

上市公司股东控制权力度量与控制权结构分析

严复海 车心迪 薛凡

(兰州理工大学国际经济管理学院 兰州 730050)

【摘要】 本文针对我国股权结构的特殊性,提出了控制权结构的概念,以期从另一个角度对股权结构不能真实地反映股东的实际控制权的现象进行分析,并引入一种度量股东控制权力的控制权结构指标。

【关键词】 控制权 控制权结构 股权结构

公司的股权结构是公司治理机制的重要组成部分,它对公司的经营运作、监督管理、股利政策等方面均有较大的影响。我国上市公司的股权结构有其自身的特征,主要表现为:①股权过于集中,第一大股东的持股比例非常高。②流通股比例偏低。虽然股权分置改革会影响股票的流通和非流通性,但是在本质上不会对上市公司控制权结构造成太大的影响,因此,在本文的研究中不考虑股权分置改革之后所带来的影响。

一、我国上市公司的控制权结构及其度量

1. 控制权结构的诠释。控制权结构是由股权结构引申而来,从股利政策制定的程序来看,选择何种股利政策与股东的控制权有关。我国上市公司中,大股东与小股东之间的利益冲突源于大股东拥有公司的控制权以及大股东对控制权私人收益的渴望。控制权是关于经营和收入分配等问题的决策权,拥有控制权意味着控制主体有权支配公司的资源。控制权的重要性在于它能够产生控制权私人收益,控制权私人收益的存在是大股东利用其拥有的控制权采取“利己”行为的动因。在股权集中的公司中,多数表决机制使大股东拥有了公司的控制权,成为公司中的强权主体。

中国证监会于2002年12月1日正式实施的《上市公司收购管理办法》通过列举方式规定,收购人有下列情形之一的,构成对一个上市公司的实际控制:①在一个上市公司股东名册中持股数量最多的,但是有相反证据的除外;②能够行使、控制一个上市公司的表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东的;③持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过百分之三十的,但是有相反证据的除外;④通过行使表决权能够决定一个上市公司董事会半数以上成员当选的;⑤中国证监会认定的其他情形。

因此,在一个公司中,真正决定其股东权力大小的并不仅仅是公司的股权结构,而是控制权结构。公司的控制权结构是建立在股权结构的基础上,但又区别于简单的股权结构的一种特殊结构。控制权结构不是大股东拥有多少股权,而是其他股东的股权能对大股东的控制权产生什么样的影响。一个股东拥有一家公司20%的股权,而其他股权特别分散,那么这个

股东就可以有效地控制这家公司。同样,一个股东拥有另一家公司20%的股权,而其他四位股东也分别拥有20%的股权,则每个股东至少要联合另外两个股东的力量才能达到控制公司的目的。因此,拥有同样比例的股权,控制权却不一定相同。

在现行股东投票制的条件下,各个股东的控制权力大小取决于他的投票对决议结果的影响。若一个股东对某一个备选方案投赞成票使该方案获得通过的可能性越大,则他对这一方案投反对票使得该方案不被通过的可能性也越大,他的控制权就越大;若决议结果总是取决于他的投票,则他拥有绝对的控制权,他就是独裁者;如果在任何表决中无论他怎样投票都不会影响决议结果,则他是毫无权力的,可称其为“哑巴”。

2. 控制权结构的度量。本文采用Banzhaf权力指数来度量上市公司的控制权结构。Renneboog和Trojanowski(2005)运用Banzhaf指数度量方法,研究股东的影响力和股利政策之间的关系。Banzhaf方法是基于参与者对投票结果的潜在影响力。其定义可简单概括为:

一个可转移效用的联盟博弈是一个二元组 (n, v) ,这里 n 是一个有限集, $v: 2^n \rightarrow \mathbb{R}$ 是一个函数,且 $v(\Phi)=0$ 。 n 中的元素为参与人。 n 的子集为一个联盟,对任一联盟 $s \in n$, $v(s)$ 为联盟 s 的值(或得益)。 (n, v) 为一个简单博弈。对任一联盟 $s \in n$, $v(s)=0$ 或 1 。对参与人 $i \in n$,令 θ_i 表示满足 $v(s)=1, v(s-\{i\})=0$ 的联盟 s 的个数,记为 $\beta_i = \theta_i / \sum_{i=1}^n \theta_i$, β_i 为参与人 i 的Banzhaf指数。

将第 i 大股东的持股比例记为 w_i ,其相应的Banzhaf指数记为 β_i 。在选择投票配额上一般用所有股东的持股比例总和除以2来表示,如果选用的是前五大股东,则配额为 $\sum_{i=1}^5 w_i \div 2$ 。

在这里举例计算Banzhaf指数:假设某一上市公司第一大股东至第四大股东持股比例分别为40%、30%、20%和10%,他们对一提案进行投票,规定四个股东的持股比例只有达到51%以上,才可以控制整个公司。用Y表示同意通过该提案,用N表示不同意通过,则四个股东开始对此投票,这会形成16种

结果。改变一个股东的意见会改变最终意见,具体分析见表1。我们把改变自己意见会改变最终意见的股东称为摇摆者。

表1 投票分析

次数	第一大 40%	第二大 30%	第三大 20%	第四大 10%	总结果	摇摆者			
						第一大	第二大	第三大	第四大
1	Y	Y	Y	Y	Y				
2	Y	Y	Y	N	Y	√			
3	Y	Y	N	Y	Y	√	√		
4	Y	N	Y	Y	Y	√		√	
5	N	Y	Y	Y	Y		√	√	√
6	Y	Y	N	N	Y	√	√		
7	Y	N	Y	N	Y	√		√	
8	N	Y	Y	N	N	√			
9	Y	N	N	Y	N		√	√	
10	N	Y	N	Y	N	√		√	
11	N	N	Y	Y	N	√	√		
12	Y	N	N	N	N		√	√	√
13	N	Y	N	N	N	√			
14	N	N	Y	N	N	√			
15	N	N	N	Y	N				
16	N	N	N	N	N				
合计	-	-	-	-	-	10	6	6	2

参与人*i*的Banzhaf指数 β_i =摇摆者改变最终意见的次数/总表决次数。由此可以统计出:

$\beta_1=10/24=41.67\%$, $\beta_2=6/24=25\%$, $\beta_3=6/24=25\%$, $\beta_4=2/24=8.33\%$

其中, β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 分别代表第一、二、三、四大股东的Banzhaf指数。

由上可知,把股权结构转化为控制权结构之后,股东的实际控制权力扩大了,第一大股东持股比例40%扩大为控制权比例41.67%,也就是说,股东的持股比例不能简单地代表他们拥有的权力,除了要考虑自身的持股比例外,还需要考虑其他股东对自身的影响,决策过程实际上就是一个博弈过程,在上面例子中,41.67%才是第一大股东的真正控制权。

二、我国上市公司的控制权结构分析

根据计算控制权结构Banzhaf指数的方法,可以度量我国上市公司的控制权结构。我们以全部A股上市公司(剔除ST、金融类企业)为样本,共1181家样本公司,数据选择日期截止到2007年12月31日。以这些前五大股东股权结构作为基础来计算它们的控制权结构,比较控制权结构与股权结构的不同,并解释为何用控制权结构来代替股权结构(见表2)。

第一股东的持股比例范围在5.18%~86.29%内,平均值为37.52%,而度量第一大股东控制权的Banzhaf指数的最小值为20%,最大值达到100%,平均值为89.61%,用Banzhaf方法度量出来的三个数值都远远超过了持股比例对应的统计值,这说明样本中的第一大股东在企业中拥有相当大的影响力,可以说基本拥有了对企业的绝对控制权。

表2 控制权结构与股权结构的比较

	最大值(%)		最小值(%)		平均值(%)	
	持股比例	Banzhaf值	持股比例	Banzhaf值	持股比例	Banzhaf值
第一大股东	86.29	100	5.18	20	37.52	89.61
第二大股东	42.41	34.78	0.12	0	8.85	3.97
第三大股东	21.01	33.33	0.031	0	3.59	3.69
第四大股东	12.47	20	0.016	0	2.14	1.63
第五大股东	10.39	20	0	0	1.52	1.08

与第一大股东相反,第二大股东控制权的Banzhaf指数的最大值、最小值以及平均值都要比相对应的第二大股东持股比例的统计值小,其持股比例的均值为8.85%,而Banzhaf指数的均值仅为3.97%,这说明第二大股东虽然持有有一定数量的公司股份,但是实际拥有控制权力并不大,与第三大股东的Banzhaf指数的均值相当。

第四大股东、第五大股东所拥有的控制权相对而言就更加薄弱了,Banzhaf指数均值只在1%左右。

由此可以看出,股权结构与控制权结构是不同的,控制权结构是以股权结构为基础计算出来的,它更能准确地表达股东拥有的真正权力。表2计算的控制权结构比实际的持股比例要大,这就意味着第一大股东在与其他股东的博弈过程中,控制权扩大了。相同的持股比例在股权分布不同的公司里,其本身的控制权力也不同。

一般而言,如果第一大股东的持股比例超过了40%,就说明其已实现了对公司的完全控制;如果第一大股东持股比例超过了30%,也实现了对公司的相对控制,但是从控制权结构的角度看,仅用持股比例来判断大股东的权力是有误差的,有很多公司的第一大股东的持股比例少于20%,但仍然实现了对公司的完全操纵。与此相反,有些公司的第一大股东持股比例虽然在40%以上,但是由于其他股东的持股比例也相对较高,在相互制衡的情况下,第一大股东也得不到绝对控制权。

三、结论

通过以上分析我们发现,仅凭股东的持股比例来判断股东的权力大小是十分粗糙的办法,我们需要一种切实可靠的判断股东权力的指标对传统股权结构进行必要的修正。控制权结构不仅要考虑股东的持股数量,还应考虑其他股东的持股情况及股权分散程度的问题,以此才能判断股东的真正权力。因此,控制权结构指标能更准确地反映出股东对公司的实际控制权力。

主要参考文献

1. 袁振兴. 股权结构与小股东法律保护对现金股利政策的影响研究.北京:经济科学出版社,2007
2. 秦侠等. 公平性与数学化——权力指数. 运筹与管理,1999;2
3. 黄深泽,胡培. 偏好序距离与投票数为基数时Banzhaf权力指数的推广.商场现代化,2007;2
4. 原红旗. 中国上市公司股利政策分析.北京:中国财政经济出版社,2004