

股权结构与控股股东行为的实证研究

屠巧平

(河南大学 管理科学与工程研究所,河南 开封 475004)

摘 要:关于股权结构与控制权收益实证分析表明,第一大股东持股比例越高,控制权收益越高;第二大股东与第一大股东之间的相互制衡有利于限制控股股东的掠夺行为,减少控制权收益。因此,降低股权集中度、充分发挥大股东之间的相互制衡作用是规范控股股东行为的关键所在。

关键词:股权结构;控制权收益;控股股东

中图分类号:F276.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2009)07-0100-05

Berle 和 Means 的“所有权与控制权分离”的命题表明,管理者与分散的股东之间存在严重的利益冲突。不少学者从所有权与控制权分离产生的委托-代理问题出发,认为分散的股权结构容易引发产生小股东的“搭便车”问题,使得监督管理者变得很困难。他们认为,在集中的股权结构中,大股东有监督、控制管理者的激励和能力,可以借助于内部监督和外部接管等来约束管理者,降低管理者与股东之间的代理冲突,即集中的股权结构具有监督控制效应。但最近的一些研究文献则表明,集中的股权结构容易产生侵权效应,股权的过度集中使得大股东能够通过多种方式以牺牲小股东的利益来获取控制权利益,从而引起大股东与小股东之间的利益冲突。由此看出,股权结构决定股东结构、股权集中度以及大股东的投票权利,从而会决定不同股东的行为方式及其行为结果,进而对公司治理模式产生较大的影响。可见,股权结构是研究股东行为的基础与出发点。中国上市公司股票分为流通股和非流通股,且第一大股东(一般为非流通股股东)拥有绝对投票权,这种独特的股权结构有可能是加剧控股股东掠夺行为的根本原因。

1 文献回顾

Shleifer 和 Vishny^[1]阐明了大股东的存在使得可增加价值的接管成为可能,这有助于克服 Grossman 和 Hart^[2]所认为的“搭便车”问题。然而, Demsetz 和 Lehn^[3]指出,大股东的控制导致被接管的风险降低,股权集中也降低了市场的流动性,在某个所有权水平上,大股东的控制将不会受到挑战,这将鼓励其牺牲分散的小股东的利益以攫取控制利益,从而引起不同股东群体之间的代理问题。

Grossman 和 Hart^[4]阐明了大股东控制的利益可分为股东共享利益和控制权私人利益,控制权私人利益并不一定导致公司价值的破坏,但在很多情况下可能导致效率低下。当涉及公司大股东控制权转让时,购买者是通过获得控制来抽取控制的私有利益,而不是监督和提高公司绩效,在这种情况下,无效率的控制就会产生,公司的价值很可能下降,而买者可能会通过获取控制所产生的私有利益来补偿在股票上的损失。Burkart、Gromb 和 Panunzi^[5]比较了各种控制权转移的方法,认为通过大宗股权交易而不是通过要约收购实现的股份增加,可能是无效率转移的信号。Barcaly 和 Holderness^[6]推断,如果所有股东按照股权比例数获取公司收益,那么大股东就没有私人收益,然而大股东预期能通过使用投票权来获得小股东无法得到的收益,因此大宗股票应该以溢价进行交易,且溢价应接近控制权收益的现值。

国内学者也在尝试研究股权结构对控股股东行为的影响。唐宗明、蒋位^[9]选择了 90 项大宗国有股和法人股转让事件并将其作为样本,发现当转让股份比例超过 25% 时大股东从控制权中获得的私利随着持股比例的上升而递增。叶康涛^[10]分析了我国上市公司非流通股转让中控股股份与非控股股份转让的价格差异,研究显示,控股股东对上市公司的控制力越强,公司控制权的隐性收益越高。李婉丽、崔领娟^[11]运用中国制造业上市公司的数据进行了实证分析。结果显示:上市公司股权集中度越高,大股东利用关联交易转移上市公司利益的行为越严重;多个大股东共存的股权结构提升了上市公司的价值,从而有利于保护公司外部中小股东的财富^[12]。秦彬、肖坤^[13]的实证研究则表明,我国上市公司的第一大股东的持股比例越高,其“掏空”行为

收稿日期:2009-04-17

作者简介:屠巧平(1964—),女,河南永城人,河南大学工商管理学院副教授,管理学博士,研究方向:企业管理理论与应用。

的成本越高,这会抑制其“掏空”行为的发生,从而降低由控股股东与中小股东之间的利益冲突而引致的第二类股权代理成本,但股权制衡对第二类股权代理成本的影响不显著。李增泉、孙铮和王志伟^[14]的研究也表明,控股股东持股比例越高,其“掏空”行为就会越少。

可见,关于股权集中度和股权制衡度对我国控股股东行为的影响是正面还是负面的,目前还没取得一致的结论。本文将以股权结构为出发点,通过研究股权结构与控制权收益的关系,以揭示控制权转移过程中我国上市公司控股股东的行为特征。

2 样本选择及描述性统计

2.1 样本选择与数据来源

本文的研究样本是 2000—2005 年期间我国因股权转让而第一大股东发生变更的上市公司,其中:2000 年和 2001 年的事件样本通过整理《中国证券报》相继公布的《上市公司重组事项总览》得到;2002 年和 2005 年的事件样本从 2003 年以后的各册《中国并购评论》中得到。样本按以下要求选取: 不包括金融、保险业的上市公司; 目标公司因国家股或法人股发生有偿转让(也包含法院判决、拍卖)而出现第一大股东变更; 公司当年年度报告中第一大股东和上一年第一大股东不同,即在当年 12 月 31 日前股东名册已变更; 目标公司股票必须在发生第一大股东变更前一年已在 A 股市场交易; 控制权发生转让是通过市场行为进行的,不包括无偿划拨等形式实现的无偿转让;交易价格为公开披露的价格,若未公开披露该样本无效; 交易获得成功,控股股东进入董事会或经营层; 目标公司每股净

资产不小于 1; 股权转让比例不低于 20 %的目标公司。2000—2005 年发生控制权转移的上市公司中,2000 年有 103 家,2001 年有 119 家,2002 年有 168 家,2003 年有 172 家,2004 年有 160 家,2005 年上半年有 73 家。其中,有效样本共为 256 家,2000 年有 32 家,2001 年有 39 家,2002 年有 65 家,2003 年有 52 家,2004 年有 42 家,2005 年有 26 家。

2.2 样本数据的描述性统计

表 1 为样本情况的描述统计分析结果。从表 1 可看出,控制权交易平均转让股份比例为 31 %,出现这种现象主要是收购者为了规避《证券法》对“转让比例超过 30 %有强制要约收购”的规定,转让双方一般约定选择刚刚低于 30 %这一标准线以下的收购比例,部分转让比例较高的公司大多受到财政部豁免要约收购义务。转让股份若以非流通股为基数,平均转让股份的比例高达 53 %,新的控股股东基本上获得了上市公司的控制权,取得了控股地位。第一大股东控股比例平均为 36 %,最大值为 84 %,股权呈明显的集中状态。第一大股东与第二大股东控股比例或第二至第五大股东的控股比例之和相比,均具有超强的控制能力。从表 1 可知,2000—2005 年间,第一大股东持股比例是第二大股东持股比例的 3 倍,是第二至第五大股东持股之和的 1.29 倍。这说明我国上市公司股权高度集中,且一股独大的现象普遍存在,上市公司控制权实际掌握在第一大股东手中。样本公司平均交易价格为 2.87 元,在 1.03~10.83 元之间变动,可见每股转让价格波动较大。从经营业绩看,净资产收益率平均为 -1 %,这说明发生控制权转移的上市公司的经营业绩整体较差。

表 1 样本的描述性统计结果

变量	平均值	最大值	最小值	中值	标准差
交易价格(元)	2.87	10.83	1.03	2.78	1.35
每股净资产(元)	2.29	5.74	1.03	2.08	1.17
转让股份占非流通股的比例(%)	52.88	1.00	26.60	46.44	22.77
转让股份占总股本的比例(%)	32.52	73.28	20.00	29.02	11.51
第一大股东持股比例(%)	36.03	84.71	20.00	29.85	14.67
第二大股东持股比例(%)	11.80	35.20	1.41	10.82	8.17
第一大股东与第二大股东持股比例的差额(%)	28.47	84.97	3.97	21.57	18.59
第二至第五大股东累计持股比例(%)	21.15	56.26	6.23	19.98	12.53
第一大股东持股与第二至第五大股东累计持股比例的差额(%)	16.47	69.14	-31.22	12.01	23.24
净资产收益率	-0.01	0.52	-1.23	0.03	0.22
主营业务收入(万元)	79900.78	2212072.00	255.05	23905.56	233048.80
总资产(万元)	99510.43	765289.00	6828.00	71220.48	113825.80
资产负债率(%)	24.55	128.13	0.00	14.79	26.12

注:公司财务数据根据巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn)、金融街(www.jrj.com.cn)和中国证监会网站(www.csrc.gov.cn)上市公司个股资料整理而成。

2.3 控制权收益及描述性统计

因为每股净资产是控股权转让中的重要参考指

标,中国证券会于 2002 年 9 月 28 日公布的《上市公司收购管理办法》第三十四条规定:要约收购未挂牌交易股票价格不低于近一期经审计的每股净资产值。用 P_e 表示每股净资产、 P_n 表示交易价格、 N_b 表示转让股份数量、 N 表示总股本数量,则控制权溢价为 $(P_n - P_e) / P_e$,控制权收益为 $(P_n - P_e) N_b / P_e N$ 。溢价水平和控制权收益越高,则说明原控股股东出让股权时索取了较高价格作为失去控制权的补偿,而新的控制权持有者预期获得控制权可能带来较大收益,其愿意以相对较高的价格购买该控制权,从而控股股份转让价格高于公司每股净资产。控制权转移后,新的控股股东通过向上市公司人事委派或由集团公司的高管人员兼任上市公司的董事长或总经理实现对上市公司的控制,以达到抽取控

制权收益的目的。

我国上市公司投票权大多数掌握在第一大股东(非流通股股东)手中。从表 2 得知,投票权以总股本为基数的控制权收益平均为 13%,以非流通股为基数的控制权收益达 21%。可见,投票权以总股本为基数大大低估了控制权收益。控制权溢价平均值为 30%,其与投票权以非流通股为基数的控制权收益相比高估了约 9%。但是,相对于转让方的总资产和主营业务收入而言,控制权收益所占比例仍较少,样本公司控制权收益总值占其总资产比例平均为 5%,控制权收益总值占主营业务收入的比例为 15%,大股东仍然能通过较低成本得到大额资产和公司经营的控制。

表 2 控制权收益的描述性统计结果

变 量	平均值	最大值	最小值	中值	标准差
投票权以总股本为基数的控制权收益(%)	13.27	213.73	-19.14	3.93	28.01
投票权以非流通股为基数控制权收益(%)	21.41	220.12	-27.55	7.27	41.31
控制权溢价(%)	30.22	287.33	-240.17	24.21	27.45
控制权收益总额占股份转让总值的比例(%)	14.18	86.32	-207.13	10.12	33.52
控制权收益总额占主营业务收入的比例(%)	15.44	109.23	-59.11	5.01	27.41
控制权收益占总资产的比例(%)	5.35	39.91	-14.11	1.85	9.17

3 研究假设与回归分析

3.1 研究假设

理论与分析表明,随着股权集中度的提高,大股东有可能监督控制管理者,对公司价值产生正的影响,但也可能发生侵权效应,对小股东权益造成侵害。Morck、Shleifer 和 Vishny^[8]认为,当第一大股东持股比例较低时,大股东有监督管理者的激励和能力,可以借助于内部监督和外部接管等方式约束管理者,减少管理者与股东之间的代理冲突。大股东的侵权效应较小,控制权收益较低。随着大股东持有股份比例增加,其控制权会逐步加强,大股东的侵权效应加大。Zingales^[7]指出,如果大股东对公司有较强的控制力,那么将阻碍外部的控制权竞争,从而使大股东较容易更大胆地攫取私有收益。

对于我国上市公司而言,提高第一大股东持股比例有利于激励大股东监督控制管理者,但大股东控制上市公司经常出现与母公司在人员、业务和财产等方面不分离的现象,母公司占用上市公司的大量资金、利用关联交易转移利润的行为经常发生,这些加剧了控股股东与小股东之间的利益冲突。同时,大股东的股票大多数处于非流通状态,不能通过二级市场实现价值增值,只有通过制造并购重组在二级市场进行内幕交易,通过单独或联合操纵股价在二级市场上获得非法收益。为此,本文提出如下

假设:

假设 1:随着股权集中度的提高,控制权收益增加,即股权集中度与控制权收益正相关。

近来的关于股权结构的研究一般认为,大股东之间的制衡对彼此能够起到相互监督和相互牵制的作用,从而有利于制约控股股东的掠夺行为,产生较好的治理效果。因为如果第一大股东未能取得绝对控股地位,或是在控股程度方面与第二大股东及其他股东的差距较小,则就有可能造成其入主上市公司后无法完全按照自己的意愿改造原有的董事会并获取控制权,股权制衡度较低表现为大股东控制下的董事会、监事会和经理层,更容易按照自己的利益行事而侵犯中小股东的利益。因此,本文提出假设 2:

假设 2:股权制衡有利于降低控制权收益,制约控股股东的侵权行为。

3.2 变量与模型

本文的被解释变量分别是投票权以总股本为基数的控制权收益、控制权溢价和投票权以非流通股为基数的控制权收益;采用股权集中度和股权制衡度反映上市公司的股权结构状况。度量股权集中度的指标主要有 CR 指数、H 指数和 Z 指数三种,这些指数能在各大股东持股比例相差不大的情况下突出股东间持股比例的差异。“一股独大”现象在我国上市公司中广泛存在,在本文的有效样本中第一大股

东分别是第二和第二至第五大股东持股比例之和的3倍和1.29倍。由于第一大股东与其他大股东的持股比例相差悬殊,因此采用第一大股东持股比例(RCS_1)可以充分反映股权集中度。

股权制衡是指控制权由几个大股东分享,通过内部牵制,任何一个大股东都无法单独控制企业的决策,从而达到大股东互相监督的股权安排模式。由此可知,其他大股东与第一大股东持股比例之间的差异越小,则股权制衡状况越好。本文分别用第一大股东与第二大股东持股比例的差额(RCS_{12})和第一大股东与第二至第五大股东持股比例之和的差额(RCS_{15})来反映股权制衡情况。该差额越大,说明第一大股东控制度较高,股权制衡状况较差;该差额越小,说明股权制衡状况较好,其他股东用手投票的效用越大,参与公司治理的积极性较高,对第一大股东的制衡作用较好。

以往的同类研究^[9-10]表明,公司规模、公司经营绩效和公司负债水平等因素都对控制权收益产生重要影响,本文将其作为控制变量。其中,公司规模用总资产($SIZE$)的自然对数来度量,经营绩效采用净资产收益率(ROE)来衡量,负债水平用公司资产负债率来衡量。

建立的多元回归模型如下:

$$BC = \alpha_0 + \alpha_1 RCS_1 + \alpha_2 RCS_{12} + \alpha_3 RCS_{15} + \alpha_4 ROE + \alpha_5 DEBT + \alpha_6 \ln SIZE + \varepsilon_1$$

其中, BC 为控制权收益, ε_1 为随机项。

3.3 回归分析结果

为了研究控制权收益与股权结构及其他控制变量的关系,下面使用SPSS11.0统计软件对模型进行回归分析,分析结果见表3。表3中,模型、模型和模型中的被解释变量分别是投票权以总股本为基数的控制权收益、控制权溢价和投票权以非流通股为基数的控制权收益。从表3可看出, R_2 在0.184~0.330之间,说明模型能够较大幅度地解释控制权收益的变化,尤其模型的拟和效果最好。各回归方程的F统计检验也都非常显著。

模型、模型和模型的统计结果显示,第一大股东控股比例回归系数显著为正,说明股权集中度对控制权收益有正影响,上市公司股权越集中,控股股东对小股东的掠夺行为越严重。该研究结论与唐宗明和蒋位^[9]的结论相一致——股权转让比例超过25%时,控股股东从控制权中获得的私利随着持股比例的上升而递增。第一大股东与第二大股东控股比例的差额的回归系数显著为正,说明股权制衡程度越好,控股股东获取的控制权收益越少,股权制衡较好的公司治理结构中,第二大股东对第一大股东的制衡作用发挥得比较完善,这制约了控股股东的掠夺行为。反映股权制衡度的另一指标——第二至第五大股东持股份额之和与第一大股东持股份额差额的回归系数为正,但不显著,说明在股权高度集中的情况下我国上市公司缺乏与第二大股东之外的其他大股东之间的权利制衡。

表3 回归分析结果

变 量	模型		模型		模型	
	参数估计值	P 值	参数估计值	P 值	参数估计值	P 值
常数项	3.087 *** (3.188)	0.001	1.596 *** (2.997)	0.003	0.539 ** (2.473)	0.015
RCS_1	1.39E - 02 ** (2.488)	0.014	1.187 *** (3.911)	0.000	1.536 *** (4.378)	0.000
RCS_{12}	1.251E - 02 ** (-2.178)	0.031	7.235E - 03 ** (-2.179)	0.031	3.597E - 03 *** (-2.661)	0.009
RCS_{15}	2.711E - 03 (-0.432)	0.667	1.478E - 03 (-0.407)	0.685	7.69E - 04 (-0.520)	0.604
ROE	-0.844 *** (-2.929)	0.004	-0.400 *** (-2.399)	0.018	-0.265 *** (-3.919)	0.000
$DEBT$	-0.470 * (-1.913)	0.058	-0.100 (-0.233)	0.119	-0.103 * (-1.790)	0.076
$\ln(SIZE)$	-0.204 *** (-2.521)	0.013	-0.114 * * (-2.441)	0.016	-3.80E - 02 ** (-1.987)	0.050
R_2	0.256		0.184		0.330	
Adjusted R^2	0.214		0.141		0.272	
F	6.129		4.244		5.668	
N	256		256		256	

注:括号中数值为t检验值;“*”表示 $P < 0.1$,”**”表示 $P < 0.05$,”***”表示 $P < 0.01$ 。

公司经营绩效变量的统计系数显著为负,说明经营绩效越差的上市公司的控股股东抽取的控制权收益越多,也可能正是控股股东的掠夺致使公司陷入困境。模型和模型中,资产负债率对控制权收益有显著的负影响,说明公司债权人对控股股东的掠夺行为发挥了较强的约束作用。

公司规模变量的统计系数显著为负,可能企业

规模越大,受到的政府和证券监管部门的监督和关注就较多,公司运作相对规范,企业相关信息透明度高,中小投资者信息不对称问题不是很严重,控制者谋取私人收益相对较少。

4 研究结论及政策建议

关于股权结构与控制权收益的实证研究表明:

上市公司股权集中度越高,股权溢价越高,控制权收益相应越高;第一大股东与第二大股东控股比例的差距越小,控制权收益率越低;第一大股东与第二至第五大股东累计持股比例的差异与控制权收益水平相关性不显著,这说明第二大股东在制约控股股东的掠夺行为中发挥了积极的作用。本研究的结论是:股权集中度越高,控股股东获取的控制权收益越多,对小股东的掠夺行为越严重;股权制衡有助于限制大股东对小股东的掠夺行为,减少控制权收益。

本文的有效样本存在第一大股东持股比例偏高、其他大股东持股比例偏低的问题,这样的股权结构造就了上市公司基本上由第一大股东控制、缺乏与其他大股东制衡的格局,不利于完善公司法人治理结构。因此,要从根本上规范我国上市公司控股股东的行为,需要决策机构和证券监管部门在优化上市公司股权结构和治理结构、提高证券市场法规与监管效率等方面提供更为有效的政策供给。

参考文献

- [1] SHLEIFER A, VISHNY R. A Large shareholders and corporate control[J]. Journal of political Economy, 1986, 94:461-488.
- [2] GROSSMAN S J, HART O D. Take bids, the free - rider problem and the theory of corporation[J]. Bell Journal of Economics, 1980(11):42-63.
- [3] DEMSETZ H, LEHN K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93:1155-1177.
- [4] GROSSMAN S J, HART O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20):175-202.
- [5] BURKART M, GROMB D, PANUNZI F. Agency conflicts in public and negotiated transfers of corporate control[J]. Journal of Finance, 2000, 55:647-677.
- [6] BARCAL Y M, HOLDERNESS C G. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25:371-195.
- [7] ZINGALES L. What determines the value of corporate votes? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1995, 110:1047-1073.
- [8] MORCK RA, SHLEIFER A, VISHNY R W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988(20):293-315.
- [9] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2002(4):44-50.
- [10] 叶康涛. 公司控制权的隐性收益[J]. 经济科学, 2003(5):61-69.
- [11] 李婉丽, 崔领娟. 不同股权结构下的关联交易与大股东利益转移关系[J]. 西安交通大学学报: 社会科学版, 2007(6):40-45.
- [12] 贾钢, 李婉丽. 多个大股东制衡结构的形成及对公司价值的影响——基于股权结构内生性视角[J]. 软科学, 2008(4):38-42.
- [13] 秦彬, 肖坤. 我国上市公司股权结构对股权代理成本影响的实证研究[J]. 中国软科学, 2008(2):109-114.
- [14] 李增泉, 孙铮, 王志伟. 掏空与所有权安排[J]. 会计研究, 2004(12):3-13.

Empirical Study on Ownership Structure and Behavior of Controlling Shareholder

Tu Qiaoping

(Institution of Management Science and Engineer, Henan University, Kaifeng Henan 475004, China)

Abstract: The empirical study finds about ownership structure and control benefits, the higher equity of the first shareholder possess, the higher control benefits is; The check - and - balance of the second shareholder and the first shareholder possessing equity helps to regulate the expropriation behavior of Controlling Shareholder and to reduce Control Benefits; Therefore, lowering the equity concentration degree and improving effects of check - and - balance equity is the key of regulation controlling shareholder behavior.

Key words: ownership structure; control benefit; controlling shareholder