

国有控股公司股权结构治理效应分析

戚拥军

(孝感学院 湖北孝感 432000)

【摘要】 本文结合我国实际深入分析了股东特性和股权集中度对国有控股公司的影响,并在此基础上提出了国有控股公司股权结构优化的政策建议。

【关键词】 国有控股公司 股权结构 治理结构

随着国有企业产权制度改革的不断深化,国有企业的股份制改革目前已基本完成。尽管这些国有企业已经从形式上基本完成了股份制改革,但是其股权结构极不合理,导致其治理功能严重失效。

所谓股权结构,是指公司股东的类型及其持有股份的比例,它是公司资本结构的重要组成部分。这一概念包括两个方面的内容:①股东特性,它反映了公司股份由哪些股东所持有;②股权集中度,它反映了单个股东所持股份占公司全部股份的比例。前者是股权结构“质”的体现,它决定了股东的目标和对经营者施加影响的方式;后者则是股权结构“量”的体现,也反映了股东对经营者施加影响的权利大小。只有将这两个方面结合起来才能全面把握股权结构的涵义,分析其对公司治理的影响。

一、股东特性对国有控股公司治理结构的影响

国有控股公司的股东按其特性不同可以分为国有股东、法人股东和个人股东。在这三类股东中,个人股东和法人股东的产权在法律上和经济上都是清晰的,而国有股东的产权虽然在法律上是清晰的,受到法律的保护,但是在经济上却模糊不清,导致国有控股公司的所有者缺位。

此外,还有一种身份非常特殊的个人股东——经营者股东,他们一方面是公司的所有者,另一方面又是公司的经营者。上述各类股东对公司治理的态度和能力存在着明显的差别。

1. 个人股东对国有控股公司治理结构的影响。个人股东作为自然人,应该具有追求自身利益最大化的动机和对公司经营者行为进行监督的动力。但是,随着公司经营规模的不断扩大和股东数量的不断增加,个人股东的持股比例不断下降。就监督活动所带来的收益而言,每个股东所享有的份额有限,从而使监督成为一种公共物品。当其监督成本大于其所分享的收益时,理性的个人股东便会放弃监督。此外,许多国有控股公司对与会股东的资格从持股数量上做出了限制,使个人股东基本上无权参与股东大会。

由于上述原因,使得个人股东对国有控股公司的治理能力大大降低,股东大会对于个人股东来说形同虚设。因此个人

股东存在严重的“搭便车”行为,通常也不关注公司的长远发展,投机性较强。

在我国目前股票市场还很不完善的情况下,个人股东即使采取“用脚投票”的方式也难以对国有控股公司的经营者产生任何约束作用。数量众多的个人股东就像是一些希望获得回报,但对公司事务却没有控制权的贷款者。

2. 法人股东对国有控股公司治理结构的影响。法人股东的治理能力强于众多分散的个人股东,它们对国有控股公司的长远发展可以起到一定的稳定作用,但是法人股东对公司的治理也可能会“失灵”。如果法人股东持股比例过低,会产生“搭便车”现象,如果持股比例过高又可能会造成“一股独大”。此外,法人股东还有可能凭借其大股东的优势地位侵占中小股东的利益,产生“隧道挖掘行为”(Johnson, et al., 2000)。目前,许多国有控股公司的“隧道挖掘问题”还非常严重。但是从总体上来说,由于法人股东持股比例相对较高,再加上我国对法人股的流通存在较多的限制,使得其比个人股东更加关注国有控股公司的未来发展和长远利益。在目前国有股东严重缺位、个人股东难以直接参与公司治理的情况下,法人股东对国有控股公司的治理还是起到了一定的积极作用。

3. 国有股东对国有控股公司治理结构的影响。由于国有股东的剩余索取权没有明确到个人,非常容易导致所有者缺位和内部人控制问题。黄运成、曹里加和李畅(2005)认为,代表国有股东的国家(政府)并不是追求经济利益最大化的“经济人”,而对剩余索取权的追求是作为“经济人”的股东对经营者进行监督的原动力,是保障公司治理效率的前提条件。此外,由于国家本身是一个抽象的概念,不具有行使其股权的能力,必须委托代理人来行使其股东权力,由此在公司治理上形成了多层次的委托代理关系,而各级委托人的监督效率会随着委托代理链的加长而大幅度递减。作为控股股东的国家(政府)关注更多的是行政目标,而不是所有者目标,当二者发生冲突时,它们往往会以行政目标代替所有者目标,从而使股东的利益受到损害。

4. 经营者股东对国有控股公司治理结构的影响。各国国有控股公司中,经营者股东是一种非常特殊的个人股东,他们既

是公司的所有者,又是公司的经营者,其经营行为不仅会影响公司的经营业绩,而且会影响其收益状况。因此,实施经营者持股机制可以对其产生一种激励作用,促使他努力工作,减少代理成本。但就目前我国国有控股公司的情况来看,由于经营者的持股比例普遍偏低,平均不到万分之二,即使公司的经营业绩有大幅度的提高,经营者从中所获得的个人收益也是微乎其微,因而难以对其产生足够的激励作用。

二、股权集中度对国有控股公司治理结构的影响

股权集中度对公司治理结构的影响主要通过激励监督机制、代理权竞争和外部接管市场等方面体现出来。

当前国有控股公司的股权集中度普遍较高,无论是国有控股的上市公司还是非上市公司,都存在国有股“一股独大”的现象。根据国务院国资委的统计数据显示,截至2006年8月底,国有控股的境内上市公司共有777家,占境内全部上市公司总数的55.82%,其中有40%以上的国有控股上市公司中国有股东处于绝对控股地位(即国有股股权比例超过50%),其他国有控股上市公司的国有股股权比例也基本都在30%以上。在国有控股的非上市公司中,股权集中度更高,国有股股权比例几乎都在50%以上。高度集中的股权结构给国有控股公司的治理结构和经营业绩产生了极大的负面影响。

1. 股权集中度对国有控股公司激励监督机制的影响。一般而言,股权集中度越高,越有利于股东对公司经营者实施监督。无论是大股东还是小股东,其对经营者实施有效监督的成本基本上是一致的,而大股东中所获取的收益却远远大于小股东。此时,小股东的理性选择便是放弃对经营者的监督而搭大股东的便车。当股权过于分散时,就会造成人人都缺乏动力去参与公司治理,导致公司内部治理系统失效,由此便产生了内部人控制问题。从这方面来说,股权集中度越高,监督机制就越有效。

但是,上述理论成立的前提条件是控股股东必须以经济利益最大化为目标,否则结论就会出现偏离(黄运成,2005)。对国有控股公司而言,由于国有股东的剩余索取权没有明确到个人,不仅存在多层次的委托代理关系,而且其股权的行使者(政府)通常也不是一个以经济利益最大化为目标的“经济人”。由于上述原因,导致国有股权的行使者(政府)一方面因缺乏对公司经营者进行监督的动力,产生了内部人控制问题;另一方面又因其凭借控股地位可以直接委派代理人担任公司的董事长或总经理,并且董事长和总经理极有可能由一人担任,使得国有控股公司的内部人控制问题更加严重。

晏艳阳和陈共荣(2001)通过对国有控股上市公司的董事会成员进行统计分析后发现,由于国有股的所有者代表在董事会中占有大部分席位,他们拥有绝对的决策权,任何一项决定只要一经他们提出就一定能够获得通过。何浚(1998)、陈湘永(2000)等学者通过实证研究发现,国有股比例越高,公司的内部人控制程度就越大。李豫湘和甘霖(2004)的实证研究结果表明,国有股比例与独立董事比例显著负相关。总之,在国有控股公司中,国有股比例越高,公司的激励和监督机制就越难以发挥作用。

2. 股权集中度对国有控股公司代理权竞争的影响。股权集中度决定了代理权竞争实现的难易程度。Fama(1980)认为,经理市场的存在或更换经理人的压力可以促使公司经理人更加努力地工作。如果股权高度集中,控股股东可以比较便利地任命公司经理人员,其他股东即使持有异议,也很难在代理权竞争中取胜,除非经营者本人失去了控股股东的信任。因此,在股权高度集中的情况下,公司经理人员被更换的可能性较小。相比之下,在股权相对分散的情况下,持有异议的股东更容易与中小股东结盟,通过代理权竞争取得控制权,从而使经理人员被更换的可能性加大。当然,股权结构过于分散也会造成所有权和经营权高度分离,从而使经营者在公司治理结构中的地位显得非常突出。经营者由于充分掌握了公司经营方面的信息,他们的决策很容易影响那些数量众多但没有机会参与公司决策的小股东,这种情况通常也不利于代理权的竞争,它使公司经理人员被更换的可能性降低。

在国有控股公司中,由于国有股比例较高,其股权的行使者(政府)通常可以比较便利地任命董事长或总经理,其他股东即使持有异议,也难以获得足够数量的代理投票权来更换公司的高层管理人员。此外,目前我国还没有专门出台针对代理权竞争的规范性文件,从而使得国有控股公司的代理权竞争在法律方面也缺乏可操作的依据。因此,在国有控股公司中基本上不存在代理权竞争问题,其董事长或总经理往往是由政府和党的组织部门任命的,并随着政府或党的官员的变动而变动。所以,无论是国有控股上市公司还是国有控股非上市公司,其经营者一般都不会担心来自代理权竞争所产生的更换压力。

上述两项股权治理机制都属于公司内部治理机制,它们主要是通过股东“用手投票”的方式来实现对经营者的激励和约束的。当内部治理机制失效时,股东还可以通过运用治理机制(即采取“用脚投票”的方式),通过外部接管来激励和约束经营者的行为。

3. 股权集中度对国有控股公司外部接管的影响。就外部接管而言,股权集中度决定了公司并购实现的难易程度。Shleifer和Vishny(1997)认为,公司并购是一种非常重要的外部治理机制,它不仅能够产生协同效应,而且可以约束经营者的行为,促使其为股东的利益努力工作,避免因股价过低而成为被收购的对象。但是,这种外部治理机制能否有效发挥作用还取决于股权集中度。当公司股权高度集中、拥有一个绝对控股的股东时,收购方通常很难成功地接管该公司。即使接管成功,收购方所支付的溢价也很高。因此,股权高度集中的公司成为并购目标的可能性极小。反之,当股权高度分散时,收购方极易以相对较低的价格进行收购。

目前,国有控股公司的股权集中度普遍较高,在国有控股上市公司中,国有股的比例一般都在30%以上;在国有控股非上市公司中,国有股的比例一般都在50%以上。在股权分置时期,由于这些国有股基本上是不流通的,外部收购者很难通过股票市场收购到足够比例的股票来改变公司的控制权。所以长期以来,外部接管对国有控股公司的治理没有起到任何作

用。即使有少量的并购行为,也是在政府的行政干预下发生的,其并购对象多为经济效益差、亏损严重甚至濒临破产的国有企业,并购的目的主要是“减少国有企业的亏损”,而不是为了提高经济效益。这种政府干预型并购不能对公司的经营者产生任何激励和约束作用,因而也不可能带来公司业绩的长期增长。大量的统计结果表明,国有控股公司在并购当年,其经营业绩有明显的改善,但是从并购后的第1、2年开始其经营业绩便会出现增长速度放慢甚至负增长。

目前,国有控股上市公司股权分置改革已基本完成。根据国务院国资委的统计数据,截至2006年年底,全国除金融机构控股的上市公司外,801家国有控股上市公司中已有785家完成或启动了股改程序,占全部国有控股上市公司的98%。其中,604家地方国有控股上市公司中的593家完成或启动了股改程序;194家中央企业控股上市公司中的189家已完成或正在启动股改程序。内蒙古、辽宁、安徽、山东等14个省(区、市)已全部完成股改工作。

今后,国有控股公司流通股的比例将不断提高,公司并购将成为一种提高经济效益的经济行为,而不再是一种“减少国有企业亏损”的政府行为,外部接管和股东“用脚投票”的方式将成为一种重要的公司治理机制。

三、国有控股公司股权结构优化的政策建议

通过上述分析可以发现,国有控股公司的股权结构极不合理,其治理功能基本上是失效的。从“质”的方面来看,国有股的产权不明晰是国有控股公司股权治理功能失效的根本原因;从“量”的方面来看,国有股的“一股独大”又进一步弱化了其治理功能。此外,还有一些其他法律制度因素也在一定程度上影响着国有控股公司的股权治理效应。上述问题的解决办法是多种多样的,但是国有股的产权改革和流通是关键。

1. 完善国有股的产权安排。要从根本上解决国有股产权不明晰的问题,就必须深化国有股权的管理体制改革,建立人格化的管理体制,明确国有股权在不同代理层次上的主体及其责权利关系,使其能自觉地按照国有资本的本质属性管理国有股权,从而实现国有资本的保值增值。

为了实现上述目标,首先必须按照“政企分开”和“政资分开”的原则,分级设立独立的国有资产经营机构,委托其专门从事国有股权的经营和流通。各级国有资产经营机构一方面作为国有股权的人格化代表,行使国有股东的职能;另一方面作为国有机构投资者,负责对国有股进行买卖和转让。其次,要明确规定国有资产经营机构的经济责任,并赋予其相应的经济权利,以使其能够独立地履行经济责任。最后,还要建立有效的责任考评机制和利益分配机制,明确国有资产经营机构的经济利益。只有把国有资产经营机构的经济责任和经济权利与一定的经济利益挂钩,其才有足够的动力去参与国有控股公司的治理,从而提高国有资本的使用效益。

2. 实现国有股权的合理流通。要从根本上解决国有股“一股独大”的问题,就必须实现国有股的合理流通。除一些涉及国家安全的军工企业和一些关系国民经济命脉的基础性行业需要国家绝对控股以外,另外一些对国民经济发展和宏观

经济调节有重要影响的行业可以实行相对控股(根据沪深两市的经验,国有股比例达到30%即可实现相对控股),而其他行业的国有控股公司可以由国有资产经营机构负责国有股的买卖和转让,以实现国有股的自由流通和适时退出。目前,这一工作已经取得了实质性的进展,国有控股上市公司的股权分置改革已经基本完成,国有股“一股独大”的问题也将逐步得到解决。

3. 对经营者实施股权激励。为了解决国有控股公司的委托代理问题,使高层管理人员的人力资本价值得以体现,必须建立与市场经济相适应的薪酬激励制度。通过实施股权激励制度,使经营者对其行为承担一定的风险,这样做能够把经营者的利益与股东的利益有机结合起来,充分调动高层管理人员的积极性,促进国有控股公司持续稳定发展,更好地实现国有资本的保值增值。国资委与财政部于2006年颁布的《国有控股上市公司(境外)实施股权激励试行办法》和《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》为国有控股上市公司股权激励制度的实施提供了合理的依据。

4. 完善独立董事制度。在国有控股公司中,由于国有股的产权不明晰容易导致“所有者缺位”,必须对其从外部进行严格监管。独立董事制度可以较好地实现这一目标,从而有利于实现国有控股公司治理结构的完善,促进其规范运作。由于我国上市公司引入独立董事制度的时间较短,各项配套制度和外部环境还很不完善,在一定程度上制约了独立董事治理作用的发挥。为了进一步完善独立董事制度,首先必须对各个公司独立董事的人员比例做出严格的规定;其次,要进一步改进和完善独立董事的提名和选聘机制,保证独立董事具有较高的素质,并增强其独立性;最后,还要进一步完善独立董事的业绩评价体系 and 激励约束机制,为独立董事更好地履行职责创造良好的外部环境。

5. 大力发展机构投资者。在国外,机构投资者通常都是公司治理的积极参与者,当前在我国大力发展机构投资者对完善国有控股公司治理结构有着重要的现实意义。其具体表现为:①有利于削弱国有股东的控股地位,形成前几大股东相互制衡的局面,以缓解国有大股东和其他小股东之间的利益冲突;②有利于从根本上解决国有股“一股独大”的问题,实现国有股的合理流通和适时退出,从而对公司的经营者形成更替压力,缓解内部人控制问题。

【注】本文系国家社科基金项目“国有控股公司的资本结构与财权安排研究”(项目编号:06BJY015)和湖北省教育厅人文社科研究规划项目“高新技术企业资本结构与价值评估”(项目编号:2006q113)阶段性成果。

主要参考文献

1. 陈湘永,张剑义,张伟文.我国上市公司“内部人控制”研究.管理世界,2000;4
2. 陈晓,江东.股权多元化、公司业绩与行业竞争性.经济研究,2000;8
3. 李豫湘,甘霖.中国上市公司各种主体治理机制的相关性和有效性实证研究.系统工程理论与实践,2004;6