

上市公司治理结构的实证分析

中国社科院研究生院博士研究生 何俊

公司治理结构对公司的经营绩效有着重大影响，随着我国建立现代企业制度目标的确立和国有企业改革的逐步深入，如何建立有效的公司治理结构的问题已越来越得到人们的重视。本文试图从股权结构入手，分析目前我国上市公司治理结构的实际状况，为揭示我国公司治理结构中普遍存在的问题提供初步依据。

一、公司治理结构的概念及意义

所谓公司的治理结构是用以支配企业利益相关者之间关系的一整套制度安排，由一系列的契约组成，它界定了权利、利益和风险在企业利益相关者之间的分配。斯坦福大学钱颖一博士（钱颖一，1995）曾将治理结构的主要内容具体概括为三个方面：1. 剩余索取权和剩余控制权的配置；2. 对董事会、经理人员和职工的监督与评价；3. 激励机制的设计和和实施。公司治理结构的作用是利用各种安排的互补性，选择一种结构，降低代理成本，实现公司的经济利益。

从涉及到的利益相关者的范围来看，公司治理结构又可以有广义和狭义之分。广义的公司治理结构涉及所有的与企业利益相关者，包括股东、债权人、经理人员、工人、供应商、顾客甚至社区。而狭义的公司治理结构主要研究股东和经理人员之间的委托—代理关系，研究委托人（股东）如何通过控制和激励使代理人（经理）的行为符合委托人的利益。在企业正常经营的情况下，供应商、顾客和社区的利益是有保障的，工人和债权人的权益也不需要特殊的保护，他们各自按照构成广义公司治理结构的各种相关契约的规定来行使权利和履行义务，间接地对公司决策施加着影响。一般来说只有在非正常的情况下，如企业面临被兼并或被收购，或是面临破产时这些相关者的权益才需要特别的保护，而股东和经理的行为则对公司绩效有着几乎决定性的影响。因此，本文对上市公司治理结构的研究仅集中在狭义的层面上。

一个理想的公司治理结构必须具备这样几个特点：首先，它能够让最有能力经营的人担任经理，这里有两层含义，一是聘任经理时要以其经营能力为标准，二是如果发现其他更有能力的人选，必须能够适时地进行替换；其次，经理人员要有足够的管理权，以发挥他们的经营才能；再次，股东要有充分的信息，能够辨别经理人员的能力以及观察经理人员的行为是否符合他们的利益。

股东和经理人员之间的关系是通过股东大会、董事会和高级经理人员三者之间组成的一种组织结构来实现的，其基本运行规律是：由股东通过股东大会，以投票方式行使自己的控制权，选出董事会成员组成董事会；董事会对股东大会负责，是公司的最高决策机构，拥有一些重大事项的决策权，包括决定对高级经理人员的聘用、奖惩（实施激励）以及停止聘用的权利，但不能超越股东大会的授权行事，对于公司章程规定应由股东大会讨论的一些重大问题，必须提交股东大会讨论通过；高级经理人员受聘于董事会，对董事会负责，在董

事会的授权范围内对公司的日常经营活动进行决策。三者之间的权利和责任是明晰的，任何行为主体均不得越权行事。如股东不得随意对董事会的正常工作或公司的日常经营活动进行干预，其行使权利的方式只有两种：一是在股东大会上用投票，直接参与公司的治理，一是在股票市场上“用脚投票”，即卖掉股票脱离该公司，间接地对公司的治理施加影响，其相应的责任和收益则体现在股价的升降上。

由于董事会一般是由股东通过每股一票的投票方式选举出来的，而不同类型的股东有着不同的行为目标，因此股权结构对董事会，进而对经理的行为有着重大影响，不同的股权结构会产生相异的治理结构形式。就股份有限公司来说，目前存在着两种不同的公司治理模式：一种类型是股东起主要作用的英美模式；另一种类型则是银行起主要作用的日德模式。前者以股权分散为特征¹，强调股东的权益，注重股票市场的流动性，一旦公司的经营绩效过差，其股票价格就会下跌，经理人员就有被驱逐的可能。后者以法人（包括银行）之间的相互持股为主，股东相对稳定，强调对与公司有重大利害关系的团体负责，在正常情况下，企业经理有相当的自主权主持日常决策，但由于主银行不仅是对企业提供贷款的带头人，还拥有企业大量的股票，因而也是公司最有控制力的股东，一旦企业出现财务危机，主银行就会介入，选择新的上层经理。

本文试图从我国上市公司的股权结构以及人们普遍关注的内部人控制两个方面对我国上市公司的治理结构作一实证性分析。所调查的样本包括截至1996年底上市的全部530家公司，这些公司的招股说明书、股票上市公告书以及各年的中期报表和年度报表是本文原始资料的来源。

二、中国上市公司的股权结构

1. 股本类别

根据目前普遍采取的分类方式，我国上市公司的股本包括（1）国家股：指有权代表国家行使资产管理权力的政府部门或机构，以国有资产投入公司形成的股份。（2）法人股：指法人以其依法可支配的资产投入公司所形成的股份，法人股又有国有法人股和非国有法人股之分，其中国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业及其他单位以其依法占用的法人资产投入公司形成或依法定程序取得的股份。国家股和国有法人股统称为国有股，由于国有法人股和非国有法人股在统计时难以区分，为方便起见，本文将他们统一称为法人股，但从有关法规和实际资料可以判断²，国有法人股在法人股中占主导地位。（3）A股：即社会公众股，是由社会公众投资者以其合法所得投入公司而形成的股份。（4）B股：即人民币特种股票，是向境外投资者发行，在国内二级市场进行交易，专供境外投资者以外汇进行买卖的记名式股票。（5）H股：指由境内企业在香港公开发行并在香港联合交易所上市交易的股票。（6）内部职工股：指由公司内部职工以其个人合法所得投入公司而形成的股份。除去这六类股本外，部分上市公司还有另一类股本，即转配股，所谓转配股是指在增资配股时，国家股股东或法人股股东放弃配股权，按一定比例将配股权有偿转让给社会公众股股东，进行配股而形成的股份，转配股由国家股或法人股所“生”，而由社会公众持有。在上述所有股本中，A股、B股和H股是可流通股，但三种股票流通的市场是彼此分割的，因而应该分开来研究。

¹ 美国公司的股权结构中，传统上是个人持股为主体的，近二十年来机构持股发展很快，但为了分散风险，他们在每个公司中占有的份额也不大，因此，虽然目前这些机构投资者所持股份约占上市公司总股本的40%以上，但并没有从根本上改变公司股权分散的状况。参见 Matthew Bishop (1994)。

² 《股份有限公司国有股权管理办法》规定，国有企业进行股份制改组时，要按《在股份制试点工作中贯彻国家产业政策若干问题的暂行规定》，保证国家股或国有法人股的控股地位。

国家股、法人股、内部职工股和转配股都是不可流通的，由于内部职工股和转配股在总股本中所占比例较小³，为研究方便，本文将它们合并称为其它股份。

需要指出的是，即便是相同名称的股票，法人股和内部职工股也和其他国家有着不同的含义。无论是英美模式还是日德模式的公司治理结构中，法人股（或机构持股）⁴和内部职工股本质上和其他公众持股没有什么区别，所不同的只是持股的主体而已。这一点对公司治理结构有着重要意义。

2. 股权结构概况

截至1996年底，上海、深圳两家交易所共有上市公司530家。其中，只发行A种流通股股票的有433家（A组），只发行B种流通股股票的有15家（B组），既发行A股又发行B股的有69家（AB组），发行H种流通股股票的有13家（H组），分别占上市公司总数的81.7%，2.8%，13%和2.5%。

如果按上市公司所属行业进行分类⁵，则工业类企业318家，房地产类28家，综合类73家，商业类68家，公用事业类38家，金融类5家，分别占上市公司总数的60%，5.3%，13.8%，12.8%，7.2%，和0.9%。

从总的股本结构来看，流通股在总股本中所占的比例为35.2%，国家股和法人股在总股本中所占的比例分别为35.1%和27.6%，包含内部职工股和转配股在内的其它股份仅占总股本的2.1%。

从流通股和非流通股的分布情况看（参见表1和图1），流通股所占比例在30%以下的有239家，占总样本数的45.1%，在30%至50%之间的有231家，占样本总数的43.6%，在50%至70%之间的有50家，占样本总数的9.4%，在70%以上的有10家，占样本总数的1.9%。也就是说，非流通股所占比例在50%以上，处于主导地位的上市公司共有470家，占样本总数的88.7%。

表 1 流通股所占比例、最大股东持股比例及内部人控制度分布

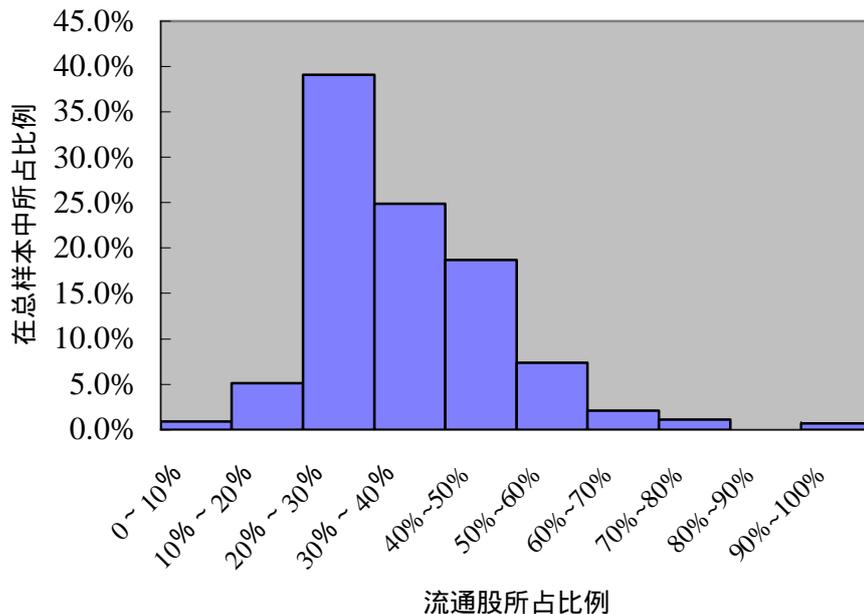
区 间	0 ~ 10%	10% ~ 20%	20% ~ 30%	30% ~ 40%	40% ~ 50%
流通股所占比例	5	27	207	132	99
最大股东持股比例	8	37	90	95	97
内部人控制度	3	8	27	25	29
区 间	50% ~ 60%	60% ~ 70%	70% ~ 80%	80% ~ 90%	90% ~ 100%
流通股所占比例	39	11	6	0	4
最大股东持股比例	85	80	35	3	0
内部人控制度	40	46	66	65	97

³ 这里的“不可流通”是指不能在股票市场自由流通。国家股和法人股可以在一定的条件下协议转让，内部职工股在配售一定年限后可以转变为A股上市流通，转配股目前还不能上市流通，其在总股本中所占的比例有逐年增大的趋势，个别企业转配股的规模甚至超过了A股，但从上市公司总的情况看，转配股所占的份额仍不大，故在本文中不作专门的讨论。

⁴ 日本模式的法人持股和英美模式的机构持股严格说来也是有区别的，前者强调长期持有，而后者注重分散风险。

⁵ 此处的分类方式，综合参考了上海证券交易所和深圳证券交易所的分类标准。

图1：样本按流通股所占比例分布示意图



在全部样本公司中，最大股东平均持股⁶43.9%，其中，只有8.5%（45家）的公司的最大股东持股在20%以下，而38.3%（203家）的公司的最大股东持股超过50%，使得公司被单个股东绝对控股（参见表1）。在最大股东中，有284家是国家股股东，占总样本的53.6%，其中，持股份额超过50%，处于绝对控股地位的有129家，占样本总数的24.3%。

3. 流通股类别与公司股权结构

考虑到发行B股和H股对公司股权结构可能产生的影响，依据发行流通股种类的不同，将上市公司分为A组、B组、AB组和H组，各组的股权结构情况见表2。

表2 拥有不同类别流通股的公司的股权结构

分组情况	全部样本	A组	B组	AB组	H组
样本个数	530	433	15	69	13
A股所占比例	21.9%	32.1%	0.0%	12.9%	8.0%
B股所占比例	6.4%	0.0%	37.7%	27.2%	0.0%
H股所占比例	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%
国家股所占比例	35.1%	30.8%	17.9%	37.5%	46.1%
法人股所占比例	27.6%	33.8%	47.0%	21.6%	14.7%
其它股所占比例	2.1%	3.3%	0.4%	0.8%	0.6%

表2的数据显示出不同类型的公司有着不同的股权结构。在A组的上市公司中，国家股、法人股和A股在总股本中所占的比例彼此相差不大。B组、AB组和H组的上市公司有一个共同特点：虽然国家股或法人股在总股本中所占的比例最大，但B股或H股也占有相当的比重；AB组和H组公司中，A股所占份额非常小，说明在这两类公司中A股股东对公司的治理结构几乎没有影响。

4. 不同行业公司的股权结构

表3列出了不同行业公司的股权结构：

表 3 不同行业公司的股权结构

分组情况	工业类	房地产类	综合类	商业类	工用事业类	金融类
样本个数	318	28	73	68	38	5
A股所占比例	18.8%	22.1%	34.9%	32.4%	17.6%	59.0%
B股所占比例	6.8%	11.7%	2.5%	3.5%	6.7%	0.0%
H股所占比例	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国家股所占比例	36.8%	43.6%	18.8%	28.6%	41.8%	11.3%
法人股所占比例	25.5%	21.0%	40.5%	31.2%	31.4%	29.7%
其它股所占比例	1.8%	1.5%	3.3%	4.3%	2.5%	0.0%

按国家股在总股本中所占的比例大小排序，依次是地产类、公用事业类、工业类、商业类、综合类和金融类。显然，房地产和公用事业是国家投资的重点，商业类企业中国家股和法人股的比例相当，也占有较大的比重，综合类企业则以法人持股为主，而5家金融类公司中，A股所占份额最大，平均达59.0%。

由于工业类上市公司所属行业分布较广，为了弄清不同工业行业股权结构的特点，进一步对石化（包括化工、化纤）、医药、机械、冶金、建材、纺织、电子和家电等8个工业行业加以考察，表4列示了这8个工业行业的股权结构情况：

表 4 不同工业行业股权结构

分组情况	石化	医药	机械	家电	冶金	建材	纺织	电子
样本个数	53	21	44	19	21	15	19	20
A股所占比例	14.0%	35.6%	19.8%	21.7%	15.5%	28.6%	22.7%	21.7%
B股所占比例	3.3%	2.0%	13.6%	11.9%	0.0%	11.1%	8.9%	11.7%
H股所占比例	18.0%	0.0%	3.1%	0.0%	15.8%	0.0%	0.0%	6.4%
国家股所占比例	45.3%	39.1%	32.1%	34.5%	49.8%	30.0%	35.0%	26.1%
法人股所占比例	18.5%	19.5%	29.4%	29.3%	17.9%	26.9%	33.0%	32.5%
其它股所占比例	0.9%	3.8%	2.0%	2.6%	1.0%	3.4%	0.4%	1.7%

单从国家股来看，比重最大的是冶金行业，占总股本的49.6%，最小的是电子行业，占26.1%，但从国家股和法人股之和来看，各行业彼此相差不大。如果考虑到法人股中国有法人股所占的比重，则无法通过上市公司的股权结构来判断国家的产业政策。

三、不同权益主体的行为特征

股东作为企业的所有者，追求股票价值最大化是其首要目标，为了实现这一目标，他既可以在股东大会上投票，直接参与公司的重大决策，也可以通过股票市场间接地对公司经营施加影响。然而由于目前我国正处在由计划经济向市场经济的转轨过程之中，上市公司存在

⁶ 除非特别说明，本文所列的平均值均为加权平均值。

着复杂的股权结构，不同类型的股本对应着不同的权益主体，而不同权益主体又有着不同的行为特征，因此对公司治理结构有着不同的影响。

1. 国家股持股主体

国有股本投资主体的缺位是近年来国有企业实行公司制改革所面临的一个重大难题，这一点通过上市公司国家股的持股主体也体现了出来。在全部530家样本公司中，有332家公司有国家股股份，占总样本数的62.6%。从上市公司的股东名册上看，有39家（占有效样本数11.8%）公司只是标明国家股有多少多少，至于谁代表国家行使股东的权利则不得而知。注明的国家股持股主体有集团公司（或总公司）106家，国资局100家，国有资产经营公司47家，行业主管部门20家，财政局13家，分别占有效样本数的31.9%，30.1%，14.2%，6.0%和3.9%，另有6家公司的国家股由多家单位分散持有，1家公司的国家股由省政府持有，共占有效样本数的2.1%。

国资局、主管部门和财政局等作为政府机关，代表国家行使股东权利其弊端是显而易见的。首先，他们有着各自的行政目标，所有者目标并不是他们的主要目标⁷，当所有者目标和行政目标发生冲突时，他们有可能以行政目标代替所有者目标而使得所有者的利益受到损害；其次，他们不是投资的受益人，缺乏监督经理层的激励，容易形成事实上的“内部人控制”问题；再次，政府拥有行政权力，是市场规则的制定者和维护者，他们作为股东参与市场，既当“裁判”又当“球员”，会导致权力的滥用，破坏市场规则。

国有资产经营公司是否能够真正代表国家行使股东的权利，主要取决于两点：一是其自身是否真正实现了“政企分开”，二是是否解决了自身的监督与激励问题。如果国有资产经营公司不是由于行政授权，而确实是按产权关系建立起来的，在《公司法》规定的权力范围内行使权力不会受到干预，其自身又有着完善的治理结构，则他就能代表国家持股，对国家负责（当然，和一般法人股东一样，代理问题还是存在的），如果它自身是个“翻牌”公司，和政府的关系还没能理顺，自身的激励监督机制还不健全，那么它就不可能真正尽到股东的责任。

集团公司（或总公司）代表国家持股有两种情况：一是集团公司以其一部分企业为基础改组设立股份公司，或以其占有的一部分国有资产投资设立或通过收购、兼并建立股份公司时，代表国家持有股份公司的国家股股份；二是有些国有企业在实行股份制改组时，将其骨干部分或主体部分剥离出来改组为股份公司，而将企业的余下部分组成“集团公司”，再由政府授权所谓的“集团公司”代表国家持有股份公司的国家股股份。两者的区别在于前者除该股份公司外，还有很多其它的公司，集团公司按其在股份公司的出资份额，在股份公司的董事会中占有一定比例的席位，而后者和所建立的股份公司实质上是一回事，甚至二者的“领导班子”都相同，股份公司的董事会成员、经理班子（或者绝大部分重要成员）就是“集团公司”的经营班子，扣除投入股份公司的资产，“集团公司”就会变成一个“空壳”。在106家“集团公司”代表国家持股的上市公司中，属于第一种情况的只有25家，属于第二种情况的达81家，为区别两种不同性质的集团公司股东，本文将第二种“集团公司”持有国家股份称之为“空壳”持股。从治理结构的角度来看，“空壳”持股意味着经理班子基本上不受股东的约束，因为在这些公司中，国家股股东基本上都是公司的最大股东，处于相对控股甚至是绝对控股的地位。

依据《股份有限公司国有股权管理暂行规定》，国有股的转让必须通过国家国有资产管理局和省级国有资产管理局的批准。因此，以上国家股股东在转让国家股股权方面还受到行政限制。

⁷ 因为所有者目标和行政目标往往并不一致，如果这些政府机关将所有者目标作为主要目标，那么他们的行为就会偏离其行政职责，不能正常地行使其政府职能。

最近上海证券报有篇报道⁸，说的是上海石化有套成本近400万元的设备，已闲置多年，去年以设备投资的形式投入江苏吴县江南化纤集团，没想到使得这个年利润300多万元的小厂一跃成为3000多万元的大集团。面对如此巨大的反差，石化领导坦然承认，即使再将设备搬回石化，仍然只能被闲置起来，其原因是机制使然。上海石化即是由行业主管（中国石油化工总公司）部门代表国家绝对控股的企业。由此可见，虽然一些国有企业已实现了股份制改组，但在国有资本缺少真正以投资收益最大化为目标的股东，而且国有股股东处于相对或绝对控股的情况下，改制后企业的经营机制并没有发生根本性的改变。

2. 法人股股东

如前所述，法人股股东有国有法人股股东和非国有法人股股东之分，他们虽然拥有股份公司的股票，但法人自己不能去参加股东大会，行使股东权力的只能是自然人——法人的代表，而这些代表本人并不是公司的最终受益人，因此，法人作为股东，其自身也存在代理问题，代理问题的大小，取决于作为股东的法人自身是否有较完善的治理结构。对于国有法人股股东来说，其最终受益人是不明确的，存在投资者缺位问题，如果没有一个好的激励机制和监督机制，代理问题可能会非常严重。

3. 个人股东

个人股东的目标相对来说比较明确，即追求股票收益的最大化。但有两个原因使得个人股东难以在公司治理结构中产生较大的影响：一是个人股东受经济实力的限制，特别是现行政策对个人持股的约束⁹，使得个人股东注定是小股东，他们很难通过股东大会直接参与公司的决策，只能通过股票市场来维护自己的权益；二是流通股份在总股本中所占的比例过低，流通股市场对公司治理结构的影响非常有限。因此，个人股东的行为，很大程度上是一种投机行为。

由于内部股的比例较小，而且它们只是暂时不能上市流通，B股，H股不在本文重点讨论之列，因而在此略去对它们的分析。

由以上分析可以看出，上市公司不同股份的权益主体其行为目标是不同的，由于他们各自在股权结构中的地位不同，所以他们的行为对公司治理结构有着不同的影响。

四、上市公司中的内部人控制

1. 内部人控制的概念

内部人控制的概念最先是由美国斯坦福大学青木昌彦教授提出的，其原意是指在前苏联和东欧国家，国有企业的经理或工人在企业公司化过程中获得相当大一部分控制权的现象（青木昌彦，1995）。如果撇开具体的环境，从广义意义上讲，所谓内部人控制就是经理和（或）工人掌握了企业非人力资产的剩余控制权。按此定义，内部人控制具有一定的普遍性，然而不同国家的内部人控制又具有不同的特点。例如在美国，由于股权的极度分散，经理人员实际上掌握了相当一部分控制权。伯利和米恩斯（Berle and Means, 1932）曾于30年代初对美国最大的200家公司进行过调查，他们发现有44%的公司实际上是由管理人员控制的，到了60年代，美国最大的200家非金融公司中由管理者控制的已上升到80%（Larner, 1966）。可见，美国的“内部人控制”是建立在股权分散的基础之上的。而在日本，“内部人控制”则是基于法人持股，特别是法人之间的相互持股。由于相互持股而不得彼此信任、互不干

⁸ 参见《上海证券报》1997年7月26日第六版，“石化养‘机’吴县下蛋的启示”

⁹ 《股票发行与交易管理暂行条例》规定任何个人不得持有上市公司5%以上发行在外的普通股股份。

涉，从而使企业的控制权集中到内部人的手中¹⁰。

无论是英美模式还是日德模式，其公司治理结构中都有对内部人控制进行控制的机制。前者强调股票市场的流动性，如果公司经理的经营绩效过差，其公司股票的价格就会下跌，引起股东的不满，这时经理市场、代理权竞争和接管市场等约束机制就会起作用，大股东也可能会直接干预，经理人员就可能被驱逐。后者注重银行的作用，主银行既是公司的主要债权人又是公司的主要股东，当公司正常经营时，经理人员的决策几乎不受股东的影响，但一旦企业出现财务危机，就会引致主银行的介入。

中国企业的内部人控制有着自身的特色，由于政府牢牢地掌握着“最终控制权”，所以其表现形式为“行政干预下的内部人控制”（张春霖，1995）。一方面，由于出资者的缺位，来自股东的压力较弱，经理有着很大程度上的自主权。另一方面，政府主管部门不仅可以随意撤换企业经理人员，控制着企业的人事权，还可以强行让企业兼并或合资等等。企业往往在政府的“超强控制”和“超弱控制”之间振荡（张承耀，1995）。

从广义的意义上说，内部人控制是股份公司的一种普遍现象，因此中国的上市公司存在内部人控制也是必然的。问题是由于中国正处在由计划经济向市场经济转轨的过渡时期，市场经济的发展还很不完善，再加上中国的上市公司大多是由原国有企业改造而来的，不可避免地带有许多“母体”的“遗传特征”，因而中国上市公司的内部人控制有其特殊性。

2. 上市公司中的内部人控制状况分析（内部人控制度）

为了对上市公司的内部人控制程度进行分析，本文引入“内部人控制度”的概念。用 ξ 表示内部人控制度，则

$$\xi = \text{内部董事人数} / \text{董事总人数}$$

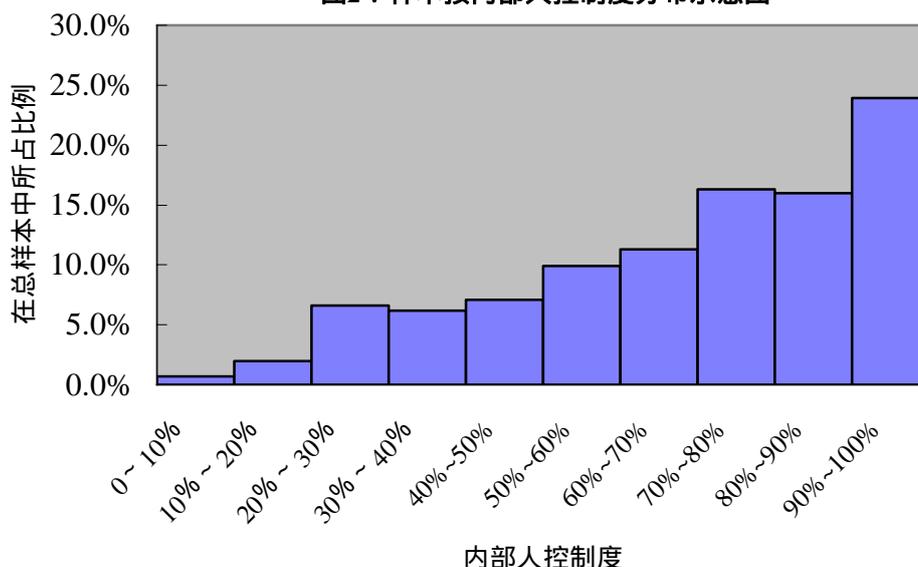
引入这一概念的理由是因为很多关于公司重大问题的决策都是由董事会作出的。上式中内部董事主要是指董事会中属于企业内部管理人员或职工的董事，少数公司（约18家）董事会中含有企业主管部门的领导（或由主管部门改组而成的总公司的管理人员，共计34人），考虑到中国的实际情况，主管部门自身的产权关系也不清楚，他还常常能直接干预公司的经营管理，因而，在实际统计时，董事会中主管部门的领导（或由主管部门改组而成的总公司的管理人员）也被纳入内部董事的范围。

资料来源主要是公司股票上市公告书和招股说明书。由于有些公司的上市公告书和招股说明书对董事会的成员介绍过于简略，无法对其进行分析，本文搜集的样本中，只有406家公司有完整的董事会成员资料，364家公司有完整的监事会成员资料，分别占总样本数的76.6%和68.7%。

对样本公司董事会和监事会的分析表明，每公司平均拥有董事9.7人，其中外部董事3.2人，内部董事6.5人，平均内部人控制度67.0%。平均拥有监事4.3人，其中外部监事1.0人，内部监事3.3人（参见表5）。内部人控制度为100%的公司有83家，占有有效样本总数的20.4%，在70%至100%之间的有145家，占35.7%，在50%至70%之间的有86家，占21.2%，在30%至50%之间的有54家，占13.3%，小于30%的有38家，仅占有有效样本数的9.4%（参见表1和图2）。监事会中100%为内部人的公司有174家，占有有效样本的47.8%。

¹⁰ 参见奥村宏，1996，《股份制向何处去》

图2：样本按内部人控制度分布示意图



分析表明，上市公司的内部人控制问题与股权向国家股股东或法人股股东的集中有关，当公司最大股东的持股份额小于30%时，平均内部人控制度为51.0%；其持股份额在30%至50%之间时，平均内部人控制度为63.9%；其持股份额在50%至70%之间时，平均内部人控制度为79.8%；当公司最大股东的持股份额大于70%时，平均内部人控制度高达89.7%。

内部人控制度还和公司的历史有关，研究发现，新成立或由合资公司改制而成的上市公司，平均内部人控制度为53.1%，而由国有企业或集体所有制企业改组而成的上市公司，平均内部人控制度为72.0%。

参照前述分组方法，按不同情况对公司董事会和监事会分析的结果分别列示在表5、表6和表7中。

表5 拥有不同类别流通股的公司董事会、监事会概况

分组情况	全部样本	A组	B组	AB组	H组
总样本数	530	433	15	69	13
有效样本数	406	336	9	49	12
平均拥有董事人数	9.7	9.7	11.4	9.0	12.5
其中外部董事人数	3.2	3.3	3.4	2.6	3.0
内部董事人数	6.5	6.4	8.0	6.4	9.5
平均拥有监事人数	4.3	4.3	4.5	4.4	4.5
其中外部监事人数	1.0	1.0	1.1	1.2	0.4
内部监事人数	3.3	3.3	3.4	3.2	4.1
内部人控制度	67.2%	66.2%	69.9%	70.6%	76.0%

表 6 不同行业公司董事会、监事会概况

分组情况	工业类	房地产类	综合类	商业类	工用事业类	金融类
总样本数	318	28	73	68	38	5
有效样本数	250	20	58	48	28	2
平均拥有董事人数	9.7	8.6	9.9	9.8	10.0	13.0
其中外部董事人数	2.8	3.1	4.1	3.3	4.1	10.0
内部董事人数	6.9	5.5	5.8	6.5	5.9	3.0
平均拥有监事人数	4.4	3.5	4.1	4.5	4.2	5.0
其中外部监事人数	0.8	1.2	1.4	0.9	1.2	3.0
内部监事人数	3.5	2.2	2.7	3.6	3.0	2.0
内部人控制度	71.0%	63.7%	58.5%	66.2%	59.4%	23.1%

表 7 不同工业类公司董事会、监事会概况

分组情况	石化	医药	机械	家电	冶金	建材	纺织	电子
总样本数	53	21	44	19	21	15	19	20
有效样本数	46	17	33	13	18	14	12	16
平均拥有董事人数	10.5	9.4	10.1	7.9	11.0	10.1	9.8	10.0
其中外部董事人数	3.0	2.4	2.5	1.9	2.6	3.1	4.6	2.6
内部董事人数	7.5	7.0	7.6	6.0	8.4	7.0	5.2	7.4
平均拥有监事人数	5.0	4.1	4.8	3.4	4.5	4.4	4.2	4.3
其中外部监事人数	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.7	1.3	0.8
内部监事人数	4.1	3.3	4.0	2.8	4.0	3.7	2.9	3.5
内部人控制度	71.6%	74.4%	75.4%	75.7%	76.3%	69.5%	53.4%	73.8%

按发行股票类别不同对公司进行分类可以看出，B股、H股的发行，对公司内部人控制度的影响很小。除金融行业（平均内部人控制度为23.0%）外，其它行业的平均内部人控制度之间也没有显著的差异。在318家工业企业中，有效样本250个，按内部人控制度的大小排序依次是：冶金（76.3%）、家电（75.7%）、机械（75.4%）、医药（74.4%）、电子（73.8%）、石化（71.6%）、建材（69.5%）和纺织（53.4%）。显然，中国上市公司的内部人控制度普遍较高（美国多数上市公司的内部董事人数约占全部董事人数的25%）。

3. 内部人控制问题产生的原因

上市公司内部人控制问题产生的原因主要有两点：首先，国有股产权主体不清。如上所述，一些公司的国家股股份只是由改制前原企业管理层把持的“空壳”持有，这些管理层自己代表股东聘请自己、监督自己；另一些企业的国家股股东则是政府机关，政企不分、政资不分，所有者目标并不是他们的首要目标；还有很多公司的股东名册上甚至没有列出谁是国有资产的真正代表。显然，无论是哪一种情况，都没有对国有资产真正负责的产权主体。其次，从上市公司的股权结构看，国家股或国有法人股多处于相对或绝对的控股地位。处于控股地位的大股东追求的却不是所有者目标，内部人控制问题就不可避免了。因此，中国上市公司的内部人控制问题产生的根本原因是国有资本没有明晰的产权主体。

4. 内部人控制对公司的影响

内部人控制从两个方面对公司绩效产生着影响：一方面，内部人比外部人有信息优势，

加上他们多是有着很高经营技巧的职业管理人员，因此，他们掌握控制权有潜在的效益，也正是因为这种效益才使得股份公司得以迅速发展；另一方面，由于经理人员和股东的目标函数不同，为了追求自身的利益，其行为可能会偏离股东的要求，给企业带来不利的影响。一个好的公司治理结构即是能够发挥股份公司的这种优势，通过合理的设计使经理的目标和股东的目标达到最大程度的统一，最大程度地实现公司的整体利益。

内部人控制所带来的代理问题主要表现为以下几个方面：(1) 过分的在职消费；(2) 短期行为；(3) 过度投资；(4) 工资、奖金等收入增长过快，侵蚀利润；(5) 新资本很难以较低的成本筹集起来等。国有资本投资主体的缺位，加大了内部人控制所带来的代理问题：由于缺乏来自外部的控制，无能的经理很难被取代，或者说，担任经理职务的可能不是最合适的人；转移国有资产，造成国有资产的流失；行政性的兼并、合并或合资可能会损害股东的利益等。

五、上市公司治理结构的缺陷

根据以上分析可以看出，我国上市公司的治理结构存在以下几个特征：首先，公司发行股票的种类繁多，有些是可流通的，有些则是不可流通的，不同种类的可流通股被分割在不同的市场中，有着不同的价格，因此，持有不同种类股票的股东对公司治理结构有着不同的影响。其次，股权结构以国家股和法人股等非流通股为主体，个人股（包括A股、内部股和转配股）所占份额较小（仅金融行业除外），个人股东对公司治理结构的影响甚微。第三，发行B股或H股的公司，其B股或H股在总股本中所占的份额较A股大，持有B股或H股的股东比持有A股的股东对公司有更大的影响力。第四，在上市公司的董事会中，内部董事占大多数，公司的内部人控制制度普遍较高。这些特征影响了公司治理结构的有效性，使我国上市公司的治理结构表现出明显的缺陷，具体表现在以下从三个方面：

1. 股东控制权的残缺

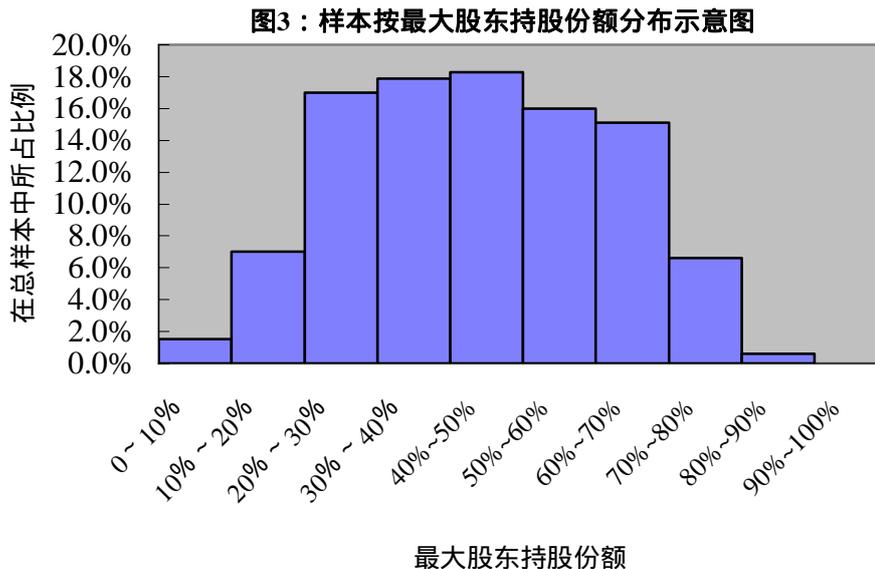
如上所述，股东行使控制权的方式一般有两种：一是在股东大会上投票，直接参与公司的决策；二是在股票市场上转让，通过影响股价而间接地影响公司的经营。按有关规定，国家股和法人股不允许在证券市场上买卖，虽然可以协议转让，但转让的对象和条件都有严格的限制，并且最终必须通过政府机关审批。对市场进入的限制和对市场行为的行政干预必然会导致市场价格的扭曲，因此其持股主体难以通过第二种方式行使自己的控制权，当股票升值时，他既不能通过转让股票而获利，当股票贬值时，他也不能通过转让股票而减小损失。其后果一方面使得国有资产流失¹¹，另一方面也难以使资产优化组合、顺利重组。与此同时，很多公司召开股东大会时，对与会股东有最小持股数量的限制，而绝大多数流通股的持股主体都是小股东。这样，大多数持流通股的股东无权参加股东大会，以第一种方式行使自己的控制权，其后果是剥夺了中小股东的权益，助长了股票市场上的投机行为。

显然，无论哪一种形式的股东，其控制权都是不全面的，残缺的，不利于保护自己的合法权益，使内部人控制问题难以得到控制。

2. 股权结构的畸形

股权结构的畸形主要表现在三个方面：其一，股票发行的种类过多。股东的投资形成了公司法人的财产，公司制的一个重要特点即是一旦股东完成了对企业的投资，他便以其出资额承担有限责任，而不论其投入资产的形式，也不管股东的身份，因此股东的权利只能与他所持有的股份（普通股）有关，换句话说，应该同股同价、同股同酬、同股同权，《公司法》

也正是这样规定的。然而，上市公司的实际情况违背了这一基本逻辑，A股、B股和H股的市场被分割，有着各自不同的市场价格，国家股和法人股不能自由流通，其协议转让的价格更是远低于同一公司的A股价格，如上所述，不同类别股票的持股主体拥有的权利亦不相同。其二，国有股份所占比重过大。由于国有资本投资主体具有不确定性，政企不分、政资不分的问题仍没有得到很好地解决，因此，难以形成有效的公司治理结构。其三，股权过度集中（参见表1和图3），最大股东持股份额超过30%的公司有395家，占总样本数的74.5%，超过50%而处于绝对控股地位的公司有203家，占总样本数的38.3%。这种股权的过度集中，不利于经理阶层在更大的范围内接受各种产权主体对企业经营活动的监督和约束，有可能使其他小股东的利益受损。



武凤凰案例就是一个大股东凭借其控股地位侵害小股东利益的典型案例：武汉凤凰股份有限公司利用招股配股募集到的资金，筹建了一套60万吨/年重油催化裂化联合装置（该装置95年8月建成，总投资约6.3亿元人民币，其中武凤凰投资约3.7亿人民币），该装置建成后出租给其控股股东武汉石油化工厂（其持股份额为37.5%，第二大股东在公司中的持股份额仅占2.4%），96年全年资产出租利润840万元人民币。巧的是湖北兴化股份有限公司也有一套类似的装置—80万吨/年重油催化裂化装置（96年8月建成投产，总投资约3.8亿人民币），在建成后的不足4个月的时间内就为公司创净利润5000多万元¹²。如果简单地将两公司的两套装置进行类比，武凤凰这套装置应该每年能给公司带来净利润约1.2亿元，显然在这起关联交易中，大股东利用其控股地位侵害了其他小股东的利益。武汉凤凰股份有限公司主要董事与其控股股东武汉石油化工厂的关系参见表8：

表 8 武凤凰董事会成员与武汉石油化工厂之间的关系

¹¹ 参见魏海田，1994

¹² 参见《上海证券报》97年8月9日，第7版“我看不明白”

董事会成员	武凤凰职务	武汉石油化工厂职务
孙君贵	董事长兼总经理	厂长
倪政城	副董事长	党委书记
李庆一	副董事长、常务副总经理兼总经济师	副总经济师
凌兵	董事兼总会计师	总会计师
邬昆华	董事兼副总经理	副厂长
邱安翔	董事兼副总经理	副厂长

资料来源：武汉凤凰股份有限公司“招股说明书”

3. 对经理人员的约束机制不健全

一个有效的公司治理结构能给公司的经理以适当的约束，使他们的行为符合股东的利益，并且在公司经营状况不佳时，有能力撤换不称职的经理。然而，中国上市公司的治理结构缺乏这种约束和替换机制。

从理论上来说，占支配地位的股东拥有对公司的控制权，由于他们所占有的份额，他们会比别的股东更有动力来监督和激励公司经理，使得经理人员的行为符合股东的利润最大化目标的要求。然而，由于国有资本投资主体的不确定性，所有者主权往往被支解，分散到各个不同的行政机关手中，而政府的目标常常并不和资产所有者的目标相一致，就是不同的政府机关之间也存在目标冲突，加上政府的特殊身份，使得政府对企业的控制一方面表现为行政上的超强控制，另一方面表现为产权上的超弱控制。经理人员和政府博弈的结果是一部分经理利用政府产权上的超弱控制形成事实上的内部人控制状况，追求高收入、高在职消费，侵蚀投资者的利益，利用政府行政上的超强控制推脱责任，转嫁自己的风险。

由于董事会拥有聘任、监督公司经理人员的权力，有权对经理的经营绩效进行评介，并据此对经理人员作出奖惩的决定，在极端的情况下，甚至可以解除经理人员的职务，因此，从理论上说，董事会应该在监督经理方面起到重要作用。然而事实上，董事会很难担此重任，从上市公司的情况看，董事会成员中，100%为内部董事的公司占有有效样本数的 22.1%，50%以上为内部董事的公司占有有效样本数的 78.2%，在全部 530 家上市公司中，董事长和总经理由一人兼任的公司有 253 家，占总样本数的 47.7%。由此可见，公司董事会实际上很大程度地掌握在内部人手中。

在英美模式的公司治理结构中，资本市场的竞争对经理人员的约束也是非常强有力的，虽然每一个投资者在企业中的股份很小，不足以对经理的行为实施有效的监督，然而一旦公司经营不善，人们可以在股票市场上出售股票，转移投资，市场上该公司的股票价格就会下跌，一些股东就有可能通过发动代理权竞争或敌意收购来接管公司的控制权，解雇经理人员，重新组织经营使企业盈利。然而中国目前的证券市场仅仅只是给企业提供了一条融资的渠道，因为流通股在总股本中所占的比例较小，而国家股和法人股又高度集中，即使能将市场上某公司流通的股票全部买进，也不能取得该公司的控制权。在这里，无论是代理权竞争还是敌意收购全部都失去了作用。

经理人才市场的缺乏，使得经理所面临的约束进一步受到限制。由于在现有的体制下，缺乏客观评介经理人员的市场机制，很多经理人员由政府任命，还没有形成一个竞争性的经理人才市场，再加上干部能上不能下（虽然从严格意义上说，经理人员不能算是干部）的传统观念依然影响着我们的干部任免政策，因而潜在的竞争者对现任经理人员的威胁较小。

六、建立有效的公司治理结构的几点思考

以上研究表明，上市公司的治理结构存在着严重缺陷，而建立有效的公司治理结构是企业进行公司化改革的核心。因此，研究中国的实际情况，设计出符合中国国情的公司治理结构，是一个迫切需要解决的问题，当前着重要注意以下几点：

1. 解决国家股的产权主体问题。由于国家股在上市公司的股权结构中占有重要地位，因此，没有一个真正对国有资产负责的持股主体，公司治理结构中就几乎没有国家股股东的地位，在这种情况下，就很难使公司的行为符合国家作为所有者的目标。

2. 改变股权过度集中的状态，培育多种形式的持股主体。股权过度集中不仅使小股东的权益可能受到损害，而且实践证明，在目前的体制下，它也是内部人控制问题产生的重要原因，特别是在股权过度集中在国家股股东的情况下。因此，这种状况必须改变，同时还应该放宽对个人持股的限制，培育多种形式的持股主体，以利于建立有效的公司治理结构。

3. 逐步统一股票市场，解决国家股和法人股的流通问题，完善所有者的控制权。市场分割，违背了同股同权同利的原则，而国家股和法人股的流通则同时还可以促进资源的合理流动与配置，有利于企业结构、产业结构的调整，有利于国家的宏观调控。

参考文献：

奥村宏，1996，《股份制向何处去》，中国计划出版社，1996。

钱颖一，1995，“企业的治理结构改革和融资结构改革”，《经济研究》，1995年第三期。

青木昌彦等，1995，《转轨经济中的公司治理结构》，中国经济出版社，1995。

魏海田，1994，“公股的流通问题及其他”，《改革》，1994年第五期。

张春霖，1995，“从融资角度分析国有企业的治理结构改革”，《改革》，1995年第三期。

张承耀，1995，“内部人控制问题与中国企业改革”，《改革》，1995年第三期。

Berle A.A.Jr.and.Means G.C., 1932, “The modern Corporation and Private Property”, New York: The commerce Clearing House.

Laner,R.I.1966. “ Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929 and 1963 ”, The American Economic Review, Vol 56:783-784

Matthew Bishop, 1994, “ Corporate Governanc ”, The Economist January 29th 1994