

强化控制性股东治理风险监管

□重庆市证监局 商华军

我国股权结构现状及影响因素分析

根据对已上市的2038家所有A股上市公司（截至2010年12月31日）的第一大股东持股比例的统计分析,目前我国上市公司第一大股东持股比例在50%以上的有428家,占全部A股上市公司的21%;持股比例在30%–50%之间的有775家,占38.03%;持股比例在30%以下的有8358家,占40.97%。如以大股东持股比例达30%作为相对控股的起点标志,则总体上我国目前A股上市公司中约60%的公司属于股权集中型公司,约40%公司属于股权分散型的公司。这与美国上市公司股权特征明显存在差异,据 Helmut M. Dietl (1998) 对1500家美国上市公司最大股东掌握投票权百分比统计分析看,投票权在10%的公司高达66%,50%以上的仅占3.6%。为什么我国上市公司股权结构的形成除了具有路径依赖的特征外,很重要的一个原因在于资本市场的外部治理机制和保护投资者的法规体系是否完备。

以市场为基础的公司外部治理机制发达程度是影响公司股权集中度的重要因素。如果公司所处的行业及相关的产品市场属于高度竞争的市场,公司所在国家或地区具有功能健全、运作规范的资本市场,控制权市场活跃并能发挥有效作用,并具有发达的经理人市场,这些机制将对公司的经理层形成有效的约束,大大减少外部投资者的风险,同时也将提高公司进行外部股权融资的便利性,加速公司股权分散的速度,使分散化的股权结构的形成。

根据LSV (1997) 的研究,如果法律不能给投资者提供有效保护,会产生三种力量促使公司股权集中:一是分散的股权结构大多是由于公司在发展过程中不断进行外部融资最终导致的结果,由于法律不能给投资者提供有效的保护,外部投资者需要较高的风险溢价,这将加大公司的融资难度和成本,延缓公司股权分散的速度,延长股权集中在公司创始人家族手中的时间;二是为了减少信息不对称,对管理层形成有效监督,部分投资者谋求成为公司的控股股东或实际控制人,从而促使公司所有权和控制权的集中;三是法律对投资者的保护越弱,公司潜在的控制权私利就越大,因此投资者谋求成为公司控股股东的动机就越强,这进一步促使了公司所有权和控制权的集中。

美国外部治理机制发达,法律对投资者保护较强（如建立高效的集体民事诉讼机制）,导致其上市公司股权高度分散。而对于我国上市公司,除了国有控股企业要求持股集中这一特殊路径依赖外,外部治理机制不发达,法律对投资者保护不力也是影响股权趋于集中的主要因素之一。

在上市公司股份可流通的情况下,对于控制性股东来讲,其身份是双重的:一方面,控制性股东利益与其他股东利益存在一致;另一方面,控制性的股东可以从控制公司的过程中获得非控制性股东无法得到的收益。同时,控制性股东是以其持有的资产和声誉作为抵押。如果控制性股东持有上市公司股份比例较高,控股股东把上市公司搞垮了,自己的财产和声誉都会比其他股东有更大的损失,也就是说,用多数股权剥夺少数股权,最后的损失一定要由大股东背负。

但是,由于控股权和现金流权的分离,控制性股东虽然拥有100%的控制权,但只能按契约的规定得到与现金流权相匹配的剩余索取权。特别在控制性股东持股比例很低,控制性股东只能获得与现金流权相匹配的较少控股权的剩余收益。在控制权成本与现金流权的收益不能合理补偿的情况下,控制性股东自利天性与会机会主义行为会导致其寻机运用公司控制权获取控制权的超额私有收益,有动机转移上市公司资源。如果资本市场法律缺乏有效的投资者保护制度,那么持股比例较低的股东（小股东）谋求成为公司控股股东的动机就越强,潜在的控制权私利也就越大,上市公司出现违规概率大大增加。

因此,控制性股东治理风险实质是公司控制性股东在谋求控制权私有收益最大化时发生的机会主义行为导致的,其产生是公司治理结构内部制衡机制与外部监管机制不同程度上失灵的结果。在控制性股东的控制权与其现金流权发生分离且分离程度越高时,控制性股东侵害小股东利益的欲望就越强。

2010年12月底A股上市公司第一大股东持股比例分布图

第一大股东持股比例	家数	所占比例%
持股比例<10%	43	2.11%
10%≤持股比例<20%	263	12.90%
20%≤持股比例<30%	529	25.96%
30%≤持股比例<50%	775	38.03%
50%≤持股比例<75%	406	19.92%
75%≤持股比例	22	1.08%
合计	2038	100%

我国股权结构现状及影响因素分析

根据对已上市的2038家所有A股上市公司（截至2010年12月31日）的第一大股东持股比例的统计分析,目前我国上市公司第一大股东持股比例在50%以上的有428家,占全部A股上市公司的21%;持股比例在30%–50%之间的有775家,占38.03%;持股比例在30%以下的有8358家,占40.97%。如以大股东持股比例达30%作为相对控股的起点标志,则总体上我国目前A股上市公司中约60%的公司属于股权集中型公司,约40%公司属于股权分散型的公司。这与美国上市公司股权特征明显存在差异,据 Helmut M. Dietl (1998) 对1500家美国上市公司最大股东掌握投票权百分比统计分析看,投票权在10%的公司高达66%,50%以上的仅占3.6%。为什么我国上市公司股权结构的形成除了具有路径依赖的特征外,很重要的一个原因在于资本市场的外部治理机制和保护投资者的法规体系是否完备。

以市场为基础的公司外部治理机制发达程度是影响公司股权集中度的重要因素。如果公司所处的行业及相关的产品市场属于高度竞争的市场,公司所在国家或地区具有功能健全、运作规范的资本市场,控制权市场活跃并能发挥有效作用,并具有发达的经理人市场,这些机制将对公司的经理层形成有效的约束,大大减少外部投资者的风险,同时也将提高公司进行外部股权融资的便利性,加速公司股权分散的速度,使分散化的股权结构的形成。

根据LSV (1997) 的研究,如果法律不能给投资者提供有效保护,会产生三种力量促使公司股权集中:一是分散的股权结构大多是由于公司在发展过程中不断进行外部融资最终导致的结果,由于法律不能给投资者提供有效的保护,外部投资者需要较高的风险溢价,这将加大公司的融资难度和成本,延缓公司股权分散的速度,延长股权集中在公司创始人家族手中的时间;二是为了减少信息不对称,对管理层形成有效监督,部分投资者谋求成为公司的控股股东或实际控制人,从而促使公司所有权和控制权的集中;三是法律对投资者的保护越弱,公司潜在的控制权私利就越大,因此投资者谋求成为公司控股股东的动机就越强,潜在的控制权私利也就越大,上市公司出现违规概率大大增加。

因此,控制性股东治理风险实质是公司控制性股东在谋求控制权私有收益最大化时发生的机会主义行为导致的,其产生是公司治理结构内部制衡机制与外部监管机制不同程度上失灵的结果。在控制性股东的控制权与其现金流权发生分离且分离程度越高时,控制性股东侵害小股东利益的欲望就越强。

国家信息中心经济预测部 徐策

受限购令、信贷控制、提高利率、增加保障性住房供给等政策综合作用的影响,近期房地产市场呈现出成交量显著下行的局面,房地产市场不断降温,房地产调控政策取得了一定成效。未来房地产调控政策,需要更加注重市场性工具,推动机制体制改革,避免把短期政策长期化。在遏制投机、促进房价基本稳定的同时,促进房地产市场健康、可持续发展。

房地产领域存在的主要问题

去年4月份以来,房地产调控政策不断加码,取得了一定成效。不过当前房地产领域仍然存在一些问题,主要包括以下几个方面。

第一,一线城市房价稳中趋降与二三线城市房价快速上涨形成鲜明对比。目前来看,一线城市房价已经出现松动,部分楼盘房价降幅较大。与此形成对比的是,二三线城市房价上涨势头迅猛。尽管从城镇化加速推进、大量农村人口进城的角度看,二三线城市房价上涨是一个长期趋势,但是过热的投资性需求充斥楼市,房价过快上涨,势必会重蹈一线城市覆辙,透支楼市未来的发展能力。

第二,限购政策在遏制房地产投机的同时也对刚性需求形成影响。以往出台的房地产调控政策在抑制投机方面往往收效甚微,“限购令”的政策效果却十分明显。然而,限购政策本质上属于

长期以来,大股东控制一直是我国公司治理领域的重大问题。“一股独大”被视为公司治理“毒瘤”和上市公司不规范运作的根源,为此众多学者提出通过减少上市公司大股东持股比例,降低股权集中度,改善我国上市公司治理状况。本文在对股改以来最近6年（2005年至2010年）沪深证券交易所全部A股上市公司被交易所公开谴责、被证监会行政处罚案例的统计分析情况看,大股东股权集中与上市公司违规之间并不存在显著正向关系,实证表明大股东持股比例在20%–30%之间的上市公司违规概率反而最大,我们更多时候面临的是股权分散下控制性股东侵占上市公司和中小股东利益的问题。

“小股东控制”值得关注

近6年全部A股上市公司与违规上市公司的大股东持股比例对照表

第一大股东持股比例	全部A股上市公司情况		近6年违规上市公司情况	
	家数	所占比例%	家数	所占比例%
持股比例<20%	306	15.01%	36	13.64%
20%≤持股比例<30%	529	25.96%	125	47.35%
30%≤持股比例<50%	775	38.03%	69	26.14%
50%≤持股比例	428	21.00%	34	12.88%
合计	2038	100%	264	100%

次,约占全部违规公司总数的二分之一,而全部上市公司大股东持股比例在20%–30%之间的公司比重仅占四分之一。并且无论从受行政处罚、公开谴责事件的公司绝对数量来看,还是近6年每年度上市公司受行政处罚、公开谴责的家数来看,股权分散型公司的违规情况均比股权集中型公司严重。这说明,随着控股股东持股比例的下降,控股权进一步分散,上市公司违规情况趋向严重。这也表明,在当前环境下,试图通过降低控股股东持股比例,使控股权分散,以减少上市公司违规行为的发生,提高上市公司治理效率的改革思路在目前也并不现实。

为什么在我国目前第一大股东持股比例较低（如20–30%）时,上市公司违规情况更加突出呢?根据控制性股东治理行为博弈分析,持股比例较低的控制性股东,在内部治理未有效制衡和外部监督不完备,尤其是在法律不能有效约束控制性股东的剥削手段并给外部投资者提供保护的情况下,其博弈后的最佳选择很可能不是致力于经营好公司（控股股东只能按比例分享经营收益）,而是利用控制权通过各种方式对公司进行掏空,谋取控制权私利（收益由持股比例较低的控股股东独占）。因此,在目前市场环境体制下,持股比例较低但实际上控制上市公司的“小股东控制”问题应引起我们高度关注,也理应成为监管部门监管的重点。

此外,并不是第一大股东持股比例越低,上市公司违规概率越高。第一大股东持股比例低于20%的上市公司违规比例（13.64%）反而低于全部A股上市公司所占的比例（15.01%）。为什么出现这样情况呢?笔者认为主要原因在于股权比例高度分散后,前几大主要股东

加强对控制性股东监管

别是要强化对小股东控制下的控制性股东治理风险的监管。

股权结构是公司治理的核心。当上市公司存在控制性股东时,上市公司重大决策很大程度上来源于控制性股东的意思表示。上市公司出现重大违规行为很大程度上也是由于控制性股东直接或间接干预所造成的。为此,上市公司监管首先应落实上市公司是否存在控制性股东,如没有,则应重点关注公司治理结构中董事会构成和高级管理人员构成情况,是否存在内部人控制问题。如存在控制性股东,则应重点关注控制性股东的控制权与现金流权分离度情况,特别是在控制性股东持有股份较低的情况下,由于其拥有较少的现金流权,从而降低了控制性股东的侵占成本,控制性股东就会滋生获取更多超额控制权私利的冲动。控制权与现金流量索取权偏离的程度越大,控制性股东越有动机侵害中小股东的利益。为此,持股比例较低的小股东控制的上市公司应成为日常监管的重点。

此外,监管部门应进一步健全对控制性股东行为的法律约束,追溯公司控制性股东对公司违规的法律责任。目前我国对违规上市公司的处罚更多是对上

公司或董事长、总经理层面,对公司最终控制性股东追究较少,也没有明确规定控制性股东的诚信义务。2005年新《公司法》虽然开始揭开“公司法人的面纱”,但是由于法律没有对控制性股东的诚信义务进行明确的界定,因此无法追溯其法律责任,从而导致我国上市公司控制性股东治理风险不断出现。为此应通过完善法律制度,加大对其违规行为的惩罚力度和被查处的概率,从而降低控制性股东治理风险。

第三,要致力于建设上市公司董事会为核心的内部治理机制。

董事会的构成,很大程度上是企业股权结构的折射,决定着股东大会、特别是大股东决策意愿的实现,董事会也决定着负责具体执行决策的高管人员的提名和构成。董事会发挥作用及其互相制衡,是企业科学决策、规范运作和持续稳定发展的核心保障。为此,对于股权集中型的公司,董事提名权和董事会成员构成是关键。一方面应确保其他股东代表进入董事会,形成一定内部制衡;另一方面必须提高独立董事的独立性和勤勉尽责的义务。对于股权相对分散的公司,前几大股东应通过委派董事（或独立董事）等方式积极参与公司治理,通过建设一

有可能形成相对制衡,从而导致上市公司没有实际控制人即控制性股东局面的出现。如被《亚洲货币》杂志（Asiamoney）评选为2010年中国区最佳公司治理企业——民生银行便是一个典型。民生银行成立以来,其第一大股东的持股比例未超过8%,主要股东持股相对均衡,同时18名董事会成员中股权董事9名、执行董事3名和独立董事6名,公司不存在实际控制人,董事会成为公司治理的核心。一个强大的董事会也成就了民生银行成为上市公司良好公司治理的典范。

成科学有效决策机制,从而降低控制性股东治理风险。

第四,要坚定不移地建设以市场为基础的公司外部治理机制和以保护投资者权益为核心的法规制度体系。

公司治理不仅要重视传统意义上的内部治理机制,更要重视公司外部治理机制。我国上市公司普遍存在控制性股东,由于其掌握着公司的控制权,公司内部治理机制不容易发挥其职能效用,通过内部治理机制实施对控制性股东的制衡往往难以奏效或制衡成本较高。在这种情况下,我们必须强化建设以市场为基础的公司外部治理机制（如公司控制权市场,职业经理人及产品要素市场、中介机构归位尽责的执业市场）和以保护投资者权益为核心的法规制度体系,特别是保护中小投资者权益的法规制权市场,比如尽快建立完善具有强大威慑力的证券民事赔偿机制和民事诉讼机制。在美国等发达资本市场,让证券违法者最为胆颤的不是刑事訴訟或行政处罚,而是由中小股东提起的集体民事诉讼,因为违法者一旦被提起民事诉讼,面临的可能是倾家荡产及身败名裂。

更加注重市场手段 深化房地产调控

行政手段,而且影响范围不仅仅是投机需求,对于因劳动力转移形成的刚性需求、因家庭收入增长和人口变化形成的改善型需求也产生影响。而限购政策对于非投机性需求的影响需要引起关注,是否需要择机退出值得探讨。

第三,货币政策收紧的滞后效应对住房供给形成抑制作用。2010年以来,货币政策采取连续收紧的操作,到2011年,其滞后效应逐步显现出来。在货币政策收紧的条件下,房地产信贷资金逐步减少,三季度末,房产开发贷款余额2.64万亿元,同比增长14.9%,比上季末低3.5个百分点。房地产开发投资资金来源增速不断下降,1–10月份,累计同比增长20.2%,较上年同期下降11.8个百分点。其中国内贷款增长1%,较同期下降25.3个百分点;自筹资金同比增长30.8%,较同期下降19.9个百分点;其他资金中个人按揭贷款同比增长–4.9%,较同期下降20.1个百分点。据统计,140多家房地产上市公司中,50家公司今年前三季度净利润同比下滑,17家公司甚至出现了亏损。不仅如此,这些房企经营性现金流总额为–600多亿元,同比降幅为16%左右,环比降幅约20%。其中,80家公司前三季度经营性现金流为负值。资金紧张对于房地产开发投资形成严重的抑制,进而对未来住房供给产生影响。

长期发展 短期降温

综合来看,中长期内,房地产市场仍将保持较快发展,而短期内房地产市

变。长期以来,土地出让金作为一项政府预算外收入,在支持地方建设方面也发挥了积极作用的同时,也导致了地方政府对土地收入的过度依赖,造成较大风险。然而未来一个时期,地方政府融资渠道仍然有限,基础设施、民生建设等建设任务却越来越重,因此地方政府对于房地产开发的热度仍不会降温。

其次,政策面——限购令等调控措施效果将进一步显现,“需求冻结”的局面转为“供求双冻结”的风险上升。

限购令发挥效力的时间是需求冻结后销售量大幅放缓,而投资资金完全断裂“供求双冻结”之间。预期效果是,需求下降但投资仍然较快,供给较充足,减少了信贷资金和预付价,在把自有资金用完之前,开发商降价以获取资金流。然而一旦资金链断裂,房地产投资出现大幅下滑,将导致供需双冻结的局面,一方面导致房价上涨,另一方面导致资金链断裂。然而限购令一旦放开,房地产价格势必大幅回升。正是存在这种担忧,限购令短期内难以退出。

最后,预期面——居民购房意愿持续下降。

根据央行城镇储户调查问卷的分析,一季度末,30%的居民对未来房价持上涨预期,比例比上季度低10个百分点;二季度末,25.9%的居民持房价上涨预期,比例进一步降低;三季度末,75.6%的居民认为“过高,难以接受”,较

上季提高1.3个百分点,为2009年有调查以来的最高值。城镇居民购房意愿持续下降,未来3个月意欲购房的居民占比由3月下旬15.4%降至6月下旬的14.6%,又进一步降至9月下旬的14.2%,创2009年调查以来的新低。

调控需注重市场化手段

房地产调控政策需要准确把握房地产市场发展的总体规律,针对当前房地产市场存在的主要问题,坚持“供给、需求两条腿走路”的原则,更加注重运用市场化手段,推动机制体制改革,促进房地产市场健康、可持续发展。

第一,稳健的货币政策将由“紧操作”转向“适时适度预调微调”。遏制投机需求和扩大供给一直是我国房地产市场调控的两条主线。而政策实际操作中,“控需求”做得较好,而“扩供给”有所不足。为防止房地产企业资金链断裂导致的房地产投资过快下滑和未来住房供给不足问题,同时防止由于资金链问题导致房地产企业破产倒闭造成的不良影响,应密切关注重点房地产企业资金状况,适时调整对房地产业的信贷政策,适时预调微调。

第二,逐步完善推广房地产税,降低房地产的金融属性。房地产市场之所以存在投机性需求,核心原因是由于房地产本身具有金融投资的属性。而限购令政策尽管也抑制了投机,但没有从根本上解决其金融属性的问题。下一步,应在总结上海、重庆等房

地产税试点工作的基础上,逐步完善并推广房地产税制度,以房地产税这一市场化手段替代限购令这一行政化手段,实现降低房地产的金融投资属性,逐步使其回归消费属性。

第三,妥善解决地方政府融资机制,弱化地方政府对土地收入的依赖。房地产价格持续居高不下,与地方政府对土地收入的依赖密不可分。而解决问题的关键在于,完善地方政府融资机制,逐步弱化土地收入。为此,需要完善并适时推广地方债试点相关管理体系,积极探索信托融资、产业投资基金、股权基金、政府投资项目资产证券化等多元化融资方式。

第四,合理规划保障性住房建设进度。目前,保障性住房建设尽管全面开工,但存在着规模过大、占地较多、进度过快、资金不足、质量不高、配套不全等诸多问题。保障性住房实现覆盖率20%的目标是合适的,然而未必需要在较短的时间内集中完成。我国发展和建设的历史上,不乏因“大干快上”而造成损失的教训。保障性住房占地较多,而每年的用地计划是年初制定好的,这对于商品房用地形成了“挤出”,无疑会进一步增加土地上涨的压力。此外,保障性住房进度过快势必造成资金来源不足,尤其是公益属性最强的廉租房建设主要依托政府性资金,这对于地方政府财力将形成更大的压力。因此要合理规划保障性住房的进度,逐步探索保障性住房健康、可持续发展的机制。