

# 上市公司终极控制人“两权分离度”概念解读

宋春霞

(郑州航空工业管理学院 郑州 400015)

**【摘要】** 本文详细解读了“两权分离度”(SEP)这一概念及其计算方法,并对我国上市公司终极控制人的两权分离度现状进行了描述性统计分析。

**【关键词】** 上市公司 两权分离度 终极控制人

本文所指两权分离度,并非传统公司治理研究中的“所有权与经营权的分离”,而是“控制权与所有权的分离”,即剩余索取权与剩余控制权的分离。以下笔者将对这一概念进行探讨。

## 一、两权分离的产生方式

在不考虑其他因素的情况下,依据一股一票制和资本多数决议原则,控股股东免于实际控制权旁落的资本控制量至多是其自身资本量的两倍,即至少需要持有目标公司50%的现金流要求权。在此种情形下,控股股东自身承担的背离公司价值最大化目标成本较大,所引发的代理问题较轻。然而在现实情况中,控股股东经常可以凭借小于50%的股权份额获取公司的实际控制权。

有两种情况使得控股股东的实际控制权获得有效增长。一种情况是控股股东获取与其股权份额相匹配的控制权。在现有的法律制度框架下,控股股东可以以少于50%的股权份额取得某个公司的实际控制权。这种实际控制权超出名义控

制权的情况,应归因于其他股东的股权分散,实质上就是一些中小股东因股权份额较小而放弃了投票控制权,控股股东的实际控制权只是被相对放大,并没有得到绝对增长。另一种情况是控股股东获取超越其现金流要求权份额的控制权:借助发行多种类股票、交叉持股、金字塔式控股等方式,控股股东以相对较少甚至很少的股权份额获取目标公司的实际控制权。这种实际控制权仍是建立在现金流要求权基础上的,只不过控股股东取得的目标公司的实际控制权常常数倍于与其股权份额相对应的现金流要求权。

制权的情况,应归因于其他股东的股权分散,实质上就是一些中小股东因股权份额较小而放弃了投票控制权,控股股东的实际控制权只是被相对放大,并没有得到绝对增长。另一种情况是控股股东获取超越其现金流要求权份额的控制权:借助发行多种类股票、交叉持股、金字塔式控股等方式,控股股东以相对较少甚至很少的股权份额获取目标公司的实际控制权。这种实际控制权仍是建立在现金流要求权基础上的,只不过控股股东取得的目标公司的实际控制权常常数倍于与其股权份额相对应的现金流要求权。

1. 发行多种类股票。即一家公司同时发行不同投票权的股票,从而使大股东所持的股票的实际投票权大于其他中小股东。一家公司同时发行优先股和普通股,是人们熟知的最为简单的发行多种类股票做法。众所周知,由于优先股的性质决定其不具有投票权,所以公司发行的优先股越多,控股股东的实际控制权被放大也越多。

2. 金字塔式控股。金字塔式控股结构是一种类似于金字

塔式控股结构。这种实际控制权超出名义控制

得”会计等式的具体化;会计等式是损益表的高度概括。  
2. 改进后的损益表放弃了目前的“多步式”报告格式,省略了那些对信息使用者没有多大实用价值的中间项目;同时损益表的编制方法变得简单,也遵循了成本效益原则,会计人员编制损益表的时间减少、成本降低,更有利于初学者对于收入和费用增减借贷方向的理解与记忆。

3. 改进后的损益表。与权益的计入方向相对应,在损益表的右方列入使所有者权益增加的项目(收入和利得),左方列入使所有者权益减少的项目(费用和损失),以便更好地体现权益要素的变动情况(见右表)。

## 主要参考文献

1. 李郁明.对我国损益表会计要素再定义的思考.四川会计,2000;8
2. 唐国平.会计要素的比较与改进.中南财经大学学报,2000;3
3. 吕长江,梁化军.对会计要素几个基本问题的再认识.会计研究,1997;7

## 损益表

编制单位: \_\_\_\_\_年\_月 单位:元

费用、损失和利润	行次	本月数	本年累计数	收入、利得	行次	本月数	本年累计数
	费用:				收入:		
主营业务成本				主营业务收入			
主营业务税金及附加				其他业务收入			
其他业务支出				利得:			
营业费用				营业外收入			
管理费用				投资收益			
财务费用				补贴收入			
损失:							
营业外支出							
投资损失							
利润:							
费用、损失和利润合计				收入和利得合计			

塔的纵向层级控制权增长方式,终极控制者位于金字塔的顶端,由其控股第一层级公司,再由第一层级公司控股第二层级公司,第二层级公司再控股第三层级公司,依此延续到目标公司。例如,假定一个家族拥有25%的A公司股权,A公司拥有B公司20%的股权,那么这个家族就拥有B公司20%的控制权和5%的现金流权。金字塔式控股结构意味着终极控制者的控制权与现金流权存在差异,通过中间企业的所有权链实现最终控制,使得终极控制者能够使用较少的资本来控制大量资产。考虑一个 $n \geq 2$ 的金字塔控股模式公司序列,在这个控制链条中,终极控制者拥有 $S_1$ 比重的公司1股权,公司1拥有 $S_2$ 比重的公司2股权,其余顺推,公司 $n$ 是被控制的目标公司(如图1)。

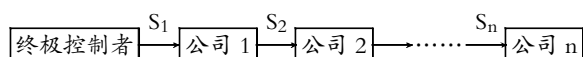


图1 金字塔式控制结构图

在金字塔式控股结构中只要 $S_i$ 足以保证公司 $i-1$ 对公司 $i$ 的实际控制权,那么终极控制者就能对目标公司实施事实控制。就现金流权而言,终极控制者拥有的部分为 $\alpha = \prod_{i=1}^n S_i$ ,由于 $S_i < 1$ ,从理论上讲,不管 $\alpha$ 多么小,都存在一个金字塔式控股结构使得终极控制者能够完全控制目标公司,而不需要拥有超过 $\alpha$ 的现金流权,并且只要公司的层级充分多, $\alpha$ 就可以任意小。这就是说,借助金字塔式控股方式,终极控制者的控制权以级数形式放大,因此金字塔式控股结构成为企业最广泛运用的控股方式。

3. 交叉持股。交叉持股就是在金字塔式控股的基础之上两个以上的公司,基于特定目的相互持有对方所发行的股票而形成企业法人之间的相互持股。其又可分为横向交叉持股与纵向交叉持股。横向交叉持股是指处于同一控制层级的公司之间的相互持股,纵向交叉持股是指被控制企业同时期待有控制链上游企业的股份,如母子公司之间相互持股。

横向交叉持股,其实可以看成增加控制层级的多链条持股,最终横向交叉持股都能变形为纵向交叉持股,类似于母子公司持股。在图2中,同样是D公司股东的B公司与C公司相互持股,那么实际上等同于A公司对D公司有两条控制链,一条是A—B—D,一条是A—B—C—D,而在第二条控制链中就存在纵向交叉持股。图3中,B公司和C公司同样被A公司控制,一般实证研究的重点是终极控制人A公司对D公司的两权分离情况,而A公司又通过B公司和C公司控制D公司,因此B公司和C公司之间的交叉持股情况对A公司的“两权分离度”影响较小,可以忽略不做研究。因此交叉持股一般指纵向的控制与被控制企业之间的互相持股。

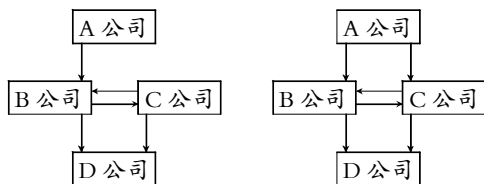


图2

图3

母子公司之间交叉持股的主要目的是按照母公司的意愿来支配股价,稳定不正常的股价或者防止不正常的股价操纵。同时,交叉持股也起到扩大母公司的控制权的作用,一般交叉持股的母公司对子公司的控制权是实际存在的,而子公司通过持有母公司的股票,从而对母公司产生的一定比例的控制权却是虚的,没有实际的意义。因此,母公司对子公司持股产生的控制权是单向的,即子公司对母公司的持股并不能减弱母公司的控制权。而交叉持股产生的现金流却是循环的、双向的,母公司从子公司分得的现金流有一部分还得分配给子公司,因此通过交叉持股,同样可以达到使控制权超出现金流权的效果。

4. 私下协议。现实中还存在着一种不被法律允许的相关方之间的“私下协议”类的策略性同盟,为控制权增长提供了一个超越任何股权份额限制的秘密手段。这些使得控股股东的权力增长路径错综复杂,控股股东对小股东权益的侵占问题极有可能变得更为严重。

## 二、两权分离度的计算方法

La Porta等人(1999)提供了计算终极控制者控制权和现金流权的方法,控制链上最弱的投票权为控制权比例,而所有权比例为各级持股比例之积(张建祥、刘建军,2004)。控制权比例与所有权比例之间的差异值作为反映终极控制人的“两权分离度”大小的指标。实证研究中常采用三个比率指标来反映“两权分离度”: $SEP_1 = (\text{控制权比例} - \text{所有权比例}) / \text{控制权比例}$ ;  $SEP_2 = \text{所有权比例} / \text{控制权比例}$ ;  $SEP_3 = \text{控制权比例} / \text{所有权比例}$ 。

其中, $SEP_1 = 1 - SEP_2$ ,  $SEP_3 = 1 / SEP_2$ ,可以看出, $SEP_1$ 与 $SEP_3$ 的值越大, $SEP_2$ 的值越小,表示两权分离度越高,即控制权超出现金流权的比例就越大。

在单链条的情况下,比较容易计算出控制权比例与所有权比例。在多链条的情况下,各控制链条上最弱的投票权之和为控制权比例,而每条控制链的所有权比例之和为终极控制人的所有权比例。以下分别举例阐述。

1. 单链条。例如新疆啤酒花股份有限公司(600090)2004年年报中公布的产权控制关系(如图4所示):

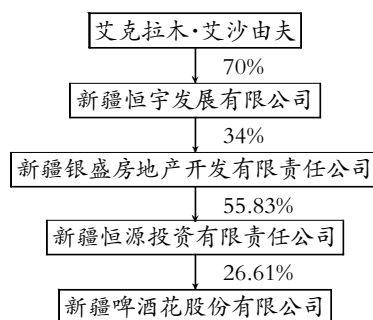


图4 新疆啤酒花控股结构图

则其终极控制人艾克拉木·艾沙由夫对上市公司新疆啤酒花的控制权比例为各层持股比例最低的26.61%,所有权比例= $70\% \times 34\% \times 55.83\% \times 26.61\% = 3.54\%$ ,两权分离度 $SEP_1 = (26.61\% - 3.54\%) \div 26.61\% = 86.7\%$ , $SEP_2 = 3.54\% \div 26.61\% =$

13.3%, $SEP_3=26.61\% \div 3.54\%=7.52$ 。可以看出,此公司的两权分离程度比较严重。

2. 多链条。例如南京钢铁股份有限公司(600282)的股权结构关系(如图5所示):

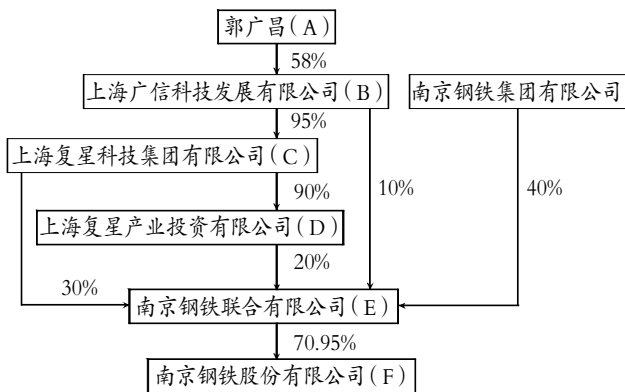


图5 南京钢铁控股结构图

在寻找终极控制人时,我们发现两个处于金字塔顶端的控制人,一个是自然人郭广昌,一个是南京钢铁集团,但是经过简单分析我们可以看出郭广昌间接拥有南京钢铁联合60%的股份,而南京钢铁集团仅拥有40%,因此确定郭广昌为终极控制人,即可以认定上市公司南京钢铁为民营控股的企业。郭广昌对于上市公司南京钢铁有三条控制链条:一是A—B—C—E—F,二是A—B—C—D—E—F,三是A—B—E—F。按照以上的原则,郭广昌对南京钢铁的控制权比例为三条链条中最弱的投票权相加,即60%(30%+20%+10%)。其所有权比例为每条控制链中的所有权比例之和,即25.76%(58%×95%×30%×70.95%+58%×95%×90%×20%×70.95%+58%×10%×70.95%),则易算出两权分离度 $SEP_2=所有权比例/控制权比例=25.76\% \div 60\%=42.93\%$ , $SEP_1$ 、 $SEP_3$ 的计算略。

### 三、我国上市公司终极控制人两权分离度现状

本文选取深、沪两市A股市场2003~2004年挂牌交易的上市公司。所选公司部分在2004年年报中披露了公司金字塔式控股结构,并列出最终控制人;部分可通过其他渠道,如上市公司网站、上市公司公告等,获得其最终控制人的详细资料。

以下简单从控制权比例(CRR)、所有权比例(CFR)、两权分离度(SEP)、控制层级(CL)、第一大股东持股比例(LSH)等方面,对我国上市公司终极控制人的控股情况进行描述性统计,分析我国上市公司两权分离度的现状。按照前述样本选取办法共选取样本1341家公司,采用Eviews统计软件进行变量的描述性统计。

表1 样本企业的控制权比例、所有权比例及两权分离度(样本数1341)

	控制权 CRR	所有权 CFR	SEP <sub>1</sub>	SEP <sub>2</sub>	SEP <sub>3</sub>	控制层级 CL	第一大股东持股比例
均值	41.42%	35.29%	19.28%	80.72%	1.62	3.268 1	41.89%
中位数	39.8%	32.97%	0	1	1	3	39.99%
最大值	100%	92%	1	1	27.1	7	85%
最小值	1.49%	0.5%	0	0	1	2	6.14%
标准差	0.166 4	0.197	0.266	0.266	1.824 6	0.79	0.168 4

从上表中可以看出,我国上市公司的股权结构集中现象显著,第一大股东持股比例的均值达到41.89%,最大值为85%。终极控制人的控制链条的均值为3.268 1,最长的达到7个层级,最短的两层。与东亚九个国家和地区相比,我国上市公司的控制权与所有权比例高出东亚平均水平很多,这说明我国的股权集中现象比较严重。相比而言,两权分离程度要低一些,但是,我国的两权分离的现象总体来看也比较显著,按照 $SEP_3$ 的数据,控制权比例平均达到所有权的1.6倍,最高的甚至达到27倍。这种分离在民营企业更甚。以下按照终极控制人的股权性质把上市公司分为国有控股与民营控股两类,分别观察其股权结构及两权分离状况。

本文采用如下终极股权性质的确定办法:如果上市公司的终极控制人是各级国有资产监督管理委员会、各级国有资产投资管理机构、各级人民政府及其行政机构、中央企业等国有独资企业,则其属于国有控股公司。如果终极控制人是民营企业、自然人、职工持股会或民间基金,那么它就是民营控股企业。按照这一分类标准,上述所选公司中,国有控股有923家,民营控股有418家。

表2 国有控股样本与民营控股样本的终极控制人控制特点比较

	终极股权性质	控制权 CRR	所有权 CFR	SEP <sub>1</sub>	SEP <sub>2</sub>	SEP <sub>3</sub>	控制层级 CL	第一大股东持股比例
均值	国有	45.66%	41.9%	9.97%	90%	1.252	3.2	45.57%
	民营	32.07%	20.61%	39.82%	60.18%	2.44	3.4	33.77%
最大值	国有	100%	92%	1	1	21.43	7	85%
	民营	70.38%	70.38%	1	1	27.1	7	80%
最小值	国有	9.14%	0.625 3%	0	0	1	2	7.02%
	民营	1.49%	0.5%	0	0	1	2	6.14%

从上表可以看出,国有控股与民营控股上市公司终极控制人的控制特征相差很大。从控制权与所有权比例来看,国有控股企业均显著高于民营控股企业,国有控股企业的第一大股东持股比例也显著高于民营控股企业,这说明国有控股的上市公司的股权集中的现象更显著。这也可以从两权分离程度的数据看出来,不管是 $SEP_1$ 、 $SEP_2$ 还是 $SEP_3$ 的数据都显示,国有控股企业的两权分离度要明显低于民营控股企业。民营控股公司的 $SEP_2$ 均值60.18%相对东亚九个国家和地区的平均水平74.6%还要低,而东亚地区是全世界公认的大股东对企业的控制力较强、所有权与控制权分离较大的地区。

总体来说,我国上市公司的两权分离度较大,而民营控股公司的两权分离度大于国有控股企业。我国上市公司的这一显著特征,使得“两权分离度”成为研究大股东侵占行为、公司的融资行为等的崭新角度。

### 主要参考文献

1. 张华,张俊喜,宋敏.两权分离的决定因素及因果关系.中国金融学,2004;9
2. 刘芍佳,孙霖,刘乃全.终极产权论、股权结构及公司绩效.经济研究,2003;4
3. 张祥建,刘建军,徐晋.大股东终极控制与掠夺行为研究.当代经济科学,2004;5