公司控制权转移下的中小股东利益保护

权 琳

（西安医学院药学院，西安 710012；武汉理工大学经济学院，武汉 430070）

【摘要】控股股东攫取控制权私人收益、侵害小股东利益会降低公司价值。本文针对中国上市公司控制权转移下对中小股东的影响因素进行了理论分析和实证研究，根据研究结果，提出了规范大股东行为、保护小股东利益的政策建议。本文研究结论为降低公司控制权转移下中小股东利益侵害的程度，提供了政策设计参考。

【关键词】股权结构；控制权转移；大股东侵占利益；中小股东利益保护

一、引言

控制权转移是控股股东侵害小股东利益的重要渠道。如何保护小股东在控制权转移过程中的利益需要学术界对影响控股股东侵害行为的要素进行深入分析。对此，有些学者已经开展了研究。La Porta等提出在信息不对称情况下，控股股东与小股东之间的利益冲突会导致拥有控制权的股东掠夺小股东的利益。这种掠夺行为会大大降低公司的价值。Johnson和Porta等最早将控制权转移过程中控股股东对小股东的侵害界定为“利益转移(tunneling)”。Barclay和Holderness最早探索了如何测量控制权私人收益。他们研究了纽约证券交易所和美国证券交易的63项大宗股权交易。研究发现，交易价格在消息宣布后出现20%的溢价。他们认为这种溢价体现了控制权价值。股东一旦掌握了公司的控制权，就会带来控制溢价。这是由于控股股东经常利用手中的控制权将上市公司的资源向自己的企业转移。Lee和Xiao研究发现，控股股东还会通过设计股利政策来侵占小股东利益。Ohlson模型也表明，控股股东的侵害行为会直接影响股权价值。然而，该结论仅适用于股权全流通的市场中。

诸多研究证明，控股股东侵害小股东利益的现象在我国上市公司中相当严重。我国学者对此类问题进行了深入的研究，重点从两个维度进行研究：

一是从侵占方式上进行研究。刘峰、贺建刚(2004)从利益输送角度将我国上市公司向大股东输送利益的方式和手段归为直接与间接占用、通过关联方交易实现资产购销和产品购销、派发高现金股利和其他；张祥建、徐晋(2005)从股权再融资的角度论证了大股东对小股东的利益侵占及利益输送的“隧道”；李增泉、孙铮、王志伟(2004)对并购过程中控股股东掏空上市公司的行为进行分析，发现并购是掏空上市公司的重要途径。

二是从度量侵占程度方法上进行研究。唐宗明和蒋位(2008)采用转让价格溢价测量利益侵占，以199～2001年88家上市公司的90宗控制权转移样本进行了分析，发现中国上市公司大股东侵害程度不均匀，有些大股东对小股东侵害非常严重。施东晖(2010)采用控制权转移和非控制权转移价格的差额作为控制权溢价，结果表明，控制权溢价来源于控股股东的掏空行为和“壳”价值。叶康涛(2012)采用相同的测量方法，得出的结果是我国上市公司的控制权溢价是流通股市价的4%，要高于美国等国家的控制权溢价水平。胡旭阳等(2011)揭示了控股股东的掠夺行为。Chen和Young(2008)发现中国上市公司国有股大股东为了政治因素和管理绩效的提高开展跨国并购，损害小股东的利益。Jiang和Peng(2009)分析了金融危机情境中，健全的法律制度和较多的大股东能够更好地保护小股东利益。Li和Qian(2012)发现中国上市公司所处的地区制度越完善，小股东的利益越能得到保护。

二、理论分析与研究假设

股权集中度一直是公司治理研究关注的重要变量。股权集中度反映了股权结构的分布是否集中。股权分散的公司意味着小股东较多，而股权集中的公司则拥有更多的大股东。Morck等(2006)认为，大股东与小股东相比更有能力和意愿来监督管理者。当然，大股东也是追求利益最大化的经济人，在信息不对称的情况下，他们往往通过董事会控制经理人来损害小股东权益。Zingales(2008)研究发现，当大股东牢牢掌握着公司的控制权时，大股东人侵犯小股东利益的空间变大。

在中国，由于小股东利益的保护制度体系还不够健全。大股东不仅对董事会和经理人有较强的控制力，而且会通过董事会控制上市公司的业务及财务资源。更重要的是，由于大股东的股票在流通变现方面存在诸多障碍，股东经常通过并购重组、资金占用的形式来侵害小股东利益。据此，本文提出如下研究假设：

假设1:股权集中度越高,控股股东越会掠夺小股东的利益。

委托代理理论认为,信息不对称和动机差异是机会主义行为的根源。信息的对称性除了与制度体系完备程度有关,还与企业的社会声誉有关。本文研究认为,规模大的企业更容易引起社会关注,信息更加透明。这是因为:首先,相对小规模企业而言,大企业在行业中更容易受到竞争对手的关注,而这种关注会形成竞争对手之间相互监督机制,促使大企业更谨慎决策,避免被竞争对手攻击。其次,规模大的企业更容易受到政府、行业分析机构、法律机构以及社会团队的关注,这种社会关注对企业形成有效的监督和约束。再次,与小企业相比,大企业的运作方式更加规范,控股股东侵害小股东权益的成本更高、收益更小。因此,大股东侵害小股东的可能性更小。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设2:企业规模大会降低控股股东对小股东利益的侵害程度。

与规模相比,股权转移交易本身的特征也会影响小股东利益受损的程度。股权转移的比例越大,越会涉及大股东的股权。这种情境下大股东拥有更多的发言权和控制权,大股东拥有的私有信息更多,此时,大股东与小股东之间的信息不对称性越高,大股东所能得到的控制权收益越高。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设3:股权转让股份比例与转让价格溢价水平呈正相关关系。

除了出让方公司及交易股权的特征之外,受让方的特征也会影响大股东对小股东利益的侵害程度。从企业性质方面看,控制权转移的受让方可能是民营企业也可能是国有企业。与国有企业相比,我国民营企业的资源冗余更少。更重要的是,民营企业的股东不存在所有者缺位的问题,制度的执行更容易受到股东的监督。以往的研究证明,股权的受让方如果是民营企业时,所有权转移过程中控股股东侵害小股东的行为将受到更多的制约。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设4:控制权转移交易中受让方为民营企业会降低控股股东对小股东利益侵害的程度。

除了受让方的企业性质之外,股东的身份也会影响控股股东对小股东利益的侵害。以往研究多数认为,股权制衡能够有效降低控股股东的侵害行为。如果受让方是公司的股东,股权转让交易更容易形成制衡机制。控股股东与小股东之间的信息不对称程度会进一步降低。因此当控制权转移交易的股权受让方是公司的股东,控股股东对小股东的侵害会受到更多监督,侵害的可能性越小。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设5:控制权转移交易中受让方是公司股东会降低控股股东对小股东利益侵害的程度。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选择沪深两市2004~2013年间发生控制权转移的上市公司作为研究样本,并做了如下技术处理:①仅选择沪深A股的控制权转移交易;②只选取公司的实际控制权已经发生转移的公司;③如果在2004~2013年间控制权发生了多次转移,则选取最近的一次转移交易作为研究样本。最后选取了452家上市公司的数据。

本文数据来源于国泰安数据库。

(二)变量选取

1. 因变量选取。在控制权转移交易中,大股东对小股东利益的侵占很难直接测算。以往研究有学者将大宗股权交易价格与每股净资产之差和每股净资产的比值作为控制权的价格,本文借鉴这种方法,即用大宗交易价格与每股净资产之差来衡量大股东对小股东利益的侵占。用CP表示控制权的价格,即:$CP=P_A-P_B$,其中P_A表示引起控制权发生转移的每股股权转让价格;P_B则为控制权发生转移当期的每股净资产。

2. 自变量选取。

(1)股权集中度:股权集中度的测度有多种方法,以往学者多数采用前五或前十大股东的股权总额占总股权的比值来表示,本文沿用该方法,选取前十大股东股权总额占总股权的比值来表示股权集中度。

(2)公司规模:企业总资产、企业利润、员工总人数等变量都可以用来反映公司规模,系公司规模变量。考虑到计量模型中如果同时出现这些变量,可能会导致回归方程中多重共线性的出现,因而本文仅仅选取企业总资产作为公司规模的测量变量。

(3)转让方式:股权转让有多种方式,其中协议转让相较于其他方式更能保护中小股东的利益,因而本文对原始数据的转让方式类型做了二分变量处理,如果转让类型为协议转让,则令其数值为1,否则为0。

(4)股权转让比例:用股权转移的百分比来表示。

(5)企业性质:本文将具体企业的性质做了二分变量处理,令民营企业为1,其余为0。

(6)受让方转让前股东地位:受让前如果受让方为公司股东,则为1,否则为0。

(三)描述性统计

表1　股权溢价水平描述性统计

相对溢价情况		绝对溢价情况	
观测值	N=452	观测值	N=452
最大值	118.081	最大值	48.322
最小值	0.000	最小值	0.000
均值	3.282	均值	1.561
标准差	16.276	标准差	3.601
中位数	0.350	中位数	0.368

表1列示了股权转让的股权溢价水平，从中可以看出，在引起上市公司控制权转移的股权交易中，相对溢价水平最高时交易价格达到每股净资产的118倍，平均溢价水平也为每股净资产的3.6倍左右，中位数值为0.350，远远小于均值3.282，说明在具体交易过程中，股权溢价水平的两极分化比较严重，且不同性质、不同类型的股权转让会带来不同的溢价水平；绝对溢价的最大值为37.732，说明股权转让过程中，交易价格最高时比每股净资产多出了37.732元，均值为1.561，说明在所有涉及控制权转移的股权交易中，平均每股交易价格比净资产多出1.561元，中位数为0.368，同样反映了控制权转移过程中大股东的侵害行为存在一定的两极分化现象。

表2　　主要自变量描述性统计

	股权集中度	转让涉及金额	第一大股东持股比例	公司总资产
观测值	N=452	N=452	N=452	N=452
最大值	0.715 2	11 591 706 014	0.592 8	23 819 585 915
最小值	0.148	3 528 000	0.049 6	70 211 799.6
均值	0.452 8	276 000 000	0.274 4	1 488 000 000
标准差	0.101 6	797 040 000	0.12	2 136 000 000
中位数	0.458 4	135 600 000	0.237 6	885 600 000

从表2列示了主要自变量的描述性统计，从中可以看出，在股权集中度一栏中，前十大股东最多的持有公司的股份达到71.52%，最少的为14.8%，持股的均值为45.28%，与中位数45.84%比较接近，说明了股权集中度的总体分布情况比较均匀；涉及的转让金额最大的为115亿元左右，最小的只有大约352万元，平均水平为2.7亿元，说明了控制权转让过程中涉及的具体金额分布也存在一定两极分化现象；第一大股东的持股比例最大为59.28%，最小为4.96%，最大持股比例约为最小持股比例的10倍左右，这说明了虽然同为第一大股东，但是在不同公司中所占的股权比例差异是非常大的，持股比例的中位数为23.76%，公司总资产量最大的约为238亿元，最小的约为0.7亿元，公司总资产量的均值为14.88亿元，说明资产总量存在一定的两极分化现象。

表3　　样本公司按行业分类情况

行业分类	公司个数	比例
电力、煤气及水的生产及供应业	25	5.53%
房地产业与建筑	36	7.96%
社会服务业	51	11.28%
信息技术业	19	4.21%
制造业	273	60.40%
综合类	32	7.08%
其他	16	3.54%
合计	452	100%

表3列示了样本公司按行业分类的情况，其中：制造业公司数量最多，为273家，占总样本的60.4%；信息技术业公司数量最少，为19家，占总样本的4.2%。

表4　　样本公司财务状况

	营业收入	净利润	所有者权益合计	营业外收支净额	净营运资金	基本每股收益
均值	8.93E+08	−3.40E+07	5.72E+08	−1.25E+07	−5.71E+06	−0.119
中位数	3.21E+08	9.91E+06	3.76E+08	−1.92E+05	3.95E+07	0.060
标准差	1.85E+09	3.22E+08	1.10E+09	7.74E+07	5.86E+08	0.917
方差	3.11E+18	9.45E+16	1.10E+18	5.45E+15	3.13E+17	0.765
最小值	0.00E+00	−4.06E+09	−2.05E+09	−7.35E+08	−3.60E+09	−7.777
最大值	1.52E+10	1.04E+09	1.31E+10	1.63E+08	3.31E+09	1.617

表4列示了样本公司的基本财务状况，从中可以看出，样本公司的经营状况从总体上来看是亏损的。这一方面是由于笔者在样本选择时对于经营状况不好的公司包括风险较大的ST公司并没有完全剔除；另一方面是由于在经营状况不好的时候，控股股东可能更倾向于进行股权的转让。笔者之所以没有剔除经营不好的公司，是由于这些公司在其控制权转让过程中，可能存在着更为严重的大股东对中小股东利益的侵害问题。

四、回归分析

本文在前述变量的基础上，构建了如下计量模型，以对变量进行回归分析。即：

$$PC=\beta_0+\beta_1CR_{10}+\beta_2asset+\beta_3shrperc+\beta_4stocksum+\beta_5prienterise+\beta_6buyerposi+\beta_7industry+\beta_8others+\varepsilon$$

式中：PC表示股权的绝对溢价水平；CR_{10}表示股权集中度，即前十大股东占总股权的比重；asset为公司总资产，表示公司规模的大小；shrperc表示转让的股权占总股权的比重；stocksum表示股权转让交易中涉及的股权总数；prienterise表示受让方的企业性质；buyerposi表示受让方受让前是否为公司股东的二分变量；industry为哑变量，表示企业的行业分类，是一个主要的控制变量；other表示其他的一些控制变量。

表5列示了各变量的回归结果，从中可以看出，股权集中度、公司规模和股权转让涉及的股权总数都在0.01的水平上对控制权溢价具有显著影响，同时，受让方的企业性质对控制权溢价的影响也在0.1的水平上显著；回归系数为负，说明控制权的受让方是民营企业有助于保护小股东的利益，换言之，控股股东在将控制权转让给民营企业时，所获得的股权溢价相对较少；表示行业类别的二分变量也在0.05的水平上显著，说明在制造业和非制造业中，控制权的溢价水平是不同的。

从表5还可以看出，与非制造业相比，制造业的控制权转移能引起更大程度上的控制权溢价。在回归2中，加上控制权转移次数和董事平均年龄后，主要自变量的显著性水平基本没有发生变化，这在一定程度上说明了回

表 5　　回归系数

回归1	显著性	回归2	显著性	回归3	显著性
被解释变量		被解释变量		被解释变量	
PC		PC		PC	
解释变量		解释变量		解释变量	
CR_{10}	1.404*** (0.138)	CR_{10}	1.123* (0.468)	CR_{10}	1.470* (0.518)
Asset	−0.551*** (0.089)	Asset	−0.724*** (0.161)	Asset	−0.573*** (0.101)
Shrperc	0.108 (0.118)	Shrperc	0.081 (0.233)	Shrperc	0.100 (0.119)
Stocksum	0.683*** (0.102)	Stocksum	0.843*** (0.119)	Stocksum	0.697*** (0.098)
Prienterise	−0.223* (0.121)	Prienterise	−0.234* (0.117)	Prienterise	−0.240* (0.131)
Buyerposi	−0.099 (0.093)	Buyerposi	−0.096 (0.101)	Buyerposi	−0.119* (0.067)
控制变量		控制变量		控制变量	
industry	0.231** (0.113)	Industry	0.252** (0.118)	Industry1	0.167 (0.189)
常数项	0.300** (0.137)	Age	0.393 (0.839)	Industry2	−0.068 (0.282)
		Times	0.026 (0.419)	Industry3	−0.039 (0.244)
				Industry4	0.216 (0.351)
				Industry5	.−0.189 (0.301)
				Industry6	0.201 (0.411)
				Age	0.393 (0.839)
				Times	0.026 (0.419)
R^2=0.223		R^2=0.291		R^2=0.325	

注：在回归结果1中，控制变量只有industry，industry是一个表示行业的二分变量，是制造业为1，否则为0；在回归结果2中，控制变量除了行业二分变量，还加上了该公司控制权转移的次数times和公司董事的平均年龄age；在回归结果3中，除了age和times外，则对行业进行了细分。为了消除不同单位的影响，除了二分变量外，笔者对其他变量都进行了标准化处理。***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

归1结果的稳健性。在回归3中，将行业细分后，表示行业的所有二分变量都是不显著的。然而，在主要自变量中，同回归1相比，表示控制权转让前受让方的地位变得显著了，其参数为−0.119，说明了转让之前，如果受让方是原公司股东，控制权的溢价水平会降低。

具体讲，股权集中度的参数值为1.470，说明了股权集中与控制权溢价向同方向变化，平均而言，前十大股东占公司股份每上升1个单位，会引起控制权溢价上升1.470个单位。在回归3中，总资产参数值为−0.573，说明公司规模越大，控制权溢价水平越低，即公司总资产每上升1个单位，会引起控制权溢价下降0.573个单位；涉及的股权总数参数值显著性水平为0.01，参数为0.697，说明转让中涉及的股权总数越大，控制权溢价越明显，股权总数每增加1个单位，会引起控制权溢价上升0.697个单位；受让方企业性质的显著性为0.1，参数值为−0.240，说明与非民营企业相比，民营企业作为受让方能够使控制权溢价降低0.240个单位；受让方受让前股东地位同样在0.1的水平上显著，说明受让方作为公司股东能够有效抑制控制权溢价水平，与非公司股东相比，受让方在交易前就是公司股东能够使控制权溢价降低0.119个单位。

五、结论与建议

本文针对控制权转移中大股东侵占利益的行为进行实证研究，结果表明：股权集中度越高、股权转让数量越大，控股股东越会掠夺中小股东的利益；而当转让股权的公司规模较大，受让方为民营企业或是公司股东时，控股股东难以侵占小股东利益。为有效制止控股股东侵占小股东利益的行为：一要进一步明确控股股东的义务；二要优化上市公司的股权结构，规范大股东行为；三要合理规范控股股东的股份转让；四要增加大股东的持股比例，制衡控股股东的“侵占”行为。总之，通过加强和规范各方面监管等方式，有效防止大股东侵占行为的发生。

主要参考文献

Young M. N., Peng M. W., Ahlstrom D., Bruton G. D., and Jiang Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal−principal perspective [J]. Journal of Management Studies, 2008(45).

La Porta, Protection R, F. Lopez−de−Silanes. A. Shleifer.And R. W. Vishny. Investor and Corporate Valuation [J], Journal of Finance, 2002(57).

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).

刘彤.小股东权益与公司治理绩效改善——基于产权理论的分析[J]经济科学，2002(2).

孙永祥.公司治理结构：理论与实证研究[M].上海：上海人民出版社和上海三联书店，2003.

董秀良，薛丰慧.股权结构、股东行为与核心代理问题研究[J].经济评论，2003(4).

刘峰，贺建刚.股权结构与大股东利益输送方式的选择[J].中国会计评论，2004(2).

李增泉，孙铮，王志伟.”掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究，2004(12).

施东晖.上市公司控制权价值实证研究[J].经济科学，2003(6).

叶康涛.公司控制权的隐形收益[J].经济科学，2003(6).