

上市公司大股东关系 及其经济后果研究



上市公司大股东关系 及其经济后果研究

刘亭立 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司大股东关系及其经济后果研究 / 刘亭立著. —北京:

中国经济出版社, 2016. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4073 - 2

I. ①上… II. ①刘… III. ①上市公司 - 股东 - 研究 - 中国

IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 280790 号

责任编辑 赵静宜
责任审读 贺 静
责任印制 巢新强
封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京艾普海德印刷有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 21
字 数 333 千字
版 次 2016 年 1 月第 1 版
印 次 2016 年 1 月第 1 次
定 价 58.00 元
广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 88386794

序

Berle and Means (1932) 的研究拉开了股权结构研究的大幕，并同时奠定了股权结构在公司治理领域的核心地位。早期的研究主要关注了股权分散情况下股东与经理人之间的代理冲突，直到 1999 年 LLSV 研究发现控股股东普遍存在于现代公司中，揭开了实际控制人的神秘面纱，大股东与小股东的代理问题由此进入股权结构的研究视野。时至今日，产权性质和产权地位依然是刻画股权结构的主要维度，但是在市场成熟度较低、法律环境尚不完善的新兴市场地区，股东之间还存在着其他非正式的契约关系，这些关系影响和改变了以持股比例为度量标准的股权结构经济后果，资本市场中诸多的大股东纷争案例正是现实写照。本书的作者正是敏锐地观察到这些现象，并对此展开了较为系统深入的研究。

中国具有较为深厚的“关系文化”烙印，这一现象在组织层面也同样有所显现。作者在研究中发现，我国 50% 以上的上市公司中，其前十大股东之间存在着联结关系，并且这一比例呈现出逐年上升的趋势。如果股东关系确实难以避免，那显然对于传统股权结构研究的拓展就势在必行。大股东之间的利益格局可能不再是持股比例数量差异的结果，而是耦合了股东之间关联关系的结果。进而，股东关系的数量和类型对于公司控制权的配置会产生什么影响？会带来什么经济后果？显然，这是一个有趣并值得深入探究的话题。

本书以我国上市公司为研究样本，以上市公司前十大股东为观察对象，以公司治理理论、社会网络与社会资本理论为依托，采用理论研究、调查分析和实证研究等方法，对我国上市公司大股东关系的经济后果进行了多层次和多角度的研究与剖析。研究证实了大股东关系的存在会改变单纯以持股数量来衡量的股权结构及其影响；大股东关系是改变公司治理体系的重要因素，通过控制权在董事会的配置对公司的经济后果产生影响。

研究结果显示，股东关系的存在增加了股权结构中的社会资本，具有积极的正向影响，并且，关系间的制约和牵制作用减少了独立大股东侵占公司利益的机会。可以说，这一研究为股权结构、公司治理研究带来了新观点和新启示。

本书将大股东关系作为深化股权结构和控制权配置研究的切入点，放宽了股东关系异质性这一假设，证实了大股东之间的利益格局不仅是持股比例数量差异的结果，而且是耦合了股东之间关联关系的结果。这一研究拉近了股权结构的理论研究与现实的距离，能更好地解释现实问题；也进一步丰富了股权结构和控制权配置的理论，有助于监管政策的完善。

作为刘亭立的博士生导师，我很高兴在她博士毕业九年之际看到她新的研究成果和新的进步，诚如作者自己坦言，股东关系这一领域的研究并不是以此书为终结，更深入更广阔的研究领域还有待发掘。希望刘亭立继续秉承积极探索，勤于思考的科研精神，精耕细作，获得更丰硕的成果。

是为序。

中国人民大学商学院 教授 博士生导师
王化成

第1章 绪论	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究意义	4
1.3 研究思路与方法	5
第2章 文献综述与理论基础	9
2.1 股权结构研究文献综述	9
2.2 股东关系研究文献综述	13
2.3 社会网络理论	20
第3章 创业板上市公司大股东关系与行为研究	26
3.1 我国创业板市场的发展现状	26
3.2 创业板上市公司股东关系分类研究	28
3.3 创业板上市公司关系型股东行为研究	33
3.4 关系型股权结构的经济后果研究	48
3.5 本章结论	76
第4章 我国上市公司大股东关系现状调查与分类研究	77
4.1 上市公司大股东关系总体情况	78
4.2 国有与民营企业大股东关系对比分析	82
4.3 大股东关系对公司治理格局的影响初探	87

4.4 大股东关系对公司绩效的影响初探	88
4.5 本章结论	98
第5章 大股东关系对控制权配置的影响研究	100
5.1 控制权配置的研究基础与概念界定	101
5.2 基于代理成本视角的控制权配置效率检验	103
5.3 控股股东与实际控制人关系的经济后果研究	118
5.4 本章结论	131
第6章 董事会履职研究	133
6.1 董事会职能	134
6.2 我国上市公司董事会履职环境分析	138
6.3 大股东关系对董事会履职环境的影响分析	151
6.4 不同控制权背景下独立董事的监管效应研究	166
6.5 本章结论	183
第7章 大股东关系背景下的盈余质量研究	184
7.1 我国上市公司盈余质量初探	184
7.2 上市公司大股东关系与盈余质量研究	192
7.3 基于董事会履职的传导机制研究	202
7.4 本章结论	212
第8章 独立董事社会资本研究	213
8.1 研究动因	213
8.2 文献回顾和理论基础	215
8.3 我国上市公司独立董事社会资本现状分析	226
8.4 我国上市公司独立董事社会资本与公司绩效研究	236
8.5 我国上市公司独立董事社会资本与盈余质量研究	256
8.6 本章结论	277

第9章 研究发现与研究拓展	279
9.1 主要研究结论	279
9.2 研究局限	281
9.3 研究拓展一：基于社会网络视角的交叉持股研究	281
9.4 研究拓展二：基于生态理论的股东行为研究	291
 附录1 发布追加锁定期公告公司窗口期内超常收益率汇总表	 299
附录2 发布追加锁定期公告公司窗口期内累计超常收益率汇总表 ...	301
附录3 统计期间不存在关系型大股东的上市公司列表	303
 主要参考文献	 306
 重要术语索引表	 322

1.1 选题背景

从广义上来看,公司治理结构是企业所有权安排的具体化,股东是剩余索取者,拥有“每股一票”的投票权,通过投票选择董事会,再由后者选择经理(张维迎,1996)。所有权在主观和客观上要满足不同的价值需要,而这些价值需要的重要性在与企业交易的不同人身上又有不同的表现。股东与企业交易的性质和数量,以及股东个体的境遇是导致股东异质性的两个重要来源(Hansmann,1996)。自此,股东之间的利益冲突对企业制度成本的影响正式成为企业理论的构成部分。其中,控股股东与中小股东的利益冲突被认为是股权集中公司主要的代理问题(Shleifer和Vishny,1997;La Porta等,1999等),并且在股东法律保护程度较弱的国家,这种冲突更为严重(La Porta等,2002)。典型的证据则是控股股东通过掏空(Tunneling)行为对中小股东利益的侵占是导致1997—1999年亚洲金融危机的主要原因(Johnson等,2000)。国外主流的研究结论在我国同样得到了验证,并且,我国上市公司大股东侵害小股东的程度远高于美英国家(唐宗明和蒋位,2002)。此后,有关股东利益冲突的影响及协调一直是实务与理论界颇为关心的话题。但较多的关注集中在以持股比例划分的大、小股东之间,以及股东性质的差异。单纯数量上的差异带来的冲突比较好协调,而交易性质差别较大情况下股东利益平衡点的简单标准就很难找到(Hansmann,1996)。所以,当前的股权结构还远不够支撑财务研究(魏明海,2009)。实际上,除了持股比例等数量关系之外,股东之间还存在着其他经济或社会关系,如持股关系、一

致行动人关系，以及自然人之间可能存在的家族关系等，这恰恰是股东异质性的第二个根源，复杂的节网关系会使得一些决策或寻租行为比较容易隐藏起来，从而影响公司内部治理机制，进而影响居于决策核心地位的盈余质量。

资本市场的发展使得利益相关方争夺控制权的方式呈现出多样化的特点，大股东之间的利益冲突开始逐渐凸显，并由此影响公司运营的案例也屡见不鲜。如 2011 年 7 月，通讯企业中创信测（600485）因大股东遭清算而导致控制权变更；2012 年 3 月，美达股份（000782）董事长起诉解散控股股东引发实际控制人变更风波；2012 年 8 月，平湖九龙山（600555）新旧大股东对九龙山未来发展方向的观点不统一，导致股东矛盾不断升级；2013 年 1 月，闪存盘发明者朗科科技（300042）也因两位创始人朗科科技实际控制人和朗科科技第二大股东对盈利模式、发展路径意见不一致引发大股东大规模减持的风险。通过这些案例我们不难发现，股份公司成立时形成了公司最初的股东构成，也赋予了股东关系一个初始状态。随着股权结构调整，新股东进入和老股东退出，股东关系也随之调整、变化，股权的每次变动都带来新的股东构成，也使之之前的均衡关系可能被打破、重构。同时，这些案例也充分证明大股东之间利益冲突是影响公司治理的重要因素，引起了相关监管机构、学者等各方的关注，也引发我们去思考，上市公司的股东关系是否存在可刻画的规律性因素？持股比例、持股性质与股东关系是如何耦合作用于公司治理系统的？

公司治理机制，特别是董事会能够协调和缓解由于两权分离所带来的代理冲突，从而保护投资者资本（Fama 和 Jensen，1983；Williamson，1984）。在公司治理体系的制衡架构中，董事会起着承上启下的枢纽作用，对上，董事会是股东的代理人，受股东的委托对公司行使管理权和控制权；对下，董事会是经理层的委托人，对经理层实施监督和激励，从而将产权所有者和公司经营者联结起来对经理层进行监督，使代理成本最小化、股东利益最大化自然成为董事会在公司治理体系中的角色定位。一个机构或个人即使实现了股权方面的控制，但如果他不能在董事会和经营层进行一定的介入，那么他也不一定能实现对公司的控制，因此，大股东向董事会派出董事，董事长由大股东的代表担任，董事长同时担任 CEO 或

总经理都成为加强控制的方式或手段（蒲自立和刘苟佳，2004）。所以，财务学家认为董事会是公司最重要的内部控制机制，对公司的运作负有最终责任。在国外，投资者、政府机构和员工正比以往任何时候都更仔细地审视董事会的业绩并对他们的决策提出质疑（李常青和赖建清，2004）。20 世纪中期开始，许多管理者和学者如沃尔特·J. 萨蒙、戈登·唐纳森、约翰·庞德等都已经开始探讨董事会治理问题。董事会的权力实施是主观能动的。董事会通过主动发挥监督和协商的职能来调节或约束管理者的行为（汪丽等，2006）。那么，在持股比例与性质之外，股东关系对于公司控制权在董事会的配置会产生什么影响？这是我们在观察到股东关系异质性后自然延伸的一个问题。

盈余是一种最重要、最综合、投资者最为关心的信息，同时盈余也代表了最典型的会计确认和计量。盈余质量是会计信息质量的一个典型代表（魏明海，2005）。在我国证券市场发展的进程中，监管部门对于上市资格的认定，发行价格的确定，配股条件、证券交易的特别处理等方面都主要使用了盈余指标。2005 年 11 月，国务院批转了证监会《关于提高上市公司质量意见》，该意见明确指出提高上市公司质量，关键在于公司董事会、监事会和经理层要诚实守信、勤勉尽责，努力提高公司竞争能力、盈利能力和规范运作水平。这可能主要源于董事会对于公司财务、会计管理过程承担着监管责任，必须对公司财务报告的生成过程进行监督（Beasley, 1996; Carcello 和 Neal, 2000; Klein, 2002）。虽然有一些文献关注到了董事会对盈余质量的影响（Warfield 等，1995; Beekes 等，2004; 陈少华和王利娜，2005; 吴清华和王平心，2007 等），但研究的视角都主要局限于董事会的某些构成特征（如规模、独立董事比例等）对盈余质量的影响，较少涉及董事会的主要职能——经营决策（Fama 和 Jensen, 1983; Coles 等，2008; Lehn 等，2005）和监督职能（Demsetz 和 Lehn, 1985; Raheja, 2005）的经济后效。

在我国特定的经济、制度环境下，深入剖析上市公司的大股东关系，并通过控制权在董事会的配置检验股东关系的经济后果，这不仅是在现有研究基础上的必然延伸，更是经济生活中亟待明确的现实问题。

1.2 研究意义

本研究认为,大股东之间关系与持股比例互相耦合,会改变单一持股比例可能带来的经济后果。大股东之间的关系类型与数量会影响公司控制权的配置,从而作用于公司董事会的董事会权力分配与职能实现。结合我国的社会文化特征,研究大股东关系对于公司治理的影响具有如下理论和实践意义。

1.2.1 理论意义

(1) 为股权结构的纵深研究提供新的思路与方法。股权结构的经济后果是公司治理与财务研究领域的核心主题之一,以持股比例、性质等股权特征为切入点的相关研究已积累了丰富的文献资料,股权结构的研究深化已是必然趋势。其中,从股东关系入手,研究股东之间不同的关系特征可能引致的经济后果是这一主题研究纵深的可行方向。本课题在前人研究的基础上,构建基于关系基础的股权结构研究框架,从而为股权结构相关研究提供新的视角、思路与方法。

(2) 为公司治理框架下盈余质量的研究提供新的视角和经验证据。股权结构、董事会是两个重要的影响盈余质量的公司治理因素,但在目前的文献中,却是两个相对独立的议题。既然董事会核心的治理功能定位在《公司法》与实践中都被认可,那么,股东通过控制权在董事会中的配置对盈余质量产生影响就是一个可能路径,本课题在大股东关系影响控制权配置的基础上,通过董事会履职环境因素的系统分析,对股东—董事会—盈余质量这一关系链条的节点间关系进行实证检验,为股权关系、董事会职能与盈余质量之间的传导影响关系提供新的证据。

1.2.2 实践意义

(1) 为监管部门有关公司治理政策的制定提供经验证据与对策建议。通过在制度层面对上市公司的股权结构、董事会结构等进行合理引导以完善公司治理是监管部门的重要职责之一。本课题在股东关系对董事会职能

的影响方面提供经验证据,从而有助于在政策方面进行有效约束和积极引导。

(2) 为利益相关者评价上市公司盈余质量提供新的视角。检验董事会履职行为对盈余质量的影响,梳理股东关系通过董事会这一代理机构对盈余质量的影响方式,有助于利益相关者更全面地认识和评价上市公司盈余质量,从而作出最优决策。

(3) 为上市公司通过控制权的合理配置从而提高盈余质量提供现实路径。本书的研究以大股东关系为切入点,为上市公司股东利益在董事会实现均衡,并对董事会职能实现有效制约提供参考,有利于公司通过内部机制的调整和优化改善上市公司盈余质量。

1.3 研究思路与方法

随着社会资本理论在社会学、经济学、管理学等领域的介入和应用,社会资本视角下的公司治理研究成为新的交叉研究领域。本课题研究以公司治理理论、社会网络与社会资本理论为依托,主要采用理论研究、调查分析和实证研究等方法对我国上市公司大股东关系的经济后果进行了多层次和多角度的研究与剖析。课题研究的展开按照由点及面、由外在特征到内在后效的顺序逐渐展开。具体的研究过程如下。

考虑到创业板市场上市公司的特点(以家族企业为主,股东间社会关系丰富),以及创业板市场的监管特征——我国法律法规对创业板上市公司普遍潜在的股东关系披露出台了相应规范,包括:《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》规定,若上市公司前十大股东之间存在《上市公司收购管理办法》中规定的一致行动人,需要在公司年度财务报告中予以单独说明。又如《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书》第三十七条规定,上市公司需要对发行前各股东间的关联关系及各自持股比例进行披露。因此,研究之初首先选择创业板市场为切入点,对创业板上市公司前十大股东之间的关系进行了分类研究,并结合大股东解禁这一特殊事件采用事件研究法对大股东关系影响下的股东行为进

行了实证分析。基于创业板市场的研究发现,创业板市场对于关系型股东公司与非关系型股东公司具有一定的区分度,研究设想得以初步验证。为后续全市场范围内的股东关系研究奠定了良好基础。

在创业板市场预研究的基础上,进而对我国资本市场上市公司的大股东关系进行了较为全面和详细的调查与分析。通过对2008—2011年所有上市公司的调查与统计分析,发现我国上市公司中,大股东之间的关系具有广泛存在性特征。在所有上市公司中大股东之间具有联结关系的比重平均为46.28%,并且具有逐年增长的态势。在一定程度上也反映出本研究的可行性和现实性。研究中将大股东之间的关系分为三类:持股关系、契约关系和亲缘关系。持股关系是指大股东之间具有持股与被持股的关系;契约关系则包括大股东之间存在的关联关系、托管关系、授权关系、一致行动人关系等通过正式或非正式的契约进行约束而保持的关系;亲缘关系指大股东之间存在姻亲、血缘等关系。这一部分采用了统计分析法、方差分析法、T检验法等,分别从不同角度对上市公司大股东关系类型与数量进行了多层次的剖析,并且初步检验了大股东关系的经济后果。

在对大样本上市公司大股东关系分类研究的基础上,进一步探析了大股东关系对控制权配置的影响。控制权配置的结构性安排是大股东关系博弈的结果,在基于“关系”的文化特征社会中,大股东之间关系的存在是否会改变由单纯的持股数量所决定的控制权分配机制?我们选择代理成本为切入点对此进行了实证检验。与此同时,对控股股东与实际控制人的关系对公司价值的影响也进行了检验。借助于方差分析法、T检验法、聚类分析法和回归法等,研究证实上市公司大股东之间的关系,控股股东与实际控制人的关系都是影响公司治理不可忽视的因素,虽然不同的关系发挥的作用不尽相同,但关系的存在构建了制衡关系,从而有助于代理成本的降低和公司价值的提升。

董事会是公司的最高决策机构,居于公司控制权配置的核心地位,所以从公司财务学的观点来看,董事会是最重要的内部控制机制。大股东关系对董事会的影响方式和路径是什么?这是大股东关系研究深入的必然方向。围绕这一主题,本书在第六章着重对董事会履职环境进行了系统分

析,并以独立董事为切入点,研究了不同控制权背景下独立董事的监管效应。通过采用方差分析、T检验、回归分析等多种方法,研究证实在引入大股东关系特征之后,董事会履职环境因素也相应发生变化,并且独立董事的监管效应在不同控制权公司表现出较大的差异性,具有典型的状态依存特性。

在上市公司的各类信息中,盈余信息是最为关键的,因此在很多研究中,盈余质量就成为衡量公司治理健康与否的一个重要标志。在验证了大股东关系影响控制权配置、大股东关系影响董事会履职的基础上,对大股东关系影响盈余质量的传导路径进行了探析。实证研究结果表明,大股东关系类型与数量是影响盈余质量的显著因素,董事会履职对于大股东关系影响盈余质量具有部分中介效应。由此,课题研究证实大股东关系是改变公司治理体系的重要因素,并进而通过控制权在董事会的配置对公司的经济后果产生影响。大股东关系的正向影响证明了股东关系的存在会增加股权结构中的社会资本,并通过关系间的制约和牵制作用,减少了独立大股东侵占公司利益的可能性。这一结论与传统观点中对于“关系”的认知不尽相同,在一定程度上说明关系的存在可以弥补部分法律和制度缺失带来的不足。

坦率地说,研究之初,我们对“股东关系”的预期并非如此,在对实证数据寻找理论解释的过程中,社会资本逐渐进入我们的视野,成为研究过程中一个重要的兴趣点。因此,我们以董事会治理机制中的核心角色——独立董事为切入点,研究了独立董事社会资本对其履职能力的影响。研究证实独立董事社会资本中的结构维度、关系维度以及能力维度都与其资源提供职能显著正相关;独立董事社会资本中的结构维度、能力维度与其监督能力显著正相关。从而证实了社会资本的经济后效。

此外,在对数据结果的追寻思考过程中,同时也受益于文献的启发,我们发现股东关系和股东行为这一研究主题远比最初的想象要丰富得多,这一领域还有许多有趣有意义的问题值得探究,本书最后一章提出了未来研究方向。

本书的章节安排和逻辑关系如图1-1所示。

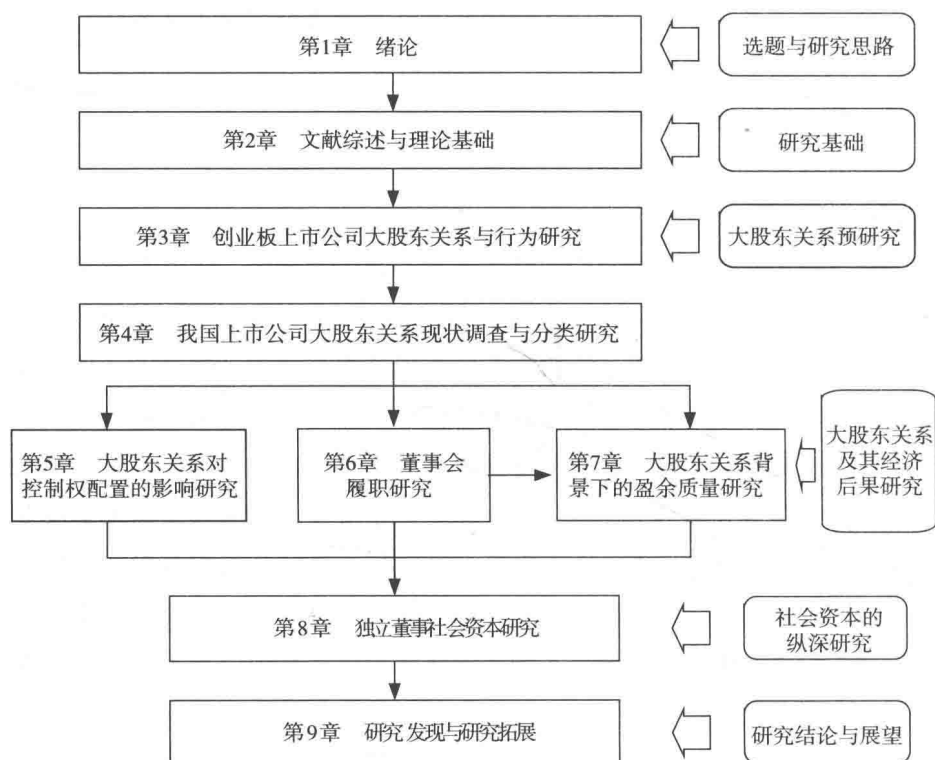


图 1-1 本书章节安排和逻辑关系

2.1 股权结构研究文献综述

股权结构是公司治理机制形成过程中的重要因素，以 Berle 和 Means (1932) 的理论为基础，早期的许多研究都讨论了股权集中度对公司价值的影响。现有研究成果围绕股权结构进行了许多有意义的研究，研究角度主要从两方面出发：一是寻找影响公司股权结构的重要因素；二是观察股权结构对公司产生的经济后果。在两种视角下，比较有代表性的观点有：La Porta 等 (1997) 认为公司价值与对投资者的保护程度呈正相关关系；从公司层面来看，通过公司股权的金字塔结构，Faccio 等 (2001) 提出股东可能获得高于现金流权的控制权。

2.1.1 国外文献观点

对股权结构的研究起始于 Berle 和 Means (1932) 关于股权分散程度与公司价值负相关的讨论，这也使得在随后的研究中股权结构与公司价值的关系逐步演化为公司金融领域研究的一个热点问题。文献梳理发现，近年来对影响和决定股权结构的内生性因素和外生性因素研究备受关注，多围绕经济因素、政治基础、法律保护程度等角度展开 (Firth 等, 2006 等)。

Jensen 和 Meckling (1976) 认为内部人持股可以使所有者与经理人的利益趋向一致，从而缓解代理冲突。然而，Shleifer 和 Vishny (1989) 提出的管理者壕堑模型却认为，内部管理者持股到一定程度之后可能会使其有动机从事非股东价值最大化行为，因为私有收益会高于相关成本。La Porta 等 (1999) 研究指出在当代市场中有相当大一部分上市公司呈现出大股东