

# 我国中小投资者法律保护影响股权集中度的变化吗?

许年行 吴世农\*

**摘要** 本文收集了1992年5月以来国家颁布的关于中小投资者利益保护的法律法规,以1990—2003年深沪两市的A股股票为样本,分别检验首次发行股票的公司上市时(IPO时)股权集中度和上市后股权集中度与中小投资者法律保护的立法和执法之间的关系。实证结果发现,在我国股权集中度的下降不完全是中小投资者法律保护的结果,IPO发行制度的演变、与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法相对较少、政府对国有股权转让的严格管理、非国有控股公司在保持实际控制权的条件下减少控股比例以获取自身利益,也可能导致股权集中度的下降。

**关键词** 股权集中度, 中小投资者, 法律保护

## 一、问题的提出

从法律上保护中小投资者利益历来是各国证券立法共同遵守的一项基本准则。中小投资者是我国证券市场历史发展过程中不可或缺的参与者,保护中小投资者利益关系到我国证券市场的生存与发展。截止到2003年底,我国先后出台68部与中小投资者利益保护有关的法律法规,累计101条保护条款,分别涉及信息披露、累积表决权、临时股东大会召集权、关联交易等16项保护措施。那么,我国中小投资者利益确实能得到这些法律法规的保护吗?对此众说纷纭,争议很大。中小投资者法律保护是当前国际学术界的研究热点,而有关“中小投资者利益的法律保护与股权集中度之间的关系”反映了法律保护的结果,是该研究领域最核心、最前沿的课题。

近年来,随着“法与金融”研究思潮的兴起,大量的理论分析和经验证据表明,投资者法律保护与集中股权之间存在一定联系。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(以下简称LLSV,1998,1999,2000)的研究表明,在投资者法律保护较差的国家里,股东需持有大量股权来监督管理者,以避免遭受管理者的剥削,而且中小股东面对较大被剥削的风险,只愿意以较低的价格来购买股票,这使得股权融资异常困难,最终形成集中的股权结

\* 厦门大学管理学院。通讯作者及地址:许年行,厦门大学1236号信箱,361005;电话:(0592)2182869; E-mail:hang78@sina.com。本文作者感谢国家自然科学基金对本研究课题的资助(70502007),同时感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵修改意见。当然,文中所有可能的错误均由作者负责。

构。可见,“集中的股权是投资者法律保护不足的一种替代”(LLSV, 1998, 第1151页)。换言之,集中的股权结构是投资法律保护不足的一种适应性的制度安排,这就是LLSV(1998)所提出的“股权集中度与投资者法律保护之间的替代假说”。显然,LLSV的研究巧妙地将公司治理的外部机制(投资者法律保护)与内部机制(股权结构)有机地联系起来。因此,研究股权集中度与投资者法律保护之间的关系有助于理解不同治理机制的互动作用,寻求合适的公司治理机制,以提高公司治理水平、保护中小股东利益、实现公司价值最大化。

历史地看,以《公司法》和《证券法》的实施为标志,我国中小投资者法律保护的发展经历了初始阶段(1994年7月以前)、发展阶段(1994年7月至1999年7月)和完善阶段(1999年7月以后)。不同的发展阶段,中小投资者所处的法律与市场环境各不相同,中小投资者法律保护条款和内容不同,法律保护的作用也强弱不一,具有明显的阶段性和动态发展的特征。同时,我国上市公司无论是上市时对初始股权集中度的选择,还是上市后股权集中度的演变,也呈现出一定的阶段性和动态调整的过程。总体上看,我国中小投资者法律保护经历了一个从无到有,从弱到强,逐步发展,逐步完善的过程,这一过程为研究中小投资者法律保护与股权集中度之间的关系提供了一个典型的样本。本文借鉴LLSV的研究方法,收集有关资料和数据,采用实证研究方法纵向考察在上述三个阶段中小投资者法律保护对上市公司股权集中度的影响,探讨我国中小投资者法律保护的结果及其含义,为完善我国中小投资者法律保护提供政策和法律依据。

## 二、文献评论

为了检验“股权集中度与投资者法律保护之间是否存在替代关系”,LLSV(1998)以49个国家各国前10大非金融类上市公司为样本,以前三大股东的持股总和来衡量股权集中度,研究发现:股权集中度随法源的不同而不同,在投资者法律保护最差的法国大陆法系,股权集中度最高为54%。同时,股权集中度与投资者法律保护水平显著负相关。LLS(1999)来自27个富裕国家的研究结果表明,Berle-Means式的股权分散化的公司只存在于投资者法律保护好的富裕国家的大公司,对于美国之外的其他国家,尤其是投资者法律保护差的国家,最大公司通常存在控股股东。在控制了包括税法、金融体制、腐败等因素后,LLS发现,投资者法律保护水平稳健地决定了股权集中度的高低。此后,LLSV(2000)将所有权结构分为控制权与现金流权,详细阐述和论证他们先前所提出的观点。LLSV认为,当投资者法律保护较差时,企业家需保持对公司的控制权,因为一旦控制权分散,他们将损失收购溢价中的私有收益,所以,在投资者法律保护较差的国家,控制权集中度

将更高。而对于现金流权，LLSV指出，企业家持有现金流权可以降低其剥削中小股东动机并提高支付股利的积极性，因此在投资者法律保护较差的国家，同样需要集中的现金流权来约束企业家的剥削行为。

除LLSV所做的检验外，其他学者借鉴LLSV横向跨国比较的分析思路，分别采用不同国家不同样本进行检验，研究结果大都支持LLSV的观点（Dyck, 2000；Himmelberg等，2002；Boubakri等，2005）。Dyck综合了不同学者的样本数据，研究发现，股权集中度与投资者法律保护显著负相关，“抗董事指数”和“法律规则”分别可以解释股权集中度15%—16%和21%—19%的变动。Himmelberg等（2002）实证分析了38个国家的样本数据，研究发现：内部人持股比例与投资者法律保护水平和司法体系的效率显著负相关。Boubakri等（2005）在控制了公司和国家因素后同样发现，股权集中度与投资者法律保护显著负相关，股权集中度在大陆法系国家更集中，但法律执行力度并不影响股权集中度的变化。因此，Boubakri等认为，在新兴发展中国家，集中的股权结构可以代替投资者法律保护来提供公司治理的作用，集中的股权是一种重要的公司治理机制。但东欧和西欧国家近来的发展经历与该假说明显不符。因为，一方面，在20世纪90年代这些国家的法律变革使其投资者法律保护水平从低于世界平均水平上升到接近于普通法国家的平均水平；另一方面，这些国家的股权集中度却呈上升趋势。

虽然跨国比较分析可以考察法系的不同所引起的投资者法律保护程度不同对股权集中度的影响，但跨国比较分析只能静态分析某一时点各国投资者法律保护与股权集中度的关系，无法考察某一国家投资者法律保护本身的发展过程对股权集中度的影响。为了克服此不足，近期一批学者转向从纵向角度来研究某一国家股权集中度与法律保护之间在时间系列上的关系。这些研究除Elston and Rondi（2004）支持LLSV的观点外，其余大都否定替代假说。Cheffins（2000）发现，20世纪上半叶的英国并不能为中小投资者提供很好的保护，但此时股权集中度已非常分散，与LLSV的观点明显不符。Franks等（2003）来自英国20世纪股权集中度演变史的证据同样表明：在20世纪上半叶，是收购兼并和股权置换而进行的股权融资稀释了原有股东的股权结构，而非投资者法律保护的结果；在20世纪下半叶，投资者法律保护的加强并未对股权集中度的分散产生影响。Aganin and Volpin（2003）对意大利长达100年的研究表明，股权集中度随着投资者法律保护的加强呈先上升后下降趋势，两者之间存在非线性关系。Holmen and Hogfeldt（2003）来自瑞典229家IPO公司的证据表明，集中的股权结构是所有者为了保护和最大化控制权私利而不是投资者法律保护不足的结果。此外，Chirinko等（2003）对荷兰，Lamba and Stapledon（2002）对澳大利亚的研究均不支持替代假说。

此外，其他学者还采用数理建模的方法来分析股权集中度与投资者法律

保护的关系。Himmelberg 等(2002), Shleifer and Wolfenzon(2002)构建的模型表明, 股权集中度与法律保护之间的确存在负相关关系。但 Castillo and Skaperdas(2003)发现, 投资者法律保护水平与内部人的持股比例存在非单调关系, 而 Stepanov(2003)进一步的分析则发现, 投资者法律保护与外部股东的股权集中度存在“U”型关系。Burkart and Panunzi(2003)所构建的模型表明, 法律保护与股权集中度的关系取决于法律保护与大股东对管理层监督之间的关系: 当法律保护和大股东的监督相互补充时, 法律保护与股权集中度负相关; 当法律保护与监督互相替代时, 两者呈非单调关系, 可能是正相关, 也可能是负相关。由此, Burkart and Panunzi 模型正好可以解释上述不同的结论。

综上所述, 我们可以发现: (1) 跨国比较分析大多支持了“股权集中度与投资者法律保护之间的替代假说”, 而单一国家的纵向分析则倾向于否定该假说, 原因有二: 第一, 一国的投资者法律保护水平或者股权集中度在时间系列上变化不大, 致使两者之间的关系在统计上不显著; 第二, 用来刻画一国投资者法律保护水平的变量不能准确地表征投资者法律保护水平, 即变量设计不合理。(2) 理论建模的分析结果表明, 两者确实存在一定的关系, 可能是正相关或负相关, 这取决于法律保护与股权集中度是互补还是替代关系。

在前人研究的基础上, 本文在如下几个方面进行改进和拓展: 一是中小投资者法律保护指标的设计, 本文在沈艺峰和许年行等(2004, 以下简称沈文)所构建的中小投资者法律保护体系的框架上, 不但引进“执法力度指标”, 还首次考虑该法律保护体系中“涉及股权集中度的法律法规”, 并单独计算了相应的法律保护分值, 以全面揭示中小投资者法律保护在立法和执法上与股权集中度之间的关系。二是研究模型有所拓展, 本文不仅考察法律保护与股权集中度之间的线性关系, 还首次实证检验 Castillo and Skaperdas(2003), Stepanov(2003)所提出的非线性关系, 从而为深入理解两者之间所可能存在的各种关系提供重要证据。三是研究内容结合国情, 本文借鉴 LLSV 的研究方法, 结合中国实际, 考察了控股股东性质的不同对股权集中度和中小投资者法律保护关系的影响<sup>1</sup>。四是研究对象更加全面, 相对于国外只以首次发行股票的公司上市时(IPO时)股权集中度或上市后股权集中度作为研究对象, 本文同时以IPO时的股权集中度和上市后股权集中度作为研究对象, 有助于完整地分析股权集中度的演变过程。

<sup>1</sup> 本文定义控股股东性质为第一大股东的性质。

### 三、研究设计

#### (一) 样本设计

本文选取 1990—2003 年在深沪两市上市的 A 股股票为样本，研究 IPO 时的股权集中度和上市后股权集中度的变化。在选取样本时，按如下标准进行筛选：(1) 剔除 ST、PT 公司的股票；(2) 研究上市时的股权集中度时，剔除以“历史遗留问题”方式上市的股票；(3) 研究上市后的股权集中度时，剔除国有股和法人股不完全参与配股（即配股比例小于 100%）以及增发新股的股票，以消除这两类股票对股权集中度的稀释作用，避免对研究结果产生干扰；(4) 剔除数据不完整的股票。

根据研究的问题样本分为二部分：(1) 在研究 IPO 时的股权集中度共有 1006 只股票，样本期间为 1990—2003 年，并将其划分为初始、发展和完善三个阶段：1994 年 7 月以前；1994 年 7 月至 1999 年 7 月；1999 年 7 月至 2003 年 12 月。(2) 在研究上市后的股权集中度时，样本期间为 1993—2003 年，共有 546 只股票，2791 个观察值，由于上市后的股权集中度只能得到年度数据，初始、发展和完善三个阶段分别为：1994 年以前、1994—1998 年、1998—2003 年。因此，初始阶段上市的公司其上市后的股权集中度经历了初始—发展—完善阶段，发展阶段上市的公司其上市后的股权集中度经历了发展—完善阶段，完善阶段上市的公司其上市后的股权集中度经历了完善阶段。

本文有关 IPO 时的股权结构、上市后各年底的股权结构及其他相关数据来自 CCER 和“金融界网站”；国有股和法人股参与配股比例的数据、增发的数据，上市公司违规家数和处罚金额来自 Wind 系统；有关法院和检察院的数据来自《中国法律年鉴》。

#### (二) 中小投资者法律保护分值的设定

参照沈文的方法，本文首先确定与中小投资者法律保护有关的累积表决权、通信表决权等 17 条具体条款以及加减分原则；其次，在 1992—2003 年间选择 68 部法律法规作为保护条款的来源；最后，将 68 部法律法规文本与 17 项保护条款逐一进行对照，在所涉及的中小投资者法律保护条款上加减相应的分值，从而建立一套完整的中小投资者法律保护总体系，见附表 1。

同时，为了研究与股权结构有关的法律法规出台对股权集中度的影响，本文借鉴 LLS (2005) 的研究思路，在 68 部法律法规中找出与股权集中度有关的中小投资者法律保护条款，并按照相同原则进行加减分处理，形成与股权集中度变化有关的中小投资者法律保护分体系，并计算相应的法律分值，见附表 1 中 18 栏。

### (三) 变量的定义

#### 1. 因变量的定义和度量

本文研究的因变量为股权集中度 (Own), 分别采用前 5 大股东持股比例的平方和, 即 Herfindahl 指数 (H5)、前 5 大股东的持股比例之和 (CR5) 和第一大股东的持股比例 (CR1) 来度量<sup>2</sup>, 并在回归分析时作如下转换:

$$\ln(\text{Own}) = \ln \frac{H5}{1-H5} \quad \text{或} \quad \ln(\text{Own}) = \ln \frac{CR5}{1-CR5}$$

由上式可见, H5 或 CR5 越大,  $\ln(\text{Own})$  也越大, 表明股权集中度越高, 且通过上述转换,  $\ln(\text{Own})$  趋于正态。

#### 2. 解释变量的定义和度量

##### (1) 与立法有关的变量

与立法有关的解释变量有两个: 一是中小投资者法律保护总分值, 用符号 Tlaw (Total law) 表示; 二是与股权集中度变化有关的中小投资者法律保护分值, 用符号 Slaw (Share law) 表示。当研究 IPO 时的股权集中度, 为了更准确地考察法律保护与股权集中度之间的动态关系, 同时增加变量的观察期间数, 本文选取 19 部法律法规为与我国中小投资者法律保护有关的重要法律法规, 并按生效日期将全部样本期间划分为 20 个子期间, Tlaw 和 Slaw 为公司发行时所对应的样本期间的法律分值, 具体数值来自附表 1 中的 19-C 栏和 18-C 栏; 当研究上市后的股权集中度, 受股权结构数据限制, Tlaw 和 Slaw 为公司各年底所对应的法律分值, 具体数值来自附表 1 中的 19-B 栏和 18-B 栏。

##### (2) 与执法有关的变量

本文选取两组变量来度量法律法规的执法效率: 一是采用“年处罚金额与年筹资总额的比值”和“年违规家数与上市公司数的比值”来衡量与证券市场有关的法律法规的执行情况, 符号分别为 Punmon (Punished money) 和 Punnum (Punished companies number); 二是借鉴 Zhang and Ma (2005) 的度量指标, 分别用“年检察院的结案数与接受案件数的比值”和“年法院执行案件数与人口总数的比值”来衡量检察院和法院的执法效率, 符号分别为 Procut (Procuratorate) 和 Court。

<sup>2</sup> 与 CR5 相比, H5 具有如下两个特点: 第一, 对持股比例取平方后, 将显现马太效应(即强者恒强, 弱者恒弱), 也就是持股比例大的取平方后与持股比例小的取平方后数值之间的差距拉大, 从而突出不同公司股权集中度之间的差距。第二, Herfindahl 指数考虑了前 5 大股东在持股比例分布上的不同, 更准确反映股权集中度的高低。

### 3. 控制变量的选取和度量

借鉴国内外的研究成果，本文共选取三组影响股权集中度的控制变量：第一组为影响 IPO 时股权集中度的变量；第二组为影响上市后股权集中度的变量；第三组为同时影响 IPO 时和上市后股权集中度的其他控制变量，其中，变量 T 用来控制时间系列上影响股权集中度的其他宏观因素。具体变量和度量标准见表 1。

#### (四) 研究程序

##### 1. 检验 IPO 时股权集中度与中小投资者法律保护的关系

(1) 研究 1990—2003 年期间 IPO 时股权集中度与中小投资者法律保护的关系。

模型 (I) 将检验在 1990—2003 年期间，根据相关 19 部重要法律法规划分为 20 个不同时间段 IPO 时的股权集中度的变化是否与立法变量和执法变量有关，同时将检验立法变量是否与 IPO 时股权集中度存在非单调线性关系：

$$\begin{aligned} \ln(\text{Own}_i) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Tlaw}_i + \beta_2 \text{Slaw}_i + \beta_3 (\text{Tlaw}_i)^2 + \beta_4 (\text{Slaw}_i)^2 \\ & + \beta_5 \text{Punmon}_i + \beta_6 \text{Punnum}_i + \beta_7 \text{Procut}_i + \beta_8 \text{Court}_i \\ & + \sum_j \beta_j X_{j,i} + \varepsilon_i, \end{aligned} \quad (\text{I})$$

其中， $X_{j,i}$  为影响 IPO 时股权集中度变化的一组控制变量（见表 1）。

(2) 研究 IPO 时股权集中度与中小投资者法律保护在三个不同阶段的关系。

模型 (II) 将检验三个不同阶段立法变量是否对 IPO 时股权集中度的变化产生显著的影响：

$$\ln(\text{Own}_t) = \beta_0 + \beta_1 \text{Tlaw}_t + \beta_2 \text{Slaw}_t + \sum_j \beta_j X_{j,t} + \varepsilon_t, \quad (\text{II})$$

其中， $X_{j,t}$  为影响 IPO 时股权集中度变化的一组控制变量（见表 1）。

##### 2. 检验上市后股权集中度与中小投资者法律保护的关系

模型 (III) 将检验中小投资者法律保护，包括立法变量与执法变量，是否显著影响公司上市后股权集中度的变化：

$$\begin{aligned} \ln(\text{Own}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Tlaw}_t + \beta_2 \text{Slaw}_t + \beta_3 (\text{Tlaw}_t)^2 + \beta_4 (\text{Slaw}_t)^2 \\ & + \beta_5 \text{Punmon}_t + \beta_6 \text{Punnum}_t + \beta_7 \text{Procut}_t + \beta_8 \text{Court}_t \\ & + \sum_k \beta_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (\text{III})$$

其中， $X_{k,jt}$  为影响上市后股权集中度变化的一组控制变量（见表 1）。

表 1 有关变量的定义与度量

变量	名称	符号	度量标准	相关研究	预测方向
解释变量	法律分值	Tlaw	中小投资者法律保护分值	LLSV (1998, 1999)	-
	股权法律分值	Slaw	与股权集中度变化有关的中小投资者法律保护分值	LLS (2005)	-
	处罚金额	Punmon	年处罚金额(万元)/A股年筹资总额(亿元)	-	-
	违规家数	Punnum	年违规家数/上市公司数(AB股)	-	-
	检察院结案率	Procut	年检察院结案数/受案数	Zhang Yi and Ma Guang (2005)	-
	法院执行情况	Court	年法院执行案件数/年人口总数(万人)	Zhang Yi and Ma Guang (2005)	-
控制变量组 1 (影响 IPO 时股权集中度)	规模	Size1	发行前总股数的自然对数	Field and Sheehan (2002)	-
	公司成立年限	Age1	公司成立至上市年数	Field and Sheehan (2002)	-
	发行价格	Op	按公布的发行价格	Field and Sheehan (2002)	+
	首日回报率	R1	(上市首日收盘价—发行价格)/发行价格	Brennan and Franks (1997); Stoughton and Zechner (1998); Field and Sheehan (2002)	+/ -
	固定资产比重	Fata1	上市前 1 年固定资产与总资产的比例	Field and Sheehan (2002)	-
	负债率	Debt	上市前 1 年负债与总资产的比例	Field and Sheehan (2002)	-
控制变量组 2 (影响上市后股权集中度)	规模	Size2	总资产的自然对数	Demsetz and Lehn (1985); Prowse (1992); Himmelberg 等(1999)	-
	公司上市年数	Age2	公司上市至度量期间的年数	Lamba and Stapledon (2002)	-
	成长性	Growth	主营业务收入的年增长率	Thomsen and Pedersen (1998); Boubakri 等(2005); Elston and Rondi (2004)	-
	经营环境的稳定性	Std	前 12 个月收益的标准差	Demsetz and Lehn (1985); Prowse (1992); Boubakri 等(2005)	+
	固定资产比重	Fata2	固定资产与总资产的比例	Himmelberg 等(1999); Himmelberg 等(2002); Elston and Rondi (2004)	-



(续表)

变量	名称	符号	度量标准	相关研究	预测方向
其他 共同 控制 变量	国有股	Type1	第一大股东属于国家股或国有法人股为 1, 否则为 0	冯根福等(2002); 林长泉(2004)	+
	一般法人股	Type2	第一大股东属于一般法人股为 1, 否则为 0	冯根福等(2002); 林长泉(2004)	-
	流通股	Type3	第一大股东属于流通股为 1, 否则为 0	冯根福等(2002); 林长泉(2004)	-
	外资股	Type4	第一大股东属于外资股为 1, 否则为 0	冯根福等(2002); 林长泉(2004)	-
	金融行业	Ind1	属银行业、金融信托、证券等行业为 1, 否则为 0	Demsetz and Lehn (1985); Lamba and Stapledon (2002); Boubakri 等(2005)	-
	新闻传媒行业	Ind2	属信息传播、广播电影、出版等行业为 1, 否则为 0	Demsetz and Lehn (1985); Boubakri 等(2005)	+
	公共事业行业	Ind3	属电力、蒸汽、自来水生产和供应行业为 1, 否则为 0	Demsetz and Lehn (1985); Boubakri 等(2005)	-
	高科技行业	Ind4	属通信、计算机等信息技术行业为 1, 否则为 0	Elston and Rondi (2004); Himmelberg 等(2002)	-
	保护性行业	Ind5	属石油化工、能源和原材料行业为 1, 否则为 0	陈小悦和徐晓东(2001); Boubakri 等(2005)	+
	其他宏观因素	T	当样本期为 1991 时, $T=1$ ; 当样本期为 1992 时, $T=2$ ; 以此类推, 当样本期为 2003 时, $T=13$ 。	Aganin and Volpin(2003)	?

## 四、实证检验结果与讨论

### (一) 描述性统计分析

#### 1. 不同时间段 IPO 时的股权集中度

由表 2A 栏所列示的三个阶段 IPO 时股权集中度的平均值来看, 股权集中度呈先上升后下降的趋势: H5 从初始阶段的 0.301 上升到发展阶段的 0.304, 再下降到完善阶段的 0.266, CR1 从初始阶段的 0.494 上升到发展阶段的 0.505, 再下降到完善阶段的 0.469, 完善阶段的 H5 和 CR1 均显著低于发展阶段。图 1 显示: 从法律保护状况看, 1990—2003 年, 无论是中小投资者法律保护总分值 (Tlaw) 还是与股权集中度变化有关的中小投资者法律保护分值 (Slaw), 均随时间的推移呈上升趋势, 但 Tlaw 的上升快于 Slaw。从股权集中度看, 在初始和发展阶段, 股权集中度并未随着中小投资者法律保护的加强而下降, 而是呈无规则的变化趋势; 在完善阶段, 股权集中度则随着中小投资者法律保护分值的提高而逐步下降, 这表明中小投资者法律保护影响着 IPO 时股权集中度的变化。

表 2 三个阶段 IPO 时股权集中度及均值差异检验

A 栏: IPO 时股权集中度平均值				
阶段	时间	CR1	CR5	H5
初始阶段	1994.7.1 前	0.494	0.665	0.301
发展阶段	1994.7.1—1999.7.1	0.505	0.646	0.304
完善阶段	1999.7.1—2003.12.31	0.469	0.632	0.266
B 栏: IPO 时股权集中度的均值差异检验 (T 检验)				
股权集中度	初始阶段 vs 发展阶段		发展阶段 vs 完善阶段	
	均值差异	T 值(双尾)	均值差异	T 值(双尾)
H5	-0.0009	-0.051	0.026**	2.482
CR5	0.004	0.308	-0.001	-0.179
CR1	0.0005	0.028	0.027**	2.272

注: \* 表示在 10% 水平下显著; \*\* 表示在 5% 水平下显著; \*\*\* 表示在 1% 水平下显著, 下同。

#### 2. 上市后的股权集中度

表 3 列示了在三个阶段上市的股票上市  $N$  年后股权集中度的平均值; 图 2 显示了三个阶段上市的股票上市  $N$  年后股权集中度的下降趋势。

从纵向对比看, 上市后的股权集中度均有所下降: 在初始阶段上市的公司, H5 从上市 1 年后的 0.203 下降到上市 11 年后的 0.112; 在发展和完善阶段上市的公司, 其股权集中度也随着上市时间的推移有所下降, 但下降幅度比初始阶段样本股的下降幅度小。同样的, CR1 和 CR5 也表现出与 H5 相似

的下降趋势。又由图 1 可知，随着中小投资者法律保护的逐步加强和完善，法律保护分值呈递增趋势。同时值得指出的是，由于本文在研究上市后股权集中度的变化时剔除了“不完全参与配股”（配股比例低于 100%）和增发新股的公司对股权集中度变化的影响，可见股权集中度的变化主要受中小投资者法律保护的影响。其统计关系是否显著，则有待于以下的实证检验。

比较三个阶段上市后 1—4 年的样本公司的股权集中度发现，初始阶段样本公司上市后 1—4 年的股权集中度均低于发展和完善阶段样本公司上市后 1—4 年的股权集中度，即对于在初始、发展和完善阶段上市后 1 年公司，其股权集中度  $H_5$  分别为 0.203、0.289 和 0.301。这一差异主要是由两方面原因引起：一是由于剔除了 1006 家上市公司中上市后不完全参与配股和增发新股的公司的缘故；二是样本公司在不同阶段上市所引起，即虽然这些公司都是上市后  $N$  年，但上市的时间不同，有的在初始阶段，有的在发展或完善阶段。

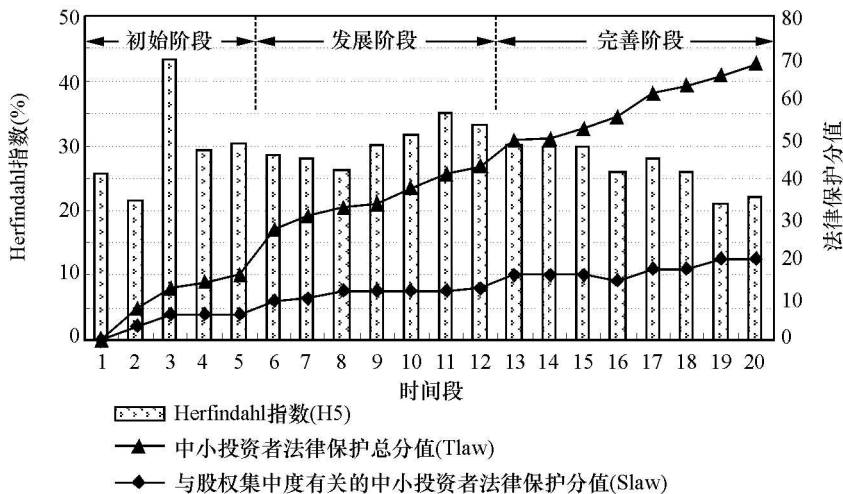


图 1 不同时间段 IPO 时股权集中度的比较

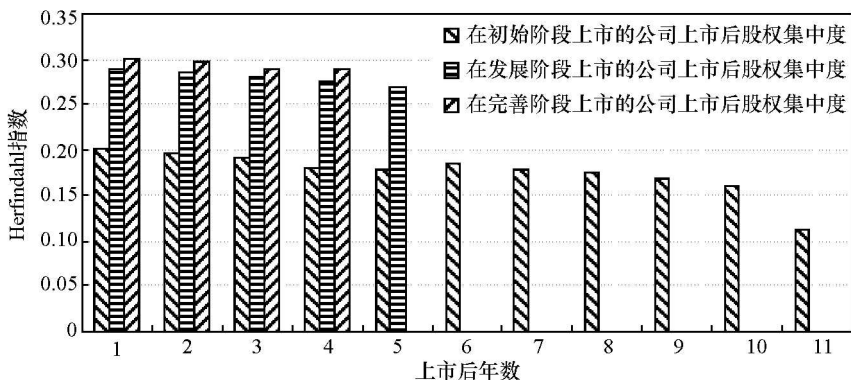


图 2 三个阶段上市的公司上市  $N$  年股权集中度的比较

表 3 三个阶段上市的公司上市 N 年股权集中度的平均值

		A 栏: Herfindahl 指数(H5)										
上市后年数		+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11
初始阶段上市	1994 年前	0.203	0.197	0.192	0.182	0.180	0.185	0.179	0.176	0.168	0.160	0.112
发展阶段上市	1994	0.280	0.294	0.307	0.304	0.302	0.287	0.279	0.278	0.259		
	1995	0.316	0.303	0.296	0.285	0.266	0.252	0.223	0.236			
	1996	0.234	0.231	0.222	0.218	0.211	0.210	0.196				
	1997	0.307	0.297	0.287	0.283	0.287	0.277					
	1998	0.309	0.307	0.296	0.289	0.280						
	平均值	0.289	0.286	0.282	0.276	0.269						
完善阶段上市	1998 年后	0.301	0.298	0.289	0.290							
		B 栏: 前五大股东持股比例和(CR5)										
初始阶段上市	1994 年前	0.581	0.559	0.547	0.530	0.525	0.521	0.513	0.506	0.498	0.482	0.423
发展阶段上市	1994	0.657	0.654	0.644	0.635	0.643	0.634	0.624	0.632	0.621		
	1995	0.709	0.687	0.683	0.680	0.663	0.636	0.633	0.658			
	1996	0.569	0.573	0.569	0.577	0.568	0.575	0.570				
	1997	0.639	0.637	0.624	0.621	0.629	0.619					
	1998	0.669	0.663	0.656	0.656	0.661						
	平均值	0.649	0.643	0.635	0.634	0.633						
完善阶段上市	1998 年后	0.650	0.648	0.639	0.631							
		C 栏: 第一大股东持股比例(CR1)										
初始阶段上市	1994 年前	0.391	0.380	0.379	0.362	0.359	0.368	0.357	0.352	0.346	0.332	0.273
发展阶段上市	1994	0.478	0.510	0.508	0.509	0.505	0.484	0.478	0.476	0.452		
	1995	0.497	0.486	0.479	0.457	0.440	0.426	0.385	0.395			
	1996	0.430	0.426	0.418	0.409	0.399	0.396	0.375				
	1997	0.512	0.497	0.490	0.484	0.484	0.476					
	1998	0.500	0.500	0.490	0.481	0.464						
	平均值	0.483	0.484	0.477	0.468	0.458						
完善阶段上市	1998 年后	0.502	0.498	0.485	0.483							

## (二) 股权集中度的影响因素分析

### 1. 不同时间段 IPO 时股权集中度变化的影响因素分析

表 4A 栏反映 1006 家公司在 1990—2003 年期间立法变量和执法变量对 IPO 时股权集中度变化的影响，即模型 I 的估计结果。对于立法变量， $Tlaw$  与 IPO 时股权集中度呈负相关关系， $Slaw$  与 IPO 时股权集中度呈正相关关系，但都不显著，且  $Tlaw$  和  $Slaw$  的平方项与 IPO 时股权集中度之间的参数估计并不显著，说明中小投资者法律保护与 IPO 时股权集中度之间不存在非线性关系。对于执法变量，违规处罚金额与筹资总额比 ( $Punmon$ ) 和法院执行案件数与人口总数比 ( $Court$ ) 与 IPO 时股权集中度呈正相关关系，但不显著；违规家数与上市公司数比 ( $Punnum$ ) 和检察院结案数与受案数比 ( $Procut$ ) 与 IPO 时股权集中度呈负相关关系，也不显著。由此可见：在我国 1990—2003 年期间，中小投资者法律保护的立法和执法力度并不影响不同时间段 IPO 时股权集中度的变化，且立法变量与 IPO 时股权集中度不存在非线性关系，即模型 I 不成立。

表 4B 栏列示了 1006 家公司在三个不同阶段立法方面的法律保护分值对 IPO 时股权集中度的影响，即模型 II 的估计结果。由表 4B 栏可知：在初始和发展阶段， $Tlaw$  与 IPO 时股权集中度呈负相关关系，但并不显著，正如图 1 所示，二者呈无序态势；进入完善阶段后， $Tlaw$  与 IPO 时股权集中度之间呈显著负相关。可见，在初始和发展阶段，上市公司的初始股权集中度并不受立法变量的影响；在完善阶段，立法变量显著地影响上市公司的初始股权结构选择，即随着中小投资者法律保护的立法水平的逐步完善，初始股权集中度逐步下降。但是，遗憾的是， $Slaw$  与 IPO 时的股权集中度在初始阶段呈不显著的正相关关系，在发展和完善阶段则呈不显著的负相关关系。

究其原因主要有二：一是我国与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法条例和条款相对较少而难以发挥作用。从 1992—2003 年我国颁布与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法条款占有所有中小投资者法律保护的立法条款的比重为 20% 左右。因此， $Slaw$  与 IPO 时股权集中度变化无关。此外，也有可能是市场本身对  $Slaw$  的条款缺乏反应，或者可能是  $Slaw$  与  $Tlaw$  具有一定的线性正相关性而导致该结果。二是由于我国 IPO 发行制度随时间推移不断演变，不同阶段 IPO 发行制度不同。在初始和发展阶段，IPO 发行实行审批制度，上市公司拿出多少股份上市的决策受不同省份不同上市额度的限制，初始股权结构是被动接受的结果。由于在初始阶段，大部分上市公司是集体企业或由国有企业和非国有企业的合资公司，流通股比例较低，股权集中度较低；在发展阶段，通过重组改制上市的国有企业在上

市公司中比重越来越高,非流通股比重也越来越高,因此股权趋于集中。在完善阶段,随着《证券法》的出台,新股发行实行核准制,取消了指标分配、行政推荐的审批制,证券监管当局根据拟上市公司的发行定价、筹集资金的数量、投向和预计效益,根据《公司法》规定不少于25%流通股比例的条例<sup>3</sup>,适当放松了其增量发行的流通股比例。因此,在完善阶段,  $Tlaw$  与 IPO 时股权集中度显著负相关,这正好反映了证券监管当局力图逐步通过对流通股比例的管理实现对中小投资者利益的法律保护。

## 2. 上市后股权集中度变化的影响因素分析

表5分别列出了三个阶段共546家公司上市后股权集中度与中小投资者法律保护的回归结果。从表5可知:对于立法变量,初始阶段上市的公司经历了初试—发展—完善阶段,  $Tlaw$  与股权集中度存在负相关关系,但并不显著;  $Slaw$  与股权集中度存在正相关关系,也不显著。发展和完善阶段上市的公司经历了发展—完善或完善阶段,  $Tlaw$  与股权集中度存在负相关关系,但并不显著;  $Slaw$  与股权集中度存在正相关关系,也不显著。对于执法变量,无论是衡量证券市场法律法规执行情况的变量:  $Punmon$  和  $Punnum$ , 还是衡量检察院和法院执法效率的变量:  $Procut$  和  $Court$ , 均与上市后股权集中度不存在显著关系。这说明执法力度也没有显著地影响上市后股权集中度的变化。

我们认为,究其原因在于中小投资者法律保护与上市后股权集中度的关系实际上受控股股东性质影响。由表5可见:无论是哪个阶段上市的样本公司,控股股东的性质都显著影响上市后股权集中度的变化。无论在什么阶段上市的公司,国有控股股东 ( $Type1$ ) 与股权集中度显著正相关;一般法人股控股股东 ( $Type2$ ) 与股权集中度正相关,但这一关系仅对完善阶段上市的公司显著;流通股控股股东 ( $Type3$ ) 与股权集中度负相关,但仅对初始阶段上市的公司显著;外资控股股东 ( $Type4$ ) 与股权集中度负相关,仅对完善阶段上市的公司显著。这一结果说明控股股东的性质影响着中小投资者法律保护与上市后股权集中度的关系。

基于上述考虑,作者又根据控股股东性质,直接将样本公司划分为国有控股公司和非国有控股公司(包括控股股东性质为一般法人股、流通股和外资股的公司)来检验控股股东的性质是否影响中小投资者法律保护与上市后股权集中度的关系,检验结果分别列示于表6和表7。

<sup>3</sup> 根据《公司法》,股本总额超过4亿元的,流通股比例不少于15%。

表 4 IPO 时股权集中度与中小投资者法律保护检验结果

样本	A 栏: 模型 I 的估计结果			B 栏: 模型 II 的估计结果			
	全部样本: 1990—2003 年			初始阶段: 1994 年 7 月前		完善阶段: 1999 年 7 月后	
				发展阶段: 1994 年 7 月— 1999 年 7 月			
C	-5.925*** (-7.877)	-5.116*** (-3.928)	-4.953** (-2.514)	-5.611*** (-3.978)	-6.080*** (-6.142)	-3.223** (-2.502)	
Tlaw	-0.02 (-0.674)		-0.043 (-0.676)	-0.012 (-0.093)	-0.018 (-0.839)	-0.042** (-1.989)	
Slaw	-0.029 (-0.178)		0.027 (0.100)	0.092 (0.253)	-0.002 (-0.014)	-0.022 (-0.305)	
(Tlaw) <sup>2</sup>	0.000 (0.268)		0.000 (0.120)				
(Slaw) <sup>2</sup>	0.000 (0.046)		-0.002 (-0.146)				
Punmon	0.037 (0.154)		0.244 (0.830)				
Punnum	1.446 (0.396)		-3.963 (-0.898)				
Procut	-1.196 (-0.369)		-2.627 (-0.403)				
Court	0.013 (0.584)		0.010 (0.349)				
Fatal	0.390*** (2.798)	0.395*** (2.777)	0.399*** (2.842)	0.333 (0.852)	0.382** (2.017)	0.334 (1.557)	
Debt	0.357*** (2.667)	0.350** (2.564)	0.356*** (2.693)	1.824*** (4.402)	0.349** (2.467)	-0.613* (-1.850)	

(续表)

A 栏: 模型 I 的估计结果

全部样本: 1990—2003 年

初始阶段:  
1994 年 7 月前发展阶段:  
1994 年 7 月—  
1999 年 7 月完善阶段:  
1999 年 7 月后

Age1	-0.158*** (-12.528)	-0.158*** (-12.039)	-0.114** (-2.371)	-0.220*** (-10.929)	-0.112*** (-6.566)
R1	0.019 (1.069)	0.020 (1.016)	0.109*** (3.551)	-0.04 (-0.985)	-0.073** (-2.148)
Size1	0.192*** (5.658)	0.185*** (5.413)	0.147** (1.992)	0.266*** (5.770)	0.113* (2.181)
Op	0.003* (1.808)	0.003* (1.786)	0.024 (0.552)	0.002 (1.492)	0.000 (0.032)
Type1	1.115*** (3.116)	1.042*** (2.916)	1.052*** (2.902)	1.287*** (4.995)	1.287*** (4.995)
Type2	0.365* (1.710)	0.342 (1.554)	0.338 (1.524)	-1.027 (-1.414)	0.452** (1.992)
Type3	-0.216 (-0.461)	-0.239 (-0.497)	-0.233 (-0.494)	-0.049 (-0.084)	-0.411 (-0.911)
Type4	0.118 (0.245)	0.062 (0.123)	0.075 (0.156)	0.243 (0.387)	-0.354 (-0.593)
T	0.182*** (2.736)	0.029 (0.250)	0.300 (1.329)	0.144 (1.407)	0.195* (1.941)
行业	Yes 2.049	Yes 2.045	Yes 1.718	Yes 2.036	Yes 2.356
DW	0.298	0.294	0.253	0.402	0.289
调整 R <sup>2</sup>	22.342	20.016	3.777	21.664	10.269
F	0	0	0	0	0
Prob>F	0	0	0	0	0

注: 括号内的数字为经 White(1980)异方差调整后的  $t$  值, 下同。



表 5 全部样本上市后股权集中度与中小投资者法律保护保护的检验结果

样本	1994 年前上市样本		1994—1998 年上市样本		1998 年后上市样本	
C	-7.630*** (-8.960)	-7.288*** (-6.830)	-4.897*** (-10.422)	-4.497*** (-6.846)	-7.533*** (-7.362)	-7.787*** (-5.270)
Tlaw	-0.014 (-0.597)	-0.025 (-0.825)	-0.047 (-1.347)	-0.056* (-1.830)	-0.021 (-1.098)	
Slaw	0.008 (0.088)	0.075 (0.531)	0.156 (1.469)	0.208 (1.313)	0.109 (1.158)	
Punmon		-0.023 (-0.089)		-0.022 (-0.128)		-0.568 (-1.213)
Punnum		2.084 (0.526)		2.022 (0.858)		6.301 (1.302)
Procut		-0.903 (-0.642)		-0.798 (-0.903)		
Court		-0.020 (-0.496)		-0.019 (-0.692)		0.008 (0.167)
Size2	0.213*** (4.981)	0.216*** (5.116)	0.174*** (7.908)	0.175*** (7.943)	0.271*** (5.965)	0.272*** (5.974)
Age2	-0.434*** (-5.553)	-0.437*** (-5.507)	-0.004 (-0.237)	-0.004 (-0.208)	-0.076 (-1.480)	-0.070 (-1.336)
Growth	0.025** (2.386)	0.026** (2.497)	-0.006*** (-4.532)	-0.006*** (-4.529)	-0.210** (-2.248)	-0.210** (-2.244)
Fata2	1.100*** (4.626)	1.108*** (4.638)	-0.214 (-1.535)	-0.216 (-1.547)	0.290* (1.683)	0.292* (1.692)

(续表)

样本	1994 年前上市样本		1994—1998 年上市样本		1998 年后上市样本	
Std	1.255 (1.258)	1.209 (1.214)	-0.833 (-0.885)	-0.858 (-0.910)	2.175 (0.685)	2.201 (0.695)
Type1	0.648*** (6.400)	0.652*** (6.336)	0.569*** (10.307)	0.567*** (10.280)	0.896*** (3.104)	0.903*** (3.121)
Type2	0.003 (0.028)	0.009 (0.095)			0.520* (1.764)	0.527* (1.784)
Type3	-2.012*** (-6.227)	-2.002*** (-6.108)	-0.070 (-0.271)	-0.069 (-0.289)	-0.098 (-0.294)	-0.084 (-0.254)
Type4			-0.086 (-0.339)	-0.075 (-0.288)	-0.991** (-2.042)	-0.984** (-2.034)
T	0.451*** (3.514)	0.473*** (3.171)	0.068 (0.838)	0.083 (0.626)		
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整 R <sup>2</sup>	0.563	0.561	0.171	0.169	0.195	0.194
F	47.474	37.790	21.349	16.665	13.481	12.711
Prob>F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
观察值	577	577	1386	1386	828	828

表 6 国有控股公司上市后股权集中度与中小投资者法律保护的检验结果

样本	1994 年前上市样本	1994—1998 年间上市样本	1998 年后上市样本
C	-7.143*** (-7.301)	-4.468*** (-7.596)	-7.552*** (-6.721)
Tlaw	-0.035 (-1.068)	-0.046 (-1.569)	-0.015 (-0.724)
Slaw	0.025 (0.206)	0.149 (1.585)	0.094 (0.888)
Punmon	-0.091 (-0.267)	-0.007 (-0.034)	-0.451 (-0.860)
Punnum	2.849 (0.572)	1.416 (0.496)	4.595 (0.849)
Procut	-1.768 (-0.966)	-0.419 (-0.394)	
Court	-0.050 (-0.952)	-0.013 (-0.402)	-0.008 (-0.140)
Size2	0.185*** (4.024)	0.185*** (6.981)	0.311*** (6.139)
Age2	-0.835*** (-9.428)	0.030 (1.449)	-0.079 (-1.367)
Growth	0.045 (1.310)	0.011 (0.378)	-0.268** (-2.025)

(续表)

样本	1994 年前上市样本	1994—1998 年间上市样本	1998 年后上市样本
Fata2	0.616** (1.973)	-0.152 (-0.867)	0.191 (1.005)
Std	1.281 (1.298)	-0.682 (-0.511)	0.016 (0.006)
T	0.934*** (5.671)	0.043 (0.449)	0.059 (0.376)
行业	Yes	Yes	Yes
调整 R <sup>2</sup>	0.349	0.073	0.119
F	16.406	8.171	9.065
Prob>F	0.000	0.000	0.000
观察值	346	1006	657

表7 非国有控股公司上市后股权集中度与中小投资者法律保护的检验结果

样本	1994年前上市样本	1994—1998年上市样本	1998年后上市样本					
C	-13.382*** (-6.098)	-13.110*** (-5.058)	-4.221*** (-4.948)	-4.145*** (-3.860)	-3.229*** (-2.713)	-0.121 (-0.033)	2.465 (0.936)	1.337 (0.363)
Tlaw	-0.022** (-2.392)	-0.037** (-1.975)	-0.036 (-1.001)	-0.060** (-1.970)	-0.079* (-1.810)	-0.150 (-1.058)	-0.044 (-1.037)	
Slaw	0.023 (0.138)	0.085 (0.297)	0.280 (0.195)	0.202* (1.761)	0.311 (1.639)	0.011 (0.189)	0.216 (1.001)	
(Tlaw) <sup>2</sup>		0.000 (0.643)				0.002 (1.148)		
(Slaw) <sup>2</sup>		-0.014 (-0.174)				0.013 (1.537)		
Punmon	0.187 (0.427)	0.133 (0.293)	0.150 (0.328)	-0.027 (-0.090)	-0.047 (-0.149)	-0.356 (-0.871)		-1.119 (-1.053)
Punnum	-1.874 (-0.234)	-1.751 (-0.215)	-1.343 (-0.169)	3.358 (0.941)	3.348 (0.814)	10.170 (1.496)		10.668 (0.956)
Procut	-0.448 (-0.253)	-0.757 (-0.282)	-0.415 (-0.223)	-0.326 (-0.262)	-1.975 (-1.259)	-1.961 (-1.038)		
Court	-0.030 (-0.491)	-0.045 (-0.577)	-0.007 (-0.098)	0.020 (0.646)	-0.044 (-0.886)	0.080 (1.301)		0.042 (0.363)
Size2	0.415*** (3.966)	0.422*** (4.128)	0.426*** (4.086)	0.124*** (3.135)	0.119*** (3.023)	0.121*** (3.063)	-0.188 (-1.486)	-0.186* (-1.769)
Age2	-0.789*** (-12.367)	-0.791*** (-12.289)	-0.793*** (-12.343)	-0.109*** (-3.495)	-0.113*** (-3.269)	-0.113*** (-3.253)	-0.074 (-0.649)	-0.071 (-0.574)

(续表)

样本	1994 年前上市样本		1994—1998 年上市样本		1998 年后上市样本			
	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误		
Growth	0.029** (1.984)	0.031** (2.095)	0.030** (2.025)	-0.004** (-2.462)	-0.005** (-2.805)	-0.005*** (-2.780)	0.054 (0.414)	0.055 (0.382)
Fata2	2.578*** (5.369)	2.587*** (5.312)	2.589*** (5.272)	-0.418* (-1.723)	-0.415* (-1.687)	-0.430* (-1.764)	0.781* (1.701)	0.790* (1.869)
Std	3.442*** (2.805)	3.455*** (2.723)	3.457*** (2.660)	-1.331 (-1.215)	-1.183 (-1.085)	-1.276 (-1.153)	3.157 (0.447)	2.929 (0.291)
T	0.815*** (4.992)	0.765*** (6.546)	0.787*** (3.062)	0.191 (1.273)	0.023 (0.410)	0.239 (0.937)	-0.075 (-0.365)	
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整 R <sup>2</sup>	0.496	0.488	0.488	0.090	0.080	0.086	0.117	0.112
F	19.841	16.854	14.706	4.398	3.552	3.371	3.195	2.788
Prob>F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002
观察值	231	231	231	380	380	380	171	171

由表6可知,对于在三个不同阶段上市的国有控股公司来说,在立法变量方面,  $Tlaw$  与上市后股权集中度呈负相关, 但不显著;  $Slaw$  与上市后股权集中度呈正相关, 也不显著。在执法变量方面,  $Punmon$ 、 $Punnum$ 、 $Procut$  和  $Court$  与上市后股权集中度之间的关系同样不显著。可见, 对于国有控股的公司, 中小投资者法律保护的立法和执法变量都不影响公司上市后股权集中度的变化。这是因为: 第一, 在我国, 国有控股公司的股份转让受到严格的限制<sup>4</sup>, 国有控股股东在持有还是放弃股份主要取决于国有资产管理决策, 因此这些国有股的变化并不取决于中小投资者法律保护的程序。第二, 至于执法变量与股权集中度的关系不显著, 主要是我国上市公司违法成本太低<sup>5</sup>, 且执法难度很大导致有法难依。

由表7可知, 对于初始阶段上市的非国有控股公司经历了初始—发展—完善阶段, 在立法变量方面,  $Tlaw$  与公司上市后股权集中度呈显著负相关关系;  $Slaw$  与公司上市后股权集中度呈正相关关系, 但不显著;  $Tlaw$  和  $Slaw$  的平方项与股权集中度之间的参数估计值都不显著<sup>6</sup>。这是因为: 在我国中小投资者法律保护程度较低的初始阶段, 非国有控股股东的股权相对集中, 但转让相对容易。因此, 非国有控股股东根据实际情况逐步放弃部分股权, 在保持公司实际控制权的条件下减少控股比例。对于发展阶段上市的非国有控股公司经历了发展—完善阶段,  $Tlaw$  与上市后股权集中度呈显著负相关, 但其他立法和执法变量均与股权集中度的关系不显著。所以, 我们认为: 我国非国有控股公司上市后股权集中度逐步下降, 一方面可能是非国有控股股东通过降低控股比例以换取更多的资金的原因; 另一方面可能是由于中小投资者法律保护立法总水平的逐步加强和完善, 这些公司通过减少控股权比例但仍拥有公司的实际控制权, 从而以更加隐蔽的方式获得控制权私利。另外在执法变量方面, 四个执法力度指标与股权集中度的变化无关。我们认为: 这仍然是因为我国上市公司违法成本太低, 且执法难度很大导致有法难依。对于完善阶段上市的非国有控股公司, 中小投资者法律保护的立法和执法指标都与上市后股权集中度关系不显著, 这是因为这些公司上市年数只有 2—4 年, 其股权集中度的变化不大。

<sup>4</sup> 1994年11月3日颁布的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》和2000年5月19日颁布的《关于股份有限公司国有股权管理工作有关问题的通知》对国有股权的转让做出了严格的规定。

<sup>5</sup> 据统计, 在1993—2003年间, 历年处罚金额与上市公司(A股)筹资总额比例的平均值仅为0.0026%; 历年披露的违规公司数与上市公司数(含A、B股)比例的平均值仅为1.87%。

<sup>6</sup> 加入平方项后, 由于  $Tlaw$  与  $(Tlaw)^2$  之间,  $Slaw$  与  $(Slaw)^2$  之间存在严重的多重共线性, 致使  $Tlaw$  与股权集中度之间的负相关关系变为不显著。

## 五、结论与启示

本文以 1990—2003 年在深沪两市上市的 A 股股票为样本,检验了在不同时间段 1006 家首次发行股票的公司上市时(IPO 时)的股权集中度的变化和 546 家公司上市后股权集中度的变化是否与中小投资者法律保护的立法和执法有关。结果发现<sup>7</sup>:

(1) 中小投资者法律保护的执法变量与不同时间段 IPO 时的股权集中度和公司上市后股权集中度的变化无关,这是因为我国上市公司的违法成本太低,且执法难度很大导致有法难依。

(2) 与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法变量(Slaw)与 IPO 时的股权集中度和公司上市后股权集中度的变化无关,这主要是由于在我国,与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法条例和条款相对较少而难于发挥作用。据统计,从 1992—2003 年,我国颁布与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法条款占有中小投资者法律保护的立法条款的比重仅为 20%左右。此外,也有可能是市场本身对 Slaw 的条款缺乏反应,或者 Slaw 与 Tlaw 具有一定的线性正相关性而导致该结果。

(3) 在中小投资者法律保护的完善阶段,中小投资者法律保护的立法变量(Tlaw)与 IPO 时的股权集中度显著负相关,是由于我国不同阶段 IPO 发行制度不同所引起的,这反映了证券监管当局力图逐步通过对流通股比例的管理实现对中小投资者利益的法律保护,故 IPO 时股权集中度的下降实际上是政府通过管理拟上市公司股权结构的结果;对于在初始阶段和发展阶段上市的非国有控股公司,中小投资者法律保护的立法变量(Tlaw)与上市后股权集中度呈显著负相关关系,这一方面可能是中小投资者法律保护立法总水平的逐步加强和完善的結果;另一方面可能是非国有控股股东通过降低控股比例但保持实际控制权以换取或获取更多的资金的缘故;对于在三个不同阶段上市的国有控股公司,中小投资者法律保护的立法变量(Tlaw)与公司上市后股权集中度的变化无关,这是由于我国政府严格限制国有股转让的缘故。

我们认为,虽然本文的部分实证研究结果与 LLSV (1997, 1998, 1999) 的实证结果相似,但制度背景和原因完全不同。LLSV 认为,股权集中度的下降是中小投资者法律保护逐步加强和完善的結果,集中的股权是投资者法律保护不足的一种替代。而在我国,股权集中度的下降不完全是中小投资者法律保护的結果,IPO 发行制度的演变、与股权集中度相关的中小投资者法律保护的立法相对较少、政府对国有股权转让的严格管理和非国有控股公司在保持实际控制权的条件下减少控股比例以获取自身利益也可能导致上述結果。

<sup>7</sup> 本文还用前五大股东的持股比例之和(CR5)代替 Herfindahl 指数(H5)来检验,所得实证结果相似。



附表 1 中小投资者法律保护分值

中小投资者 法律保护 条款	其他制度与政策										中小投资者法律保护分值												
	股东权利										18 (与股权集中度有关)			19 (法律分值汇总)									
	1 临时股东大会 召集权	2 代理表决权	3 通信表决权	4 一股一票	5 股权起诉权	6 累积表决权	7 重大事项 表决方式	8 信息披露	9 会计与 审计制度	10 外部独立 董事	11 送配股 政策	12 内部人 股权转让	13 管理 层、董 事监 持股 规定	14 内幕交 易	15 关联交 易	16 限制大 股东行 为	17 其他条 款	新增 分值 (A)	累 计分 值 (B)	各 段分 值 (C)	新增 分值 (A)	累 计分 值 (B)	各 段分 值 (C)
1992.5.15前																	0	0	0	0	0	0	0
1992	5.15 *	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	2	2	2	2	2	2	2
1993	4.22						*	▲			▲	▲	*			*	2	4	4	4.5	12.5	12.5	
	6.12						▲										0	4	4	0.5	13	14	
	8.15						▲						▲				0	4	4	1	14	14	
	12.17									▲							0	4	4	0.5	14.5	16	
1.1								*								0	4	4	1	15.5	16		
1.10							▲									0	4	4	0.5	16	16		
6.23							▲									0	4	4	0.5	16.5	27.5		
1994	7.1 *	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	2	6	6	11	27.5	27.5	
	7.27						▲										0.5	6.5	6.5	0.5	28	28	
9.28									▲								0	6.5	6.5	0.5	28.5	28.5	
1995	10.27								▲								0	6.5	6.5	0.5	29	29	
	12.21						▲										0	6.5	6.5	0.5	29.5	30.5	
1996	1.24								▲								0	6.5	6.5	0.5	30	30	
	2.7								▲								0	6.5	6.5	0.5	30.5	30.5	

(续表)

中小投资者 法律保护 条款	其他制度与政策										中小投资者法律保护分值												
	股东权利										18 (与股权集中度有关)			19 (法律分值汇总)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	新增分值 (A)	累积分值 (B)	各 段 分 值 (C)	新增分值 (A)	累积分值 (B)	各 段 分 值 (C)
1996	4.22											▲						0.5	7		0.5	31	
	6.20						▲											0	7		0.5	31.5	
	7.24									▲								0	7		0.5	32	7.5
	8.1											▲						0.5	7.5		0.5	32.5	
1997	12.20						▲											0	7.5		0.5	33	7.5
	1.1													▲				0	7.5		0.5	33.5	
	1.6						▲											0	7.5		0.5	34	
	3.3						▲						▲					0	7.5		1	35	7.5
1998	4.1						▲											0	7.5		0.5	35.5	
	10.1						*							*				0	7.5		2	37.5	
	12.16						▲	▲						▲		*		0	7.5		3.5	41	41
1998	6.18						▲											0	7.5		0.5	41.5	
	8.24																▲	0.5	8		0.5	42	8
	12.10						▲											0	8		0.5	42.5	43
12.29						▲											0	8		0.5	43		

(续表)

中小投资者 法律保护 条款	其他制度与政策										中小投资者法律保护分值												
	股东权利										18 (与股权集中度有关)			19 (法律分值汇总)									
	1 临时 大会 召集 权	2 代 理 表 决 权	3 通 信 表 决 权	4 一 股 一 票	5 股 权 起 诉 权	6 累 积 表 决 权	7 重 大 事 项 表 决 方 式	8 信 息 披 露	9 会 计 与 审 计 制 度	10 外 部 独 立 董 事	11 送 配 股 政 策	12 内 部 人 股 权 转 让	13 管 理 层 董 事 监 持 股 规 定	14 内 幕 交 易	15 关 联 交 易	16 限 制 大 股 东 行 为	17 其 他 条 款	新 增 分 值 (A)	累 计 分 值 (B)	各 段 分 值 (C)	新 增 分 值 (A)	累 计 分 值 (B)	各 段 分 值 (C)
1999	3.17						▲										0	8		0.5	43.5		
	5.6													▲				0	8	10	0.5	44	
	6.14									▲								0	8		0.5	44.5	49.5
	7.1				*		*				*							2	10		5	49.5	
12.8							▲										0	10	10	0.5	50	50	
5.18	▲	◆		▲										▲			0	10		0.5	50.5		
6.6																	0	10		0.5	51	52	
6.15							▲										0	10	10	0.5	51		
7.1								*									0	10		1	52		
3.15										▲							0	10		0.5	52.5		
3.19							▲							▲	▲		0	10		1.5	54		
3.28							▲	▲		▲				▲			0	10	9	1.5	55.5	55	
4.6							▲										0	10		0.5	56		
6.12																	-1	9		-1	55		
9.30																	0.5	9.5		0.5	55.5		
10.22																	*	1	10.5	11	1	56.5	61
12.10							▲										0	10.5		0.5	57		

(续表)

中小投资者 法律保护 条款	其他制度与政策										中小投资者法律保护分值											
	股东权利										18 (与股权集中度有关)			19 (法律分值汇总)								
	1 临时 大会 召集 权	2 代 理 表 决 权	3 通 信 表 决 权	4 一 股 一 票	5 股 权 起 诉 权	6 累 积 表 决 权	7 重 大 事 项 表 决 方 式	8 信 息 披 露	9 会 计 与 审 计 制 度	10 外 部 独 立 董 事	11 送 配 股 政 策	12 内 部 人 股 权 转 让	13 管 理 层 、 董 事 监 持 股 规 定	14 内 幕 交 易	15 关 联 交 易	16 限 制 大 股 东 行 为	17 其 他 条 款	新 增 分 值 (A)	累 计 分 值 (B)	各 段 分 值 (C)	新 增 分 值 (A)	累 计 分 值 (B)
2002	1.7		*	▲	▲	*	▲	▲						▲	▲		0.5	11	11	4	61	61
	1.15			▲													0	11		0.5	61.5	
	6.22						▲										0	11	11	0.5	62	63
	6.30							*									0	11		1	63	
	7.24									▲							0	11		0.5	63.5	
	9.9													▲			0	11		0.5	64	
	11.1																0.5	11.5		0.5	64.5	
	12.1																1	12.5		1	65.5	
	1.6																0	12.5		0.5	66	
	2.1			▲													0	12.5		0.5	66.5	
2003	3.24																0	12.5		0.5	67	
	3.26																0	12.5	12.5	0.5	67.5	68.5
	6.24																0	12.5		0.5	68	
	6.30								▲								0	12.5		0.5	68.5	
	8.28														▲		0	12.5		0.5	69	
	12.1																0	12.5	12.5	0.5	69.5	70
12.22																0	12.5		0.5	70		

注:▲表示法律分值加0.5分; \*表示法律分值加1分; \*\*表示法律分值加2分;◆表示法律分值减1分。

## 参 考 文 献

- [1] Aganin, Alexander, and Paolo Volpin, "History of Corporate Ownership in Italy", Working Paper, European corporate governance institute, 2003.
- [2] Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, and Guedhami Omrane, "Postprivatization Corporate Governance: the Role of Wwnership Structure and Investor Protection", *Journal of Financial Economics*, 2005, 76, 369—399.
- [3] Brennan, Michael, and Julian Franks, "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U. K", *Journal of Financial Economics*, 1997, 45, 393—414.
- [4] Burkart, Mike, and Fausto Panunzi, "Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection", Working Paper, CEPR, 2003.
- [5] Castillo, Ramon, and Stergios Skaperdas, "All in the Family or Public? Law and Appropriative Costs as Determinants of Ownership Structure", Working Paper, SSRN, 2003.
- [6] Cheffins, Brian, R. , "Does Law Matters? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom", Working Paper, SSRN, 2000.
- [7] Chirinko, Ees Robert, Hans van Harry Garretsen, and Elmer Sterken, "Investor Protection and Concentrated Ownership: Assessing Corporate Control Mechanisms in the Netherlands", *German Economic Review*, 2004, 5, 119—138.
- [8] Coffee, John C. , "The Rise of Dispersed Ownership: the Role of Law in the Separation of Ownership and Control", Working Paper, SSRN, 2001.
- [9] Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 1985, 6, 1155—1177.
- [10] Dyck, Alexander, "Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance", Working Paper, SSRN, 2000.
- [11] Elston, Julie, A. , and Laura Rondi, "Shareholder Protection and the Cost of Capital: Empirical Evidence from German and Italian Firms", Working Paper, SSRN, 2004.
- [12] 冯根福、韩冰、闫冰, "中国上市公司股权集中度变动的实证分析", 《经济研究》, 2002年第8期, 第12—19页。
- [13] Field, L. Casares, and Dennis P. Sheehan, "IPO Underpricing and Outside Blockholdings", *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10, 263—280.
- [14] Franks, Julian, Colin Mayer, and Stefano Rossi, "Ownership: Evolution and Regulation", Working Paper, European Corporate Governance Institute, 2003.
- [15] Himmelberg, Charles P. , Hubbard, and R. Glenn, Darius Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, 1999, 53, 353—384.
- [16] Himmelberg, Charles P. , Hubbard, and Inessa Love, "Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital", Working Paper, SSRN, 2002.
- [17] Holmen, Martin, and Peter Hogfeldt, "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Intermediation*, 2004, 13, 324—358.
- [18] Lamba, Asjeet S. , and Geof Stapledon, "The Determinants of Corporate Ownership Structure: Australian Evidence", Working Paper, SSRN, 2002.
- [19] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113—1155.

- [20] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 1999, 54, 471—517.
- [21] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, 3—27.
- [22] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "What Works in Securities Law", *Journal of Finance*, 2005, Forthcoming.
- [23] 林长泉, "股权集中度的决定、变动及不同股权结构的业绩相关性", 《中国会计评论》, 2004年第2期, 第377—392页。
- [24] Prowse, Stephen D., "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *Journal of Finance*, 1992, 47, 1121—1140.
- [25] 沈艺峰、许年行、杨熠, "我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验", 《经济研究》, 2004年第9期, 第90—100页。
- [26] Stoughton, Neal, and Josef Zechner, "IPO-mechanisms, Monitoring and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1998, 49, 45—78.
- [27] Zhang, Yi and Guang Ma, "Law, Economic, Corporate Governance, and Corporate Scandal in a Transition Economy: Insight from China", Working Paper, Peking University, 2005.

## Does Legal Protection of Minority Shareholders Affect Ownership Concentration in Chinese Stock Market?

NIANHANG XU SHINONG WU  
(Xiamen University)

**Abstract** Using a sample from A-share firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges for the period 1990 to 2003, we examine the relationship between legal protection of minority shareholders and ownership concentration. The empirical results show that the decline of ownership concentration cannot be fully explained by the changes of laws and regulations concerning the protection of minority shareholders. The evolution of IPO rules, the limited number of regulations on minority protection, government's strict regulation on transfer of state-owned shares, and the desire to get more private benefits by non-state-controlling shareholders may also lead to the variation of ownership concentration.

**JEL Classification** G32, G38, K22