

大股东行为影响公司价值的理论模型解释

秦志华¹, 徐斌²

1 中国人民大学商学院, 北京 100872

2 武汉大学经济与管理学院, 武汉 430072

摘要:通过考虑第一大股东监管行为选择和股权制衡对第一大股东行为所施加的约束, 扩展了 La Porta 等提出的关于大股东行为影响公司价值的分析模型。新的模型将大股东行为对企业价值的正负作用以及不同股权结构对其行为选择的影响置于统一框架中, 运用数学推理和比较静态分析方法得出企业股权结构对于公司价值影响的一系列命题。研究结果表明, 公司价值与非第一大股东所持股权的集中度和法律环境对中小股东的保护程度正相关; 在无进一步假设的情况下, 公司价值与第一大股东持股份额无确定性的单调关系; 当第二大股东持股份额超过某一临界点时, 其对第一大股东的有效股权制衡有利于公司价值的提升。现有的众多实证研究结果与上述理论推断的结论基本吻合。

关键词: 股权结构; 公司价值; 大股东行为; 堑壕效应; 激励效应

中图分类号: 271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-0334(2011)04-0022-10

1 引言

20世纪70年代以来上市公司股权集中的趋势成为一种世界性现象^[1-2], 公司治理和财务领域关于所有权结构方面的研究开始大量涌现。在股权结构集中的企业, 一方面, 控股股东有更大的动机对管理层实施更有效的监控, 从而有助于解决股权分散企业中小股东监控的“搭便车”问题; 另一方面, 控股股东又有能力凭借自身所具有的公司控制权优势对公司资产进行侵占或掏空^[3], 最终造成中小股东利益的损失。企业的大股东表现出“天使”和“魔鬼”的两面, 如何理解和优化大股东的行为选择成为公司财务和治理领域炙手可热的课题。在中国, 上市公司具有相当高的股权集中度, 且保护中小投资者的相关法律还不健全^[4], 因此研究大股东行为如何影响公司价值就显得更为必要。

尽管从公司治理角度对控股股东影响公司价值的实证研究较为丰富, 但相关理论模型的发展并不迅速^[5], 同时考虑大股东正负两种效应的模型几乎没有。在缺乏统一理论模型作为分析基础的情况

下, 对众多的实证研究结果进行一致性解释存在很大困难, 尤其是在针对同一问题的不同实证研究结论不一致时。在股权结构影响公司价值的经验研究中, 如讨论控股股东持股比对公司价值影响的经验研究结果就表现出极大的不一致性, 参见 Demsetz 等^[6]对相关研究结论的总结性述评。为此, 本研究以已有的研究思路为基础, 力图将大股东对公司价值产生影响的两种效应置于一个统一框架内模型化, 综合考察股权结构对公司价值的影响机理。这种方法不仅能对众多经验研究得出的不同结论进行一致性解释, 还可以使考察大股东激励效应与堑壕效应之间的交互关系成为可能, 相应的比较静态分析结果可以对提高中国公司治理绩效提供有益的启示。

2 相关研究评述

在股权集中的企业, 代理问题并不存在于股东与管理者之间^[7], 而存在于控制性股东与外部股东之间^[8], 这种现象在东亚的企业中表现得尤为突

收稿日期: 2010-11-10 修返日期: 2011-05-19

作者简介: 秦志华(1955-), 男, 广西桂林人, 毕业于中国人民大学, 获哲学博士学位, 现为中国人民大学商学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司治理、组织与人力资源等。E-mail: qzphd@yahoo.com.cn

出^[9]。而对控制性大股东如何影响公司价值的研究围绕其两种对立的行为方式展开,一种是对公司价值的积极作用,被称为大股东的激励效应;另一种是对公司价值的消极作用,被称为大股东的堑壕效应。

激励效应意味着控制性股东持有的股权比例与公司价值正相关。Grossman等^[10]首先从股权分散对公司价值的负影响入手分析大股东的行为,当股权分散到每个股东的行为决策都无关紧要时,任何来自资本市场的有效并购都无法发生,从而使公司失去增值机会;Shleifer等^[11]探讨大股东在股权并购中的促进作用,认为这种作用有助于解决小股东的“搭便车”行为;Demsetz等^[12]从外部性角度讨论股权分散的弊端,股权越分散,股东行为的成本收益越不由行为人来承担,从而导致越权与卸责行为的发生。考虑到大股东的掏空行为后,Jensen等^[13]指出,尽管大股东掏空会降低公司的价值,但其掏空成本会随其所持股权的增加而增加;La Porta等^[1]的模型进一步证明,高的现金流所有权将提高大股东的掏空成本,因此减少大股东掏空的方法是提高他们的持股比例;Hasan等^[14]通过对巴基斯坦企业的实证研究显示,股权结构对企业资本结构和价值的影响都是显著的。

大股东的堑壕效应同样受到学界重视。Jensen等^[13]首次从代理成本的角度说明控股股东有动机损害公司价值以实现私利。Grossman等^[10]将股东从公司获得的收益分为两部分,一部分为每位股东按股权比例获得的企业利润,即共有收益;另一部分为占有控制权的股东通过转移公司财富获得的利益,即私有收益。当私有收益破坏了共有收益时,就发生了控股股东对外部股东的利益侵害。这种侵害能力产生于现金流权与控制权的分离^[8-9],其原因在于,处于控股地位的股东有能力仅凭借部分权益完全控制公司资产(或尽管控制不完全,但范围仍超过自身拥有的权益比),从而实现资源的转移。Lopez-De-Silanes等^[3]用“挖隧道”的说法对控制性股东转移公司资源的行为进行描述,并指出哪种法律体系有助于大股东的合法性掏空。Bozec等^[15]通过对加拿大企业的实证研究显示,当公司第一大股东同时拥有机会(公司留有高度自由现金流)和动机(较低的现金流权)进行掏空时,企业的价值会显著的降低。

在理论建模方面,自Jensen等^[13]第一次使用委托-代理框架分析控股股东行为后,La Porta等^[1]用一个简单的模型(即LLSV模型)将大股东行为对公司价值产生的影响模型化,成为对大股东行为理论建模的基准。此后,Johnson等^[16]、Maury等^[17]、吕长江等^[5]、刘星等^[18]、朱滔^[19]都对LLSV模型进行了不同程度的简单扩展。而在对公司非第一大股东作用的建模方面,Gomes等^[20]、Bennedsen等^[21]和Maury等^[17]的理论模型都认为,其对控股股东的股权制约行为会对公司价值产生积极的作用。陈信元等^[4]通过建立一个博弈模型,讨论第二大股东对第一大股东的制约如何有助于公司价值的提高。

尽管如此,对大股东激励行为和堑壕行为在一个统一框架内进行同时讨论的理论模型仍不丰富^[5],而将大股东行为纳入公司股权结构环境下的综合考虑则更为稀少,这造成对大量相关实证结论的理论解释缺陷。有鉴于此,本研究在基本的LLSV模型框架下,从公司第一大股东最优行为选择的角度出发,提出一个综合考察大股东两方面行为对公司价值影响的形式化模型,并对它的理论内涵进行推导,从而对理解股权结构影响公司价值的途径和后果提供相应启示。

3 模型

考虑一个在当期做出生产决策的公司,令其未来总价值的贴现值为 V 。假设公司管理层努力程度与 V 完全正相关,但管理层有卸责的倾向,因此需要来自股东的有效监督。假设企业经营的监管(或直接进行管理)完全由企业第一大股东发起和领导,令其为提高企业的价值而做出的监管努力值为 m ,则 V 是 m 的递增函数且关于 V 的二阶导数小于0(即通常的边际收益递减假设)。同时,第一大股东还可以利用自己的控制权优势从企业掏空资源以实现私有收益,设其为 s ,其形式可以为高昂的工资、关联交易带来的收益,乃至对资源的直接盗取。假设控股股东掏空企业与提高企业价值的总成本函数为 c ,它是 s 与 m 的递增函数并关于此二者的二阶导数大于零(即通常的边际成本递增假设)。控股股东获取 s 的成本可能包括关联交易所耗费的交易费用、违反法律所面临的牢狱风险以及小股东由于大股东掏空而“用脚投票”后大股东为支持新项目所不得不自己支付的融资成本等;投入 m 的成本包括时间、精力、联合其他股东进行有效监管的交易和沟通成本或其他非物质因素。同时, c 还是另外两个变量的函数,其一为社会法律体系对中小股东的保护程度,设其为 k ,进而假设 $c_k > 0, c_{kk} < 0, c_{sk} > 0$ (下标字母表示相应变量对该变量的偏导数,下同),最后一个二阶偏导数表示社会法律体系对中小股东的保护越大,掏空企业所面临的边际成本越大;另一个变量为第一大股东持股比例,设其为 α ,有 $c_\alpha < 0$,表示第一大股东所占股权越大,其管理和掏空企业所面临的成本越小。最后假设股东间的信息对称,即每个个体的行为及产生的结果都可被其他个体准确预见并观测到。

就第一大股东具体行为环境而言,假设股东权力大小只取决于其持股份额,从行为约束的角度,可将第一大股东行为依据其持股份额 α 的大小分两种情况进行讨论。① $\alpha > 0.5$,此时即使其他股东一致抵制大股东行为,但由于其总持股比仍小于 α ,因此对控股股东的直接约束能力十分有限,从而近乎不可能直接制约控股股东行为,即失去“用手投票”直接管制第一大股东行为的能力。当然,其他股东在此情况下仍可通过“用脚投票”来间接制约控股股东的掏空行为和激励其监管行为,但这反映在控股股东的成本函数中而不对第一大股东行为构成直接

约束。② $\alpha \leq 0.5$, 此时其他股东在原则上可以通过股权联合直接阻止第一大股东对公司的掏空行为, 因此第一大股东面临直接的行为约束。下面将对这两种情况下第一大股东最优行为选择问题进行模型化的探讨。

3.1 具有完全控制权的控股股东行为模型($\alpha > 0.5$)

当公司第一大股东具有完全控制权时, 他将不会面对来自其他股东施加的直接行为约束, 可以无直接制约地选择使自己效用最大化的监管水平(即实现自身的激励效应)和掏空数量(即实现自身的堑壕效应)。在假设控股股东风险中性的前提下, 根据前述的符号和假设, 令 U 为控股股东行为的最优效用函数, 控股股东的当期最优化问题可表示为

$$\max_{|s, m|} U = \alpha[V(m) - s] + s - c(s, m, \alpha, k) \quad (1)$$

(1) 式是 LLSV 模型的一个扩展。在 LLSV 模型中, 控股股东只选择掏空水平, 而对公司的价值创造不产生影响, 即忽略了控股股东对 m 的选择。同时, 本模型假设 c 是 α 的一个递减函数, 理由在于随着 α 的增大, 控股股东在公司的内部权力会得到加强, 这种加强不仅能减少对管理者实施有效监控的成本(控股股东的股权增加让他需要联合更少的股权来实现对经理层的有效监管), 也能减少掏空行为的成本(事实上, 当 α 为 1 时, 掏空成本显然为 0, 因为此时整个企业的资产都属于控股股东一人, 其对公司资产的转移没有必要采取任何耗费成本的间接形式)。这样, 不仅有 $c_\alpha < 0$, 还有 $c_{\alpha\alpha} < 0$, 第二个不等式成立意味着第一大股东的持股比越大, 其实行掏空或监管的边际成本越小, 这个假设与上述 α 与第一大股东内部权力正相关的假设一致。

假设二阶条件成立, 最优化问题的一阶条件为

$$-\alpha + 1 - c_s = 0 \quad (2)$$

$$\alpha V_m - c_m = 0 \quad (3)$$

从而可得到下述两个命题。

命题 1 社会对中小股东保护的的法律体系越完善, 公司价值越大。

证明: 对(2)式关于 k 求偏导数后移项可得

$$\frac{\partial s}{\partial k} = -\frac{c_{sk}}{c_{ss}} \quad (4)$$

由假设条件可知, $c_{ss} > 0, c_{sk} > 0$, 从而(4)式小于 0。再对(3)式关于 k 求偏导数后移项得

$$\frac{\partial m}{\partial k}(\alpha V_{mm} - c_{mm}) = 0 \quad (5)$$

由于(5)式括号内的项取任意值时恒成立, 因此 $\frac{\partial m}{\partial k} = 0$ 。

从而

$$\frac{\partial[V(m) - s]}{\partial k} = V_m \frac{\partial m}{\partial k} - \frac{\partial s}{\partial k} = -\frac{\partial s}{\partial k} > 0。$$

证毕。

命题 2 控股股东控股权的变化与公司价值的交互关系无法确定。

证明: 先对(3)式关于 α 求偏导数后移项得

$$\frac{\partial m}{\partial \alpha} = -\frac{V_m}{\alpha V_{mm} - c_{mm}} \quad (6)$$

由假设条件可知, $V_m > 0, V_{mm} < 0, c_{mm} < 0$, 从而(6)式大于 0。

再对(2)式关于 α 求偏导数后移项得

$$\frac{\partial s}{\partial \alpha} = -\frac{1 + c_{s\alpha}}{c_{ss}} \quad (7)$$

由关于 s 的边际成本递增假设有 $c_{ss} > 0$, 再由假设可知, $c_{s\alpha} < 0$, 因此当 $-1 < c_{s\alpha} < 0$ 时, (7)式小于 0; 当 $c_{s\alpha} < -1$ 时, (7)式大于 0; 当 $c_{s\alpha} = -1$ 时, (7)式等于 0。从而 $\frac{\partial[V(m) - s]}{\partial \alpha} = V_m \frac{\partial m}{\partial \alpha} - \frac{\partial s}{\partial \alpha}$ 的符号无法确定。

证毕。

这样, 与 LLSV 模型不同, (1)式推断在一般情况下控股股东股权比例的变化对公司价值的影响不确定, 而 LLSV 模型推断随着 α 的提高, 公司价值会提高。这种结论上的差别源于本模型考虑控股股东持股水平变化对其掏空的成本产生负的影响。正像 Morck 等^[22]所指出的, 单纯的理论推断无法毫不含糊地预测出大股东持股额与公司价值间的联系, 在实际中, 这种关系取决于控股股东持股比例与公司价值关系的多个单调性临界条件。

3.2 不具有完全控制权的第一大股东行为模型($\alpha \leq 0.5$)

根据前文的讨论, 此时第一大股东会面临直接的行为约束。当公司第一大股东所持股份小于 50% 时, 其对公司的控制能力取决于其他股东的权力分散度以及其所持股份额的相对数量。在其他股东股权结构分散且第一大股东的持股数相对其他单个股东具有压倒性优势的情况下(如第一大股东的股权比例为 40%, 其他 60 个股东每人持股 1%), 由于其他股东的合作成本较高, 第一大股东有可能以少于半数的股份实现对公司的实际控制, 即实现少数支配。但若第一大股东对公司的掏空导致其他任一股东的未来财富比该股东进行股权联合阻止第一大股东掏空行为后得到的净收益还小时, 该股东将进行股权联合以阻止第一大股东的掏空行为。因此, 只有在第一大股东对公司选择掏空后其他股东得到的利益比其他股东进行合作以抵制第一大股东掏空行为而得到的利益大, 且此时第一大股东掏空所得利益比其不掏空所得的利益大, 这两个条件同时成立的情况下, 第一大股东才会进行掏空。

下面将上述思想模型化。用 ϕ 表示股权合作的发起股东为阻止第一大股东掏空所进行的股权联合成本, 同时假设它在每个股东间都具有相同的结构。这种成本可能来自于股东间的沟通、诉讼的费用、股东间利益的协调或者精力的投入等, 其大小取决于

非第一大股东的持股集中度、合作发起股东 i 占有的非第一大股东所持股份的比例以及股东 i 所具备的特质因素。① 非第一大股东的持股集中度, 设其为 Q , 它可被视为在所有股本中大股东所占的相对规模。实证研究中, Q 通常用股权分散度来表示, 对股权分散度的常用代理变量主要有赫芬达指数(前几位大股东持股比例的平方和)和 Z 指标(第2、3、4、5位大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值), 这两个指标的值越大, 股权结构越集中, Q 值越大。② 合作发起股东 i 占有的非第一大股东所持股份的比例, 设其为 x_i 。③ 股东 i 所具备的特质因素, 设为 ε_i 。如果第一大股东的掏空行为被阻止, 则他不得接受掏空额为 0 的事实, 并选择其在此时状态下的最优监控水平。令 N 为所有非第一大股东所构成的集合; m' 为当第一大股东的掏空行为被阻止时, 第一大股东对监管的最优投入额; $\phi(\cdot)$ 为合作发起股东所必需承担的合作成本。这样, 形式化的第一大股东最优行为模型成为一个约束最优化问题, 即

$$\begin{aligned} \max_{(s,m)} U &= \alpha[V(m) - s] + s - c(s, m, \alpha, k) \\ \text{s. t. } x_i(1 - \alpha)[V(m) - s] &\geq x_i(1 - \alpha)V(m') - \\ &\phi\left(Q, \frac{x_i(1 - \alpha)}{\alpha}, \varepsilon_i\right) \quad \forall i \in N \\ m' &\in \arg \max_{m'} U' = \alpha V(m') - c(s = 0, m', \alpha, k) \end{aligned} \quad (8)$$

其中, $\frac{x_i(1 - \alpha)}{\alpha}$ 可以反映股东 i 与第一大股东的相对权力关系, 值越小, 表示第一大股东对股东 i 越具有权力优势, 因此股东 i 为阻止第一大股东的掏空行为所需联合的股权越大, 其联合成本越高。令 $\beta = \frac{x_i(1 - \alpha)}{\alpha}$, 则有 $\phi_\beta < 0$; 另一方面, 非第一大股东的股权结构越集中, 股东 i 为联合股权而需联合的股东越少, 相应的沟通和协调成本也就越小, 因此可假设 $\phi_Q < 0$ 。

根据(8)式的结构和相应的假设, 可以推出下述几个命题。

命题3 当影响非第一大股东发起股权联合的成本的特质性因素在每个非第一大股东间都相同时(即 $\varepsilon_i = \varepsilon_j, \forall i, j$, 后文统一假设为 ε), 若第一大股东的掏空行为被制止, 则发起股权联合的股东永远是第二大股东。

证明: 将约束不等式左边的 $x_i(1 - \alpha)$ 移到不等式右边后化简, 可得

$$\begin{aligned} [V(m) - s] &\geq V(m') - \frac{\phi\left(Q, \frac{x_i(1 - \alpha)}{\alpha}, \varepsilon\right)}{x_i(1 - \alpha)} \quad \forall i \in N \\ \Rightarrow \frac{\phi\left(Q, \frac{x_i(1 - \alpha)}{\alpha}, \varepsilon\right)}{x_i(1 - \alpha)} &\geq V(m') - V(m) + s \quad \forall i \in N \end{aligned} \quad (9)$$

(9) 式的右端项与所有非第一大股东的属性和

行为都无关, 不等式左边参数的变化不直接对不等式右端产生影响。对不等式左边项关于 x_i 求偏导数, 由 $\phi_\beta < 0$ 和 $1 - \alpha > 0$ 可得

$$\begin{aligned} &\frac{\partial \left[\frac{\phi\left(Q, \frac{x_i(1 - \alpha)}{\alpha}, \varepsilon\right)}{x_i(1 - \alpha)} \right]}{\partial x_i} \\ &= \frac{1}{(1 - \alpha)} \left[\frac{(1 - \alpha)\phi_\beta x_i - (1 - \alpha)\phi}{x_i^2} \right] < 0 \end{aligned} \quad (10)$$

(10) 式说明非第一大股东所持股份越高, 相应变换后的不等式左边越小。因此, 将所有非第一大股东所持股份按从小到大的顺序从 2 开始编号, 若股东 2 所对应的变换后的不等式成立, 则其他股东所对应的变换后的不等式都成立(因为对于 $\forall i, j, i$ 大于 j , 可推出 i 对应的不等式左边小于 j 对应的不等式左边), 但反之不成立。这说明, 如果第一大股东进行的掏空行为破坏了某一个不等式约束, 则最先破坏的永远是第二大股东的相应的不等式约束, 从而让第二大股东成为股权联合的发起人。

证毕。

从上述命题推断, 由于第二大股东发起股权联合的成本相对最低, 因此将成为遏制公司第一大股东掏空行为的主要力量, 从而对公司价值产生正的影响, 这与 Bennedsen 等^[21] 和陈信元等^[4] 对公司非第一大股东持股作用的理论阐释是一致的。应用此命题还可将原约束最优化问题的多个不等式约束简化为一个, 即第二大股东的约束, 因为若第二大股东的约束满足, 则其他股东的约束会自动满足, 反之不成立。但值得注意的是, 第二大股东发挥股权制衡作用的必要条件是达到一定的持股水平以使约束条件变“紧”(即约束条件所表示的大于等于关系变为等于关系)。图 1 表示第二大股东持股比与公司价值间的函数关系, 如果(8)式设定的约束结构合理, 第二大股东临界持股水平 x'_2 之前(即在图 1 的 0 至 x'_2 区间)约束就是非紧的, 区间 $(0, x'_2)$ 内第二大股东持股比与公司绩效水平高低是不相关的。就中国国情可言, “一股独大”现象在中国上市公司中十分普遍, 尽管股权分置改革后这种现象得到缓解, 但第一大股东持股比仍远高于国际平均水平^[23]。林勇等^[24] 的实证研究也显示, 中国第二大股东持股对提高公司治理绩效的作用不显著。因此, 中国上市公司中第二大股东的治理作用也许并没有得到充分发挥, 提高中国上市公司第二大股东持股份额仍可以成为一个有效的约束第一大股东堦壕行为的方法。

命题4 在其他条件相同(包括第一大股东持股份额)的情况下, 第一大股东不拥有绝对控制权的公司的价值永远大于等于第一大股东拥有绝对控制权的公司的价值。

证明: 拥有绝对控制权的第一大股东与不拥有绝

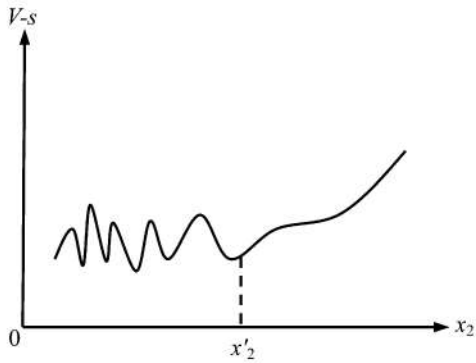


图1 第二大股东持股比
与公司价值间的函数关系

Figure 1 Function Relationship between Shares
Owned by the Second Large Shareholder
and the Value of Firm

对控制权的第一大股东的目标函数相同,不拥有绝对控制权的第一大股东比拥有绝对控制权的第一大股东多面临一个来自第二大股东的约束。若不拥有绝对控制权的第一大股东在不面临约束时实现最优效用的行为选择仍然使约束条件自动满足,则第一大股东的行为不会因为是否绝对控股而产生差异,绝对控股的价值与非绝对控股的价值相等;若不拥有绝对控制权的第一大股东在不面临约束时实现最优效用的行为选择不能满足约束条件,则最优性要求其行为结果处于让第二大股东发起股权联合的临界状态上,即使不等式约束成为等式约束。此时,绝对控股公司的价值将严格小于非绝对控股公司的价值。

证毕。

命题4表明在其他条件不变的情况下,对大股东施加(8)式所定义的股权约束有助于提升公司价值。图2表示在受约束与不受约束的情况下,第一大股东持股份额与公司价值间的不同关系,即当大股东行为存在约束条件时,α与(V-s)所形成的函数关系曲线将在第一大股东达到绝对控股的临界值之前经历一个向上的位移。

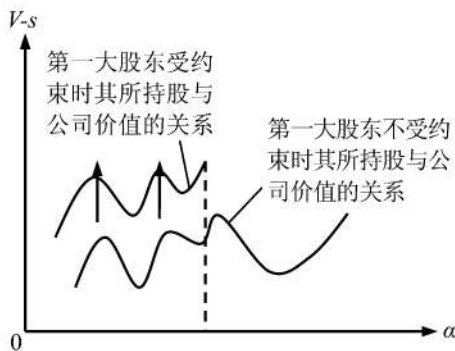


图2 第一大股东持股份额与公司价值:
受约束和不受约束的情况

Figure 2 Function Relationship between Shares Owned
by the Largest Shareholder and the Value of Firm:
Restrained and without Restriction

命题5 在 $c_{ms} \geq 0$ 的条件下,命题4推断的在第一大股东不具有绝对控制权时公司价值增量可能来源于,① 第一大股东掏空行为的减少,② 第一大股东掏空行为的减少与监管行为的增加,且后者发生时公司价值的增加要大于前者发生时公司价值的增加。

证明:考虑不等式约束发挥作用,自动成为等式约束的情况。显然,若大股东无约束最优化问题的二阶条件满足,则约束最优化问题(8)式最后一式的解 m' 唯一,即可对该式进行一阶处理,相应的一阶条件为

$$\alpha V_{m'} - c_{m'1s=0} = 0 \tag{11}$$

注意(3)式与(11)式的相似性。首先假设 $c_{ms} = 0$,此时有 $c_{m'1s=0} = c_m$,因此(3)式与(11)式所提供的最优解相同,即第一大股东在掏空数量为零的情况下的最优监控水平与其在最优掏空水平下的最优监控水平相等,从而可将约束条件简化为

$$\begin{aligned} & x_2(1-\alpha)[V(m) - s] \\ &= x_2(1-\alpha)V(m) - \phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon) \\ \Rightarrow & x_2(1-\alpha)s = \phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon) \\ \Rightarrow & s = \frac{\phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon)}{x_2(1-\alpha)} \end{aligned} \tag{12}$$

说明约束条件(12)式完全决定了大股东的掏空行为。又由命题3和约束为“紧”的假设,公司价值的提升必然存在,说明在 $c_{ms} = 0$ 的情况下,公司价值提升的来源是第一大股东掏空水平的减少。

若 $c_{ms} > 0$,必有 $c_{m'1s=0} < c_{m1s>0}$,由一阶最优条件 $\alpha V_{m'} - c_{m'1s=0} = \alpha V_m - c_{m1s>0} = 0$,有 $V_{m'} < V_m$ 。由 V 关于 m 的一阶导数单调递增、二阶导数单调递减的假设,最优的 m' 必大于最优的 m ,否则无法保证 $V_{m'} < V_m$,此时相应应有 $V(m') > V(m)$,具体机制如图3所示,即表明在此种情况下有

$$\begin{aligned} & x_2(1-\alpha)V(m') - \phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon) > x_2(1-\alpha)V(m) - \phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon) \end{aligned} \tag{13}$$

从而提高了第二大股东发起股权联合的公司价值临界水平。在这种情况下,第一大股东必须进一步增加公司的价值,这种增加公司价值的努力倾向视各种边际条件可来自于监管水平的增加或(与)掏空水平的进一步减少。

证毕。

$c_{ms} = 0$ 的假设表明第一大股东的监管决策与掏空决策是分离的,可将总成本函数分为两个不相干部分。如果 $c_{ms} > 0$,由上述命题可知,第二大股东对第一大股东的制约不仅能降低其堑壕效应,还可能激

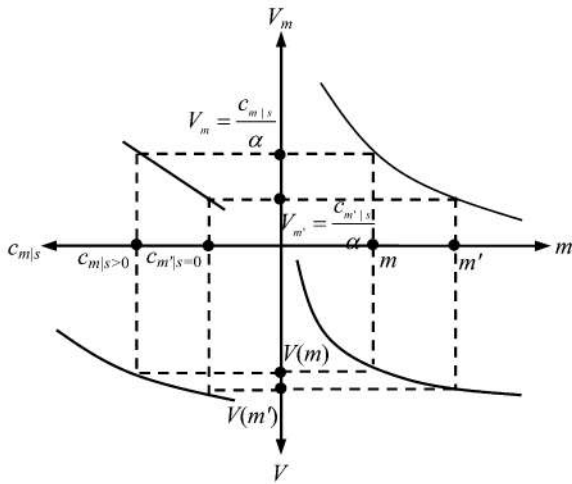


图3 $c_{ms} > 0$ 情况下 $V(m)$ 与 $V(m')$ 的决定机制
Figure 3 Determination Mechanism of $V(m)$ and $V(m')$ When $c_{ms} > 0$

励他实现更多的激励效应,从而实现更高的公司价值增量。在此情况下,可以说股权制约的积极作用被放大了。现实中, $c_{ms} > 0$ 的确可能出现第一大股东对公司掏空的数额越大,其联合股权进行监管的合法性可能就越小,因为中小股东可能不愿意与一个侵蚀公司资产的大股东进行合作,从而加大股东联合中小股东实行监管职能的成本。鉴于 $c_{ms} < 0$ 缺乏现实意义,本研究忽略对其的讨论。

最后对约束模型进行比较静态分析。由于 k 不进入约束方程,关于 k 的比较静态结果与(1)式相关结论相同。下述3个命题是关于模型对 x_2 、 Q 和 α 的比较静态结论。

命题6 在 $c_{ms} \geq 0$ 的条件下,非第一大股东的股权结构集中度越高,公司的价值越大,且若第一大股东掏空公司的边际成本与其监管的边际成本有正的交互关系,则公司的价值提升更大。

证明:当约束为“紧”时,将约束条件写为

$$x_2(1-\alpha)[V(m)-s] - x_2(1-\alpha)V(m') + \phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon_i) = 0 \quad (14)$$

令 ζ 为扩展的拉格朗日函数, g 为约束条件,则约束最优化的一阶条件为

$$\begin{aligned} \zeta_s &= -\alpha + 1 - c_s + \lambda[-x_2(1-\alpha)] = 0 \\ \zeta_m &= \alpha V_m - c_m + \lambda[x_2(1-\alpha)V_m] = 0 \\ g &= x_2(1-\alpha)[V(m)-s] - x_2(1-\alpha)V(m') + \phi(Q, \frac{x_2(1-\alpha)}{\alpha}, \varepsilon_i) = 0 \end{aligned} \quad (15)$$

其中, λ 为拉格朗日乘子。最优化要求(15)式中的3个等式为恒等式,将(15)式关于 Q 求偏导,可写成矩阵形式为

$$\begin{aligned} & \begin{bmatrix} \zeta_{ss} & \zeta_{sm} & g_s \\ \zeta_{ms} & \zeta_{mm} & g_m \\ g_s & g_m & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \frac{\partial s}{\partial Q} \\ \frac{\partial m}{\partial Q} \\ \frac{\partial \lambda}{\partial Q} \end{bmatrix} \\ &= \begin{bmatrix} -c_{ss} & -c_{ms} & -x_2(1-\alpha) \\ -c_{ms} & \alpha V_{mm} - c_{mm} + \lambda[x_2(1-\alpha)V_{mm}] & x_2(1-\alpha)V_m \\ -x_2(1-\alpha) & x_2(1-\alpha)V_m & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \frac{\partial s}{\partial Q} \\ \frac{\partial m}{\partial Q} \\ \frac{\partial \lambda}{\partial Q} \end{bmatrix} \\ &= \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ \phi_Q \end{bmatrix} \quad (16) \end{aligned}$$

其中,系数矩阵为约束最优化问题的加边海塞矩阵,在最优化问题的二阶条件满足时,其行列式值为正,设为 H 。在最优化问题的解非角点解时, λ 必大于0。由克莱默法则可解出相应的比较静态偏导数,即

$$\begin{aligned} \frac{\partial s}{\partial Q} &= - \frac{\begin{vmatrix} 0 & -c_{ms} & -x_2(1-\alpha) \\ 0 & \alpha V_{mm} - c_{mm} + \lambda[x_2(1-\alpha)V_{mm}] & x_2(1-\alpha)V_m \\ \phi_Q & x_2(1-\alpha)V_m & 0 \end{vmatrix}}{H} \\ &= \frac{c_{ms}x_2(1-\alpha)V_m\phi_Q - x_2(1-\alpha)[\alpha V_{mm} - c_{mm} + \lambda[x_2(1-\alpha)V_{mm}]]\phi_Q}{H} \quad (17) \end{aligned}$$

当 $c_{ms} = 0$ 时,由相应的偏导数假设易知(17)式分子小于0,再由分母大于0,因此 $\frac{\partial s}{\partial Q} < 0$; 当 $c_{ms} > 0$ 时,因为 $V_m > 0$,因此(17)式分子第一项恒小于0,仍有 $\frac{\partial s}{\partial Q} < 0$,且由于分子变得更小了,定有 $\frac{\partial s}{\partial Q} |_{c_{ms} > 0} < \frac{\partial s}{\partial Q} |_{c_{ms} = 0} < 0$ 。

$$\begin{aligned} \frac{\partial m}{\partial Q} &= - \frac{\begin{vmatrix} -c_{ss} & 0 & -x_2(1-\alpha) \\ -c_{sm} & 0 & x_2(1-\alpha)V_m \\ -x_2(1-\alpha) & \phi_Q & 0 \end{vmatrix}}{H} \\ &= \frac{-x_2(1-\alpha)\phi_Q c_{sm} - c_{ss}\phi_Q x_2(1-\alpha)V_m}{H} \quad (18) \end{aligned}$$

当 $c_{ms} = 0$ 时,由相应的偏导数假设易知(18)式分子恒大于0,又由其分母大于0,从而 $\frac{\partial m}{\partial Q} > 0$; 当 $c_{ms} > 0$ 时,(18)式分子第一项大于0,从而仍有 $\frac{\partial m}{\partial Q} > 0$,且 $\frac{\partial m}{\partial Q} |_{c_{ms} > 0} > \frac{\partial m}{\partial Q} |_{c_{ms} = 0} > 0$ 。

$$\text{所以 } \frac{\partial[V(m)-s]}{\partial Q} = V_m \frac{\partial m}{\partial Q} - \frac{\partial s}{\partial Q} > 0$$

证毕。

命题7 在 $c_{ms} \geq 0$ 的条件下,第一大股东持有股权比例与公司价值的单调关系无法确定,且若第一大股东掏空公司的边际成本与其监管的边际成本有正的交互关系,则公司价值要大于与其二者无交互关系时的公司价值。

证明:与命题6的操作类似,将一阶条件关于 α 求偏导数后应用克莱默法则,有

$$\frac{\partial s}{\partial \alpha} = - \frac{\begin{vmatrix} -1 - c_{s\alpha} + \lambda x_2 & -c_{sm} & -x_2(1-\alpha) \\ V_m - c_{m\alpha} - \lambda V_m x_2 & \alpha V_{mm} - c_{mm} + \lambda [x_2(1-\alpha)V_{mm}] & x_2(1-\alpha)V_m \\ -\frac{x_2 \phi_\beta}{\alpha^2} & x_2(1-\alpha)V_m & 0 \end{vmatrix}}{H} \quad (19)$$

由于(19)式分子行列式第二行第二列的符号无法判定,因此(19)式分子的正负就无法判定,从而(19)式的符号无法判定。但在 $c_{ms} > 0$ 时,仍可以证明分子第一项是严格为负的,因此仍可得到结论,即

$$\frac{\partial s}{\partial \alpha} \Big|_{c_{sm} > 0} < \frac{\partial s}{\partial \alpha} \Big|_{c_{sm} = 0}$$

对于 $\frac{\partial m}{\partial \alpha}$

$$= - \frac{\begin{vmatrix} -c_{ss} & -c_{s\alpha} + \lambda x_2 & -x_2(1-\alpha) \\ -c_{sm} & V_m - c_{m\alpha} - \lambda V_m x_2 & x_2(1-\alpha)V_m \\ -x_2(1-\alpha) & -\frac{x_2 \phi_\beta}{\alpha^2} & 0 \end{vmatrix}}{H} \quad (20)$$

由于(20)式分子行列式第二行第二列的符号无法确定,因此(20)式的符号无法确定,且在 $c_{ms} > 0$ 的情况下, $\frac{\partial m}{\partial \alpha} \Big|_{c_{sm} > 0} > \frac{\partial m}{\partial \alpha} \Big|_{c_{sm} = 0}$ 。这样, $\frac{\partial [V(m) - s]}{\partial \alpha} = V_m \frac{\partial m}{\partial \alpha} - \frac{\partial s}{\partial \alpha}$ 的符号是无法确定的。

证毕。

命题8 在 $c_{ms} \geq 0$ 的条件下,第二大股东所持股权越大,公司的价值越大,且若第一大股东掏空公司的边际成本与其监管的边际成本有正的交互关系,则公司的价值提升更大。

证明:对一阶条件关于 x_2 进行与命题6和命题7类似的操作,并进行适当的数学变化,可以证明

$$\frac{\partial s}{\partial x_2} \Big|_{c_{ms} > 0} < \frac{\partial s}{\partial x_2} \Big|_{c_{ms} = 0} < 0$$

$$\frac{\partial m}{\partial x_2} \Big|_{c_{ms} > 0} > \frac{\partial m}{\partial x_2} \Big|_{c_{ms} = 0} > 0$$

$$\text{所以 } \frac{\partial [V(m) - s]}{\partial x_2} = V_m \frac{\partial m}{\partial x_2} - \frac{\partial s}{\partial x_2} > 0$$

证毕。

命题7和命题8的证明只写出基本的思路,如有需要可与作者联系。

命题7推断第一大股东股权持有比例与公司价值不存在确定性的单调关系,这与第一大股东完全控股时的(1)式结论一致,只不过此时连 $\frac{\partial m}{\partial \alpha}$ 的正负也无法确定。直观上讲,在约束为“紧”时, α 的增加会导致 ϕ 的增加,从而提高第二大股东进行股权联合的最低企业价值临界水平,这有可能降低企业的价值而让第一大股东最优的 m 减少。这种 α 与公司价值理论上的不确定性,可以部分解释众多致力于讨论该关系的实证研究结果所呈现的混乱,如Morck等^[22]、Wei等^[25]、Demsetz等^[12]以及徐莉萍等^[26]、白重恩等^[27]、李亚静等^[28]、石水平^[29]进行的关于该方面的实证研究所体现出的一致性较差的结果。事实上,由于众多偏导数正负和单调性的不确定性,上述二者的相关性可能关于样本选取的范围和时间、代理变量的选择乃至统计方法的选择都相当敏感,从而导致使用不同的方法、指标和参数对控股股东持股比例与公司价值关系的实证研究结果呈现出较大的不一致性。

命题6和命题8推断的结论是直观的。 x_2 和 Q 的增加降低了第二大股东联合股权以弹劾第一大股东的成本,从而增加第二大股东进行股权联合的临界公司价值。这两个命题与相关实证研究结果基本一致,如Autig等^[30]以及陈信元等^[4]、谢军^[31]、刘玉敏^[32]、刘运国等^[33]所做的实证研究。实践中,多个势力相近的大股东所形成的股权结构有助于公司治理绩效的改善,这一基本结论已得到学术界的普遍认同^[30]。

需要说明的是,(8)式实际假定了在信息完全对称的环境中,第二大股东进行股权联合对第一大股东的弹劾行为是不可能存在的,因为第一大股东选择的最优掏空行为不会超过第二大股东所能承受的最大临界值。但在现实中,的确有类似现象发生,这可以由现时环境中的信息不对称加以解释。一方面,第一大股东可能低估第二大股东(当然,在现实中也可能是其他股东)采取股权联合的成本从而导致其过大的掏空行为;另一方面,第二大股东也可能高估了自己进行股权联合的能力从而“错误”地发起股权联合。

4 结论

通过对已有文献的详尽回顾和对经典LLSV模型的合理扩展,在理论的角度解释为什么股权结构与公司价值间并不存在简单的单调关系。模型推导的结果显示,法律对中小股东的保护程度、第二大股东持股额和非第一大股东的股权集中度与公司价值正相关,且第二大股东发挥治理作用以其持股额到达最低临界值为必要条件。但第一大股东持股额与公司价值之间不存在确定性的单调关系,这可能是导致相关实证结果对所选变量、参数和方法敏感从

而缺乏一致性的一个重要原因。而第二大股东作为对第一大股东掏空行为的有效制衡可以提升公司价值,所提升的价值增量不仅来自第一大股东掏空行为的减少,还可能来自第一大股东对管理层监管努力的上升。

上述结论与相关实证研究结果基本一致,因此本研究所建模型可为理解股权结构影响公司价值的机理提供有益的启示。简单地对上市公司内部大股东持股比作出限制即不是企业价值最大化的充分条件,也不是达成这个目标的必要条件,关键在于现行的公司治理结构能否在最大程度地激发大股东激励效应的同时遏制其堦壕效应。基于本研究得出的结论,对改善中国公司治理结构的内部条件和外部条件提出如下的政策建议。

(1)完善《公司法》对中小股东的保护机制。本研究的一个基本结论是,在任何情况下法律对中小股东的保护程度都与公司价值正相关,这就为进一步完善《公司法》对中小股东的保护作用提供了理论依据。由于《公司法》中对资本多数原则的规定很可能使中小股东因股权数额的劣势而在公司利益格局中处于弱势地位,成为大股东滥用其控制地位的牺牲品,因此对《公司法》的完善应在严格明确大股东权利义务的思路上进行,具体的规定可包括对关联交易的严格限制、强化股东大会在重大议题上的决策作用、强化中小股东的知情权和表决权、允许有限责任公司股东约定不按出资比例行使表决权等。

(2)完善公司的内部和外部治理结构,进行积极的权力制衡架构设计。一方面,内部治理的重点应注重于对大股东自主行为的规范以及股东间的竞争性互动。本研究从理论上推证了竞争性的控股结构不仅可以有效地遏制第一大股东的掏空行为,还可能促进第一大股东发挥其对公司价值的积极作用。同时,建立一个独立有效的董事会更是保证此类制衡的关键一步。由于大股东通常通过控制董事会来实现控制权利益,提高董事会的独立性就相当于切断了大股东掠夺小股东的通道,完善的独立董事制度仍在保持董事会独立性上起重要作用。另一方面,中国资本市场作为公司的外部治理环境需要进一步完善,比如,可以用完善公司控制权市场的方法来刺激大股东充分发挥其监督经理的作用,因为通过兼并和接管来争夺公司控制权的活跃市场实际就是刺激管理层提高公司绩效的一种方法。

本研究建立的理论模型也存在一定的局限性。首先,本研究主要从公司第一大股东最优化行为的视角展开讨论,隐含地假定了其他股东只能对第一大股东行为做出被动反应,同时也没有考虑第一大股东与其他股东进行合谋的可能。另外,本研究假设大股东监管水平永远与公司价值正相关,这同样是一种简化的做法。进一步的理论探讨可在放宽上述假设的基础上进行。

参考文献:

- [1] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor protection and corporate governance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58 (1/2): 3-27.
- [2] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54 (2): 471-517.
- [3] Lopez-De-Silanes F, Johnson S, La Porta R, Shleifer A. Tunneling [J]. *American Economic Review*, 2000, 90 (2): 22-27.
- [4] 陈信元,汪辉. 股权制衡与公司价值:模型及经验证据 [J]. *数量经济技术经济研究*, 2004 (11): 102-110.
Chen Xinyuan, Wang Hui. Shareholders mutual-restriction and firm's valuation: A positive research [J]. *The Journal of Quantitative & Technical Economics*, 2004 (11): 102-110. (in Chinese)
- [5] 吕长江,肖成民. 最终控制人利益侵占的条件分析:对 LLSV 模型的扩展 [J]. *会计研究*, 2007 (10): 82-86.
Lv Changjiang, Xiao Chengmin. The conditional analysis of the ultimate controlling shareholder expropriate minority shareholder: The extend of LLSV model [J]. *Accounting Research*, 2007 (10): 82-86. (in Chinese)
- [6] Demsetz H, Villalonga B. Ownership structure and corporate performance [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2001, 7 (3): 209-233.
- [7] Berle A A, Means G C. *The modern corporation and private property* [M]. New York: MacMillan, 1932: 91-123.
- [8] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52 (2): 737-783.
- [9] Claessens S, Djankov S, Fan J P H, Land L H P. Expropriation of minority shareholders: Evidence from East Asia [R]. *World Bank Policy Research Working Paper*, 1999.
- [10] Grossman S J, Hart O D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation [J]. *Bell Journal of Economics*, 1980, 11 (1): 42-64.
- [11] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control [J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94 (3): 461-488.
- [12] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences [J]. *Journal of Political Economy*, 1985, 93 (6): 1155-1177.
- [13] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4): 305-360.

- [14] Hasan A, Butt S A. Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies [J]. *International Journal of Business and Management*, 2009, 4(2): 50-57.
- [15] Bozec Y, Laurin C. Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2008, 35(1/2): 25-49.
- [16] Johnson S, Boone P D, Breach A, Friedman E. Corporate governance in the Asian financial crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2): 141-186.
- [17] Maury B, Pajuste A. Multiple large shareholders and firm value [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2005, 29(7): 1813-1834.
- [18] 刘星, 刘伟. 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 [J]. *会计研究*, 2007(6): 68-75.
Liu Xing, Liu Wei. Monitoring or colluding?: Study on the relationship between shareholder structure and firm value in China's listed companies [J]. *Accounting Research*, 2007(6): 68-75. (in Chinese)
- [19] 朱滔. 大股东控制、股权制衡与公司绩效 [J]. *管理科学*, 2007, 20(5): 14-21.
Zhu Tao. Large shareholders controlling, outside block-holders and firm performance [J]. *Journal of Management Science*, 2007, 20(5): 14-21. (in Chinese)
- [20] Gomes A, Novaes W. Sharing of control as a corporate governance mechanism [R]. Los Angeles: UCLA Department of Economics, 2005.
- [21] Bennedsen M, Wolfenzon D. The balance of power in closely held corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2): 113-139.
- [22] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2): 293-315.
- [23] 孙树垒. 国有上市公司所有权结构的特征分析 [J]. *生产力研究*, 2009(6): 135-137.
Sun Shulei. Analysis on ownership structure of state-owned listed companies [J]. *Productivity Research*, 2009(6): 135-137. (in Chinese)
- [24] 林勇, 曾晓涛. 第二大股东持股的治理效应: 基于上市公司的实证分析 [J]. *财经论丛*, 2007(5): 84-89.
Lin Yong, Zeng Xiaotao. The effect of second largest shareholder in corporate governance: Evidence from the listed company in China [J]. *Collected Essays on Finance and Economics*, 2007(5): 84-89. (in Chinese)
- [25] Wei K C J, Zhang Y. Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(2): 118-132.
- [26] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响 [J]. *经济研究*, 2006(1): 90-100.
Xu Liping, Xin Yu, Chen Gongmeng. Ownership concentration, outside blockholders, and operating performance: Evidence from China's listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2006(1): 90-100. (in Chinese)
- [27] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. *经济研究*, 2005(2): 81-91.
Bai Chongen, Liu Qiao, Lu Zhou, Song Frank M, Zhang Junxi. An empirical study on Chinese listed firms' corporate governance [J]. *Economic Research Journal*, 2005(2): 81-91. (in Chinese)
- [28] 李亚静, 朱宏泉, 黄登仕, 周应峰. 股权结构与公司价值创造 [J]. *管理科学学报*, 2006, 9(5): 65-74.
Li Yajing, Zhu Hongquan, Huang Dengshi, Zhou Yingfeng. Ownership structure and value creation [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2006, 9(5): 65-74. (in Chinese)
- [29] 石水平. 控制权转移、企业绩效与大股东利益侵占: 来自上市公司高管变更的经验证据 [J]. *经济与管理研究*, 2009(11): 24-32.
Shi Shuiping. Control transfer, firm performance and benefits expropriation by large shareholders: Evidence from takeover of top management [J]. *Research on Economics and Management*, 2009(11): 24-32. (in Chinese)
- [30] Attig N, Ghou S E, Guedhami O. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia [J]. *Journal of Financial Research*, 2009, 32(4): 395-422.
- [31] 谢军. 第一大股东持股和公司价值: 激励效应和防御效应 [J]. *南开管理评论*, 2007, 10(1): 21-25.
Xie Jun. The largest shareholding and corporate valuation: Incentive effect and entrenchment effect [J]. *Nankai Business Review*, 2007, 10(1): 21-25. (in Chinese)
- [32] 刘玉敏. 股权结构与公司绩效关联关系的量化研究 [J]. *系统工程理论与实践*, 2006(12): 33-39, 68.
Liu Yumin. A measurement investigation for the relationship between corporate performance and ownership structure factors [J]. *System Engineering-theory & Practice*, 2006(12): 33-39, 68. (in Chinese)
- [33] 刘运国, 高亚男. 我国上市公司股权制衡与公

司业绩关系研究[J]. 中山大学学报:社会科学版, 2007, 47(4): 102-108.

Liu Yunguo, Gao Yanan. Outside blockholders and corporate performance evidence from China's listed

companies [J]. Journal of Sun YatSen University: Social Science Edition, 2007, 47(4): 102-108. (in Chinese)

A Theoretical Model to Interpret the Ways of Large Shareholders' Behaviors Affecting Corporate Value

Qin Zhihua¹, Xu Bin²

1 Business School, Renmin University of China, Beijing 100872, China

2 Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan 430072, China

Abstract: This paper extends the theoretical model proposed by La Porta et al. in order to model the large shareholders' behaviors affecting corporate value within a unified frame, considering the constraint of first largest shareholders' selection of supervision and counterbalance. The propositions deduced by the methods of mathematical proofs and comparative static analysis show that ownership concentration of non-largest shareholders, the protection towards small shareholders by legal environment are all positive correlated with corporate value, while the definitive relationship between the amount of shares owned by the largest shareholder and corporate value is ambiguous. These propositions are fundamentally consistent with the most of existing empirical results.

Keywords: ownership structure; corporate value; large shareholders' behaviors; entrenchment effect; incentive effect

Received Date: November 10th, 2010 **Accepted Date:** May 19th, 2011

Biography: Dr. Qin Zhihua, a Guangxi Guilin native (1955 -), graduated from Renmin University of China and is a professor and Ph. D. advisor in the Business School at Renmin University of China. His research interests include corporate governance, organization and human resource, etc.
E-mail: qzhphd@yahoo.com.cn

□