

## 上市公司股权结构探讨

**【摘要】**股权结构是公司治理结构的基础和重要组成部分，股权结构的调整不仅是公司治理行为的重要方面，其目的更在于股东利益的最大化和实现公司的有效治理。本文首先介绍了中国上市公司的股权概念及其分类，然后针对我国公司股权结构的现状，着重分析了目前我国上市公司股权结构存在的问题并提出优化方向。

**【关键词】**上市公司；股权结构；公司治理；股票全流通；机构投资者；

## 目 录

摘 要	i
目 录	3
一、股权结构的理论内涵	4
(一) 股权结构的概念	4
(二) 股权结构的分类	4
二、上市公司股权结构的现状 & 危害	5
(一) 上市公司股权结构的现状	5
(二) 上市公司股权结构的危害	6
三、优化上市公司股权结构的对策	7
(一) 实现国有股的逐步流通	7
(二) 国有股回购	8
(三) 国有股配售	8
(四) 送配股、转配股的逐步上市流通	9
(五) 增发流通股和国有股权转让、置换	9
(六) 降低大股东持股比例	10
(七) 逐步改变股权结构中大股东的主体角色	10
四、结语	11
五、参考文献	12

股权结构是公司治理结构的基础,公司治理结构是股权结构的具体运行方式。不同的股权结构决定了不同的企业组织,公司治理结构的基础是股权结构。我国只有推行股权分置改革才能优化上市公司的股权结构,提高公司治理效率。股权分置改革后,上市公司股权结构发生了变化,通过研究上市公司股权结构、股利政策和再融资行为之间的关系,可以找到优化我国上市公司股权结构的途径和目标。以便针对股权分置改革后我国上市公司治理制度可能存在的缺陷,提出完善公司治理制度,保护中小投资者利益的对策建议,并指出股权分置改革后我国证券市场发展可能面临的新问题。

## 一、股权结构的理论内涵

### (一) 股权结构的概念

股权结构是指股份公司总股本,股份的比例不同的属性及其相互关系。股权或股票持有者的相应比例的股票权利和承担责任的权力,股权是处于股东地位而可对公司主张的权利。公司治理结构是股权结构的具体运行形式,股权结构是公司治理结构的基础。不同的股权结构决定了不同的企业组织结构,从而决定了不同的公司治理结构,最终决定了企业的行为和性能。股权结构的形成决定了企业的类型,股权结构中自然资源、市场管理、资本结构、技术方法和知识管理经验等所占的比重受到经济全球化的冲击和科学技术发展。随着新型企业的出现和全球网络的形成,知识和技术方法在企业股权结构中所占越来越大的比重。社会的发展最终会由“资本雇佣劳动”走向“劳动雇佣资本”。人力资本在企业中以其独特的身份享有丰厚的经营成果,与资本拥有者共同享有剩余索取权。这就是科技力量的巨大能力,它使知识资本成为决定企业命运的最重要的资本。

### (二) 股权结构的分类

股权结构有不同的分类。一般来讲,股权结构有两层含义:

第一个含义是指所有权集中,即五大股东的持股比例。在这个意义上,所有权结构有三种类型:一是股权集中,绝对控股股东通常超过 50%的公司股份,公司拥有绝对控制;二是高度分散的,公司没有大股东,基本完整的所有权和经营权的分离,单个股东持股的比例低于 10%;三是公司一个更大的相对控股股东,同时也有其他大股东,持股比例在 10%至 50%之间。

第二个含义是股权结构,即股东集团分别在不同背景的股份。在我国是指国家股东、法人股东和社会公众股东的股份。理论上股权结构可以根据剩余控制权的分配和

剩余收益索赔分类和匹配方法。从这个角度股权结构可以分为控制竞争和控制的股权结构两种类型的竞争。在控制的情况下可以竞争，剩余控制权和剩余索取权是相互匹配，股东能够并且将会向董事会和管理者实施有效控制股权结构，控制竞争企业由大股东控制的状态被锁定后董事会和经理的监督将被削弱。

## 二、上市公司股权结构的现状与危害

### （一）上市公司股权结构的现状

#### 1. 国有股主体不明确

中国上市公司大多是国有控股公司，管理现状的国有股份在中国，国有企业的股东是全国人民，但是全国人民不能直接行使所有权、国有股份的所有权由不同政府机构。由于落后的国有股权管理制度改革，明确产权、政府职能与企业分开管理，责任明确，有效监督的新系统还不完善，所以有多个管理国有股份，国有股控股监管不力，股票代表国家股东权利的行为不规范，存在的主要问题。这些问题表明，目前国有股份的主题实际上还不清楚，即“所有者缺位”。

#### 2. 国有股比重过高

根据在深圳、上海证券交易所上市的公司近年来的财务报告，在目前我国上市公司总股本中，国家股和国有法人股所占的比重，无论从总体上看，还是从各行业来看，都是非常高的约 60%左右，以 1999 年为例，能源电力业是国有股比例最高的行业，其国际股比例占 42.68%，国有法人股比例占 27.28%，合计高达 69.96%；机械制造业是国有股比例最低的行业，其国家股比例为 37.5%，国有法人股比例为 21.43%，国有股合计仍高达 59.03%。最近几年这些状况并没有改变多少，而且国有股目前还不能上市流通，虽然可以按照协议转让，但都严格控制转让对象和条件。根据在深圳和上海证券交易所上市公司财务报告在最近几年，在中国，上市公司的总股本的比例国有股和国有法人股，无论整体或从不同的行业，非常高约 60%左右，在 1999 年，例如，国有股份比例最高的电力行业是能源，其国有法人股比例占 27.29%、其国际股票比例 42.67%，总数 69.96%；国有股比例最低的是机械制造行业，国有股的比例为 37.6%，国有法人股比例是 21.42%，国有股仍高达 59.02%。近年来这些条件都没有改变，但并未有上市流通的国有股份，尽管你可以依法转让协议，但严格控制对象和条件的转移。

#### 3. 经理人员持股比例严重不足

拥有一定的公司,公司的价值增加或减少他的影响将非常大,所以减少股本经理超过股本经理更有可能努力工作更有远虑地投资评估,做出更好的投资决策。但是,我国企业管理者持股比例普遍偏低,上市公司并不需要持有的股份公司作为经理人的长期激励机制。一百一十二年我国工业部门统计的1999年高级经理说:近百分之十的上市公司高级管理人员不持有公司股票,在高级管理人员的比例之和最大的纺织行业的平均值仅为0.42%而在钢铁行业的总和最小化的股权,平均仅为0.04%。

#### 4. 社会公众股无力也无意参与公司治理

在中国上市公司的股权结构的统计数据显示社会公共产品占总股本的比例极低,个人股东持有者分布很分散,因为他们的参与公司治理的收益和成本不对称,没有人愿意监督企业经理,股东为短时间内寻找买卖价差利润。小股东投资周期很短,他们不打算参与公司治理。此外,当大量的股东会议上,我国上市公司股东出席会议的人数最低所有权的限制,中国的“公司法”还规定,股东大会决议根据出席股东大会的股东所代表的股票,因此,分散分布的社会公共产品和没有参与公司治理的能力。

### (二) 上市公司股权结构的危害

1. 国有股的比例太大而不是循环在一定程度上阻碍资源的分配。发达国家在世界经济发展的历史已经证明,完善的市场经济无法实现资源最优配置和科学,必须伴随宏观调控。宏观调控和科学生产要素的流动性的前提下,国有股的比例太大,不能循环使国有资产流失的上市公司的流动性,政府的宏观调控能力弱化。同时,过度的国有股比例、机构、上市公司操纵股票价格的扭曲市场机制,不利于股市的健康稳定发展。

2. 在股票市场“用不同的价格”和“股票不同的权利”,与股票市场的基本操作规程。目前,上市公司发行股票时,由于一级市场和二级市场流通股和国有股份的价格,投资回报率太宽,很难培养一个正确的投资理念,容易改变政策,股市投机从而失去其资源配置的指导功能,不利于股票市场的长期发展。

3. 所有上市公司的投资者权益性能并不顺利。在股票市场,股东的权利和义务取决于不同程度的股权,应该与股票价格,不应该因为股东的身份。除身份的投资者目前我国上市公司的股票,按照国家投资主体分为股票、法人、个人股票和资本、数量分布、国家是最大的股东,其次是社会法人、个人是小股东。实际股东的个人或机构,是否应该“理性人”的经济意义,有自己的目标函数,和追求效率的最大化。从我国现状看,然而在这方面存在许多问题,国有股份目前有一个重要的投资主体缺位缺陷,目前包含数百个国家股

票上市公司股东的公司，有几家公司只有数量的国家谁行使股东的权利和义务代表国家是未知的。国有法人股，目前主要是通过控股集团公司或国有控股公司，但这些机构授权的状态或者因为自己的发展目标不一致和信息不对称的上市公司实际上是“内部人控制”和国有资产流失的可能性。社会法人股相对于国有股和国有法人股股东分散的股权转让其持有的法人股少量的角色在当前上市公司国有股和法人股股权转让案件社会法人股转让明显低于国有股份的比例，利用中国股票市场的资产重组是相对困难，不利于盘活资产。

4. 带来“内部人控制”等问题。目前我国许多上市公司股东大会的股东至少持有的数量是有限的。由于现有股东大多是小股东，很难参加股东大会，大股东为国家在理论上应该发挥重要作用在股东大会，但由于缺乏国家所有权的情况下，股东大会实际上控制手中的“内幕”，使上市公司应当设置股东委员会，董事会，监事会，损坏的制衡机制。“内部人控制”从积极和消极两个方面对公司的操作和性能的影响：一个是“内幕”不仅仅是外部信息优势，加上他们都是职业经理人，有较高的管理能力。结果，他们控制可能带来的潜在收益也因为利益对公司发展。另一方面，由于管理者和股东的目标函数可能不同追求自身利益的行为偏离股东损害公司良好的公司治理结构应该能够充分发挥股份公司通过合理设计的优越性使经理人和股东的目标实现的目标最大的统一，以实现公司的整体效率最大化。

### 三、优化上市公司股权结构的对策

#### （一）实现国有股的逐步流通

占总数的三分之二股票上市公司的股票可以上市流通问题一直是近年来理论研究的热点。更多的人认为一旦如此大量的公平和社会公开发行上市的股票市场将无法适应，现有的股票市场和巨大的影响将大大阻碍市场上发行的新股，但不能上市流通的国有股份，只会使国有股权处于冻结状态的数量越来越大，成为一个巨大的历史负担，越来越难以解决。我们相信，在考虑国有股流通的问题，以防止和避免股票市场的巨大波动，积极稳妥地推动，专门为国家股票的流通可以采取两种方式解决：一是现有的国有上市公司的股票可以允许并鼓励合法化和规范化房地产市场和流通转让的同时，积极争取步骤逐步安排分批上市，二是以下新的普通股上市的上市公司可以完全不管其普通股的持有者在状态，上市法人或者同等人均循环，这样既不可能导致股票市场的巨大波动，有利于逐步与

国际市场是符合国际惯例。但在这种情况下,可以考虑的一部分新发行股票的上市国有股份上市后一定时期内循环,如监管溢价社会法人股在社会公开发行上市流通,经过两年的国家和发起人法人股在五年内上市可以形成正常的市场预期,所以放在市场的分裂或部分的压力可以有效地减少的影响市场上流通的国有股。相信这种治疗的最小压力在市场上几乎没有影响整个股票市场。与此同时,我们应该正确认识实际流通的国有股,因为国有股东和个人股东。他们持有主要将股票作为控制证券而不是收益证券为了保持控制,一般不轻易抛出,即使按照一定比例净资产转移。初步估计,增加资本的真正需要约 400 ~ 4000 元,一个保守的计算在 5 年的时间去消化它一步一步,只需要消化每年 800 ~ 800 元。考虑到目前的市场水平驻留在订阅在 2000 亿元以上,和作为一个潜在的市场超过 50000 的居民储蓄存款,那不是很吓人。事实上如果投资者能够接受的规则“内部员工三年后上市”,然后逐渐为国家股票上市流通并不像有些人认为的那样困难。

## **(二) 国有股回购**

股票回购是指公司出资买回自己的股份,其直接结果是公司的资本。股票回购可以成为一个有效的方法减少国有股份,我国公司法规定:“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本,取消股票或持有公司股份的其他公司合并。”“在一些国家,法律允许公司回购自己的股票,不取消这部分股票被称为“股票”称为中国法律不允许该公司持有“股票”称为公司回购自己的股票后需要取消它。国有股份回购在中国很少见,但对上市公司的研究和尝试。如 1999 年的“有能力实施股票回购的股票已经成功尝试,在此之前陆家嘴和厦门空气在这一领域探索,结果不仅提高净资产收益率和改善财务结构,增强公司的融资和资本运作能力,提高资本运营的质量和效率。可见国有股回购是可行的方法,优化上市公司的股权结构、证券市场应该是一个共同的企业行为。但在中国于 1999 年 7 月 1 日正式实施“证券法”并未提及股票回购、股票回购的条件和程序。现有法律法规中没有详细的监管提出上市公司的章程的指导方针。因此,我们应该发展和完善股票回购操作尽快规范的法律、法规。

## **(三) 国有股配售**

国有股配售是指国有股的股权代表部门将其部分国有股以特定的价格向特定投资人的一种转让,转让对象应该是原有的个人股东及部分机构投资者,当然老股东有优先受让股份的权利。国有股配售是广大中小投资者认购国有股的主要途径,也是国有股进入二级市场的主要方法。这种情况下,国有股的供给方来说,面对如此众多的国有股认购

者，市场前景和市场预测就会有一定难度，增加了国有股配售的风险，这就要求公司慎重确定股票的价格和选择承销商，尤其要确定配售价格，因为非常重要，稍有不慎就会引起市场众多的疑问，导致二级市场股价下跌，损害投资者信心。这种方式是将公开发行的国有股股东转化为流通股，如果价格合理的放置这种方式可能是成功的，国有股的观点的历史形成，主要由发起人的资产折价，只是不同的公司在股份制的转换股票的比例是不同的，褶皱的有关部门监管的具体比例不得低于 65% 的公司的自由裁量权。虽然流通股大部分采用优质上市公司的创建一个现象有不同的价格和较低的融资成本。因此，考虑到国有股份分配必须确定合理的价格和社会公众可以接受的位置，初步考虑配售价格可以根据一定的净资产比率和每股净资产的基础上确定公司的每股净资产 3 元，净资产比率来确定 2 倍的价格转让国有股份每股 6 美元，或根据  $p / e$  比率来决定，例如， $8 \sim 10$  倍市盈率或如果公司每股收益 0.4 元，价格的位置应该在  $3.2 \sim 4$  元，因为相同的物理每股净资产代表在不同的行业有不同的发展前景和盈利能力。所以在国有股转让定价应该设定一个浮动的范围，可以指定的专业资产评估机构证券监督管理部门协助完成，在不损害国有股东利益的前提下确保定价的公正性、客观性，更要保护少数股东的利益。

#### **（四）送配股、转配股的逐步上市流通**

送股是一种形式，公司运行配股上市公司再融资是资本市场的主要途径关闭转移到社会公众股东的国有股份形成了转配股。从我国情况，上市公司每年派与原持有股权的国有股份进一步扩张，如果你不考虑给配股和转配股逐渐循环问题上市公司所有权结构调整将会越来越困难。同时，这种不合理的股权结构是不标准的公司治理结构和低效率，目前一些上市公司业绩下降，甚至失去了他们的权益融资环境法律规定的上市公司通过配股筹集低成本融资渠道为公司发展是“封闭”的，不利于公司的运作和长远发展。

#### **（五）增发流通股和国有股权转让、置换**

发行流通股和国有股权转让、更换没有直接降低国有股的总股本也不能直接使国有股上市流通，但可以相对降低国有股的比例，使国有经济部分的股票上市公司所有权结构调整也有重要的意义。以及有关公司治理完善相关法律，建立有效的监督和制衡机制和决策机制，建立董事会的评价体系和合理的工资制度，并建立鼓励和促进职业经理人的合理流动和诉讼支持小股东权益的机制，为高效和有效的公司治理机制提供了一个良好的外部环境。

#### **（六）降低大股东持股比例**



降低大股东的持股比例，减少大股东的股权形成制度的股权结构。首先，限制大股东的股权，特别是国有大股东。一个股票持有的上市公司，尽可能开发更多近亲的控股股东所有权结构。其次，培养多远的主题投资，尤其是投资者的机制，比如共同基金、商业养老金、保险基金和外国投资机制，促进上市公司分散的所有权结构的优化和调整，形成有效的股东之间的限制。最后，有计划地一步步减少国有产权治理结构的作用，由国家投资的唯一主题发展成为国家的主体，企业和个人多样性重构上市公司的治理结构，削弱政府的行政管辖，从而有助于防止和纠正“内部人控制”的现象，形成有效的制度机制，提高公司治理的效率。

### **（七）逐步改变股权结构中大股东的主体角色**

首先，明确国家股票经纪人，加快国有资产管理体制改革，建立了一个人国有股的运动机制并建立一套相应的监督约束机制。现在，国有资产属于政府和国务院政府具体行政单位。因此国务院国家国有资产管理局应该公司股本法定代理人。具体来说，国有资产管理应建立各种公司负责管理国有资产和国有资产监督公司的利益集团的股权，与此同时，国有资产管理应建立相应的内部监督、激励和约束机制，使国有资产代理代表能认真履行职责，防止国有资产流失的现象。此外，如果条件成熟，国有资产管理可以设立基金管理公司，并将国有资产委托指定基金管理公司的基础上，国务院不定期派遣记者方面的国有资产管理、多级审计和监督，加强媒体的监督。其次，积极培育大型机构投资者，加快社会保障基金、保险基金和其他公共基础黄金投资市场为了实现其价值的目标。目前，大型机构投资者在股票市场更小，业务单一更少的证券投资组合。因此，机构投资者只能是短期投机者的猜测。标准化机构投资者投资行为的同时培养大规范性的投资者在很长一段时间内会产生较大的积极稳定的股票市场使用，它还将帮助上市公司所有权结构的优化。此外，我国应该尽快建立一个代理机制。许多经济学家认为在我国股票市场存在严重炒作现象。例如，经济学家吴敬琏先生提出人炒股投机大于投资，由于中小股东直接参与股东大会可能成本等高、股权太年轻扮演一个角色等一些因素的限制，只有在股票市场推测。建立和完善股权代理机制，使中小股东在公司的董事会间接代理，可以充分保障中小股东的既得利益。

### **结语**

逐步实现国有股流通，国有股份回购，国有股配售，送配股、转配股的逐步上市流通，增发流通股和国有股权转让、置换，降低大股东持股比例，六个方面提出了促进我国上市

公司的股权结构。主要途径优化上市公司的股权结构,降低国有股的比例正在增加的比例法人和社会公开发行,添加一个限制大股东的数量,提高独立董事的独立性加强上市公司的内部监督和加强证券市场平衡约束,等等。股权结构提出优化措施,以完善公司治理结构,提高上市公司的股权结构,促进我国经济的健康发展。