

【管理学学术前沿书系】

RESEARCH ON COLLUSION BETWEEN
MAJOR SHAREHOLDERS & COMPANY MANAGERS
AND CORPORATE GOVERNANCE EFFICIENCY

上市公司 大股东—管理者合谋 与公司治理效率研究

严也舟◎著



近年来，国际资本市场频繁爆发上市公司财务丑闻，而且呈愈演愈烈之势。这些事件不仅引发了全球资本市场的剧烈动荡，也给世界经济的发展前景蒙上了一层阴影。那么究竟是什么原因导致资本市场丑闻不断？本书的研究提供了一种全新的视角。

 经济日报出版社

上市公司大股东 - 管理者 合谋与公司治理效率研究

Research on Collusion between Major Shareholders &
Company Managers and Corporate Governance Efficiency

× × × 著

經濟日報出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司大股东 - 管理者合谋与公司治理效率研究 /
严也舟著. —北京: 经济日报出版社, 2012. 12

ISBN 978 - 7 - 80257 - 470 - 0

I. ①上… II. ①严… III. ①上市公司 - 企业管理 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 279824 号

上市公司大股东 - 管理者合谋与公司治理效率研究

作 者	严也舟
责任编辑	李 进
责任校对	刘雅溪
版式设计	金 丹
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区右安门内大街 65 号 (邮政编码: 100054)
电 话	010 - 63567960 (编辑部) 63588445 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	jb_xscb@ 126. com
经 销	全国新华书店
印 刷	
开 本	710 × 1000 毫米 1/16
印 张	9
字 数	130 千字
版 次	2013 年 4 月第 1 版
印 次	2013 年 4 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 80257 - 470 - 0
定 价	32. 00 元

版权所有 盗印必究 印装有误 负责调换

序 言

自上个世纪30年代以来，公司治理研究经历了近80年的发展，产生了两权分离理论、委托代理理论、利益相关者理论、超产权理论等一系列重要的理论成果。但如此丰富的理论研究成果都无法阻止世界范围内公司治理丑闻的频繁爆发，安然、施乐、世通、帕特拉马特、房地美等资本帝国皆因财务造假而相继倒塌。这些事件引发了国际金融市场的剧烈动荡，也使得公司治理成为企业管理领域最热门的话题。

中国的公司治理研究起步于20世纪90年代初期。随着我国市场经济体制的确立和资本市场的建立，建立现代企业制度成为国有企业改革的方向，而完善的公司治理结构是现代企业制度的核心，部分学者开始致力于研究中国的公司治理问题。经过20年的发展，他们的研究取得了丰硕的成果，形成了比较完整的理论分析框架，更重要的是这些理论成果被相关政府部门和公司治理当局广泛采纳，有力地推动了中国的公司治理法规和公司内部治理结构的完善，促进了中国经济的持续快速发展。但是毕竟中国资本市场是一个新兴加转轨的市场，企业股份制改革的时间较短，公司治理的理论研究和实践仍然处于起步阶段，对该领域的经验积累和规律认识都有限。虽然大多数大中型国有企业和上市公司的内部治理结构健全，但公司治理的效能还没有得到充分发挥，公司内部的代理冲突还相当严重，尤其是掌握着公司控制权的大股东利用关联交易、资金占用、发布虚假信息等多种手段侵害中小股东利益的问题近年来引起了社会各界的关注。中国公司治理问题的根源是什么？如何保障中小股东及其他利益相关者的利益？中国的公司治理适合采用英美的市场监管模式还是德日的内部监管模式？对这些问题的深入分析和正确解答将是今后一段时期中国公司治理理论研究者的重要任务。

本书主要对上市公司大股东与管理者合谋的机理及影响因素、合谋对大股东治理效率的影响等问题进行了系统的理论分析和实证检验，并提出了相应的防范对策，希望能为政府相关部门有关公司治理政策法规的制定和公司治理当局完善公司治理结构的决策提供有益的借鉴。

本书的研究认为，影响上市公司控股大股东与管理者合谋通过资金占用、关联交易等手段掠夺中小股东利益的严重程度的根本因素不是公司内部治理结构，而是外部治理环境。上市公司所在地区的法制化水平、政府对经济的干预程度等

外部治理环境主要通过影响公司股权结构、董事会构成等内部治理结构而影响公司信息不对称程度和控股大股东与管理者利益的相互依存度，最终影响控股大股东与管理者合谋的程度。

关于控股大股东与管理者合谋对公司治理效率的影响，本书的理论分析和实证检验的结果均支持如下结论：首先，大股东要通过关联交易、资金占用、盈余管理等手段实现对中小股东利益的侵占，离不开公司管理者的帮助和支持，也就是需要管理者的合作或合谋。大股东必须放弃部分对管理者的监督，让管理者通过职务消费、享受工作闲暇等方式获取私人利益，才能获得管理者的帮助和支持。所以，大股东与管理者的合谋不会强化大股东对管理者的监督，相反会弱化大股东的监督强度。其次，大股东与管理者的合谋侵占行为与公司价值增长是相悖的，大股东没有动力采用股权激励这种最有效的长期激励方式使管理者的利益与公司整体利益相容，从而导致激励机制的扭曲，激励效率下降。再次，投资形成的控制性资源或资产是大股东和管理者获取合谋收益的主要来源。在合谋的条件下，大股东选择投资于一个项目的标准是从这个项目所获得的股权收益和合谋收益之和大于零，而不是这个项目的 NPV 大于零，这样的投资决策会导致次优投资和过度投资的非效率性投资。

本书最后提出了抑制大股东与管理者合谋侵占的对策措施。本书认为，影响大股东与管理者的合谋掠夺行为的根本因素是公司外部治理环境，因此，要抑制上市公司控股大股东与管理者的合谋行为，降低代理成本，最根本的途径，是从改善外部治理环境入手。首先是要从完善上市公司的信息披露制度、完善证券民事赔偿制度和加强执法等方面采取措施，加强法律制度建设，提高投资者保护水平；其次，是要求政府果断地减少所持有的上市公司的国有股权，并且转变干预经济的方式，减少对经济的直接行政干预，多采用法律手段和经济手段调节经济，给市场主体—上市公司的正常运营创造一个良好的外部制度环境。

Foreword

In recent years, agency issue between controlling major shareholders and managers has become the focus of research in corporate governance field. Shleifer, Vishny and Johnson all thought that controlling major shareholders' invading to minority shareholders benefit is the core agency issue of modern company. Johnson et al. even use "tunneling" to describe the controlling shareholders' invading to minority shareholders. However, the newest research indicated that controlling major shareholders' invade to minority shareholders is the result of collusion with corporate managers. Because controlling shareholders rarely care about specific affairs of companies and only managers have the real capability to transfer company profits to private income, so major shareholders have to cooperate with managers and take advantage of managers' professional skill to realize their private interests. The Chinese market is an emerging and switching market. Because the development time is short, the investor legal protection system is not perfect, and moreover the government excessively uses administrative method to intervene economical movement instead of economic means and legal means, Chinese listed companies have formed the abnormal ownership structure of "one share dominates exclusively", which leads to serious invading of state-owned controlling shareholders to minority shareholders through collusion with corporate managers. This article analyses the major shareholders-managers collusion's mechanism, influencing factors and the influence to major shareholders' governance efficiency both in theoretical and in empirical, and then proposes the corresponding guard countermeasure. We hope our work can provide beneficial model for the capital market supervision organization's policy formulation.

This article argues that the basic factor that affects the extent of collusion between controlling shareholders and managers of listed companies is not the internal governance structure, but is the external governance environment. The external governance environment including legalization level, government intervention degree and so on affects corporate information asymmetry and mutual interdependence of economic benefit between controlling shareholders and managers through affecting corporate ownership structure, board of directors' constitution and so on internal governance structure, which finally af-

fects the collusion between controlling shareholders and managers.

with regard to the influence of major shareholder – manager collusion on corporate governance efficiency, the result of this article’s theoretical analysis and empirical examination both support the following conclusion: Firstly, major shareholders need help and support of managers if they want to invade minority shareholders’ benefit by means of related transaction, funds embezzlement, earnings management and so on. They can get the help and support of managers if only they give up in partly supervision over managers and permit managers obtain private interest through position – related consumption, lower working strength and so on. Therefore, major shareholder – manager collusion cannot strengthen major shareholders’ supervision over managers, instead it attenuates the supervision. Secondly, major shareholder – manager collusion contradicts corporate value promotion, so there is no force for major shareholders to drive managers’ benefit compatible with corporate benefit by means of stock ownership incentive, which leads to distortion of incentive mechanism and drops the incentive efficiency. Thirdly, controlling resources out of investment is the basic source of collusion income. Under collusion condition, the criterion that major shareholders choose an investment project is that the sum of stockholder rights income and collusion income is bigger than zero, instead of the net present value of the project is bigger than zero. Such investment decision will lead to second optimal investment and over investment.

This article finally proposes some measures of guard against collusion between controlling major shareholders and managers. It argues that since the basic factor affecting the extent of collusion between controlling shareholders and managers of listed companies is the external governance environment, so the basic way of guard against collusion is to improve the external governance environment. First, in order to enhance investor protection level, we should take some measures to consummate information disclosure system of the listed company, promote securities civil compensation system, and strengthen the law enforcement. Second, the government should reduce state – owned ownership of listed companies decisively, and reduce direct administrative intervention into economy, instead increasingly use legal means and economic means to regulate economy, so that the listed company can get a good external governance environment.

目录

序言	001
Foreword	003
第一章 导论	001
第一节 问题的提出	002
第二节 研究意义	003
第三节 国内外研究现状	004
一、代理人之间的合谋	005
二、大股东 - 管理者合谋	008
第四节 研究方法 with 结构安排	013
一、研究方法	013
二、本文的结构安排	014
第五节 本文的创新	016
第二章 公司治理基本理论	019
第一节 公司治理的概念	020
一、制衡机制说	020
二、控制决策说	020
三、制度安排说	020
第二节 公司治理的理论基础	021
一、两权分离理论	021
二、委托代理理论	022
三、利益相关者理论	023
四、超产权理论	025

第三章	大股东 - 管理者合谋的成因与影响因素的理论分析	027
第一节	概念界定	028
一、	大股东、非控股大股东、中小股东	028
二、	合谋	029
第二节	大股东 - 管理者合谋的成因	029
一、	大股东、管理者目标与公司目标不一致	029
二、	大股东、管理者与中小股东间信息不对称	030
三、	大股东、管理者私人利益相互依存	031
第三节	大股东 - 管理者合谋的影响因素	032
一、	公司内部治理结构的影响	032
二、	外部治理环境的影响	036
第四节	结论	040
第四章	大股东 - 管理者合谋与公司治理效率的理论分析	041
第一节	引言	042
第二节	合谋与监督效率	043
第三节	合谋与激励效率	046
一、	管理者激励的基本理论与实践	046
二、	合谋扭曲激励机制	047
第四节	合谋与投资效率	049
一、	次优投资	050
二、	过度投资	051
第五节	结论	052
第五章	股权集中度、董事会独立性与治理环境的实证分析	053
第一节	引言	054
第二节	理论分析与假设的提出	055
一、	股权集中度与治理环境	055
二、	董事会独立性与治理环境	056
第三节	研究设计	057
一、	样本与数据来源	057

	二、变量定义和描述·····	057
	三、研究模型·····	060
第四节	实证结果及分析 ·····	061
	一、治理环境对股权集中度的影响·····	061
	二、治理环境对董事会独立性的影响·····	063
第五节	结论 ·····	065
第六章	内部治理结构与合谋程度实证分析·····	067
第一节	引言 ·····	068
第二节	理论分析与假设提出 ·····	069
	一、控股股东持股比例对资金占用的影响·····	069
	二、非控股大股东持股比例对资金占用的影响·····	070
	三、控股股东产权性质对资金占用的影响·····	070
	四、控股股东的组织形式对资金占用的影响·····	070
	五、董事会构成对资金占用的影响·····	071
第三节	研究设计 ·····	071
	一、样本与数据来源·····	071
	二、模型与变量设计·····	072
第四节	实证分析 ·····	073
	一、变量描述性统计·····	073
	二、相关性分析·····	074
	三、多元回归分析·····	075
	四、稳健性分析·····	077
第五节	结论 ·····	078
第七章	外部治理环境与合谋程度实证分析·····	079
第一节	理论分析与假设提出 ·····	080
	一、法律制度对资金占用的影响·····	080
	二、政府干预对资金占用的影响·····	082
第二节	研究设计 ·····	082
	一、样本与数据来源·····	082
	二、模型与变量设计·····	083

第三节 实证分析	084
一、变量描述性统计.....	084
二、相关性分析.....	085
三、多元回归分析.....	085
四、稳健性检验.....	086
第四节 结论	087
第八章 大股东管理者合谋影响公司治理效率的实证分析.....	089
第一节 引言	090
第二节 大股东管理者合谋与监督效率的实证研究	092
一、理论分析与研究假设.....	092
二、研究设计.....	094
三、实证检验结果及分析.....	095
第三节 大股东 - 管理者合谋与激励机制的实证研究	096
一、理论分析与假设的提出.....	096
二、研究设计.....	097
三、实证分析.....	098
第四节 大股东 - 管理者合谋与过度投资行为的实证研究	101
一、理论分析与假设的提出.....	101
二、研究设计.....	103
三、实证分析.....	105
第五节 研究结论	109
第九章 抑制大股东与管理者合谋的对策.....	111
第一节 加强法律制度建设，提高投资者保护水平	112
一、完善信息披露制度.....	112
二、完善证券民事赔偿制度.....	114
三、加强执法.....	115
第二节 减少政府对经济的行政干预	116
一、减持国有股.....	117
二、转变政府职能，采用法律手段和经济政策手段调控 经济.....	117

第十章 结束语	119
第一节 本文的主要结论	120
一、大股东与管理者合谋的成因	120
二、大股东与管理者合谋的影响因素	120
三、大股东与管理者合谋对公司治理效率的影响	121
四、抑制大股东与管理者合谋的对策	121
第二节 研究展望	122
参考文献	123
后记	130

第一章 导 论

第一节 问题的提出

20 世纪 30 年代初美国学者伯利和米恩斯对美国 200 家最大的非金融公司的股权结构进行了分析研究，发现 20 年代末大型上市公司的股东人数大大增加，股票所有权高度分散，大多数股东都是个人投资者，每个股东所持有的股份仅占公司总股份很少的部分。与这种股权分散化的趋势相伴的是股东投票权的作用日益减小，企业经营者逐渐取代投资者掌握了企业的控制权，这就是伯利—米恩斯模式。企业所有者将自己投入公司的财产交与经营者来管理，从而确立了他们之间的委托—代理关系，拥有所有权的全体股东是委托人，拥有控制权的经营者是代理人。由于委托人与代理人拥有不同的目标函数，以及信息不对称和合同的不完备性，掌握了企业控制权的经营者的就有可能在追求自身效用最大化的过程中采取背离股东财富最大化的机会主义行为，对所有者的利益造成损害，这就是代理问题。在伯利—米恩斯之后的近半个世纪，研究股权结构的学者一直以“两权分离”作为研究的前提，因此，所有者与经营者之间的利益冲突一直被认为是现代公司中的核心代理问题。

近年来一些学者发现，世界上大部分国家的企业股权不是高度分散而是相当集中的。在集中的股权结构下，公司的大股东按照持股比例对公司的经营决策拥有较多的投票权，持股比例足够多的大股东甚至可以派遣自己人担任公司的董事会成员和高层管理者，因此大股东有能力获得关于公司经营的较充分的信息，在公司经营决策中发挥重要作用。同时由于大股东在公司拥有较多的利益，公司经营不善对大股东会造成很大的损失，因此大股东存在很强的动力对公司经营者进行监督。基于以上两点，大股东的出现可以抑制经营者的道德风险，降低所有者与经营者之间的代理成本。但是大股东的出现又带来了新的代理问题，那就是大股东对中小股东利益的侵占。当企业存在大股东时，大股东代表全体股东掌握着企业的控制权，小股东和大股东之间成为典型的委托代理关系。在小股东—大股

东的委托代理关系中，同样存在委托人和代理人的目标函数不一致、信息不对称和合同不完备的特点，作为代理人的大股东必然会利用手中的控制权谋取私利，损害其他股东的利益，从而导致控股股东掠夺小股东的代理问题。正如 La Porta、Lopez-de-silanes、Shleifer 和 Vishny (1999，以下简称 LLSV) 所言，世界上大多数国家的公司主要的代理问题是控股股东掠夺中小股东，而不是职业经理侵害外部股东利益。控股股东可能采取资金占用、关联交易、股权稀释、盈余管理、股利分配等多种手段对中小股东进行掠夺。这种掠夺是导致公司价值下降的根本原因。Burkart et al. (2003) 的研究进一步指出，大股东对公司中小股东的利益侵占是与公司管理层合谋的结果。因为大股东并不直接参与公司的日常经营管理，很少直接过问公司的具体事务，对公司的具体运作程序也不是十分熟悉，要想转移公司利益，只有通过管理者的行为才能实现。

中国市场是一个新兴加转轨市场，由于发展时间短，保护投资者的相关法律体系和司法体系不健全，而且政府采用行政手段代替经济手段和法律手段对经济运行过度干预，导致上市公司中国有股“一股独大”的畸形股权结构，国有控股股东利用其绝对控股地位与管理者合谋掠夺中小股东利益的行为相当严重。本世纪初以来，这一问题已经引起社会各界的广泛关注，很多学者开始借鉴国外的研究方法研究中国上市公司的代理问题。但是大部分学者忽视了管理者的作用，仅仅考虑了控股股东与中小股东之间的利益冲突。研究最多的问题是影响控股股东利益侵占程度的因素。最近几年，部分学者注意到了管理者在控股股东利益侵占行为中发挥的作用，开始从控股股东与管理者合谋的角度研究控股股东的利益侵占行为。肖艳 (2005) 的研究认为：大股东谋求控制权私人收益和经理谋求私人收益具有高度的相关性，双方都具备了主观能力和客观条件。而我国资本市场特殊的制度安排使得合谋成为大股东和经理实现个人利益最大化的理性反应。罗建兵运用一个博弈模型推导了控股股东和管理者合谋的生成机理，得出了“信息优势产生租金、租金和效率的权衡决定合谋的生成与制衡”的观点，并提出了制衡合谋的措施。

本文主要研究上市公司控股股东与管理者合谋的成因、影响因素以及合谋对公司治理效率产生的影响，并以中国深沪两市的上市公司为样本进行实证检验，以期能够找到防范合谋行为、提高公司治理效率的有效途径。

第二节 研究意义

20 世纪 90 年代以来，资本市场频繁爆发上市公司财务丑闻，美国的安然公

司、世通公司财务造假，中国的科龙电器、莲花味精、神马实业等一系列公司的大股东资金侵占。这些事件使得公司治理问题迅速成为公司金融领域的研究热点，学者们开始重新审视公司内部代理问题。La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny（2002）等人的研究发现，世界上大部分国家的企业股权不是高度分散而是相当集中的，大部分公司都至少存在一个持股比例超过 5% 的大股东，这些大股东利用其拥有的对公司的控制权侵害中小股东的利益是导致公司价值下降的根本原因。Burkart et al.（2003）的研究进一步指出，大股东对公司中小股东的利益侵占是与经理层合谋的结果。

合谋普遍存在于经济社会的不同组织之间和同一组织内部的不同利益主体之间。经济理论对组织间的合谋研究已经形成了比较成熟的分析框架，而对组织内的合谋研究起步于 20 世纪 80 年代，还是一个新兴领域。虽然近年来以拉丰和梯若尔为代表的经济学家运用博弈论和不完全契约理论，建立了组织内合谋的一般分析框架（P-S-A 框架），奠定了组织内合谋理论的研究范式，但对合谋的生成机制和合谋对公司治理效率的影响还缺乏系统的分析研究，他们的一些研究结论也缺少实证证据的支持。而且 P-S-A 分析框架不适用于公司大股东与经理层之间的合谋。因此对公司大股东与经理层合谋的生成机制和对公司治理效率的影响的理论研究和实证检验具有重要的理论意义。

中国资本市场是一个新兴市场，由于市场运行的制度建设相对落后，市场主体—上市公司的内部治理结构不完善，上市公司的控股大股东与管理者合谋掠夺中小股东利益的行为非常严重。这不仅直接导致了上市公司的价值低下，使中小投资者的信心大受打击，更是阻碍中国资本市场健康稳定发展的毒瘤。我们通过对大股东与管理者合谋的机理及影响因素、合谋对大股东治理效率的影响等问题进行系统的理论分析和实证检验，进而提出相应的防范对策，希望能为资本市场监管机构的政策制定提供有益的借鉴。

第三节 国内外研究现状

对合谋行为的研究发端于 20 世纪 20 年代对卡特尔的垄断价格维持的研究。Chamberlin（1929）等发现，各个行业中生产同类产品的少数大企业认识到价格竞争会减少各自的利润，于是他们相互勾结，达成协议——限制产量，维持高位垄断价格。此后在相当长的一段时间内，对合谋行为的研究主要集中于企业间价格竞争中的合谋。到了 20 世纪 80 年代，经济学家（Hendricks、Porter 等）开始

运用合谋理论研究拍卖行为。不论是对卡特尔行为的研究，还是对拍卖行为的研究，都属于组织间的合谋理论，这是合谋理论发展的第一个阶段。20世纪80年代以来，以Tirole和Laffont为代表的经济学家运用博弈论和不完全契约理论，把合谋理论引入到产业组织内研究，开创了合谋研究的第二个阶段。

一、代理人之间的合谋

Tirole和Laffont等人对组织内合谋行为的研究是基于Berle-Means式的分散的股权结构。在分散的股权结构下，公司的每一个股东持股比例都不高，他们或者没有精力参与公司的经营管理，或者是能力有限，因而要雇佣代理人来代替他们管理公司。掌握了公司控制权的代理人往往不按照股东财富最大化的原则进行决策，而是相互勾结起来以牺牲股东利益为代价谋求自身利益，于是代理人之间的合谋形成了。

(一) 合谋产生的原因

Antoine Faure-Grimaud、Jean-Jacques Laffont and David Martimort (2003) 的研究认为，一个组织内可能生成两种类型的合谋：一种是水平合谋，即处于同一层级的两个生产效率不同的代理人之间的合谋。高效率的代理人和低效率的代理人拥有自身生产成本的信息，并且相互了解对方的成本信息，一旦委托人不具有这些信息，高效率的代理人就会与低效率的代理人勾结，出让一部分信息租金换取低效率的代理人向委托人隐瞒信息。另一种是垂直合谋，即拥有信息优势的监管者在激励不足时与下层代理人合谋分享信息租金。梯若尔(1986)运用信息经济学理论和不完全契约理论建立了一个由委托人、监管者和代理人组成的三层的分析框架(P-S-A框架)，系统地分析了监管者和代理人合谋行为的发生与防范机制。在P-S-A框架中，代理人拥有生产成本的私人信息，监管者有能力观测到代理人的成本信息，而委托人是不知情的。如果监管者观测到了低成本的代理人的成本信息并报告给委托人，委托人就会向代理人提供一份无租金的合约；如果监管者没有观测到代理人的成本信息，低成本的代理人就会得到一份有正租金的合约。如果监管者观测到成本信息但谎称没有观测到并隐瞒信息，就有机会与低成本代理人合谋分享租金。但梯若尔并不认为信息不对称是合谋形成的决定因素，信息不对称和不完全契约只是产生合谋的条件，互惠才是促成组织成员间合谋的根本因素。某组织的一个成员—代理人1，利用在组织设计时授予他的处理权帮助另一个成员—代理人2，帮助的基础在于信息是由代理人1而不是由中心占有。为了交换好处，代理人2提供一个私下转让(side transfer)，或者利用他在组织内的处理权为代理人1谋利益。代理人的力量由