



当代学术文丛

C 大股东制衡机制

——基于中国市场的实证与实验研究

Counterbalance Mechanism of Blockholders

唐跃军 / 著

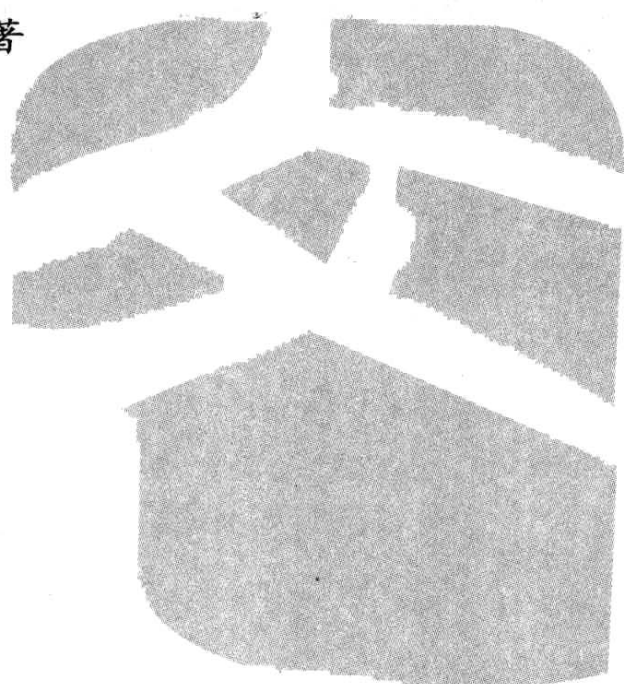
江西出版集团
江西人民出版社

大股东制衡机制

——基于中国市场的实证与实验研究

Counterbalance Mechanism of Blockholders

唐跃军 / 著



江西出版集团·江西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

大股东制衡机制:基于中国市场的实证与实验研究/唐跃军著. —南昌:

江西人民出版社,2008.9

ISBN 978 - 7 - 210 - 03908 - 2

I. 大… II. 唐… III. 上市公司 - 股份制 - 研究 - 中国

IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 142566 号

大股东制衡机制

——基于中国市场的实证与实验研究

作者:唐跃军

江西出版集团·江西人民出版社

发行:各地新华书店

地址:南昌市三经路 47 号附 1 号

编辑部电话:0791 - 6898965

发行部电话:0791 - 6898893

邮编:330006

网址:www.jxp-ph.com

E-mail:jxp-ph@tom.com web@jxp-ph.com

2008 年 9 月第 1 版 2008 年 9 月第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32

印张:8.25

字数:260 千字

ISBN 978 - 7 - 210 - 03908 - 2

定价:22.80 元

承印:南昌市红星印刷有限公司

赣人版图书凡属印刷、装订错误,请随时向承印厂调换



第一章 导言

1—31

第一节 问题提出	— 1
第二节 研究设计	— 6
1.2.1 研究目标	— 6
1.2.2 研究方法	— 8
1.2.3 逻辑框架图	— 9
1.2.4 研究内容	— 12
第三节 主要创新	— 14

第二章 相关理论回顾

17—30

第一节 大股东与小股东的冲突	— 18
第二节 多个大股东的制衡	— 23
第三节 大股东制衡与其他公司治理机制	— 27

第三章 大股东制衡机制的博弈分析

31—53

第一节 大股东与小股东的冲突	— 33
3.1.1 模型基本假定与博弈分析	— 34
3.1.2 博弈均衡及其分析	— 35
第二节 多个大股东的制衡	— 36
3.2.1 模型基本假定与博弈分析	— 38
3.2.2 博弈均衡及其分析	— 42
第三节 大股东制衡与其他公司治理机制	— 44
3.3.1 模型基本假定与博弈分析	— 45
3.3.2 博弈均衡及其分析	— 49
3.3.3 大股东制衡与外部监管约束	— 51

第四章 大股东制衡与外部监管约束和利益相关者治理

54—102

第一节 外部监管约束与利益相关者治理	— 55
4.1.1 外部监管约束	— 55
4.1.2 利益相关者治理	— 63
第二节 大股东制衡、信息不对称与外部监管约束	— 68
4.2.1 理论分析与研究假设	— 68
4.2.2 研究数据、研究变量与模型设计	— 70
4.2.3 实证研究结果	— 80
4.2.4 实证研究结论	— 89
第三节 大股东制衡、选择偏好与利益相关者治理	— 91
4.3.1 理论分析与研究假设	— 91
4.3.2 研究数据、研究变量与模型设计	— 93
4.3.3 实证研究结果	— 97
4.3.4 实证研究结论	— 101

第五章 大股东制衡与盈利质量和现金股利

103—142

第一节 大股东制衡、选择偏好与盈利质量	— 104
5.1.1 文献回顾与研究假设	— 105
5.1.2 研究数据、研究变量与模型设计	— 109
5.1.3 实证研究结果	— 112
5.1.4 实证研究结论	— 122
第二节 大股东制衡、现金股利与“隧道效应”	— 123
5.2.1 文献回顾与研究假设	— 124
5.2.2 研究数据、研究变量与模型设计	— 128
5.2.3 实证研究结果	— 132
5.2.4 实证研究结论	— 141

第六章 大股东制衡机制的实验研究

143—207

第一节 实验经济学与实验研究	— 144
第二节 相关文献回顾	— 145
第三节 实验方案设计	— 149
6.3.1 实验的分类设计	— 149
6.3.2 单期实验结构说明	— 151
6.3.3 外部监管的引入	— 153
第四节 实验结果分析	— 155
6.4.1 实验结果的比较分析	— 155
6.4.2 实验结果的回归分析	— 187
第五节 实验研究结论	— 204

第七章 研究结论

208—213**附件**

214**主要参考文献**

228**后记**

255

第一章

导言

第一节 问题提出

有关股权结构的研究热潮伴随着 20 个世纪公司治理研究浪潮而来, Berle and Means(1932)关于两权分离的开创性研究标志着现代公司治理理论的开端, 之后 Jensen and Meckling(1976)所做的经典研究讨论了管理层和所有者冲突中的代理成本问题。然而, 随着时间的推移, 传统的“股权分散”及其两权分离的理论似乎已经难以解释集中性的股权以及由此导致的股东之间所有权和控制权竞争、中小投资者权益保护等问题。

实际上, 现代公司相当大的一部分呈现出大股东控制的特征。Demsetz and Lehn(1985)较早研究了集中性的股权问题, 他们以股权集中度为解释变量, 使用 1980 年 511 家美国公司的截面数据来考察股权结构对企业业绩的影响。Zingales(1994)对意大利米兰资本市场、Rydqvist(1996)对瑞典资本市场、Taylor and Whittred(1998)对澳大利亚首发资本市场的研究都分别证实了集中性股权, 特别是家族控股的广泛性。Kang and Shivdasani(1995), Yafeh and Yosha(1995)以及 La Porta et al.(1998, 1999)都指出, 许多国家的大型公司都拥有大股东, 集中性的股权结构已经非常普遍。美国资本市场向来是分散性股权结构的典范, 但是 Hoderness and Sheehan(1988)的研究发现, 美国依然有相当多的上市公司最大股东持股比例超过 51%。La Porta et al.

(1999)在针对 27 个富裕国家的上市公司研究中指出,主要的工业国家上市公司中仅有 24% 属于分散型的股权结构,其余的上市公司至少拥有一个控制着公司至少 10% 股权份额的大股东。Claessens et al. (2000)对东亚九个国家公司的研究发现,大家族至少控制了一半以上的东亚公司。Djankov et al. (2001)对全球 97 个国家传媒产业公司股权结构研究也发现了家族绝对控股的广泛性。从控制权的角度来看,Marco and Boehmer(2000)基于德国上市公司样本的研究表明,有 65% 的上市公司的控制权掌握在大股东手中,Faccio and Lang(2002)使用欧洲 13 国 5232 家公司的数据发现,有 36.93% 的公司为分散性持股,而 44.29% 的上市公司为家族控股,其中英国和爱尔兰的公司分散性股权较为明显,而家族控制的公司多在欧洲大陆,金融性和大型公司多为分散持股,另外非金融性和小公司多为家族持股,一些国家的大公司由国家控制,同时交叉持股和金字塔形的持股结构也提升了大股东对公司的控制力度。Edwards and Weichenrieder(2004)发现 97 家德国最大的上市公司中,93 家公司拥有大股东,同时按他们的标准,有 49 家大公司可以找到持股比例相当高的第二大股东。此外从投票权的角度,Becht and Mayer(2002)也发现,多个欧洲国家上市公司存在着单个大股东控制了超过 50% 的投票权的现象。

正如众多研究(Demsetz 1985; McConnell and Servaes 1990; Mikkelsen and Partch 1989; Morck et al. 1988; La Porta et al. 1997, 1998, 1999)所证实的那样,在集中性的股权结构下,控股股东和小股东之间经常出现严重的利益冲突,控股股东可能以牺牲小股东的利益为代价来追求自身利益。也就是说,控股股东可以利用小股东无法分享的控制权,通过侵害小股东利益来获取私利(Shleifer and Vishny 1997, Pagano and Roel 1998)。Claessens et al. (1999b)的实证研究表明东亚国家公司治理的主要问题是控股股东对小股东的掠夺行为,即所谓的“隧道效应

(Tunneling)”^①。并且, La Porta et al. (1999) 以及 Claessens et al. (1999a) 指出, 在东亚一些国家和地区, 中小股东权益难以获得保障, 家族控股的企业中大股东可以轻易地通过任命高层并控制公司决策以攫取私利。由此可见, 在集中性的股权结构之下, 大股东与小股东的利益冲突在所难免。面对这样的现实, 合理有效的大股东制衡与监督被广大中小投资者和众多学者寄予厚望。如何引入大股东制衡机制, 形成合理制衡、和谐共赢的股权结构和股权文化; 如何抑制不合理的大股东制衡机制对其他公司治理机制的负面作用, 构建以公司长期业绩和价值为导向的良性治理环境, 实现大股东与其他利益相关者之间的良性互动, 在当前的世界和包括中国在内的东亚市场显得尤为重要。

基于上述背景和中国市场的现实, 新修改出台的《中华人民共和国公司法》(以下简称新《公司法》)^②秉承股东主权的理念, 在如下相关的几方面进行了重大修订, 旨在保护中小股东和其他利益相关者的权益, 加强对大股东, 特别是控股股东的制衡, 为建立健全股东制衡机制奠定了坚实的法律基础:

(1) 修订后的《公司法》增加了“公司法人人格否认”或称为“揭开

① Johnson et al. (2000) 把控股股东利用金字塔式股权结构, 将底层公司资金通过证券回购、资产转移、利用转移定价进行内部交易等方式转移到控股股东手中, 侵害底层公司小股东利益的行为称为“隧道效应”。

② 1993 年 12 月 29 日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过《中华人民共和国公司法》, 1999 年 12 月 25 日第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议第一次修订, 2004 年 8 月 28 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议第二次修订, 2005 年 10 月 27 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订, 2005 年 10 月 27 日中华人民共和国主席令第四十二号公布, 自 2006 年 1 月 1 日起施行。

公司面纱”^①制度的规定。这一制度的引进旨在强化上市公司大股东的责任,即强调大股东的“无限责任”,以此制衡大股东掏空上市公司,保护债权人和中小投资者的利益。

(2)新《公司法》强化了股东大会制度,使其真正成为公司的最高权力机关而非“橡皮图章”或“大股东会”。新《公司法》明确允许股东自行召集临时股东大会,进一步降低了股东参与股东大会启动程序的成本;为避免大股东或董事会独占股东大会的提案权,使小股东关注的问题在股东大会上获得重视,同时增加了股份有限公司股东大会选举董事、监事时,可以实行累积投票制的规定;明确规定了董事、监事与公司高管列席股东大会和接受质询义务。这就为股东对董事、监事、高级管理人员行使质询权奠定了坚实的法律基础。

(3)新《公司法》从根本上消除了在多数情况下代表大股东利益的董事长滥用权力的根源,有效制约董事长的权力,避免董事长肆意凌驾于董事会之上,防止大股东通过董事长操控董事会,从而强化董事会民主决策。

(4)新《公司法》对股东权的司法保护提供了更加具体明晰的规则,通过在法律上鼓励中小股东制衡大股东(控股股东),健全了对中小股东权益的保护机制。其中主要包括:保障股东,特别是中小股东的知情权,增加了有限责任公司股东可以查阅公司财务会计账簿的规定,使股东能够更好地了解公司运营,维护自己的权益;确立股东代表诉讼

① 所谓“揭开公司面纱”是在英、美国家的司法实践中发展起来的判例规则,法院为了实现公平正义,在具体案例中漠视或忽视公司的法人人格,责令股东或公司的内部人员对公司债权人直接承担责任。一般来说,“揭开公司面纱”,是指当公司背后的控股股东企图利用公司外壳,从事有违公平正义、欺诈或是逃避债务的活动时,法官根据具体情况裁定,不承认一个合法成立的公司的独立法人地位。在这种前提下,在某一具体案件中,法官将不承认公司的控股股东仅仅以公司出资额为限对债务承担有限责任,而是视其为合伙人,要求其对债务承担无限责任。

制度^①,赋予股东对于内容违法、程序违法的股东会议决议或者董事会决议向法院提起诉讼的权利;规定解决公司僵局的司法途径,增加了有限责任公司股东退出机制的规定。

(5)对禁止关联交易作出原则规定。关联交易向来是大股东实施“隧道行为”的主要手段,新《公司法》对禁止关联交易作出原则规定可望进一步制衡大股东的关联交易行为,降低有损公司利益的“隧道效应”。

中国政策、法律的制定者以及市场的监管者已经认识到,在市场机制较为有效的、成熟的市场经济中,特别是在股权较为分散的英、美两国公司治理模式中,董事会在某种程度上是公司治理的核心;但是,在市场经济刚刚起步,市场机制缺失或者疲弱的新兴转轨经济国家,特别是在股权高度集中、公司内部治理机制薄弱的情况下,包括董事会在内的公司高管层往往听命于大股东(控股股东),大股东左右着公司的主要方面,因此大股东制衡机制才是公司治理的核心所在^②。大股东制

① “股东代表诉讼”又称为派生诉讼(derivative action),是当公司权益受到侵害,且公司未能追究侵害公司利益人的法律责任时,由股东代表公司对侵害人提起诉讼。与股东直接提出的民事诉讼不同,股东代表诉讼胜诉后的利益归属不是提起诉讼的股东本人,而是由公司获得损害赔偿。新《公司法》确立了股东代表诉讼制之前,法院面对一些公司的内部纠纷却无法决定是否受理;而且在股权分置的背景下,公司高管层在很多情况下听命于大股东,有时其本身就是上市公司大股东,期望大股东或由其控制的上市公司向高管层提起诉讼追究损失,显得很现实。如此,在《公司法》中确立股东代表诉讼制显得尤为必要,这样当公司利益受到损失而公司急于提起诉讼时,中小股东便能以保护公司利益为目的,代公司提起追究董事等的责任的诉讼,对公司大股东以及其控制的高管层实施有效的制衡。

② 股东制衡机制体现了“股东积极主义(shareholder activism)”,这关系到股东和公司治理的每一个行动,关系到如何确保公正对待每一个股东,关系到公司业绩和公司价值的提升。在全球范围内,“股东积极主义”正越来越被投资者和市场所接受,这主要是因为:a. 中小股东持股规模的不断扩大为“股东积极主义”奠定了股权基础;b. 投资者越来越相信好的公司治理和收益之间的正向联系,从而推行“股东积极主义”,促使公司改善治理;c. 以基金管理者为代表的机构投资者的推动。

衡机制是否有效,大股东与小股东的冲突,多个大股东的制衡^①,大股东制衡机制与外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制之间的互动,将会直接影响或间接作用于大股东的行为取向,从而进一步影响公司的盈利水平与收益分配决策。

基于上述背景和认识,本书将大股东制衡机制及其相关方面作为研究对象,首先在规范研究的基础上,以博弈分析和实证研究探讨大股东与小股东的冲突、多个大股东的制衡、大股东制衡机制与外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制的互动,进而讨论大股东制衡机制所引致的大股东行为以及所谓的互动效应对公司盈利与收益分配的影响。尔后创新性地引入公司治理实验,从控制权结构出发,进一步以实验证据解析大股东制衡机制形成与发挥作用的机理,为构建科学合理的大股东制衡机制提供参考,提升中国等转轨经济国家的公司治理水平。

第二节 研究设计

1.2.1 研究目标

在股权高度集中、公司内部治理机制薄弱的情况下,控股股东与中小股东的冲突(第二类代理问题)^②以及与此相联的大股东制衡机制对公司主要方面可能存在相当强烈甚至主导性的影响。大股东制衡机制是公司治理的核心所在。然而正如研究者(Claessens et al. 1999a, La Porta et al. 1999, Claessens et al. 1999b, etc.)所注意到的,包括中国在内的东亚国家公司治理的主要问题是控股股东和中小股东之间普遍存

① 实际上,Zwiebel(1995)较早对公司同时存在多个大股东时的情形进行了分析,Pagano and Roel(1998),Bennedsen and Wolfenzon(2000),Henrik Cronqvist and Mattias(2001)等进一步研究了多个大股东的存在对于抑制资产掏空等侵害行为的作用,认为多个大股东的存在可以起到互相监督、制衡的作用,从而有效地限制控股股东的侵害行为,减少“隧道效应”。

② La Porta et al. (1999)认为,在股权高度集中的上市公司中,公司治理的主要方面是控股股东之间的问题,即第二类代理问题。

在严重的利益冲突,“隧道效应”正在不断损害公司的利益,而相关法律制度却依然处在建立健全之中。因此,本书围绕大股东制衡机制这一具有重要理论意义和现实意义的主题,主要采用博弈分析、实证检验、实验研究等研究方法,运用委托—代理理论、利益相关者理论、行为金融理论、网络治理理论等,对大股东制衡机制进行深入研究,探讨大股东与小股东的冲突、多个大股东的制衡、大股东制衡机制与外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制之间的互动,进而讨论大股东制衡机制所引致的大股东行为以及所谓的互动效应对公司盈利与收益分配的影响。具体地,本书的研究目标如下所列:

(1)分别采用博弈分析、实证检验、实验研究等研究方法,探讨大股东与小股东的冲突、多个大股东的制衡,大股东制衡机制与外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制之间的互动。以前的研究往往停留在对大股东与小股东的利益冲突,多个大股东的制衡作用等方面。在此基础上,本书在博弈分析、实证检验和实验研究环节,不仅探讨大股东与小股东的冲突,多个大股东的制衡之间的相互作用,而且进一步讨论大股东制衡机制与其他公司治理机制的互动,以求较为深入地分析作为转轨经济国家公司治理核心的大股东制衡机制对大股东的行为以及外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制的影响。

(2)较为全面和深入地以大量的实证数据检验大股东制衡机制对公司盈利与收益分配的影响,大股东制衡机制将直接影响大股东行为,同时波及外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制,而这将进一步影响公司盈利与收益分配。本书基于来自中国股市的经验证据和中国公司治理指数($CCGI^{NK}$)的利益相关者治理($CCGI_{STH}^{NK}$)部分,以实证模型检验大股东与小股东利益冲突,多个大股东的制衡,大股东制衡机制与外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制之间的互动对公司盈利质量与收益分配的影响,为构建科学合理的大股东制衡机制提供参考,以求提升中国等转轨经济国家的公司治理水平。

(3)从控制权结构出发,认识大股东制衡机制形成与发挥作用的机理。本书试图借鉴实验经济学(Experimental Economics)和行为金融理论(Behavior Finance Theory)的研究方法,引入公司治理实验,对大股东制衡机制进行深入研究,探讨大股东制衡机制形成与发挥作用的机理。这是一项新的、富有挑战的尝试。这使得可以在预先控制的实验环境中,多次重复观测大股东行为及其效应,从而以实验证据解析大股东制衡机制形成与发挥作用的机理。

总之,本书进一步研究论证大股东制衡机制在转轨经济国家公司治理模式中的核心地位,以期有利于中国公司治理相关政策、法律的制定者以及市场监管部门有的放矢,在政策、法律以及监管层面抓住问题的症结所在,为实施有效的股东制衡特别是大股东制衡,奠定政策基础、法律基础和市场监管基础,改善中国公司治理环境。

1.2.2 研究方法

本书主要采用博弈分析、实证检验、实验研究等多种研究方法,相互映衬,形成阶梯式互为基础的研究进程,以期较为系统地讨论大股东制衡机制这一重要理论和现实问题。

(1)规范研究 主要通过相关研究文献回顾与逻辑演绎,对大股东与小股东的冲突,多个大股东的制衡,大股东制衡机制与外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制之间相互关系进行理论分析与概括,讨论作为转轨经济国家公司治理核心的大股东制衡机制的内涵与特征,以及大股东制衡机制对大股东行为、公司治理、公司盈利与收益分配的影响。

(2)博弈分析 本书试图以静态博弈简单分析大股东与小股东的冲突,多个大股东的制衡,大股东制衡与其他公司治理机制(外部监管约束)的互动关系。其中,先简单考虑一个大股东和一个小股东的情形,进而分析存在多个大股东时的情形,最后在博弈模型中引入除大股东制衡机制之外的其他公司治理机制的作用,这使得对股东行为的分析可以形成一个较为完整的系统,同时为实证研究和实验研究做理论

分析上的准备工作。

(3) 实证研究 本书基于规范研究中的理论回顾与逻辑推演,同时根据博弈分析得出的结论,构建回归模型,以来自中国上市公司的大量经验证据和利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)检验研究假设。首先探讨大股东制衡机制对外部监管约束、利益相关者治理等其他公司治理机制的影响以及其间可能存在的互动,然后集中讨论大股东制衡机制对公司盈利质量与收益分配的影响。

(4) 实验研究 实验研究方法源自自然科学。本书借鉴实验经济学和行为金融学的做法,尝试将其引入对大股东制衡机制的研究,提供相关的实验证据。我们在绝对控股、相对控股和股权制衡三种控制权结构下,同时区分不存在外部监管约束(第一轮)和存在外部监管约束(第二轮)两种情况,以三组实验参与人员分别进行两轮总计 180 期实验,多次重复观测大股东行为及其效应,以实验证据解析大股东制衡机制形成与发挥作用的机理,验证博弈分析的结论,并和实证研究相互辉映。如图 1-1 所示,本书所采用的博弈分析、实证检验、实验研究等多种研究方法,旨在共同获得一个科学有效的研究结论。文章的论证体系从基础理论到经典博弈分析;进而基于中国市场的经验证据,层叠性、多角度地检验不同控制权结构下的大股东制衡机制及其影响,在实证层面回应规范研究和博弈分析;最后尝试引入公司治理实验进行过程探索,在实验环境中多次重复观测大股东行为及其效应,以实验证据解析大股东制衡机制形成与发挥作用的机理,再次回应规范研究和博弈分析,同时和实证研究相互映衬。以此形成多角度、阶梯式、互为基础的研究进程。

1.2.3 逻辑框架图

本书的逻辑框架图如图 1-2 所示。正如前文所述,在市场机制较为有效的、成熟的市场经济中,如在股权较为分散的英、美公司治理模式中,董事会在某种程度上是公司治理的核心,但是,在市场经济刚刚起步,市场机制缺失或者疲弱的新兴转轨经济国家,特别是在股权高度

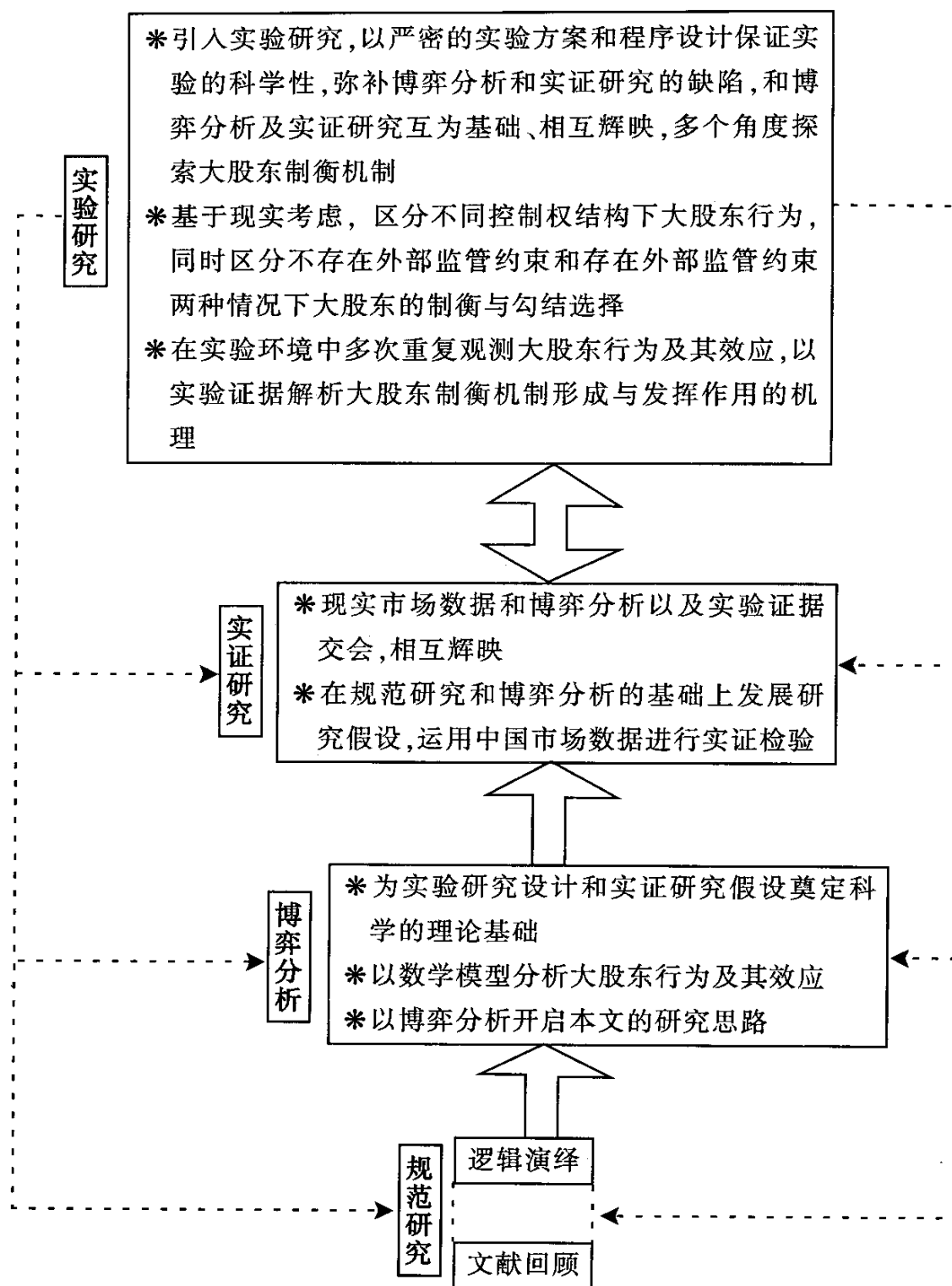


图 1-1 研究方法的目的与逻辑

集中、公司内部治理机制薄弱的情况下,公司高管层往往听命于公司的大股东(控股股东),大股东左右了公司的主要方面,因此大股东制衡