

股东之间的利益冲突与小股东利益保护机制

张光荣

摘要：在股权集中的公司中，通常存在至少一个相对突出的大股东，甚至控制性股东。控制性股东的存在使得公司治理需要解决的主要问题由股东和管理者之间的代理问题转变为控股股东与小股东之间的代理问题。大股东为了实现自身利益的最大化常常通过隧道行为侵占小股东利益。传统的内部公司治理机制在这种股权结构中难以发挥作用，小股东利益的保护有赖于有效的外部治理机制：股权制衡和法律制度。

关键词：公司治理；代理问题；隧道行为；股权制衡

一、引言

自伯利（Berle）和米恩斯（Means）于 1932 年发表著名的《现代公司和私有财产》以来，股权分散被认为是现代公司的一个基本特点。在分散的股权结构下，由于所有权与经营权分离，股东与经理人之间存在代理成本，以董事会建设为核心内容的现代公司治理机制应运而生，其目的是降低股东与经理人之间的代理成本。

上世纪 80 年代以来，研究者逐渐发现，在世界上大多数的国家，股权结构都表现为相当程度的集中，伯利和米恩斯所描述的股权分散的状况实际上是仅适用于英美等少数普通法系发达国家的一个特例。La Porta 等（1999）首次对公司所有权结构进行了大范围的国别比较研究，他们从全球 27 个富裕国家中分别选取市值最大的 20 家上市公司，追溯公司的最终控制股东，并以单个股东拥有的投票权是否超过 20% 作为公司是否有最终控制股东的分界线，他们发现样本公司中约 64% 的公司有最终控制股东。其中，占样本 30% 的公司被家

族最终控制。Claessens 等（2000）对 9 个东亚国家（地区）2980 家上市公司的研究及 Faccio 和 Lang（2002）对 13 个西欧国家 5232 家公司的研究都发现，约 60% 的公司拥有一个最终控制股东，Berglof 和 Pajuste（2002）更发现在 10 个中东欧转轨经济国家的公司中，第一大股东的投票权平均高达 51.2%。

在股权集中尤其是存在控制性股东的状态下，公司的控股大股东与小股东之间存在事实上的委托代理关系，代理成本由此产生。大股东利用对公司的控制权掏空公司资源、损害小股东利益已成为此类公司中的一个严重问题，如何通过有效的公司治理机制解决这一问题，保护处于弱势地位的小股东的利益，已成为近年来公司治理研究领域所关注的一个重点。

二、股东之间的利益冲突

（一）利益冲突产生的原因

根据契约理论，企业是一系列契约的组合，而由于未来世界的不确定性，构成企业的契约是不完备的。在不完备的契约中，要使企业的所有参与者都得到固定的收入是不可能的。在现代公司制企业中，股东作为风险的承担者，得到的收入是在企业按照固定的合同支付其他参与各方（如雇员、债权人等）之后的剩余，即股东是公司的剩余索取者，拥有剩余索取权（residual claim）。在存在多个股东的情况下，一个股东仅有剩余索取权还不能保证公平地获得剩余，由于剩余的多少在事先的契约中无法确定，因此谁有权决定企业资源的使用变得尤为重要。事实上，控股大股东除了可以按照持股比例获得剩余收益外，还能利用其对公司的控制能力，消耗公司资源或享受公司利益而不分给少数股东，获得控制权的私人利益（private benefits of control）。

控股股东与小股东之间利益冲突的存在，是由于二者之间存在事实上的委托代理关系。通常情况下，控股股东会直接委派人员管理公司，因此公司的管

理者代表了大股东的利益，股东与管理者之间的委托代理关系转化为控股股东与小股东之间的委托代理关系。即使控股股东不参与公司的直接管理，由于对管理者的监督是有成本的，小股东没有动力去实施监督，这一任务只有大股东去执行，大股东持股份额大，只要实施监督增加的收益超过其监督成本，大股东就有动力对公司治理进行监督，这样，小股东实际上自动的将监督管理者的任务委托给了大股东，虽然没有正式的契约，但事实上的委托代理关系已经形成。由于存在委托代理关系，控股股东与小股东之间的代理成本必然会产生。

（二）大股东侵占小股东利益的方式

大股东通常采用隐蔽的手段转移公司资源，实现私人利益。大股东的这种行为被称为“隧道行为（Tunneling）”。隧道行为主要有两类方式。一类是通过关联交易转移公司资源或将自身的风险转嫁到公司。如以有利于控股股东的价格进行的资产买卖、为代表大股东的管理层支付过高的报酬、以公司名义为大股东提供贷款担保、大股东无偿占用公司资金等。另一类是采用特殊的财务安排，实现公司利益向大股东转移。如通过不公平的二次发行稀释其他股东权益，实施有利于大股东的股利政策等。

通过关联交易转移公司资源的事件是证券市场上经常发生的，而由于其难以观察，对发达国家资本市场大股东通过关联交易侵占小股东利益的研究并不多见。叶银华等（2002）用台湾地区上市公司数据对控股股东通过关联交易侵害小股东利益的情况进行了实证研究，发现控制性股东利用其投票权影响公司的关联交易，并可能利用关联交易实施了利益转移行为。我国上市公司大股东通过不公平的关联交易剥夺中小股东利益的情况相当严重。除了通过货物购销和资产买卖的不公平定价进行侵占，中国上市公司更经常使用掠夺式的侵占方式——无偿占用上市公司资金和利用上市公司担保，这已成为中国证券市场的顽疾。国内学者有大量的实证研究和案例分析从不同角度揭示了大股东通过关

关联交易对上市公司和中小股东利益的侵占（刘峰、贺建刚（2004），李增泉等（2004），陈晓、王琨（2005），刘峰等（2004）等）。

通过特殊的财务安排实施侵占主要包括实施有利于大股东的股利政策、通过不公平的股份发行等手段。Lee 和 Xiao（2003）认为中国上市公司体现为过度的现金分红，分红的动机主要是为了回报大股东，缓解其对资金的渴求，这种非理性的现金分红是非流通大股东对流通股东的侵占。马曙光等（2005）发现中国上市公司的现金股利与资金侵占同是大股东实现其股权价值最大化的手段，二者具有可替代性。他们的研究发现，随着监管加强，非流通股控股股东减少了对上市公司资金的直接侵占，但现金股利形式却变得越来越普遍。通过不公平的股份发行进行侵占方面，Atanasov（2005）用保加利亚市场数据研究发现，1999年至2001年期间，保加利亚股票交易所60%公司的大股东以折价方式向自己增发股份后转为下市，小股东利益受到严重侵占。我国还缺少类似的案例，但隧道股权分置改革的完成以及定向增发等发行方式的采用，控股股东也可能会使用类似的方式实现自身利益最大化。

三、小股东利益保护机制

在大股东控制的公司治理结构中，大股东与小股东之间的利益冲突不可避免，如何降低大股东与小股东之间的代理成本，提高公司治理效率，是公司治理研究的重要内容。

在大股东控制的公司中，由于大股东的超强控制能力以及大股东与管理层利益的一致性，经理人市场、经理薪酬等用于调和股东与管理层利益的治理机制并不适用，而其他的内部治理机制也难以发挥作用。从我国证券市场看，在存在控股股东的上市公司，董事会通常受到控股股东的控制，难以保持独立性，虽然近年来我国上市公司实施了独立董事制度，但实践表明，独立董事的独立性和参与公司治理的能力仍有待加强。而监事会在多数公司中都基本上是形同

虚设。因此，在股权集中的公司中，可能对大股东行为产生制约的治理机制主要来自于外部治理机制：法律保护和股权制衡。

（一）法律制度

很多研究注意到加强小股东权益法律保护的重要性。La porta 等（1998）认为一个国家法律对投资者权利保护的程度是这个国家公司融资市场和公司治理水平发展的决定性因素。他们发现，在法律对投资者权利保护程度低的国家，公司通常股权集中度更高。股权集中的原因可能是由于法律不能保护投资者不受控制者的侵占，投资者只有谋求自己成为控制者。从经济学的角度分析，投资者必须在分散投资的利益和成为大股东所取得的控制权利益之间进行权衡，在市场化条件下，公司特定股权结构的出现，是一种自然的选择过程，是利益权衡的必然结果。控制权利益超过分散投资的利益是投资者选择成为大股东的经济上的根本动力。Dyck 和 Zingales（2002）以投资者权利、信息披露和执法强度这三个指标来度量投资者保护程度，发现控制权的私人利益与投资者保护程度负相关，说明较强的投资者保护法律制度有助于降低控制权的私人利益。Doidge 等（2005）对 31 个国家超过 4000 家公司的研究发现，存在控制性股东的公司，通常不愿意在监管严厉、信息披露要求更高的美国上市，因为更高的透明度限制了大股东获取私人利益。由此证实了控制性股东私人利益的存在，以及法律制度对大股东私人利益的遏制作用。谢碧琴和蒋义宏（2005）发现与中国大陆相比，香港法律体系对股东权益的保护更强，以香港法律体系为制度背景的股票上市规则对关联交易的制度约束更强。作者比较了同时在香港和大陆上市的 H 股公司与仅在大陆上市的 A 股公司之关联交易水平，发现前者的关联交易尤其是侵占型关联交易的水平显著低于后者。

法律制度对投资者权利的保护主要有三方面：一是通过法律、制度和准则等来规范公司行为；二是通过强制信息披露制度保证公司披露信息及时、真实、

准确；三是通过行政执法或赋予投资者诉讼权，以事后的惩罚给当事人施加威慑。我国证券市场建立时间不长，相关制度处于逐步完善之中，对大股东侵占行为的惩治力度正在逐步加强，2006年6月全国人大常委会表决通过了《刑法修正案（六）》，将大股东占用资金和利用上市公司为大股东担保等严重侵犯上市公司利益的行为定性为犯罪，这是中国证券市场法制建设迈出的一大步，对于解决大股东侵吞公司资源、侵占小股东利益的问题将发挥重大的作用。

（二）股权制衡

尽管完善投资者保护的法律体系是降低大股东与小股东代理成本的根本途径，但完善的法律规则和高效的执行效率需要长期的建设。这种情况下，发挥股权的制衡作用也是可行的选择。

股权制衡是指在股权安排中，由两个以上的大股东分享控制权，通过各大股东之间互相牵制、互相监督，使得任何一个大股东都无法单独控制企业的决策，从而在一定程度上抑制大股东对小股东的侵占。Pagano和Roel（1998）认为多个大股东的存在可以减少一个特别大股东对公司的过度控制，形成对管理者最佳的监督强度，有助于提升公司价值。Maury和Pajuste（2005）对芬兰上市公司的实证研究表明，多个大股东的存在与公司价值正相关。这一相关性在家族控制公司尤为显著，表明在没有其他大股东监督的情况下，家族控制者更倾向于攫取私人利益。国内研究方面，黄渝祥等（2003）发现我国存在股权制衡的公司中控股股东占用上市公司资金或利用关联交易侵害上市公司利益的情况显著少于不存在股权制衡的公司。同济大学、上海证券（联合）课题组（2002）的实证研究结果表明，在限制大股东占用上市公司资金、利用关联交易转移资产及利润、为关联企业担保、高派现等方面，股权制衡能起到保护投资者利益的作用。陈晓、王琨（2005）在考察上市公司关联交易时发现，公司股东中持股比例超过10%的股东数目增加会降低关联交易的发生金额和概率。

四、结束语

大股东控制的股权结构在世界范围内是普遍存在的，即使在英美等普通法系国家，也呈现出股权集中的趋势。大股东的出现受到政治、法律、文化等多方面因素的影响，而从经济层面来看，是对分散投资收益和控制权收益权衡的结果。大股东参与到公司治理中，可能会因有效监督管理者而减少股东与管理者之间的代理成本，但又导致了大股东为实现自身利益最大化而侵占小股东利益的问题，大股东往往通过隧道行为侵占小股东利益。法律保护 and 股权制衡是限制大股东侵占行为的有效途径。现有的公司治理机制是建立在公司所有权与控制权分离的基础上的，主要目的是解决公司股东与经营者之间的代理问题。在股权集中的公司中，一个或几个大股东可以对公司实施完全的控制，传统的公司治理机制包括董事会、激励合约等难以真正发挥作用，因此在这样的公司中，有效的治理主要来自于外部机制：包括投资者权益的法律保护、股权制衡安排等。与发达国家相比，我国对证券市场上大股东缺乏诚信、掏空上市公司的行为，事后的处罚和民事赔偿一直比较轻，难以形成有效的威慑。随着《公司法》、《证券法》的修订和《刑法修正案（六）》的出台，这种状况正在逐步改善，尽管如此，投资者权益保护法律制度建设依然还有很长的路要走。

参考文献

- Atanasov V A. How much value can blockholders tunnel? Evidence from the Bulgarian mass privatization auctions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,76(4): 191~234
- Berglof E, Pajuste A. Emerging owners, eclipsing markets? Corporate governance in Central and Eastern Europe. *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. Oxford: Oxford University
- Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000 (58): 81-112
- Doidge C, Karolyi G A, Lins K V, Miller D P, Stulz R M. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. ECGI - Finance Working Paper No. 77, 2005
- Dyck A , Zingales L .Private benefits of control: an international comparison. Centre for

- Economic Policy Research, Discussion Paper Series, 2002, No. 3177,1-58
- Faccio M, Lang L H P. The ultimate ownership of western European corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2002 (65): 365-396
- LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Law and finance [J]. Journal of Political Economy, 1998 (106):1113-1155
- LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999 (54): 471-517
- Lee C J, Xiao X. Cash dividends in China: liquidating, expropriation and earnings management. HKUST Business School, Working Paper, 2003
- Maury B, Pajuste A. Multiple large shareholders and firm value[J]. Journal of Banking and Finance, 2005
- Pagano M, Roell A, The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998(113): 187-226
- 陈晓, 王琨. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据[J]. 经济研究, 2005 (4): 77-86
- 黄渝祥, 孙艳, 邵颖红, 王树娟. 股权制衡与公司治理研究[J]. 同济大学学报, 2003, (9): 1102-1107
- 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): 3-13
- 刘峰, 贺建刚, 魏明海. 控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究[J]. 管理世界, 2004 (9): 45-53
- 刘峰, 贺建刚. 股权结构与大股东利益输送实现方式的选择[J]. 中国会计评论, 2004 (2): 56-64
- 马曙光 黄志忠 薛云奎, 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策, 会计研究, 2005 (9): 44-50
- 同济大学—上海证券(联合)课题组. 我国上市公司股权制衡研究. 上证联合研究计划第四期课题报告. <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/jysjs/sseResearch/2002-2/02205.pdf>. 2002
- 谢碧琴, 蒋义宏. 法律体系、上市规则与关联交易——以H股公司和A股公司为例[C]. 中国国际金融年会(昆明), 2005, <http://www.ccf.org.cn/cicf2005/paper/20050129210023.PDF>
- 叶银华, 柯承恩, 李德冠. 公司监理机制对于关系人交易的影响. 辅仁大学金融研究所工作论文, 2002
- 余明桂, 夏新平, 控股股东、代理问题与关联交易: 对中国上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2004, 7 (6): 33-38