

基于现代公司治理理论的最优股权结构研究

郑君君¹, 汤 芑¹, 范文涛²

(1. 武汉大学经济与管理学院, 武汉 430072; 2 中国科学院武汉物理与数学所, 武汉 430071)

摘要: 基于股权高度分散的传统公司治理理论已受到现代经济学的挑战, 股权相对集中且存在控股股东是现代股份制度的典型特征. 从现代公司治理理论出发, 构建了控股股东和监督股东各自的价值模型, 定量地证明了最优股权结构的存在性, 并从理论上推演出控股股东和监督股东的最优持股比例, 以弥补仅从实证角度研究的不足.

关键词: 股权结构; 控股股东; 监督股东; 公司治理

中图分类号: F279. 24 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007 - 9807(2007)06 - 0024 - 06

0 引 言

传统的公司治理理论与实践将关注的重点置于公司所有者和经营者之间的委托代理关系上, 把公司的股东看成是广泛分散、具有共同利益, 但不直接参与公司运营的缺位所有者组成的同质集团. 其理论依据最早可追溯到 Berle 和 Means 以股份制高度发达的英、美国家的公司为基础提出的分散持股的股权结构理论. 这种观点把“所有权和控制权分离”看作公司治理的一个基本命题, 认为所有者和经营者之间的利益冲突是公司治理的核心问题, 把公司治理看成是“所有者约束经营者的制度安排”^[1]. 因此, 股权高度分散被认为是符合企业发展趋势的主流股权结构.

基于传统公司治理理论的这种高度分散的股权结构使股东缺乏监督经营者的动力, 很难实现股东利益最大化. 监督的成本不及股权带来的收益, 使得小股东普遍采取“搭便车”行为, 因而在公司股东和经营者之间产生了较高的代理成本.

现代公司治理理论则强调了控股股东的突出作用. 事实上, 持有不同股权比例的股东对公司治理有着不同程度的参与动机和能力. 在股权相对

集中的情况下, 控股股东由于在公司具有较大的风险和利益, 因而有足够的动力监督经理人的行为, 在一定程度上减少了股东与经理由于所有权和控制权分离而产生的代理成本. 但是, 在这种情况下, 公司控股股东成为公司内部的关键人, 从而控制了公司的大部分权力, 在行使控制权时往往会侵犯中小股东的利益.

基于此, 本文拟定量地研究控股股东与监督股东之间的最优股权结构, 以解决控股股东对中小股东的利益侵害问题, 这对公司治理理论的拓展和当前的股权分置改革都具有一定的指导意义.

1 相关文献回顾及评述

Jensen 和 Meckling 提出将股东分成对经营管理有投票权的内部股东和没有投票权的外部股东, 并指出公司的价值取决于内部股东所占股份的比例, 这一比例越大公司的价值越高^[2]. Shleifer 和 Vishny^[3]的模型表明, 一定的股权集中度是必要的. 因为控股股东具有限制管理层牺牲股东利益、谋取自身利益行为的经济激励及能力,

收稿日期: 2005 - 03 - 30; 修订日期: 2006 - 11 - 22

基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (70571079).

作者简介: 郑君君 (1966—), 女, 湖北松滋人, 副教授. Email: 99zhengjunjun@163.com

可以更有效地监督经理层的行为,有助于增强接管市场的有效性,降低经理层的代理成本. Holdemes和 Sheehan^[4]则通过对极端的两种公司,即拥有绝对控股股东的上市公司与股权非常分散的上市公司业绩的比较,发现它们之间的业绩没有显著的差别,因而认为公司的股权结构与绩效之间无相关关系. McConnell和 Servaes^[5]考察了 1 000 多家公司,发现公司价值与股权结构之间具有非线性关系. 内部控股股东持股比例小于 40%时,公司托宾 Q 值随控股比例的增大而提高,当控股比例达到 40% ~ 50%时,托宾 Q 值开始下降. Han和 Suk^[6]的结果表明,公司业绩与外部大量持股股东的股权比例正相关. 孙永祥、黄祖辉^[7]以 1998 年底上海和深圳证券交易所 503 家上市公司为样本,研究托宾 Q 值与上市公司第一大股东持股比例的相关性,得出与 McConnell和 Servaes类似的结论,即随着公司第一大股东持股比例增加,托宾 Q 值先是上升,当第一大股东持股比例达 50%时,托宾 Q 值开始下降.

从上述有关股权结构、公司治理与绩效关系研究的文献可以看出有以下不足之处: 1) 大都是以上市公司的历史数据为研究窗口,通过做实证分析而得出的经验性结论,没有对股权结构对公司治理及绩效等方面的影响进行讨论,缺乏严格的理论推导和解释; 2) 由于是做统计分析,必然有样本的选择问题,从相同的角度选择不同的样本得出的结论往往大相径庭,这样的结果也只有典型性而缺乏一般性; 3) 有的学者以国内上市公司为样本,以净资产收益率 (ROE)、托宾 Q 值作为衡量公司业绩的指标,这有不妥之处. 一方面,在我国资本市场机制不尽完善的条件下,相关计算数据难以获得,如计算托宾 Q 值的公司资产重组成本,一般是用总资产的账面价值来衡量,而账面价值与市场重置成本事实上差异甚大;再者,上市公司由于盈余管理及其他动机人为“雕琢”会计报表数据,使得所获取的数据存在失真的可能. 另外,这些指标没有考虑资本杠杆、经营风险与税收差异对公司业绩的影响,从而使结果缺乏客观性.

基于以上不足,本文从现代公司治理理论出发,以控股股东和监督股东各自的股权价值最大化为切入点,定量研究了最优股权结构的存在性,

并从理论上推演出控股股东和监督股东的最优持股比例,以弥补大量文献仅从实证角度研究的不足.

2 现代公司治理的最优股权结构模型研究

为便于研究,定义 Z 为控股股东与监督股东持股份额的比值. 比率 Z 越大,控股股东权力越大,主导公司经营管理的控制权也越大;比率 Z 越小,监督股东“用手投票”的作用越大,参与公司治理的积极性也就越高.

2.1 模型相关假设及分析

假设 1 设公司持续正常经营,股权结构为控股股东 (第一大股东,惟一的、且拥有公司核心控制权); 监督股东 (包括相对控股股东和有动力参与公司重大决策并发挥监督作用的中小股东. 此处,本文将控股股东外的其他相对控股股东和有动力参与公司重大决策并发挥监督作用的部分中小股东抽象成一个股东,即为监督股东); 中小股东 (为数众多,没有监督动力的“理智冷漠”者). 控股股东持股比例为 α , 监督股东持股比例为 β . 假设公司所有的股票都是流通的,只要股东愿意,很容易通过二级市场实现股权价值的货币化 (通过卖出股票实现).

假设 2 假设发起设立时公司价值为 v_0 , 通过经营后公司市值为 \bar{v} , 则公司增加的价值为 $\Delta v = \bar{v} - v_0$. 这里,不考虑外部环境的影响 (见假设 6), 公司的增加价值主要是控股股东、监督股东和公司管理者共同经营努力的结果. 对于控股股东而言,他付出经营努力的成本 c_k 和他所获相应收益 Δv_k 是正相关的,同时 c_k 应不大于 Δv_k , 因此不妨设其成本为 $c_k = \frac{\Delta v_k^2}{4}$ (4 且为常数). 尽管经营控制权在控股股东手中,但监督股东作为大股东也会参与公司的经营决策,设其经营成本为 $c_s = \frac{\Delta v_s^2}{4}$ (4 且为常数),显然 $0 < 4 < 4$.

假设 3 监督股东为尽可能避免自身利益被控股股东侵犯,会利用各种手段有效地行使监督权力,并且相对控股股东与有动力参与监督的中小股东利益一致. 设最低监督成本为 \bar{c} , 无法支付

该成本的小股东只能“搭便车”；或者“理智的冷漠”，或者用“脚”投票。监督股东愿意付出的监督成本与其持股比例是正相关的，股东持股比例越大，监督意愿越强烈。这里，监督成本主要包括查阅资料，现场视察走访，防止控股股东与财务人员串谋等成本。

为了研究的方便，假设监督成本为持股比例的线性函数（其中 k 为正常数），即

$$c = k + \bar{c} \quad (\bar{c} > 0) \quad (1)$$

假设 4 根据我国上市公司的实际情况，在持续正常经营的情况下，控股股东对中小股东的利益侵害主要表现为占用公司现金流和实体资产两方面。为了便于后面的研究，下面针对这两种情况进行具体分析。

1) 设 M 为公司的总现金流量，控股股东占用的现金流为 M_1 。一般认为监督股东付出的监督成本越多，控股股东占用的现金流越少，即 M_1 是关于监督成本 c 的减函数。为了研究的方便，不妨设 M_1 是 c 的线性函数（其中 β_1 是正常数）

$$M_1 = M - \beta_1 c \quad (2)$$

设控股股东占用的现金流 M_1 可以为公司带来的收益为 $r_1 M_1$ (r_1 为公司的收益率)。由于现金流 M_1 转移出去后投资存在着风险，设其成功的概率为 p ，收益率为 r_2 ，投资失败时这部分现金流变为 0，则现金流 M_1 转移所获得的收益为 $[p(1 + r_2) - 1]M_1$ 。定义 $p(1 + r_2) - 1 = r_3$ ，故

$$[p(1 + r_2) - 1]M_1 = r_3 M_1$$

2) 设公司实体资产价值为 S ，被控股股东转移部分的价值为 S_1 ，并且实体资产转移使用的收益与在公司内产生的收益相同，记为 $r_4 S_1$ ($r_4 > 0$)。由于监督股东付出的监督成本越多，控股股东转移使用的实体资产就越少，即 S_1 也是关于监督成本 c 的减函数。为了研究的方便，设 S_1 是 c 的线性函数（其中 β_2 是正常数），即

$$S_1 = S - \beta_2 c \quad (3)$$

假设 5 假设 α 为控股股东转移公司现金流和实体资产获利后转化为私利的收益系数，显然有 $\alpha < 1$ 。两种极端情况是：股份公司内部和外部监督机制相当完善以至于控股股东只能“循规蹈矩”，此时 $\alpha = 0$ ；反之 $\alpha = 1$ 。

假设 6 本文不考虑公司治理的法律和政治途径、社会责任和道德伦理等外部环境，仅从股份

公司内部控制权的角度来设计最优的持股比例，同时也不考虑公司所处的行业、公司规模、资源占有等差异化因素。

公司治理是“不同的利益相关者在各种变量的压力下相互作用而达成的一种保护各自利益和集体利益的运动规则”^[8]，是实现公司权力制衡，相互激励和约束，实现科学决策的制度安排，是一项复杂的系统工程，需要从多角度多环节入手，但这些都不是本文研究的重点。

带有控制权的股权的转让价格高于其净资产的溢价部分反应了控股股东从控制权中获取私利的预期。但这是要付出成本的，主要包括：侵害过程中的资源消耗，由侵害导致的控股股东声誉损害，由侵害带来的可能遭受法律诉讼的风险等。大量研究表明：控股股东对其他股东权益的侵害程度与一国法律对中小股东的保护程度成反比：对投资者保护越好，控股股东的侵害程度越轻，企业价值越大^[9]。

2.2 最优股权结构模型的建立

股份公司对资本的渴求性使公司股东人数一般较多，从而客观上决定了持股较少为数众多的小股东只能充当一般投资人或被动股东，而少数在公司任职（通常是控股股东），在实际行使控制权时代理着本属于其他中小股东的控制权力，有可能出现权力放大的效应，这使得控股股东从公司攫取私人利益成为可能。

一般的金融理论认为，公司股东根据他所持有的股份比例得到公司的收益。但是，大量的研究表明，持有大宗股权的控股股东往往会得到与他所持股份比例不相称的、比一般股东多的额外收益^[10,11]。这部分额外收益就是控股股东利用控制权为自己谋求的私利。因而，控股股东追求的就是使其股权价值和转化得到的私利减去相应成本后的价值最大化，即有

$$V = \bar{v} + (r_2 M_1 + S_1) - \frac{(r_1 M_1 + S_1)^2}{4} \quad (4)$$

将式 (2), (3) 代入式 (4) 得

$$\begin{aligned} V &= \bar{v} + [r_2 (M - \beta_1 c) + (S - \beta_2 c)] - \frac{[r_1 (M - \beta_1 c) + (S - \beta_2 c)]^2}{4} \\ &= -\frac{\beta_1^2}{4} + [\bar{v} - r_1 (M - \beta_1 c) - (S - \beta_2 c)] \end{aligned}$$

则控股股东的目标是通过持有股权比例实现其价值最大化,有

$$m \times v_{控} = -\frac{2}{t_1} + [\bar{v} - r_1(M - c) - (S - c)] + [r_2(M - c) + (S - c)] \quad (5)$$

关于 \$v_{控}\$ 有最大值,对 \$t_1\$ 求一阶导数,得

$$\frac{dv_{控}}{dt_1} = -\frac{2}{t_1^2} + \bar{v} - r_1(M - c) - (S - c)$$

令其为 0,得

$$t_1 = \frac{[\bar{v} - r_1(M - c) - (S - c)] t_1}{2} \quad (6)$$

当控股股东持有的股权比例为 \$t_1^*\$ 时,控股股东的价值最大化。\$t_1^*\$ 即为控股股东的最优持股比例。而监督股东追求的是使其股权价值和监督获得的收益减去相应成本和损失后的价值最大化,即

$$v_{监} = \bar{v} - \frac{2}{t_2} - c - (r_1 M_1 + S_1) \quad (7)$$

将式 (1), (2), (3) 代入式 (7) 得

$$\begin{aligned} v_{监} &= \bar{v} - \frac{2}{t_2} - (k + \bar{c}) - [r_1(M - c) + (S - c)] \\ &= \bar{v} - \frac{2}{t_2} - (k + \bar{c}) + (r_1 + r_2)c - (r_1 M + S) \\ &= \bar{v} - \frac{2}{t_2} - (k + \bar{c}) + (r_1 + r_2)(k + \bar{c}) - (r_1 M + S) \\ &= [k(r_1 + r_2) - \frac{2}{t_2}]^2 + [\bar{v} + (r_1 + r_2)\bar{c} - k - (r_1 M + S)] - \bar{c} \end{aligned}$$

即监督股东的价值可最后表示为关于 \$t_2\$ 的函数

$$v_{监} = [k(r_1 + r_2) - \frac{2}{t_2}]^2 + [\bar{v} + (r_1 + r_2)\bar{c} - k - (r_1 M + S)] - \bar{c} \quad (8)$$

同时,由于“经济人”的假设和机会成本的存在,用 \$r\$ 表示平均社会投资回报率,则监督股东因监督所获得的收益不小于 \$(1 + r)c\$,即满足约束条件 1

$$r_1 + r_2 \geq (1 + r)$$

即

又由 \$\frac{1}{r_1 + r_2} < 1\$ 知, \$\frac{1}{r_1 + r_2} < 1\$ -

根据式 (6) 有

$$t_1 = \frac{[\bar{v} - r_1(M - c) - (S - c)] t_1}{2}$$

< 1 -

即 同时还要满足约束条件

$$\frac{2}{2 + t_1[r_1 M + S - (r_1 + r_2)\bar{c} - \bar{v}]} < \frac{2 + t_1[r_1 M + S - (r_1 + r_2)\bar{c} - \bar{v}]}{2 + (r_1 + r_2)k t_1}$$

综上所述,监督股东股权比例 的范围为

$$\frac{1}{r_1 + r_2} < \frac{2 + t_1[r_1 M + S - (r_1 + r_2)\bar{c} - \bar{v}]}{2 + (r_1 + r_2)k t_1} \quad (9)$$

下面在式 (9) 的约束条件下来分析监督股东的自身价值情况。

1) 当 \$k(r_1 + r_2) - \frac{2}{t_2} = 0\$, 即 \$r_1 + r_2 = \frac{2}{k t_2}\$

— 时,代入式 (9) 得

$$\frac{k t_2 (1 + r)}{2 + t_1(r_1 M + S) - \frac{t_1}{k t_2} \bar{c} - t_1 \bar{v}} < \frac{2 + t_1(r_1 M + S) - \frac{t_1}{k t_2} \bar{c} - t_1 \bar{v}}{2 + \frac{t_1}{t_2}}$$

由于 \$0 < t_1 < t_2\$, 不等式的右边关于 \$t_1/t_2\$ 是减函数,因此

$$\frac{2 + t_1(r_1 M + S) - \frac{t_1}{k t_2} \bar{c} - t_1 \bar{v}}{2 + \frac{t_1}{t_2}} >$$

$$\frac{2 + t_1(r_1 M + S) - \frac{2}{k} \bar{c} - t_1 \bar{v}}{3}$$

要使式 (10) 恒成立,则 不应大于原不等式右边的下确界,即

$$\frac{k t_2 (1 + r)}{2 + t_1(r_1 M + S) - \frac{2}{k} \bar{c} - t_1 \bar{v}}$$

$$\frac{2 + t_1(r_1 M + S) - \frac{2}{k} \bar{c} - t_1 \bar{v}}{3} \quad (11)$$

根据式 (8), 监督股东自身价值为

$$\begin{aligned}
 \bar{v}_{\text{监}} &= [\bar{v} + (\bar{r}_1 + \bar{r}_2)\bar{c} - k - (\bar{r}_1M + S)] - \bar{c} \\
 &= \left[\bar{v} + \frac{\bar{c}}{k_b} - k - (\bar{r}_1M + S) \right] - \bar{c} \quad (12)
 \end{aligned}$$

在持续正常经营的情况下,公司的市值 \bar{v} 一般情况下大于现金流和实体资产所带来的收益,并且监督股东所愿意付出的成本必然小于其股权的价值,因此

$$\bar{v} + \frac{\bar{c}}{k_b} - k - (\bar{r}_1M + S) > 0$$

将式 (11) 代入式 (12) 中,即可得到监督股东价值最大化时的最优股权比例为

$$\bar{k}^* = \frac{2 + t_1(\bar{r}_1M + S) - \frac{\bar{c}}{k} - t_1\bar{v}}{3}$$

2) 当 $k(\bar{r}_1 + \bar{r}_2) - \frac{\bar{c}}{b} < 0$, 即 $\bar{r}_1 + \bar{r}_2 < \frac{\bar{c}}{kb}$

一时,监督股东的目标是通过持有股权比例 $\frac{\bar{k}}{k_b}$ 实现其价值最大化

$$\begin{aligned}
 \max \bar{v}_{\text{监}} &= \left[k(\bar{r}_1 + \bar{r}_2) - \frac{\bar{c}}{b} \right]^2 + \\
 &\quad \left[\bar{v} + (\bar{r}_1 + \bar{r}_2)\bar{c} - k - (\bar{r}_1M + S) \right] - \bar{c}
 \end{aligned}$$

欲使 $\bar{v}_{\text{监}}$ 关于 \bar{k} 最大化,对 \bar{k} 求一阶导数得

$$\frac{d\bar{v}_{\text{监}}}{d\bar{k}} = 2 \left[k(\bar{r}_1 + \bar{r}_2) - \frac{\bar{c}}{b} \right] + \bar{v} + (\bar{r}_1 + \bar{r}_2)\bar{c} - k - (\bar{r}_1M + S)$$

令其为 0,得

$$\bar{k}^* = \frac{\bar{v} + (\bar{r}_1 + \bar{r}_2)\bar{c} - k - (\bar{r}_1M + S)}{2 \left[\frac{\bar{c}}{b} - k(\bar{r}_1 + \bar{r}_2) \right]}$$

即当 $k(\bar{r}_1 + \bar{r}_2) - \frac{\bar{c}}{b} < 0$ 时, \bar{k}^* 为监督股东的最优股权比例,可以使得监督股东价值最大化。

3) 当 $k(\bar{r}_1 + \bar{r}_2) - \frac{\bar{c}}{b} > 0$, 即 $\bar{r}_1 + \bar{r}_2 > \frac{\bar{c}}{kb}$

一时,根据式 (9), \bar{k} 的范围和监督股东价值函数在对称轴右边的单调性知,监督股东最优持股比例 \bar{k}^* 存在,且在 $\left[\frac{k_b(1 + \bar{c})}{k_b}, \right.$

$$\left. \frac{2 + t_1(\bar{r}_1M + S) - \frac{t_1\bar{c}}{k_b} - t_1\bar{v}}{2 + \frac{t_1}{b}} \right] \text{ 区间内。}$$

上述模型表明控股股东最优持股比例是存在的.超过这一比例控制权的放大效应相当显著,一方面,控股股东会加大“掠夺”中小股东的力度,使自己攫取更多的私利,这使得公司治理的内耗加大,公司价值开始下降;另一方面,会出现对经理层的过度监督,从而产生较大的效率成本 (efficiency costs).

从建立模型的推导过程中,还可以看到监督股东的最优股权比例是在有限范围内的,也即总是存在的.低于这一比例范围,股东将没有监督动力,只能享受其他股东监督带来的外部收益.在股权相对分散的情况下,众多的中小股东没有动力行使监督权力,那么,更多的公司控制权将落入控股股东手中,从而形成控股股东不停息地侵害中小股东利益的恶性循环.

综上所述,根据控股股东和监督股东各自价值所建立的模型,证明了最优股权结构在理论上是存在的,在此基础上可以确定他们各自的最优持股比例,从而实现多赢.

3 模型结论及建议

1) 在政策意义上,本文从理论上证明了最优股权结构的存在性和一般性.但因各公司的规模、行业、所处发展阶段等不同,具体的持股比例会有所差异.有关管理机构在审批新公司上市的过程中,应该对该公司股权结构的合理性进行审视,引导上市公司走向股权结构合理化,进而促进上市公司治理结构的优化和绩效的提高,为重构国有企业股权结构并从制度设计上优化国有企业股权结构做好经验铺垫.

2) 从结果来看,控股股东和监督股东的持股比例并不是完全分散的.这说明中国公司治理结构转轨的目标不是建立股权分散型公司,而是建立大股东控制型公司.这间接表明“一股独大”并不是我国资本市场的主要症结,而控股股东(国有股持股主体,主要是原集团公司、国资局等)的“非人格化的经济人”角色使其控股权(由企业最终所有人国家的委托产生)作用弱化以及缺少股权的相互制衡制度才是致命点.这些“控股股东”并非最终的财产所有者,只是国有资产的代理人而已,在控股股东对公司的控制作用弱化的同

时,将公司资源私人化的系数却是很大的(因缺少监督股东以及相应的制度安排,“59岁现象”、公司管理层不惜代价 MBO 便是最好的证明)。同时国有股的持股主体对上市公司的剩余索取权和控制权不对称产生的“廉价投票权”^[12],使得这部分的代理成本极高。所以,如何增强控股股份的流动性,同股同权,才是我国股票市场的当务之急。

3)当前由中国证监会主导的股权分置改革这一旨在使 A 股市场全流通的重大利好政策短期内其效果还不能完全显现,缺乏有效的公司控制权市场的局面仍将存在。在这样的约束条件下如何实现帕累托最优,达到股权集中与股权制衡的均衡,笔者认为从监督股东的监督制度安排入手,使更多的中小股东得到法律的有效保护会有更好的效果。在这方面美国公司治理中的中小股

东诉讼权,德国公司治理中的投票代理制度是可以借鉴的经验^[13],同时还可以在监督股东上引入“战略大股东”与控股股东相互制衡。从目前来看,机构投资者是不错的选择,但如何使机构投资者作为公司股东积极参与公司治理,并形成新的治理格局尚待研究。

4 结束语

本文建立了控股股东和监督股东各自价值模型,从研究公司股权结构入手,定量证明了最优股权结构的存在性,并从理论上推导出控股股东的最优持股比例和监督股东最优持股比例范围,在此基础上,分析研究了我国目前上市公司的股权结构。本文所得的结论和提出的建议对股权分置改革和公司内部治理具有一定的借鉴意义。

参考文献:

- [1] Berle A JR, Means G. The Modern Corporate and Private Property[M]. New York: MacMillan, 1932. 108—127.
- [2] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Finance Economic, 1976, 3: 212—278.
- [3] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94: 13—28.
- [4] Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in public held corporations: An exploratory analysis[J]. Journal of Financial Economy, 1988, 20: 12—18.
- [5] McConnell J, Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 595—612.
- [6] Han K E, Suk D. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environments, and valuation[J]. Social Science Research Network, 1998, 5: 35—68.
- [7] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999, 12: 63—67.
Sun Yong-xiang, Huang Zu-hui. The ownership structure and merits of listed company[J]. Journal of Economics Study, 1999, 12: 63—67. (in Chinese)
- [8] 李维安. 现代公司治理研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002. 137—149.
Li Wei-an. Study on Modern Company Management[M]. Peking: Renmin University Press, 2002. 137—149. (in Chinese)
- [9] 李维安, 张亚双. 如何构建适合国情的公司治理监督机制[J]. 财经科学, 2002, 2: 63—67.
Li Wei-an, Zhang Ya-shuang. How to found the company supervising mechanism based on national conditions[J]. Journal of Finance and Economics, 2002, 2: 63—67. (in Chinese)
- [10] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporation ownership, causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93: 1155—1177.
- [11] 吕天奇. 我国上市公司内部治理结构效率分析[J]. 财经科学, 2004, 3: 113—118.
Lv Tian-qi. The efficiency analysis of listed company inner management structure in China[J]. Journal of Political Economy, 2004, 3: 113—118. (in Chinese)

(下转第 64 页)

Effect of B shares' opening to domestic investors on information asymmetry ——Using bid-ask spread decomposition method

WU Wen-feng¹, ZHU Yun¹, WU Chong-feng¹, Oliver M. RUI²

1. Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China;

2. School of Accountancy, The Chinese Hong Kong Universtiy, Shatin NT, Hong Kong, China

Abstract: The information asymmetry among investors has negative influences on the market efficiency. This paper studies the impact of opening B-share markets to domestic investors on the information asymmetry. We decompose the bid-ask spread into liquidity and information asymmetry components, and then compare their differences in the pre-event and post-event periods. Our results show that the opening event enhances the market liquidity, but doesn't mitigate the information asymmetry among the investors.

Key words: bid-ask spread; information asymmetry; Opening B-share markets to domestic investors

(上接第 29页)

[12] 董辅初, 厉以宁. 国有企业: 你的路在何方 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1997.

Dong Fu-reng, Li Yi-ning. State-owned Enterprise: Where is Your Way [M]. Peking: Economics Science Press, 1997. (in Chinese)

[13] 张维迎. 从公司治理结构看中国国有企业改革 [M]. 北京: 北京大学出版社, 1999.

Zhang Wei-ying. China State-owned Enterprise Reform From Company Management Structure [M]. Peking: Peking University Press, 1999. (in Chinese)

Research of optimal ownership structure based on modern corporate governance theory

ZHENG Jun-jun¹, TANG Peng¹, FAN Wen-tao²

1. Economics and Management School of Wuhan University, Wuhan 430072, China;

2. Wuhan Institute of Physics and Mathematics, The Chinese Academy of Sciences, Wuhan 430071, China

Abstract: The traditional corporate governance theory based on highly separated ownership has been challenged by modern economy. Relatively concentrated ownership structure is becoming a typical character of the modern corporations. Based on modern corporate governance, this paper has proved the existence of the optimal ownership structure by establishing the value model for both predominant and supervision shareholders. The research makes up the limitations of empirical analysis, and it has some significances in guiding the ownership structure reform and company management.

key words: ownership structure; predominant shareholders; supervision shareholders; corporate governance