

[管理学论丛]

股东之间利益冲突研究

——根源、作用和治理

Management
Monographs

THE RESEARCH ON CONFLICT OF
INTERESTS AMONG SHAREHOLDERS

杨松 王婧 王立彦 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

[管理学论丛]

股东之间利益冲突研究

——根源、作用和治理

Management
Monographs

THE RESEARCH ON CONFLICT OF
INTERESTS AMONG SHAREHOLDERS

杨松 王婧 王立彦/著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

北京市社会科学理论著作出版基金资助

图书在版编目(CIP)数据

股东之间利益冲突研究:根源、作用和治理/杨松,王婧,王立彦著. —北京:北京大学出版社,2007.10

(管理学论丛)

ISBN 978 - 7 - 301 - 12805 - 3

I. 股… II. ①杨… ②王… ③王… III. 股份有限公司 - 股东 - 研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 153854 号

书 名: 股东之间利益冲突研究——根源、作用和治理

著作责任者: 杨 松 王 婧 王立彦 著

策 划 编 辑: 朱启兵

责 任 编 辑: 张 燕

标 准 书 号: ISBN 978 - 7 - 301 - 12805 - 3/F · 1727

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电 子 邮 箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 三河市新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 22 印张 331 千字

2007 年 10 月第 1 版 2007 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 46.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn



前言

最近一年多来,社会各界和媒体都在热议企业的社会责任话题。谈到企业的社会责任(corporate social responsibility, CSR),与另一个概念“利益相关者”(stakeholders)密切联系。人们强调企业固然是股东的,但也必须注重利益相关者的利益,包括员工、客户、供应商,以至于所在社区。仔细琢磨,利益相关者之间的利益会完全一致吗?回答显然是“不一定”。应该说,讨论利益相关者并进一步引申至社会责任,是研究公司问题必将达到的一个深度课题。

本书的研究对象,主要针对股东之间的关系和利益。

从一般意义上讲,股东将自己的资金投入 to 同一家公司中,大家的经济利益当然是一致的。可是在我国,公司股东之间的异质性非常突出,从一开始就埋下了因利益不同而斗争的导火索。可以说,完整意义上的股东一致利益,一天都没有存在过。对此,我们可以从股东的组成、股东利益的具体体现以及股东利益的实现方式加以分析。

首先看股东的组成和股东的地位:

股东的组成 \ 股东的地位	股东的地位	
	控股股东	非控股股东
流通股股东	A	B
非流通股股东	C	D

再看股东利益的具体体现及其实现方式:

股东利益的具体体现	股东利益的实现方式
投资收益	内部:通过公司自身获得
经营规模扩大	
产业拓展	
控制权	
股票价差	外部:通过股票市场获得

将上述股东和股东利益的几个特征联系起来就可以很清楚地看到,即使在同一家公司,各种股东对于股东利益的体现和实现途径,存在着非常大的差异。这是由于,我国目前的资本市场存在以下基本事实:

第一,公司股本不但有流通和非流通之分,而且还被“染色”为国家股、国家法人股、企业法人股、内部职工股、社会个人股、外资股等。这种种差异,导致对同一公司之股本的多纬度割裂:“出身”不同、取得成本不同、股本利益不同、股本代表人及代表人的利益不同、交易市场不同、交易规则不同、交易方式不同、利益取得方式不同、表决权份额与股权份额不对应,等等。换句话说,作为同一家公司的持股人,所有者之间存在太多的差异,所以不一定构成利益共同体。

第二,股东利益的实现方式不同。流通股股东的资本收益既来自公司会计利润,还来自股票交易差价;非流通股股东则无法获得来自股票交易差价的资本利得,但却拥有通过利用公司控制权(甚至违规违法操纵公司)而获得的特别收益。由于公司特定行为带给所有股东的利益和后果并不一致甚至相反,他们当然谈不上同心同德,更不会有共同行为。

第三,股东同股不同权。在权益资本结构方面,中国上市公司的普遍现象是大股东控制、一股独大、控制股东所持股份为非流通股。暂且不论这种现象的形成原因及其经济后果,对于持有非流通股的控制股东来说,其利益主要是来自公司在资本市场格局以外的行为,甚至是来自违背资本市场常理和逻辑的行为。从而,这些公司本质上不可能自愿遵循资本市场规则。

第四,上市公司所处的制度环境存在着巨大的性质和量级差异。这些差异包括国别差异、特别行政区差异、中央属和地方属差异、省区市场差异、法律环境差异、挂牌市场差异、同一市场内的交易者资格和交易货币差异、注册地是否为开发区及开发区类别和级别差异、执行财务会计制度和税收制度差异,等等。换句话说,作为“统一”资本市场的主体要素,近1400家上市公司并不都是同质制度环境中的个体,从而也就不会构成同质母体。从这个母体中随机抽取任何一个样本,都不一定具有对母体的代表性。

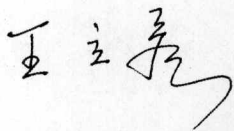
写作本书是从研究课题开始起步的,进而杨松和王婧先后完成了博士

论文的写作和答辩,最后综合形成以上市公司股东利益冲突为研究主题的本书。这可以说是公司治理的一个专题,也可以说是从一个视角切入对公司治理进行深度研究。

本书第一部分从理论、模型和实证等三个方面讨论股东之间利益冲突与公司价值;第二部分研究上市公司决策与内部监督机构的内生性;第三部分探讨在考虑股东之间利益冲突的情况下,财务报告在资本市场上的作用和会计准则的制定等会计理论问题,并应用统计分析、OLS 回归和敏感性分析等方法,研究上市公司股东之间利益冲突与会计盈余信息量的关系;第四部分分析中国证券市场转折之年(2005—2006)发生的股权分置改革。

初稿成形后,我们用了相当长的一段时间通过教学和研究进行修改、充实,并在 2006 年申请得到北京市社会科学理论著作出版基金资助。本书关于股东之间利益冲突与公司治理的整合部分,有北京大学郑志刚博士论文的贡献;关于股权分置改革中的对价内容部分,有北京大学黄柯硕士论文的贡献。在此表示感谢。同时,对于曾经在资料方面给我们以热心支持的学界同人,谨致以诚挚的谢意。

敬请读者阅读后向我们提出批评、评论或建议。



谨识

2007 年春于北京大学

第一章 导论	/1
第一节 股东与股份公司	/1
第二节 股东之间利益冲突——全球的视角	/6
第三节 中国上市公司股东之间的利益冲突	/21
第四节 分析问题的框架	/37
本章小结	/40

第一篇 股东之间利益冲突与公司价值

第二章 股东之间利益冲突与企业制度成本	/45
第一节 企业合约理论	/45
第二节 企业所有权理论	/48
第三节 股东的异质性——一个模型	/50
第四节 代理成本和集体决策成本	/52
第五节 对一些经济现象的新解释	/57
本章小结	/60
第三章 股东之间利益冲突与国企改革	/62
第一节 公司上市	/63
第二节 有限责任公司	/65
第三节 职工持股	/70
第四节 管理层收购	/75
第五节 “郎顾之争”与企业产权改革	/81
本章小结	/85
第四章 股东之间利益冲突与公司价值	/86
第一节 相关文献综述	/86
第二节 理论模型	/90
第三节 实证研究	/93
本章小结	/108

第二篇 股东之间利益冲突与公司董事会、监事会的内生性	
第五章 董事会行为基础和股东利益代表主体	/121
第一节 董事会制度的历史沿革	/121
第二节 董事会职能及其构成模式的实践基础与效率分析	/123
第三节 董事会构成及行为的理论基础与实证研究回顾	/133
本章小结	/145
第六章 上市公司决策、内部监督机制与股东控制特征	/146
第一节 董事会现状与国际比较	/146
第二节 监事会现状	/158
本章小结	/161
第七章 公司决策与内部监督机构内生性研究设计	/163
第一节 异质股东的不同控制方式	/164
第二节 企业经营特征的影响	/169
第三节 董事会构成与公司业绩	/172
第四节 实证研究设计	/173
本章小结	/176
第八章 异质股东、公司决策与内部监督机制	/177
第一节 大股东的控制欲望	/177
第二节 股权流动性、市场抑制作用与内部监督弱化	/178
第三节 股权性质与独立监督抵制作用	/180
第四节 实证研究	/181
本章小结	/187
第九章 股东制衡、公司决策与内部监督机制	/195
第一节 监督补偿与搭便车	/195

第二节 我国上市公司内部控制权之争	/197
第三节 我国上市公司内部监督权的选择	/197
第四节 实证研究	/199
本章小结	/205

第三篇 股东之间利益冲突与公司治理

第十章 公司业绩和决策与内部监督机构构成的相互影响	/219
第一节 代理理论的分析	/219
第二节 我国上市公司的实践	/220
第三节 实证研究	/222
本章小结	/226
第十一章 股东之间利益冲突与会计盈余信息含量	/230
第一节 股东之间利益冲突与会计理论	/230
第二节 会计盈余和股票收益	/234
第三节 实证研究	/237
本章小结	/240
第十二章 股东之间利益冲突与公司外部治理	/246
第一节 股东之间利益冲突与外部审计	/246
第二节 股东之间利益冲突与公司控制权市场	/250
第三节 股东之间利益冲突与法律对中小股东权益的保护	/253
本章小结	/259
第十三章 股东之间利益冲突与公司治理的整合	/260
第一节 模型框架	/260
第二节 公司治理及其整合	/262
第三节 内部和外部控制系统的整合	/269
本章小结	/272

目录

股东之间利益冲突研究

第四篇 股权分置改革中的股东之间利益冲突

第十四章 股权分置下的 A 股市场	/277
第一节 股权分置的起源	/277
第二节 解决股权分置的必要性	/279
第三节 从国有股减持到 A 股含权	/284
本章小结	/287
第十五章 股权分置改革	/288
第一节 股改方案和对价	/288
第二节 激烈的利益博弈	/301
第三节 股权分置改革对利益相关者的影响分析	/308
本章小结	/311
结束语	/313
参考文献	/321

图表目录

表 1-1	美国机构投资者占企业资产的比例	13
表 1-2	中外上市公司控股情况比较	23
表 1-3	美、日、中上市公司第一大股东的持股情况	26
表 1-4	沪市 2001 年和 2002 年担保情况比较	34
表 3-1	2002 年深、沪股市由职工组织控股的公司	71
表 3-2	经营业绩与内部员工股股份的相关程度	75
表 3-3	实施 MBO 上市公司每股经营活动产生的净现金流(元)	80
表 3-4	MBO 上市公司的收益、派现等情况	81
表 4-1	数学模型符号一览表	90
表 4-2	企业多元化经营的定义	99
表 4-3	数据删除和缺失情况(三年总计)	100
表 4-4	因变量表	105
表 4-5	市价资产比率的描述性统计量	105
表 4-6	第二大股东至第十大股东的 Herfindal 指数的定义	106
表 4-7	H2_10 INDEX 指数的描述性统计量	106
表 4-8	净资产收益率的定义	106
表 4-9	净资产收益率的描述性统计量	107
附表 4-1	研究变量表	110
附表 4-2	描述性的统计量	112
附表 4-3	Pearson 相关系数分析结果	113
附表 4-4	股东之间利益冲突与公司价值的回归结果	114
附表 4-5	因变量敏感性分析的 OLS 回归结果	115
附表 4-6	解释变量敏感性分析的 OLS 回归结果(1)	116
附表 4-7	解释变量敏感性分析的 OLS 回归结果(2)	117
附表 4-8	去掉 TOP1_2 项,对 TOP1 进行分段 OLS 回归的结果	118
表 6-1	2000 年、2001 年我国董事会规模比较	148

表 6-2	日本、美国的资产规模与董事会规模	148
表 6-3	第一大股东性质对董事会规模的影响	148
表 6-4	第一大股东持股比例对董事会规模的影响	148
表 6-5	董事长任职年限统计	150
表 6-6	董事长任职年限特征	150
表 6-7	董事长来源	150
表 6-8	第一大股东持股比例对董事长来源的影响	150
表 6-9	董事长领薪情况	151
表 6-10	两职情况	152
表 6-11	第一大股东持股比例与两职状态	153
表 6-12	董事会与高管重合度	153
表 6-13	第一大股东持股比例对董事会与高管重合度的影响	154
表 6-14	独立董事设立时间分布	155
表 6-15	独立董事规模及任职年限分布	155
表 6-16	政策对独立董事规模的影响	156
表 6-17	股东性质与独立董事规模	156
表 6-18	独立董事报酬来源	157
表 6-19	监事会规模	158
表 6-20	监事会规模与独立董事规模	158
表 6-21	股东性质对监事会规模的影响	159
表 6-22	监事长与董事长薪酬来源对比	159
表 6-23	监事会构成	160
表 6-24	监事专业背景	160
表 6-25	董事与监事学历水平对比	161
表 6-26	董事与监事平均年龄对比	161
表 6-27	董事与监事平均持股水平对比	161
表 7-1	我国的股权结构	168
表 7-2	控制变量表	174
附表 8-1	研究变量表	188
附表 8-2	内部董事规模	189
附表 8-3	不同股权性质的内部董事规模比较	189

附表 8-4	股权集中度	189
附表 8-5	股权控制状态	189
附表 8-6	不同股权性质的第一大股东持股比例	189
附表 8-7	Pearson 相关系数分析结果	190
附表 8-8	假说 1 的 OLS 回归结果	191
附表 8-9	假说 2 的 OLS 回归结果	192
附表 8-10	假说 3 的 OLS 回归结果	192
附表 8-11	敏感性分析结果	193
附表 8-12	大股东作用的进一步分析	194
附表 9-1	研究变量表	207
附表 9-2	第一大股东与其他股东董事比例比较	207
附表 9-3	股东性质对关系董事比例的影响	208
附表 9-4	第一大股东持股比例与其委派董事比例的关系	208
附表 9-5	法人股股东持股比例与其委任董事比例的关系	208
附表 9-6	国家股股东持股比例与其委任董事比例的关系	208
附表 9-7	Pearson 相关系数分析结果	209
附表 9-8	假说 1 的 OLS 回归结果	211
附表 9-9	假说 2 的 OLS 回归结果	211
附表 9-10	假说 3 的 OLS 回归结果	212
附表 9-11	假说 4 的 OLS 回归结果	213
附表 9-12	假说 3、假说 4 的敏感性分析	213
附表 9-13	假说 1、假说 2 的敏感性分析	214
附表 9-14	独立董事受监事会影响的 OLS 回归结果	215
附表 9-15	监事会与独立董事相互影响的 OLS 及 2SLS 回归结果	216
附表 10-1	研究变量表	227
附表 10-2	Pearson 相关系数分析结果	228
附表 10-3	假说 1 与假说 2 的 OLS 回归结果	228
附表 10-4	董事会构成与业绩的 2SLS 回归结果	229
附表 11-1	研究变量表	241
附表 11-2	2000—2002 年沪、深市场的描述性统计量	241
附表 11-3	2000—2002 年沪、深市场盈余—收益 OLS 回归结果	242

附表 11-4	研究变量表	243
附表 11-5	2002 年研究变量的描述性统计量	243
附表 11-6	OLS 回归的结果	244
附表 11-7	敏感性分析的 OLS 回归结果(1)	244
附表 11-8	敏感性分析的 OLS 回归结果(2)	245
附表 11-9	敏感性分析的 OLS 回归结果(3)	245
表 12-1	“五大”2001 年度收入构成	247
表 12-2	各国(地区)股东权利的比较	254
表 14-1	股本结构情况统计表	280
表 15-1	复合型对价方案详细列表	299
表 15-2	股改企业对价方案的种类统计	300
表 15-3	股改企业的送股对价方案统计	301
图 1-1	财产与权利的分离	5
图 1-2	内部股东持股比例与托宾 Q 值	12
图 1-3	家族企业的发展阶段与组织形态	14
图 1-4	La Porta 等(1999)关于 $F(\alpha)$ 与 α 的关系研究	18
图 1-5	Johnson 等(2000a)的模型中 S^* 与 R 呈线性关系	19
图 1-6	Friedman 等(2003)关于负债具有抑制 或加剧掏空行为的研究	19
图 1-7	2002 年中报反映的上市公司资金被占用的情况	29
图 1-8	转型经济国家股东之间利益冲突在公司治理中的地位	38
图 3-1	1994 年以来 A 股上市公司加权平均 ROE、 加权平均 EPS 走势	63
图 3-2	截至 2006 年 5 月 31 日港龙、国航、国泰的股权结构	67
图 3-3	截至 2006 年 9 月底星辰项目完成后,港龙、 国航、国泰的股权结构	69
图 3-4	1994 年内部职工控股后美联航的董事会	74
图 4-1	中国式金字塔形控股体系	88
图 4-2	掏空量和第一大股东持股比例的关系	91

图 4-3	掏空量和公司业绩的关系	92
图 4-4	考虑多期因素后掏空量和公司业绩的关系	93
图 4-5	2003 年太太药业(600380)实际控制人 对上市公司的控制方式	96
图 4-6	2000—2002 年沪市月 K 线图	103
图 5-1	董事会与高管层关系	127
图 5-2	单层框架的监督控制系	128
图 5-3	双层框架的监督控制系	130
图 5-4	中国上市公司监督控制系统	130
图 6-1	2001 年中国董事会规模分布	147
图 6-2	监事会规模	158
图 7-1	本章主要研究内容和线索	164
图 11-1	财务会计信息在资本市场上的三种作用	232
图 12-1	N&P 审计独立性评价模型	248
图 13-1	博弈的时序	261
图 13-2	存在外部控制系统时博弈的时序	263
图 13-3	存在内部控制系统时博弈的时序	267
图 14-1	上市公司历年股本变动情况(1990—2003)	284
图 15-1	对价方案的具体决定过程及利益相关者	302

第一章

导 论

自 20 世纪 90 年代以来,公司治理一直是经济和管理领域——包括实务界和学术界——的热门话题。尽管对于公司治理的定义不一,但人们一般接受玛格丽特·布莱尔(1999)的解释:“狭义地讲,是指有关董事会的功能、结构、股东的权利等方面的制度安排;广义地讲,则是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一套法律、文化和制度安排,这些决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制,风险和收益如何在不同企业成员之间分配等这样一些问题。”显然,公司治理的含义很宽泛。

本书以“股东之间的利益冲突”作为研究主题,可以说是公司治理的一个专题,也可以说是从一个视角切入,对公司治理进行深入研究。毋庸置疑,股东之间的利益冲突,已经成为我国近年来企业改革和资本市场运行中最为突出的问题之一。

作为全书的导论,本章提出和分析股东之间利益冲突的一般问题,以及其在中国上市公司的体现,进而阐释本书分析问题的框架。

第一节 股东与股份公司

一、股东的历史起源

布罗代尔(1993)认为,从词源学角度看,“公司”的本意是父子、兄弟和其他亲戚紧密结合的家族合作形式,是分享面包,分担风险、资金和劳力的联合体。这种公司后来被称之为无限责任公司。以后逐步演变为两合公司,才成为现代意义上的股份公司。公司形式变迁的基本动因,是股东为了降低投资风险。股份公司中股东的风险,相对于投资者在两合公司及无限责任公司中的风险来说,无疑是大大降低了。

股份公司的历史最早可以追溯到 13 世纪欧洲锡耶纳附近的银矿及图鲁兹等地的磨坊。热那亚的康培尔及毛纳这两种组织形式也被认为是股份公司的先驱之一。近代股份公司雏形发端于 17 世纪的英国。据豪斯赫尔(1987)记载,英国的东印度公司最初是一种临时性的组织,在 1601 年 2 月按合股原则组织了远征队。那时的股东是为每一次航海出资,公司每航行一次就募集一次资本,每次航行结束后就进行结算,资本退还给投资者,获得的利润则按资本的大小在股东之间进行分配。这样每次航海的投资者都有所变化。拥有该公司 1000 英镑以上资本的股东有 500 余人,但有决定权的股东数量非常小。1602 年建立的荷兰东印度公司是世界上第一个永久性公司,它具有近代公司的一些基本特征:靠募集股本建立,具有法人地位,由董事会领导下的经理人员来经营。但在公司中,有支配地位的是商人寡头,只有主要股东才有可能成为经理,其他股东对于公司的经营毫无影响,只能享受到公司控制者随心所欲决定的分红。^①

在近代股份制企业的最初发展阶段,成为股东似乎是对成为合伙人的一种替代选择,目的是为了降低投资的风险。合伙人拥有企业的经营权,必须关注企业的经营过程;股东则已经脱离了具体的经营过程,成为专门关注投资所得的人。人们普遍认为分别成立于 1600 年和 1602 年的英国和荷兰的特许贸易公司是现代公司的起源。而现代公司从一开始就存在大股东同其他小股东之间的差别。前者有股东大会的选举权和被选举权,而后者只有看决算书的权力。因此大多数的股东不参与公司的活动,只享有对利益分配的请求权。比如当时在英国的东印度公司,权力集中在股东大会手中,而只有大股东才能参加股东大会。荷兰东印度公司组建时共 2153 股,56.9% 的股份为阿姆斯特丹商会所有,其余 43.1% 面向全国招募;公司由大股东组成“主要出资者会”作为公司最高权力机构;由“主要出资者会”选出 60 名董事组成董事会,作为公司决策机构(梅慎实,2001)。

然而,股份制企业刚出现就和“投机”、“诈骗”等字眼有联系。1720 年,英国发生了一场由一家特许贸易公司“南海公司”掀起的股票投机狂潮——史称“南海气泡”的金融诈骗事件。英国议会在 1720 年通过了《取

^① 亚当·斯密(1776)将当时的公司分为合组公司和合股公司两类,并论述了股东一开始的投资目的:“股东对于公司业务多一无所知,如果他们没有派别,大抵会心满意足地接受董事会每年或者每半年分配给他们的红利,不找董事的麻烦……这样省事而所冒风险只限于一定的金额,无怪乎许多不肯把资产投资于合伙的人,却向这方面投资。”