终极控股股东控制权与全流通背景下的大股东减持

俞红海[1],徐龙炳[1,2]
(1.上海财经大学 金融学院,上海 200433;2.上海财经大学 财经研究所,上海 200433)

摘　要:股权分置改革完成后,随着大批限售股解禁,大小非减持已成为当前理论界和实务界共同面临的关键问题。文章在理论上首次通过动态模型研究大股东减持,结果发现控股股东最优减持与其现金流权及公司治理水平正相关,而与控制权私利、外部市场回报负相关,且减持并非其必然选择。同时,由于调整成本的存在,控股股东减持是一个持续的动态过程。基于第一大股东减持数据,实证研究结果基本验证了理论发现。文章揭示了大股东减持的内在机制,为股权分置改革后大股东持股结构调整提供了理论依据,同时也在一定程度上解释了当前市场上的减持现象。

关键词:股权分置改革;全流通;终极控股股东;大股东减持;公司治理

中图分类号:F832.5　**文献标识码**:A　**文章编号**:1001-9952(2010)01-0123-11

2005年5月开始的股权分置改革,实行非流通股以对价补偿的方式换取流通权的改革措施,彻底改变了中国股票市场自设立以来同股不同权的制度缺陷。到2006年10月,股权分置改革基本完成,中国股票市场进入了全流通时代。然而正当投资者欢呼全流通时代的到来时,由于大批原先非流通股二级市场减持套现,以及其他内外部因素的影响,市场反而进入了长期低迷阶段。当市场内外将股市低迷的矛头指向"大小非"减持时,作为具有相对或绝对控股权的控股股东,在其中扮演了什么样的角色?是否是因为控股股东大量减持导致了股市低迷?同时对大股东而言全流通提供了优化股权结构的机会,在获得股票流通权后,控股股东应该怎样调整其持股水平以实现其最优化,本文将对此展开研究。

收稿日期:2009-09-09

基金项目:国家自然科学基金项目(70673056,70803027,70873080);教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-07-0533);上海市哲学社会科学规划项目(2008BJB003)

作者简介:俞红海(1978—),男,浙江嘉兴人,上海财经大学金融学院博士生,南加州大学访问学者;
徐龙炳(1964—),男,江苏丹徒人,上海财经大学金融学院教授,博士生导师。

一、文献回顾

本研究涉及股权集中下的控股股东侵占、最优股权结构选择以及股权分置改革三方面的内容,下面分别就此展开述评。

(一)股权集中下的控股股东侵占。自 La Porta 等(1999)以来,一系列研究(La Porta 等,1999;Claessens 等,2000;Faccio 等,2002)表明,除英、美之外,股权集中现象在世界范围内普遍存在。在这一背景下,公司治理研究的重点,开始从管理层与投资者之间的代理问题,转移到控制性大股东与中小投资者之间的代理问题(Shleifer 和 Vishny,1997),国内外学者分别围绕股权集中下的控股股东持股与公司价值(La Porta 等,2002;Volpin,2002;张华等,2003;王鹏、周黎安,2006),以及控股股东持股对公司投融资及股利发放等行为的影响(La Porta 等,2000;Faccio 等,2002;Faccio 等,2004;王化成等,2007;俞红海、徐龙炳和陈百助,2009)进行研究。

上述文献在股权结构一定情况下,研究控股股东的存在对公司投融资等决策行为及公司价值的影响,但忽视了股权结构的动态优化调整及内生性问题,对结论的可靠性有一定的影响,需要进一步结合股权结构的优化调整研究控股股东侵占问题。

(二)外部融资与最优股权结构选择。早期 Zingales(1995)从企业家售出股权实现收益最大化角度,比较研究了公开市场 IPO 销售和非公开市场协议转让两种方式,发现企业创始人为了获得控制权私利,会选择股权集中的所有权结构。Bebchuk(1999)提出“租保护理论”,通过对集中持股和分散持股的成本收益比较分析,发现在投资者法律保护弱的情况下,企业家宁可承受集中持股风险而选择集中式股权结构。Shleifer 等(2002)通过对企业家上市决策与市场一般均衡研究,发现投资者法律保护越弱,股权集中度越高。此外,La Porta 等(1998)的实证研究发现投资者法律保护越差,则公司股权集中度越高,并指出在弱的投资者法律保护环境下,股权集中成为法律保护的替代性机制。

上述文献研究了最优股权结构的形成问题,但主要针对欧美成熟市场经济。然而在中国企业尤其是国有企业上市过程中,政府干预严重,致使上市公司股权结构往往并非是最优的。股权分置改革完成、全流通时代的到来,为上市公司股权结构优化提供了契机,需要进一步结合具体制度背景,借鉴上述研究方法对这一问题进行研究。

(三)股权分置改革。现有研究主要围绕股权分置方案本身以及股权分置改革对公司治理效率的检验进行,研究结果表明,股改对价呈现明显的“积聚效应”(沈艺峰等,2006)和“锚定效应”(许年行等,2007),股改前大股东对上市公司控制力越强、机构投资者比例越高、非流通股比例越高,则股改对价支付

水平就越低(吴超鹏等,2006)。辛宇等(2007)还研究了公司治理环境对股改对价的影响,发现公司治理环境越好,股改对价越低;郑志刚等(2007)研究表明股改前公司治理状况与对价呈显著负相关关系。廖理和张学勇(2008)则从全流通纠正终极控股股东利益取向的角度展开研究,结果表明股改改善了公司治理效率。

除廖理和张学勇(2008)之外,上述针对股权分置改革的研究均是追溯性研究,即主要集中在股改对价本身以及股改对价的影响因素方面,而对股改之后的控股股东行为与公司治理则研究不足。本文在上述研究基础上,基于 La Porta 等(1999)的终极控制权论,从理论和实证两方面对股权分置改革后控股股东最优减持目标及动态减持过程进行研究,目的是解释目前中国股票市场的大非减持现象,以此揭示大股东减持行为的内在机制。

二、理论模型与研究假设

(一)基本假设

本文考虑两阶段模型,$t=1$ 时,控股股东获得流通权并在二级市场减持,从而选择最优减持比例,并将套现所得资金进行新的项目投资。与此同时,与 Zingales(1995)及 Shleifer 等(2002)类似,假设外部投资者具有理性预期,能够预期到第 2 期控股股东侵占行为,因此以折价方式购买控股股东减持部分。$t=2$ 时,最优控股结构确定的前提下,控股股东选择最优侵占比例。

在实施对价支付、股权分置改革完成后,控股股东持股对应的现金流权水平为 α。在第 1 期,控股股东减持引起的现金流权水平减少比例为 x,[①] 我们假定终极控股股东在减持之后依旧保持控制权。公司资本总额为 I,公司内部投资收益为 R_1,外部投资机会收益为 R_2。在第 2 期,控股股东选择最优侵占,其中侵占比例为 s,外部投资者保护指数即公司治理水平为 k。侵占成本系数 C 受侵占比例 s、公司治理水平 k 以及控股股东控制权的影响,其中$(\alpha-x)$为现金流权,t 为控制权系数,表示现金流权放大倍数,代表金字塔结构;$t(\alpha-x)$表示控制权水平,则有:

$$C=C(s,k,t(\alpha-x)) \tag{1}$$

侵占成本 C 具有如下性质:

$$C_s>0,C_{ss}>0,C_k>0,C_t<0,C_{(\alpha-x)}<0 \tag{2}$$

控股股东面临的决策如下:

$t=0$,股改确定现金流权 α　$t=1$,现金流权减少 x　$t=2$,侵占比例选择 s

其中,当 $t=1$ 控股股东减持时,外部投资者同时进行购买。我们假定:对于外部投资者而言,由于市场竞争性,保持得失平衡(Break Even),即投资某公司获得的投资回报即为市场平均总回报 i,M 表示外部投资者投资额,则

$Mi=(1-s)IR_1$，形成外部投资者参与相容约束。

（二）侵占决策

控股股东在第2期决定投资收益分配，即选择通过侵占外部投资者获得私人利益方式独占还是选择股利方式进行分享，其决策函数如下：

$$\mathrm{Max}_s\pi=\mathrm{Max}_s[(\alpha-x)(1-s)IR_1+msIR_1-C(s,k,t(\alpha-x))IR_1] \tag{3}$$

则：

$$\frac{\partial C}{\partial s}=m-(\alpha-x) \tag{4}$$

其中m为控制权私利，代表不同性质的控股股东。方程(4)左边表示侵占成本，方程右边表示侵占净收益，从获得的私人利益中扣除因侵占而导致的股利分享份额的减少，由此提出本文的命题1。

命题1：控股股东减持比例越高、控制权私利越大，则控股股东侵占比例越大；控股股东原持股对应现金流权越高，则控股股东侵占比例越小。

（三）控股股东减持与外部投资者购买

控股股东在第1期面临的决策是减持，通过第1期的减持实现总收益最大化，其中减持获得的资金将通过新的项目进行投资，获得的投资回报率为R_2，而减持套现所获得的资金取决于外部投资者购买，假定外部投资者具有理性预期，并且面临完全的市场竞争，投资某公司获得的投资回报即为市场平均总回报i，M表示外部投资者的投资额，则$Mi=(1-s)IR_1$，形成外部投资者参与相容约束。则控股股东面临的决策为：

$$\mathrm{Max}_x\pi=\mathrm{Max}_x[(\alpha-x)(1-s^*)IR_1+ms^*IR_1-C(s^*,k,t(\alpha-x))IR_1 \\ +(1-s^*)xIR_1R_2/i] \tag{5}$$

对决策函数关于x求偏导，则可得x的最优解，则：

$$x^*=x^*(\alpha,R_2,i,t,k) \tag{6}$$

基于方程(6)，提出本文的命题2。

命题2：控股股东以对价方式获得流通权之后，持股比例将通过减持的方式进行调整，而调整的比例由原持股比例对应的现金流权水平、外部投资机会、市场平均回报率、控制权系数以及公司治理水平共同决定。

为进一步研究上述因素对最优减持及最优侵占的具体影响方式，本文参照Johnson等(2000)对侵占成本函数的设置，采取如下形式：$C(s,k)=\frac{ks^2}{2}$。

此时对应的最优侵占比例和最优减持比例分别为：

$$s^*=\frac{m-(\alpha-x)}{k} \tag{7}$$

$$x^*=\frac{(k+\alpha-m)(R_2-i)}{(2R_2-i)} \tag{8}$$

为简化起见,假设控股股东面临的外部投资机会 $R_2>i$,则从方程(8)可以看到,当 $k+\alpha-m>0$ 时,$x^*>0$,即当公司治理水平高、原持股现金流权水平高且控制权私利小的情况下,控股股东在获得流通权之后进行减持;而当 $k+\alpha-m<0$时,控股股东将增持。

基于方程(8),分析公司治理水平 k,市场平均回报率 i,原持股比例 α 以及外部投资机会 R_2 对控股股东最优减持比例的影响,得到命题 3。

命题 3.1:控股股东原持股对应现金流权水平越高,其最优减持比例越大;

命题 3.2:控制权私利越大,控股股东最优减持比例越小;

命题 3.3:公司治理水平越高,控股股东最优减持比例越大;

命题 3.4:市场平均回报率越高,控股股东最优减持比例越小。

命题 3 的直观含义是:命题 3.1 说明控股股东原持股比例越高,进行侵占所获得的净侵占收益越低,则控股股东选择大量减持;命题 3.2 说明控制权私利越大,则控股股东越倾向于通过利用控制权侵占获利,因此控股股东会选择维持甚至增加持股比例;命题 3.3 是因为公司治理水平高抑制了控股股东的侵占行为,而减持可以降低侵占的机会成本,提高总体收益;命题 3.4 是因为当市场平均回报率越高时,相应的股票价格越低,则控股股东减持同样股份套现获得的资本金越少。

(四)控股股东减持动态过程与研究假设

方程(8)及命题 3 给出了控股股东最优减持目标及相关影响因素,然而在实际调整过程中,尽管限售股解禁可以提前预期,但解禁还是会产生市场效应(黄建欢等,2009),导致股价下跌。正是由于股价下跌带来的调整成本,致使控股股东无法在完成股改后立即进行大规模减持,以实现最优股权结构,而需要一个持续性的动态调整过程。借鉴 Jalilvand 等(1984)、Fischer 等(1989)及 Flanner 等(2006)关于动态资本结构模型的构建思路,本文将控股股东减持动态过程描述为:

$$\text{Change}=\delta x^*=\delta\frac{(k+a-m)(R_2-i)}{(2R_2-i)} \tag{9}$$

其中,Change 表示每年的实际减持比例,δ 表示控股股东减持速度,x^* 为目标减持比例。减持速度 δ 主要取决于整个市场对减持股票的承受和消化能力,包括当期全部限售股解禁数量,以及市场货币供给量等宏观因素。目标减持比例 x^* 随着每年法制环境、控股股东现金流权及控制权私利等因素的变化而变化,直到当 $x^*=0$ 时,目标减持比例为零,控股股东持股结构达到最优。

从方程(9)我们可以看到,在减持速度一定的情况下,控股股东每年减持比例是最优减持比例的一部分,受控股股东现金流权水平、控制权私利、外部法制环境及资本市场平均回报等因素的影响。进一步考虑控股股东性质对减

持行为的影响。当政府作为终极控股股东时,其控制权私利表现为政策性目标,通过使企业承担政策性负担,包括提供就业率、减少财政赤字等,来实现其控制权私利。对政府而言,控制权私利不仅体现在货币收入上,更重要的是通过这一货币收入产生放大效应来实现政治目标。因此相对于私人控股,政府控股更不愿意进行减持。由此提出如下假设:

H1:控股股东现金流权水平越高,每年减持比例越大;

H2:相对于政府控股,私人控股股东每年减持比例更大;

H3:公司治理水平越高,控股股东每年减持比例越大;

H4:股票市场平均投资回报越高,控股股东每年减持比例越小。

其中,H3 中公司治理水平的度量,包括外部法制环境、独立董事比例以及外部机构持股等因素。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文中涉及的控股股东性质、控制权和现金流权的数据,是通过上海证券交易所等网站获取上市公司年报,再对年报中上市公司实际控制人一栏进行整理而得,并按照以下原则进行了筛选:(1)剔除金融行业企业;(2)剔除在2005—2007 年期间发生 ST 的股票;(3)剔除控制权发生变化的股票。我们选择对控制权水平在 10%以上的上市公司进行研究。

地区法制水平来自樊纲等(2007)发布的"中国市场化进程报告",由于该报告仅提供了 2001—2005 年数据,考虑到治理环境的稳定性和延续性,本文主要涉及的 2006—2007 年数据,仍采用 2005 年数据来代表 2006 年和 2007 年数据。相关公司财务数据及治理数据来自 Wind 和财汇数据库。

(二)研究方法与变量定义

本文采用混合数据回归方法,研究大股东减持的影响因素,对理论分析进行检验。在中国股票市场上,除个别公司外,控股股东均是通过第一大股东来控制上市公司,并且是以单线的方式来控制。因此,本文在实证分析中采用第一大股东持股比例的减少,来表示控股股东减持。由于证监会规定从股权分置改革完成到限售股流通至少需要一年时间,因此我们选择股改完成一年及以上样本。与此同时,为集中考察大股东减持问题,本文剔除了第一大股东持股水平不变以及发生增持样本。解释变量包括控股股东性质、现金流权水平、市场平均回报率、公司治理因素等。控制变量包括公司规模、资产负债率、上市时间以及行业效应等。具体模型如方程(10)。各变量定义如表 1 所示。

$$Change_t = \beta_0 + \beta_1 Cashflow_{t-1} + \beta_2 Level_{t-1} + \beta_3 Private_{t-1} + \beta_4 Independant_{t-1} + \beta_5 Institusion_{t-1} + \beta_6 Law_{t-1} + \beta_7 Marketreturn_{t-1} +$$

$$\beta_8 Size_{t-1} + \beta_9 Roa_{t-1} + \beta_{10} Leverage_{t-1} + \beta_{11} Listage_{t-1} + \sum IND_i + \varepsilon_t \quad (10)$$

表 1　变量定义与说明

变量名称	符号	变量定义
第一大股东减持	Change	第一大股东上年年末持股比例减去本年度年末持股。
现金流权水平	Cashflow	$CR = \sum_{i=1}^{n} \prod_{j=1}^{t} a_{ij}$，$a_{i1} \cdots$，$a_{it}$ 为第 i 条控制链的控股比。
控制权水平	Voting	终极控股股东直接和间接持有的投票权总和，见 La Porta 等(1999)。
分离度	Level	控制权水平与现金流权水平的比值。
私人控股哑变量	Private	终极控股股东性质为个人、家族、村委会时，取“1”，否则取“0”。
外部机构持股	Institution	上市公司年末十大流通股股东总持股占总股本的比。
独立董事比例	Independant	年末上市公司独立董事人数占董事会总人数比例。
地区法制水平	Law	取自樊纲等(2007)报告“市场中介组织发育和法律制度环境”指数。
市场平均回报率	Marketreturn	股票市场行业年平均回报率。
公司规模	Size	上市公司年末总资产取自然对数。
财务杠杆	Leverage	上市公司年末总负债/年末总资产。
总资产收益率	Roa	年末公司利润/年末总资产。
行业哑变量	IND_i	按证监会的分类标准(制造业划分为小类)，共 22 个行业，剔除金融业后，共设 20 个哑变量。

四、实证结果与分析

(一)变量的描述性统计

表 2 是各主要变量的描述性统计结果。由表 2 可知，尽管个别第一大股东减持幅度较大，达到 28.49%，但平均来说，第一大股东减持比例并不高，仅为 2.51%，即总体来说第一大股东并未发生大规模减持。同时也看到，控股股东现金流权水平变化较大，跨度从 1.44%到 83.83%。

表 2　主要变量描述性统计

变量名称	样本	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
减持比例	621	2.5093	0.8164	28.4884	0.0001	3.9272
现金流权水平	621	31.7971	29.7	83.83	1.44	16.5579
地区法制水平	621	6.8729	5.81	13.99	1.49	3.3407
公司规模	621	21.6809	21.5958	25.8283	19.1281	1.0398
财务杠杆	621	51.8034	53.4639	93.2606	0.9122	16.1150
独立董事比例	621	0.3524	0.33	0.75	0	0.0754
外部机构持股	621	10.8524	8.6828	52.4947	0.749	8.7431

分析主要变量之间的相关关系，我们发现终极控股股东现金流权水平与第一大股东减持比例显著正相关，[②] 相关系数达 0.19；外部市场平均回报与第

一大股东减持比例显著负相关,相关系数达−0.36,独立董事比例及外部机构持股与第一大股东减持正相关,尽管不显著,从而初步验证了本文的理论预期。为进一步验证本文的理论预期,下面采取多元回归方法进行研究。

(二)第一大股东减持影响因素

表3中模型1表示全体减持样本回归结果,模型2剔除了因增发配股引起的第一大股东持股比例减少的样本。模型1和模型2的结论相类似,以模型1为例进行分析,可以看到控股股东现金流权水平与第一大股东减持显著正相关,从而验证了本文的假设H1。控股股东现金流权水平越高,则通过侵占获取私人利益时付出的机会成本越大,因此控股股东越可能通过第一大股东实现减持套现,使得侵占获取私人利益时的机会成本降低。控制权与现金流权分离度对第一大股东减持影响为正但并不显著。私人控股哑变量与减持显著正相关,即相对于政府控股,私人控股时第一大股东更倾向于减持,由此验证了本文的假设H2。

同时,分析公司内外部治理机制与第一大股东减持关系,独立董事比例及外部机构持股对第一大股东减持比例的影响虽然不显著,但却和预期一致,一定程度上验证了本文的假设H3,即独立董事比例越高,外部机构持股水平越高,则公司治理水平越好,那么第一大股东减持比例就越高。然而从模型1可知,地区法制水平与第一大股东减持比例呈显著的负相关关系,这和理论预期恰好相反。其中的原因有待进一步分析。市场平均回报率和第一大股东减持显著负相关,从而验证了本文的假设H4。其原因在于,市场要求的投资回报率越高,相应的股票价格越低,则减持套现所能获取的资金量越少,从而抑制了大股东的减持行为。

此外,考虑到第一大股东持股比例的减少并非全部由减持套现或协议转让引起的,而有可能是因为增发配股导致其他股东持股比例增加而导致第一大股东持股比例相对减少,因此模型2中剔除了因增发配股引起第一大股东持股比例减少的样本。从模型2可知,与模型1类似,现金流权水平、私人控股哑变量对第一大股东减持的影响显著为正,市场平均回报率显著为负,所不同的是地区法制水平对第一大股东减持的影响程度及显著性水平有所降低。

(三)稳健性分析

考虑到研究样本的面板数据特性,进一步采用非平衡面板数据方法,对表3重新估计,经Hausman检验,采用随机效应模型,所得结论和表3基本一致。限于篇幅,本文不再赘述。

在上述实证分析中,仅考虑了第一大股东发生减持的样本,并未考虑持股比例不变以及发生增持的样本。本部分进一步将增持视为反向的减持,进行全样本回归分析,基本结论与表3类似,只是私人控股哑变量及外部市场平均

回报率因素的显著性水平有所降低。

表3　第一大股东减持影响因素分析

变量名称	预期符号	模型1（全样本）	模型2（剔除增发配股样本）
现金流权水平	+	0.0548*** (4.14)	0.0357*** (2.80)
控制权与现金流权分离度	?	0.0927 (1.45)	0.0289 (0.31)
私人控制哑变量	+	1.0258*** (2.87)	1.0559*** (2.85)
独立董事比例	+	1.1379 (0.61)	1.6325 (0.75)
外部机构持股	+	0.0147 (0.72)	−0.0002 (−0.01)
地区法制水平	+	−0.0965** (−2.06)	−0.0243 (−0.51)
市场平均回报	−	−0.0170*** (−7.66)	−0.0175*** (−6.34)
公司规模		0.1381 (0.85)	0.1422 (0.95)
总资产收益率		−0.0432** (−2.26)	−0.0510*** (−2.67)
财务杠杆		0.0369*** (3.69)	0.0161* (1.78)
上市时间		−0.0671 (−1.41)	−0.0354 (−0.77)
行业控制		Yes	Yes
R^2		0.284	0.249

注：括号内为经过Huber-White异方差调整后的t值；***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著。

五、主要结论与政策建议

股权分置改革完成后，随着限售流通股解禁，大小非减持、尤其是大非减持已经成为当前理论界和实务界面临的重要课题。面对全流通时代的到来，控股股东应该选择怎样的减持行为以及怎样的最优控股结构？针对这些问题，本文通过两阶段动态模型方法，对股权分置改革后控股股东的减持行为进行了理论研究，结果表明控股股东根据原持股对应的现金流权水平、公司治理水平、外部投资机会、市场平均回报率等因素，进行持股比例的调整，公司治理水平越好，控股股东现金流权水平越高，外部投资机会越好，则控股股东最优减持比例越高；而市场平均资本回报率越高，控制权私利越大，则控股股东最优减持比例越低。此外，由于调整成本的存在，控股股东减持是一个持续向目标减持比例靠近的动态调整过程。

实证上采用第一大股东持股比例减少的数据研究控股股东向目标股权结构调整的过程，结果表明控股股东现金流权水平与减持比例显著正相关，外部市场平均回报率与减持比例显著负相关，并且相对于政府控股，私人控股公司

更倾向于减持套现。此外,独立董事比例及外部机构持股水平与减持比例虽然不显著但却正相关,一定程度上验证了理论预期;然而地方法制水平对减持比例的影响显著为负,与预期相反,其中的原因有待于进一步研究。

基于本文研究,我们认为大股东减持是公司内外部因素共同影响下的最优决策行为,并非所有控股股东选择减持,股市持续低迷也不能完全归咎于股权分置改革后的大股东减持行为。面对大小非减持、尤其是控制性大股东减持,当前比较有效的措施是加深对大股东减持行为的认识,消除对大股东减持套现的恐慌。而最根本的措施则是提高公司治理水平,尤其是改善外部法制环境,从而减少代理问题,保护外部中小投资者利益。

注释:

①x 代表控股股东减持引起的现金流权水平减少,但由于控股股东持股比例与现金流权水平变动具有一致性,为便于表述,下文将 x 的减少直接表述为控股股东减持。

②为便于叙述,本文统一选择 $\alpha=10\%$ 作为显著性水平。

参考文献:

[1]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2007.

[2]廖理,张学勇. 全流通纠正终极控制者利益取向的有效性——来自中国家族上市公司的证据[J]. 经济研究,2008,(8):77-89.

[3]沈艺峰,许琳,黄娟娟. 我国股权分置改革中对价的“积聚”现象分析[J]. 经济研究,2006,(11):102-111.

[4]王化成,李春玲,卢闯. 控股股东对上市公司现金股利影响的实证研究[J]. 管理世界,2007,(1):122-136.

[5]王鹏,周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J]. 金融研究,2006,(2):88-98.

[6]吴超鹏,郑方镳,林周勇等. 对价支付影响因素的理论与实证分析[J]. 经济研究,2006,(8):14-23.

[7]辛宇,徐丽萍. 投资者保护视角下治理环境与股改对价之间的关系研究[J]. 经济研究,2007,(9):121-133.

[8]许年行,吴世农. 我国上市公司股权分置改革中的锚定效应研究[J]. 经济研究,2007,(1):114-125.

[9]郑志刚,孙艳梅,谭松涛等. 股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验[J]. 经济研究,2007,(7):96-109.

[10]Bebchuk L A. A rent-protection theory of corporate ownership and control[R]. NBER Working Paper, No. 7203, 1999.

[11]Claessens S, S Djankov, L Lang. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58): 81-112.

[12]Faccio M, L H P Lang, L Young. Dividends and expropriation[J]. American

Economic Review, 2001, (91): 54－78.

[13]Faccio M, L H P Lang. The ultimate ownership of western European corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, (65): 365－395.

[14]Frank M,V Goyal. Testing the pecking order theory of capital structures[J]. Journal of Financial Economics, 2003, (67): 217－248.

[15]Johnson Simon,Peter Boone,Alasdair Breach,Eric Friedman.Corporate governance in the asian financial crisis[J].Journal of Financial Economics 2000,58:141－186.

[16]La Porta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer,R W Vishny. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance, 2002, (57): 1147－1170.

[17]Shleifer A,D Wolfenzon. Investor protection and equity markets[J]. Journal of Economic Economics, 2002, (66): 3－27.

[18]Zingales L. Inside ownership and the decision to go public[J]. Review of Economics Studies, 1995, (62): 425－444.

Ultimate Control Right and Holding Reduction of Large Shareholders under Full Circulation

YU Hong-hai[1], XU Long-bing[1,2]

(1. *School of Finance*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*;2. *Institute of Finance and Economics*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: After the completion of stock circulation reform, the holding reduction of large-and-small-sized stocks with limited circulation becomes a key issue. In the theoretical perspective, the paper studies the issue about the holding reduction of large shareholders through dynamic models and finds that the optimal holding reduction of controlling shareholders is positively related with cash flow right and corporate governance level, but has negative effects on the private benefits of control right and external market returns. And holding reduction is not the inevitable choice. Meanwhile, owing to the adjustment cost, holding reduction of controlling shareholders is a constant and dynamic process. The empirical study verifies the theoretical prediction. By revealing the inherent mechanism for holding reduction of large shareholders, the paper provides theoretical support for the adjustment of large shareholders' holding structure after the stock circulation reform, and also explains the current holding reduction to some extent.

Key words: stock circulation reform; full circulation; ultimate controlling shareholder; holding reduction of large shareholders; corporate governance

(责任编辑　喜　雯)