

# 上市公司股权结构优化问题研究-以再融资为角度的实证分析

在当前国有股股东普遍放弃[上市公司](#)配股权的条件下,配股和增发新股本身都能够改善上市公司的股权结构,即流通股比例的相对上升和非流通股比例的相对下降。但是,这一比例的变化程度如何,在改善上市公司股权结构方面有无显著意义,上市公司能否利用再[融资](#)方式优化股权结构并实现对[经理层](#)的[激励](#)等问题还有待进一步的研究。

## 1 我国上市公司的股权结构现状及其再融资特征

### 1.1 我国上市公司的股权结构现状

我国的大多数上市公司,是带有国有性质的企业公司,他们的改革是在国有企业公司化的框架下进行的,按照这一改革框架,大批上市公司或者说是国有公司进行了股份制改造。在当时特定的历史条件下,国家对股份公司的所有权按照所有者的性质进行了划分,分为国有股、法人股和社会公众股,国家股和国有法人股都属于国有股权。国家对国有股和法人股有明确的规定,即要保证国家股和国有法人股的控股地位。为保持上市公司的国家控制权,做出了国有股暂不上市流通的初始制度安排。这种制度安排在保证国有股控股地位的同时,也造成了[中国](#)股市的二元结构,即纯粹[市场](#)化的流通股市场和非市场化的国有股市场。截至 [2003](#) 年 7 月底,沪深股市发行的总股本已达 6239.42 亿股,市价总值已达 40305.68 亿元。但是,沪深股市的流通股仅为 2193.99 亿股,占股本总额的 35.8%,有 3995.63 亿的国家股、法人股和其他少量内部职工股、转配股处于沉淀状态,占股本总额的 64.2%;流通股市值仅为 13063.24 亿元,占市价总值的 32.41%,非流通股市值高达 27242.44 亿元,占市价总值的 67.59%。在非流通股份中,国有股所占比例超过 80%。这种现象导致了上市公司的股权结构呈畸形状态。上市公司股份过度集中于国有股,使得其难以建立起合理的法人治理结构。上市公司的大股东仍然是国有企业原来的上级[主管](#)部门或企业,对大股东负责实际上是对国有企业原来的上级行政主管部门或企业负责;又由于这种持股主体是一种虚拟主体,它对上市公司经营者的监督和约束缺乏内在动力,上市公司的经营体制出现向国有企业复归的现象。因此,上市公司的股权结构调整势在必行。

### 1.2 特殊股权下的上市公司再融资

[资本](#)结构理论认为,融资方式的选择受资本[成本](#)影响。对[债务](#)融资而言,债务资本成本与债权人所要求的收益率相关;对股权融资而言,股权融资成本与股东所期望的收益率相关。在资本市场发达国家,公司的管理层受到股东的硬约束,经常面临分红派息的[压力](#),股权融资成本并不低,而且由于债务的避税作用,债务成本往往低于股权筹资成本。它们的实证研究表明,上市公司一般先使用内部股权融资,其次是债务融资,最后才是外部股权融资。我国上市公司虽然也表现出

优先使用内部股权融资的倾向，但是，国有股“一股独大”的特殊股权结构和国有的控股股东普遍不到位的现象，已经严重削弱了股东对经理层的约束，导致经理层过分追求对资本的控制权，其结果必然是上市公司对股权再融资有明显的偏好；再加上上市公司没有分红派息压力，外部股权融资成本即成为了公司管理层可以控制的成本，所以我国上市公司一般将国内债务融资的顺序排列在外部股权融资之后。前几年，由于新股增发比配股审批困难，配股自然也就成为了上市公司再融资的首选方式。2000—2002 年深沪市场 A 股筹资规模的统计数据，清楚地显示了配股融资和增发新股在我国资本市场筹资中所占的地位。见表 1。

表 1 2000-2002 年 A 股筹资规模统计

年份	市场筹资总额（亿元）	配股筹资总额（亿元）	配股占市场筹资额比重（%）	增发筹资总额（亿元）	增发占市场筹资额比重（%）
2000	736.12	286.81	38.96	48.29	6.56
2001	809.25	290.56	35.90	56.31	6.96
2002	1535.63	500.19	32.57	297.20	19.34

资料来源：深交所巨潮资讯网

虽然我国上市公司热衷于配股、增发与其特殊的股权结构有关，但是反过来，配股和增发也会影响上市公司的股权结构。

2 上市公司再融资与股权结构变动的实证分析

2.1 上市公司配股融资与股权结构变动的实证检验

从理论上讲，配股是向公司的原有股东按照其持股比例发行股票，如果全部股东都全额认购，上市公司的股权比例不会发生变动。但是在我国证券市场中，上市公司的国有股股东往往会放弃配股权。因为在国有股股东配售的股份仍是非流通股份的情况下，国有股股东若与流通股股东按照相同的[价格](#)配股，容易造成股东资金的沉淀，其结果自然是国有股股东不愿意参与配股；再就是有的国有控股股东在发起成立股份公司时，已经将资产全部投入，配股时根本无力参配。而在非流通股股份普遍放弃配股权的同时，流通股的配股往往由券商进行“余额包销”，所以一般都能够全额参配。在这样的条件下，势必造成上市公司流通股股份的相对上升和非流通股股份的相对下降。

2003 年上市公司中[实施](#)配股的有 25 家，在此其中只有 3 家公司国有股股东实现了全额参配，其余 22 家公司的国有股股东均部分或全额放弃了配股权。对这 22 家公司配股前后流通股占总股本比例的变动情况进行了考察，以分析国有股放弃配股权对股权结构变动的影响情况，并进行了公司配股前后股权结构变动的配对 T 统计检验，以查明这些公司在配股前后股权结构变动是否显著。见表 2。

表 2 配股前后流通股所占比例变动的检验

项目	样本个数	最大值	最小值	均值	<a href="#">标准差</a> > <a href="#">标准差</a>
----	------	-----	-----	----	---

配股前占总股本比例	22	0.69	0.19	0.354	0.112
配股后占总股本比例	22	0.7	0.22	0.405	0.114
T 值（双尾检验）	19.043				
显著性水平	0.001				

资料来源：上市公司年度报表

结果表明，由于持有非流通股份的股东放弃配股权，使得这些上市公司流通股占总股本的比例相对上升，平均上升了 5.1%(即 0.405—0.354)；与此相对应，非流通股份所占比例平均下降了 5.1%；进一步，配对样本检验结果也显示配股前后股本结构变动显著(显著性水平为 0.001，双尾检验)。

### 2.2 上市公司增发新股与股权结构变动的实证检验

增发新股是上市公司除配股之外的另一种再融资方式，近两年来越来越多的沪深上市公司增发了 A 股。2000 年 5 月，太极实业、申达股份、[上海三毛](#)、龙头股份和深惠中 5 家纺织业上市公司开创了增发 A 股的先河，之后，新钢钒、上海[医药](#)相继增发。2001 年，上菱[电器](#)、深康佳、真空[电子](#)、东大阿派几[家电子](#)类上市公司也完成了增发，并且在发行方式上进行了[创新](#)。2002 年，吉林化工、深招港、江苏悦达、风华高科、托普软件、南通机床等公司进行了增发。到 2002 年底，实施增发的上市公司已经达到了 35 家。增发新股与配股的区别在于前者面向所有[投资者](#)，后者只面向公司现有股东。增发新股的对象主要是社会公众，既面向公司现有股东也面向所有新的投资者。

## 3 上市公司再融资与股权结构优化的理论分析

### 3.1 上市公司通过再融资优化资本结构能够实现国有资本的退出

有研究数据表明，目前上市公司处于绝对控股地位的大股东有 56%是国有股股东。由此看来，国有股比例过高与国有经济战略调整的“有所为有所不为”的政策导向确有相悖之处。在国际资本市场上，作为上市公司主要发起人的企业通常可以用 20%-30%的资本调动、支配 70%-80%的其他资本，而我国资本市场中国家用 62%的国有资本仅调动 38%的社会资本，这是很大的资源[浪费](#)。目前上市公司国有股主动放弃配股或将配股权转让，以及上市公司增发新股，既是相对降低国有股比例的有效途径，也为上市公司进行国有股回购创造了良好的条件，还能够引进新的战略投资者。实证分析表明，放弃配股、增发新股公司的股权结构都会发生变化，变化的幅度为 5%-10%不等，按照我国公司现有的股权结构，国有股占较大比例的公司应能经得起两次以上这样的“冲击”。另外，对于国有资本拟进行战略性退出的上市公司来讲，上市公司利用配股和增发的资金进行国有股的回购或配合增发新股直接出售部分国有股，将国有股的比例降至 30%左右甚至以下，保持相对控股地位，应该是一种较为理想的退出方式。

### 3.2 上市公司通过再融资优化资本结构能够使[公司治理](#)机制更加有效

不同的股权结构对公司治理机制作用的影响是不同的。首先，就代理权的竞争而言，股权集中程

度有限或大股东仅处于相对控股地位，其他股东就有能力影响公司的重大[决策](#)，致使经营能力低下、经营业绩不佳的经理得以更换。其次，就监督机制而言，对于有相对控股股东的公司来说，股东具有对经理进行有效监督的优势，在经理是相对控股股东的代理人的情况下，其他大股东也会因其具有一定的股权数量而具有监督的动力。从当前的情况来看，部分上市公司通过再融资来引入其他战略投资者，或利用募集到的资金进行股权结构的进一步调整，实现国有股持股比例相对降低，由绝对控股股东变为相对控股股东，对于我国上市公司治理结构的完善和治理效率的提高是有利的。

### 3.3 上市公司通过再融资优化资本结构能够实现股权激励

上市公司公布的年报资料显示，上市公司董事中有近 40%零持股，总经理中有 20%左右零持股；即使有的董事、经理持股，平均持股量也很低。不可否认，我国上市公司的经营者对公司负有重大的责任，这样，如何克服经营者与众多股东利益不一致的现象，如何避免决策[行为](#)的短期化，就是需要我们认真研究的重大问题。学术界普遍认为，股权激励的办法能使经营者处于类似股东的地位，可以促使他们着眼于股东利益最大化。但是由于一些基本的制度问题还没有解决好，使得对管理层的股权激励制度在推行中遇到一些障碍，而其中最难解决的问题就是没有符合法规规定的股票来源。如果上市公司利用企业资金从二级市场购买本公司股票，会与《公司法》中“公司不得收购本公司股票”的规定相抵触；如果不能从二级市场购入实施经营者持股所需要的股票，公司只能将发起人持有的股权转让给经营者，这又会与《公司法》中“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起 3 年内不得转让”的规定相矛盾；如果在激励制度中使用非流通股份，则又会由于股票不能在市场上变现、经营者不能得到实际利益而大大降低激励效果。但是，上市公司若在再融资过程中定向将部分股票配售给管理层成员，管理层持股问题便可以有效地解决，从而使其激励效果达到最优。

## 4 结论与建议

对我国上市公司来说，通过再融资实现国有股的相对减持能够达到预期目的。在上市公司再融资过程中实现资本结构优化的设想，对于国有股股东持股比例较高的我国上市公司是适宜的。我国上市公司在配股过程中，可以通过国有股股东放弃配股权、转让配股权等方式使国有持股比例进一步降低，通过增发新股也可以达到同样的目的。这样，上市公司在再融资目标实现的同时，也使股权结构得以优化，可谓一举两得。进一步，我们还认为，再融资过程中的机构投资者参与、投资者[素质](#)的提高等因素，有利于上市公司股权结构变动后管理[绩效](#)的提高。

利用再融资的契机进行国有股的回购和出售部分国有股是股权结构优化最为有效的方式。允许部分上市公司利用配股和增发的资金进行国有股份回购，或在上市公司再融资时限定其出售部分国有股，是实现国有资本战略性退出的较佳途径，对于上市公司的股权结构优化也极为有利。

在当前国有股股东普遍放弃[上市](#)公司配股权的条件下，配股和增发新股本身都能够改善上市公司的股权结构，即流通股比例的相对上升和非流通股比例的相对下降。但是，这一比例的变化程度如何，在改善上市公司股权结构方面有无显著意义，上市公司能否利用再[融资](#)方式优化股权结构并实现对[经理](#)层的[激励](#)等问题还有待进一步的研究。

## 1 我国上市公司的股权结构现状及其再融资特征

### 1.1 我国上市公司的股权结构现状

我国的大多数上市公司，是带有国有性质的企业公司，他们的改革是在国有企业公司化的框架下进行的，按照这一改革框架，大批上市公司或者说是国有公司进行了股份制改造。在当时特定的历史条件下，国家对股份公司的所有权按照所有者的性质进行了划分，分为国有股、法人股和社会公众股，国家股和国有法人股都属于国有股权。国家对国有股和法人股有明确的规定，即要保证国家股和国有法人股的控股地位。为保持上市公司的国家控制权，做出了国有股暂不上市流通的初始制度安排。这种制度安排在保证国有股控股地位的同时，也造成了[中国](#)股市的二元结构，即纯粹[市场](#)化的流通股市场和非市场化的国有股市场。截至 [2003](#) 年 7 月底，沪深股市发行的总股本已达 6239.42 亿股，市价总值已达 40305.68 亿元。但是，沪深股市的流通股仅为 2193.99 亿股，占股本总额的 35.8%，有 3995.63 亿的国家股、法人股和其他少量内部职工股、转配股处于沉淀状态，占股本总额的 64.2%；流通股市值仅为 13063.24 亿元，占市价总值的 32.41%，非流通股市值高达 27242.44 亿元，占市价总值的 67.59%。在非流通股份中，国有股所占比例超过 80%。这种现象导致了上市公司的股权结构呈畸形状态。上市公司股份过度集中于国有股，使得其难以建立起合理的法人治理结构。上市公司的大股东仍然是国有企业原来的上级[主管](#)部门或企业，对大股东负责实际上是对国有企业原来的上级行政主管部门或企业负责；又由于这种持股主体是一种虚拟主体，它对上市公司经营者的监督和约束缺乏内在动力，上市公司的经营体制出现向国有企业复归的现象。因此，上市公司的股权结构调整势在必行。

### 1.2 特殊股权下的上市公司再融资

[资本](#)结构理论认为，融资方式的选择受资本[成本](#)影响。对[债务](#)融资而言，债务资本成本与债权人所要求的收益率相关；对股权融资而言，股权融资成本与股东所期望的收益率相关。在资本市场发达国家，公司的管理层受到股东的硬约束，经常面临分红派息的[压力](#)，股权融资成本并不低，而且由于债务的避税作用，债务成本往往低于股权筹资成本。它们的实证研究表明，上市公司一般先使用内部股权融资，其次是债务融资，最后才是外部股权融资。我国上市公司虽然也表现出优先使用内部股权融资的倾向，但是，国有股“一股独大”的特殊股权结构和国有的控股股东普遍不到位的现象，已经严重削弱了股东对经理层的约束，导致经理层过分追求对资本的控制权，其结果必然是上市公司对股权再融资有明显的偏好；再加上上市公司没有分红派息压力，外部股权融资成本即成为了公司管理层可以控制的成本，所以我国上市公司一般将国内债务融资的顺序排列在外部股权融资之后。前几年，由于新股增发比配股审批困难，配股自然也就成为了上市公司再融资的首选方式。

2000—2002 年深沪市场 A 股筹资规模的统计数据，清楚地显示了配股融资和增发新



股在我国资本市场筹资中所占的地位。见表 1。

表 1 2000-2002 年 A 股筹资规模统计

年份	市场筹资总额（亿元）	配股筹资总额（亿元）	配股占市场筹资额比重（%）	增发筹资总额（亿元）	增发占市场筹资额比重（%）
2000	736.12	286.81	38.96	48.29	6.56
2001	809.25	290.56	35.90	56.31	6.96
2002	1535.63	500.19	32.57	297.20	19.34

资料来源：深交所巨潮资讯网

虽然我国上市公司热衷于配股、增发与其特殊的股权结构有关，但是反过来，配股和增发也会影响上市公司的股权结构。

2 上市公司再融资与股权结构变动的实证分析

2.1 上市公司配股融资与股权结构变动的实证检验

从理论上讲，配股是向公司的原有股东按照其持股比例发行股票，如果全部股东都全额认购，上市公司的股权比例不会发生变动。但是在我国证券市场中，上市公司的国有股股东往往会放弃配股权。因为在国有股股东配售的股份仍是非流通股份的情况下，国有股股东若与流通股股东按照相同的[价格](#)配股，容易造成股东资金的沉淀，其结果自然是国有股股东不愿意参与配股；再就是有的国有控股股东在发起成立股份公司时，已经将资产全部投入，配股时根本无力参配。而在非流通股股份普遍放弃配股权的同时，流通股的配股往往由券商进行“余额包销”，所以一般都能够全额参配。在这样的条件下，势必造成上市公司流通股股份的相对上升和非流通股股份的相对下降。

2003 年上市公司中[实施](#)配股的有 25 家，在此其中只有 3 家公司国有股股东实现了全额参配，其余 22 家公司的国有股股东均部分或全额放弃了配股权。对这 22 家公司配股前后流通股占总股本比例的变动情况进行了考察，以分析国有股放弃配股权对股权结构变动的影响情况，并进行了公司配股前后股权结构变动的配对 T 统计检验，以查明这些公司在配股前后股权结构变动是否显著。见表 2。

表 2 配股前后流通股所占比例变动的检验

项目	样本个数	最大值	最小值	均值	<a href="#">标准</a> > <a href="#">标准差</a>
配股前占总股本比例	22	0.69	0.19	0.354	0.112
配股后占总股本比例	22	0.7	0.22	0.405	0.114
T 值（双尾检验）	19.043				
显著性水平	0.001				

资料来源：上市公司年度报表

结果表明，由于持有非流通股份的股东放弃配股权，使得这些上市公司流通股占总股本的比例相对上升，平均上升了 5.1%(即 0.405—0.354)；与此相对应，非流通股份所占比例平均下降了 5.1%；进一步，配对样本检验结果也显示配股前后股本结构变动显著(显著性水平为 0.001，双尾检验)。

2.2 上市公司增发新股与股权结构变动的实证检验

增发新股是上市公司除配股之外的另一种再融资方式，近两年来越来越多的沪深上市公司增发了 A 股。2000 年 5 月，太极实业、申达股份、[上海](#)三毛、龙头股份和深

惠中 5 家纺织业上市公司开创了增发 A 股的先河，之后，新钢钒、上海医药相继增发。2001 年，上菱电器、深康佳、真空电子、东大阿派几家电子类上市公司也完成了增发，并且在发行方式上进行了创新。2002 年，吉林化工、深招港、江苏悦达、风华高科、托普软件、南通机床等公司进行了增发。到 2002 年底，实施增发的上市公司已经达到了 35 家。增发新股与配股的区别在于前者面向所有投资者，后者只面向公司现有股东。增发新股的对象主要是社会公众，既面向公司现有股东也面向所有新的投资者。

### 3 上市公司再融资与股权结构优化的理论分析

#### 3.1 上市公司通过再融资优化资本结构能够实现国有资本的退出

有研究数据表明，目前上市公司处于绝对控股地位的大股东有 56% 是国有股股东。由此看来，国有股比例过高与国有经济战略调整的“有所为有所不为”的政策导向确有相悖之处。在国际资本市场上，作为上市公司主要发起人的企业通常可以用 20%-30% 的资本调动、支配 70%-80% 的其他资本，而我国资本市场中国家用 62% 的国有资本仅调动 38% 的社会资本，这是很大的资源浪费。目前上市公司国有股主动放弃配股或将配股权转让，以及上市公司增发新股，既是相对降低国有股比例的有效途径，也为上市公司进行国有股回购创造了良好的条件，还能够引进新的战略投资者。实证分析表明，放弃配股、增发新股公司的股权结构都会发生变化，变化的幅度为 5%-10% 不等，按照我国公司现有的股权结构，国有股占较大比例的公司应能经得起两次以上这样的“冲击”。另外，对于国有资本拟进行战略性退出的上市公司来讲，上市公司利用配股和增发的资金进行国有股的回购或配合增发新股直接出售部分国有股，将国有股的比例降至 30% 左右甚至以下，保持相对控股地位，应该是一种较为理想的退出方式。

#### 3.2 上市公司通过再融资优化资本结构能够使公司治理机制更加有效

不同的股权结构对公司治理机制作用的影响是不同的。首先，就代理权的竞争而言，股权集中程度有限或大股东仅处于相对控股地位，其他股东就有能力影响公司的重大决策，致使经营能力低下、经营业绩不佳的经理得以更换。其次，就监督机制而言，对于有相对控股股东的公司来说，股东具有对经理进行有效监督的优势，在经理是相对控股股东的代理人的情况下，其他大股东也会因其具有一定的股权数量而具有监督的动力。从当前的情况来看，部分上市公司通过再融资来引入其他战略投资者，或利用募集到的资金进行股权结构的进一步调整，实现国有股持股比例相对降低，由绝对控股股东变为相对控股股东，对于我国上市公司治理结构的完善和治理效率的提高是有利的。

#### 3.3 上市公司通过再融资优化资本结构能够实现股权激励

上市公司公布的年报资料显示，上市公司董事中有近 40% 零持股，总经理中有 20% 左右零持股；即使有的董事、经理持股，平均持股量也很低。不可否认，我国上市公司的经营者对公司负有重大的责任，这样，如何克服经营者与众多股东利益不一致的现象，如何避免决策行为的短期化，就是需要我们认真研究的重大问题。学术界普遍认为，股权激励的办法能使经营者处于类似股东的地位，可以促使他们着眼于股东利益最大化。但是由于一些基本的制度问题还没有解决好，使得对管理层的股权激励制度在推行中遇到一些障碍，而其中最难解决的问题就是没有符合法规规

定的股票来源。如果上市公司利用企业资金从二级市场购买本公司股票，会与《公司法》中“公司不得收购本公司股票”的规定相抵触；如果不能从二级市场购入实施经营者持股所需要的股票，公司只能将发起人持有的股权转让给经营者，这又会与《公司法》中“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起3年内不得转让”的规定相矛盾；如果在激励制度中使用非流通股份，则又会由于股票不能在市场上变现、经营者不能得到实际利益而大大降低激励效果。但是，上市公司若在再融资过程中定向将部分股票配售给管理层成员，管理层持股问题便可以有效地解决，从而使其激励效果达到最优。

#### 4 结论与建议

对我国上市公司来说，通过再融资实现国有股的相对减持能够达到预期目的。在上市公司再融资过程中实现资本结构优化的设想，对于国有股股东持股比例较高的我国上市公司是适宜的。我国上市公司在配股过程中，可以通过国有股股东放弃配股权、转让配股权等方式使国有持股比例进一步降低，通过增发新股也可以达到同样的目的。这样，上市公司在再融资目标实现的同时，也使股权结构得以优化，可谓一举两得。进一步，我们还认为，再融资过程中的机构投资者参与、投资者[素质](#)的提高等因素，有利于上市公司股权结构变动后管理[绩效](#)的提高。

利用再融资的契机进行国有股的回购和出售部分国有股是股权结构优化最为有效的方式。允许部分上市公司利用配股和增发的资金进行国有股份回购，或在上市公司再融资时限定其出售部分国有股，是实现国有资本战略性退出的较佳途径，对于上市公司的股权结构优化也极为有利。