

■ 经济管理

中国电力上市公司股权结构问题研究

王合喜, 胡 伟

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 王合喜(1958-), 男, 河南商水人, 武汉大学商学院会计系副教授, 管理学博士生, 主要从事会计、财务理论研究; 胡 伟(1967-), 男, 河南信阳人, 武汉大学商学院会计系硕士生, 主要从事财务、审计理论研究。

[摘 要] 目前, 中国电力行业上市公司明显存在着国有股比重大、机构投资者比重小且持股比例低和股权集中度不均衡等不合理因素。这些因素的存在使得股东治理权行使受阻、控制权转移受阻和公司经营业绩受到影响。因此, 应在保持国有股占绝对控股地位的条件下, 逐渐引入机构股和社会法人股, 从而降低国有股的持股比例, 使公司控制权适当分散在若干大股东手中, 完善公司股权结构。

[关键词] 国有股; 股权结构; 股权集中度; 托宾 Q 值

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)01-0028-05

中国电力上市公司具有典型的国有企业特点, 本文通过分析中国电力上市公司股权结构存在的问题与产生的不利影响以及应采取的优化措施, 以期为该类产品乃至全部国有企业尽快建立起行之有效的治理结构提供理论依据。

一、中国电力上市公司股权结构存在的问题

通过对《中国证券报》公布的有关资料进行统计, 截止到 2002 年 9 月 30 日, 在沪深两地上市并且收入全部是发电、供电业务而没有附营业务收入的公司共有 17 家。经过对各类股东持有股份比重的计算, 得出表 1 所示的 17 家上市公司的部分股权结构。通过该表的分析, 不难发现我国电力上市公司的股权结构存在着以下三方面的问题。

1. 国有股所占比重大

在股权结构分析中, 一般以持股比例来表明上市公司股权集中程度和分布状况。本文采用“前两大股东持股比例”和“第一大股东持股比例”两个指标加以衡量。由表 1 可以看出, 中国电力上市公司第一大股东均为国家股或者国有法人股, 并且有 9 家公司的第二大股东仍为国家股或者国有法人股, 没有出现个人股。总之, 在中国电力上市公司中, 国有股占绝对控制权。虽然国有股相对于个人股而言具有较强的稳定性等优点, 但是鉴于中国电力上市公司国有法人股所占比重过大, 在中国股票市场上国有法人股又不能自由流通的实际情况, 可以认为这样的股权结构既不便于融资, 又不便于活跃股票市场。

2. 机构投资者比重小, 持股比例低

机构投资者主要是通过对董事的选任、经营者的激励和约束、重大事项的决策等手段来发挥治理作

用,从而强化所有权对经营权的直接控制。由表 1 可以看出,中国电力 17 家上市公司中只有皖能电力、龙电股份、华银电力、内蒙华电和汕电力 A 五家公司的第二大股东是机构投资者,并且所占投资比例与国有股相比又明显偏低,如皖能电力的第二大股东(机构股东)持股比例仅为 6.1%,而第一大股东(国有法人股)持股比例却为 60.5%,竟有近 10 倍的差异,这样的股权结构会大大地限制机构投资者在公司治理中的积极作用。

表 1 中国电力 17 家上市公司前两名股东股份构成表

公司名称及代码	股东排序	股东名称	股份性质	持有股数(万股)	占总股本比例(%)
闽东电力 000993	1	宁德市国有资产投资经营有限公司	国家股	19847.0000	66.1
	2	上海市黄浦区市政建设有限公司	流通股	209.6400	0.6
长源电力 000966	1	湖北省电力公司	国有法人股	13369.2480	36.1
	2	湖北省电力开发公司	国有法人股	6948.1560	18.7
漳泽电力 000767	1	山西省电力公司	国有法人股	17955.0000	41.2
	2	山西省国际电力集团有限公司	国有法人股	13545.0000	31.1
皖能电力 000543	1	安徽省能源集团有限公司	国有法人股	46800.0000	60.5
	2	安徽省新能创业投资有限公司	募集法人股	4759.0000	6.1
粤电力 A 000539	1	广东省电力集团公司	国家股	133380.0000	50.1
	2	建行广东省信托投资公司	国有法人股	8775.0000	3.3
汕电力 A 000534	1	汕头市电力开发公司	国家股	7986.0000	38.3
	2	建行汕头金砂支行	发起法人股	1452.0000	6.9
华能国际 600011	1	华能国际电力开发公司	国有法人股	255484.0000	42.5
	2	河北省建设投资公司	国有法人股	45225.0000	7.5
三峡水利 600116	1	重庆市水利电力产业(集团)有限公司	国家股	3698.2000	21.1
	2	水力部经济管理局	国家股	3273.6000	18.7
岷江水电 600131	1	阿坝州水利电网资产经营公司	国家股	8484.3000	28.6
	2	水力部经济管理局	国家股	5940.0000	20
九龙电力 600292	1	重庆市电力公司	国有法人股	4429.1000	26.4
	2	重庆市建设投资公司	国有法人股	3000.0000	17.9
桂冠电力 600236	1	中国大唐集团公司	国有法人股	36253.7300	53.6
	2	广西投资(集团)有限公司	国家股	13126.5667	19.4
桂东电力 600310	1	贺州市电业公司	国家股	11075.0000	70.6
	2	金泰基金	流通股	262.5907	1.6
申能股份 600642	1	申能(集团)有限公司	国家股	105306.9700	58.7
	2	国泰君安证券股份有限公司	流通股	7513.0260	4.1
龙电股份 600726	1	黑龙江省电力有限公司	国有法人股	38396.4933	34.2
	2	黑龙江华源电力开发公司	法人股	2956.5334	2.6
华银电力 600744	1	湖南省电力公司	国有法人股	30985.5045	43.5
	2	工行湖南省信托投资公司	社会法人股	3951.2669	5.5
国电电力 600795	1	国家电力公司	国有法人股	47677.9640	34.0
	2	辽宁省电力有限公司	国有法人股	43473.8178	31.0
内蒙华电 600863	1	内蒙古电力(集团)有限公司	国家股	59224.4822	59.7
	2	中国华能集团公司	法人股	12613.5178	12.7

资料来源:根据《中国证券报》2002 年网络版有关资料计算、整理而成。

3. 股权集中度高

一般情况下,股权过于分散(第一大股东持股比例在 20%以下),每个股东的持股比例都比较低,治理成本往往大于治理收益;股权适度集中(第一大股东持股比例在 20%~50%之间)有利于股东治理作用的发挥;股权过于集中(第一大股东持股比例在 50%以上),第一大股东居于主导地位,在股东大会上

起着支配作用,会抑制中小股东参与公司治理的积极性,也容易造成对中小股东利益的侵害。所以,股权集中度能够直接影响股东对公司治理作用的发挥。从西方发达国家的股权结构状况来看,英国、美国的股权集中度较低,而德国、日本的股权集中度较高。由表 2 可以看出,就连股权集中度最高的德国,最大的 5 位股东持股比例合计起来也仅有 41.5%,而表 1 反映出的我国电力上市公司第一大股东持股比例在 50%以上的就有 7 家,17 家上市公司的平均持股比例为 45%。我国电力上市公司的平均持股比例虽然在 50%以下,但是与英国、美国相比要高出 20 多个百分点,并且比股权集中度最高的德国还要高出 3.5 个百分点。由此可见,中国电力上市公司的股权集中度与其他国家相比明显偏高。

表 2 英、美、德、日四国的股权集中状况

国 家	英国	美国	德国	日本
最大五位股东持股比率(%)	20.1	25.4	41.5	33.1

资料来源: Prowse (1995)

二、中国电力上市公司股权结构产生的不利影响

中国电力上市公司股权结构存在的问题,无疑会对公司的正常运营产生诸多不利的影响。

1. 阻碍股东治理权行使

股东对公司治理权的行使通常有两种表现形式,一是“用脚投票”,二是“用手投票”。“用脚投票”主要是股东们通过股票的自由转让而影响股票价格来对公司进行治理。在我国,由于国有法人股不允许流通,电力上市公司中国有法人股所占比例又偏高,在这种情况下,即使小股东们全部抛出手中的股票,也不会导致公司控制权的转移。这样,在中国电力上市公司中“用脚投票”来约束和治理公司就会大打折扣。“用手投票”主要是通过投票权的行使来对公司进行治理。从股东行使公司治理权的角度看,一方面,在不实行累计投票制的条件下,中国电力上市公司的国有股占绝对主导地位,拥有控制地位的国有法人股自然拥有绝对的投票权,而其他股东持股比重太小,根本无法实现“用手投票”的权利;另一方面,“用手投票”的权利名义上垄断在国有股东手中,但是实际上许多公司仍沿用原来的人事制度,董事会由公司主要部门的领导组成,监事会通常由公司的纪检人员组成,这样,公司改制或多或少地带有形式主义的色彩,制度的实质没有发生根本性的改变,股东的选举权和投票权也就没有实在的意义。因此,不论是小股东还是大股东,也不论是“用脚投票”还是“用手投票”,他们对公司进行治理的权利和作用都会因为股权结构的不合理而受到严重的削弱。

2. 阻碍公司控制权转移

在有效的资本市场上,如果公司业绩下滑,公司股价必然下跌,从而为他人收购提供契机。当控制权转移后必然要撤换原有的经营者,这样在外部接管的潜在威胁之下,经营者就不得不竭尽全力地提高公司业绩,以便降低公司被收购的风险。所以控制权转移是维护股东利益、约束经营者的有效手段。但是,控制权能够顺畅转移的前提条件是公司必须有分散或者相对分散的股权结构,我国许多学者的实证研究结果表明,当公司第一大股东持股比例低于 30%时,才有可能成为证券市场上潜在的收购目标。而中国电力上市公司中,第一大股东的持股比例平均为 45%,所以整体上不可能成为潜在的收购对象。另外,由于我国的国有法人股不允许自由转让,进一步降低了电力上市公司被收购的可能性,除行政性干预外,控制权几乎不会发生转移。从表 1 中可以看出,虽然有三峡水利、岷江水电、九龙电力 3 家公司第一大股东持股比例低于 30%,但这 3 家公司的第二大股东也是国有股,前两大股东持股比例之和仍然超过 30%,所以它们也不可能成为潜在的收购对象。总之,因股权结构的不合理,中国电力上市公司失去一个有效监督经营者的手段。

3. 影响公司经营业绩

最早对股权集中度和上市公司经营业绩之间关系进行实证研究的是詹森(Jensen)和梅克林(Meckling)。1988年他们将股权高度集中的上市公司与股权非常分散的上市公司业绩进行比较,也就是通过对托宾(Tobin)Q值与其会计利润的比较,发现两类公司的业绩并没有明显的差别。然而,中国学者孙永祥通过实证研究提出:公司的股权结构与公司的经营业绩之间存在着密切的联系。根据图1所示的第一大股东持股比例与托宾Q值的关系可以看出:随着公司第一大股东持股比例的增加,托宾Q值先是上升,持股比例上升到50%时,Q值达到最大,当持股比例继续上升超过50%时,Q值开始下降。即当第一大股东持股比例未超过50%时,公司业绩会随着持股比例的增加而上升;当第一大股东持股比例达到50%时,公司业绩达到最佳;当第一大股东持股比例超过50%时,公司业绩会随着持股比例的增加而下降。中国电力上市公司虽然第一大股东的持股比例平均为45%,略低于50%,但从表1可以更详细地看到17家公司中有闽东电力、皖能电力、申能股份、桂东电力、内蒙华电5家公司的第一大股东持股比例都在60%左右或者更高,相反的是还有10家公司的第一大股东持股比例又远远地低于50%,仅有粤电力A、桂冠电力两家公司的第一大股东持股比例在50%左右,所以这种现象表明中国电力上市公司中绝大多数公司的经营业绩因股权结构不合理而偏离了最优。

三、中国电力上市公司股权结构的优化措施

1. 在保持国有股绝对控股地位的条件下,通过减持股份来降低持股比例

电力行业是资金密集型行业,公司上市的主要目的是募集资金、分散风险。但是由于中国电力上市公司股权集中度过高,国有股占公司总股本的比重过大,所以公司上市后,分散风险的力度并不大,募集的资金并不多,尤其是流通股占总股本的比例过低,严重制约了公司的再融资能力。另外,国有股比例过高,造成总股本偏大,从而使得利润增长能力受到影响。为了促使股权结构趋于合理,以便提高微观和宏观经济效益,应在保持国有股绝对控股的条件下尽量降低持股比例。中国电力上市公司中有些公司国有股的持股比例高达70%以上,如桂东电力、桂冠电力、漳泽电力等。对于这些公司,有关管理部门可以通过国有股转让、回购等方式降低其持股比例,相对增加社会公众流通股的持股比例,从而使中国电力上市公司的股权结构趋于合理。

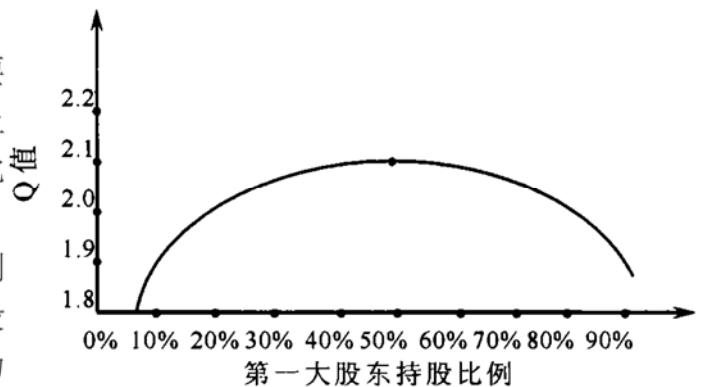


图1 第一大股东持股比例与Q值的关系图

分析本文有关图表可知,中国电力上市公司第一大股东的持股比例有的偏高,如闽东电力、桂东电力等,有的又偏低,如三峡水利、九龙电力等,他们的托宾Q值都无法达到最高。因此,培育几个大股东,使公司的控制权由他们共同掌握,不失为一种防止股权过度集中或过度分散的有效办法。股权适度分散后,一方面,大股东由于持股份额较多,参与公司治理的收益较大,所以他们有动力而且也有能力对经营者进行直接的、有效的约束;另一方面,几个大股东共同掌握控制权,可以在他们之间形成相互制衡的关系,从而加大股东垄断的难度。

2. 调整第一大股东的持股比例,使控制权适当分散在几个大股东手中

分析本文有关图表可知,中国电力上市公司第一大股东的持股比例有的偏高,如闽东电力、桂东电力等,有的又偏低,如三峡水利、九龙电力等,他们的托宾Q值都无法达到最高。因此,培育几个大股东,使公司的控制权由他们共同掌握,不失为一种防止股权过度集中或过度分散的有效办法。股权适度分散后,一方面,大股东由于持股份额较多,参与公司治理的收益较大,所以他们有动力而且也有能力对经营者进行直接的、有效的约束;另一方面,几个大股东共同掌握控制权,可以在他们之间形成相互制衡的关系,从而加大股东垄断的难度。

3. 引入机构股和社会法人股,完善公司股权结构

根据股权集中度和公司治理有效性的关系,设置一种控股股东和其他大股东并存的股权结构,会增强公司治理的有效性。当前,在发达的市场经济国家,以基金为投资主体的机构投资者约占股市投资者的75%左右,机构股东在公司治理中发挥的作用日益凸现。机构投资者队伍的发展和壮大,有利于缓解股权过于集中或过于分散的局面,同时也可以改变小股东通过“用脚投票”的方式对所投资公司进行

被动管理的局面,那些由小股东“重组”、“整合”出来的机构投资者更有能力对经营者进行直接监督,也会更积极、更主动地介入公司的治理,参与公司的重大决策和战略管理。目前,我国国有经济正在进行战略性调整和有计划地部分退出,民营经济的比重正在逐步提高,社会法人股在股票市场中的数量正在日益增多,这些有利因素在客观上为中国国有上市公司完善股权结构提供了有利契机。根据中国电力上市公司股权集中度明显不均衡的现状,通过引入机构投资者和社会法人股来优化股权结构将是现实可行的选择。

[参 考 文 献]

- [1] 孙永祥,黄祖辉.上市公司的股权结构与绩效[J].经济研究,1999,(12).
- [2] 杨兴全.我国上市公司融资结构的治理效应分析[J].会计研究,2002,(8).
- [3] 马连福.股权结构的适度性与公司治理效率[J].南开管理评论,2000,(4).
- [4] 刘 星.面对 WTO 的“用脚投票”机制[J].求实,2002,(10).
- [5] 蒋国发.福建上市公司股权结构的实证研究[J].福建行政学院福建经济管理干部学院学报,2002,(3).

(责任编辑 邹惠卿)

Listed Company of China's Electric Power: Structure of Stock Rights

WANG He-xi, HU Wei

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies: WANG He-xi (1958-), male, Associate professor, Wuhan University Business School, majoring in theory of accounting and finance; HU Wei (1967-), male, Graduate, Wuhan University Business School, majoring in theory of finance and audit.

Abstract: The industry of electricity in China is traditionally operated by the state-owned enterprises, which have become listed companies with the reconstruction of the capital stock since the end of the 20th century. At present, the industry of electricity obviously exists many unreasonable factors. For example, the state-owned share is too large while the share of institutional investors is too small, the concentration of share rights is in disequilibrium and so on. These factors dramatically obstruct the implementation of the shareholder's managerial rights and the transfer of the shareholder's controlling rights. Accordingly, the operating performance of these companies is badly affected. This paper analyzes the above issues deeply and offers a series of feasible measures related to the optimum structure of share rights.

Key words: state-owned shares; structure of stock rights; concentration ratio of stock rights; Q Tobin value