



广州证券研究文集

GUANGZHOU ZHENGJUAN YANJIU WENJI

公司治理中的 股权结构

郑德珵 沈华珊 著

中山大学出版社

总 序

上海江美太阳能有限公司成立于 1999 年 1 月，主要从事

经纪业务，决定公司能否生存发展、体现业者真正实力的往往是其对经济和市场的综合研究实力，强大的研究能力造就了良好的专业品牌。新兴的中国证券市场正日趋成熟和规范，券商如何迎接来自同业的激烈竞争，如何为投资者、企业和政府提供全方位的优质服务，如何为证券市场的健康稳定发展尽己所能，都需要有系统、全面而又深入的研究工作为基础。研究力量的强弱将直接影响券商的市场竞争力，也是衡量券商综合实力和社会形象的重要指标。券商只有形成完善的研究发展机制，才能在中立于不败之地。

正是基于对研究力量在未来发展之作用的深刻认识，公司于1998年1月正式成立研究中心。近几年来，公司根据中国证监会关于券商研究工作的指示，以研究中心为核心，集合全公司的研究力量，围绕资本市场、法人治理结构、公司价值评估及其他专项业务研究的多个课题，进行了系统、深入的研究，形成了一批兼具理论与实践价值的研究成果。

随着公司业务的发展、新业务的拓展以及公司品牌整体影响力的提升，将已有的研究成果结集为“广州证券研究文集”出版面世，既是公司实施知识管理的重要手段之一，也是提升公司品牌的知识含量、扩大研究成果的社会影响力的重要举措。

在中国即将加入WTO之际，让我们以这套凝聚了广证人心血与智慧的丛书向走向国际化、规范化和市场化的中国证券市场献礼！

广州证券有限责任公司 董事长

吴松

2001年11月1日

序

公司治理结构问题 10 年前在国内还少有人研究，如今它已成为一个全世界普遍重视的课题。各国虽大多有完备的公司法规规范各类公司，但实际操作时公司利益相关者的利益总难以得到平衡，利益的天平大多向着公司的控制方倾斜。因此，谁掌握公司控制权，谁就能赢得主动权。无论是英美法系国家还是大陆法系国家，控制权问题都是公司运作中无法回避的焦点。

近几年来，我国证券市场迅速发展的事实表明：正确选择和充分利用上市公司这种现代企业组织形式，可以促使我国经济尽快摆脱高度集权的计划经济体制的束缚，通过市场实现资源的优化配置，提高竞争力，走上健康、稳定的发展道路。然而，上市公司作为一种新型组织在我国出现的时间还很短，除了需要进一步改善其外部环境外，如何建立合理的治理结构仍是需要花大力气加以研究的重大课题。

概括起来，我国上市公司治理结构存在以下主要问题：

1. 大股东控制一切，股权结构不合理

我国大多数上市公司由国有企业改造而来。这一事实导致尚未上市流通的国家股比重高达 40%，有些甚至高达 80% 以上。不少学者曾将这种大股东绝对控股的现象称为“超级股东”现象。股权过于集中导致的问题有：大股东操纵公司的一切，董事、监

事全由大股东委派，公司机构间无法形成制约关系。有的大股东自恃股份比重高，决策只从自身利益考虑，无视少数股东的权益。一些上市公司在这些“超级股东”的控制之下，常常出现与母公司在人员、业务和财产等方面互不分开的情况。近几年来，母公司大量占用股份公司资金、股份公司为母公司借贷提供巨额担保、利用关联交易转移利润等行为时常被揭露。

根据《公司法》的规定，上市公司股东会决策遵循少数服从多数的原则。但往往由于大多数股份掌握在一个股东手里，决议的结果只对这一个股东有利，多数决议原则并不能完全保障中小股东的权益不受侵犯。

体制转轨时期的国有企业实行所有权与经营权分离，国家握有所有权，企业握有经营权，这种权利结构并没有彻底改变政府干预企业经营管理的状况。创办股份公司，尤其是上市公司，其初衷是要使企业摆脱政府的行政束缚，使企业能更自主地开展生产经营活动。然而，上市公司的严峻现实说明我们并未达到预期的目的，恰好相反，上市公司继续保留了原有体制的框架。在公司的内外部，仍然是一个大股东说了算。

需要提出的是，国有股股份目前在证券市场上还不能流通，这种状况致使股权不合理的局面短期内难以改变。众多的中小股东无论怎样努力，均无力对国有股股东构成制约。

2. 董事会机构性质不明，职责不清，独立性不强

在当初制定《公司法》时，关于董事会的性质就存有很大争议。有的人认为，董事会是公司的经营决策机关；有的人认为，董事会是公司的业务执行机关。这两种观点互不相让，结果在《公司法》中删除了关于董事会性质的规定。实践中，不少人均将董事会当成公司的决策机关，这样必然淡化了董事会对股东大会及股东的忠诚意识，董事会总是自觉或不自觉地将自身凌驾于股东大会和股东之上。不少公司的董事甚至认为公司董事会是领导、

经理是执行，实行的是所谓“董事会领导下的经理负责制”。这种观点的实质是要推卸董事会及董事的法律责任。

由于上市公司大股东股权过度集中，公众股股权又高度分散，董事会受大股东操纵或由内部人控制，形同虚设，没有形成健全的独立的董事会来保证公司的正常运作。上海证券交易所2000年的一项调查表明，上市公司的董事会超过50%的董事是由一个大股东委派，且有超过50%的董事属于公司内部执行董事。非执行董事(包括独立董事)比例偏低，他们中的多数不如内部董事熟悉情况，决策时难以充分发表自己的意见。

此外，监督缺乏有效的手段和措施，监事会未能充分发挥作用也是我国上市公司治理结构存在的一大问题。

根据现代公司治理理论，股权结构的安排是整个公司治理框架的产权基石。因此，股权结构的不合理是我国上市公司治理结构所存在的各种问题当中的最根本的问题，而非流通的国家股、国有法人股以及其他法人股的流通问题则是解决这一历史顽疾的最大难点。今年6月国家财政部推出国有股减持办法以后，股市持续下跌接近30%，而近日中国证监会暂停该办法后，股市随即出现了全线涨停的奇观。由此可见，包括国有股减持在内的一系列股权结构的调整政策，牵涉面极大，涉及的技术问题繁多，只有本着市场化、规范化的基本思路，严谨论证，周密安排，才能保证证券市场稳定发展的前提下，循序渐进地矫正上市公司股权的畸形结构。

这本《公司治理中的股权结构》是我公司研究中心推出的研究文集的第一本，该书着重通过对公司治理理论和股权结构理论的讨论分析，结合分析我国股权结构的现状和特点。该书内容新、数据全，理论结构完整，数量分析严谨详尽，案例分析针对性强，从股权结构这个全新的研究角度对公司治理这一证券市场最为核心的问题作出了有益的探讨，为我国上市公司股权结构的合理安

排提供了理论依据和实践借鉴。

广州证券有限责任公司 总裁

谭思马

2001 年 11 月 1 日

前 言

在现代市场经济环境中，随着金融业向各国经济的进一步渗透，证券市场在整个国民经济中发挥着愈来愈重要的作用。它不仅仅是连接投资者与上市公司的桥梁，更重要的是，它通过募集资金的运用，实现了社会资源的有效再配置，调整和平衡社会经济的发展。作为社会经济的“晴雨表”，证券市场的运行质量与效率直接反映了一个国家的经济发展水平。然而，证券市场的发展不是空中楼阁。作为证券市场基石的上市公司，其运行质量直接决定了证券市场的健康与繁荣，而上市公司的公司治理效率则是决定其运行质量的关键因素之一。

正当中国上市公司在深化改革的过程中为公司治理问题所困惑之际，国际上也正在如火如荼地展开一场公司治理运动。从国际性组织的层面看，OECD^①在 1998 年就已制定出关于公司治理机制的基本准则，供成员国使用。世界银行行长吉姆·尔芬森在 2000 年曾指出“对世界经济而言，完善的公司治理机制将像健全的国家治理一样至关重要”。此外，国际证监会组织、国际会计

^① OECD, Organization of Economic Cooperation and Development, 经济合作与发展组织。该组织是工业发达国家制定经济和社会政策发展的“智囊机构”，其最重要的作用就是为各成员国提供一个探讨、发展和完善经济及社会政策的舞台，现有 29 个成员，包括美、英、法、德、日本等西方大国，号称“富人俱乐部”。

准则委员会、会计师公会、亚太经合组织等国际性组织也都针对公司治理问题发表了一系列文件。从国家的层面看，英国已经成立了一系列的行业委员会，并发表了有关公司治理的指引。为了改善公司治理机制，提高企业竞争力，英国政府正在考虑修改《公司法》。而在学术界，对现代公司治理问题的研究已有数十年的历史，产权主义、超产权主义等理论流派纷呈。这些理论研究成果对认识和理解公司治理的意义、问题、缺陷及改进和完善的方向发挥了指导性作用。近十几年来，在经济全球化的背景下，随着股权革命、股东积极主义和股东文化的出现，以及越来越多的机构投资者采取公司治理导向的投资策略，改善公司治理已迅速发展成为一场全球性的运动。

所谓公司治理是指一整套赖以指导和控制公司运作的制度与方法，而股权结构则是决定公司治理机制的有效性的最重要的因素；因为股权结构如何将决定公司控制权的分布，决定所有者与经营者之间的委托—代理关系的性质。发达市场经济中公司运作的历史表明，公司股权集中度与公司治理有效性之间关系的曲线是倒U形的，股权过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构。一方面，如果股权过分分散，所有股东都怀着“搭便车”的心理，对公司的经营状况不闻不问，对经理人员的监督会变得十分软弱无力；另一方面，如果一股独大，控股股东擅权独断，高层经理人员惟大股东之命是从，也不利于有效的公司治理机制的建立。在东方国家某些家族控股的公司中，由于控股股东一股独大和执行层多半是控股股东的亲信，时常发生控股股东损害公司中小股东和公司整体利益的情况。因此，虽然在香港这样的地方家族控股公司的数量正在趋于减少，但为了防止控股股东损害中小股东和其他利害相关者的利益，证券交易所和证券交易监管机构仍然要做出种种规定来约束和规范控股股东的行为，以利于建立有效的公司治理机制。

以上谈到的不合理的股权结构对公司治理产生消极影响的情况在我国的上市公司中也是存在的。我国股市经过 10 年发展,截止至 2001 年 5 月,深沪两市发行上市公司超过 1100 家,募集资金 5000 余亿元。目前,国有企业占上市公司的 95%之多,而非流通的国家股持股比例达到总股本的 30%以上。

这种人为分割的畸形股权结构是在我国企业建立现代企业制度的过程中形成的历史遗留产物。在股票市场发展初期,为了使转制的国有企业既能充分发挥股份制的优势,又不妨碍国家对其主导作用,一种具有中国特色的能体现公有制占主导地位的上市公司股权结构就成为了当时必然的选择。但是随着上市公司和股票市场的不断发展,公众股东队伍的不断壮大,这种在特定的历史和法律背景下所形成的股权结构安排所具有的缺陷日益明显,以它为基础的公司治理机制已经不能适应生产力发展的新要求。具体表现在,国家股股东对公司的控制在经济上趋于超弱控制,而在政治上则是一种超强控制,这导致作为代理人的经理行为表现为政治上的机会主义和经济上的道德风险,不利于真正发挥股份制公司的制度优势,不能有效实现股票市场配置资源的功能,最终的后果就是股东(包括国有股股东)利益受到损害,企业的长远发展受到威胁。

此外,随着越来越多民营企业的上市以及上市公司中管理层收购的进行,目前我国上市公司中私人股一股独大(包括直接持有和间接持有)的现象也不断出现。如何提高这一类公司的治理效率、避免个人大股东的专断独裁、保护中小股东的利益,就成为证券市场上的新课题。

最近,中国证监会领导指出,公司治理结构的改进是中国整个经济体制改革以及资本市场发展的一个非常重要的内容。著名经济学家吴敬琏认为,如何合理安排上市公司的股权结构、解决国家股一股独大的局面是改善公司治理结构的首要的努力方向。

可见,对我国上市公司现有的股权结构进行改革已是大势所趋。下一步的问题在于,改革的目标是什么?怎样的持股格局才能真正提高中国上市公司的公司治理效率?

本书旨在通过对公司治理理论和股权结构理论的讨论分析,结合分析我国股权结构的现状和特点,通过运用统计分析和案例分析的方法,尝试对这一问题作出初步的回答。

本书的分析分为六部分。第一部分首先对现代企业理论、公司治理理论以及股权结构理论进行综述,并提出本书的研究主题;第二部分分析了德日模式、英美模式、相对控股模式以及家族模式形成的外部条件、历史发展过程以及特点,从而为后文的分析提供了国际借鉴;第三部分通过运用理论分析、实证分析和案例分析等方法,对我国国有企业、上市公司以及家族企业的股权结构状况进行定性和定量的描述,并分析了现有的股权结构是如何对上市公司的公司治理机制产生负面作用的;第四部分对我国资本市场上出现的资产重组、收购兼并、拍卖增发等实现股权优化的创新方式进行了述评;第五部分首先分析了我国外部市场的条件,然后运用实证方法、通过构建回归模型论证了由法人股股东相对持股是有利于完善我国上市公司治理的较为合理的股权结构安排,继而通过回归分析计算出了最优法人持股比例、最优股权集中度和最大股东持股比例的合理区间,并指出股权多元化只适用于竞争性行业,最后在充分分析减持办法以及目前各种股权多元化方案的基础上,提出了优化股权结构的政策建议;第六部分是对全书论述的归纳和总结。

著 者

2001年11月

目 录

总 序	I
序	i
前 言	1
第一部分 理论基石	1
第一章 现代企业理论综述	2
第一节 交易费用经济学	3
第二节 委托—代理理论	5
第三节 产权理论	8
第四节 对上述观点的认识	12
第二章 公司治理理论综述	16
第一节 公司治理问题的起源与概念	17
第二节 公司治理的模式	22
第三章 股权结构与公司治理的关系	24
第一节 股权结构的概念及其历史发展	24
第二节 股权结构理论概述	30
第三节 股权结构与公司治理的关系	38
第二部分 四种主流股权模式的比较分析	49
第四章 三种传统股权模式的外部条件分析	50
第一节 政治、文化、历史因素	50

第二节 资本市场发展程度	57
第五章 三种传统股权模式的发展历程比较	61
第一节 美国股权结构的发展历程	61
第二节 日本股权结构的发展历程	64
第三节 家族企业的股权结构	66
第六章 三种传统股权模式的特点比较	73
第一节 分散持股——外部监控模式	73
第二节 股权集中——内部监控模式	76
第三节 家族控股——家族监控模式	78
第四节 小 结	80
第七章 公司治理趋同化与相对控股模式	81
第一节 公司治理与股权结构趋同化的原因	81
第二节 公司治理与股权结构趋同化的迹象	84
第三节 小 结	87
第三部分 我国公司的股权结构分析	89
第八章 我国国有企业股权结构安排的变革	90
第一节 传统计划经济下的国有企业	90
第二节 放权让利式改革	91
第三节 产权调整改革	94
第四节 小 结	97
第九章 我国上市公司的股权结构分析	103
第一节 对股权结构的统计分析	104
第二节 对股权结构与经营业绩的相关分析	112
第三节 案例分析	116
第四节 我国企业股权结构对公司治理的 作用机制分析	132

第五节 独立董事制度·····	138
第十章 我国家族式企业的股权结构分析·····	146
第一节 家族企业在我国的发展·····	146
第二节 案例分析一：四川新希望·····	149
第三节 案例分析二：天通股份·····	159
第四节 家族企业的股权优化·····	165
第四部分 实践与经验·····	175
第十一章 股权多元化的实践剖析·····	176
第一节 法人股流通市场·····	176
第二节 收购兼并·····	186
第三节 增发新股·····	190
第四节 股权激励机制·····	200
第五节 管理层收购·····	209
第十二章 家族式企业的股权优化途径·····	218
第五部分 市场条件与政策建议·····	223
第十三章 外部市场条件分析·····	224
第一节 股票市场·····	224
第二节 公司接管市场·····	231
第三节 经理人市场·····	240
第四节 产品市场和借贷市场·····	246
结 论·····	252
第十四章 我国股权结构的合理安排·····	253
第一节 股权结构的合理安排：相对控股模式·····	253
第二节 股权结构优化的行业因素·····	255
第十五章 国有股减持的政策分析·····	259

第一节	《减持办法》述评	259
第二节	其他减持方式述评	265
第十六章	政策性建议	272
第一节	大力推进国有股减持	272
第二节	鼓励、引导和规范各种股权优化实践	276
第六部分	结 论	277
附 录		283
参考文献		304
后 记		309

第一部分

理论基石

本部分主要从现代企业理论入手，对公司治理理论和股权结构理论作一个简要的综述，分析三者在学习上的内在逻辑关系，为后面章节的分析提供一个基本的理论框架。

第一章 现代企业理论综述

在新古典经济学中，企业的存在被假定为一个既定前提，它将企业当成一个生产函数，一种投入产出关系，假定企业有一个人格化的行为目标—利润最大化。并且在完全竞争性理论模型中，假定不存在交易成本。至于企业内每个行为人各自对待合作的态度，掌握信息的多寡，受到激励的程度，以及不尽相同的利益和目标，是不被研究和揭示的。新古典经济学家感兴趣的并不是组织内部的安排，而是市场上发生的事情，包括生产要素的购置和产品的销售，至于在市场之外发生了什么则大致忽略了。也就是说，他们不愿关心企业中生产的制度安排和运作机制，致使经济学与价格理论成了同义语，企业仿佛是一个精确计算投入与产出的“黑箱”。为了解释企业的存在以及其内部组织安排，新制度经济学应运而生，其理论主要是现代企业理论。

现代企业理论从个人交易行为的角度理解企业，将企业看作是企业之间交易产权的一种合作组织，是有一系列契约的契约网络，企业行为是所有企业成员博弈的结果，企业成员的目标函数都是约束条件下的个人效用最大化。现代企业理论主要处理以下三个问题：①企业为什么存在？企业的本质是什么？企业与市场的边界如何确定？②在企业内不同成员间，委托权（包括剩余索取权与剩余控制权，对这两权的定义详见本章第三节。）是如何分派的？③委托人用以控制代理人的最佳契约是什么？委托人如何监督和控制代理人？

为解决这三个问题，产生了现代企业理论的三大理论：一是交易费用经济学理论，二是委托—代理理论，三是产权理论。交