

我国制造业上市公司终极控制权之分析框架

殷晓颖

(南京航空航天大学经济与管理学院 南京 210016)

【摘要】 本文在 LLSV 提出的“终极所有人”分析框架下,利用案例分析的方法对我国制造业上市公司的终极控制权、现金流权分析方法进行阐释,并与现有的中间控制权研究方法进行对比,指出终极控制权分析框架完善了现有方法的不足,能够更加全面、准确地研究股权结构问题。

【关键词】 终极所有人 股权结构 制造业上市公司

根据“终极产权”理论和国内外学者在理论、实证方面的研究成果,本文在定义终极所有人的控制权、现金流权基础上,运用我国资本市场上五个案例,具体分析终极所有人股权结构的特点以及研究的意义,并从统计学角度予以实证,从而更加全面地描述制造业上市公司股权结构的特点。

一、国内外学者论述终极控制权理论简介

关于股权结构问题的研究最早可以追溯到 Berle 和 Means。1932 年,他们通过实证研究发现,现实中存在大量分散持股的小股东,由此产生的经营权(控制权)和所有权(现金流权)分离使得没有控股权的经理人与外部持股股东的利益经常不一致。这些现实的描述引发了之后关于股权结构问题广泛而深入的探索,并使它与公司治理问题相结合,成为这一领域近 30 年来长盛不衰的研究热点。而上个世纪末,Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer 和 Robert Vishny(以下简称“LLSV”)从考察世界范围内的实际情况入手,在“终极所有人”的框架下,发现股权集中是普遍现象。由此,众多国外学者开始从理论和实证的角度追溯论证上市公司最终控制人及其所有权和控制权的重要性。

而国内从 1997 年 Xu 和 Wang 首次发表题为“中国上市公司的所有制结构与公司治理”的论文以来,学术界对股权结构与公司绩效的研究非常热烈,发表了一些有见地的文章,但基于“终极所有人”概念的研究却很少,这可能与国内研究的侧重点与国内数据的可获取性、立法情况等外部环境有关。就国内研究的侧重点而言,基于股权分置的特殊考虑,关注更多的是股份是否流通的影响和从国有股减持的角度探讨进行国有股、法人股性质划分的必要性。但由于法律规范的滞后性,使得数据来源问题成为这一领域研究的阻碍因素。

国内对上市公司的研究数据最早是从中国证监会 2004 年 12 月 31 日发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号》通知以后获取的,该通知要求“上市公司披露公司的实际控制人情况,并以方框图的形式披露公司与实际控制人之间的产权和控制关系”。这也从某种角度上解释了国内在这一方面研究偏少的原因。当然,监管部门相关法规的相

继出台也说明,随着我国证券市场的发展,监管层越来越意识到上市公司的最终控制人及其所有权和控制权是非常重要的问题。因此,不仅在实践领域,而且在理论研究领域,基于“终极所有人”的股权结构研究也是很有价值的。

二、终极控制权、所有权与中间控制权界定

Fama 和 Jensen(1983)基于委托代理理论,将企业的所有权定义为剩余索取权,即对企业的总收入扣除所有固定契约支付后的剩余金额的索取权。Grossman 和 Hart(1986)则从不完美契约的角度指出,企业所有权的核心是剩余控制权和剩余索取权,并且提出以现金流量权度量控制性股东的所有权,这一方法被 LLSV、Claessens 等在后来的实证研究中普遍采用。Claessens(2000)指出:(ultimate owner's)所有权以现金流量权和控制权进行度量,而控制权则以表决权以及其他偏离“一股一票”分离现金流量权和控制权的方式,如金字塔结构控股、交叉持股等方式进行度量。因此,本文定义的终极控制权、所有权与这一解释基本一致。

本文通过向上层层追溯第一大股东的方法确定上市公司的最终控制人,将上市公司的最终控制人分为两大类,即:国有最终控制人和非国有最终控制人,前者又根据层级分为国务院;省、自治区、直辖市;地市级及其他。后者又分为家族;非国有法人(包括民营企业、员工持股会和集体所有制法人)和外资企业大股东。但是,张华(2004)等研究发现,我国上市公司大股东大量采用金字塔结构控股,而很少采用交叉持股等其他方式控股,鉴于此,本文放宽了 LLSV(1999)对金字塔结构控股的严格定义,即允许中间控股单位为非上市公司。因此,在企业集团中只要上市公司与最终控制人之间存在一个或者一个以上的控股单位,即认为上市公司处于金字塔结构控股中。其具体表现形式可用下图予以说明:

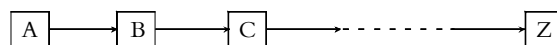


图 1 典型的金字塔结构控股图

假设公司的最终控制人采用的控股层次为 N,最终控制人控股 A 公司,控股比例为 C_1 ,同时 A 公司控股 B 公司,控

股比例为 C_2 , B 公司又控制 C 公司, 控股比例为 C_3, \dots , 依此类推, 直至控股 Z 公司(假设其为上市公司), 控股比例为 C_n 。则终极控制权为 $C = \min(C_1, C_2, \dots, C_n)$, 终极所有权(又称现金流权)为 $\alpha = \prod_{i=1}^n C_i$, 而中间控制权则是金字塔底端, 直接控制上市公司 Z 的 C_n , 对大多数官方公布的统计数据即采用这一比例。

由于 C_i 介于 0 和 1 之间, 因此终极控制人在上市公司拥有的控制权 C 远大于其所有权 α , 两者的分离程度可以通过如下两式进行度量:

$$\alpha - C = \prod_{i=1}^n C_i - \min(C_1, C_2, \dots, C_n) \quad (1)$$

$$\alpha \div C = \prod_{i=1}^n C_i \div \min(C_1, C_2, \dots, C_n) \quad (2)$$

三、金字塔结构控股案例分析

为了进一步说明终极控制权与中间控制权的区别, 下面通过几个典型的控股结构图来直观地说明“终极控制权”与以往研究所使用的“中间控制权”情况。

例 1: 美的电器(000527)和青海华鼎(600243)的股权结构和持股人的性质不同。

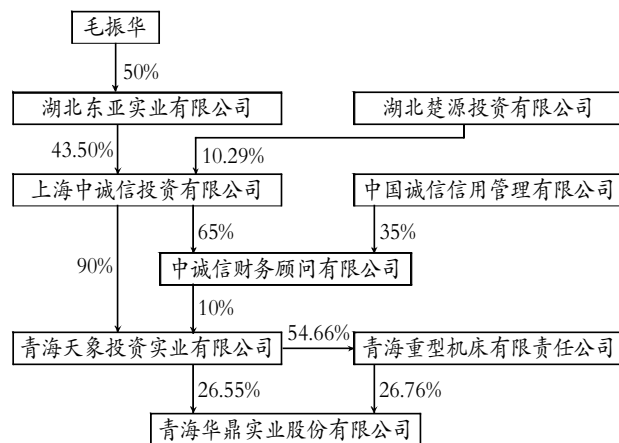
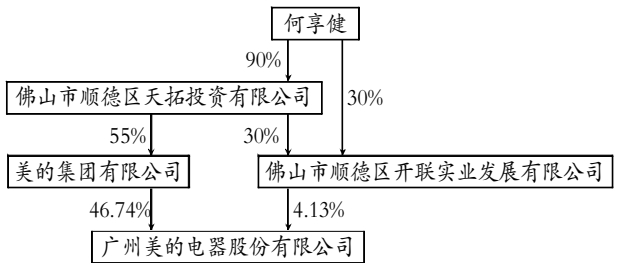


图 2 摘自青海华鼎 2007 年年报和美的电器 2006 年年报

传统的股权结构研究关注控股股东——美的集团有限公司, 并使用官方公布的第一大股东控股比例(46.74%)和股东性质(法人股股东)进行研究。然而通过向上层层追溯却发现, 其最终控制人为自然人何享健, 他通过采用典型的金字塔结构控股及有关一致行动人的司法解释, 只用了 25.49% 的现金流权就控制了广州美的电器股份有限公司 50.58% 的表决权。

而传统使用 46.74% 和控股股东性质为法人股东的股权结构描述变量可能就有失偏颇。

同样的, 对于青海华鼎而言, 毛振华先生通过 9.98% 的现金流权就控制了上市公司 36.55% 的表决权(与官方发布的第一大股东的资料稍有差别), 主要也是通过复杂得令人眼花缭乱的金字塔结构控股来实现的。因此从个案上看这种差异是明显的, 但是, 这种差异是否具有统计学上的意义以及是否对公司绩效产生系统性影响, 还必须经过系统的研究。

例 2: 华东医药(000963)存在一致行动人和股权制衡的现象。

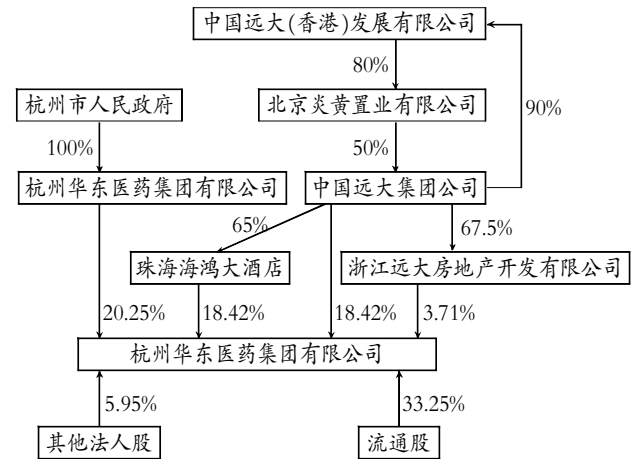


图 3 摘自华东医药 2004 年年报

同样道理, 这份摘自华东医药的股权结构图显示, 传统的股权结构研究关注控股股东杭州华东医药集团有限公司, 并使用第一大股东控股比例 20.25% 和国有性质来衡量。通过层层追溯和年报中关于一致行动人的披露发现, 第二至第四大股东共持有华东医药 40.55% 的股权而共同成为控股股东, 而其最终控制人就不再是杭州市人民政府, 而是中国远大(香港)发展有限公司, 杭州市人民政府通过交叉持股与中国远大集团公司相互控制, 用了 $13.158\% [(18.42\% \times 65\% + 3.71\% \times 67.5\% + 18.42\%) \times 50\% \times 80\%]$ 的现金流权控制了华东医药股份有限公司 40.55% 的表决权。而传统使用 20.25% 和控股股东性质为国有股东的股权结构描述变量与之相差甚远。

例 3: 上电股份(600627)股权比例不取决于名义持股比例。

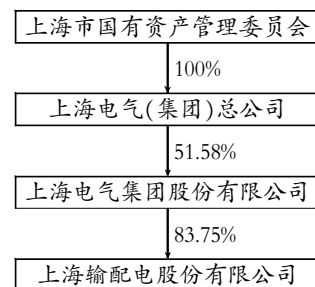


图 4 摘自上电股份 2005 年年报

根据上述交叉持股取得控制权的实例分析可知, 上海市国有资产管理委员会用 43.198 3%(83.75%×51.58%)的现金流

权控制了上海广电电子股份有限公司 51.58%的表决权(这里的表决权为控制链条上的最小值),这与通常使用的第一大股东(法人股)及其持股比例 83.75%也是不同的。

例 4:中集集团(000039)股权制衡。

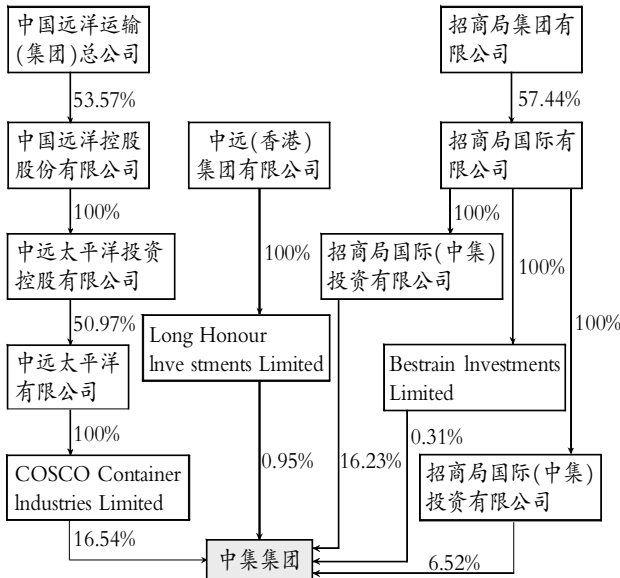


图 5 摘自中集集团 2007 年年报

图 5 是一个典型的存在股权制衡的公司股权结构控制图,两大股东的终极控制权都在 10%以上(分别为 23.06%和 17.49%,不同于中间控制权 16.54%和 16.23%),而且存在最终控制权和现金流权的分离情况,现金流权分别为(17.49%和 5.466 2%)。官方公布的两大股东都为境外法人股股东,但是通过追溯最终控制人可知两者都为中央直属的特大型企业,分别通过层层控制形成了这样的股权分布情况。

例 5:深深宝 A (000019)和光明乳业(600597)一致行动人同一控制。

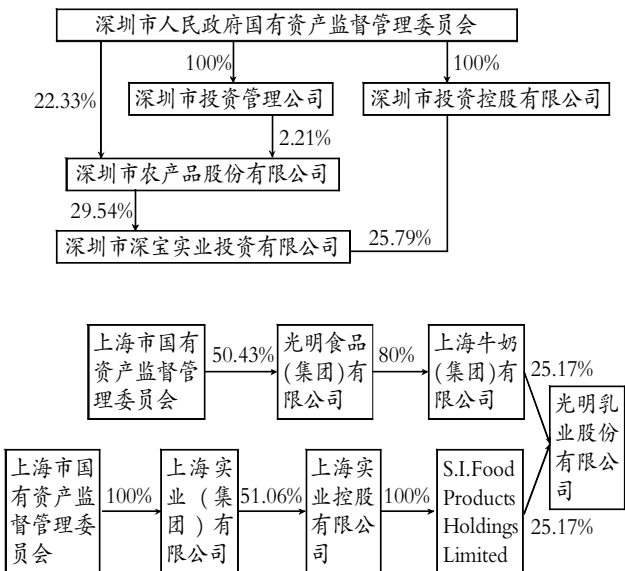


图 6 摘自深深宝 A 和光明乳业 2007 年年报

深深宝 A 公布的第一、第二大股东的持股比例分别为 29.54%和 25.79%,一般认为属于共同控制而将其作为股权制衡的样本来研究。但是追溯终极控制人后发现相互制衡的股东原来是一致行动人,受到同一个终极控制人的控制,其终极控制人深圳市国资委的控制权为 50.33%,现金流权为 33.201 6%。与它类似的是光明乳业 2007 年公布的第一、第二大股东分别是法人股股东和境外法人股股东,但是其实际控制人均是上海市国资委。因此简单地考虑 1:1 的股权制衡对于研究相对控股的作用显然有失偏颇,因为它们属于一致行动人。

四、相关实证分析

为了进一步证明上文案例分析中指出的终极控制权与中间所有权的区别,下文从统计学角度给出其存在差别的检验结果。表 1 给出的是制造业上市公司中间所有权与终极控制权、现金流权的等方差假设下的双样本 t 检验结果,最终控制权中的现金流权与中间所有权的双样本 t 检验结果为 -13.83,显著性 p 值为 0.000,而现金流权与控制权的 t 值为 16.08,p 值为 0.000。这一结果显示样本的差异存在统计学意义。

2004~2008年制造业股权结构双样本t检验表

项目	数值	现金流权	中间所有权	项目	数值	现金流权	中间所有权
均值	0.33	0.40	均值	0.33	0.41		
方差	0.03	0.025	方差	0.03	0.025		
观测值	3 075	3 075	观测值	3 075	3 075		
df	6 148		df	6 148			
t Stat	-13.83		t Stat	16.08			
P(T<=t)值	0.000		P(T<=t) 单尾	0.000			

本文从“终极控制人”的角度研究制造业上市公司股权结构有两个方面的现实意义:第一,从理论角度看,有助于回答我国公司治理理论的一些基础性问题,例如制造业上市公司的最终控制人分布状态到底如何(性质和持股比例的描述),其终极所有权和控制权是否分离,分离程度如何。第二,从实践角度看,通过对我国上市公司数据的实证分析可以与国外现有的研究成果相对比,从而更好地认识政府性质与非政府性质股权集中带来的影响,同时可更全面地了解控股股东对外部中小股东的侵害程度和股权制衡是否有效等问题,为健全和完善我国投资者保护机制提供建议。

主要参考文献

1. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. Law and Finance. Journal of Political Economy, 1998; 113
2. Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976; 3
3. 梁能主编. 公司治理结构: 中国的实践与美国的经验. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
4. 曹廷求, 杨秀丽, 孙宇光. 股权结构与公司绩效: 度量方法和内生性. 经济研究, 2007; 12