



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

上市公司大股东激励 问题研究

刘茂平 / 著

SHANGSHI GONGSI DAGUDONG JILI
WENTI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

上市公司大股东 激励问题研究

刘茂平 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司大股东激励问题研究/刘茂平著.
—北京: 经济科学出版社, 2012. 11
(中青年经济学家文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 2447 - 7

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 219463 号

责任编辑: 程晓云
责任校对: 杨海
版式设计: 代小卫
责任印制: 王世伟

上市公司大股东激励问题研究

刘茂平 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191537
网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)
电子邮件: [esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.5 印张 170000 字
2012 年 11 月第 1 版 2012 年 11 月第 1 次印刷
ISBN 978 - 7 - 5141 - 2447 - 7 定价: 18.00 元
(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)
(版权所有 翻印必究)

前 言

公司股权的高度集中使得大股东控制已经成为现实，变成整个世界的一种规则。这种变化给公司治理带来了“大股东—小股东”之间的新的代理问题，比如大股东的“隧道挖掘”行为。然而，作为由于法律不健全无法保护投资者利益的一种替代机制而出现的公司治理机制，大股东在公司治理中的积极作用也是不容忽视的。因此，大股东也有激励的必要。大股东激励是指，在公司治理中企业运用以控制权收益为载体的多种激励手段激励大股东在公司治理中发挥积极作用，并与其他利益相关者所形成的相互作用、相互制约进而实现公司利益最大化的机制。

本书论述了大股东控制权收益的性质，分析了小股东“搭便车”对大股东监督行为的影响以及构建更能反映公司绩效的财务指标：总资产现金收益率（RCF），选择我国上市公司的控制权转让样本分析了大股东变更在公司治理中的积极作用，并且用超控制权收益衡量了大股东所进行的利益攫取行为。作为经济人的大股东，在合法利益没有得到合理补偿的情况下，对中小股东而言，大股东就可能通过隧道挖掘等方式获取私有收益，以此来弥补其成本。在缺乏法律界定的情况下，大股东对中小股东利益的侵害可能会相当严重。也即超出其贡献之外的收益就是大股东对其他相关经济主体利益的侵占了，这才是大股东的代理问题的真正表现。

实际上，公司控制权已经成为一种独立的经济权利，掌握或行使这一权利必然存在合法的收益，这种收益就体现为控制权收益。因此，对大股东的激励就是要承认控制权的商品属性，承认控制权

收益的合法性，同时，必须建立相应的补偿机制，给予实施监督的股东以额外的补偿，以调动广大股东的监督积极性。此外，在大股东存在侵占事实的情形下，要通过制度来抑制超控制权收益。为此，要进一步加强法制建设，改善治理环境，强化对法律的执行力度，完善上市公司的信息披露机制等以减少控股股东对中小股东利益的侵害。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 大股东激励问题研究的意义	4
1.3 研究思路和分析框架	6
1.4 研究方法	10
1.5 主要创新点	10
第 2 章 委托代理激励理论及激励客体的演变	12
2.1 传统的委托代理激励理论	13
2.2 大股东的代理问题	20
2.3 本章小结	25
第 3 章 公司控制权与控制权收益	26
3.1 大股东控制权的理论基础和社会基础	26
3.2 大股东在公司治理中的积极作用	30
3.3 大股东控制权收益的性质	38
3.4 大股东控制与小股东的利益冲突	46
3.5 对大股东激励命题的评价	52
3.6 本章小结	54

第 4 章	上市公司大股东激励研究的一个框架	56
4.1	大股东激励概念的内涵	57
4.2	大股东监督与小股东“搭便车”的一个博弈模型	58
4.3	大宗股权的成本	66
4.4	上市公司大股东激励的物质载体：控制权收益	69
4.5	大股东激励的特征	73
4.6	本章小结	76
第 5 章	上市公司大股东激励的现实状况	78
5.1	控制权转移与控制权市场发展的国际比较	78
5.2	大股东激励与中国公司控制权市场的发展	83
5.3	中国上市公司大股东股票期权激励的一个案例	91
5.4	对上市公司大股东激励现实状况的进一步分析	92
5.5	本章小结	94
第 6 章	上市公司大股东激励的实证分析	96
6.1	上市公司控制权转移价值的计量	96
6.2	控制权转移的绩效：财务指标的选取	105
6.3	控制权转移的市场反应：大股东激励的实质载体	109
6.4	大股东激励和中小股东利益侵害的关系	123
6.5	本章小结	136
第 7 章	总结、政策建议及尚待研究的问题	138
附录		143
参考文献		153
后记		166

第 1 章

导 论

1.1

问题的提出

公司控制权是影响企业效率的各种权利和制度安排最核心的东西，它实际上是对企业管理劳动或企业人力资本进行间接定价的机制以及制度安排，是现代企业存续期间时时刻刻都要面对的根本问题。公司控制权的实际拥有者具有状态依存性，因为在不同的股权结构下，公司控制权实际上是掌握在公司中不同的利益主体上的。

在 Berle 和 Means（1932）时代，公司的股权是分散的，因此没有比较明显的大股东，公司控制权实际上掌握在企业经营者手中。此时，公司治理需要解决的突出问题是，要如何设置出激励代理人的机制以保证代理人能够以委托人的利益最大化为目的从事相应的公司活动。在 20 世纪 40 年代后，英国、德国以及日本等国的上市公司中出现了机构投资者，到 90 年代，公司中大股东的存在成为一种普遍现象，“股份持有的高度集中和占有的控制性所有权看起来是整个世界的规则”（Shleifer & Vishny，

1997)。

在股权高度集中的市场环境下，由于大股东通过控股权而掌握着公司的控制权，相对于股权高度分散情况下没有话语权的公司股东因此获得了在公司治理中的话语权。但与此同时，一个新的代理问题随之产生：小股东与大股东之间的代理问题。原来的代理问题发生在公司股东（委托人）与经理层（代理人）之间，解决这种代理问题的重点便是激励经理层；现在的代理问题发生在小股东和大股东之间，与上面解决方法相类似的，是不是也可以通过相应的激励方式加以解决呢，或者说大股东激励命题能不能成立？

我们知道，对经理层的激励，假设前提首先是因为经理层是经济人；其次是因为存在信息不对称，经营者的行为难以观察；再者，公司的利润与经营者的努力与否、企业家才能高低以及是否充分发挥等直接相关。作为经济人，企业经营者不会是一个无私奉献、不计较个人得失、一心为其企业所有者服务的经济主体，而是要追求私利最大化的经济主体。再加上信息的不对称，拥有控制权的经理层就有可能为谋求自己私利最大化而侵害公司其他经济主体的利益。因此，为了不让经理层为了一己之利而损害公司所有者的利益，同时为了让经营者自愿地努力工作，充分发挥其企业家才能，有必要设置出相应的激励机制使得经理层的利益与公司所有者的利益保持一致，以减少乃至消除两者之间的目标差异。作为公司当事人的一个有机组成部分，大股东同样符合经济人的假设条件，公司治理机制之所以要设置出激励代理人机制的本身就蕴含着公司股东也是追求利益最大化的经济人假定，如果不是这样，那么为什么还要耗费成本去设置相应的机制？

因此,作为经济人^①的大股东,追求其利益最大化也是理所当然的事情。不仅如此,大股东由于占有股份比较大使得其自身利益与公司利益呈现出“协同效应”从而更加关注公司的成长性,他更愿意支付相关成本来监督经营者以减少经营者的代理问题。此外,大股东在公司治理中还有其他方面的正向作用,比如克服传统股权分散情形下的“搭便车”问题,接管活动中对不称职的经营者产生的替换压力等。作为经济人的本性,大股东在公司中所做的贡献及其所耗费的相应成本,使得大股东在实践中理应得到相应的

① 经济人这一概念本来是指,对于英国古典经济学家 Adam Smith (1776) 在其名著《国富论》一书中所阐述的对于商品提供者所具有的基本特征的高度概括,对于此种概括,往往又称为经济人假说。经济人假定人的思考和行为都是有目标理性的,唯一试图获得的经济好处就是物质性补偿最大化。这常用作经济学和某些心理学分析的基本假设。此后,Senior (1836) 定量地确定了个人经济利益最大化公理,John Stuart Mill (1848) 在此基础上总结出经济人假设,最后意大利经济学家 Pareto (1897) 将经济人这一名词引入经济学。在《国富论》的论述中,斯密的有关经济人假设的原话是这样的:“人几乎总是需要他的同胞的帮助,单凭人们的善意,他是无法得到这种帮助的。如果他能诉诸他们的自利心,向他们表明,他要求他们所做事情是对他们自己有好处的,那他就更有可能如愿以偿。任何一个想同他人做交易的人,都是这样提议的。给我那个我想要的东西,你就能得到这个你想要的东西,这就是每一项交易的意义,正是用这种方式,我们彼此得到了自己所需要的大部分的东西。我们期望的晚餐并非来自屠夫、酿酒师和面包师的恩惠,而是来自他们对自身利益的关切”(唐日松等译《国富论》,2005,第13~14页)。“的确,通常他既不打算促进公共利益,也不知道他自己能在什么程度上促进那种利益。他之所以宁愿投资支持国内产业而不支持国外产业,考虑的只是自己资本的安全;而他管理产业的目的在于使其产品的价值能达到最大限度,所想到的也只是他自己的利益。在此情况之下,与在其他许多情况之下一样,有一只无形的手在引导着他去尽力达到一个他并不想达到的目的。而非出于本意的目的也不一定就对社会有害。他追求自己的利益,往往使他能比在真正出于本意的情况下更有效地促进社会的利益”(唐日松等译《国富论》,2005,第327页)。这是斯密有关经济人的论述,他认为经济人具有利己本性,在经济活动中会导致人们出自纯粹的经济理性的自利行为,但这种自利行为又可导致公利的实现,其原因即在于“他”的经济理性受到制度的制约,经济理性被“一只看不见的手”引导到造就公利的方向,每个人的这种利己行为最终会促进社会的利益。斯密的经济人假设可以归纳为以下四点:第一,经济人必然是自利的,且不是孤立的。追逐个人利益的动机(利己心)是经济人行为的驱动力,经济人不能孤立的生存,只有在经济生活中与他人进行交往,谋求私人利益。第二,经济人总是凭借所处的市场环境判断自身利益,努力使用各种手段,追求自身利益最大化。第三,经济人唯一目的是追求私人利益,但最终促进了社会公共利益。但是,这一过程需要有良好的法制和规则作为保证。第四,经济人追逐私利的手段和内容会随着社会发展发生变化,但其自利本性不变。

回报激励。而目前的公司治理实践看到的更多的是作为经济人的大股东侵害他人利益的一面，而较少看到其也应该需要激励的一面。

本书希望通过比较全面地论述大股东的积极作用、大股东控制权收益的性质以及控制权市场的存在原理等，从理论和实证上证明大股东也需要激励的命题，构建起一个研究大股东激励问题的基本框架。

1.2

大股东激励问题研究的意义

传统的委托代理理论把公司治理问题归结为股东—经理、股东—债权人、债权人—经理之间的代理关系，这种研究将股东和债权人分为独立的部分来研究，遗憾的是没有涉及大股东控制问题。然而，大股东控制问题已经成为一种现实。现在的学术研究已经开始不仅仅关注现金流量权，而且开始注意到控制权所带来的收益在内部人控制下对公司治理的影响。并且引入了控制权私人收益，更深入地分析与控制权相关的问题。但对这个问题的研究还存在诸多分歧。如 Zingales (2001) 指出：“一方面引入控制权私有收益能够更为深入地认识到存在收益独有性问题，并且资本结构和公司治理影响到谁以及占有什么收益；另一方面，由于使用控制权私人收益概念时缺乏明确的界定，也使得问题变得混乱。”对控制权私人收益认识所存在的不统一性，影响到控制权市场在证券市场中的功能定位和价值取向。因此，更凸显了该课题的重要意义。主要表现在：

第一，为充分认识公司控制权的正面价值提供一种渠道。

近些年来，上市公司大股东利用其股权占优的优势，剥夺中小股东利益的现象成为研究的热点问题。目前，国内外的文献大多是从保护中小股东利益和债权人利益的角度对这种现象进行批评，却很少发现有文献从激励大股东的角度来认识控制权的正面价值，这

未免不是一大缺陷和遗憾。诚然，大股东利用控制权所引起的控制权滥权现象，已经是一种广泛的存在，对其批评的声音也引起了大家的共鸣。正如学者甘培忠（2006）所述：“从实务界看，公司的控制者要么灰头土脸、不知所措，在控制公司的事务中畏首畏尾，不敢越雷池一步，而他们也未必清楚雷池的界限何在，事实上懈怠了对公司承担的责任；要么继续奉行‘有权不用，过期作废’利己主义哲学教义，在违法成本很低的现实预期意识支配下，极尽手段套取公司资产，挤压中小股东，危害公司债权人的利益。”事实上，公司控制权已经成为一种独立的经济权利，掌握或行使这一权利必然存在合法的利益，否则就不能理解市场上激烈的控制权争夺现象。为此，本书拟从激励大股东的角度认识公司控制权的正面价值。

第二，为确定控制权监管和立法政策的价值取向提供理论基础。

价值取向是有关控制权及控制权市场立法和监管者所面对的首要问题，也就是对控制权转让采取限制、中立还是鼓励的态度。如果能够准确地界定“大股东应该得到激励”或者说“控制权转移能够创造价值”，那么就能够为监管和立法政策的价值取向提供理论基础。实际上，尽管大股东有追求自身利益的动机，可能会利用手中的控制权侵占中小股东利益，从而导致公司价值的受损；然而，另外一种可能是获得公司控制权的大股东在后来的公司经营过程中，通过加强对公司经理人员的监督，加大资源整合以及注入优质资产等，提高了公司价值。其他中小股东在这一过程中并没有付出边际贡献却按股权份额分享到公司新增的这份超额收益。因此，如果把公司控制权私有收益界定为侵害所得，那就可能会忽视大股东所做的贡献，从而会使得公司控制性股东产生扭曲行为。本书研究的意义也随之凸显：因为本书牵涉到对控制权的价值取向的判断问题，这又被认为是“确立立法与监管的基本价值取向的基础”（张新，2003）。

第三，为解决“搭便车”问题提供一种可能的方式。

公司治理中一个始终没有解决好的问题是小股东的“搭便

车”，其负面影响是以损失公司绩效为代价。如果不能让控股股东获得合理的控制权收益，这将是对支付成本（这里主要指集中股权结构中控股股东对经理层的监督成本，事实上对控股股东来说还有许多其他成本，比如获得控制权的成本等）的当事人的一种打击，其后果是谁也不再愿意支付监督成本，最终损失公司效益。

第四，为构筑大股东激励问题这一公司治理实践提供一般原理性的支持系统。

大股东对公司价值的作用可以体现为正面的和负面的。即大股东持股对公司价值的激励效应和防御效应。现有的理论更多的是关注大股东对中小股东利益的侵害，而对大股东的正面作用相对来讲关注不够，这应该是公司治理实践的一个不足之处。而且在理论上和实践上都无法解释控制权为何能够存在，导致一系列无法解释的理论与现实的问题（刘少波，2007）。因此，这篇论文试图在强调大股东的正面作用的同时，抱着对所有投资者一视同仁的观点，在中小股东需要保护的同时，大股东也需要得到应有的保护（尽管大股东属于强势群体）。以此来构筑一个大股东激励问题公司治理实践的一般原理性的支持系统，以期对公司治理的完善做出相应的贡献。

第五，为控制权市场的形成提供一种理论解释。

因为只有控制权是有价值的，否则将不可能有控制权市场的存在，大力发展控制权市场也就无从谈起，那么资本市场的资源配置功能也就不复存在。承认控制权存在着正当价值（这就是对大股东的一种激励），才能为以争夺控制权为主要内容的控制权市场的形成和发展提供合理的理论解释。

1.3

研究思路和分析框架

本书的研究思路沿着“为什么要激励大股东、大股东激励是什么以及如何激励”这一分析线路进行，包括导论和结论部分在

内共分七章。

第1章指出了本书的研究背景和研究意义。现实背景是在大股东控制成为时代潮流的当代，大股东因有控制权优势，从而通过各种方式侵害其他股东利益的现象屡见不鲜。但为什么只要是大股东就一定要侵害其他股东利益？这与理论以及实践在一定程度上忽视了大股东的正面作用有莫大关系，对此问题的研究构成了本书的逻辑起点。本章还阐述了本书的研究思路和分析框架、研究方法以及主要创新点。

第2章回顾了委托代理框架下的激励问题及其激励对象的转变。传统的委托代理激励理论大多是讨论如何激励经理层，目的是使得经理层和公司股东利益尽量一致化。这种分析是在股权高度分散的市场环境下，股东因为股权太少而在公司治理中没有太多的“话语权”的必然选择。随着公司股权结构的变化，大股东成为一种普遍的现象，新的代理问题即“大股东—小股东”的利益冲突变成了主要问题之一。尽管已有的文献涉及了大股东在公司治理中的积极和消极作用，但很少有文献直接讨论大股东激励问题。很显然，在新的市场环境下，大股东激励问题值得引起关注。

第3章主要讨论了大股东控制权的价值和控制权收益的性质。大股东控制权的存在有着深厚的社会基础，并针对大股东的公司治理作用、控制权收益的性质、与小股东利益的冲突进行了分析。发现既有的文献对控制权私有收益来源和性质的判断尽管有分歧，但大都倾向于“控制权私有收益等于大股东对小股东的侵害”。这种思路有悖于控制权价值的实质。本章认为公司控制权已经成为一种独立的经济权利，掌握或行使这一权利必然存在合法的利益。同时，大股东也存在利用自己的控股权优势进行侵害中小股东利益的自利行为。本章认为只有正确认识控制权的正面价值，才能降低大股东的代理问题以提高对中小股东的保护，从而促进我国证券市场更健康地发展。

第4章设计了上市公司大股东激励的一个分析框架。提出了上

上市公司大股东激励的内涵，大股东激励理论的核心是作为经济人的大股东在付出成本获得公司控制权后，通过加强监督管理、加大资源整合等手段提高了公司价值，因此，大股东应该得到相应的激励。并通过一个随大股东监督程度变化而变化的具有动态性公司价值的模型分析了小股东“搭便车”对大股东监督行为的影响，我们发现：第一，作为不同利益主体，控股股东和小股东存在利益冲突。大股东承担了全部监督成本，小股东通过“搭便车”获得监督成果；第二，如果合理的公司治理规则使大股东得到了更好的激励，小股东的利益也就会得到更好的保护。既抑制了小股东的“搭便车”行为，又更大程度地激发了大股东的监督热情，整个社会价值也得到了帕累托改进；第三，大股东治理具有双重效应：努力监督减少经理层的代理成本有利于公司业绩的改善，但大股东也可能利用控制权为自己谋取私利损害公司价值。本章还分析了大股东激励的物质载体：控制权收益。可分为货币报酬激励方式以及非货币激励方式。前者又可以从控制权转移价值和股权激励等方面进行，后者则可以划分为大股东竞争激励以及声誉激励等。激励方式的采用得当对公司价值的提高具有很大的影响。大股东激励命题具有激励机制的相对简单性、激励功能的多重性、激励手段的多样性以及激励行为的主动性等特征。

第5章分析了上市公司大股东激励的现实状况。控制权转移价值的存在事实上是对大股东激励的重要形式之一。控制权转移价值在各个国家表现出大小不一的特征，它的存在直接促进了控制权市场的发展。大股东激励与公司控制权市场的发展相辅相成。我国上市公司发展的历史也是一部上市公司资产重组的历史。兼并与收购活动推动着企业从不成熟走向成熟，现阶段阻碍我国控制权市场良好运作的制度障碍因为股权分置改革从而得以破除，控制权转让将成为资本市场中更为常见的事情，大股东将更自由地根据市场原则得到相应的控制权溢价。本章还分析了金发科技的案例，事实说明有对大股东激励的必要，同时，只要激励得当，其效果是很明显的。

第6章对上市公司大股东激励问题进行了实证分析。本章用总资产现金收益率（RCF）反映公司绩效，选择我国上市公司的控制权转让样本分析了大股东在公司治理中的贡献、大股东的侵害度及其影响因素。认为控制权收益应该作为对大股东的一种补偿，同时要完善包含内部机制和外部机制在内的公司治理机制降低大股东的侵害行为，以此来促进我国资本市场的完善和发展。目前看来，包含法律在内的外部治理环境在降低这种侵害行为中所起的作用更为显著。

第7章给出全文的研究结论、政策建议和尚待进一步研究的问题。

本书的分析框架如图1-1所示。

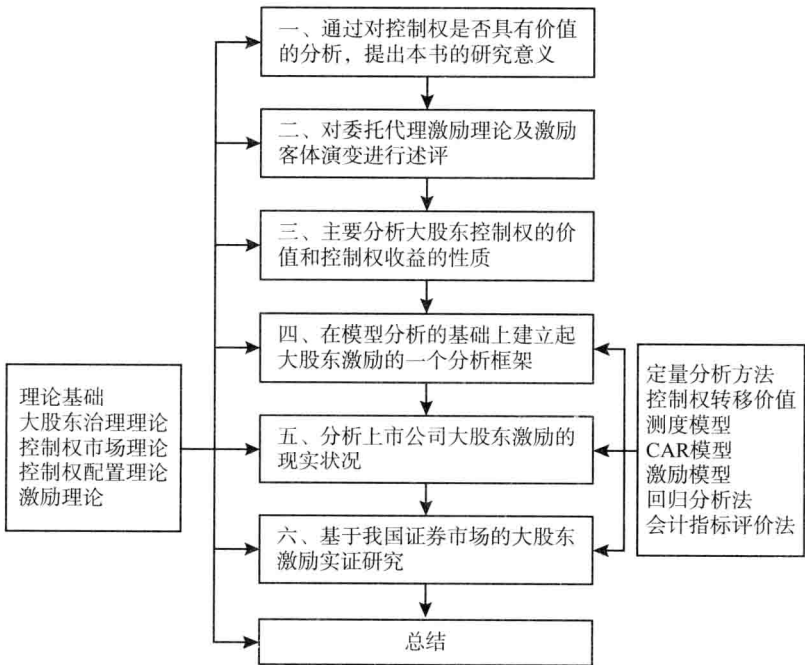


图1-1 本书的分析框架

1.4

研究方法

1. 理论与实际相联系的方法

理论联系实际是辩证唯物主义的研究方法，本书的研究是建立在西方成熟的控制权转移理论与中国证券市场股权协议转让这一特有的实践背景相结合的基础上做出的。

2. 规范分析和实证分析相结合的方法

规范分析有助于把握大股东激励问题的本质、增加本书研究的逻辑性和清晰度，而实证分析不但可以检验或者证伪前面规范分析的结论，而且可以在一定程度上揭示现实经济规律背后的实质。对本书而言，即揭示大股东获取控制权从而得到控制权收益的内在实质，从而可以解释当今世界公司并购活动如此风起云涌的现实。

3. 定量分析方法

本书的定量分析包括控制权转让溢价模型、控制权收益模型、回归分析法、激励模型、会计指标评价法等。

1.5

主要创新点

传统的激励理论是激励代理人也就是通过采取适当的激励方式激励公司经理层减少代理问题，以追求股东利益最大化，这是在公司股权结构分散的市场条件下的正确的公司治理方式。但市场形势发生了变化了，如今的公司股权结构趋于集中化而不是分散化，因而激励对象也因此应该发生变化，这是一个难度较大的全新的命题。