机制就会成为一句空话。而对于股权集中型的公司由于存在相对控股股东或绝对控股股东, 这些大股东具有对经理人员实行有效监督的能力和动力。因此, 股权集中型的公司与分散型公司相比较, 前者的监督会更有效地运作。

③股权结构与外部接管市场。外部接管市场, 也称收购市场或收购机制, 它是一种对经理人员颇具威胁性的公司外部治理机制, 但它发挥效力的最适合对象是分散型股权结构的公司。当股权较多地集中于内部股东或其他少数大股东手上时, 外部收购者实行收购的困难就加大, 成本也随之增加。Stulz (1988 年) 通过一个模型分析表明, 随着经理人员持股比例的增加, 外部收购者的支付成本随之提高, 收购成功的概率不断下降。此外, Martin 和 McConell (1991 年), Shleifer 和 Vishny (1997 年) 的实证研究均表明, 在股权集中、公司拥有相对控股股东的条件下, 外部投资者进行收购成功的可能性不大。因此, Shleifer 和 Vishny (1986 年) 甚至认为, 确保对目标公司收购成功的必要条件是收购者首先取得公司大股东的地位。

0.2.2 国内文献简要回顾

国内近几年对公司治理研究的文献大量涌现, 其中许多文献探讨了我国

国上市公司股权结构与治理机制的问题，比较有代表性的问题涉及以下几个方面：

(1) 对我国上市公司股权结构基本特征的认识

张红军（2000年）认为应从两方面分析股权结构：一是股权构成，如国家股东、法人股东及社会公众股东的持股比例；二是股权集中度，比如，前五大股东、前十大股东的持股比例。尽管目前学术界对股权结构的认识和划分还存在一些差异，但张红军的观点具有较强的代表性。关于我国上市公司股权结构，学术界普遍的观点是认为结构不合理，具体表现在以下几个方面：一是国有股“一股独大”，流通股比重过小；二是国有股所有权的代理行使问题没有得到妥善解决，国有股主体缺位；三是股票种类过多，且各自处于被隔离的市场，各种股票不能同股同价、同股同利、同股同权。

(2) 股权结构对公司内部组织功能和内部监督机制的影响

李善民（2002年）认为，我国不合理的股权结构导致上市公司股东大会、董事会、监事会的功能无法正常发挥，公司内部组织功能失效，股东大会成为大股东的“一言堂”。许小年、王燕（2000年）指出，中国的上市公司目前缺乏一个有效的将中小股东意见集中起来的“由代表人投票的过程”的机制。叶祥松（2001年）认为，由于股权集中于少数大股东手中，中小股东因受到与会股东最小持股数量的限制而无权参加股东大会行使自己的表决权，而大股东在公司中的绝对控股和相对控股，使股东大会形同虚设。何浚（1998年）从分析内部董事占董事会成员比例的角度分析了我国上市公司董事会内部人控制程度。他认为，上市公司的内部人控制与股权的集中状况高度相关。随着股权集中度的提高，内部人控制程度呈现增大的趋势。陈湘永等（2000年）通过研究也得到相同的结论。他分析了第一大股东持股比例与内部人控制程度的关系，发现第一大股东持股比例越高，其权力越大，内部人控制程度越高。此外，还有的学者研究发现，我国上市公司的监事会在公司治理中作用甚微。在许多上市公司中，监事会只是一个受董事会或内部人控制和影响的议事机构而已，不能

发挥其应有的监督作用（国有股减持课题组，2001年）。

（3）股权结构对内部约束激励机制的影响

袁国良（2000年）的研究表明，由于我国上市公司大部分是以国有产权为主导的大股东控股模式，上市公司的内部激励约束机制还处于国有企业的经营模式之中。高明华（2001年）对深市375家上市公司和沪市的473家上市公司实证分析表明，在我国上市公司国有股占主导地位情况下，存在较普遍的董事长和总经理一人兼任的现象，这样很难解决其自身的约束激励问题，内部约束机制不能发挥作用。

（4）股权结构对公司治理外部机制的影响

公司治理的外部机制包括经理人市场和公司控制权市场。国有股减持课题组（2001年）、张宗新（2001年）的研究结果表明，由于国有股的比重过高和不能流通，作为外部治理机制的各种市场，其功能的发挥受到了限制。经理人市场在我国很不发达，国有控股的上市公司的经理不是由市场竞争机制产生，基本上还是行政任命方式产生。就控制权市场而言，虽然每年有不少上市公司国有股和法人股的控制权发生转移，但都是通过协议转让方式进行，对经营者的约束作用大大减小，而且转让的对象和条件都有严格限制，同时必须通过政府部门审批。由于占主体的国有股和法人股控制权转移受到限制，可以自由流通的社会公众股所占比例较小，它在市场上的交易一般不会导致控制权的转移。

（5）国有股权的“一股独大”和上市公司股权结构问题

虽然理论界普遍认为国有股权“一股独大”不利于上市公司治理的改善，但仍然有一些学者对此观点提出质疑。李涛（2002年）认为，国有股权在转型经济时期混合所有制公司中有特定的作用。减持国有股不能搞一刀切，对业绩较好的国有控股上市公司应维持现有的国有股比例，只有业绩较差的上市公司才选择减持国有股。朱武祥（2002年）认为，“一股独大”本身并不是公司治理问题严重的根源，股权分散和多元化并不能有效解决“一股独大”引起的公司治理问题，可能会产生其他问题，增加股东协调成本。他认为，不能因目前上市公司出现的大股东不规范甚至恶意