



香港城市大學  
City University  
of Hong Kong



# *Summer Research Workshop 2010*

*23-24 July 2010*

Title: 股东关系与“大小非”减持中的股东合谋

Presented by: Professor Wei Minghai  
Sun Yat-sen University

Discussant: Dr George Yang  
Chinese University of Hong Kong

FOR THIS WORKSHOP ONLY  
DO NOT QUOTE  
DO NOT CIRCULATE

# 股东关系与“大小非”减持中的股东合谋

蔡宁 魏明海 路晓燕

蔡 宁 厦门大学管理学院副教授

通信地址：厦门市思明南路 422 号厦门大学管理学院 361005

电子邮箱：caining1023@163.com

联系电话：13515966099

魏明海 中山大学管理学院教授、博导

通信地址：广州市新港西路 135 号中山大学管理学院 510275

电子邮箱：mnswmh@mail.sysu.edu.cn

联系电话：020-84114179

路晓燕 中山大学管理学院副教授

通信地址：广州市新港西路 135 号中山大学管理学院 510275

电子邮箱：luxy@mail.sysu.edu.cn

联系电话：020-84114272

# 股东关系与“大小非”减持中的股东合谋\*

**内容提要:**本文以“大小非”减持中的其他大股东减持为研究对象,从股东关系角度考察股东合谋问题。研究发现,股东关系影响了股东对合谋行为的选择。股东关系越密切,减持时其他大股东越有可能借助与公司第一大股东之间的合谋获取较高的减持收益,并且其他大股东在上市公司的影响力对缘于股东关系的股东合谋具有显著的促进作用。从我国制度背景出发,研究采用关联关系、公司发起人身份、股权性质异同等多个角度描述、测度股东关系,在较为全面考察股东关系的同时,也增强了研究结果的可靠性。研究还发现,法治水平、市场化进程等地区治理水平的提升,有助于抑制由股东关系引发的合谋行为。上述研究结论为考察上市公司股东合谋、利益输送等问题提出了新思路,也为加强限售股份解限后的交易监管、完善市场投资者保护提供了理论依据。

**关键词:**股东关系 合谋 “大小非”减持

## 一、引言

股东关系是内在于股东之间的关系网络,是股东之间通过多种契约建立起来的特定性质的联系。这一关系网络的存在有助于相关股东获取所需的稀缺资源,也影响着这部分股东在某些事件上的合作可能,其中就包括对合谋行为的选择。但对其他股东而言,特定股东之间的这种合作则有可能是一种外部性。因此,如何从股东关系角度解读股东合谋,并考察其在特定事件中的影响,将有助于推进现有股权结构、股东行为、投资者保护等方面的研究。

虽然现有文献鲜少直接对股东关系进行考察,但公司治理研究中的相当一部分文献都关注到了股东关系的形成和影响等问题(Bennedsen and Wolfenzon, 2000; Gillan and Starks, 2000; Baek et al., 2004; Villalonga and Amit, 2006)。我国建立资本市场的改革初衷以及投资者法律保护的现状决定了,上市公司股东之间可能存在错综复杂的联系。而现行监管实务中,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》等法规也对上市公司的股东关系信息披露做出了相应规范。因此,股东关系是我国公司治理研究中的一个突出的现实问题。2005年8月我国证券市场全面启动股权分置改革,2006年6月首支股改限售股取得流通权,这些都为本研究的开展提供了契机。一方面,原非流通股东身份的特殊性,使得减持可能成为利益输送的新途径,也为股东之间的特定合作提供了激励;另一方面,较之股改前的流通股股东,股改后得以参与二级市场流通的这部分股东,其身份、构成要复杂得多,从而为股东关系研究的开展创造了条件。

本文以原非流通股份减持中的其他大股东减持为研究对象<sup>①</sup>,考察原非流通股股东之间可能存在的合谋问题,并在探讨股东关系形成的基础上,采用多种方式对股东关系进行测度。研究发现,股东关系的亲疏差异将影响股东之间的合谋选择。亦即其他大股东与第一大股东的关系越密切,其减持时越有可能通过与第一大股东的合谋获取较高的减持收益,并且其他大股东在上市公司的影响力对缘于股东关系的合谋选择具有显著促进作用。此外,法治水平、

\* 本文为国家自然科学基金项目(70972075)的研究成果。本文感谢美国罗德岛大学林秉旋教授的重要意见,但文责自负。

<sup>①</sup> 本文中的“减持”特指股权分置改革中取得流通权的原禁止流通股份在限售期满后的出售行为,而不包括定向增发、新股发行、股东回购等股权变动中形成的有限售期限的流通股份的后续出售;“大股东”指的是,股权分置改革前进入公司、减持时登记在册的前十大股东中的原非流通股股东;“其他大股东”指的是第一大股东之外的其他“大股东”。

市场化进程等外部治理环境的完善，也显著抑制了其他大股东通过合谋获取较高减持收益的可能。本文的研究发现主要在以下三方面有所拓展：第一，股东关系的形成是复杂的，结合相应制度背景，从多角度探讨股东关系的影响因素，较全面地理解、剖析了我国上市公司股东之间的关系网络及其亲疏特性；第二，其他大股东的存在并不必然带来对控股股东的牵制与监督，股东关系才是股东选择制衡抑或达成合谋的基础。因此，从股东关系角度进一步思考股权结构、股东行为等问题，有助于更深入理解公司治理、利益输送、投资者保护等方面的问题；第三，现有合谋与制衡文献大多考察对关联方交易、公司价值等方面的影响，鉴于减持收益可能成为减持中股东合谋关注的焦点，因此从股权交易角度探讨股东合谋问题是现有研究的有益补充。同时也为未来加强对原非流通股份或者限售股份出售的交易监管、完善市场投资者保护，提出了有益建议。

本文其他部分如下：第二部分是文献回顾，对股东合谋与股东关系文献进行了梳理与评述；第三部分在对股东关系形成进行分析的基础上提出待检验假说；第四部分是研究设计；第五部分对描述性统计和回归结果进行了讨论；第六部分是研究结论。

## 二、文献回顾

虽然迄今为止未见文献直接提出股东关系概念或对其进行系统研究，但公司治理的相关文献关注到了股东关系的存在，并对其存在的原因或影响进行了理论推导。如 Bennedsen and Wolfenzon (2000) 以不存在股权转让的市场为背景研究股权集中的公司，认为公司创立者能通过引入几个大股东、强迫他们形成联盟以获得控制权。股东联盟使他们行为的结果影响更大，从而能采取比其他单独行动的股东更有影响的行动。Gillan and Starks (2000) 关注到，股东发起人身份的差异会使股东提案的结果有系统性差异，机构投资者及其联盟比个人发起人得到更多的支持，股票市场反应因提案问题和发起人身份的不同而有所差异。这说明了其他股东或市场，是关心不同类型的发起人股东的行为的。Baek et al. (2004) 在研究 1997 年韩国金融危机对不同股权结构特征的公司的股价影响时，区分了管理者及其家族成员股东（Owner-managers and their Family Members）、关联企业股东（Affiliated Firms）和非关联企业股东（Unaffiliated Firms）。一些研究家族企业的文献中，也对非关联的大宗股份持有者（Unaffiliated Blockholders）进行了识别（Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006）。

虽然股东关系的相关文献凤毛麟角，但我国现行法律法规已对这种关系有所关注，并作出了一些相应的规范。如《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 28 号——创业板公司招股说明书》第三十七条规定，发行人应披露有关股本的情况，包括本次发行前各股东间的关联关系及关联股东的各自持股比例。又如《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》规定，如前 10 名股东之间存在关联关系或属于《上市公司收购管理办法》规定的一致行动人的，应予以说明。当然，现有法规对关系股东的规范也仅限于一些披露上的要求，在研究中并未得到应有的重视。

按照我们理解，股东关系是股东之间通过多种形式契约建立起来的特定性质的联系，是内在于公司股东之间的关系网络。商业活动中会形成各种类型的社会关系，关系网内成员的合作能够帮助彼此抵御外部风险、获取无法通过市场渠道取得的资源（Brown, 1997）。并且作为一个重复性博弈过程，合作与互惠也是社会关系得以长期维系的基础，如果某一关系网中成员的获益性只是单方面的，那么该关系必定无法长期维系（Fuller and Lewis, 2002; Kay, 1996）。同样，股东关系的存在将有助于相应范围内的股东获取其所需的稀缺资源，并且这些股东之间的合作与利益共享也是支撑关系持久、稳定的重要因素。同时这种关系还

可能具有一定外部性，尤其是其中的负外部性，实质上是对关系网络之外成员的财富转移甚至侵占。因此，股东之间的合作选择是建之于相应关系基础之上的，或者说特定股东之间的关系特征决定了这部分股东在某些事件上的合作可能，而密切或疏远则是股东关系的两种最基本状态。

股东合谋是若干股东私下就特定事件达成的默契或协作意向，是股东之间一种典型的非公开合作行为。股东制衡则是股东之间相互监督、互相牵制的一种状态。股东对合谋与制衡的选择可能受制于所针对事件的特殊性、对自身利益的权衡等，但股东之间的关系特征则无疑是一个重要影响因素。在发达经济体中，市场体系健全、法律制度完善，由此带来相对分散的股权结构 (LLS, 1999)。较高的市场化程度以及股权的这种分散性意味着，股东之间的各种关联较少、关系表现较为疏远。在这种股权特征、股东关系环境下，多个股东共享控制权(sharing control)的股权结构被认为将带来股东之间的制衡作用(Bolton and Von Thaden, 1998 ; Pagano and Röell, 1998)。这种制衡主要表现为公司决策过程中大股东对控股股东的牵制，从而内部化控股股东的行为后果 (Bennedsen and Wolfenson, 2000)、抑制旨在谋取控制权私利的相关决策 (Gomes and Novaes, 2001)、或有效解决风险承受力与决策控制力不相匹配等问题 (Dhillon and Rossetto, 2007)。以多个市场为研究对象的经验证据也支持了上述理论预期 (Lehman and Weigand, 2000; Faccio et al., 2001; Volpin, 2002; Nagar et al., 2008)。但控股股东同样也可能以公司资源“收买”(buy off)其他大股东，要求他们减少对自己的监督 (Pagano and Röell, 1998)，而这正是以中小投资者利益受损为代价的合谋行为。并且当股东之间的关系密切时，这种合作状态更易于达成。Bloch and Hege (2001) 以股东类型(type)考察股东之间的关系，指出当股东之间不存在关联性时，如一方为家族股东另一方为金融机构，才可能相互监督从而提升公司价值；否则当多个大股东之间存在纵向或横向上的关联性时，最后达成的均衡更有可能是合谋而不是制衡。Maury and Pajuste (2003) 以丹麦上市公司为研究对象，从家族、非家族特征讨论股东关系，发现当前几大股东同为家族股东时，股东之间更有可能是合谋而非相互监督。并且这些股东的持股比例越接近，对公司价值的负面影响就越大。

在发达经济体中，证券市场已发展成为成熟的融资平台，且相关法律保护较完善。相比之下，我国证券市场尚不成熟，兼之作为国企改革配套措施的建立初衷，都使得我国上市公司股东之间可能存在错综复杂的联系。在相关研究上，一方面从缓解大股东侵害的现实需要出发，一系列研究侧重从制衡视角切入，另一方面也使得从股东关系角度探讨股东合谋、制衡等问题具备了可检验的制度基础。陈信元、汪辉 (2004) 研究了公司第二大股东对第一大股东的制衡作用，研究发现股权性质影响了监督效应的发挥，其中国有股东的监督作用要弱于法人股东。刘星、刘伟 (2007) 探讨了大股东共享控制权治理模式对我国上市公司价值的影响，同样发现股权性质影响了股东对合谋行为的选择。上述研究都可以看作是从股权性质角度分析我国上市公司股东关系、以及股东关系对相应股东行为的影响。但我国发展证券市场、组建上市公司的历史背景决定了股东关系的形成是复杂的，或者说可能影响股东关系的因素远远复杂于发达市场中的法律、契约等要素 (Allen etc., 2005)。因此，如何结合我国特定的制度背景、多角度探讨上市公司股东关系问题，并通过特定事件检验股东关系对股东合谋等行为的影响，将有助于进一步发展现有股东关系研究。

### 三、股东关系形成与研究假说

公司在特定的股权结构或股东构成下会表现出相应的股东关系。股份公司成立时形成了公司最初的股东构成，也赋予了股东关系一个初始状态。之后随着股权结构调整，新股东进

入和老股东退出，股东关系也随之调整、变化。股权的每次变动都将带来新的股东构成，也使之前的关系均衡可能被打破、重构。股权变动还具有相当的复杂性，这可能体现在交易形式上，也可能体现在交易的公开性上。<sup>①</sup>上述动态性、复杂性决定了，可能影响股东关系的因素将是多方面的，并且不同影响因素造就了相应股东之间的特定联系。不同因素从不同角度影响了股东关系的形成、定义了股东关系的亲疏特性，且各角度之间可能存在一定重合，但综合起来则能够较为全面地反映特定股东构成下的股东关系特征。

首先，股东之间的关联关系。股份制在国有经济领域的出现，一定程度是为了服务国企改革。根据国资监管的“三层次”模式<sup>②</sup>，主要由第二层次的国资经营机构进行股份制改造工作。国资经营机构通常只是部分剥离下属存量资产，将获利能力较强的重组为股份制形式。重组对象可能是单个企业，也可能包括部门、集团内的多个企业，或者是前两者中的部分资产。由于隶属同一国资经营机构，产权结构的这些人为调整将带来股份公司多个出资人之间、以及股份公司出资人与被剥离部分出资人之间错综复杂的关联关系。不论上述各类型的出资人是在股份公司成立时就成为公司股东，还是成立后通过相关股权转让入主公司，关联关系都将使得这部分股东之间的股东关系表现得更为密切。相形之下，民营企业背后的产权结构是以家族网络替代国资监管体系，但建之于血缘、姻缘等基础之上的家族网络同样可能形成股东之间的关联关系。总体而言，关联关系是促成相应股东之间密切关系的一个重要因素。

其次，股东的“发起人”身份。发起人指的是，在股份公司成立时就进入公司，并承担出资认股、推动公司成立等重要职责的股东。股份公司成立时对发起人的选择并不完全是在公开市场询价或竞价过程中完成的，发起人选择上的倾向性可能体现了某些特定的利益关联。以国有控股公司为例，国企的股份制改造是在中央或地方行政力量主导下进行的。为响应改制号召同时保证国有经济的主导地位，改制倾向于选择集团或行业内的关联企业、生产经营的上下游部门、业务相关的机构、行政上的主管单位等作为发起人。发起人之间的这些产权纽带、政治关联、业务联系等，都将使得这部分股东之间天然地具有某些利益关联。非国有控股公司也存在相似情况。以民营企业为例，民企多为家族企业，为保证家族的控制优势，选择发起人时除少数战略投资者外，集团内的其他企业、家族成员等都是被考虑的主要对象。为促进高管人员与公司利益协调一致，高管人员也可能受让部分股份。在战略投资者的选择上，有时出于获取隐性政治支持的考虑，民企也可能引进一些具有特定背景的国有战略投资者。归纳起来，具有特定利益关联的对象更有可能成为股份公司的发起人，由此也将促成公司成立后这部分股东之间更为密切的股东关系。

再次，股权性质的异同性。不论国有控股公司还是非国有控股公司，公司股东都可能存在两类型质的产权：国有产权与非国有产权。股权性质的异同可能影响同一公司不同股东之间的关系，一个比较直观的预期就是，股权性质不同的股东在利益谈判过程中更容易成为对立面（陈信元、汪辉，2004；刘星、刘伟，2007）。当股权性质相同时，情况还需要进一步区分。当均为国有股东时，产权主体“虚置”以及由此引发的“不作为”等代理问题，都使

<sup>①</sup> 股权的交易形式多种多样，从最基本的股份转让、再融资计划，到相对复杂的资产重组、收购兼并等资本运作，甚至是具有一定行政背景的无偿划转、司法处置等。股权变动的公开性在不同阶段也有所不同，股份公司成立时对股东的选择，并不是一个在公开市场询价和选择的过程；成立后到首次公开发行(IPO)前，交易范围的地域限制、监管不足等也使得这一阶段股权交易的公开性相对有限；IPO并上市流通后，由于交易平台拓展、市场监管严格、“壳资源”稀缺等原因，股份的流动性和交易的公开性大为增强。

<sup>②</sup> 国资监管的“三层次”模式包括：第一层次是政府设立的国有资产监督管理委员会，集中行使国家的所有者职能；第二层次为国有资产的经营机构，即“国家授权投资机构”；第三层次为改制后的国有股份公司，由第二层次的授权投资机构对其具体行使所有者职能。第二层次授权投资机构的建立主要有以下几种情况：行业管理部门改组为控股公司、资产经营公司，在原隶属企业内行使国家股东的职能；行业性总公司等行政性公司被授权在原管理的企业中行使国家股东职能；集团公司被授权在所属企业中行使国家股东职能。

得国有股东之间更可能在一些问题上达成默契；当均为非有国有股东时，如果同为家族成员、集团内成员公司，无疑更容易形成一致意见，但如无上述产权关联，则同样可能出于对各自利益的维护而成为完全市场化的谈判磋商。因此，股权性质的异同性也可能影响股东之间关系的亲疏差异，并且国有股东之间相对更容易在利益问题上达成妥协。

上述不同影响因素造就了相应股东之间密切或疏远的关系特征，从而决定了特定事件中合谋意向的最终达成。以原非流通股股东减持为例，为通过减持获取较高的股份出售收益，股东有可能采取择时减持、信息公告配合、关联交易配合，<sup>①</sup>甚至盈余管理等方式（蔡宁、魏明海，2009）。但不同股东得以采取上述行为的途径有所差异。对公司决策具有控制力的第一大股东可凭借自己的持股优势，但对其他大股东而言，寻求第一大股东的合作或支持则可能是更为可行的途径。因此，当其他大股东与第一大股东关系密切时，两者之间更有可能达成合谋默契，从而有助于其他大股东借助相关策略配合获取较高的减持收益。由此提出待检验的第一个假说：

**H1：其他大股东与第一大股东的关系越密切，就越有可能通过合谋获取较高的减持收益。**

股东对上市公司的影响力也可能制约股东的相关行为。在股东制衡问题研究中，股东对上市公司的持股比例被认为是其制衡能力的表征，并且研究发现持股比例越高、制衡作用也越强（陈晓、王琨，2005；徐莉萍等，2006）。股东对上市公司的影响力同样可能影响缘于股东关系的合谋选择。作为一个重复性博弈过程，密切的股东关系固然能带来股东之间的合作与互惠，但影响力显然有助于增强其他大股东与第一大股东在合谋问题上的谈判力。因为较强的影响力对第一大股东构成了一定震慑，第一大股东必须权衡是寻求合作共赢的所谓“双赢”，还是日后重大决策时被迫面对来自这些股东的牵制与反对。相反，当其他大股东对公司的影响力较弱时，第一大股东几乎可以确定：即使目前放弃合作，未来可能面对的不利影响也是微乎其微。因此，在股东关系既定的情况下，其他大股东对公司的影响力越强，就越有筹码与第一大股东就合谋意向的达成进行谈判。此外，股东对上市公司的影响力可通过多种渠道达成。股东大会和董事会是公司治理体系中的两个重要环节。股东大会上股东可依据所持股权的份额直接影响公司重大决策；董事会决策股东虽无权直接介入，但可以通过向上市公司委派董事、监事和其他高管人员，间接获取在公司决策环节的话语权。因此，其他大股东影响上市公司决策的渠道既包括直接持股比例，也包括向上市公司委派董监高等关键人员。由此提出待检验的第二个假说：

**H2：其他大股东对公司的影响力越强，就越有可能借助与第一大股东的关系实现合谋，从而获取较高的减持收益。**

大股东的特殊身份使得这部分股东之间的合谋，对其他投资者而言可能成为一种负外部性，因此必然引致外部监管的关注。法律制度通过事前警示、事后惩戒成为维持商业秩序的重要手段，而市场化改革在克服发展中经济体的种种体制性弊病上也发挥了重要作用。市场化改革的举措通常包括提高政府部门的行政效率、建立相关问责机制、减少行政干预、消除不同经济成分之间的差别待遇、培育要素市场、发展中介组织等等。这些外部治理因素无疑会对基于股东关系的股东合谋行为产生影响，但作用机理相当复杂。外部治理环境可能直接作用于股东关系的形成基础，也可能影响特定股东之间关系的密切性，还有可能是制约了关系密切股东对合谋行为的选择等等。但最终都将带来，随着外部法治水平的不断提高、市场化改革的不断推进，由密切股东关系所引发的股东之间的合谋行为也将受到制约。由此提出

---

<sup>①</sup> 详见《大小非减持的六种金蝉脱壳法》，《北京商报》2008年12月25日。

待检验的第三个假说：

**H3：法治水平、市场化进程等地区外部治理环境，将抑制缘于股东关系的合谋行为，从而减少相应股东获取的减持收益。**

#### 四、研究设计

本文以 2006 年 6 月第一只原禁止流通股份获得解限开始至 2009 年 6 月止，沪深两市公告的 1530 起其他大股东的减持事件为研究对象。其中股东关系、股东影响力等数据来自中山大学投资者保护与会计研究项目组的“股东关系数据库”；减持数据来自 WIND 金融数据库，具体数据与沪深交易所的上市公司诚信记录进行了比对；解限数据来自两市上市公司发布的“有限售条件的流通股上市公告”；相关财务数据来自 WIND 金融数据库。

表 1 列示了研究样本的相关情况，其中 A 栏为减持样本的取得情况，B 栏为减持样本的时间分布，C 栏为减持股东的相关特征。从 C 栏可以看出，减持的其他大股东中，公司的第二大股东多达 861 位，占减持股东总数的一半以上，第三大股东有 402 位，超过减持股东总数的四分之一，这两类股东构成了减持主力；从股东对上市公司的影响力看，减持股东的平均持股比例为 9.02%，向上市公司委派董监高的比例平均为 5.70%；虽然股东减持的平均比例不高，仅为 1.17%，但平均占据了这些股东已解限股份数的 36.27%；减持股东中有 262 位国有股东，约占股东总数的 17%，其余均为非国有股东；从股东身份看，752 位股东为公司的发起人股东，其余 778 位为股份公司成立后进入公司的股东，这两类股东的数量比较接近。

表 1 研究样本说明

A 栏：减持样本的取得											
沪深两市公告的减持事件									2811		
减：解限或减持数据缺失									(59)		
									2752		
减：股东关系数据缺失 <sup>①</sup>									(809)		
									1943		
减：第一大股东减持事件									(413)		
其他大股东减持事件									1530		
B 栏：减持样本时间分布											
	2006 年(三、四季度)		2007 年	2008 年		2009 年(一、二季度)		合计			
沪市	35		393	189		97		714			
深市	81		268	272		195		816			
合计	116		661	461		292		1530			
C 栏：减持股东相关特征											
股东排名 (数量)			股东平均影响力 (比例)		平均减持情况 (比例)		股东身份 (数量)		股权性质 (数量)		
第 2 大股东	第 3 大股东	其他大股东	持股比例	委派董监高比例	减持比例	减持/解限比例	发起人	非发起人	国有	非国有	
861	402	267	9.02%	5.70%	1.17%	36.27%	752	778	262	1268	

#### (二) 检验模型

研究分别设置了模型（1）、（2）、（3）对 H1、H2、H3 进行检验：

<sup>①</sup> 中山大学投资者保护与会计研究项目组在收集股东关系数据时，未包括募集式设立方式设立的（上市）公司。

$$Ret = \beta_0 + \beta_1 Relation + \beta_2 FReduction + \beta_3 Reduction + \beta_4 Lever + \beta_5 Size + Year + IND + \varepsilon \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Ret = & \beta_0 + \beta_1 Relation + \beta_2 Strength + \beta_3 Relation \times Strength + \beta_4 FReduction \\ & + \beta_5 Reduction + \beta_6 Lever + \beta_7 Size + Year + IND + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} Ret = & \beta_0 + \beta_1 Relation + \beta_2 Strength + \beta_3 External + \beta_4 Relation \times Strength \\ & + \beta_5 Relation \times External + \beta_6 Relation \times Strength \times External \\ & + \beta_7 FReduction + \beta_8 Reduction + \beta_9 Lever + \beta_{10} Size + Year + IND + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

### 1. 因变量

$Ret$  为其他大股东的减持收益，采用  $\frac{P_{\text{减持}} - P_{\text{解限}}}{P_{\text{解限}}}$  计量，该变量测度股东减持的获益水平。

其中  $P_{\text{减持}}$  为其他大股东的减持价格， $P_{\text{解限}}$  为股东所持股份解限当日的收盘价，为保证不同股东之间的减持收益可比，研究采用股份解限当日的收盘价作为收益率的计算基准。

### 2. 解释变量

$Relation$  表示其他大股东与公司第一大股东关系的密切程度，根据研究假设分别采用三项指标（ $Relation1$ 、 $Relation2$ 、 $Relation3$ ）测度。

$Relation1$  采用其他大股东与第一大股东之间的关联关系等指标测度股东关系。当减持的其他大股东与第一大股东存在关联关系、属于一致行动人或属于同一最终控制人时，股东之间的关系较为密切， $Relation1=1$ ；当其他大股东与第一大股东不存上述三种关系中的任何一种关系时，股东之间的关系较为疏远， $Relation1=0$ 。研究预期  $Relation1$  与  $Ret$  正相关。

$Relation2$  采用其他大股东与第一大股东是否同为“发起人”测度股东关系。股份公司成立时对发起人选择的倾向性，会带来公司成立后发起人股东之间密切的股东关系；公司成立后股权变动引进的新股东为非发起人股东，这部分股东与发起人股东的关系要疏远于发起人股东之间，但非流通股份的重大变动通常需要其他股东的决议通过，因此新进入的股东和发起人之间可能具有某些“事前”的利益关联，当然也可能是“事后”发展的默契；最后，同为公司成立后才引入的股东其股东关系则最为疏远，因为这些股东之间由股权变动带来的利益交集最为模糊，是否可能存在其他产权关联也不明了。因此当减持的其他大股东为公司发起人、且公司的第一大股东也为发起人时，研究认为其他大股东与第一大股东之间的关系最为密切， $Relation2=1$ ；当其他股东为公司发起人、但第一大股东非发起人，或其他股东非发起人、第一大股东为发起人时，股东之间的关系相对疏远， $Relation2=0$ ；其他股东非发起人、且第一大股东也非发起人时，股东之间的关系最为疏远， $Relation2=-1$ 。研究预期  $Relation2$  与  $Ret$  正相关。

$Relation3$  采用其他大股东与第一大股东的股权性质异同测度股东关系。当减持的其他大股东与第一大股东同为国有股东时，双方更易于在相关问题上达成默契， $Relation3=1$ ；当其他大股东与第一大股东同为非国有股东或股权性质不同时，由市场机制诱发的、为维护自身利益双方达成默契的可能性相对要低， $Relation3=0$ 。研究预期  $Relation3$  与  $Ret$  正相关。

$Strength$  为股东减持前对公司的影响力，采用“其他大股东委派董监高比例/其他大股东持股比例”计量，分子为减持前一年其他大股东向上市公司委派的董事、监事、高管人员比例，分母为减持前一年其他大股东在上市公司的持股比例。大股东对上市公司的影响力越强，就越有可能通过多种途径谋求较高的减持收益，因此研究预期  $Strength$  与  $Ret$  正相关。

**Relation $\times$ Strength** 考察股东影响力对股东关系引发股东合谋的影响。根据研究假设，在股东关系既定的情况下，其他大股东对公司的影响力越强，将越有可能促成与第一大股东的合谋。因此，研究预期 Relation $\times$ Strength 与 Ret 正相关。

**External** 表示上市公司所在地区的外部治理环境，分别考察法治水平（Law）和市场化进程（Market）两项外部治理因素。研究采用樊纲等（2010）编制的《中国市场化指数》中的法律制度指数和市场化指数，当上市公司所在地区的法律制度指数高于全国平均水平时，地区法治水平较高，Law=1；否则 Law=0。当上市公司所在地的市场化指数高于全国平均水平时，地区市场化程度较高，Market=1；否则 Market=0。研究预期 External 与 Ret 负相关。

**Relation $\times$ External** 和 **Relation $\times$ Strength $\times$ External** 考察外部治理环境对股东关系引发的股东合谋行为的影响。根据研究假说，法治水平越高、市场化程度越高，股东合谋受到事前警示和事后惩戒的可能性也就越大，因此法律、市场化等外部治理环境对基于股东关系的股东合谋行为将具有一定抑制作用。研究预期 Relation $\times$ External、Relation $\times$ Strength $\times$ External 与 Ret 负相关。

### 3. 控制变量

**FReduction** 为哑变量，控制第一大股东同时减持对其他大股东减持收益的影响。当其他大股东减持时第一大股东也同时减持，FReduction=1；否则，FReduction=0。**Reduction** 控制其他大股东的减持规模对减持收益的影响，采用所减持股份市场价值的自然对数计量。**Lever** 为公司财务杠杆，采用减持前一年的总负债/总资产计量，控制债权人对股东行为的可能约束。**Size** 为公司的规模，采用减持前一年的总资产的自然对数计量，控制规模带来的外部监督对股东行为的可能约束。**Year** 为年度虚拟变量，对年度影响进行控制。**IND** 为行业虚拟变量，对行业影响进行控制。表 2 列示了研究对上述变量的定义和计量方法。

表 2 变量定义及计算方法

含义	变量名	变量定义
1. 因变量		
其他大股东减持收益	Ret	$Ret = \frac{P_{\text{减持}} - P_{\text{解限}}}{P_{\text{解限}}}$ <p>P<sub>减持</sub>为股份的减持价格，P<sub>解限</sub>为股份解限当日的收盘价。</p>
2. 解释变量		
其他大股东 与第一大股东关系	Relation	<p>① Relation1: Relation1=1, 其他大股东与第一大股东存在关联关系、属于一致行动人或属于同一最终控制人； Relation1=0, 其他大股东与第一大股东不存在上述三种关系中的任何一种关系。</p> <p>② Relation2: Relation2=1, 其他大股东与第一大股东同为发起人； Relation2=0, 其他大股东为发起人、但第一大股东非发起人，或其他大股东非发起人、但第一大股东为发起人； Relation2=-1, 其他大股东与第一大股东均非发起人。</p> <p>③ Relation3: Relation3=1, 其他大股东与第一大股东同为国有股东； Relation3=0, 其他大股东与第一大股东同为非国有股东、其他大股东与第一大股东股权性质不同。</p>

其他大股东对公司的影响力	Strength	Strength=其他大股东委派的董监高比例/其他大股东的持股比例 “其他大股东委派的董监高比例”为减持前一年其他大股东向上市公司委派的董事、监事、高管人员比例，“其他大股东的持股比例”为减持前一年其他大股东的持股比例。
地区的外部治理环境	External	① Law: Law=1, 上市公司所在地区的法律制度指数高于全国平均水平; Law=0, 上市公司所在地区的法律制度指数低于全国平均水平。 ② Market: Market=1, 上市公司所在地区的市场化指数高于全国平均水平; Market=0, 上市公司所在地区的市场化指数低于全国平均水平。
3. 控制变量		
第一大股东是否同时减持股份	FReduction	FReduction =1, 其他大股东与第一大股东同时减持; FReduction =0, 其他大股东与第一大股东未同时减持。
其他大股东减持规模	Reduction	Reduction=ln(减持股份市场价值)
财务杠杆	Lever	Lever=总负债/总资产, 采用减持前一年的财务数据。
公司规模	Size	Size=ln(总资产), 采用减持前一年的财务数据。
年份虚拟变量	Year	根据减持年度取虚拟变量。
行业虚拟变量	IND	根据上市公司所属证监会二级行业取虚拟变量。

## 五、检验结果及分析

### (一) 描述性统计结果

表 3 描述性统计结果

A 栏: 变量描述性统计						
变量	样本量	均值	标准差	中位数	极大值	极小值
Ret	1530	0.100892	0.566888	0.020482	4.900352	-0.870452
Relation1	1530	0.138562	0.345602	0	1	0
Relation2	1530	0.156209	0.814224	0	1	-1
Relation3	1530	0.111111	0.314372	0	1	0
Strength	1530	0.978723	2.366265	0.558795	39.682540	0
Law	1530	0.536601	0.498822	1	1	0
Market	1530	0.630719	0.482768	1	1	0
FReduction	1530	0.090196	0.286556	0	1	0
Reduction	1530	16.78591	1.412311	16.92007	20.84715	9.740969
Lever	1530	0.491016	0.218287	0.499190	1.679483	0.027168
Size	1530	20.937530	0.935295	20.772600	24.705420	19.040530
B 栏: Ret 均值比较						
变量	Relation1		Relation2			Relation3
取值	1	0	1	0	-1	1
样本量	212	1318	645	479	406	170
Ret 均值	0.285715	0.071164	0.140686	0.110005	0.026921	0.238972
均值比较	3.905***		3.615*** (Rel2=1 vs. Rel2=-1) 2.400** (Rel2=0 vs. Rel2=-1)			3.222***
t 值						

\*\*\*、\*\*分别表示均值差异在 0.01、0.05 的水平以下统计显著（双尾检验）。

表 3 列示了描述性统计结果。从 A 栏可以看出，股东减持的平均收益达到了 10%，也即减持价格比解禁当日收盘价平均高出 10%，其中收益最高的股东其减持价格接近解禁日收盘价的 6 倍，而收益最低的股东其减持价格不足解禁日收盘价的 13%。

表 3 的 B 栏进一步对股东关系不同测度指标下 Ret 的均值进行比较。从表中可以看出，以第一类指标 (Relation1) 测度股东关系，其他大股东与第一大股东关系密切时 (Relation1=1) 减持收益为 28.57%，显著大于两者关系疏远时 (Relation1=0) 的 7.12% ( $t=3.905$ )；以第二类指标 (Relation2) 测度股东关系，当其他大股东与第一大股东关系密切 (Relation2=1)、关系相对疏远时 (Relation2=0)，减持收益分别约为 14.07%、11%，均显著大于两者关系最为疏远时 (Relation2=-1) 的 2.7% ( $t=3.615$ 、 $t=2.400$ )；以第三类指标 (Relation3) 测度股东关系，当其他大股东和第一大股东关系密切时 (Relation3=1) 的减持收益为 23.9%，显著大于两者关系疏远时 (Relation3=0) 的 8.4% ( $t=3.222$ )。均值比较结果初步支持了股东关系越密切，其他大股东越有可能通过与第一大股东之间的合谋获取较高的减持收益。

## (二) 回归结果

表 4 列示了模型(1)的回归结果。从表中可以看出，股东关系的三种测度方法下，Relation 的系数均与 Ret 显著正相关。这表明，其他大股东与公司第一大股东之间的关系越密切，减持时越有可能透过与第一大股东之间的合谋获取更高的减持收益。因此，H1 通过检验。

表 4 模型 (1) 回归结果

变量	股东关系 1	股东关系 2	股东关系 3
Constance	0.023 (0.06)	0.010 (0.03)	-0.115 (-0.31)
Relation1	0.194 (4.73)***		
Relation2		0.082 (4.43)***	
Relation3			0.107 (2.46)**
FReduction	-0.147 (-3.05)***	-0.110 (-2.26) **	-0.141 (-2.90)***
Reduction	0.022 (1.99) **	0.023 (2.10) **	0.023 (2.04) **
Lever	0.047 (0.69)	0.091 (1.31)	0.026 (0.38)
Size	-0.020 (-1.20)	-0.024 (-1.44)	-0.015 (-0.91)
Year	Controlled	Controlled	Controlled
IND	Controlled	Controlled	Controlled
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1778	0.1626	0.1551
F-statistics	13.01	12.88	12.23
N	1530	1530	1530

注：系数下方括号报告了回归系数所对应的 t 统计量；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示该变量的估计系数在 0.01、0.05、0.1 的水平以下统计显著（双尾检验）。

研究再对模型 (2) 进行检验，表 5 列示了回归结果。从表中可以看出，股东关系的三

种测度方式下，除了 Relation2, Relation $\times$ Strength 的系数均与 Ret 显著正相关。这表明，在股东关系既定的情况下，其他大股东的影响力越强，其与公司第一大股东达成合谋的可能性也就越大。即股东影响力对基于关系基础的股东合谋均衡的达成具有显著的促进作用，H2 通过检验。

表 5 模型（2）回归结果

变量	股东关系 1		股东关系 2		股东关系 3	
Constance	0.148 (3.49)***	0.142 (0.38)	0.073 (4.31)***	0.094 (0.25)	0.066 (3.98)***	-0.038 (-0.10)
Relation1	0.173 (3.92)***	0.153 (3.54)***				
Relation2			0.039 (1.94)**	0.076 (3.69)***		
Relation3					0.108 (2.22) **	0.096 (2.23) **
Strength	0.019 (2.59)***	0.013 (1.95)**	0.018 (1.66)*	0.021 (2.05)**	0.019 (2.52)***	0.002 (0.15)
Relation1 $\times$ Strength	0.026 (2.01)***	0.028 (2.33)**				
Relation2 $\times$ Strength			0.011 (0.97)	-0.001 (-0.05)		
Relation3 $\times$ Strength					0.027 (2.09) **	0.023 (1.64)
FReduction		-0.163 (-3.37)***		-0.116 (-2.38) **		-0.140 (-2.90)***
Reduction		0.024 (2.16) **		0.024 (2.25) **		0.025 (2.27) **
Lever		0.055 (0.82)		0.096 (1.39)		0.038 (0.56)
Size		-0.027 (-1.62)		-0.030 (-1.76)*		-0.021 (-1.25)
Year		Controlled		Controlled		Controlled
IND		Controlled		Controlled		Controlled
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0300	0.1744	0.0180	0.1689	0.0214	0.1639
F-statistics	17.00	12.96	10.15	12.51	12.14	12.10
N	1530	1530	1530	1530	1530	1530

注：系数下方括号报告了回归系数所对应的 t 统计量；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示该变量的估计系数在 0.01、0.05、0.1 的水平以下统计显著（双尾检验）。

表 6 列示了模型（3）的回归结果。从表中可以看出，整体而言，法治水平和市场化进程都对股东的减持收益具有一定抑制作用。法治水平对由密切股东关系引发的股东合谋具有抑制作用，也即地区法治水平越高，其他大股东借助与第一大股东之间密切关系获取较高减持收益的可能性越小。此外，股东关系对股东合谋的正向促进作用也受到了地区法治水平和市场化进程的制约。由此可见，地区治理水平的提升，有助于约束上市公司大股东之间的合

谋行为，H3 通过检验。

表 6 模型 (3) 回归结果

	股东关系 1		股东关系 2		股东关系 3	
Constance	0.116 (0.31)	0.298 (0.80)	0.121 (0.32)	0.273 (0.73)	-0.084 (-0.22)	0.060 (0.16)
Relation	-0.048 (-0.74)	0.058 (0.66)	0.048 (1.83)*	0.077 (2.13)**	0.134 (2.16)**	-0.005 (-0.05)
Strength	0.014 (2.02)**	0.014 (2.13)**	0.024 (2.29)**	0.026 (2.50)**	0.012 (1.74)*	0.013 (1.85)*
Law	-0.057 (-1.82)*		0.009 (0.28)		0.005 (1.44)	
Market		-0.102 (-3.25)***		-0.099 (-3.25)***		-0.063 (-2.01)**
Relation × Strength	0.100 (4.05)***	0.098 (3.84)***	0.018 (1.30)	0.038 (2.06)**	0.032 (1.80)*	0.249 (2.57)**
Relation × Law	0.054 (1.09)		0.057 (1.47)		-0.162 (-1.80)*	
Relation × Market		0.149 (1.48)		0.009 (0.22)		0.005 (0.05)
Relation × Strength × Law	-0.094 (-3.57)***		-0.029 (-2.23)**		-0.0004 (-0.02)	
Relation × Strength × Market		-0.085 (-3.16)***		-0.048 (-2.58)***		-0.217 (-2.23)**
FReduction	-0.163 (-3.38) ***	-0.147 (-3.06) ***	-0.112 (-2.30) **	-0.112 (-2.27) **	-0.147 (-3.04) ***	-0.151 (-3.13) ***
Reduction	0.022 (2.06)**	0.025 (2.27) **	0.025 (2.23) **	0.028 (2.51) **	0.025 (2.22) **	0.027 (2.49) **
Lever	0.063 (0.93)	0.062 (0.91)	0.098 (1.40)	0.107 (1.55)	0.037 (0.53)	0.033 (0.49)
Size	-0.024 (-1.43)	-0.031 (-1.89)*	-0.031 (-1.85)*	-0.037 (-2.18)**	-0.021 (-1.28)	-0.023 (-1.40)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
IND	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1858	0.1840	0.1705	0.1782	0.1671	0.1724
F-statistics	12.63	12.49	11.48	12.05	11.22	11.62
N	1530	1530	1530	1530	1530	1530

注：系数下方括号报告了回归系数所对应的 t 统计量；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示该变量的估计系数在 0.01、0.05、0.1 的水平以下统计显著（双尾检验）。

## 六、研究结论

本文以“大小非”减持中的其他大股东减持为研究对象，考察股东关系对股东合谋的影响。由于我国上市公司股东关系的形成较为复杂，为尽可能全面考察股东关系，研究采用了关联交易、公司发起人身份、股权性质异同等三个角度来测度股东关系。研究发现：股东

之间的关系决定了股东对合谋行为的选择。当减持的股东与公司第一大股东之间的关系越密切，这些股东就越有可能借助股东之间的合谋获取较高的减持收益，并且股东对上市公司的影响力越大，两者合谋的可能性也越高。此外，研究还发现地区治理环境有助于抑制由密切股东关系引发的合谋行为。地区法治水平越高、市场化进程越大，其他大股东越难以借助与第一大股东之间的合谋获取较高的股份减持收益，并且股东影响力对合谋的促进作用也受到了制约。

上述研究发现是对现有研究的有益补充，在为解限股份减持中的未来交易监管提供理论依据的同时，也有助于更深入思考利益输送、投资者保护等问题。股东关系是共享控制权股权结构下股东选择制衡抑或合谋的关键，股东之间的关系越密切将越有可能在特定事件上达成合谋默契，这是股东关系研究视角对制衡与合谋研究的拓展。如何进一步从股东关系角度深化对公司股权结构的认识，探讨持股比例和股东排名等常规视角之外、基于股东关系基础的现代公司股权结构特征，将可能带来对一些传统财务问题的重新探讨。诸如现代公司的一类、二类代理问题，公司治理的有效性及其对公司价值的影响，IPO、SEO、并购重组等股权交易中的定价问题，机构投资者监督的有效性等，都将是未来可以进一步深入研究的领域。

## 参考文献

- 蔡宁、魏明海，2009：“‘大小非’减持中的盈余管理”，《审计研究》第3期，40-49。
- 陈晓、王琨，2005：《关联交易、公司治理与国有股改革》，《经济研究》第4期，77-128。
- 陈信元、汪辉，2004：《股东制衡与公司价值：模型及经验证据》，《数量经济技术经济研究》第11期，102-110。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2010：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》，北京：经济科学出版社。
- 刘星、刘伟，2007：《监督抑或共谋——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究》，《会计研究》第6期，68-75。
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟，2006：《股权集中度和股权制衡及其对经营绩效的影响》，《经济研究》第1期，90-100。
- Allen, F., J. Qian, and M. Qian, 2005, “Law, finance and economic growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77, PP57-116
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb, 2003, “Who monitors the family?”, SSRN working paper
- Baek, J., J. K. Kang, and K. S. Park, 2004, “Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis”, *Journal of Financial Economics*, 71, PP265-313
- Bennedsen, M., and D. Wolfenzon, 2000, “The balance of power in closely held corporation”, *Journal of Financial Economics*, 58, PP113-139
- Bloch, F., and U. Hege, 2001, “Multiple shareholders and control contests”, Working paper
- Bolton, P., and E. von Thadden, Blocks, 1998, “Blocks, liquidity and corporate control”, *Journal of Finance*, 1, PP1-25
- Brown, T. F., 1997, “Theoretical Perspectives on Social Capital”, Working paper
- Dhillon A., and S. Rossetto, 2007, “Corporate control and multiple large shareholders”, University of Warwick working paper
- Faccio, M., L. H.P. Lang and L. Young, 2001, “Dividends and Expropriation”, *American Economic Review*, 91, PP 54-78
- Fuller,T., and J. Lewis, 1997, “Relationships mean everything: a typology of small-business relationship strategies in a reflexive context”, *British Journal of Management*, 13, PP317-336

- Gillan, S., and L. T. Starks, 2000, "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57, PP275-305.
- Gomes, A., and W. Novaes, 1999, "Multiple large shareholders in corporate governance", working paper of the Wharton School
- Kay, J., 1996, *The business of economics*, New York: Oxford University Press
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, PP471–517.
- Lehmann, E., and J. Weigand, 2000, "Does the governed corporate perform better? Governance structures and corporate performance in Germany", *European Finance Review*, 4,PP157-195
- Maury, B., and A. Pajuste, 2005, "Multiple large shareholders and firm value", *Journal of Banking and Finance*, 29, PP1813-1834
- Nagar, V., K. Petroni, and D. Wolfenzon, 2008, "Governance problems in close corporations", NYU Pollack Center for Law & Business Working Papers
- Pagano M., and Röell, A., 1998, "The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public". *Quarterly Journal of Economics*, 113, PP187–225
- Villalonga, B. and R. Amit, "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Jouranla of Financial Economics*, 80, PP385-417
- Volpin, P., 2002, "Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover", *Journal of Financial Economics*, 64, 61–90

### **Shareholders Relationship and Shareholders Collusion: Evidence from the Reduction of Originally Non-tradable Shares**

**Abstract:** From the viewpoint of shareholders relationship, this paper studies shareholders collusion in the reduction of originally non-tradable shares. We find that shareholders relationship influences choices of collusion in shares selling. The closer the relationship with the biggest shareholder, the higher the reduction benefits that blockholders might obtain through colluding with the biggest shareholder in the company. Influences of blockholders on companies enhance the possibility of shareholders collusion caused by shareholders relationship. And the development level of law and marketization will restrain the collusion between shareholders. Our study discusses and measures shareholders relationship from aspects including related parties, identities of sponsors and nature of shareholders for the purpose of investigating shareholders relationship comprehensively and ensuring the reliability of research results.

**Key Words:** Shareholders Relationship; Collusion; Reduction of Originally Non-tradable Shares