

民营控股上市公司股权结构特征分析

暨南大学管理学院 宋献中(博士生导师) 李源

【摘要】 本文以2004年沪、深两市335家民营控股上市公司为样本,从股权集中度、股权制衡度以及控制结构等方面分析了民营控股上市公司股权结构特征及其可能导致的经济后果。

【关键词】 民营控股 上市公司 股权结构

随着民营控股上市公司的不断增多,其所暴露出的公司治理问题也逐渐增加。股权结构是上市公司治理的微观基础,要研究民营控股上市公司的治理现状,应从其股权结构着手。2004年沪、深两市共有335家民营控股上市公司(未包括中小企业板和金融类上市公司)。本文将以此些公司为样本,从股权集中度、股权制衡度以及控制结构等方面分析民营控股上市公司股权结构特征。

一、民营控股上市公司股权集中度与股权制衡度

本文以民营控股上市公司第一大股东持股比例、前三大股东持股比例以及前五大股东持股比例作为衡量股权集中度的指标。民营控股上市公司第一大股东平均持股比例为32.81%,前三大股东平均持股比例为50.49%,前五大股东平均持股比例为55.19%(详见表1)。

表1 2004年民营与国有控股上市公司股权集中度

集中度	平均值(%)		中位数(%)		标准差(%)	
	民营	国有控股	民营	国有控股	民营	国有控股
第一大股东持股比例	32.81	45.81	29	45.94	13.36	16.59
第二大股东持股比例	12.30	8.66	11.77	4.96	7.67	8.95
第三大股东持股比例	5.38	3.16	4.28	1.74	4.35	3.78
前三大股东持股比例	50.49	57.63	51.53	59.13	12.72	13.85
前五大股东持股比例	55.19	60.41	55.17	61.99	12.37	13.11

从第一大股东平均持股比例来看,民营控股上市公司比国有控股上市公司低13%,从前三大股东持股比例和前五大股东持股比例的平均值来看,民营控股上市公司也低于国有控股上市公司。总体来看,民营控股上市公司第一大股东处于相对控股状态。股权制衡度是指除第一大股东外的其他大股东对第一大股东的股权制衡程度,本文用第二和第三大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值表示。从表1可以看出,民营控股上市公司第二、第三大股东持股比例要高于国有控股上市公司,其股权制衡度为0.54,而国有控股上市公司的股权制衡度为0.26。显然,民营控股上市公司的股权制衡度要高于国有控股上市公司。

二、民营控股上市公司控制结构分析

1. 金字塔结构及其导致的控制权与现金流权相分离的问题。从公司控制结构的角度,上市公司大致可以分成两类:分

散持有股权的公司与拥有最终控制人的公司。在后一种公司中,最终控制人取得实际控制权与控制地位的方式主要有两种:①在一股一票的情况下,持有公司足够多的股份;②在一股一票的情况下,通过塔式持股等方式在持有较少份额现金流权的同时取得公司的实际控制权。从国外的经验来看,一家企业若要控制多家企业,通常有金字塔结构、发行二元股份、交叉控股、多重持股等几种实现方式。这几种控制结构形式在东亚和欧洲国家得到了广泛使用。但是我国企业很少使用交叉控股、发行二元股份等控制结构形式,而使用较多的是金字塔结构形式。

本文将金字塔结构定义为股份控制人对上市公司股份的控制至少要通过一个中间环节,而不是直接持有上市公司股份。《上市公司股东持股变动信息披露管理》将股份控制人定义为:股份控制人是指股份未登记在其名下,通过在证券交易所股份转让活动以外的股权控制关系、协议或者其他安排等合法途径,控制由他人持有的上市公司股份的自然人、法人或其他组织。金字塔结构的使用会导致控制权与现金流权的分离。

公司控制权是通过投票权来衡量的。公司现金流权,简单地说,就是指拥有公司现金流的权利,通常是通过所有权来衡量的。所有权可以划分为直接所有权和间接所有权:直接所有权是指终极控制者直接拥有的股份;间接所有权是指终极控制者通过其控制的其他合法实体和企业而拥有的股份。终极控制者主要包括个人、家族、政府以及处于控股地位的股东团体等。终极控制者的现金流权是直接所有权与控制链中形成的间接所有权之和,而控制权则是直接投票权与每条控制链中最小的间接投票权之和。

金字塔结构中终极控制股东现金流权的计算公式为:

$$\text{现金流权} = \sum_{i=1}^n \alpha_i + \sum_{j=1}^m \beta_j + \dots$$

在下图中,终极控制股东拥有企业D的现金流权=50%×51%×51%×50%+100%×1%+10%×5%=8%。

金字塔结构中终极控制股东控制权的计算公式为:

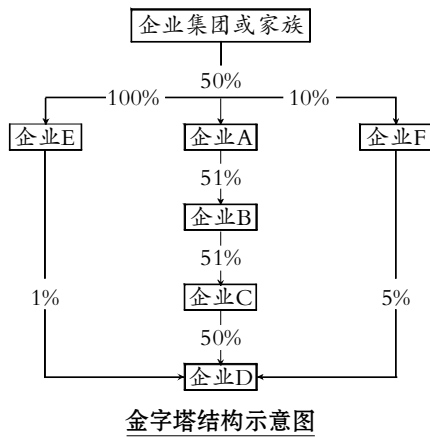
$$\text{控制权} = \min(\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n) + \min(\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_m) + \dots$$

如下图所示,终极控制股东拥有企业D的控制权=50%+1%+5%=56%。

□ · 改革与发展

衡量控制权与现金流权分离度的指标是分离系数：

$$\text{分离系数} = \frac{\text{控制权}}{\text{现金流权}}$$



从上述计算结果可以看出，采用金字塔结构可以使控制股东以较少的现金流权获得较大的控制权。

2. 民营控股上市公司控制结构。从前面关于股权集中度的分析可以看出，民营控股上市公司第一大股东平均持股比例并不是很高。我国民营控股上市公司最终控制人大多是通过金字塔结构加强其控制权的。其控制权与现金流权具有较高的分离度，平均值为2.59，最高的达到27.1（见表2）。与此相对照，国有控股上市公司的控制权与现金流权的分离度较低，平均值为1.29，大部分国有控股上市公司的控制权与现金流权未发生分离。

表2 民营控股上市公司控制权与现金流权的分离度

	控制权	现金流权	控制权/现金流权
均值	34.79%	21.1%	2.59
中位数	29.5%	19.38%	1.67
标准差	15.24%	13.91%	3.12
最大值	100%	74.8%	27.1
最小值	7.25%	0.5%	1

民营控股上市公司最终控制人运用金字塔结构对公司实施控制的典型情况是构筑上市公司“资本系”，即以某一法人机构或自然人为核心或控制纽带的关联上市公司系。资本系的构造方式主要有两种：水平控制和垂直控制。水平控制是指某最终控制人同时控股多家上市公司，上市公司之间则保持相对独立。垂直控制是一种类似金字塔式的纵向层级控股方式，最终控制人位于金字塔的顶端，由其控股第一层上市公司，再由第一层上市公司控股第二层上市公司，如复星系。复星系的最终控制人郭广昌、梁信军通过上市公司“复兴实业”（600196）控制了上市公司“天药股份”（600488）。

资本系是同一最终控制人拥有多家上市公司，最终控制人拥有的现金流权和控制权均低于控制单家上市公司的情况，但由于资本系的控制链较长，因此控制多家上市公司比控制单家上市公司的现金流权和控制权的分离度要大（见表3）。在近几年的时间里，已经有几十家民营“资本系”出现，如万向系（其最终控制人为鲁冠球父子，控股万向钱潮、华冠科

技等7家上市公司）和泰跃系等。

表3 沪市民营企业控制多家上市公司与控制单家上市公司控制结构比较

	资本系上市公司	非资本系上市公司
控制权(%)	28.77	35.76
现金流权(%)	14.43	24.48
控制权-现金流权(%)	14.34	11.28
分离系数(控制权/现金流权)	2.04	1.47
控制层数	1.83	1.28
样本数	47	166

资料来源：上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告（2005）：民营上市公司治理》，复旦大学出版社。

三、民营控股上市公司股权结构可能带来的经济后果

通过上述分析可以看出，民营控股上市公司股权集中度较国有控股上市公司低，最终控制人大多是通过采用金字塔结构加强其控制权，从而导致了控制权与现金流权产生较大的分离。这种股权结构可能会带来如下经济后果：

首先，使得控股股东既有动机也有能力侵占中小股东利益，从而降低公司价值。Claessens等人（2002）的研究结果表明，当最大股东的控制权超过其现金流权时公司价值会下降，控制权与现金流权分离度越高，公司价值下降越多。国内目前的研究结果（杨兴君等，2004；苏启林等，2003；段盛华，2004）也表明，股份控制人与上市公司之间的控制关系等控制结构因素作为公司治理的重要层面，对公司价值有着非常重要的影响。

其次，拥有复杂控制结构的上市公司资本系可能会产生较大的金融风险。由于对上市公司控制结构信息披露的要求到2002年才引起监管机构的重视，因而大部分上市公司所属集团内部以及上市公司资本系内部的控制关系非常隐蔽，如果不进行长期细致的研究，就很难判断资本系中的具体运作方式和复杂关系。这给上市公司监管带来了诸多困难，无形中也给控股股东铸造了一道“保护”自己的壁垒。资本系因其涉及的上市公司多，而且往往同时包括金融机构，涉及到广泛的社会资本，因此资本系一旦出现问题，会给资本市场带来巨大的动荡。

此外，民营控股上市公司较高的股权制衡度是否能够遏制控股股东对中小股东利益的侵占行为，还有待于今后进一步的研究证明。从最近关于民营控股上市公司绩效的研究（如上海证券交易所研究中心的《中国公司治理报告（2005）：民营上市公司治理》）来看，民营控股上市公司绩效普遍低于非民营控股上市公司。

主要参考文献

- ① 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告(2005): 民营上市公司治理. 上海: 复旦大学出版社, 2005
- ② 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值, 经济研究, 2003; 8