

# 论股权结构对境内金融企业公司治理的影响

金融评级二部

**摘要：**随着我国供给侧改革持续推进、经济结构转型深入，催生部分金融企业风险暴露，也暴露出部分金融企业自身治理薄弱甚至基本缺位问题。股权结构是公司治理的重要要素，合理的股权结构是公司稳定的基石，是其实现可持续发展的前提。本报告从股权集中度和股权性质两个维度观察金融企业股权结构以及不同维度组合带来的不同治理顽疾。识别金融企业股权结构关键风险，判断其对公司治理风险及对业务运营带来的影响，对于评价金融企业信用水平尤为重要。

## 一、研究背景

随着近年新冠疫情在全球范围内的多发散发、国际环境的更趋复杂严峻，外部不确定因素增加；国内经济增速面临较大的下行压力，内部需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍存，实体企业经营承压，市场信用风险攀升，而目前信用风险呈现由实体经济部门往金融企业部门传导的态势，不少金融企业的风险暴露引起市场关注。

在风险渐次暴露的信用环境下，市场对于金融企业如何控制各类风险，并合理利用自身禀赋，抓住机遇实现自身可持续发展尤为关注。失效的金融机构公司治理被认为是 2008 年金融危机发生的一大原因。金融机构多数具有外部性强、财务杠杆高、信息不对称性严重等特性，规范的公司治理是其实现健康可持续发展的必要条件。近年来，国内部分金融机构风险事件也暴露出自身治理薄弱或基本缺位。股权结构作为公司治理的“上层建筑”，决定了股东大会、董事会和高管层的设置，对公司治理结构搭建和运营效果有很大影响，随着国内“防范和化解金融风险”任务的推进，监管机构从严监管、强化金融机构公司治理。商业银行、证券公司、保险公司和信托公司等金融机构均有专门的股权管理办法或股权管理规定，以加强股权准入，规范股东行为，引导金融机构公司治理规范发展。实践中，评级机构对于各金融行业的评级都会高度关注其公司治理结构搭建和运行情况，以合理预期其可持续发展。

**二、理论基础：依托于两权分离下的“委托—代理”关系，核心就是所有权结构及其对经营权的影响。**

公司治理，作为公司运营的“上层建筑”，是围绕着公司的各种利益相关者的规则设置，对诸如公司的运营目的、经营风格、决策流程等重要因素产生了广泛的影响，并将通过各种传导途径影响、左右金融企业的业务结构和财务表现，是影响金融企业可持续发展的核心因素，最终影响公司信用表现。狭义的公司治理是指公司所有者（股东）监督和制约公司经营

者的一种监督与制衡机制，通过一种制度安排，合理配置所有者和经营者之间的权利和经营关系，主要体现为公司的股权结构及相关制度设置。

就公司治理相关理论而言，从“两权分离”理论发端出的“委托—代理”理论被广泛接受，“委托—代理”的核心就是所有权结构及其对经营权的影响。公司的股权结构决定了公司控制权的分布，决定着所有者与经营者之间委托代理关系的性质，是决定公司治理效果的最重要因素。

一般而言，分析公司股权架构主要从两个维度展开：一是从股权集中度情况，分为股权绝对集中、股权相对集中和股权分散，主要参考第一大股东（控股股东或实际控制人）持股比例来评估其股权集中度，同时辅以前几大股东对第一大股东的制衡情况来判断股权制衡度；二是通过控股股权性质，即控股股东或实际控制人的企业性质来分析，主要是考察股权结构以国有性质为主还是民营性质为主。

### （一）股权集中度视角

**从股权集中度视角，公司股权结构可分为股权绝对集中、股权相对集中和股权分散三种类型。每种股权类型均存在各自的优点，也可能导致不同的治理顽疾。**

股权结构决定了公司控制权的分布，股权的集中度情况决定了相关股东对公司控制力强弱。股权结构导致的公司治理问题归根到底是股东行为不当，如利用控股权干预公司经营、随意作为；或股东完全不作为等。不同股权集中度情况可能导致的公司治理顽疾各有不同。

#### **股权高度集中利弊**

股权高度集中的判断标准是股东（实际控制人）对公司实现了实质控制，即股东或实际控制人通过控制股权达到 51% 的实际控制比例或者通过其他表决权的分配方式实际上实现对公司经营的支配，本质上是实现了对公司运营的实际支配权。

从“委托—代理”关系角度看，在股东主体清晰的情况下，股权高度集中有利于实现两权统一，减少代理成本，有利于公司经营战略的持续性。在实践中，股权高度集中的情况下，控股股东会亲自担任（自然人）或直接提名股东代表任职董事长、总经理等关键职位，可以有效减少代理情形下的“逆向选择”和“道德风险”，使其能有效的监督和激励管理层，从而增加公司价值。

但在股权高度集中的情况下，公司治理容易产生两大治理顽疾：**一是大股东或者实际控制人控制，不当干预公司经营。**公司控制权绝对受控于控股股东，大股东一股独大，股东会和董事会形同虚设。控股股东追求自身利益最大化而非公司价值最大化，不当干预企业经营，滥用股东权利，通过违规关联交易、占用公司资金、支配公司内部资源等各种手段为自身牟利，将金融企业当作“提款机”，严重侵害中小股东甚至债权人及其他外部组织利益，提高公司信用风险。在股权高度集中的情况下，股东自身实力和对公司的支持意愿、战略定位、发展目标对于公司可持续发展判断极为重要。**二是内部人控制。**股权高度集中下的内部人控制，主要出现在股权主体不清晰，如国有控股公司通过委托管理，授权投资机构代理行使国有股权时激励机制不足；或出现在大股东和内部管理层相互合作，侵占中小股东权益的

情况。在股权高度集中的情况下，中小股东监督成本过高，没有动力和能力履行股东责任，引发导致内部人控制，减损公司价值。

### **股权高度集中下的内部人控制和大股东控制并存——包商银行<sup>1</sup>**

包商银行股份有限公司（简称“包商银行”）前身为包头市商业银行，成立于1998年12月，2007年9月更名为包商银行，在内蒙古自治区及北京、成都、深圳、宁波等地共设立18家一级分行，拥有员工10171人。

从1998年开始，“明天系”在包商银行的股权占比持续提高，截至2019年5月末，“明天系”通过旗下35户企业共持有包商银行42.23亿股，占全部股份的89.27%，股权结构复杂，在“资本多数表决”的规则下，完全实现了对股东大会表决和决议的操纵。在控股期间，“明天系”通过大量的不正当关联交易、资金担保及资金占用等手段进行利益输送，包商银行被逐渐“掏空”。清产核资结果显示，2005年至2019年的15年里，“明天系”通过注册209家空壳公司，以347笔借款的方式套取信贷资金，形成的占款高达1560亿元；自2018年起，“明天系”未偿还包商银行任何资金，全部占款都成为包商银行的不良资产，严重侵蚀包商银行的利润和资产质量，最终引发包商银行信用危机。

李镇西自2002年担任包商银行行长，2008年起担任党委书记、董事长，到2019年包商银行被接管时，担任“一把手”长达11年。据多方反映，在接管前的相当一段时间里，包商银行内部是在李镇西一个人领导下运转的，是事实上的内部控制人和大股东代理人，董事会、党委、经营决策层皆直接听命于他。

### **股权高度集中下的内部人控制——中国华融**

中国华融资产管理股份有限公司（“中国华融”）前身为中国华融资产管理公司。截至2021年末，财政部持股93.10%，国务院通过中国人寿保险（集团）公司持股6.9%。

2009年，中国华融原董事长赖小民起任公司总裁，此后中国华融先后获取了金融租赁、证券和信托牌照，商业化转型为以不良资产管理为主业，以金融中间业务和财务性投资为依托，以银行、证券、信托、租赁等现有平台业务为支撑的多元金融业务体系。2021年4月1日，中国华融宣布延迟发布2020年度业绩，同时出售相关资产。中国华融披露：2020年随着原董事长赖小民受贿、贪污、重婚案的开庭审理和宣判，公司对其任职期间激进经营、无序扩张造成的风险资产持续清理和处置。与此同时，受新冠疫情影响，部分客户履约能力下降，部分资产质量加速劣变。中国华融对风险资产进行了全面审视、评估及减值测试，当期确认了大额信用减值损失和公允价值变动损失，对经营业绩造成了重大影响。据其后发布的未经审计预告显示，2020年，中国华融出现亏损，其中归属于公司股东的净亏损预计为1029.03亿元。

### **股权相对集中利弊**

股权相对集中是指公司股权相对集中，股东权利行使形成有效的制衡，股东之间互相制

---

<sup>1</sup> 周学东：中小银行金融风险主要源于公司治理失灵——从接管包商银行看中小银行公司治理的关键

约，抑制部分股东对公司资源的侵占，一般情况下综合前五大股东持股和大股东持股占比来衡量股权的制衡度。

股权相对集中的情况下，公司存在单一股东无法对股东会和董事会形成绝对控制，相对控股股东间可以通过相互协调、沟通，促进公司决策更加集中于公司价值最大化，一定程度上可以降低公司信用风险。从“委托—代理”关系看，相对集中的股权有利于股东之间相互监督以及对经营管理层的监督，当运营不达预期或损害公司价值时，互相制衡的股权架构可以调整经营管理层，以促使其以全体股东利益最大化原则行事。

但极端情况下，股东之间的相互制衡容易演化为控制权冲突和制衡，对于经营过程中的分歧难以形成一致的意见，或导致公司经营层动荡或者决策层面停摆，极大威胁公司价值和信用能力。

### **股权绝对分散**

股权绝对分散的情况下，单一股东对于公司的直接控制能力都非常有限，无法实现对公司运营的实际控制。

股权绝对分散下监督成本过高导致单一股东对于公司治理参与动力不足，多数股东“搭便车”，公司运营管理实际控制在经营层手里，最终产生“内部人控制”。从“委托—代理”角度看，这种股权结构下单一股东无法对经营管理层有效监督，经营管理层的经营能力会影响企业的经营，管理层承担风险和获取收益的不匹配性容易导致公司承受过度的经营风险，战略执行激进。如果在股权流动、外部市场有效的情况下，外部人接管可以给经营管理层带来一定压力，制约内部人控制风险。

### **股权分散情况下的内部人控制——锦州银行**

锦州银行第一大股东锦州市财政局持股不超过 9%，其他股东变动频繁，主要为民营企业。锦州银行前董事长张伟执掌锦州银行 17 年，实际控制锦州银行业务运营，依靠同业负债激进扩张，同时锦州银行和多数民营股东存在关联贷款额度大和贷款质量问题，最终因资产质量导致审计师无法出具审计意见，引起市场关注进而引发锦州银行的流动性风险。

## **（二）公司股权性质视角**

**从实际控制人性质角度，公司主要分为国有性质和民营性质。不同类型股东对企业的诉求不同，公司的股权性质对企业运营目的有明显影响。**

从股权性质角度主要关注公司所有权性质和其运营风险和运营效率的关系。根据公司实际控制人的属性，分为国有企业、民营企业、外资企业和公众企业，比较普遍的是国有企业和民营企业。

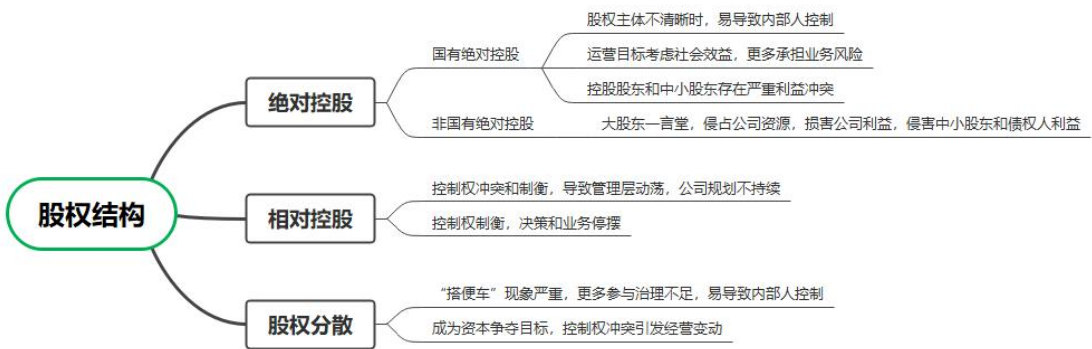
股东成立金融企业的初衷和诉求奠定了公司的运营逻辑和经营目的。对于股权性质的影响，目前主要有两种逻辑观点。第一种观点基于代理成本和风险承担理论，认为国有股权性质的企业更容易出现资源配置效率低下，同时国有股东（行政部门或国有机构）对企业履行

社会责任、落实社会目标有一定诉求，会部分跳脱成本收益的考虑承担对社会有益（综合收益较高，但很难核算到企业自身）的项目，因此国有所有权性质可能和运营绩效负相关；而机构股东、民营企业等股东逐利动机更加强烈，激发其监督和控制管理者行为的动力。另一种观点主要基于软预算约束理论。软预算约束理论认为，国有金融企业利用其股东背景获得政府信用支持，有助于其切入资金市场渠道，在资金来源和资金成本方面具有明显的优势；同时，基于其社会责任的承担，在风险处置和持续支持方面可获得明显资源优势，导致实际承担风险降低。

很多学者针对国有性质状态下，国有股权在经济利益和政治目的之间的平衡和综合开展研究。高正平<sup>2</sup>等认为国家持股和银行绩效之间形成一个左低右高的 U 型曲线（高正平、李仪简，2010），政府并非控股股东时，其利用银行财富实现政治目的的动机居于主导地位，此时国家持股对银行绩效的边际效用为负；当其成为控股股东后，对于可给其带来更多经济利益且能更好的实现其政治目的的银行，政府倾向于给予更多的扶持，此时，国家持股对银行绩效的边际效用为正。田利辉<sup>3</sup>的研究同样支持了这个观点（田利辉，2005），在特定股权结构下，较多的国家持股优于较少的国家持股。

（三）从综合视角看公司治理风险

综上所述，结合我们对股权结构的两大分析视角，不同维度组合下，公司股权结构对公司治理效率和公司运营的影响是不同的，在实际运行中会引发不同的公司治理顽疾。



金融机构公司治理具有一定特殊性，这主要来源于金融机构自身业务的高杠杆性和负外部性，需要加强外部监管。2018 年以来，监管机构加强了对金融机构股权的管理，陆续发布了《商业银行股权管理暂行办法》《证券公司股权管理规定》《保险公司股权管理办法》《上市公司国有股权监督管理办法》《商业银行股权托管办法》《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》等监管文件。实践中，部分非金融企业通过金字塔结构、交叉持股和一致行动人协议等方式控制多家金融机构，复杂的股权和控制结构弱化了金融机构的公司治理，股权结构的实质控制不透明也加大了监管的难度。《中国金融稳定报告 2021 年》中《违规控

<sup>2</sup> 高正平、李仪简 《我国商业银行股权结构对银行绩效影响的实证分析——基于国家持股与银行绩效非线性关系的视角》，2010 年  
<sup>3</sup> 田利辉 《国有股权对上市公司绩效影响的 U 型曲线和政府股东两手论》，2005 年

制金融机构的主要问题及处置探索》中总结到，大股东或实际控制人违规控制金融机构、规避监管、掏空金融机构，是金融风险的重要来源。报告认为，金融机构是资金密集型企业，入股或控制金融机构往往可以获得融资便利，问题股东违规控制金融机构的目的就是将其变为不受限制的提款机。故而，监管机构对于非金融企业持有或控制金融机构均态度谨慎，并对主要金融机构的非金融企业股东均提出了相应的要求，如：中小商业银行主要股东持股比例一般不超过 20%、境外金融机构或关联方投资中资银行入股比例不得超过 20%，单个境内非金融机构及其关联方、一致行动人合计投资入股比例不得超过农村商业银行股本总额的 10%；单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过 1/3；单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过 1/3。

### 三、实践缩影

2008 年国际金融危机暴露了金融行业公司治理和风险管理的缺陷，随着我国供给侧改革推进，经济结构转型深入，催生了部分金融的风险暴露，也暴露出部分金融机构自身治理薄弱或基本缺位。

周小川在《公司治理与金融稳定》<sup>4</sup>中提到，从公司治理的角度来说，如明天系、华信系、安邦系等集团的高速膨胀明显存在巨大的缺陷：公司管理上没有公司治理的基本架构，或者有也不发挥作用，很多都没有正常的决策程序，都由少数人、家族中几个人或领头人说了算……还有一部分金融机构，典型的像恒丰银行、锦州银行等，本身并不属于某一个控股集团，但也存在严重的治理缺陷，如董事会基本不开，决策由少数几个人说了算，内部缺乏制衡机制等。

上述两种不同的治理缺陷就是股权结构视角下公司治理最易出现的两类代理人问题，大股东控制—控股股东与中小股东甚至是债权人等外部机构之间的利益冲突，复杂的股权结构及不透明性加剧了冲突；内部人控制—所有者与经营者之间的利益冲突，在股东不作为的情况下得以加剧。

纵观近几年来暴露出的高风险金融机构，背后都有股权结构导致的股东过度干预和不当导致的治理问题。如明天系通过错综复杂股权设计、“隐秘+分散”的战略方针，分散控制了多家金融机构，2005 年至 2019 年期间，通过注册空壳公司，以 347 笔借款套取约 1560 亿信贷资金；包商银行早期以表内股权质押贷款，后期以同业投资非标等方式套取资金；随着明天系通过旗下保险公司借万能险等快速做大保费规模，同时借保险产品、信托产品等攫取资金，或由旗下银行购买保险和信托产品，再借证券、信托等机构通道，向大股东长期借款；华夏人寿、天安人寿、天安财险三家机构均被明天系大额占款。随着相关风险暴露，包商银行于 2019 年 5 月 24 日被正式接管；2020 年 7 月，天安财险、华夏人寿、天安人寿、易安财险等 9 家机构被接管；其中，天安财险、华夏人寿、天安人寿、新时代信托由于大股东明天集团违规占款，资不抵债触发接管；易安财险公司治理混乱，导致偿付能力不足；新

---

<sup>4</sup> 周小川：“防范和化解金融风险”课题交流会上讲话稿

华信托内部人控制严重，存在经营风险触发接管；国盛证券、新时代证券和国盛期货因隐瞒实际控制人或持股比例，导致公司治理失衡被证监会接管。

我们整理了2020年—2022年10月末被评级机构下调主体信用评级的金融企业作为样本，共涉及金融企业38家，其中商业银行21家，保险公司6家，多元金融5家，金融租赁1家，融资担保1家，融资租赁2家，资产管理公司2家。商业银行对于非金融机构持股要求较为严格，除盛京银行受恒大集团影响很大，长子农商同一自然人实际控股超过30%，葫芦岛银行第一大股东占比较高之外，其他股权分布较为分散，调整原因集中在信贷资产行业集中，信贷业务和投资业务风险暴露，关联交易不符合监管要求；除商业银行外，百年人寿主要股东均为地产企业且存在很大规模股权质押情况，其他企业均存在单一股东控股比例较为集中的情况。在被下调主体信用评级的金融企业中，股权集中的情况较为常见。

从股权性质看，这38家企业中涉及国有背景企业5家，其中两家中国华融旗下子公司；其他均为非国有性质企业，以非国有性质企业为主。

表 2020年1月至今被下调信用评级金融企业

| 序号 | 企业名称                 | 调整主要原因                                                                                                   | 第一大股东  | 备注             |
|----|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|
| 1  | 珠江人寿保险股份有限公司         | 第二大股东股权全部质押；关联交易规模很高，超过监管要求上线，对关联方投资集中在房地产行业；关联方长期占用的多数保险资金尚未完全收回                                        | 30.15% | 40.45%         |
| 2  | 合众人寿保险股份有限公司         | 投资资产中投向商业地产和不动产项目的规模较大，客户和行业集中度均较高；部分非标投资已出现违约；监管评级下调，风险管理水平有待提升；截至2021年末，合众人寿和恒大地产相关的投资项目余额约141.60亿元    | 46.06% | 中发实业控制         |
| 3  | 幸福人寿保险股份有限公司         | 2020年，中国信达转让其持有幸福人寿50.99%权益；外部股东关联方违约及股东股权处置对公司股权稳定性有影响，偿付能力水平有所降低；主营业务盈利水平较低，未弥补亏损规模仍然较大                | 30.00% | 股东紫光集团违约       |
| 4  | 天安人寿保险股份有限公司         | 产品集中到期，退保及赔付支出大幅上升，盈利能力承压，大幅亏损；非标投资规模大且底层资产不透明，对单一风险主体股权投资规模大，资产质量存在重大瑕疵，偿付能力充足率低                        | 20.00% | 明天系实际控制        |
| 5  | 天安财产保险股份有限公司         | 投资风险较大且流动性水平较低，净利润大幅下降；20年上半年计提投资资产减值，涉及金额577.45亿元，主要针对对新时代信托等关联公司产品；上半年天安财险净亏损646.70亿元，净资产为-359.85亿元    | 35.88% | 明天系实际控制        |
| 6  | 百年人寿保险股份有限公司         | 投资资产减值损失显著上升，盈利水平受影响；综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率有所上升但仍需进一步加强；股权变更面临不确定性，且多家股东存在股权质押情况                            | 11.55% | 前十大股东中地产股东占比较高 |
| 7  | 中静新华资产管理有限公司         | 投资资产高度集中且涉诉，债务到期其他现金流不足；对关联方应收款项占资产比重较大，公司决策集中于关键人                                                       | 58.61% |                |
| 8  | 北京信利中利投资股份有限公司       | 投资资产出现重大亏损，存在多项回购保障协议未执行，信息披露重大违规，资不抵债                                                                   | 30.71% | 自然人实际控制        |
| 9  | 武汉天盈投资集团有限公司         | 会计师无法就重要资产期末公允价值获取充分适当的审计证据；认为存在可能导致对发行人持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性；2021年计提大额减值损失，导致大幅亏损；旗下债券已展期                 | 75.90% | 股东武汉当代已违约      |
| 10 | 国盛金融控股集团股份有限公司       | 因股东信息披露违法违规，被证监会立案调查，旗下核心子公司国盛证券被接管                                                                      |        | 明天系控制          |
| 11 | 北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司 | 净利润亏损，且子公司股权对外托管后，公司规模有所下降，盈利能力有待提升；委托贷款不良率处于较高水平，信贷及担保业务仍面临一定信用风险；整体债务负担有所上升，短期偿债压力仍较大                  | 29.70% | 海淀国资委直接监管      |
| 12 | 西藏金融租赁有限公司           | 单一最大股东实质性违约；公司货币资金被占用，存款支取受到限制，自身同业业务部分逾期未偿还债务；盈利能力明显下降                                                  | 48.49% |                |
| 13 | 武汉信用风险管理融资担保有限公司     | 三类资产调整压力大，杠杆水平较高；宏观经济下行背景下，信用风险上升，对其业务带来一定压力                                                             | 95.14% |                |
| 14 | 渤海租赁股份有限公司           | 2020年预计严重亏损，飞机租赁公司面临的租金延付、违约以及承租人破产风险增加，境内、外资产质量下滑，对公司盈利水平及偿债能力带来较大不利影响；控股股东被债权人申请重整，公司股权结构面临较大不确定性      | 32.30% | 实际控制50.17%     |
| 15 | 中信富通融资租赁有限公司         | 期末未进行债权转让处理的未决诉讼涉及标的额20.51亿元，风险处置压力较大；信用减值损失大幅增加导致盈利持续恶化，出现大幅亏损，净资产被侵蚀，存在很大资本补充压力                        | 51.00% |                |
| 16 | 辽阳辽东农村商业银行股份有限公司     | 信贷资产质量明显恶化，且下行压力大；存贷款规模下降明显                                                                              | 6.67%  |                |
| 17 | 四川天府银行股份有限公司         | 信贷资产和非标投资风险不断暴露；盈利能力明显弱化；存款稳定性弱，非标投资占比高，流动性管理压力加大                                                        | 9.98%  |                |
| 18 | 盛京银行股份有限公司           | 面临一定的客户及行业集中风险、信贷资产质量有所下降且仍面临一定下行压力、拨备水平有所下降、非标投资规模仍较大带来的业务结构调整压力以及盈利水平下降。2022年11月，中国恒大发布公告称盛京银行向法院起诉恒大集 | 36.40% | 恒大控制           |

|    |                   |                                                                                                                        |        |                 |
|----|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|-----------------|
|    |                   | 团，追讨 2020-2021 年期间向恒大集团提供的借款合计 325.95 亿元                                                                               |        |                 |
| 19 | 延边农村商业银行股份有限公司    | 资产质量下行；客户集中度高，房地产相关行业敞口较大；非标投资占比高，单户金额较大且部分风险暴露；盈利能力明显下滑；存在集中度管理缺失、关联交易超限等内控问题；7 家法人股东股权质押率达 50%以上                     | 8.87%  |                 |
| 20 | 葫芦岛银行股份有限公司       | 部分民营股东出现风险，股权结构存在变动可能；关联交易规模大且已形成不良贷款；高管存在违法违纪舆情，负债稳定性不佳；信贷业务集中度水平偏高、信贷资产质量显著下行、贷款拨备水平不足、已呈现亏损状态、资本亟待补充、投资资产部分违约且未计提拨备 | 18.40% |                 |
| 21 | 河南新郑农村商业银行股份有限公司  | 信贷投放集中度管理和关联贷款审查能力需提升；客户集中度高，关联企业风险暴露导致不良贷款攀升，资产质量面临持续下行压力，拨备覆盖率低于监管要求，盈利能力显著弱化                                        | 9.83%  |                 |
| 22 | 阜新银行股份有限公司        | 信贷资产质量及拨备覆盖水平显著下滑，非类资产占比高且部分类信贷资产已出现逾期；盈利水平显著下降且或将保持低位，资本面临补充压力                                                        | 4.94%  |                 |
| 23 | 大连农村商业银行股份有限公司    | 信贷资产仍有下行压力，拨备计提不足；盈利能力偏弱，资本水平不足                                                                                        | 10.00% |                 |
| 24 | 山西长子农村商业银行股份有限公司  | 信贷投放行业集中度较高；信贷资产质量下滑较为明显，拨备计提面临压力；部分资产出现违约，减值计提不足；资本面临一定补充压力；对股东授信超过监管要求                                               | 24.90% | 同一自然人实际控 32.90% |
| 25 | 山西平遥农村商业银行股份有限公司  | 贷款行业及客户集中度高；信贷资产质量下行明显；同业及投资资产质量较差；拨备计提不足，盈利能力弱；资本面临补充压力；市场融入资金难度加大                                                    | 17.16% |                 |
| 26 | 吉林环城农村商业银行股份有限公司  | 信贷业务行业及客户集中度均较高；非标资产投资规模较大，大部分已经出现逾期；减值计提不足，盈利水平下滑，资本面临补充压力                                                            | 9.50%  |                 |
| 27 | 山西榆次农村商业银行股份有限公司  | 盈利能力大幅下滑且减值准备计提缺口仍然较大，资本已严重不足                                                                                          | 6.63%  |                 |
| 28 | 安徽祁门农村商业银行股份有限公司  | 贷款行业集中度高，房地产及建筑业贷款占比处于较高水平；信贷资产面临下行压力；盈利水平下行压力较大                                                                       | 12.85% |                 |
| 29 | 晋中开发区农村商业银行股份有限公司 | 贷款行业和客户集中度较高，无还本续贷、展期贷款等占比较大，贷款质量下行压力较大                                                                                | 7.69%  |                 |
| 30 | 贵州瓮安农村商业银行股份有限公司  | 贷款行业集中度较高，信贷资产质量下行压力较大，持续面临拨备计提压力；盈利水平下滑                                                                               | 8.77%  |                 |
| 31 | 长春发展农村商业银行股份有限公司  | 投资风险暴露，资产质量下行和拨备计提压力大，盈利能力弱；存贷业务集中度较高，业务稳定性弱                                                                           | 10.00% |                 |
| 32 | 吉林蛟河农村商业银行股份有限公司  | 应收款项类回收存在不确定性，盈利能力承压，对其负债稳定性产生影响，面临流动性管理压力                                                                             | 8.98%  |                 |
| 33 | 山东荣成农村商业银行股份有限公司  | 贷款业务竞争力有所弱化，以及不良贷款率的提高，进而导致盈利能力和资本充足性下滑；关注类贷款占比仍较高，预计存量信贷资产质量可能下行，并导致资本管理承压                                            | 3.64%  |                 |
| 34 | 烟台农村商业银行股份有限公司    | 贷款集中度高，关注和逾期贷款大幅上升，资产质量存在进一步下行压力；盈利能力持续弱化                                                                              | 6.00%  |                 |
| 35 | 山东阳谷农村商业银行股份有限公司  | 不良贷款率快速上升，信贷资产质量面临较大下行压力；未来将持续面临较大的拨备计提压力；资本面临补充压力；盈利水平下滑明显，盈利能力较弱                                                     | 9.95%  |                 |
| 36 | 贵州乌当农村商业银行股份有限公司  | 股权质押比率较高；信贷资产质量仍较差，贷款拨备严重不足；拨备计提和核销力度大，盈利能力承压；资本严重不足                                                                   | 9.98%  |                 |
| 37 | 华融融德资产管理有限公司      | 债权投资地产客户集中度较高，问题资产占比较高，处置周期较长，叠加大额信用减值计提，导致业绩亏损等                                                                       | 59.30% |                 |
| 38 | 华融晋商资产管理股份有限公司    | 重要股东或发生变化，外部支持存在不确定性，资产质量恶化，盈利水平大幅下滑，资本实力显著下降等                                                                         | 48.88% |                 |

资料来源：WIND，联合资信整理

注：该表仅统计涉及级别下调金融企业，且不包含一年内调整回原级别的企业，不包含未披露评级调整原因和公开资料的金融企业。

## 四、思考与启发

综上，不同的股权结构组合可能导致不同的公司治理顽疾，识别其治理结构关键风险，判断公司治理风险及对业务运营带来的影响，对于评价金融企业可持续发展尤为重要。在评级实践中，我们根据识别出治理结构关键风险针对性采取核实手段，以合理判断其对金融企业后续运营的发展影响。

民营成分绝对控股情况下，“大股东控制”治理风险较为显著。作为资金密集型行业，



金融机构具有天然的资金优势，入股或控制金融机构往往可以获得融资便利，甚至可能将金融机构作为其提款机。为了最大限度规避监管，该类型的问题股东多会设计复杂、多重关联或交叉的股权结构，采用股权代持，或者频繁采用有限合伙、关键人员持股等表决权分配机制。实际评价过程中，我们需要尽力对公司股权向上穿透至最终控制人，并仔细梳理其关联方公司及交叉持股和参股情况，重点考察股东表决权分配。同时，我们会结合公司实际控制人核心产业发展情况、资金需求、公司与股东及其关联方之间的关联交易往来，公司和股东及其关联方关键人员的重合度以及与相关公司的业务合作开展等因素进行风险判断。

**国有成分绝对控股情况下，公司治理风险需要关注“内部人控制”，也需要关注公司和最终控制人之间的股权层级。**结合中国金融体系建设实际情况及政府在金融体系安全运行、金融资源配给调整方面实际的职能要求，我们认为国有成分绝对控股利于更好地协调企业经济利益和社会利益，落实相关社会调整目标。但该种情况下，仍需关注“内部人控制”风险。我们认为，金融企业和最终政府控制机构之间的股权层级与金融企业的市场化程度正相关，与“内部人控制”风险负相关，即股权层级越远，市场化程度越高，“内部人控制”风险越小。我们会重点考察董事长、总经理等关键岗位是否同一人任职，考察关键岗位人员的任职期限；同时考察公司的三会一层设置中是否有针对“内部人控制”的监督机制设置，如引入相当比重的独立董事和外部董事并保持轮换，保持一定频率的独立外部审计等；关注公司的经营是否激进，承担的业务杠杆和业务风险是否存在明显的不合理。同时，基于软预算约束理论，控股股东或实际控制人的支持有效降低公司信用风险；我们会结合公司对于股东的重要性、在股东战略发展中的角色、承担的任务，以及公司风险舆论往股东传导的可能性综合判断股东对公司的支持意愿。

**股权极度分散情况，关注公司近期股权变动情况及内部人控制问题。**股权分散，容易导致难以决策或决策流程长，容易引起外部接管；同时，在多数股东搭便车的情况下，也容易导致金融企业被高管或少数关键人控制。从该角度出发，我们会关注公司内部决策流程设计，以及职业经理人团队的历史从业、关键岗位人员是否同一人任职，以及关键岗位人员的任职期限；同时，我们会关注公司的经营策略和风险管理策略是否和行业发展阶段、同业情况相符，其承担的业务杠杆和业务风险是否也和同业存在明显的区别。

**股权制衡情况下，关注大股东的实际控制力和控制权争斗可能性。**几类股权结构中，相对控股却又能相互制衡的股权结构被认为最利于金融机构搭建规范的治理机制。但股东之间不同的利益诉求和利益冲突容易导致控制权争夺，并影响公司正常生产经营决策。股权制衡情况下，我们会关注大股东的实际控制力，关注各股东在董事会、高管层的表决权分配情况；同时，我们通过查阅公司股东大会、董事会会议表决情况，是否存在股东多次出现意见不符，是否股东间存在非常针对性的矛盾表达、是否以任何方式被外界所知晓，以判断后续公司出现控制权争斗，对公司治理带来不利影响的可能性。

**基于股权结构视角，股东或实际控制人的相关变化导致金融企业自身业务运营和财务表现的变化，或将导致金融企业治理风险大幅提升，甚至影响其信用风险水平。**

金融企业的运营本质上是要实现股东利益最大化，股权结构就代表了股东对公司剩余利益索取权或者对公司利益的分配权。针对不同股权结构下的金融企业公司治理，我们有不同的风险关注点并会针对性的采取适当措施去印证或排除相关风险判断。具体而言，我们认为，在不同的股权结构下出现下列情形，金融企业股权结构导致的治理风险会大幅提升，可能对金融企业的信用风险判断带来实质性的影响，因此需对股权结构相关情况及变化保持关注。

表 金融企业不同股权结构下主要的公司治理风险表现

| 股权集中度  | 股权性质 | 股东/实际控制人表现                                                                 | 金融企业表现                                                                                                  |
|--------|------|----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 股权高度集中 | 民营企业 | 控股股东/实际控制人或关联方属于资金密集型企 业，且近年来业务规模持续大幅扩张，杠杆水平大幅抬升并超过行业平均水平                  | 和实际控制人或关联方存在密切或规模较大的关联交易或关联往来，金融企业的杠杆水平大幅高于行业或资产构成显著异于同业                                                |
|        |      | 控股股东/实际控制人流动性日益趋紧或出现负面舆情，再融资能力下降，业务规模被迫开始收缩；控股股东/实际控制人高比例质押公司股权/冻结/涉及诉讼或仲裁 | 实际控制人舆情风险向金融企业传导，直接影响金融企业自身的再融资能力，导致其流动性压力大幅提升；资产结构发生变化，非主业资产规模大幅提升，资金占用风险大幅提高；现金流出现剧烈波动，关联方往来或业务回款出现异常 |
|        |      | 控股股东/实际控制人的非股东董事、高管出现频繁或大规模变动                                              | 公司非股东董事、高管出现频繁或大规模变动                                                                                    |
|        | 国有性质 | 和实际控制政府机构/实际控制人之间的股权层级较近；核心关键人物出现变化或负面舆情                                   | 业务运营风格较为激进，和控股股东及关联方合作项目、交易规模较大，业绩表现波动性高于同业，近期资产质量出现明显下行，减值计提规模提升                                       |
| 股权相对集中 |      | 股东挂牌、拟出售公司股权                                                               | 金融企业业务经营较为激进，业务风险承担明显高于行业平均水平，业务波动高于行业平均；再融资能力下降，融资成本攀升                                                 |
|        |      | 前几大股东频繁出现争端或陷入相互诉讼、仲裁；股东大会或董事会频繁出现反对等意见表达                                  | 金融企业业务运营增速放缓或规模收缩，重大事项或重大项目决策流程长或决议频繁变更；盈利能力有所下滑；再融资能力下降，融资成本攀升                                         |
| 股权绝对分散 |      | 关键管理人员任职期限很长；职业经理团队控制公司运营                                                  | 决策往往集中于个人或小团体，组织职能减弱或失效                                                                                 |