

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.02.008

# 上市公司大股东制衡行为研究述评

杨萍<sup>1,2</sup>, 王 闽<sup>1,2</sup>, 张淑英<sup>1,3</sup>

(1. 安徽科技学院 财经学院, 安徽 凤阳 233100; 2. 中国矿业大学 管理学院, 江苏 徐州 221116;  
3. 南京大学 管理学院, 江苏 南京 210093)

**摘 要:** 作为公司治理微观组成不可或缺的大股东制衡, 其选择与否是大股东对股权性质、持股差异及法制化水平等诸多因素的综合权衡, 在股权性质相同、持股差异不大及法制化水平低的情形下, 大股东具有形成制衡的有利条件, 但并非必然形成制衡状态。而学者对大股东制衡的经济后果给予了更多关注, 既有支持有利于经济后果的成果, 也有不利经济后果的证据, 没有形成统一结论。上述结论差异或不足的可能缘由: 一是现有研究更多地思考如何改进度量制衡的指标体系, 而忽视了大股东制衡行为是否发生的事实; 二是股权性质、持股差异与投资者保护环境等是影响制衡的重要因素, 而对于它们影响的途径、时机、强度等没有深入探究; 三是制衡经济后果的结论迥异是制衡机理缺失的必然反映, 内部机理决定表面现象, 制衡机理研究相对较薄弱, 机理不明将导致其作用后果不清。

**关键词:** 上市公司; 大股东; 制衡

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-626X(2015)02-0045-05

当公司股权相对集中时, 公司代理问题从第一类代理问题转向第二类代理问题, 大股东在公司治理中日益活跃, 大股东参与治理实际上改变了传统治理问题的本质, 上市公司多个大股东并存更是普遍现象。控制性股东通过交叉持股等方式实现控制权与现金流权的分离, 两权分离度越大, 控制性股东越有能力凭借控制权地位侵害其他股东权益。股权制衡成为限制这一行为的有效选择, 但对股权制衡的表现仍没有形成统一结论, 已有文献围绕制衡的影响因素及经济后果等方面展开, 取得了可以借鉴的丰富成果。

## 一、大股东制衡制约因素研究

### (一) 股权性质因素

大股东股权的性质与背景决定了股权制衡的形成。Gomes 和 Novaes 认为股权制衡的企业大股东

多有相同的背景, 如家族企业与合资企业。<sup>[1]</sup>La Porta 等发现当存在多个大股东时, 最大现金流权的持有者类型不同(家族、金融机构、股权分散或国有), 公司价值与现金流权差异间的负相关更明显, 这表明他们类型不同时不易形成合谋。<sup>[2]</sup>

国内相关文献中, 朱红军和汪辉通过对宏智科技争夺控制权进行分析, 认为被西方奉为神灵的股权制衡机制对我国民营企业失去效力。<sup>[3]</sup>李学伟和马忠发现多个大股东的所有权性质影响其做出合谋或监督的决策, 当股权性质不同时, 其他大股东更倾向于监督制衡最终控制人。<sup>[4]</sup>在新兴转轨市场环境下, 股权结构问题既要关注股东持股比例, 同时还要考虑制衡股东异质性带来的制衡效果差异。与一股独大公司相比, 国有股东制衡公司更可能被民营控股股东掏空, 民营股东制衡公司更不可能被

收稿日期: 2014-11-16

基金项目: 安徽省高校人文社会科学研究重点项目(SK2014A219); 安徽省哲学社会科学规划项目(AHSKQ2014D19); 安徽科技学院人文社科项目基金(SRC2013320)

作者简介: 杨萍(1978-), 女, 河南临颖人, 安徽科技学院讲师, 主要从事成本管理与公司治理研究; 王 闽(1976-), 男, 安徽宿州人, 安徽科技学院副教授, 中国矿业大学管理学院博士研究生, 主要从事不确定性与财务治理研究; 张淑英(1977-), 女, 山东即墨人, 安徽科技学院副教授, 南京大学管理学院博士研究生, 主要从事供应链资金管理研究。

民营控股股东掏空,说明不同性质的制衡股东具有不同的制衡效果。<sup>[5]</sup>

### (二)持股差异因素

文献显示持股比例相近时易出现制衡行为。Bloch 和 Hege 认为大股东与小股东组成的公司控制联盟是持股相近的多个大股东采用制衡的方式获得公司控制权的结果,大股东获得控制权后将承诺小股东减少私有权收益。朱红军和汪辉发现在宏智科技这种“相近持股比”的股权结构下,控制性股东因过小的现金流权具有无限侵害其他股东利益的动机,而持股比例相近且具备控制公司能力的非控制性股东对此不能容忍,由此导致矛盾激化与公司衰落。<sup>[6]</sup>王奇波发现机构投资者发挥作用的效果随着大股东股权之间的差距越发明显,随着法制环境的变化,这种效果在大股东获取控制权私人收益被发现的概率变大时会更加明显。<sup>[6]</sup>宗计川和赵昉的研究认为,如果大股东之间的持股比例可比较,持股比例相差不大,那么大股东间更容易形成控制权竞争的制衡关系。<sup>[7]</sup>

### (三)法制水平因素

文献对股权制衡与法律保护程度的关系没有统一的结论。大股东制衡是法律保护不足的替代观点主要有:La Porta 等认为无论在法律对小股东的保护程度较高或较低的国家,多个大股东的存在都是对法制保护不足的替代,若法律体系对小股东的保护不足,大股东为了控制权私人收益会去接受对企业无效率的项目。<sup>[8]</sup>在小股东保护不足的法律环境中,分权控制与大股东控制都会出现,而前者的情况将比较常见。<sup>[1]</sup>

也存在大股东制衡与法律保护无必然联系的观点。Becht 和 Mayer 对欧洲国家的实证研究发现,在法制保护不足的国家中,没有证据表明第二或者第三大股东的存在是普遍现象。<sup>[8]</sup>Bloch 和 Hege 认为股权制衡也存在于投资者保护水平比较高的环境中。在投资者保护水平低的情况下,投资者的保护水平随着控股股东持股数的增加而减少,而在控制权竞争差异与投资者保护水平均较高时,投资者的保护随着控股股东持股数的增加而增强。刘伟和姚明安选择沪深两市 2005—2007 年间已公告实施股权分置改革的 872 家样本公司,研究表明,由几个大股东共同控制的公司未必形成相互制衡的治理机制,大股东间也可能合谋共同剥削小股东。<sup>[9]</sup>

## 二、大股东制衡的经济后果研究

### (一)对公司绩效的影响

制衡提高企业业绩。由于多个大股东存在利益博弈,通过对控制性大股东的监督和制衡,减少其对上市公司资源的侵占,使“隧道效应”下降并提高公司的绩效。Lehman 和 Weigand 通过对德国上市公司分析认为,第二大股东的存在使制衡成为可能并提高了公司业绩。<sup>[10]</sup>Gutierrez 和 Tibo 通过西班牙的数据发现,企业绩效随着控制权集团持股数的增加而改善;在控制权集团持股固定的情况下,股东数量增加也会使企业绩效改善。<sup>[11]</sup>Maury 和 Pajuste 检验了芬兰的上市公司数据发现,大股东间股权均衡度与企业绩效正相关,在家族企业中显著性更高。<sup>[12]</sup>国内学者也取得了类似结论,陈德萍和陈永圣以深圳中小板块 358 家上市公司为样本,发现股权制衡有助于提高公司绩效,因此大股东多元化的制衡机制有助于解决公司治理问题。<sup>[13]</sup>龚光明和张柳亮以 2007—2010 年 A 股 798 家上市公司为研究对象,发现考虑股权结构的内生外生前提下,股权制衡对公司绩效均有显著的促进作用,公司绩效对股权制衡存在显著的正向反馈效应。<sup>[14]</sup>

制衡降低企业绩效。与大股东制衡提高企业绩效的观点不同,也有大股东制衡降低企业绩效的例证。Gomes 和 Novaes 认为在不完全信息博弈框架下,股权转让使控股股东具有“权益效应”,少数控股股东之间讨价还价的行为可能导致公司业务瘫痪,产生“折中效应”。“权益效应”和“折中效应”引发控股股东监督过度问题并降低公司绩效。<sup>[1]</sup>徐莉萍等以大股东的股权性质清晰界定为基础,通过对盈利能力、经营效率、成长性、生产效率四个方面的实证研究,发现在不同股权性质的控股股东中,明显存在经营绩效和股权集中度显著正相关,股权制衡程度过高对公司的经营绩效产生负面效应。<sup>[15]</sup>张光荣和曾勇研究表明股权制衡机制对大股东的侵占行为产生了制约,促进了公平,但降低了决策效率,对经营绩效产生了显著的负面影响。<sup>[16]</sup>

制衡非线性作用企业绩效。与股权制衡提高或降低企业绩效不同,第三种观点认为大股东制衡与企业绩效不是简单的线性关系,可能是 S 型、倒 U 型等非线性关系。国内研究中,黄渝祥等用  $Z_{2345}$  表示上市公司股权制衡的程度,研究表明当  $Z_{2345} \in [1.18, 3.09]$  时,公司业绩与制衡度正相关,  $Z_{2345} \in$

[0, 1.18]与  $Z_{2345} \in [3.09, \infty]$  时,公司业绩与制衡度负相关。拐点在  $Z_{2345} < 2.13$ , 当  $Z_{2345} \in [1.18, 2.13]$  时,业绩增加慢于股权制衡度的增加,  $Z_{2345} \in [2.13, 3.09]$  时,业绩增加快于股权制衡度增加,股权制衡的效果最好。彭中文和何静雅对股权制衡度、控制权转移与公司绩效之间的关系进行检验,发现股权制衡度与公司绩效呈倒 U 型关系。<sup>[17]</sup> 颜爱民和马箭研究表明在成长阶段,股权集中与绩效正相关,股权制衡影响为负;成熟阶段时,股权集中作用不显著,股权制衡影响为正;衰退阶段时,股权集中与绩效正相关,股权制衡影响不显著;股权集中度、股权制衡度与企业绩效没有显著的正 U、倒 U 或其他曲线关系。<sup>[18]</sup>

### (二)对公司价值的影响

制衡提高企业价值。国外学者研究发现大股东制衡提高了企业价值。Laeven 和 Levine 发现第一大股东与第二大股东持股差距较小时,企业价值与第二大股东持股比例呈正相关关系。Gomes 和 Novaes 认为,当多个大股东股权制衡时,内部化了控制权私有收益的获取成本,大股东对小股东的利益侵占程度和非效率投资行为降低,提高了公司价值。Najah 等以东亚 9 个国家(地区)的 1252 家公司为研究样本,探讨多个大股东的存在、身份、数量与规模在抑制大股东寻求个人利益过程中是否发挥监督作用,研究表明:第一,多个大股东发挥了有价值的监督作用;第二,第二大股东与第一大股东间的控制权争夺的增强,即最大两个股东(或公司的前 5 大股东)间的控股相对均衡提高了公司价值,这表明多股东监督控股股东的动力和能力依赖于控股股东间的投票权的分散。<sup>[19]</sup> 国内部分学者也持相同观点。高楠和马连福以 2007—2009 年民营上市公司的 1422 家公司作为样本,研究表明股权制衡在两权分离度增加导致公司价值下降的过程中起到显著的调节效应,弱化两权特征对公司价值有不利影响。<sup>[20]</sup> 蒋弘和刘星选取 2001—2009 年并购公司为样本,考察股权制衡对信息披露质量与主并公司价值影响,研究表明股权制衡度与并购信息披露质量、主并公司的价值正向相关。<sup>[21]</sup>

制衡降低企业价值。也有证据显示大股东制衡降低企业价值。Volpin 研究了意大利的上市公司发现,当控制性大股东持有的现金流权比例低于 50% 时,该类公司价值显著低于被大股东绝对控股的公

司。<sup>[22]</sup> 朱红军和汪辉以宏智科技控制权争夺为例说明股权制衡模式不适用我国民营企业,在法制不完善的情况下,股权集中或许更有效。<sup>[23]</sup> 徐莉萍等研究表明,股权制衡对企业价值没有促进作用,过高的制衡程度对企业价值造成负面影响;制衡效果在不同性质外部大股东中差别显著,股权制衡因公司控股股东性质差异其表现也不尽一致。<sup>[24]</sup>

制衡非线性作用企业价值。有学者认为两者并非简单的提高或降低线性关系,可能存在其他类型。黄渝祥等认为股权制衡与企业价值间呈现三次非线性关系。吴红军和吴世农研究表明,随着其他大股东制衡能力的增加,第一大股东的掏空呈现倒 U 型,公司价值表现 U 型。<sup>[25]</sup> 毛世平采用固定效应模型对终极控制人研究发现,分离型金字塔控制结构下,现金流所有权与控制权的制衡效应使公司价值降低,而在非分离型金字塔控制结构下,则提高了公司价值。<sup>[26]</sup> 佟岩和陈莎莎认为上市公司的价值因生命周期不同而表现不同,在成长期,一股独大上市公司价值均值大于股权制衡公司价值,但统计不显著,在成熟期,一股独大上市公司价值显著低于股权制衡公司价值。<sup>[25]</sup>

### (三)对投资效率的影响

持大股东制衡能提高投资效率的学者认为,针对分散型所有权结构下的股东搭便车弊端,大股东更多地参加了经营管理过程,能有效防止大股东的非效率投资行为。安灵、刘星和白艺昕运用门槛面板模型和“海洋博弈”的 Shapley 指数,在重新测量我国上市公司股权制衡度与集中度基础上,研究了第一大股东实际控制度与股权制衡度对公司投资行为的影响,发现股权制衡可以限制大股东的机会主义行为。<sup>[26]</sup> 胡国柳和周德建研究发现股权制衡使得多个大股东相互制约,他们都会出于维护自身利益的目的,同时对管理层制定的投资决策实施更有效的监督,股权制衡在一定程度上避免管理者过度自信导致投资过度。<sup>[27]</sup>

### 三、结论与启示

综上所述,作为公司治理微观组成不可或缺的大股东制衡,其选择与否是大股东对股权性质、持股差异及法制化水平等诸多因素的综合权衡,在股权性质相同、持股差异不大及法制化水平低的情形下,大股东具有形成制衡的有利条件,但并非必然形成制衡状态。而学者对大股东制衡的经济后果给

予了更多关注,既有支持有利于经济后果的成果,也有不利经济后果的证据,没有形成统一结论。上述结论差异或不足可能源于以下方面:(1)现有研究更多思考如何改进度量制衡的指标体系,而忽视了大股东制衡行为是否发生的事实。多个大股东的存在是制衡发生的条件,而并非必然导致制衡形成,制衡行为的确定必须先于指标的筛选。(2)股权性质、持股差异与投资者保护环境等是影响制衡的重要因素,而对于它们影响的途径、时机、强度等没有深入探究,这必然影响我们判断其对制衡的作用力度与方向。(3)制衡经济后果的结论迥异是制衡机理缺失的必然反映,内部机理决定表面现象,制衡机理研究相对较薄弱,机理不明将导致其作用后果的不清。

鉴于以上分析提出进一步的研究思路:(1)大股东制衡的界定。对于制衡的研究应建立在大股东制衡的事实之上,而非度量指标替代制衡行为,在没有明确制衡行为发生的前提下,不能去思考采取哪类指标去衡量其强度,制衡行为边界的明确是首要应解决的问题。(2)股权制衡形成路径研究。股权制衡的形成是个复杂的经济活动过程,可能通过诸多路径到达某种制衡状态,不同制衡状态下的路径将是重要的研究内容。(3)股权制衡机理研究。制衡的不同经济后果结论源于制衡机理的探析不足,解密制衡机理黑箱将是诠释不同结论的新思路。

#### 参考文献:

- [1] Gomes A, Novaes W. Sharing of Control Versus Monitoring [R].University of Pennsylvania Law School, 2005.
- [2] La Porta,Rafael,Florencio Lopez -de -Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny.Investor Protection and Corporate Valuation [J].Journal of Finance,2002,(3):1147-1170.
- [3] 朱红军,汪辉.“股权制衡”可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J].管理世界,2004,(10):132-141.
- [4] 李学伟,马忠.金字塔结构下多个控制性大股东的制衡效应[J].中国软科学,2007,(7):62-70.
- [5] 涂国前,刘峰.制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据[J].管理世界,2010,(11):132-141.
- [6] 王奇波.机构投资者参与的股权制衡研究[J].东北财经大学学报,2006,(1):32-35.
- [7] 宗计川,赵旸.大股东控制的状态举证:或然性问题与控制权竞争[J].改革,2012,(3):72-77.
- [8] Becht, M.,Mayer,C. The Control of Corporate Europe[M]. Oxford: Oxford University Press.2001
- [9] 刘伟,姚明安.股权制衡、法律保护与股改对价[J].南方经济,2009,(10):49-58.
- [10] Lehmann Erik,Jrgen Weigand. Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and the Market for Corporate Control in Germany [J].European Finance Review,2000,(4):157-195.
- [11] Maria Gutierrez, Josep A Tibo. Private Benefits Extraction in Closely -held Corporations: the Case for Multiple Large Shareholders [R].Eggi Working Paper Series in Finance,2004.
- [12] Benjamin Maury, Anete Pajuste. Multiple Large Shareholders and Firm Value [J].Journal of Banking and Finance,2005,(7):1813-1834.
- [13] 陈德萍,陈永圣.股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009年中小企业板块的实证检验[J].会计研究,2011,(1):38-43.
- [14] 龚光明,张柳亮.股权制衡与公司绩效关系研究——基于内外生双重视角的经验证据 [J]. 财经理论与实践,2013,(2):64-67.
- [15] 徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006,(1):90-100.
- [16] 张光荣,曾勇.股权制衡可以改善公司治理吗——基于公平与效率视角的实证检验 [J]. 系统工程,2008,(8):71-79.
- [17] 彭中文,何静雅.控制权转移、股权制衡与公司绩效——基于中国上市公司数据分析[J]. 湘潭大学学报(哲学社会科学版),2010,(3):68-72.
- [18] 颜爱民,马箭.股权集中度、股权制衡对企业绩效影响的实证研究——基于企业生命周期的视角[J].系统管理学报,2013,(3):385-393.
- [19] Najah Attig,Sadok El Ghouli,Omrane Guedhami. Do Multiple Large Shareholders Play a Corporate Governance Role? Evidence from East Asia [J].Journal of Financial Research,2009,(4):395-422.
- [20] 高楠,马连福.股权制衡、两权特征与公司价值——基于中国民营上市公司的实证研究 [J]. 经济与管理研究,2011,(11):24-29.
- [21] 蒋弘,刘星.股权制衡、并购信息披露质量与主并公司价值——基于中国上市公司的模型与实证研究[J].管理工程学报,2012,(4):17-24.
- [22] Volpin, Paolo. Governance with Poor Investor Protection:

- Evidence from Top Executive Turnover in Italy[J].Journal of Financial Economics,2002,(64):61-90.
- [23] 吴红军,吴世农.股权制衡、大股东掏空与企业价值[J].经济管理,2009,(31):43-52.
- [24] 毛世平.金字塔控制结构与股权制衡效应——基于中国上市公司的实证研究[J].管理世界,2009,(1):140-152.
- [25] 佟岩,陈莎莎.生命周期视角下的股权制衡与企业价值[J].南开管理评论,2010,(1):108-115.
- [26] 安灵,刘星,白艺昕.股权制衡、终极所有权性质与上市企业非效率投资[J].管理工程学报,2008,(2):122-129.
- [27] 胡国柳,周德建.股权制衡、管理者过度自信与企业投资过度的实证研究[J].商业经济与管理,2012,(9):47-55.

(责任编辑:刘同清)

## Theoretical Review on Counterbalance of Big Shareholders

YANG Ping<sup>1,2</sup>,WANG Min<sup>1,2</sup>,ZHANG Shu-ying<sup>1,3</sup>

(1.School of Economics and Finance, Anhui Science and Technology University, Fengyang Anhui 233100, China; 2.School of Management, China University of Mining and Technology, Xuzhou Jiangsu 221116, China;3. School of Management, Nanjing University, Nanjing Jiangsu 210093, China)

**Abstract:** As an essential part of corporate governance's micro-integral composition, the selection of counterbalance of big shareholders based on weighing the various factors such as equity property, difference of ownership and level of legalization. The same nature of equity, little difference of share holding and low level of legalization can conductive to the counterbalance of big shareholders, but not must lead the status of counterbalance. More attention was given to the economic consequences of counterbalance by scholars, but there is no consistent conclusion for both favorable and unfavorable evidences. The reasons of different conclusion or insufficient may be following aspects: firstly, the existing research pays more attention to improve metric index system of counterbalance but ignore the occurred fact of it; secondly, equity property, difference of ownership and legal environment of protecting investors are the important factors which influence the counterbalance of big shareholders, but their way, timing and strength are not be explored in-depth; thirdly, the inconsistent economic consequences of counterbalance is the inevitable reflection of its missing mechanism, for surface phenomenon is determined by internal mechanism and the research of internal mechanism is relatively weak, there are bound to be leading unclear consequences by unknown mechanism.

**Key words:** listed company; big shareholders; counterbalance