



中国经济文库·应用经济学精品系列

Research on Shareholders Relations of
Listed Company Based on Symbiosis Theory

上市公司大小股东关系： 基于共生理论的研究

杨松令 著
刘亭立



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京市自然科学基金项目“上市公司股东行为实证研究”(项目编号: 9082001)



中国经济文库 · 应用经济学精品系列

Research on Shareholders Relations of
Listed Company Based on Symbiosis Theory

上市公司大小股东关系： 基于共生理论的研究

杨松令 著
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

上市公司大小股东关系：基于共生理论的研究/杨松令，刘亭立著.

北京：中国经济出版社，2012.8

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1333 - 0

I. ①上… II. ①杨…②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 (2011) 第 269652 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 10.25

字 数 127 千字

版 次 2012 年 8 月第 1 版

印 次 2012 年 8 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1333 - 0/F · 9173

定 价 32.00 元

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:010-68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390)

服务热线:010-68344225 88386794

前 言

十多年前，当我还在中国人民大学攻读博士学位时，出于对中小企业财务问题的兴趣，我拜读了袁纯清的著作《共生理论——兼论小型经济》。“共生不仅是一种生物识别机制，也是一种社会科学方法”这一论述让我耳目一新，让我开始追踪有关共生乃至生态学理论在经济研究中的应用，我阅读了大量相关文献。共生理论在经济研究领域的应用可追溯到上世纪60年代，研究主题涉及到合作战略、公司规模效应、小企业依赖大企业完成国际化进程等方面。

2000—2001年，我在西澳大利亚大学做访问学者，跟随菲利普·布朗教授系统地研习资本市场会计研究的方法。回国后，我又把资本市场会计问题作为一个研究方向。在那一时期，“隧道挖掘”理论的提出为资本市场会计研究带来新的主题，加之国内资本市场渐趋壮大，数据资料的积累比较丰富，大股东侵害小股东利益的研究成为学界关注的焦点，研究论点甚至出现了一边倒的现象。与此同时，我关注到一个有趣的现象，那就是尽管诸多的研究都认为大股东侵占了小股东的利益，但实践中小股东依然不减入市的热情，例如2001—2005年底我国沪深两市账户总数分别为6898.67万户、6841.84万户、6981.23万户、7215.74万户和7336.07万户，而到2006年底，两市账户总数达到7854.01万户，到2007年，沪深两市账户总数更是突破1亿户。由此引发出一个让我深思的问题：是不是大股东对上市公司和中小股东的利益具有天然的侵占欲望？既然大股东侵占中小股东利益，为什么小股东会留在这样的公司？

在我对这个问题苦苦思索时，我突然有了一个大胆的设想：信息不对

称可能是其中的一个原因，但绝不会是全部的答案，因为作为经济人，中小股东一定会有自己的利益取向与判断准则。如果控股股东天然具有侵害中小股东利益的倾向的假设成立，那么中小股东肯定不会像现在这样涌向上市公司。进而，如果控股股东天然具有侵害中小股东利益的倾向的假设不能成立，那么我们可以假设控股股东和中小股东也是可以和谐存在的。多年来一直萦绕于心的共生理论仿佛突然之间让我找到了研究的突破点。

能否将共生理论应用于上市公司股东关系研究？这对于我来说是一个具有挑战性的问题，因为之前的研究基本上都是完全遵循代理理论。在与研究团队其他成员的多次讨论中，研究的可行性逐渐得以确定。首先，从系统的角度来看，上市公司是一个组织平衡体，控股股东与中小股东是其主要资本构成方，具有可兼容的内在性质。按照科斯的企业契约理论，在剩余索取权的分配上，控股股东与中小股东没有权力上的差异，只是分享比例的区别而已。所以相对于企业其他的利益相关者，获取更多单位份额的剩余收益是二者共同的目标，保持上市公司稳定、持续的经营也是二者共同的期望。但控股股东与中小股东的利益又不可能完全一致，矛盾与竞争也是一种常态。在剩余收益的实现过程中，由于股票份额性质的差异导致控股股东与中小股东的能动作用完全不同，控股股东可以通过派出董事从而在公司经营决策中占有主动的话语权，而中小股东则通常只能选择接受决策的后果或者退出公司，控股股东获得控制权私人收益的空间也就产生了。其次，从资产的流动性来看，控股股东所持股权具有较高的“专用性”特征，转让股份的成本更高。中小股东更加灵活、方便，控股股东对于获取长期持有收益的动机更加强烈。最后，从管理与监督的视角来看，由于持有较多股份，控股股东与公司利益可能趋同；但当控股股东的控制权与现金流权相分离时，也存在侵害中小股东的利益从而扩大自身效用的动机。综上，控股股东与中小股东的对立统一关系恰为共生理论在公

司财务研究中的运用提供了契机。

2008年，我所带领的研究团队以此为选题成功申请到了北京自然科学基金管理科学类项目资助，在这个研究平台上，我们试图回答以下问题：在我国资本市场的现实环境中，控股股东与中小股东的共同利益是如何实现的？随着股权分置改革的完成，在全流通的背景下，利益侵占还会是控股股东的主要行为方式吗？控股股东与中小股东之间存在哪些关系模式？其影响因素是什么？控股股东与中小股东是如何分享利益的？如何才能达到利益的协调？什么样的环境条件下，二者才可能达到均衡？是否存在双赢的实现条件？

本书正是此项研究的主要成果。在此感谢程宇、李丽莎等团队成员的辛勤工作。随着项目的进展，我愈加明显地体会到这一领域还有许多问题值得深入探究，希望本书能起到抛砖引玉的作用。

杨松令

2012年2月

目 录

CONTENTS

前 言

第一章 引言 / 1

第一节 选题背景与研究意义 / 1

第二节 研究框架与研究方法 / 5

第三节 可能的贡献与创新 / 7

第四节 章节内容安排 / 8

第二章 相关文献综述 / 11

第一节 公司治理相关理论综述 / 11

第二节 股东行为关系相关研究综述 / 13

第三节 生态学相关理论研究综述 / 19

◎本章小结 / 21

第三章 共生理论与大小股东关系研究的契合性分析 / 23

第一节 生态学的理论基础 / 23

第二节 生态学理论在人文社科研究领域应用的学术传统 / 28

第三节 共生理论作为股东关系分析基石的可行性 / 33

◎本章小结 / 35

第四章 大小股东的生态关系分析 / 37

第一节 大小股东的生态定位 / 37

上市公司大小股东关系：基于共生理论的研究

Research on Shareholders Relations of Listed Company Based on Symbiosis Theory

第二节 基于共生理论的大小股东关系分析 / 42

第三节 大小股东共生度的测定 / 45

第四节 案例研究 / 52

◎本章小结 / 73

第五章 大小股东的共生模式研究 / 75

第一节 与共生模式相关的主要概念界定 / 75

第二节 大小股东共生模式的构建 / 77

第三节 共生单元对大小股东共生模式的影响分析 / 97

第四节 共生环境对大小股东共生模式的影响分析 / 99

第五节 大小股东共生影响主要因素的实证研究 / 102

◎本章小结 / 110

第六章 大小股东的共生收益研究 / 111

第一节 共生收益相关概念界定 / 111

第二节 共生度与共生收益的关系分析 / 118

第三节 共生收益影响因素的实证研究 / 124

◎本章小结 / 134

第七章 研究总结与展望 / 137

第一节 研究结论与启示 / 137

第二节 研究不足与展望 / 139

参考文献 / 141

附录 / 149

引 言

第一节 选题背景与研究意义

一、选题背景

股东行为研究一直是公司治理领域的热门话题。20 世纪 30 年代，美国学者 Berle 和 Means（1932）提出，随着股权结构的分散，所有权与经营权的分离导致了所有者与经营者的利益冲突。经营者很可能为了追求个人自身利益的最大化，利用在职消费、为自己支付过高的工资等手段损害所有者的利益。由此，传统委托代理理论将代理问题主要归结为所有者—经营者的代理冲突问题，研究的主要关注点也在于如何设计一整套公司治理的框架以更好地约束经营者的行为，使其利益目标与所有者相一致。

国内外很多研究都是从控股股东侵占中小股东利益的视角进行的，认为大股东（主要指控股股东）为谋求控制权收益，不可避免地要对中小股东利益造成侵害。现实当中，也不乏案例为此佐证：从猴王股份到三九药业，从飞天系到托普系等确实证明了大股东与中小股东严重的代理问题冲突。这些研究都以委托—代理理论为主要支撑，认为控股股东与中小股东

之间的利益冲突为第三类代理问题，大股东对中小股东和上市公司利益侵害的根源是大股东，因此，要解决这一问题应该实行股权分散。

然而，随着实际经营环境的变化，越来越多的学者注意到股权分散这个事实已经悄然发生了巨大的变化。从 20 世纪 90 年代起，许多文献论证了在世界范围内，股权集中比股权分散更成为一种普遍的现象。Shleifer 等（1986）研究表明美国也存在不少所有权集中的情况，La Porta 等（1999）证明了在其他发达国家或发展中国家，股权集中程度更高。世界各地区、各国的大型公司也都普遍存在着能起主导作用的大股东（Claessens 等，1999）。吴斌和翁恺宁（2003）在其研究中对美国 and 德国不同的股权集中持股模式进行了详细的例证。从我国情况来看，股权分置改革以前，由于国有股、法人股的存在且被限制流通，股权高度集中为国内学者所诟病。从 2005 年实施股权分置改革以来，从整体来看，第一大股东的控制力仅有较小的减弱，这说明我国上市公司大股东依然存在，不可能通过股改而绝对消除。

事实上，由于大股东的普遍存在，该类股东可以在董事会中或管理层中派出高级管理人员，甚至自己直接担任上市公司的高管，其对公司的管理本身就体现了所有权和经营权的统一。而对于持股比例不高的中小股东来说，其无力担任某种管理职责，更鲜有进行管理决策的行为，从而自身的控制权实质上是被控股股东代理行使。从这层意义来看，控股股东和受其控制的管理层组成的内部人集团与中小股东和其他利益相关者组成的外部人集团形成了新的委托代理冲突。

经典委托代理理论呼吁公司应该实行股权分散，而事实呈现的结果却是控股股东在世界范围内普遍存在，且公司股东在控制权市场的争夺有愈演愈烈之势。控股股东通过侵害行为获得额外收益，并且严重损害了中小股东的利益。唐宗明和蒋位（2002）证明了我国上市公司大股东

侵害小股东的程度远高于英美国家。现实当中也不乏相应的例子：2005年国务院发布了《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》，规定对已经侵占的资金务必在2006年底前偿还完毕。这从侧面说明大股东占款已经在上市公司达到相当大的规模，引起了政府管理部门的极大重视。此外，据作者不完全统计，2005—2009年期间深圳证券交易所上市公司诚信档案中披露了近40家受到公开谴责的公司，其中绝大多数违规事项涉及资金占用、违规担保、提供虚假信息或重大误导性陈述，显然控股股东难逃其责。

以传统委托代理理论可以很好地解释大股东侵占以及获取控制权收益的现象，但在现实当中已经被实践验证过的大股东支持行为却缺乏拥有足够说服力的理论支撑。例如在韩国、中国香港、印度等地均有学者证明大股东对上市公司进行支持。在我国，一些学者研究证实了大股东存在支持行为，如ST公司在一年内的较高的累积超额报酬率。如果大股东天然拥有侵害中小股东的倾向，并拥有理性思维，那么他的支持行为是否符合利益最大化原则呢？

另一方面，中国证监会公布的统计数字表明，我国沪深两市的股票交易有效账户数从2007年底的9280.59万户增长到2010年底的13391.04万户，增长率约为44.3%，面对如此积极投身到资本市场中的投资者，我们不得不思考大股东对上市公司和中小股东是否只具有天然的侵占欲望？答案如果是肯定的，那中小股东又何必进入并留在资本市场中忍受大股东的侵害？其中的一个原因可能是信息不对称，但不能作为全部的答案。中小股东作为经济人，有自己的利益取向与判断准则，若大股东只是天然具有侵害小股东利益的倾向，那么，中小股东不会如此积极地涌向上市公司。

很多文献对大股东侵占公司和中小股东利益的问题进行研究，我们并

不否认这种现象的存在。尤其在我国的资本市场的现实环境中，还没有建立健全一套完善的法律制度，大股东控制的问题比较突出。当然，对中小股东的权利进行保护的呼声日益高涨，各种措施也在逐步实施。

在本书中，我们引入生态学的相关理论，试从生态学的视角对上市公司大股东与中小股东的关系进行诠释，从这一全新的角度追本溯源，客观地分析上市公司大股东与中小股东的行为关系，为目前有关股东之间问题的研究提供新的理论指导及可供借鉴的研究思路。同时，为大股东的行为动机、中小股东的影响提供新的经验证据。

二、研究意义

通过新视角研究我国特定资本市场环境下大小股东的关系，本书的理论模型构建、大样本检验一般性结论以及典型案例研究具有如下意义。

现实意义：本书的研究充分考虑股权分置改革完成和新企业会计准则的颁布等重大经济事项，从新的维度深入探析上市公司大小股东的关系与影响因素，从而在实践中：第一，为证券市场参与者评价上市公司质量提供实证证据及新的可操作工具，促进上市公司乃至整个资本市场的良性发展；第二，为证券监管部门与政策制定机构提供经验证据，提高监管的有效性及政策的针对性；第三，为高校、科研机构、咨询公司的教学与培训提供数据支持和案例素材。

理论意义：第一，拓宽了上市公司股东行为的研究视野，为学术界研究股东行为问题提供了新的理论研究框架及可供借鉴的思路，为公司股权结构领域贡献新的文献。第二，从理论上明晰了控股股东与中小股东之间的本源关系，明确了上市公司控股股东与中小股东和谐共生的条件与边界，提出评价上市公司大小股东关系的新标准，为建立大小股东公平互惠共生关系提供理论和经验证据。第三，探析了控股股东与中小股东共生收

益的实现与影响因素，为上市公司控制权收益的研究提供了新的视角。为目前有关股东之间问题的研究提供新的理论指导和研究思路，为大股东的行为动机与影响提供新的理论依据。

第二节 研究框架与研究方法

一、研究思路与框架

在本书中，首次引入了一个生态学的理论——共生理论，试图以一个全新的视角，对我国上市公司股东之间的关系进行诠释，并试图找到使大股东与中小股东达到和谐共生的双赢局面的策略。

总体的研究思路是以共生理论为基础，对大小股东进行生态关系定位与分析，进而研究大小股东可能的共生模式及其影响因素，最后研究大小股东的共生收益。研究的总体框架如图 1-1 所示。可以概括为：“基于一项理论，立足两个视角，采用三种方法，明晰四个问题”。其中，“一项理论”就是以共生理论为代表的生态学理论，这是本项研究贯穿始终的理论主线；“两个视角”主要是指大股东（控股股东）与中小股东两个不同的利益主体；“三种方法”主要包括规范研究、案例研究与实证研究；“四个问题”包括：共生理论应用于股东关系研究的契合性论证，大小股东的生态关系，大小股东的共生模式，大小股东的共生收益。

这四个问题具有内在的递进关系，共生理论可否应用于股东关系的分析是研究要解决的首要问题。虽然共生理论应用于股东关系分析是本书的主要创新之一，但在经济领域，共生理论的应用已不乏诸多成果，本书的研究将以此为出发点，结合公司治理等相关理论，对大小股东的内在关系

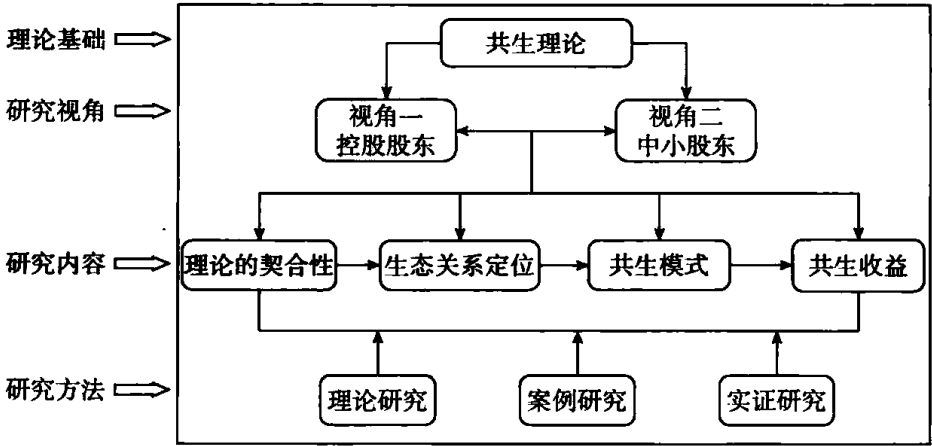


图 1-1 研究框架

进行解析，从而论证应用共生理论分析股东关系的契合性。在引入生态学理论之后，从生态学的角度重新定位大小股东的关系就顺理成章，在共生理论框架下，大小股东的共生度测定及其影响是我们要解决的核心问题。进而，本书将进一步通过博弈分析大小股东的共生模式，并通过实证研究检验共生模式的影响因素。最后，书中将界定大小股东在共生过程中实现的共生收益，以及共生收益的影响因素。

二、研究方法与技术路线

本书所采用的研究方法主要有三类：理论研究、案例研究与实证研究。

以共生理论为基础，同时应用博弈论、信息经济学理论、契约理论、行为金融理论等，对共生理论与股东关系的契合性、股东的生态定位等问题进行理论分析和分析式论证，通过演绎为实证研究提供理论基础与模型前提，实证结果又为归纳提供证据支持。

结合研究主题，对大小股东的共生度及其经济后果进行典型案例研究，明确了共生度的简单测定思路和方法，使其具有一定可行性。

针对大小股东的共生模式和共生收益问题，采用了大样本的实证研

究方法，主要通过 T - 检验、聚类分析与多元线性回归，明确了共生模式和共生收益的影响因素，对于构建大小股东的共生互惠、共生关系，实现最大化的共生收益具有一定的现实意义。

研究的技术路线如图 1 - 2 所示。

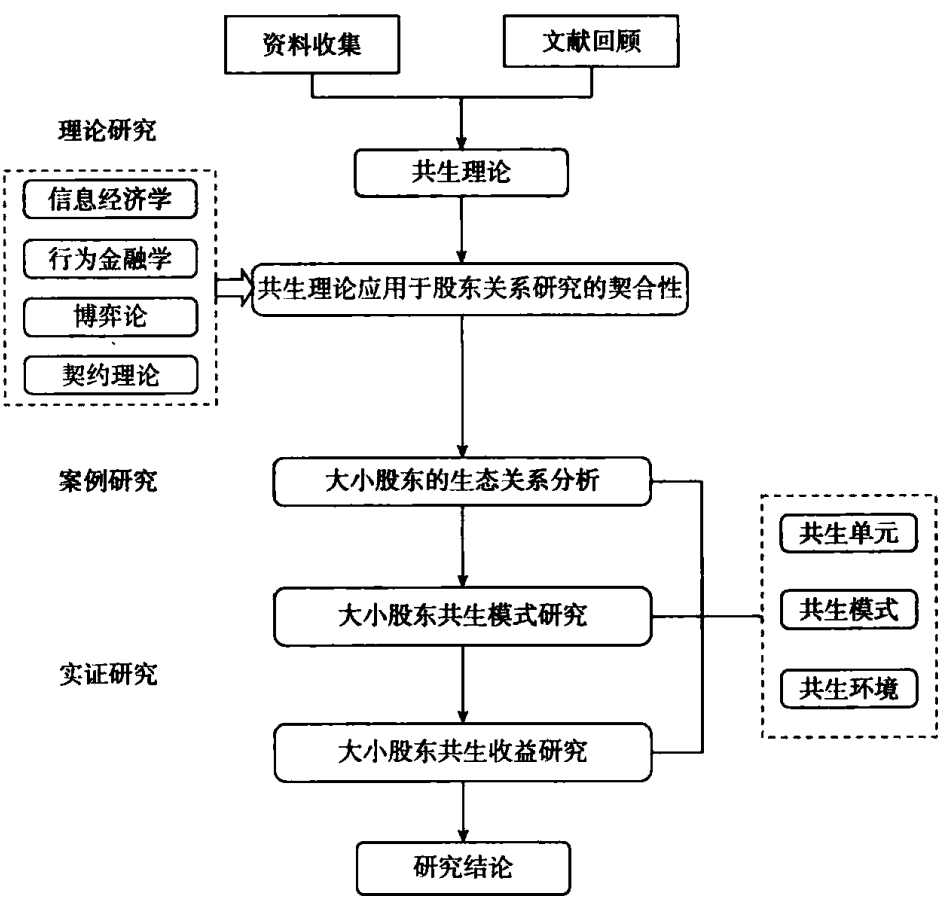


图 1 - 2 研究技术路线

第三节 可能的贡献与创新

本书在我国新的制度背景下，首次把生态学理论引入上市公司财务研究领域，在理论上有一定创新性。进一步丰富和拓展了上市公司股东关

系、公司治理的研究视野，积累了股东关系研究的新文献，而且本书的研究结论对于通过改善股东关系，提升公司治理水平，从而实现公司价值最大化具有实践性的指导意义。具体来说，本书可能在以下两个方面有新的突破。

第一，在研究框架的构建上，本书丰富了目前有关股东关系研究的理论支撑。对股东关系的关注是股权结构研究深化的必然趋势，生态学理论在人文社科与经济领域应用的学术传统为本书奠定了良好的基础背景，大小股东系统性、竞争性、动态性的关系特质与共生理论具有高度的契合性，因此，以共生理论为基础构建大小股东关系分析的新框架不仅可行，而且有益于从新的视角和思路研究大小股东关系，从而将这一主题的研究不断深化。

第二，从研究成果的应用层面看，本书的研究可为上市公司股东关系的评估和完善提供切实的指导和帮助，为上市公司通过改善股东关系提升公司价值提供了参考路径。本书研究的政策含义在于，上市公司大小股东在本质上存在共生关系，但不同的公司在共生度与共生模式上存在差异，从而导致共生收益的差别。对于上市公司的外部监管，应该关注控股股东的性质、公司规模等对股东共生模式的影响，针对不同性质的控股股东、不同规模的上市公司进行有区别的分类管理，从而可以实现有重点、有针对性地对股东关系进行监督与管理。

■ 第四节 章节内容安排 ■

本书的逻辑结构按照研究思路逐一展开，首先回顾了相关的研究文献，论证了共生理论应用于股东关系分析的可行性，在此基础上，进一步

对大小股东的生态关系进行分析与定位，分析了大小股东共生模式的类型与影响因素，最后，探讨了大小股东共生收益的计量。章节内容安排如图 1-3 所示。

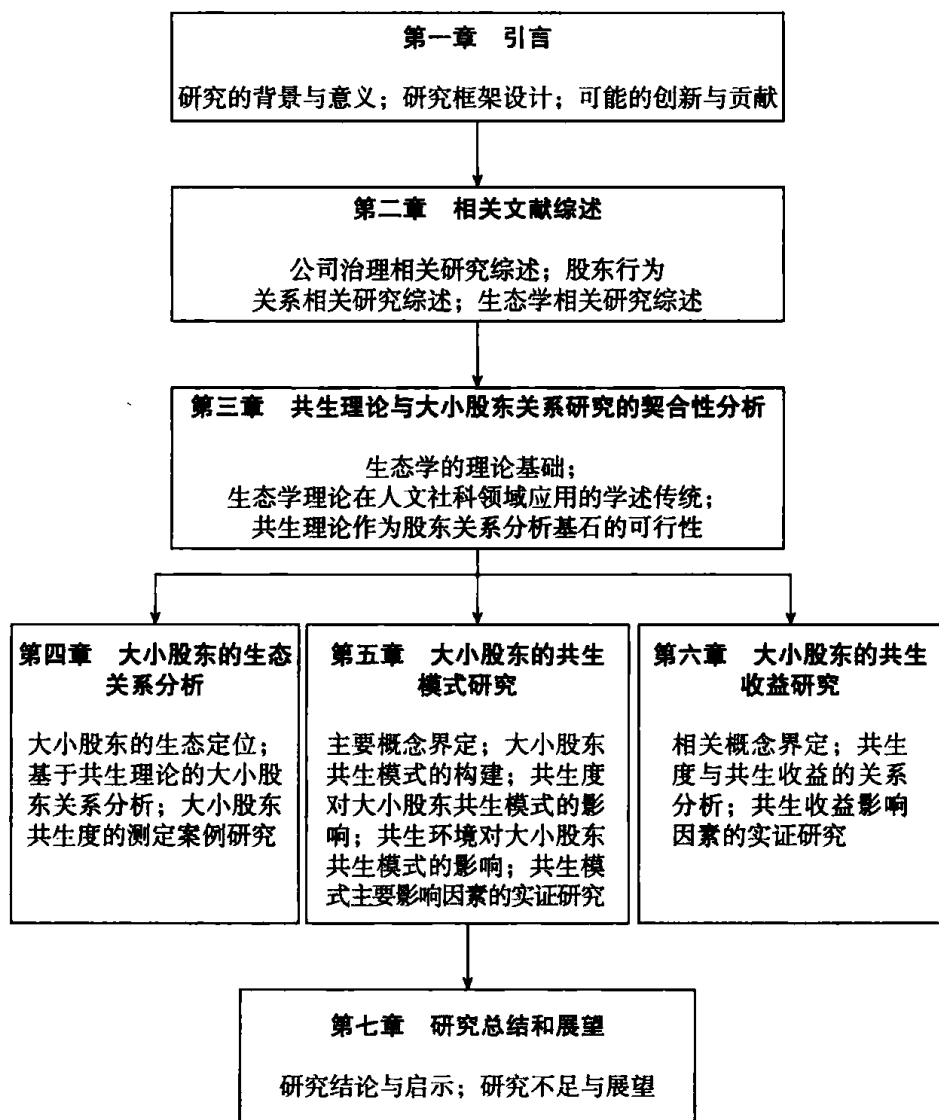


图 1-3 章节内容安排

本书共分为七章，具体章节安排如下：

第一章为引言。主要介绍本书的研究背景、研究框架、所采用的主要方法与技术路线、可能具有的创新与章节内容安排等。