

# 我国上市公司大股东与中小股东企业 剩余分配不均衡的权力解读\*

——兼论我国上市公司中小投资者利益保护机制

张屹山 董直庆 王林辉

**内容提要:**真实经济中存在大量的大股东利益侵占现象,本文认为,这是股东经济权力天然非对等的必然结果。本文从放松股东为同一性质主体假定和股东间非对等经济权力入手,建立企业剩余分配的博弈模型,推演出大股东侵占中小股东利益过程和实现机制,指出通过控制权实现利益侵占是市场失灵的必然结果,市场机制本身无法解决。

**关键词:**上市公司 股东 企业剩余 权力

**作者简介:**张屹山,吉林大学商学院院长、教授、博士生导师,130012;

董直庆,吉林大学商学院、东北师范大学经济学院副教授,博士后,130012;

王林辉,东北师范大学经济学院讲师,130024。

**中图分类号:**F276.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2005)12-0018-05

## 一、问题的提出

现代企业治理理论主要解决:控制权的分配、执行和监管,企业治理机制的设计,企业治理结构的安排和委托代理机制的设计(姚伟、黄卓等,2003)。国内学者在公司治理、制度设计(林毅夫,1997)、委托代理机制(张维迎,1999)、企业治理的产权方法(韩朝华,2003;张维迎,2000;孙永祥,2001)、企业治理机制与模式设计(李善民、曾昭灶,2003)等研究方向上,均取得了较大的进展(姚伟、黄卓等,2003)。集中回答了委托人与代理人之间的最优合同设计,即设计代理人激励约束机制,促使代理人做出“置信承诺”以提高企业绩效并保证股东利益最大化。

我国上市公司股权结构与英美国有较大差异。其表现一是我国上市公司股权相对或高度集中,特别是国有股一股独大;二是我国上市公司国有股和法人股不流通,并且流通股只占企业总股本的较小份额。这些决定了我国上市公司治理问题的独特性。基于西方主流委托代理理论推演的基础假定与我国当前上市公司的现实股权结构的差距,企业治理研究需要进一步完善<sup>①</sup>。

我国上市公司独特的股权结构和股权特性决定控制权控制成为我国企业治理的关键问题——大股东利用信息和控制权优势,大量侵占中小股东利益。我国股市发展不完善、制度不健全,特别是弱势群体的利益保护机制极其薄弱,有些正处于建设之中,使得大股东对中小股东的利益侵占更为突出(孙永祥,2002;唐宗明、蒋位,2002)。针对如何防范大股东获取控制权租金问题,很多学者提出了很多有见地的政策建议(周鹏、张宏志,2002),但目前提出的包括独立董事制度在内的制度体系没有明确界定大股东行为的基本界限和权限,导致控制权控制的制度作用弱化。陆续曝光伊利、中石油、创维集团等企业的高管腐败事件直接反映出企业剩余侵占问题的存在与严重性。

\* 本文得到教育部重大项目(02JAZJ790008)、吉林大学哲学社会科学基金项目(2005QN016)和东北师范大学人文社会科学项目(05QNR002)的资助。

① 近些年来,基于对我国上市公司与西方上市公司法人结构、治理结构以及股市文化等差异的认识,部分学者研究上市公司的企业治理问题时转向产权性质的研究,诸如企业产权特性(周其仁,2000)、产权特性与产业定位对应(杨灿明,2001)等。

一方面,以 March、Simon、Cyert 为代表的企业行为学派主要是关注企业个体的博弈行为与企业的合约性质,所有者按照要素贡献分配企业剩余。但其没有回答:要素所有者是否一定按照要素贡献原则来分配企业剩余(该分配原则与现实剩余分配有着较大差异)?同一所有者群体内部是否存在不同的企业剩余分配方式?另一方面,针对大股东对中小股东的利益侵占问题,当前的研究主要体现为:(1)大股东对中小股东利益侵占的实证研究,诸如 Zingales 和 Luigi(1994,1995),唐宗明、蒋位(2002)对上市公司大股东与中小股东的利益冲突问题的研究,论证了大股东侵占中小股东利益问题的存在性。(2)大股东利益侵占的理论研究,主要是从内部人控制、信息不对称和企业产权博弈角度展开论述,并且更多地集中于现象的描述性论述。应该说,在大股东对中小股东的利益侵占问题研究上,大多数研究文献或者是将其作为研究问题的假定前提而不加以论证,或者是对此进行描述性的评价。可能是由于研究问题的集中和研究角度的不同,大多并没有对这种现象开展理论推演。随着企业经营复杂化和专业化,大股东为代表的强势主体在市场机制下获取控制权是必然的事实,实践需要解决:同一性质的权力主体基于权力禀赋差异如何影响企业剩余的分配问题?这类问题的回答对当前频繁出现的企业治理问题、企业剩余侵占和对控制权的控制与监管有着重要的指导意义。本文以股东权力禀赋为视角,从大股东与中小股东的权力禀赋差异、权力特性和个体权力博弈入手,建立二者的经济权力博弈模型,重点阐述大股东和中小股东的经济权力性质和企业剩余的分配过程,并希望以此为中小股东利益的第三方保护提供理论支持。

## 二、企业剩余分配不对等:大股东与中小股东的权力博弈均衡

个体经济权力差异决定了股东间博弈行为具有明显的 Nash 双人讨价还价博弈模型特征,从本质上看,讨价还价力只是个体所控制资源价值的表现形式之一。个体凭借其掌控的某种资源(包括物质资本或人力资本)发出强有效的可置信信号,保证该个体企业剩余分配过程中的有利地位。大股东正是凭借其资本的绝对或相对控制地位而实现对企业剩余分配过程的控制。为清晰地勾勒出大股东与中小股东企业剩余分配的博弈过程,讨价还价力在概念上进一步界定为个体的经济权力(即指经济主体凭借其掌控的资源而形成的对他人的控制力和影响力)。假定个体经济权力禀赋和谈判双方的权力结构直接决定个体的效用函数,作为企业剩余分配的内生决定要素。大中小股东的企业剩余分配的博弈过程用模型描述如下。

假定 1:以收入度量效用,以收入最大化表示个体效用最大化。个体追求效用最大化就是个体收入最大化问题。

假定 2:假定股东中分别存在着  $n$ 、 $m$  个风险中性、追求效用最大化的大股东和中小股东,其中  $n < m$ 。企业剩余分配只在大股东与中小股东间进行,支付矩阵为  $(0-1)$ 。

假定 3:企业在  $t$  时剩余为  $\pi_{st}$ 。在  $t$  时,  $S_{it}$  表示第  $i$  个股东获得企业剩余而进行的资本投入(或成本支出)。令  $p_{it} = \gamma_{it} S_{it} / \sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{it} S_{it}$  表示股东  $i$  获取企业剩余  $\pi_{st}$  的概率<sup>①</sup>。

假定 4:  $\gamma_{it}$  表示第  $i$  个股东在  $t$  时的权力系数<sup>②</sup>,数值直接反映该个体所掌握的资源价值,并以个体的经济权力向量线性组合来刻画谈判双方的权力结构与禀赋。

依据 Nash 讨价还价模型、均衡解性质及 Svejnar 模型性质,股东  $i$  最优博弈均衡解满足:

$$\text{Max}_{S_{it}} \pi_{it} = p_{it}(\pi_{st} - S_{it}) + (1 - p_{it})(-S_{it}), i = 1, \dots, n, \dots, n+m \quad (1)$$

根据库恩-塔克定理(罗伯特·J·巴罗、哈维尔·萨拉伊马丁,2000,p.474-479)可得:

① 某一股东  $i$  以概率  $p_{it}$  获取股东集团的利益与股东  $i$  只是获取股东集团一部分利益的现实并不矛盾,因为概率与集团利益的乘积也只是表现出利益的一部分,而这种假定却有利本文的分析。

② 第  $t$  期的权力禀赋系数取决于当期的资本绝对值与相对值、资本贴现值、资本稀缺性、制度约束、资本市场发育与成熟程度、行为的创新性和可测度。

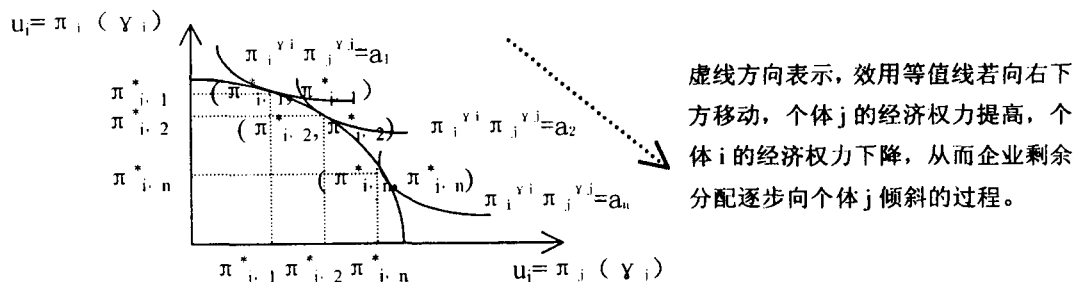
$$\pi'_{iu} = (p_{iu}(\pi_{st} - S_{iu}) + (1 - p_{iu})(-S_{iu}))' |_{S_{iu}} = (\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{iu} S_{iu})^{-2} ((\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{iu} S_{iu})(\gamma_{iu} \pi_{iu} - 2\gamma_{iu} 2S_{iu}) - 1 + (\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{iu} S_{iu})^{-2} (2\gamma_{iu} S_{iu} \sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{iu} S_{iu} - \gamma_{iu}^2 S_{iu}^2)) = (\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{iu} S_{iu})^{-2} (\gamma_{iu} \pi_{iu} \sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{iu} S_{iu} - \gamma_{iu}^2 S_{iu}^2) - 1 = 0 \quad (2)$$

股东对单位股票的重置成本必然相等,令  $S_{it} = S_1$ , 则:

$$S_1 = (\gamma_{it} \pi_{st} \sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{it}) / (\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{it})^2), \text{代入(1), 化简, 可得:}$$

$$\text{股东 } i \text{ 获取的企业剩余为: } \pi_{\max, i} = \pi_{st} \gamma_{it}^3 / (\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{it})(\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^{n+m} \gamma_{it})^2) \quad (3)$$

股东  $i$  的企业剩余分配最优解, 即股东  $i$  收入最大化与经济权力作用图形如下:



根据权力定义和模型(3)可知,若股东  $i$  的权力系数越大即股东的权力禀赋结构越不对称,该股东获取的企业剩余就越大,这在我国股市制度不完善,弱势群体利益保护机制不健全下表现尤为突出。这是由于大股东与中小股东间天然存在着权力禀赋的差异(诸如拥有股本总额和个体或组织的差异)。

随着大股东对企业剩余控制权加强,在缺乏中小股东利益保护机制下,极端情况是企业剩余分配完全可能进一步转化为大股东获取全部企业剩余,中小投资者无法获取任何收益:

$$\sum_i \gamma_{it} = 1, i = 1, \dots, n; \sum_j \gamma_{jt} = 0, j = n + 1, \dots, n + m$$

表示大股东获得了企业的所有剩余,而中小股东没有获得剩余,即投资收益为零<sup>①</sup>。但若此时股市或经济没有足够的增长来支撑,政府没有足够的能力进行协调,一旦股东的权力冲突和企业剩余分配不均衡矛盾得以累积超出经济承受能力,就有可能导致股市动荡和经济衰退。这种股东权力禀赋差异导致两极化企业剩余分配机制为:

假定 1:参与企业剩余分配主体为大股东  $x$  和中小股东  $y$ , 双方共同分享企业剩余  $\pi_{st}$ , 单位企业剩余分配比例分别为:  $p_x / (p_x + p_y)$ 、 $p_y / (p_x + p_y)$ , 其中  $p_i = \gamma_{it}^2 / (\gamma_{xt} + \gamma_{yt})(\gamma_{it}^2 + (\gamma_{xt} + \gamma_{yt})^2)$ ,  $i = x, y$ 。

假定 2:企业存续  $N$  期且收益是连续的,真实的企业权力结构与分配制度保持稳定。

假定 3:大股东权力集为  $X$ , 中小股东权力集为  $Y$ , 集合大小决定控制权控制程度和大小。则,个体  $N$  期的企业剩余分配份额分别为:

$$\text{大股东的企业剩余分配总额为: } TP_X = \pi_{st} N \cdot p_x / (p_x + p_y);$$

$$\text{中小股东的企业剩余分配总额为: } TP_Y = \pi_{st} N \cdot p_y / (p_x + p_y)。$$

大中小股东的权力天然非对等,大股东控制中小股东,强权主体将选择有利自身效用最大化的制度安排和企业行为,促进个体效用最大化<sup>②</sup>。随着企业剩余分配的次次不对等,企业剩余分配将呈现两极化趋势,即:

令  $X(\text{大股东的权力集}) > Y(\text{中小股东的权力集})$ , 则:

① 据统计,2000 年我国股市交易印花税与佣金总和大于公司利润总和,等价于中小股东的企业剩余分配份额为零。

② 虽然股市发展过程中更多地选择渐进式改革,并且这种改革的支持群体数量最大,但制度改革路径的选择并非取决于决策者的数量,而是取决于决策权的大小。

$TP_X - TP_Y > 0$ , 即二者的企业剩余分配差或权力价值差大于 0, 即:

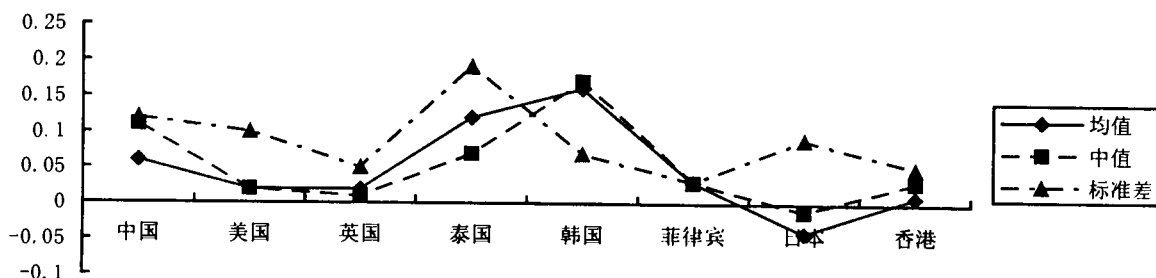
$$(TP_X - TP_Y) = \pi_{st} [N \cdot p_x / (p_x + p_y) - N \cdot p_y / (p_x + p_y)] = \pi_{st} N \cdot (p_x - p_y) / (p_x + p_y) > 0。$$

若当  $\gamma_{x1}$  趋于无穷, 有:

$p_x \rightarrow 1, (TP_X - TP_Y) \rightarrow \pi_{st}$ , 即大股东获取全部企业剩余。这表明, 短期内真实制度演变路径是朝着强权个体的目标而非效率方向演进<sup>①</sup>。

### 三、大股东对中小股东的利益侵占: 定性与定量分析

实证研究表明, 持有绝对或相对公司股权的大股东往往会得到与其所有权股份比例不对称、超过小股东许多的额外收益, 这部分收益是大股东通过自身经济权力侵占中小股东利益实现的。从产权的角度上讲, 控制权归属于大股东是大股东经济权力强于中小股东的直接表现, 大股东正是通过控制权来实现对中小股东的利益侵占的, 因此, 大股东对中小股东利益侵占的研究文献就主要通过控制权定价来测度。并认为, 当企业的控制权发生转移时, 控制权价值就会在股票价格中得以体现, 这时的股票价格差额就是控制权转移后控制权的价值增量。只有当大股东认识到该控制权的买卖至少能够带来增量部分的价值时才可能完成交易。Dyck 和 Zingales (2001)、Fama 和 Jensen (1983)、Demsetz 和 Lehn (1985)、唐宗明和蒋位 (2002) 通过对包括我国在内的许多国家的实证研究表明, 无论是发达国家还是发展中国家, 均存在着大股东侵占中小股东利益的行为, 并且在不同国家利益侵占行为程度不同: 对中小投资者的保护越差, 大股东的利益侵占越严重, 反之则越轻。不同国家或地区的控制权租金如图 1 所示。



数据来源: 唐宗明、蒋位, 2002。

图 1 大股东对中小股东利益侵占度: 上市公司控制权转移时股权转让溢价统计值

从图 1 中可以看出, 发展中国家与发达国家的上市公司控制权转移溢价具有明显的同类特征, 即发展程度相同, 控制权转移溢价相近。但发展中国家上市公司控制权转移时的股权溢价明显高于英美等国家, 甚至明显高于香港等发达地区。这些股权溢价较低的国家或地区恰恰是股市发展程度较高、制度建设较为完善, 从而大大限制了大股东对中小股东的利益侵占行为。

应该说, 用控制权转移引起的股权溢价来测度大股东利益侵占行为存在一定的局限性, 问题在于控制权转移所引发的价值增值可能存在两种原因: 一是控制权转移可能带来的企业治理效率改善, 从而提高股权价值; 二是股权转让引发的控制权变化而产生的纯收益(指分配领域)。而这二者无法直接加以区分。诸如我国上市公司控制权转移时, 股权溢价均值、中值和标准差分别是: 0.06、0.11、0.12, 这与我国现实发生的大股东大规模利益侵占事实不符。

现实中, 股东购买股票拥有企业剩余索取权, 通过企业分红或价值增值来实现投资收益。上市公司分红政策和股票价格增长性可以间接反映股东剩余索取权的实现程度和投资收益的保护程度。为此, 利用我国上市公司现金分红政策和股市增长情况进一步佐证大股东对中小股东的利益侵占问题。

<sup>①</sup> 制度博弈论指出, 现存制度的确定形式是人类设计(计划者专权)或是多边谈判方讨价还价(立法)的结果。

1. 上市公司现金分红政策。纵观我国上市公司分红政策,有三大突出特性:非连续性、随机性和随意性。在现金分红上,有统计数据显示,自1992年以来,我国连续10多年现金分红的公司只有一家。一些公司在若干年份的确有一定的现金分红,但大部分分红不是年头少就是象征性分红,诸如每股现金分红只有几分钱甚至几厘钱,我国中小股东投资收益没有得到有效的保证。

2. 上市公司股票价格的增长性。若以上证指数来刻画股票市场的成长,可以看出,我国股指从20世纪90年代近1000点到当前1200点左右,股指年增长率约为2%(意味着股东的中长期投资收益增长率为2%),基本等于银行活期存款利率,没有体现资本投资收益和风险的对称性。

因此,综合而言,无论是控制权转移时的股权溢价指标还是上市公司的分红政策和股市增长性指标,均表明中小股东并没有得到相应的股权报酬,利益被侵占事实毋庸置疑。

#### 四、小结

股权相对或高度集中的我国上市公司存在着大量的大股东侵占中小股东利益的行为,而这种侵占又是股东权力天然非对等的必然结果。在同等物质资本所有者即股东内,不同股东由于目标不同其行为存在巨大差异。因此,不区分不同股东的性质就无法真正解决我国企业的治理问题。因此,本文从股东的权力禀赋入手,以Nash双人讨价还价模型为基础,建立大股东与中小股东权力博弈模型,推演出大股东侵占中小股东利益的权力博弈过程和实现机制。模型表明,正是大股东的权力禀赋强于、优于中小股东,大股东通过经济强力获得了超额的企业剩余,随着控制权的集中,股东利益分配有进一步向两极分化的发展趋势,而这种结果是市场机制本身所无法解决的。

我国股市在发展过程中,大股东侵占中小股东权益现象在我国中小投资者利益保护制度不健全下表现更为突出(孙永祥,2002;唐宗明、蒋位,2002)。大股东对中小股东利益侵占市场失灵现象的存在,说明,我国股东要想获得快速、稳定和健康发展,就需要为中小股东提供第三方援助和切实的法律保护,股东间的经济权力博弈过程为投资者利益保护机制提供了如下启示。

1. 切实培育机构投资者,实现权力相互制衡。我国个体投资者(散户)不仅数量大而且是市场交易的主体,大股东与中小股东的权力禀赋与企业剩余分配过程表明,有效减少股市利益侵占的市场机制就是培育机构投资者,形成权力相互制衡。

2. 建立并完善中小投资者的利益保护机制。权力不对等与权力结构不对称将导致企业剩余分配的不平等,这种不平等是权力差异而自然形成的,市场机制无法解决股东剩余分配的不平等。而中小投资者由于权力系数小,在企业剩余分配过程中存在大量利益被侵占现象。为防止强势集团形成利益同盟,共同侵占中小投资者的利益,因此,政府应提供第三方援助。

3. 完善企业治理机制,实现有效的控制权控制。完善企业治理结构实质是建立有效配置企业控制权机制,实现弱势群体对企业适度控制,达到与大股东权力制衡的目的,增强用手投票效果。

当然,启示不仅仅这些,本文只是强调企业剩余分配过程中控制权侵占是市场必然的结果,市场失灵决定第三方援助和控制权控制机制在我国企业治理实践中的重要性。

#### 主要参考文献:

1. 李善民、曾昭灶:《控制权转移的背景与控制权转移公司的特征研究》,《经济研究》2003年第11期。
2. 姚伟、黄卓、郭磊:《公司治理理论前沿综述》,《经济研究》2003年第5期。
3. 冯根福、韩冰、闫冰:《中国上市公司股权集中度变动的实证分析》,《经济研究》2002年第8期。
4. 唐宗明、蒋位:《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》2002年第4期。
5. 周鹏、张宏志:《利益相关者间的谈判与企业治理结构》,《经济研究》2002年第6期。
6. 马丁·J·奥斯本、阿里尔·鲁宾斯坦著:《博弈论教程》,魏玉根译,中国社会科学出版社2000年版。
7. Hart, O., and Moore, Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, 1990.
8. Hart, O., and Moore, Default and Renegotiation. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, 1998.
9. Nitzan, Shmuel, Modeling Rent-seeking Contests. *European Journal of Political Economy*, Vol. 10, 1994.
10. Zingales, Luigi, The Value of Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. *The Review of Financial Studies*, 1994.
11. Zingales, Luigi, What Determines the Value of Corporate Votes? *Quarterly Journal of Economics*, 1995.

责任编辑:张群群