

对中国上市公司中主要股东性质及其行为特征的分析

广州市交通运输学校 魏安利

[摘要] 股权结构对公司治理的影响一直是学术界讨论的热门话题,但在理论和实证研究中,对股权结构中的主要股东——国有股、法人股、社会公众股股东的性质没有进行明确界定,这将直接影响到研究样本的分类问题,本文认为这也是造成目前研究结论不一致的主要原因之一。因此,本文对中国上市公司中各股东的性质进行明确界定,在此基础上,研究主要股东在公司治理中的行为特征。

[关键词] 股权结构,股东性质,行为特征

关于股权结构对公司治理的影响,近年来学术界进行了深入研究,但是,现有研究结论并不一致。本文认为,对主要概念“股东”性质界定的不明确,是造成研究结论不一致的主要原因之一。对股东性质的界定将直接影响到样本分类。理论上,公司各股东应该同股同权,均可以上市流通。但中国上市公司的股权结构较为复杂。由于市场上只有社会公众股可以流通,国有股、法人股不能流通,造成了股票市场上的同股不同权、同股不同利问题。因此,根据我国上市公司股权结构的特点,对股权结构的研究不仅注重于股权集中度方面,还应注重于股权的不同类型。一般将股权分为国有股、法人股、社会公众股(流通股)三类。

一、对股东类型的界定

(一)国有股。我国上市公司的国有股东主要以三种形式出现:政府国有资产管理部門或国资局(办)、国有资产管理和国家控股公司。前两者属于国家股,后者属于国有法人股。目前对国有股划分的标准主要有以下几种:①仅将国家股列为政府可直接控制部分,国有法人股划分到法人股中。②将国家股、国有法人股都列为政府可直接控制部分,法人股中不包括国有法人股。由于中国上市公司大多数是由国有独资公司改造而来,因此,这里的国有法人股即为原国有独资公司在上市公司中所持有的股份。③以终极产权论观点,认为国有股不仅包括上述三类国有股,还包括政府间接控制的其他股权。

《公司治理中的股权结构》一书中采用第一种划分标准,其理由是“国有法人股是指全民所有制企业用其可支配的资产,向独立于自己的股份制企业投资所形成的股份,其股份行使人是企业法人(见《中华人民共和国证券法》)。”但在《股东行为与股东产权》一书中,作者认为“国有股或国家股是指用国有资本投资所形成的股份,为国有股行使股东权利的主体就是国有股股东。……很多国有股的股东,表面上是一个国有企业或企业集团,但它们不是一般的对外投资,而是把它的绝大部分资产甚至全部资产投入到股份公司了,它本身虽还保留着‘某某企业’、‘某某集团’的牌子和法人资格,但实质上是国有股,因为它们的投资行为与上述一般法人的对外投资行为不相符。”刘芍佳等(2003)认为国家作为终极控股股东的公司包括由政府部門或机构直接控制或由国有企业间接控制的所有公司,这里的国有公司范围很大,包括政府控制的上市公司、国有独资公司、政府控制的非上市公司及政府拥有的专业机构与组织。上述三种划分方法都有其理由。第一种方法在统计分析上将国家股和国有法人股完全割裂开来。但实际情况是中国股份公司绝大多数都是由国有独

规模、国有股权所占比重、首席执行官的兼任状况、行业。可见,在什么指标与公司绩效的相关性更大上,并没有统一的观点。

3. 建模上的不同。多数学者仅仅研究了相关变量间的线性关系,而没有进行更加深入的非线性关系的研究。这样,如果某位学者选取的样本代表性不够,而是恰好与曲线上的某一段趋势相符,则容易得出片面的结论。

三、下一步的研究方向

从现有的研究来看,衡量公司绩效的指标并不统一,究竟哪个或哪些指标更好,各个指标之间的相关性如何,能否相互替代,这个问题值得研究。“好”有如下几个标准:一是要与公司的经营目标相一致,即要能够很好地衡量对股东利益的影响;二是不容易操纵,中国上市公司盈余管理较为普遍,因此这一点特别重要;三是在中国的资本市场条件下数据容易获得,指标容易衡量。在控制变量的选取上,要确定哪些变量与公司绩效相关性更高,对公司绩效的解释力更强。要对公司绩效与公司治理各指标间进行多方位的全面的考察,不仅考察线性关系,还要考察非线性关系。在样本选取上,要更多地选取平行数据,以对公司绩效与公司治理之间的关系作动态的深入研究。

[参考文献]

- [1]陈哲.中国上市公司治理结构与财务绩效相关性的实证分析[J].西南民族学院学报哲学社会科学版,2002,8
- [2]周业安.金融抑制对中国企业融资能力影响的实证分析[J].经济研究,1999,2
- [3]施东晖,司徒大年.中国上市公司治理水平及其对绩效影响的实证研究[J].南开管理评论,2004,1
- [4]许小年.以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场[J].改革,1997,5
- [5]杜莹,刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J].管理世界,2002,11

资企业改造而来,原国企的存量资产折成国有股,再向社会法人和自然人发行股份,组成股份公司,因此国企控股的上市公司是拿国有资产(人们的共有资产)入股,因此,其领导层的任命、经营方针的制定都在政府控制之下。如ST吉化的第一大股东为中国石油天然气股份有限公司(占总股份的57.58%),按第一种划分方法,此公司并不是国家股控股,是法人股控股。但实际上由于中国石油天然气股份有限公司是典型的国企,其经营管理、总经理的任命等方面都受政府直接管理,可想而知,其控股的ST吉化也受政府行政干预的影响,不应该是真正的法人股控股。

本文认为,其分歧根本在于国家的代表——政府部门或机构对公司实际的控制程度有多大。对政府国有资产管理部或国资局(办)、国有资产管理公司、大型国有独资公司来说,政府拥有绝对控制权,相应地对这部分股权在上市公司上的股票也有绝对控制权。但对中小国有企业或国有股份只占微弱多数的国有企业来说,情况就复杂许多,主要原因是政府对企业的控制程度不确定,相应地对此企业控股的上市公司的控制程度也很难确定。上述第三种划分方法就面临这一问题,即间接控股的实际控股程度有多大,控股股权和对企业的实际控制权是否一致。由于中国仍然处于国有企业改革阶段,国有经济成分要逐步从不关国计民生的企业退出,因此,政府对企业实际控制权的行使也处于不断变化之中。比较上述对国有股的界定方法,本文认为在实证分析中采用第二种比第一种更适合中国国情,在研究数据的获取上和第三种相比,又具有一定的确定性。

(二)法人股。我国上市公司的法人股(不包括国有法人股)股东包括狭义上的法人股东(即一般法人股东)和机构投资者两类。一般法人股东是以企业法人身份持有股份的主体,其基本的投资形式是经营性投资。它们的对外投资,通常要为产品经营战略服务,比如向同类产品企业投资持股是为了扩大产品经营规模、提高市场占有率;向自己的上、下游厂家投资持股是为了建立稳定的产销渠道、降低市场风险;向与自己业务不相干的企业投资参股是为了实现多元化战略,分散经营风险等。我国上市公司的法人股虽然不能上市流通,但可以通过协议转让,因此他们更关注被投资公司中长期的经营发展状况,以公司利润和整体资产增值为目标取向,以求得良好的红利回报。机构投资者,是以“社会投资人的专业代理投资者”身份持有股份的主体,属代理型股东。其主要目的是获取股份的收益性。由于机构投资者所持有的股票是可以流通的,和一般法人股东不同,因此这部分股权应该归在社会公众股中。

(三)社会公众股(流通股)。社会公众股也称流通股,主要包括个人股东、券商、基金等机构投资者所持有的股份。这部分股份可以在公开股票市场上交易。个人股东经常是以散户形式存在,它对公司经营管理的影响和机构投资者存在着差别。机构投资者由于持股数量比单个个人股股东高,它对公司的影响也比个人股东大。由于机构投资者都是专业人士,他们基本了解公司实情,也会参加股东会“用手投票”,他们的持股年限通常也会以“年”为单位,因此,他们是股东会中制约第一大股东的制衡力量之一(其他的制衡力量主要是法人股股东)。个人股东指持股量少、受交易成本限制而不能参加股东会“用手投票”的股东。他们中间既有长期投资的股东,也有投机炒作的“股民”。他们在干预公司事务时,会遇到诸如能力、交易成本以及和持股比例悬殊等障碍。为了分散风险,小股东在购买股票时,常把有限的资金分散购买几种股票,这使单个小股东在干预公司事务时更加微不足道。

二、不同类型股东在公司治理中的行为特征

(一)国有股对公司治理产生的不同效应。国有股在上市公司中基本上处于控股地位。国有控股公司由于所有者的缺位,使经营者处于较弱的监控系统下,形成事实上的内部人控制。近几年,国有企业经营者出现的贪污、腐败、“59岁现象”造成国有资产流失也说明了这一点。因此,仅靠道德观念约束经营者,在目前缺乏内、外部监督的体制下,国有股控股的企业难以做到公司业绩最优化。另一方面,在中国目前的市场经济下,国有股有其一定的特色,例如,处于垄断行业、企业受到政府扶持、享受税收优惠待遇等,当这些影响大于道德风险成本时,国有股权对公司业绩产生积极影响,国有股东和经理人之间的利益趋同效应会增强。

(二)法人股在公司治理中的作用。法人股一方面对公司治理有利,另一方面,其控股企业内部也有可能产生权利纠纷。法人股股东关注公司中长期的经营发展情况,比国有股股东更加具有“经济人”特征,他们虽然难以通过在股票市场上自由转让股票影响股价而间接地影响公司经营,但他们更能通过在股东大会上投票,在董事会中占有一席之地,直接并有能力参与公司决策,有利于形成企业内部的权利制衡机制。但当企业存在势均力敌的法人股股东时,由于可能的权利争夺,会削弱企业的竞争力。此外,大股东还有可能通过关联交易,侵害中小股民利益。

(三)社会公众股(流通股)在公司治理中的特点。社会公众股可在公开股票市场上交易,他们很容易由投资转为投机,大多数社会公众股股东对公司业绩的影响只能“用脚”而不能“用手”投票。虽然这种约束力量对内部人产生了一定的制约作用,在某种程度上形成了对经营者的外部制约机制,但对企业经营业绩改变的直接影响甚微。随着国有股减持,上市公司中社会公众股比例正在持续、稳定地升高;另外,随着股市的日益规范化,社会公众股股民和经营者之间的信息不对称会不断削弱;再者,中国证监会已开始从政策层面制订一系列规定来切实保护社会公众股股东的权益。例如2004年9月发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定(征求意见稿)》提出对于公司重大事项实施类别表决,这是在股权分置条件下最能保护社会

中国民营上市公司债务结构与经营绩效的相关性研究

浙江大学经济学院 江乾坤 宋玉华

[摘要] 本文选取民企中的A股与板块上市公司为样本并进行相关回归分析。总体上,银行贷款、商业信用有利于提高大型企业的经营绩效,但是不利于中小企业的成长;职工、政府等利益相关者负债也促进了企业发展,但企业规模大小对于改善公司业绩不明显。

[关键词] 民营企业,债务结构,经营绩效

在现代资本结构理论中,债务融资一直是被视为一个整体概念。实际上,债务融资方式千变万化,它们包括银行贷款、公司债券*、商业信用、自然融资**等。债务融资工具及比例选择是否合理直接关系到企业经营绩效的好坏。此外,在20余年的改革进程中,民营经济逐步得到了壮大,“国退民进”的战略举措使它成为中国经济的新希望,研究民营上市公司无疑具有现实意义。

一、债务融资理论与民营上市公司

(一) 债务工具的不同融资功能

1、银行贷款。它的关键优势来源于银行监督与重新谈判的能力:银行能够减少信息处理的费用;银行能够降低监管企业的费用;银行可以通过授信额度或对小企业进行阶段融资、创业投资而提供独特性服务。Rajan & Zingales(1998)指出,银行贷款对于发展中国家更为重要,这些国家存在大量的中小企业,它们的异质(idiosyncratic)信息很难标准化后传递给资本市场。但是,一旦项目开始运营,银行就拥有了针对企业利润的谈判力(即抽租行为),从而产生信息垄断或套牢问题,大型企业可能因此而分散融资。需要注意的是,上述理论都是建立在商业银行高度市场化运作的前提下。

2、商业信用。它实质上就是商品的赊购,是银行信用的有效补充。它的融资比较优势在于:企业可以得到信息获取优势或监督比较优势、对客户的影响力优势和财产挽回优势(Petersen and Rajan,1997)。另外,按照信贷配给理论,企业不能从银行那里获取充足的资金,只好求助于自己利益共同体中的上下游企业了。商业信用的融资特点是:易获得性、灵活性、成本具有不确定性。但是,在一个市场体制不完善、企业行为不规范的经济环境中,商业信用的过度使用往往会形成企业间的“三角债”“连环债”等恶果。

3、自然融资。在资产负债表里,企业对职工、股东、政府等利益相关者的资金占用也是企业债务的一个组成部分,恰当地使用它们也会有力地缓解企业的资金短缺问题。虽然它们的比例不是很高,但是企业也不能对它使用过度,一旦企业被传出长期性的拖欠工资等不利消息,容易导致一些灾难性后果。

(二) 民营上市公司

它是指控股股东是民企、自然人或职工持股会的上市公司。对于民营化问题,Meggison & Netter(2001)总结道:(1)民营化的作用取决于市场失灵程度。(2)民企的目标和具体的运营相对清晰,因此它们的效率更高。(3)民营化会减少政府对国有企业的财政补贴,从而显著改善财政状况。(4)民营化有助于产品市场和金融市场的发育。近些年,随着实力的壮大与政府宏观政策的转变,民企的社会形象有了大幅改观。虽然已是上市公司,它们仍然保留着一些特性:(1)家族企业现象。由于担心上市对公司控制权的过度稀释,它们可能更愿意采用债务融资。(2)代理问题。民营上市公司产权单一,控股股东与管理层往往合二为一,由于代理成本较小,它们更倾向于银行债融资。(3)IPO问题。国内上市门槛过高、上市周期过长导致部分民企放弃上市或者在海外上市;在不确定的情况下,原生性***的民企更愿意采用其它渠道解决资金问题,而且,往往是银行为它们主动提供贷款。(4)买壳上市问题。在壳资源交易后对企业实质性重组的放弃或失败,容易导致此类民企的整体业绩水平表现不佳。此外,民企规模的大小也会影响着它们的债务融资选择。通常,A股企业代表着一类大型、发展较为成熟的民企,它们在资本市场已经树立了一定的声誉,银行贷款或者商业信用的融资渠道相对畅通;板块企业则代表着一类中小型、高新技术型的民企,虽然其成长性不错,但是充满不确定性,债务融资方式可能并不适合它们。

公众股东的制度安排。可以预见,随着公众股民的法律意识日益增强。上市公司中社会公众股对公司治理的影响将会越来越大。

[参考文献]

- [1]陈晓、江东.股权多元化、公司业绩与行业竞争性.经济研究.2000年(8).
- [2]郑德珲、沈华珊.公司治理中的股权结构.中山大学出版社.2002年.
- [3]熊海斌等.股东行为与股东产权.中国城市出版社.2002年.

* 由于它在我国类似于“准国债”,只有大中型国有企业才能享受此殊荣,本文暂不考虑此类融资情况。

** 它是指利用商业信用和应计费用(即费用形成在先,支付在后,例如应交税金、应付租金、应付工资、应付职工福利费等)等原因而自然形成的融资。

*** 它包括:民营经济在地区经济中已处于领跑地位,上市方式以IPO方式为主;民营企业在上市公司壳资源的交易中,主要以需求方而非供给方的身份出现。