

【企业管理】

上市公司股东间合作机制构建研究

关鑫¹, 齐晓飞²

- (1. 首都经济贸易大学工商管理学院, 北京 100070;
2. 中央财经大学商学院, 北京 100081)

[摘要] 以往关于股东间合作问题的研究存在严重不足:一是没有系统地阐明和分析股东间的合作机制;二是纯粹的“经济人”假设与现实多重人性严重不符,研究成果解释力和应用性都比较差;三是仅仅关注大股东之间的合作,而忽视了广大中小股东在合作机制中的作用。鉴于此,在综合考虑“经济人”、“社会人”和“复杂人”等人性假设的基础上,本研究构建起一个由经济因素、制度因素、情感与行为因素共同构成的股东间合作模型,并系统地阐述了股东间合作机制的构建机理。根据中国上市公司股权结构特征,分别提出并讨论了“一股独大”、“二元平衡”和“三足鼎立”三种股权结构下股东间合作机制的类型和主要特征,分析说明股东间合作机制与公司绩效间的关系。研究发现,股东间的合作是由经济因素、制度因素、情感与行为因素共同决定的,是一种动态的均衡状态。股东间高效的情感交换能够在一定程度上对经济交换产生替代作用,对信任有一定的正向调节作用。股东间合作机制对公司绩效的影响同时受到联合持股比例、股权集中度、股权流动性、股权制衡度和公司治理环境的约束。

[关键词] 股东间合作机制; 复杂人; 上市公司

[中图分类号]F273.7 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)02-0115-13

一、问题提出

上市公司股东间的关系是非常复杂的,既有竞争又有剥夺,还有合作。尽管大部分公司治理研究都明确地指向了终极股东对广大中小股东的剥夺问题^[1-3],但还是有学者注意到世界范围内普遍存在的股东间合作现象,并对此展开初步分析。然而,令人遗憾的是,在中国上市公司的治理实践中,股东间合作机制是什么?股东间凭借什么构建并维系合作机制?在不同的股权结构下,股东间的合作机制会对公司治理绩效产生怎样的影响?已有的研究很难给出令人满意的答案。

在现有的文献中,关于股东间合作问题的研究主要集中在构建动因的分析上,大致包括两种观点:一种观点认为,股东间建立合作是解决由股权制衡造成的决策效率下降问题的一种有效方式^[4-5]。Bennedsen and Wolfenzon^[6]通过实证研究证明,在一股一票的投票结构下,股东间任何可能的联合结构能够最大化公司运营效率;另一种观点认为,股东间选择建立合作,以及在合作与制衡间的动

[收稿日期] 2014-12-07

[基金项目] 教育部人文社会科学研究青年基金项目“股东间合作机制、终极控制权与上市公司绩效关系研究”(批准号 14YJC630040);国家自然科学基金面上项目“真实控制权、社会资本与终极股东剥夺行为研究”(批准号 71372200);北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目“国有企业组织形式研究”(批准号 GZ20130701)。

[作者简介] 关鑫(1981—),男,辽宁沈阳人,首都经济贸易大学工商管理学院讲师,管理学博士;齐晓飞(1984—),女,辽宁沈阳人,中央财经大学商学院博士研究生。

态调整,都是基于大股东自身经济利益最大化的博弈结果^[7-9]。由此可见,已有研究的逻辑起点都是基于纯粹的“经济人”假设。虽然这有利于构造华美的数学模型,但可能导致建构于单一人性假设下的理论模型无法对真实世界中动态多变的股东间合作机制进行有效诠释。而且,以往研究多受股权制衡理论的影响,分析讨论的范围过度集中于公司主要大股东之间的合作,相对缺乏对其他类型的股东间合作进行讨论,更没有对不同股权性质和不同股权结构下的股东间合作机制进行考虑。因此,造成理论体系的不完善以及理论成果的普适性和解释力下降。

基于此,本研究旨在系统地诠释上市公司股东间合作机制及其构建机理,包括构建基础、构建过程、合作类型和主要功能等。在“经济人”、“社会人”和“复杂人”假设下,尝试综合运用经济分析、制度分析、情感与行为分析,全面阐释股东间的合作基础,揭示经济因素、制度因素、情感与行为因素对股东间合作机制的作用机理,进而构建一个更加贴近现实的股东间合作模型,并结合中国上市公司实际情况,探讨不同股权结构下的股东间合作机制及其对公司绩效的影响。

二、股东间合作机制的构建基础分析

本研究对股东的人性假设兼有“经济人”、“社会人”和“复杂人”,是一种多重人性假设。作为“经济人”,股东追求的是经济效率和经济利益;作为“社会人”,股东追求情感交换和信任;作为“复杂人”,股东追求多种需要的满足,除了经济需要,还有被肯定、认可、尊重和自我实现的需要。在“复杂人”假设下,股东的需要会随时、随地、随人、随境不断发生变化。在这种多重人性假设下,作为有限理性的股东,在追求经济利益的同时还要考虑个人偏好、心理感受和情感交流,即同时追求经济利益、决策效率、决策偏好和决策参与度的综合平衡。

1. 股东间构建合作机制的经济基础

经济利益的最大化是广大学者共同认可的股东间建立合作的经济基础。Black and Coffee^[10]指出,股东间的合作成本低于为制定公司战略的争论成本或与经理人的争论成本,股东联合或合作的目的是保护其利益。本研究假设两个股东 A 和 B,在合作的情况下收益分别为 IA_c 和 IB_c ,而他们建立合作机制的成本分别为 CA 和 CB ,在不合作的情况下各自收益分别为 IA 和 IB , IA 和 IB 取值范围是分别小于 IA_c 和 IB_c ,但必须大于或等于某损失值 LA 和 LB ,那么,当且仅当 $IA_c > IA$, $IB_c > IB$, $IA_c - CA > 0$, $IB_c - CB > 0$, $IA_c > 0$, $IB_c > 0$, $CA > 0$, $CB > 0$ 同时成立时,股东 A 和股东 B 之间才有动力建立合作机制。从短期看,只要股东的合作收益大于其合作成本,合作即可建立。

本研究注意到,有限理性的股东不可能获得完备信息,更难以事先准确地预知其收益或损失的大小,而只能根据经验估计,事后方能知道准确的收益或损失。同时,股东间的合作是动态的,股东的每一次合作收益都是不相同的。本研究认为,在决定是否合作之前,股东对合作收益和不合作收益通常会有一个合理预期,或者说是一种基于实践的参数估计。这里,将双方预期合作收益分别表示为 IA' 和 IB' ,将预期不合作收益分别表示为 IA_p 和 IB_p ,那么,不仅 $IA_c > IA_p$, $IB_c > IB_p$,同时, $IA_c \geq IA'$, $IB_c \geq IB'$,且 $IA' > IA_p$, $IB' > IB_p$ 。只有上述不等式全部成立,股东间合作机制才能建立并持续下去。当合作中一方的实际收益值大于其预期值,而另一方收益值小于其预期值,或双方合作的收益都没有达到各自最低预期,合作中的一方或双方都会或多或少对合作机制产生疑问,这将影响股东在后续合作过程中的积极性和合作深度。基于此,本文提出:

推论 1:在有限理性假设下,股东通过对合作和不合作的期望收益进行比较分析,最终决定是否要建立合作机制。在合作过程中,股东通过对比实际收益与期望收益,相机调整合作。

2. 股东间构建合作机制的制度基础

股东间建立合作机制的一个重要原因是避免由于股权制衡造成的决策效率低下。但是,如果股东间建立和维持合作的制度成本过高,他们之间的合作也难以维持。因此,股东在建立合作机制时必须考虑制度因素,其中,最重要的制度因素包括交易费用、信任和治理环境。

(1)交易费用。从交易费用视角看,一种制度的优越性就体现在这种制度对交易费用的节约,以及在此基础上制度运行效率的提升。任何一种制度的选择都要充分考量其交易费用,如果在一种制度下交易双方所付出的交易费用优于在另外一种制度下付出的交易费用,那么,前者必然会对后者产生替代。由于信息不对称,有限理性的股东们在集体决策过程中必然会产生交易费用。在股权制衡结构下,股东为了克服制衡困境所进行的协商、谈判、游说和讨价还价将造成交易费用(包括签署协议在内的直接成本和包括与潜在的利益方协商的间接成本^[11])大幅攀升,不仅影响决策效率,还会成为制度障碍。股东间合作机制的构建则有助于打破这种制度障碍。当且仅当股东间建立并使用合作机制的交易费用小于他们不合作时的交易费用,同时,合作带给他们的预期收益大于不合作情况下的预期收益时,股东才会选择建立合作机制。在合作过程中,当股东间不能遵照事前的约定进行交易并达到预期目标,这可能是由于信息不对称、道德风险和机会主义等,也可能是由于外部环境参数的变化,此时就产生了较高的交易费用。一旦交易费用的增加逐渐抵消合作机制给股东带来的预期收益的增加,股东间的合作就会出现破裂。

(2)信任。信任是股东间合作的指示器和粘合剂,高信任会增强股东建立和维持合作的意愿,并使之付诸实施。在股东间合作博弈过程中,过高的交易费用会造成制度障碍,并给股东带来一系列负向的影响,而信任则能够有效地消除这种制度障碍,促进股东间建立和维系合作。信任是一种社会心理方面对于互惠的预期^[12],具有预测和减少股东间的机会主义行为,缓冲不确定性,进而有效节约交易费用的功能^[13]。随着股东间相互信任程度的提高(从建立合作之初的试探性信任,到合作持续一段时间的维持性信任,再到维系合作不断延续的更高程度的信任),能够有效地增进相互了解与认可,提高互动、互惠的意愿和频率,促进共同思维方式和共同价值观的形成,进而有利于简化协商和谈判过程,推动建立非正式监督系统并减少监督成本的投入,促进主动恪守承诺并降低违约风险,促进分享相似或共同的意愿和目标,促进共同成长,增加预期收益,增强股东行为的可预测性,在很大程度上抵消信息不对称性、信息不完备性和信息不确定性造成的交易费用过高问题,并且有效防止股东的道德风险和机会主义行为。可以说,信任为股东间建立和维系合作关系奠定了必要的制度基础。

(3)治理环境。如果股东间的合作是为了实现合谋与侵占上市公司利益,那么,上市公司所处的公司治理环境会对股东间合作机制的建立产生较强的制约作用。当公司治理环境较好、治理机制健全、外部监管得力且能够很好地发挥作用时,大股东间很难通过合作进行合谋并共同掏空上市公司,他们之间建立合作的动力便会受到较强的约束;如果公司治理环境一般,公司治理结构和治理机制发挥的作用不够充分,还需要进一步完善,股东将会综合权衡、谨慎选择是否建立合作,是否通过合谋来掏空上市公司;如果公司治理环境较差且治理结构和治理机制难以发挥作用,股东可以以较低的交易费用来建立和维系合作,股东间通过合谋掏空上市公司的概率将会大大提高,他们将具有强大的动力建立合作。

3. 股东间构建合作机制的情感与行为基础

(1)股东的情感交换需要。作为社会人的股东并非像经济学家所认为的仅仅对金钱和物质感兴趣,他们之间不仅有物质交换,还要有社会交换(用来交换认可、尊重、顺从、爱恋、情感以及其他物质性不强的东西^[14])。情感互动定律是社会交换的重要定律^[15],情感交换在人际交往中必不可少。本研究认为,情感交换是由情感积累、情感投入、情感互动、情感回报、情感感知和情感维护六个基本要素顺次连接构成一个循环,这可以很好地诠释情感交换的动态过程。同时,在情感交换过程中,股东必须遵循互惠原则、情感回报的同质性原则、成本效益原则、社会吸引原则和差序格局原则^①。只有严格地遵循这五项基本原则,股东间才能够进行有效的情感交换,并为他们构建与维系合

① 在对家人、熟人、生人这三种关系上,情感回报期望依次按照从低回报到高回报,对待方式依次按照从特殊到普遍主义,情感投入依次按照从无条件到有条件的顺序进行,所谓亲疏有序,内外有别。家人、熟人、生人之间情感交换的内容是不一样的。例如,亲人之间主要包含了照顾、责任、专注、耐心这样执着的情感,熟人之间洋溢着关心、欣赏和钦佩之类的热情,而生人之间主要有帮助、了解与尊重这些谨慎的情感。

作机制奠定良好的情感基础。反之,如果违背这五项原则中的任意一条或几条,股东将审慎考虑是否建立或维系合作。一旦情感破裂,股东间的合作机制也将瓦解。

物质交换能够给股东带来经济效用,而情感交换能够给股东带来物质交换所没有的效用,即布劳^[9]所言的“内在的社会报酬”,包括心灵上的满足、愉快、荣耀和欢爱。因此,股东间建立合作要同时获取“内在的社会报酬”和“外在的经济报酬”。如图1所示, E 和 R 分别代表“内在的社会报酬”和“外在的经济报酬”,并且在合作过程中, E 和 R 都不得低于股东心理能够承受的最低水平 E_0 和 R_0 ,那么,无差异总报酬曲线 AB 及其右上方对应的 E 和 R 任意组合即为股东间合作的建立与维系条件。不难看出,高经济交换和高情感交换固然是最理想的状态,但中高水平的经济交换与高情感交换组合也可存在,高水平的经济交换和中偏高的情感交换组合也可存在,这说明情感交换与经济交换之间具有小幅的替代效应。基于此,本文提出:

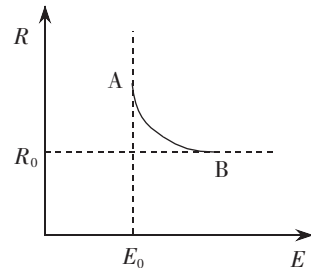


图1 合作过程中股东的“内在的社会报酬”和“外在的经济报酬”分布

资料来源:作者绘制。

推论2:股东间情感交换的增强,能够对经济交换产生小幅替代作用。在合作过程中,股东的实际收益值可以出现下降,但不能低于他们心理承受的底线。

推论3:当股东间情感交换减弱,经济交换也可以对情感交换产生小幅替代作用^①,以维系当前合作。情感交换的减弱一旦超过股东心理承受的底线,合作会终止。

情感也是一种社会资本,属于一种特殊性的资源,主要在亲密的人际关系中交换。一般而言,只有在持续地交换了普遍性的资源(物质资源)后,才能交换特殊性的资源,在此基础上,才会建立起充分的信任。情感交换通常会引起股东的责任感、感激和信任,其结果可以促进股东间的关系整合,促进他们之间的团结与合作。由此可见,股东间的情感交换是他们建立信任的必要前提,换言之,情感交换是信任的一个前因变量,对信任具有正向的促进作用。基于此,本文提出:

推论4:股东间情感交换的不断增强,能增强他们之间的相互信任,并有效降低交易费用。

(2)股东的行为偏好。股东个体的行为偏好也会对合作产生重要影响。其中,最具代表性的就是股东的风险偏好。不同风险偏好的股东会倾向于选择不同类型的决策。例如,对于风险偏好型股东而言,其倾向于选择风险较大且具有较强冒险性的决策,而风险中性的股东则更倾向于选择风险适中的决策,风险规避型股东则更愿意选择风险较小或无风险的决策。一旦合作股东的风险偏好差异较大,即他们在共同决策的过程中分歧过大,他们之间的合作将会很难建立和维系(除非某一或某些股东最终妥协),尽管他们之间依旧可能存在着共同利益诉求。

另外,股东的不同决策风格也会对合作机制产生一定影响。通常,只有当股东间的决策风格具有较好的兼容性时,他们之间的合作才能更好地存续。如果股东间在决策风格上产生冲突,例如两个股东都是独断专行的,或者一个是独断专行、另一个是民主倾向的,二者间的合作一般比较难以长期维系,除非合作收益和信任能够维持在较高水平。通常,股东在建立合作的过程中,希望在群体决策中能够体现出自己的意志并充分得到其他股东关注、信任、尊重和认可,以及与其他合作股东之间建立并保持良好关系,这种需要是比较强烈的。一旦这种需要没有得到满足,那么,股东间构建和维系合作的动力将会大打折扣,甚至可能导致合作的最终破裂。

综上所述,本研究在多重人性假设下,构筑起股东间建立合作的三大基础,即经济基础、制度基

① 这种经济交换对情感交换的替代作用并不是指情感修复,而是在较低水平的情感交换下,股东间通过增加经济交换可以达到维系合作机制的目的。

基础、情感与行为基础(见图 2),并说明了经济因素、制度因素、情感与行为因素对股东间合作机制构建与维系的作用机理。股东间的合作只有在合理的逐利性、良好的制度基础和适度的情感基础上才能够建立起来,并且需要获得较高的信任、情感交换和适度的行为偏好兼容性,才能够持续维持下去。

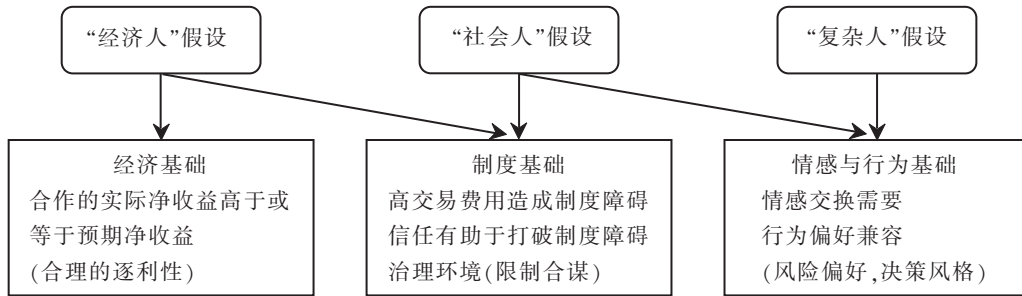


图 2 人性假设与股东间合作基础的对应关系

资料来源:作者绘制。

三、股东间合作模型的构造

1. 股东间合作模型

综合前面对股东间合作的构建基础的系统分析,可以得到一个涵盖了经济因素、制度因素、情感因素和行为因素的股东间合作模型,如下:

$$CI=g(f_1(NR_1, NR_2), TC, CE, T, IE, f_2(PN_1, PN_2), f_3(BB_1, BB_2)) \quad (1)$$

其中, CI 代表股东间的合作机制, NR_1 和 NR_2 分别代表股东双方建立合作的净收益, TC 代表股东未建立合作时的交易费用, CE 代表股东建立合作后的效率, T 表示股东间相互信任程度, IE 代表上市公司的治理环境, PN_1 和 PN_2 分别代表两个股东的情感需要, BB_1 和 BB_2 分别代表两个股东的行为偏好。函数 $f_1(NR_1, NR_2)$ 表示满足股东双方净收益同时最大化或次优化的条件,即在合作中股东双方实际净收益要大于或等于股东双方的预期净收益值,函数 $f_2(PN_1, PN_2)$ 表示股东双方情感交换过程中需要同时被满足的条件,函数 $f_3(BB_1, BB_2)$ 表示股东双方行为偏好相互兼容的条件。函数 $g(\cdot)$ 表示股东间合作能够建立并维系下去的基本条件。

需要注意的是,股东间合作机制并非一个静态概念,而是一个动态的不断演化的过程。随着模型中关键变量的变化,股东间的合作也会发生相应变化。换言之,股东间的合作是在经济利益与自我价值共同驱动下的均衡结果。一旦合作模型中某些关键变量发生变化,并且降低到股东可以接受的预期水平之下,股东间的合作将无法维持下去。同样,当合作模型中关键变量提升到股东可以接受的预期水平时,股东间的合作便会建立起来。即使在合作过程中,随着关键变量的动态变化,股东间合作也会做出相应调节,如合作过程中可能产生围绕终极控制权明争暗斗。

2. 股东间合作模型的修正

根据股东间合作的动态变化结果,可将其分为短期合作和长期合作。如果股东间的合作经历很短一段时间就终结了,或者是合作几次之后就不再合作了,则属于短期合作。如果股东间的合作能够持续较长时间,或者是多次不断地重复合作,则属于长期合作。

(1) 股东间的短期合作模型。从短期合作的特征看,股东间的逐利倾向更加明显,信任和情感交换同时控制在中等水平即可,而行为和决策偏好的相容性等则可能控制在一个相对较低水平。在合作过程中,股东通常依据所获得的合作剩余来决定是否延续合作。换言之,股东间合作的构建仅仅是为了追求双方实际净收益值的更大化、交易费用的最小化和较高的决策效率。令 $T, IE, f_2(PN_1, PN_2)$ 和 $f_3(BB_1, BB_2)$ 分别取一个常数值,并对函数 $g(\cdot)$ 的影响降低到可以忽略不计的程度,此时,股

东间合作模型可简化为：

$$CI_1 = g_1(f_1(NR_1, NR_2), TC, CE) \quad (2)$$

CI_1 代表股东间的短期合作。根据假定条件,当合作一段时间之后,股东开始对情感交换、行为与决策偏好兼容的需要越来越高,这种短期合作就会被打破,一种可能就是合作终止,模型不再成立,另一种可能就是向长期合作模型演化。

(2) 股东间的长期合作模型。从长期合作的特征看,股东在适当逐利假设下,更注重相互间的高信任、高情感交换和较高的行为与决策偏好兼容性。因此,可以将合作给股东带来的实际收益假定在一个适当的中高水平上,将交易费用假定在一个较低水平上,合作效率维持在中高水平上,同时,令 IE 取一个常数值,则股东间合作模型将简化为：

$$CI_2 = g_2(T, f_2(PN_1, PN_2), f_3(BB_1, BB_2)) \quad (3)$$

CI_2 代表股东间的长期合作。从长期合作模型看,股东间的情感交换对经济交换产生了小幅度的替代作用。因此,股东间经济交换的合作剩余只需维持在一个中高水平上即可,而非最高水平。另外,由于股东间的情感交换对信任具有积极促进作用,高情感交换与高信任是相匹配的。

四、股东间合作机制的设计

股东间的合作机制,实际上就是指合作的构建与维系过程、合作中股东间的相互关系、合作的基本功能及其运行原理。股东间的合作机制直接表现在股东及其代理人在股东大会、董事会和经理层三个层次上的合作。如图 3 所示,在多重人性假设下,当经济基础、制度基础、情感与行为基础满足基本条件时,股东在追求经济利益或摆脱股权制衡困境的驱动下,将建立起合作机制。在股东大会层面,股东通过联合投票表决,可以增强对剩余控制权的影响;在作为公司治理心脏的董事会层面,股东委派的董事间通过联合投票表决,能够对董事会的决策控制权产生重要影响;在经营者层面,股东通过委派的执行董事或经理人员进行联合,对公司经营控制权产生影响。股东通过在上述层面上的合作,能够对上市公司的实际控制权产生非常重要影响,并通过这一机制的传导最终影响到公司决策制定、公司治理绩效和股东合作收益。

股东在进行合作机制的设计时首先考虑合作基础,特别是经济基础和制度基础,这是合作机制设计和建立的逻辑起点。因此,根据合作基础的不同,可以将股东间合作机制的设计分为决策效率导向型、短期经济利益导向型和长期经济利益导向型。

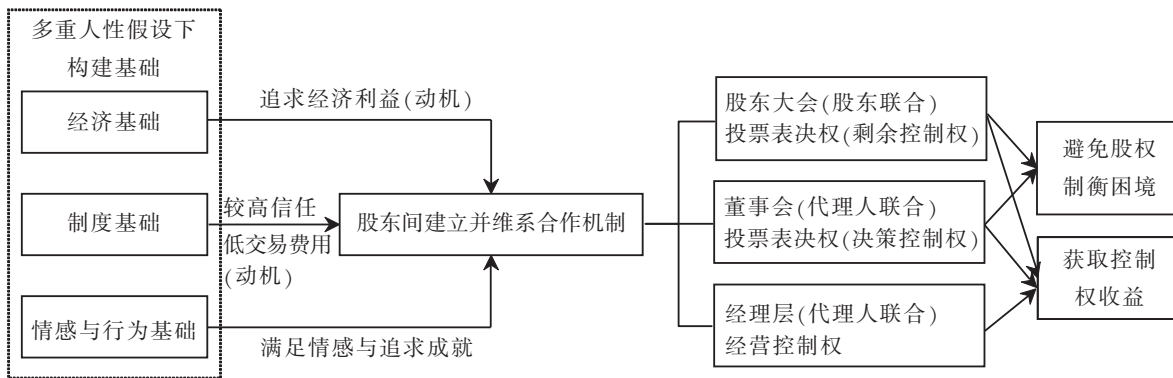


图 3 股东间合作机制的构建机理

资料来源:作者绘制。

1. 决策效率导向型的股东间合作机制

决策效率导向型的股东间合作机制的设计根源在于上市公司存在着严格的股权制衡结构。股权制衡是一把“双刃剑”,一方面能够有效地约束大股东行为,有利于降低大股东潜在侵害行为的发

生机率,另一方面在投票表决过程中会产生制衡困境,导致决策的难产,造成决策效率低下。当频繁遭遇股权制衡困境时,公司股东间就会为了打破这种制度障碍或决策僵局而设计并建立起以决策效率为导向的合作机制。决策效率导向型合作机制的构建基础是优先考虑如何降低交易费用,同时股东间要有较高的信任,风险偏好和决策风格要有较强的兼容性。

由于这种合作机制的设计始终以决策效率为导向,股东间的合作主要体现在股东大会和董事会决策上。在决策过程中,合作股东及其代理人之间按照隐含的合作契约进行联合投票表决,并始终保持着较高的决策一致性,从而有效地避免了决策僵局。因此,决策效率导向型合作机制的主要功能集中表现在提高股东大会和董事会的决策效率上。当然,为了建立和维持这种合作机制,除了行为偏好要具有良好的兼容性,股东间还需要建立起良好的信任机制和沟通机制,以确保在决策前能够充分交流信息和意见,并达成一致的决策目标。

从股东间的关系看,由于这种合作机制的建立是以克服股权制衡困境为首要目的,合作股东间原本是一种制衡关系,换言之,上市公司的股权制衡度相对较高,合作后这种潜在的制衡关系仍然存在,他们的关系会受股权制衡度和持股比例的影响。从公司控制权的变化看,决策效率导向型合作机制下合作股东对公司股东大会和董事会的控制度为他们持股比例之和,通过这种合作实际上强化了合作股东对股东大会和董事会的控制。

虽然决策效率导向型合作机制有利于提高股东大会和董事会的决策效率,但并不能保证决策的正确性。例如,对于风险偏好型股东而言,他们在决策过程中的合作无疑会造成公司经营风险过高,在追求高利润回报的同时也要承担潜在高损失的风险。

2. 短期经济利益导向型的股东间合作机制

短期经济利益导向型的股东间合作机制的设计源于股东持有的股权流动性相对较强,且股东短期逐利动机明显。在公司治理机制不完善、监管力度不够的环境下,建立短期合作机制的股东所持上市公司股票的流动性较强,且持股目的并不是为了通过持续改善公司绩效、提升公司价值来获得长期收益,而是为了通过短期的股票交易(减持部分股票)来获取超额套现回报,或者是通过关联交易完成利益输送。因此,短期经济利益导向的股东间合作机制的构建动因优先考虑的是经济利益,尤其是超额股权收益,以及使获取超额股权收益成为可能的治理环境;同时,股东间还要有一定的情感基础和信任基础。

这种合作机制的设计完全以短期经济利益为导向,集中地体现在对董事会和经理层的控制与操纵上,即获取并强化对上市公司的短期控制,进而通过短期行为攫取超额经济回报。从短期看,合作股东及其委派到上市公司的代理人通过建立合作机制组成短期利益共同体,即在决策制定、投票表决和企业经营过程中联合,获得更高的剩余控制权、决策控制权和经营控制权,进而有效地增强对上市公司的实际控制。但是,由于合作股东长期目标的缺失,控制权的增强会为股东过度粉饰短期财务报告、联合操纵股价、进行内幕交易和关联交易提供便利。

3. 长期经济利益导向型的股东间合作机制

长期经济利益导向型的股东间合作机制的设计根源在于股东关注上市公司长期稳健发展给他们带来的长期收益。股东通过建立合作机制来获取并强化对上市公司的实际控制,既能有效规避短期逐利行为给上市公司造成的侵害,又能避免因旷日持久的控制权之争给公司带来的负效应。长期经济利益导向的股东间合作机制的构建动因是追求长期持股带来的合理的控制权收益;同时,股东间需要保持较高水平的情感交换和信任,风险偏好和决策风格也要具有较强的兼容性。

长期经济利益导向的股东间合作机制是以公司控制权为核心,以追求长期收益为目标,以情感和信任为纽带,以行为偏好兼容为保障,是一种关系更为紧密的合作机制。一旦建立长期合作机制,就意味着股东间将在股东大会、董事会和经理层三个层面展开合作,进而强化对上市公司的控制,股东的持股比例之和越高,对上市公司的联合控制制度也越高。当然,在长期合作过程中,股东间的互

动交流与互惠行为会增多,情感交换和信任基础也会相应地有所增强,愿景的一致性程度和利益的协同性程度也会不断提高(见表1)。

表 1 股东间合作机制的比较

合作机制 导向类型	构建动因	构建基础	合作过程	基本功能	股东间关系
决策效率导向型	摆脱制衡困境	交易费用 信任基础 行为偏好兼容	在股东大会和董事会中联合投票表决	提高决策效率	潜在的股权制衡
短期经济利益导向型	短期超额收益(控制权私利)	经济基础 情感与信任 治理环境	联合控制股东大会、董事和经理层,合谋攫利	操纵公司 短期攫利	短期的一致行动人
长期经济利益导向型	长期控制权收益	经济基础 制度基础 情感与行为基础	长期联合控制股东大会、董事和经理层,建立共同的长期愿景	强化控制权 长期利益协同	长期的利益同盟

资料来源:作者整理。

五、不同股权结构下股东间合作机制分析

与美国上市公司股权的高度分散不同,中国上市公司股权相对集中^[7]。本研究通过对深圳国泰安信息技术有限公司(GTA)提供的CSMAR数据库中2014年沪、深两市共2583家上市公司数据的整理发现,第一大股东持股比例均值为35.61%,其中,66%以上的有95家,占3.68%,50%—66%有420家,占16.26%,30%—50%有994家,占38.48%,持股比例相对集中。前三大股东、前五大股东和前十大股东持股比例之和的均值为48.89%、52.91%和57.32%,股权制衡度衡量指标Z(第二到第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值)均值为12.81%,最大值为732.13%,最小值为1%(见表2)。这些数据说明在上市公司中显著存在着“一股独大”的现象,也存在前两大股东持股比例相近和前三大股东持股比例相近的情况,还存在着股权分散的情况,而且在一部分上市公司中存在着较高的股权制衡结构。本研究重点探讨股权相对集中情况下股东间的合作机制,并尝试分析不同股权结构下合作机制的构建机理。

1. “一股独大”结构下的股东间合作机制

中国上市公司“一股独大”分为两种情形:一是第一大股东持股比例超过50%,其他前几大股东持股比例相对较低;二是第一大股东持股比例低于50%,但高于30%,同时其他前几大股东持股比例相对较低。不过,要建立股东间合作机制,在这两种情况下还必须存在一定程度的股权制衡。

如果上市公司第一大股东持股比例超过66.67%,处于绝对控股地位,按照《公司法》规定,无需

表 2 2014年中国上市公司的股权结构

统计指标	均值	最大值	最小值	66%以上	50%—66%	30%—50%
第一大股东持股比例	0.3561	0.8941	0.0220	95(0.0368)	420(0.1626)	994(0.3848)
前三大股东持股比例之和	0.4889	0.9795	0.0403	402(0.1556)	812(0.3143)	1023(0.3961)
前五大股东持股比例之和	0.5291	0.9812	0.0468	576(0.2230)	900(0.3484)	910(0.3523)
前十大股东持股比例之和	0.5732	0.9819	0.0587	848(0.3283)	905(0.3503)	704(0.2756)
Z(制衡度)	0.1281	7.3213	0.0100	大于100% 46(0.0178)	50%—100% 98(0.0368)	20%—50% 264(0.1022)

资料来源:作者计算整理。

与任何其他股东建立合作,即可顺利完成股东大会和董事会表决。因此,从理论上讲,绝对控股情况下是不存在股东间合作机制的。但是,当第一大股东持股比例为30%—66.67%时,且存在制衡机制时,即在股东大会进行表决时可能遭遇其他股东的联合抵制,那么,表决将因为无法达到法定票数而宣告无效。在这种情况下,第一大股东会选择与其他股东进行合作,通过建立决策效率导向型合作机制,保证在股东大会和董事会投票表决过程中总票数达到法定要求。当大股东股票的流动性较差时,随着合作的持续,这种决策效率导向型合作机制将会向长期经济利益导向型合作机制演化。同时,“一股独大”结构下还存在另一种合作情形,即在股权制衡机制中其他主要大股东通过建立合作机制,以联合投票或联合委派董事等方式,形成对第一大股东的制衡。显然,这种合作对抑制大股东的隧道行为具有积极作用。

通常,在“一股独大”结构下,控股股东拥有相对较高的股权,其作用举足轻重,在合作机制中自然占据主动,而其他股东相对处于被动或劣势地位。对于广大中小股东而言,尽管累计投票制和网络投票制有效地保证他们的声音能够传达到股东大会和董事会,但“一股独大”结构下的股东间合作会使中小股东在公司治理中发挥的作用减弱。在国有控股上市公司中,股东间的合作完全由国有股东及其代理人主导,并且国有股所占比例越高,主导作用越强。在家族高度控股的公司中,股东间的合作则是由家族成员组成的利益共同体所主导。

2. “二元平衡”结构下的股东间合作机制

在“二元平衡”结构的上市公司中,前两大股东所持股份相对较高,同时又比较接近,其余股份则分散在广大小股东手里。此时,前两大股东之间既可以选择建立合作,又可以选择进行抗衡,并通过寻求与广大小股东之间建立合作来取得上市公司的终极控制权。

(1) 双头互惠合作。在“二元平衡”结构下,由于前两大股东的持股比例都不足以保证其单独获得上市公司终极控制权,为了获得董事会过半数赞成性投票^①,前两大股东之间建立合作无疑是最便捷且交易费用较低的方式。在合作过程中,两大股东间通过互动、沟通、互惠等方式,构筑共同愿景,建立利益共同体,并共同掌握上市公司的终极控制权。因此,这是决策效率导向型与长期经济利益导向型合作机制的混合体。以中兴商业(股票代码000715)为例,2007年股权分置前公司前三大股东为限售流通股,第一大股东沈阳市商业国有资产经营有限责任公司持股比例为32.42%,第二大股东中信百货持股比例为26.3%。第三大股东持股比例仅6.12%,其余为A股流通股,且比例均较小。根据对公司高管的访谈结果,发现在多次董事会投票表决前,第一大股东代表都会与第二大股东密切交谈,并做一些必要工作,且在董事会的每次表决过程中,前两大股东指派的董事们始终保持着高度一致。不难看出,第一大股东通过与第二大股东的合作可以较为容易地保证在董事会投票过程中超过半数(二者持股比例之和58.72%)。两大股东间的合作一直持续到2010年,终因中信百货退出上市公司戛然而止。作为财务投资者,中信百货在无法迅速获得投资回报的背景下,选择退出以回笼成本。这符合长期合作模型,是一种长期经济利益导向型合作机制,即在较长一段时期内,两大股东的合作收益维持在较高水平,并建立起良好的信任基础、情感与行为基础以维系合作。但是,当其中一个股东自身的经济利益难以被满足时,股东间的合作便会以破裂告终。

(2) 双头强势对抗。在“二元平衡”结构下,由于股东双方实力相当,如果双方之间在经济、制度、情感和行为偏好三个层面的合作要件不能达到各自最低预期水平,他们之间将不会建立合作。更有甚者,由于股权结构的特殊性^②,两大股东还可能就上市公司的终极控制权展开激烈争夺。在争夺过

① 按照《公司法》和上市公司章程规定,董事会表决过程中赞成票不过半数是不能通过的,对于特定事务表决要达到2/3以上方可生效。

② 这种“二元平衡”股权结构的特殊性主要表现在两个方面:一方面,在上市公司中小股东保持中立的状态下,第一大股东和第二大股东之间存在股权制衡关系;另一方面,如果两大股东之间没有建立合作机制,那么,他们通过争取其他中小股东的支持,能够获取上市公司的实际控制权。

程中,其中一个大股东往往会选择积极争取更多广大中小股东的支持,并与中小股东间构建起合作机制,进而在股东大会和董事会的投票表决过程中占据相对优势,以达到排斥另一个大股东进而最终获取公司终极控制权的目标。在双头强势对抗情形下,广大中小股东在公司治理实践中的地位 and 话语权会得到较大提升,并能够对公司治理效率产生一定的正向作用。以三九制药(股票代码000999)为例,前两大股东持股比例均在50%以下,且第一大股东持股比例略高于第二大股东。起初,第一大股东通过动用社会资本得到广大小股东的支持,并建立合作,进而获得更多实际表决权和委派更多董事的权利,甚至直接委任总经理。他的控制权也因此得到加强。然而,第一大股东通过隧道挖掘严重侵损了其他股东的利益,此信息不久即被公开披露,原来与其合作的小股东完全丧失信任。同时,随着小股东与第二大股东之间的互动和情感交换逐渐增多,彼此间产生信任,一旦他们之间的社会资本足以被动用并能保证在投票表决过程中这些小股东愿意支持第二大股东,他们便联合要求更换原来的一些董事^[9],公司控制权也随之转移。通过与广大小股东建立合作,第二大股东成为三九制药新的实际控制人。在三九制药股东间合作的动态演化过程中,经济因素、制度因素和情感因素在大、小股东之间都发挥了重要作用。

3. “三足鼎立”结构下的股东间合作机制

在“三足鼎立”结构的上市公司中,前三大股东持股比例相对较高且相差不多,任何两个股东的联合都可能获得公司的相对控制权,并在投票表决过程弱化另一股东的制衡作用。“三足鼎立”作为一种典型的制衡机制,引发的大股东间的竞争并不能完全保证公司决策的时效性和正确性。股权制衡并非是大股东的唯一可行策略,相比之下,股东间在共同利益基础上建立起来的合作往往成了一种更具倾向性的策略选择。通过积极寻求与其他大股东之间建立决策效率导向型或长期经济利益导向型合作机制,可以在股东大会和董事会表决过程中获得高度的一致性,并获取和强化公司控制权以彻底摆脱股权制衡和控制权争夺阴影。

在这种股权结构下,具体包括表3中列示的7种合作组合(将其中两方同时放弃也视为两两合作对抗第三方,将三方都投反对票的情况视为无效),既可以存在三个股东共同合作的情况,如(A, B, C),也可以存在两两合作对抗第三方的情况。除了这7种合作情况外,还可能出现一方赞成、一方反对、一方弃权的特殊情况,而这种情况将造成决策难产,效率较低。按照重复博弈的观点,一个合作博弈的参与方可能通过背离使博弈各方都获利的模式而获得自身的短期利益,但是这种背离会给他带来更高的成本,即如果其他参与方也采取背离行为,其博弈的收益将更差,这或者是因为合作的失败,或者是因为其他参与人故意惩罚最初背离规则的参与方^[9]。这就如同日本的“稻文化”,最终达成一种长期的稳定的合作关系,并通过合作给各参与方带来互惠的利益。在7种组合中,每种组合中至少有两个股东投同样的票,即在某次投票过程中总是有两个股东进行合作,而另外一个股东难以凭借一己之力与他们对抗。此时,作为有限理性的人,这个股东会选择与另外两个股东建立合作,否则选择退出上市公司。

表3 “三足鼎立”下投票表决情况组合

		“三足鼎立”下投票表决情况组合		
		赞同	股东 A 赞同(A)	股东 B 赞同(B)
反对	股东 A 反对(-A)	(A, B, C)	(-A, B, C) (-A, B, -C)	(-A, B, C) (-A, -B, C)
	股东 B 反对(-B)	(A, -B, C) (A, -B, -C)	(A, B, C)	(A, -B, C) (-A, -B, C)
	股东 C 反对(-C)	(A, B, -C) (A, -B, -C)	(A, B, -C) (-A, B, -C)	(A, B, C)

资料来源:作者整理。

4. 不同股权结构下股东间合作机制对公司治理绩效的影响

(1)联合持股比例对公司绩效的影响。本研究将合作过程中股东持股比例之和看成一个重要变量,即股东联合持股比例。唐清泉等^[20]、徐向艺和张立达^[21]通过实证研究证明了大股东持股比例较高和较低会产生两种截然不同的效应。当持股水平较低时,第一大股东对广大中小股东利益的侵占动机和侵占程度会随持股比例的提高而增大,导致“壕沟防御效应”;然而,当持股比例上升到一定程度后,大股东在上市公司中的利益越来越大,侵占行为会相应减弱,进而产生“利益协同效应”。如果股东间合作机制的建立能够使联合持股比例达到较高水平,甚至超过 50%,就可以获得“利益协同效应”,这符合长期经济利益导向型股东间合作机制的构建目标。否则,联合控制度较低,会造成“壕沟防御效应”,导致公司治理绩效下降。

(2)股权集中度。股权集中度能够反映出股权是否集中在少数股东手中,同时能够间接地反映大股东参与公司治理的积极性和作用。当股权相对集中时,大股东合作机制下联合控制度与股权集中度高度相关。股权集中度与上市公司绩效间也呈现出显著的 U 型关系^[22],即“壕沟防御效应”和“利益协同效应”并存。但也有一些实证研究结果显示,股权集中度与公司绩效之间存在着显著的正向相关关系^[23]。

(3)股权流动性。一般而言,股权流动性越强,股东短期套现动机就越强,越有可能侵害上市公司,这与短期经济性合作机制的分析逻辑是一致的。当股权流动性较弱时,股东更关注股权的长期收益,因而有动力持续改善公司治理机制,提高公司治理效率,不断提升公司价值。

(4)股权制衡度。适度的股权制衡能够有效防止大股东的隧道行为,对公司绩效的提升有积极的促进作用。多数上市公司的后九大股东集中度有利于提高公司价值,在抑制第一大股东私利行为方面发挥了积极的制衡作用,但在国有股比重较低的公司中,国有第一大股东缺少来自其他大股东的有效制衡,中小股东更易受到利益侵害^[24]。股权制衡度过高反而会对公司绩效造成负面影响^[25]。

本研究认为,不同股权结构下的股东间合作机制,只有在联合持股比例和股权集中度都较高,股权流动性相对较弱,股权制衡度适中(有一定制衡作用,但又不会造成制衡困境)的情况下,才能对公司绩效产生积极的正向作用。此外,这种正向作用还受到公司治理环境的影响。上市公司治理结构和治理机制越完善,监管机制越健全,股东间合作机制的积极作用越明显。

六、结论与政策建议

1. 主要结论

本研究在“经济人”、“社会人”和“复杂人”假设下,详细阐明经济基础、制度基础、情感与行为基础对股东间合作机制的作用机理,构造一个包含多要素的股东间合作模型,在此基础上,对股东间合作机制的构建机理展开深刻的分析,并结合合作模型与合作机理,客观分析和论证“一股独大”、“二元平衡”和“三足鼎立”结构下股东间合作机制的构建及对公司治理绩效的影响。研究发现,股东间合作的构建与维系,是在充分权衡经济因素、制度因素及情感与行为因素的基础上做出的有限理性选择,是各要素的动态均衡解。短期合作的股东会优先考虑经济因素,而长期合作的股东则优先考虑信任、情感和行为偏好。在维系合作的过程中,情感交换与经济交换之间具有小幅或局部替代效应,情感交换对信任具有积极的调节作用。由于不同股权结构下股东的地位存在显著差异,合作基础与合作机制也具有一定差异。股东间合作机制对公司绩效的影响同时受到联合持股比例、股权集中度、股权流动性、股权制衡度和公司治理环境的约束。

2. 政策建议

(1)仔细甄别股东间合作机制,积极引导,相机治理。中国上市公司股权结构的类型十分丰富,高度集中,相对集中,相对分散,高度分散,应有尽有。那么,在什么样的股权结构下容易建立股东间合作机制呢?根据前面分析,一是存在严重制衡问题的股权结构,二是发生潜在控制权争夺概率较

大的股权结构,三是容易滋生剥夺行为的股权结构(股权分散,缺乏制衡机制,广大中小股东参与公司治理的动力不足)。因此,监管部门一定要对这三类股权结构进行细致甄别,特别是后两种。对于决策效率导向型股东间合作机制而言,一定确保在获取决策高效率的同时实现决策的好效果。当然,这需要股东不断地提高自身决策技能,丰富决策经验,提升战略前瞻性,并尽最大可能来避免在决策过程中犯低级错误,并给上市公司造成不可挽回的损失;对于以上市公司控制权的获取与强化为核心建立起来的股东间合作机制而言,一定审慎观察,分析合作股东的控制权与现金流权之间的偏离程度,防止剥夺行为的发生;对于短期经济利益导向型股东间合作机制,一定密切观察股东的一举一动,及时采取有效约束措施,尽量避免操纵股价、内幕交易和关联交易行为的发生。同时,根据股东联合持股比例、股权集中度和股权流动性的高低、引导上市公司股东建立适度的制衡机制,发挥合作机制的正向作用。

(2)密切关注股东间合作机制对上市公司控制权的影响。股东间合作机制体现在股东大会、董事会和经理层三个层面上的合作,会对股东大会的剩余控制权、董事会的决策控制权和经理层的经营控制权产生重大影响,最终影响公司的控制权。股东间的合作机制将改变终极股东或利益同盟对公司的实际制度,导致公司股东大会、董事会和经理层的人员结构、权力分配、决策机制和监督机制等发生一系列变化,进而重塑双重委托—代理关系,最终对公司治理绩效产生重大影响。因此,需要认真从控制权的视角来审视股东间的合作机制,分析判断合作机制是否会导致过高的控制权私利,进而加以防范。

(3)完善监管机制,提高监管水平。本研究注意到,股东间合作机制的负效应与公司治理环境之间有着非常密切的联系,不完善的外部监管机制间接地滋生了股东的败德行为。当上市公司股权结构缺乏必要的制衡机制时,如果外部监管不到位,股东间将通过建立合作机制来获取并强化对公司的实际控制,他们短期追逐控制权私利的动机将进一步增强,对广大中小股东及上市公司的利益造成重大侵害。因此,相关监管部门一定要不断完善监督机制,提高监督水平,认真分析上市公司合作机制的成因和构建基础,密切观察股东间的合作行为,及时制定和出台约束股东不当行为的法律法规,积极引导股东建立长期合作机制,有效规避他们的短期行为。

[参考文献]

- [1]Claessens, Stijin, and Simeon Djankov, et al. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1/2):81-112.
- [2]Faccio, M., L. Lang. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2002,65(3):365-395.
- [3]葛敬东. 现金流权比例对终极股东剥夺行为的约束程度分析[J]. 会计研究, 2006,(7):52-58.
- [4]Gomes,A., Novaes,W. Multiple Large Shareholders in Corporate Governance[R]. The Wharton School, University of Pennsylvania, 1999.
- [5]Pagano,M., Roell, A. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998,(2):187-225.
- [6]Bennedsen, M., Wolfenzon, D. The Balance of Power in Closely Held Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1):113-139.
- [7]申尊焕. 大股东合作与竞争关系的一个博弈分析[J]. 商业经济与管理, 2005,(2):75-79.
- [8]Maury,B., Pajuste,A. Multiple Large Shareholders and Firm Value [J]. Journal of Banking and Finance, 2005, 29(7):1813-1834.
- [9]安灵,刘星,白艺昕. 基于海洋博弈的大股东制衡与合谋研究[J]. 管理工程学报, 2008,(3):100-105.
- [10]Black, B.S., Coffee, J.C. Hall Britannoa:Institutional Investor Behavior under Limited Regulation [J]. Michigan Law Review, 1994,(92):1997-2087.
- [11]卢现祥,朱巧玲. 新制度经济学[M]. 北京:北京大学出版社, 2007.

- [12]Sako,M., Helper,S. Determinants of Trust in Supplier Relations: Evidence from the Automotive Industry in Japan and the United States[J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 1998,34(3):387-417.
- [13]关鑫,高闯,吴维库. 终极股东社会资本控制链的存在与动用——来自中国 60 家上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2010,(6):97-105.
- [14][美]乔纳森·特纳. 社会学理论的结构(上)[M]. 丘泽奇等译. 北京:华夏出版社, 2001.
- [15]郭景萍. 情感社会学——理论、历史、现实[M]. 上海:上海三联书店, 2008.
- [16][美]彼德·布劳. 社会生活中的交换与权力[M]. 孙非等译. 北京:华夏出版社, 1988.
- [17]余菁. 美国公司治理:公司控制权转移历史分析[J]. 中国工业经济, 2009,(7):98-108.
- [18]郎咸平. 整合[M]. 上海:东方出版社, 2010.
- [19][美]阿兰·斯密德. 制度与行为经济学[M]. 刘璨等译. 北京:中国人民大学出版社, 2009.
- [20]唐清泉,罗党论,王莉. 大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据[J]. 中国会计评论, 2005,(1):63-70.
- [21]徐向艺,张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果[J]. 中国工业经济, 2008,(4):102-109.
- [22]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 中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011,(1):38-43.
- [23]徐莉萍,辛宇,陈工孟. 股权集中度和股权制衡度及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006,(1):90-100.

Study on the Building of Cooperation Mechanism among the Shareholders of the Listed Companies

GUAN Xin¹, QI Xiao-fei²

- (1. College of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;
2. Business School, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: There are serious defects in the previous studies on cooperation mechanism among the shareholders. Firstly, the former studies didn't systematically explain and analyze cooperation mechanism among the shareholders. Secondly, the hypothesis of the "economic man" is not conforming to the multiple human nature in the real world, which causes the poor explanatory power and applicability. Thirdly, in the previous studies, the scholars merely focused on the cooperation among the large shareholders and ignored the functions of the minority shareholders in corporate governance. Based on the comprehensive consideration of the hypothesis of human nature such as "economic man", "social man" and "complex man", we build a cooperation model among the shareholders which determined by the factors of economic, institution, emotion and behavior, and systematically explain the building mechanism of cooperation mechanism among the shareholders. According to the shareholding structure of the listed companies in China, we propose and discuss the patterns and characteristics of shareholders' cooperation under three shareholding structures named "one single-large shareholder", "binary equilibrium" and "tripartite confrontation", and explore the relationship between the cooperation mechanism among the shareholders and the corporate performance. We argue the cooperation among the shareholders decided by economical, institutional, emotional and behavioral factors together and is a dynamic balance. Simultaneously, the highly effective emotional exchange among the shareholders plays a substitute role in economic exchange and positively adjusts the trust. The influence of the cooperation mechanism among the shareholders to the corporate performance will be affected by joint ownership, ownership concentration, ownership liquidity, outside blockholders and governance environment together.

Key Words: cooperation mechanism among the shareholders; complex man; listed company

JEL Classification: M00 M10 M20

[责任编辑:鲁舟]