

谈判优势、控制权收益与大股东初始持股比例

——来自中国 865 家村镇银行的经验证据*

熊德平 陆智强 李红玉

内容提要:本文针对“主发起行制度”下,村镇银行大股东初始持股比例的现实差异和既有研究不足,基于公司治理理论和博弈分析思路,引入拓展的纳什谈判模型,从谈判优势和控制权收益相结合的视角,构建解释大股东初始持股比例形成机制的理论模型,进而运用中国 865 家村镇银行的数据,实证检验理论模型推论与假说发现:村镇银行创立阶段,大股东具有利用谈判优势,提高初始持股比例的倾向;控制权收益增加,对其具有抑制作用,且大股东谈判优势越强,这种抑制作用越明显,但并不会改变大股东追求较高初始持股比例的基本趋势。然而,从村镇银行发展角度出发,大股东应降低初始持股比例,尤其是在控制权收益较高、谈判优势较低情况下,更应如此,至少不应超出其所拥有的谈判优势。本文不仅直接支持了调低村镇银行大股东初始持股比例的政策,提出了完善我国村镇银行股权结构的对策建议,而且创新了公司股权结构形成机制研究视角,完善和深化了既有研究。

关键词:谈判优势 控制权收益 村镇银行 大股东 初始持股比例

作者简介:熊德平,云南财经大学金融学院教授、博士生导师,650221;

陆智强,宁波大学商学院副教授、硕士生导师,315211;

李红玉,宁波大学商学院讲师、博士,315211。

中图分类号:F832.35 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2017)02-0044-19

一、问题提出与研究思路

股权结构作为特定市场环境下,股东寻求利益最大化过程中,通过谈判和交易,实现竞争性选择的均衡结果(Demsetz, 1983),因其对公司基本制度的影响,而成为公司治理的核心(王奇波、宋常, 2006)。我国 2007 年开始创立的村镇银行作为解决农村金融供给不足等问题的新型农村金融机构,优化股权结构,尤其是大股东持股比例,不仅是银监发〔2006〕90 号、〔2007〕5 号、〔2012〕27 号^①等政策的要求,而且是当前村镇银行完善公司治理,实现健康、持续发展亟需解决的现实问

* 基金项目:本研究得到国家自然科学基金项目(71273144)、国家社会科学基金项目(16CJY073)和浙江省自然科学基金项目(LQ16G030002)的资助。感谢匿名审稿人的建议。当然,文责自负。

^① 分别为中国银行业监督管理委员会印发的《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策 更好支持社会主义新农村建设的若干意见》《村镇银行管理暂行规定》《关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见》。

题(王曙光,2009;柴瑞娟,2010;陆智强、熊德平,2015)。然而,本文发现:“主发起行制度”^①下,村镇银行股权结构形成机制相比一般公司制企业具有其特殊性,即主发起行完全可以凭借制度确立的最低股份额成为大股东(即第一大股东)。但现实中村镇银行大股东初始持股比例却存在较大差异。^②那么,什么因素导致了这种差异?即什么因素决定了村镇银行大股东初始持股比例?对此,既有研究没有给予足够重视和回答。

为此,本文以“主发起行制度”下的村镇银行为对象,在文献述评和选题陈述基础上,基于公司治理理论和博弈分析思路,引入Svejnar(1986)拓展的Nash(1953)谈判模型,从谈判优势和控制权收益相结合的视角构建理论模型,进而运用全国865家村镇银行的数据,检验理论模型推论与假说,试图揭示主发起行在已被制度确立为大股东情况下,为竞争公司控制权,实现自身利益最大化,如何基于控制权收益,发挥谈判优势,选择最优初始持股比例的机制并进一步从村镇银行发展角度,考察不同谈判优势和控制权收益水平下,大股东应如何选择初始持股比例,从而创新股权结构形成机制研究视角,增进对公司股权结构,尤其是大股东持股比例形成机制的理解,完善和深化既有研究,为改善和加强村镇银行公司治理提供支持。

本文选择村镇银行作为研究对象,除基于其优化股权结构,完善公司治理的迫切需要外,还因为银监发[2007]5号对村镇银行设置地域、准入门槛、市场定位、发起人制度等的规定,^③不仅使其具有良好的样本同质性和外部环境同质性,而且,还具有“主发起行制度”下大股东与村镇银行的行业同质性。^④这为增强研究的可控性,解决既有研究存在的大股东与公司行业异质性,^⑤甚至存在的样本异质性和外部环境异质性问题提供了可能,从而可以就大股东持股比例形成机制获得更加清晰、可靠的结论。

二、文献综述与选题陈述

股权结构是公司治理的核心。自Berle和Means(1932)基于股权分散,提出公司治理的第一类代理问题,Jensen和Meckling(1976)、Fama和Jensen(1983a;1983b)、Jensen(1986)等对此进行了一系列经典研究,之后,围绕La Porta,Lopez-de-Silanes和Shleifer(1999)基于股权集中,提出的第二类代理问题,股权结构形成机制逐渐成为研究重点(吴世飞,2016)。事实上,Demsetz(1983)就曾指出:股权结构是内生于股东利益最大化的结果,而非原因。Demsetz和Lehn(1985)通过对美国不同行业上市公司的研究发现:股权集中度与所属行业监管程度、公司规模负相关,与盈利波

① “主发起行制度”作为村镇银行的重要创新,是指根据银监发[2007]5号:村镇银行发起人或出资人中应至少有1家银行业金融机构,且最大股东或唯一股东必须是银行业金融机构(主发起行或大股东),其持股比例不得低于20%(银监发[2012]27号将其下调至15%),其他股东及其关联方持股比例均不得超过10%。

② 表2显示我国村镇银行主发起行作为制度确立的第一大股东持股比例最低为15%,最高为100%,中位数为51%,平均值为49%,标准差为20%。

③ 银监发[2007]5号除“主发起行制度”外,还规定村镇银行设立在县(市)和乡(镇),注册资本分别不低于300万元和100万元,主要是满足当地农户和中小企业贷款需求,且不得发放异地贷款。

④ 行业同质性因产品或服务的替代性而具有不同程度。“主发起行制度”使大股东和村镇银行具有高度的行业同质性,不仅为大股东向村镇银行移植管理和技术,提供资金、产品、风控、监管、信誉、能力等支持或为其“风险兜底”提供了条件(邱晖、孙少岩,2014),而且也为本研究提供了难得的样本。

⑤ 既有研究虽有大股东和公司属于同一行业的案例,但并非制度确立,而是竞争性选择的自然结果,更非样本选择中作为研究可控性的主动考虑,而且行业范围较宽,同质性远不及本研究的“银行业”。

动性正相关。Grossman 和 Hart(1988)将大股东^①利用控制权谋取的公司价值定义为控制权收益,^②在区分为共享收益和私人收益后,“控制权收益”便成为解析股权结构形成机制的重要工具(吴世飞,2016)。Shleifer 和 Vishny(1997)、Johnson 等(2000)、Shleifer 和 Wolfenzon(2002)等通过对不同国家上市公司的研究发现:股权结构受控制权收益分配影响,法律对投资者权益保护程度与控制权收益的负向关系,决定了其与股权集中度呈负相关关系,股权结构被解释为股东对法律保护环境的适应机制。Bebchuk, Kraakman 和 Triantis(2000)运用“护租(Rent Protection)”理论证明了当控制权收益较大时,分散股权结构不是稳定均衡,股东会选择集中型股权结构。Denis 和 McConnell(2003)、Holderness(2003)发现:控制权收益会促使股东保留或提高持股份额,进而强化了集中型股权结构。Masulis, zein 和 Pham(2011),Bena 和 Ortiz-Molina(2013)等研究发现:在法律对投资者权益保护程度较低条件下,高投资、低收益项目,更需要集中型股权结构,以满足融资和支付需要。戴艳萍、徐加根(2015)基于控制权收益分析了中国国有上市银行股权结构的竞争性均衡。

与此同时,控制权收益的实现手段及其影响因素受到重视(韩德宗、叶春华,2004;吴世飞,2016)。Johnson 等(2000)发现了大股东攫取控制权私人收益的“掏空行为”,^③并指出投资者权益保护程度与大股东“掏空行为”呈负相关关系。Claessens, Djankow 和 Lang(2000)、La Porta 等(2002)发现,公司价值随大股东现金流权与控制权偏离程度扩大而降低。^④ Filatotchev 和 Mickiewicz(2001)指出,大股东企图获取较高控制权私人收益时,倾向于利用较少资源(一般表现为降低持股比例)获取公司控制权,以降低由于侵害其他中小股东利益所带来的对自身控制权共享收益的抵消作用。Friendman, Jonnson 和 Mitton(2003)发现了对应于“掏空行为”的“支持行为”,^⑤以及二者内生于大股东利益最大化的临界点,从而在逻辑上将控制权收益归结为私人收益(陈希晖,2012)。^⑥ Barclay 和 Holderness(1989)、施东晖(2003)发现:控制权收益随大股东持股份额提高而增加,随公司规模扩大而增长,并与公司盈利水平成正比。邓建平、曾勇(2004)与王化成等(2015)进一步发现了控制权收益随控制权竞争程度提高而降低。

在村镇银行研究领域,股权结构问题日益受到重视。王曙光(2009)基于实际调研发现:不同的主发起行获取控制权的意图不同,提出了强化产权和治理结构约束,增强隐性担保,改进村镇银行信贷行为的观点。柴瑞娟(2010)从法律角度指出村镇银行不同股权模式的利弊,提出主发起行制度应予废除,股权结构应相对集中的政策主张。李东卫(2011)指出了当前村镇银行公司治理存

① 对公司拥有实际控制权的股东,一般需以控股为前提,但现代公司中控股总是小于控制权。

② 事实上,Fama 和 Jensen(1983)、Shleifer 和 Vishny(1986)等就已发现并实证了这一现象及其价值,只是没有给出严谨和被广泛接受的学术定义,也未特指大股东的控制权收益,甚至未明确区分股东控制权、经理控制权或其他控制权。

③ 英文“Tunneling”又译“隧道效应”、“隧道挖掘”、“隧道行为”、“隧道输送”、“渠道输送”等,是指大股东利用公司控制权,依靠内部信息,通过自我交易、关联交易、内幕交易和夺取公司机会、占用公司资源、提供贷款担保以及股权稀释等隐蔽性手段攫取公司价值,侵害其他股东利益,掏空公司的行为。这种掏空行为源于大股东现金流权与控制权的分离(谷祺等,2006;韩亮亮、李凯,2008)。

④ 现金流权源于大股东持股比例(La Porta 等,1999),控制权源于大股东对公司的控制程度(Claessens 等,2000)。

⑤ 英文“Propping”又译“利益输送”,是指大股东利用私有资源帮助控股公司渡过危机与困难的现象。

⑥ Fama 和 Jensen(1983)、Shleifer 和 Vishny(1986)的超过持股份额的额外收益或超额回报、Shleifer 和 Vishny(1997)的大股东获得控制权后谋取的非他性收益、Johnson 等(2000)所指大股东通过“掏空行为(Tunneling)”攫取的公司价值等都是指控制权私人收益。Dyck 和 Zingales(2001)、韩德宗和叶春华(2004)、王铮(2005)、刘少波(2007)等都明确定义控制权收益为私人收益。刘少波、邓可斌(2012)认为大股东基于协同效应的积极治理,甚至对公司的“利益输送”,在本质上也是基于自身利益的一种选择,即“共享收益”在本质上与“私人收益”无异。

在的缺陷。邱晖、孙少岩(2014)基于新制度经济学视角,分析了村镇银行股权结构、治理结构对绩效的影响,并提出了对策建议。葛永波等(2015)在实际调研基础上,实证分析了村镇银行股权结构与经营绩效的关系。沈克彪(2011)与陆智强、熊德平(2015)等实证了村镇银行股权结构与资本投入的关系。显然,既有村镇银行股权结构研究主要集中于股权结构对经营行为和绩效等的影响,未见有关研究村镇银行股权结构,尤其是大股东初始持股比例形成机制的报道。

综上所述,既有研究着重从控制权收益角度,揭示股权结构的形成机制(吴世飞,2016)。但深入分析发现,既有股权结构形成机制研究:(1)大都以上市公司为对象,关注重点是股权结构“事后”变化,偏重于对二级市场的考察,对上市公司初始股权结构尚未进行系统有效的研究(袁淳,2000),对大股东持股行为的研究也比较缺乏(张大勇、傅利平,2010)。鲜有研究非上市公司初始股权结构,尤其是大股东初始持股比例形成机制的文献。(2)股权结构,尤其是大股东初始持股比例,在Demsetz(1983)的经典框架影响下,普遍被假设为投资者按市场规则,基于平等谈判和交易,进行竞争性选择的均衡结果。一方面,股权结构谈判中投资者谈判优势(地位)的差异被抽象。另一方面,大股东与公司的行业异质性对股权结构形成机制的影响未被重视,部分文献甚至存在样本行业异质性和外部环境异质性问题。尚未发现在同质性外部环境下,将大股东与公司具有高度行业同质性的同行业公司作为研究对象的报道。(3)大部分研究是从公司经营绩效或外部环境对控制权收益的影响入手,揭示股权结构形成机制(戴艳萍、徐加根,2015;吴世飞,2016)。对大股东基于控制权收益,利用谈判优势,通过初始持股比例决策,获取公司控制权,实现自身利益最大化的机制尚不清楚。(4)我国村镇银行公司治理急需的股权结构,尤其是大股东初始持股比例形成机制研究尚属空白,更无基于谈判优势和控制权收益视角的研究。

事实上,(1)由于企业内部是权威而非价格机制配置生产要素(Coase,1937),不同参与者在控制权和收益分配上具有不对称性(Jensen和Meckling,1976),在企业权威确定过程中,所有权结构安排是一个重要因素(郑志刚,2010)。公司创立阶段的股权结构,不仅决定了股东对公司的投入和“事后”控制权收益分配,而且是股权结构“事后”变化的起点,携带着公司发展的“基因”。因此,研究非上市公司初创阶段的股权结构,尤其是大股东初始持股比例形成机制,在公司治理研究中更具基础性价值。(2)由于公司初创阶段,投资者必须就初始股权结构进行谈判,但谈判地位并不平等,谈判各方都试图发挥自身谈判优势,通过初始持股比例决策,谋求最大化获取公司控制权,实现利益最大化。因此,谈判优势自然是初始股权结构,尤其是大股东初始持股比例形成机制中不可忽视的因素。然而,谈判优势取决于相对谈判力度,即对公司关键性资源的控制(Rajan和Zingales,1998)。大股东在竞争公司控制权的初始持股决策中,“事前”会面临其他投资者竞争性持股决策的制约,“事后”在“协同效应”作用下,除需按持股比例投入资金外,相比具有“搭便车”动机的其他任何单一股东,还要投入更多的监督经理,甚至直接参与经营管理,乃至实施“支持行为”的专用性资产等关键性资源,但同时又面临其他投资者“敲竹杠(Hold up)”的危险。因此,在初始股权结构谈判中,与公司具有行业同质性的大股东在竞争公司控制权方面,不仅具有一般大股东防范其他投资者“事前”竞争性持股决策和“事后”“敲竹杠”的天然意愿,而且还因与公司具有行业同质性,而具有决定谈判力度的专用性资产等关键资源投入的独特优势。因此,研究股权结构,尤其是大股东初始持股比例形成机制,选择与大股东具有行业同质性的公司,可以消除大股东与公司行业异质性对谈判优势的影响。(3)Demsetz和Lehn(1985)等研究表明,公司股权结构因行业而存在差异,研究股权结构,尤其是大股东初始持股比例,应选择同行业公司,以消除不同行业的影响。(4)依据Demsetz(1983)的观点,外部环境是股权结构,尤其是大股东初始持股比例研究

不可忽视的影响因素,应加以控制,以保持其同质性。

所以,本文以“主发起行制度”下创立的村镇银行为对象,不仅可以对包括村镇银行在内的非上市公司大股东初始持股比例做出基于谈判优势和控制权收益的解释,而且还可以为其优化股权结构,完善公司治理提供依据,也可以为理解初始股权结构“事后”变化奠定基础。另外,利用村镇银行的行业和外部环境同质性,尤其是大股东与公司的行业同质性,可以发现大股东基于控制权收益所发挥的谈判优势,选择初始持股比例的机制,为理解公司股权结构,尤其是大股东持股比例形成机制提供新视角,获得相比既往研究更加深入和可信的结论。

三、理论模型与研究假说

(一)假设与模型构建

从博弈论视角出发,村镇银行初始股权结构安排实际上是在“主发起行制度”约束下,主发起行作为制度确立的大股东与其他投资者之间的博弈均衡,即主发起行和其他投资者在决定创立村镇银行时,会就村镇银行初始股权结构安排进行谈判,主发起行与其他投资者都能预期到控制权收益的存在,并试图最大化拥有。根据本文第二部分的分析可知:主发起行作为制度确立的与村镇银行具有行业同质性的大股东,相比具有“搭便车”动机的其他任何单一投资者,在竞争公司控制权方面具有更强烈的天然意愿和更显著的独特优势。当然,也会面临其他投资者竞争性持股决策的制约。在股东持股决策不考虑资金约束时,^①“主发起行制度”约束下,其他投资者竞争性持股决策并不能改变主发起行的大股东地位,只能抬高村镇银行注册资本规模直至最高水平,^②并形成相应的控制权收益预期。依据 Filatotchev 和 Mickiewicz(2001)的研究:此时,谈判双方必然会发挥各自谈判优势,寻求最大化获得公司控制权必需的最低持股比例,以节约投资成本,从而形成初始股权结构安排,即谈判优势和控制权收益共同决定了村镇银行大股东初始持股比例。

据此,本文假设村镇银行创立时,国家层面的外部环境具有同质性,不同区域环境下,作为大股东的主发起行和其他投资者均可对村镇银行发展规模决定的控制权收益形成预期,持股决策遵循自身利益最大化原则,且不存在资金约束。除主发起行外,其他投资者结成人格化共同体,^③就初始持股比例,与主发起行进行谈判。显然,谈判结果受主发起行对其他投资者谈判优势 R^z 影响。 R^z 是受双方政治、经济地位和资产专用性等因素影响的外生变量(Svejnar, 1986)。设主发起人谈判力度为 γ^z ,其他投资者谈判力度为 γ^q 。依据前述分析,在主发起行和其他投资者对村镇银行控制权收益预期既定,且持股比例不受资金约束假设下,主发起行作为大股东获得村镇银行控制权必须满足: $\gamma^z > \gamma^q$,即谈判优势 $R^z = \frac{\gamma^z}{\gamma^q} > 1$ 。

^① 本文依据《村镇银行管理暂行规定》(银监发[2007]5号),假设村镇银行作为在特定区域为农户和中小企业提供小规模信贷服务的“小银行”,其注册资本规模由于受到业务和地域范围,以及区域信贷需求和信贷市场竞争的制约,在现行融资环境下不会对主发起行和其他股东构成资金约束,对此本文第五部分将检验确认。

^② 《村镇银行管理暂行规定》(银监发[2007]5号)对村镇银行设置地域、准入门槛、市场定位的相关规定,决定了其股权竞争导致的注册资本规模扩张,最终会收敛于区域内农户和中小企业信贷需求及信贷市场竞争的程度。

^③ 本文样本中,除主发起行外,其他股东大都是当地的自然人或民企股东。根据《村镇银行管理暂行规定》(银监发[2007]5号),单一自然人、单一其他非银行企业法人持股比例均不得超过10%。因此,其他股东必须联合才能对主发起人形成制衡。

又设主发起行作为制度确立的大股东与作为一个整体的其他股东,对村镇银行的初始持股比例分别为 α 与 $1-\alpha$ 。由于主发起行作为大股东,在此基础上,还需投入监督经理,甚至直接参与经营管理,乃至落实“支持行为”的专用性资产,共同创造组织租金,使村镇银行价值总额为 V ,但同时也试图通过最大化获得村镇银行控制权,谋取控制权收益最大化。由于主发起行是制度确立的与村镇银行具有行业同质性的大股东,对上述专用性资产投入,以及对控制权及其收益的追求,相比具有“搭便车”动机的其他任何单一投资者,不仅意愿更强烈,而且,优势更明显。因此,主发起行作为大股东必然会基于追求控制权收益的意愿,利用其谈判优势,在初始股权结构谈判中,通过最优初始持股比例决策,最大化获得控制权,以实现自身利益最大化。设村镇银行控制权收益总额为 K ,且 $0 < K < V$ 。此时,村镇银行股东共享价值总额降低为 $V-K$ 。由于在控制权收益获取过程中会出现价值损耗,设损耗比例为 b ,且 $0 < b < 1$,则拥有村镇银行控制权的大股东实际获得的控制权收益为 $(1-b)K$ 。由此可知,主发起行作为制度确立的大股东一旦获得村镇银行控制权,便可获得正常企业租金收益与控制权收益,其收益总额为 $X^Z = \alpha(V-K) + (1-b)K$,其他股东只能获得按照股权比例分配的企业租金收益,即收益总额为 $X^Q = (1-\alpha)(V-K)$ 。

在此基础上,引入 Svejnar(1986)拓展的纳什(Nash,1953)谈判模型。该模型中主发起行与其他投资者分别进行谈判,在各方谈判优势 R^i (i 代表投资者序号)存在差异,且在谈判优势获得的收益 X^i 之和等于总收益 X ,即 $\sum_{i=1}^n X^i = X$ 的约束下,各方会通过谈判使 X^i 最大化,进而使总收益最大化,即 $\prod_{i=1}^n U_{(X^i)}^R$ 。

将上述结论代入前述主发起行与其他投资者的收益总额 X^Z 与 X^Q ,则有在 $X^Z + X^Q = X$ 约束下, $\max U_{(X^Z)}^Z, U_{(X^Q)}^Q$ 的规划问题。借鉴周鹏、张宏志(2002)的做法,对该规划问题构建拉格朗日函数,则有 $L = U_{(X^Z)}^Z, U_{(X^Q)}^Q - \lambda(X^Z + X^Q - X)$ 。对拉格朗日函数取一阶条件,则有: $R^Z \frac{U'(X^Z)}{U(X^Z)} - \lambda = 0$, 由此可知, $\gamma^Z \frac{U'(X^Z)}{U(X^Z)} = \gamma^Q \frac{U'(X^Q)}{U(X^Q)}$ 。

本文进一步假设大股东与其他股东的效用函数均为线性函数,即 $U(X^Z) = X^Z, U(X^Q) = X^Q$, 并将 $X^Z = \alpha(V-K) + (1-b)K$ 和 $X^Q = (1-\alpha)(V-K)$ 代入,则有:

$$\frac{\alpha(V-K) + (1-b)K}{(1-\alpha)(V-K)} = \frac{\gamma^Z}{\gamma^Q} \tag{1}$$

式(1)揭示了谈判优势与村镇银行价值分配的关系,即主发起行作为大股东要获得村镇银行控制权收益,就必须拥有在一定持股比例下与之相匹配的谈判优势。

(二)模型推论与假说

对式(1)进行静态比较分析,可得谈判优势和控制权收益与大股东初始持股比例的关系式(2):

$$\alpha = \frac{\gamma^Z}{\gamma^Z + \gamma^Q} - \frac{(1-b)K\gamma^Q}{(\gamma^Z + \gamma^Q)(V-K)} \tag{2}$$

令 $R^Z = \frac{\gamma^Z}{\gamma^Q} > 1$, 表示主发起行相对于其他投资者的谈判优势,则有:

$$\alpha = \frac{R^Z}{1+R^Z} - \frac{(1-b)K}{(1+R^Z)(V-K)} \tag{3}$$

首先,对式(3)中的 R^Z 求偏导,则有:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial R^z} = \frac{1}{(1+R^z)^2} + \frac{(1-b)K}{(1+R^z)^2(V-K)} > 0 \quad (4)$$

根据式(4),可得推论 1:在不考虑控制权收益变化情况下,大股东相对于其他投资者的谈判优势越大,初始持股比例就越大。

依此推论,结合我国银行业实际,相比城市商业银行和农村金融机构等区域性银行,国有商业银行、股份制商业银行和政策性银行等全国性银行具有资产实力更强、管理水平更高、交易系统更全、市场影响更大,以及向村镇银行投入专用性资产条件更好的优势,就是在村镇银行初始股权结构谈判中,作为主发起行,即大股东的全国性银行相比区域性银行,谈判力度更大,或者说相对其他股东而言,谈判优势更大。因此,本文提出假说 1:

H1:在不考虑控制权收益变化情况下,相比区域性银行,全国性银行作为主发起人的大股东持股比例会更高。

其次,对式(3)中的 K 求偏导,则有:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial K} = -\frac{(1-b)V}{(1+R^z)(V-K)^2} < 0 \quad (5)$$

根据式(5),可得推论 2:在不考虑谈判优势变化情况下,控制权收益越高,大股东初始持股比例越低。

控制权收益的隐性特征,使得其只能间接估算获得。既有控制权收益估算方法,^①由于前提条件限制,难以用来估算本研究中受“同股同权”、“非上市”和“创立阶段”约束的我国村镇银行控制权收益。为此,本文基于 Dyck 和 Zingales(2004)关于控制权收益来源于能够由大股东进行支配的企业资源的认识,以及 Barclay 和 Holderness(1989)、施东晖(2003)、叶勇等(2007)关于公司规模越大,控制权收益越大的发现,以村镇银行注册资本规模作为控制权收益的代理变量,提出假说 2:

H2:在不考虑谈判优势变化情况下,注册资本规模越大,大股东初始持股比例越低。

然而,谈判优势和控制权收益对大股东初始持股比例的影响,并不只是相互独立发生,二者还存在交互作用。根据伍德里奇(Wooldridge,2014)提供的经典处理方法,将式(4)、式(5)乘积用以反映谈判优势和控制权收益同时变化影响大股东初始持股比例的交互效应(Interaction Effect),由于 $0 < K < V, 0 < b < 1$,则有:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial R^z} \frac{\partial \alpha}{\partial K} = -\frac{(1-b)V(V-bK)}{(1+R^z)^3(V-K)^3} < 0 \quad (6)$$

根据式(6)谈判优势和控制权收益对大股东初始持股比例影响的交互效应为负的结果,可得推论 3:控制权收益越高,谈判优势越明显,大股东追求更高初始持股比例的倾向越低。

依据 Filatotchev 和 Mickiewicz(2001)的研究,大股东企图获取较高控制权私人收益时,倾向于利用较少资源(降低持股比例)获取公司控制权,以降低抵消控制权共享收益的作用。然而,大股东攫取控制权私人收益的行为与程度受到多种因素影响(La Porta 等,1999;Friedman 等,2003;王良成等,2010),获取公司控制权的意图是其中一个重要方面(Bebchuk 等,2000)。王曙光(2009)指出:村镇银行不同性质的主发起行获取控制权的意图不同。全国性银行作为主发起行发起设立

^① Lease(1985)用投票权交易溢价;Barclay 和 Holderness(1989)、Dyck 和 Zingales(2004)用大宗股权转让溢价;Bai, Liu 和 Song(2002)用公司 ST 前后的积累超常收益率来估算控制权收益。

村镇银行更多的是显示对国家政策的姿态性政治响应,其意图与中小股东具有较大偏差;^①而区域性银行发起设立村镇银行具有明显的盈利倾向,其意图与中小股东较为一致。本文观察样本数据也发现,谈判优势较高的全国性银行作为大股东,其持股比例也普遍较高,^②佐证了王曙光(2009)的判断。据此,进一步提出假说3:

H3:在谈判优势和控制权收益共同作用下,随着村镇银行注册资本规模扩大,相比区域性银行,全国性银行作为大股东利用谈判优势获取更高持股比例的倾向降低。

四、变量选择与研究设计

(一)变量选择

根据研究主题,本文以村镇银行大股东(主发起行,下同)初始持股比例作为被解释变量,以大股东相对其他投资者的谈判优势和村镇银行控制权收益作为解释变量。依据上述分析,本文选择大股东的类型,作为其谈判优势的代理变量;选择村镇银行创立时的注册资本规模,并做对数处理后,作为控制权收益的代理变量。

本研究假设村镇银行创立时在国家层面具有相同的外部环境,但会受到所在区域环境,以及创立时间影响。借鉴 Altunbas, Fazylov 和 Molyneux(2002)、陆智强和熊德平(2015)的研究结果,从经济发展、开放程度、金融发展三个维度刻画村镇银行面临的区域环境。考虑到资料可得性,以及区域经济金融开放条件下,村镇银行实际所在县(市)或乡(镇)经济金融发展会受到外部环境影响。因此,本文选择村镇银行所在省份经济总量、经济发展速度、产业结构、对外贸易水平、金融发展水平等作为控制变量,同时,加入了村镇银行成立年份虚拟变量。变量说明见表1。

表1 变量选择及定义

	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	S_i	大股东持股	大股东(主发起行)初始持股/村镇银行总股数
解释变量	POW	谈判优势	当样本村镇银行的大股东(主发起行)为全国性银行时,该变量取值为1,否则为0
	CAP	控制权收益	村镇银行设立时的注册资本总额的对数
	GDP	经济总量	所在省份地区生产总值的对数
	$RGDP$	经济发展速度	所在省份地区生产总值实际增长率
	PRI	产业结构	所在省份第一产业增加值/所在省份地区生产总值
	IBE	对外贸易水平	所在省份进出口贸易总额/所在省份地区生产总值
	FIR	金融发展水平	(所在省份金融机构存款余额+所在省份金融机构贷款余额)/所在省份地区生产总值
	Y	年份虚拟变量	在样本村镇银行设立的年份,所对应的年份虚拟变量取值为1,否则为0

① 王曙光(2009)指出,村镇银行的中小股东大多为私营企业和自然人,他们具有较为强烈的盈利偏好与关联交易倾向。

② 在899家村镇银行样本数据中,主发起行为全国性银行的村镇银行共有148家,其中,93%的全国性银行持股比例大于50%,远高于15%的主发起行持股比例最低要求,相比之下,45%的区域性银行持股比例低于50%,一些区域性银行持股比例仅维持在15%的主发起行持股比例最低水平。

(二) 样本来源

本文选取 2007—2013 年度在中国农村地区设立的村镇银行为研究样本。本文数据源于三个渠道：(1) 村镇银行大股东(主发起行)、注册资本和股权结构等数据，源于各村镇银行网站信息和财务报告，以及国家工商行政管理总局网站的全国企业信用信息公示系统；(2) 各地区金融发展数据，源于各年度《中国区域金融运行报告》；^①(3) 各地区经济贸易数据，源于各年度《中国统计年鉴》。^② 对上述原始数据，本文进行了如下处理：(1) 考虑到样本可比性，剔除了外资银行作为主发起行的村镇银行样本；(2) 剔除了变量数据缺失的村镇银行样本。最终，本文得到 865 家村镇银行有效样本。本文实证检验使用 SPSS、STATA 和 Excel 等统计分析软件。

(三) 变量描述

根据所选择的变量，本文对样本村镇银行的主要变量进行描述性分析，结果见表 2。

表 2 描述性统计

变量	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
S_1	15%	100%	49%	51%	20%
POW	0	1	0.17	0	0.37
CAP	300	42000	7124.62	5000	5308.06
GDP	6.45	11.04	9.72	9.68	0.70
$RGDP$	0.05	0.19	0.12	0.12	0.02
PRI	0.006	0.26	0.11	0.10	0.14
IBE	0.04	0.95	0.38	0.09	1.38
FIR	1.40	14.04	2.51	2.37	0.94

从表 2 可知：(1) 村镇银行大股东初始持股比例普遍较高，从中位数看，大部分初始持股比例达 50% 以上的控股水平。但不同村镇银行大股东初始持股比例差异较大，一些仅为政策规定的最低限额(15%)，而另一些却全资持股(100%)。在 865 家村镇银行全部样本中，148 家全国性银行发起的村镇银行中 93% 持股比例大于 50%，而区域性银行发起的村镇银行中 45% 持股比例低于 50%。(2) 从大股东类型来看，83% 是区域性银行，17% 为全国性银行。(3) 在村镇银行设立规模方面，平均注册资本额为 7124.62 万元，且有 50% 的村镇银行注册资本规模在 5000 万元以上。(4) 从控制变量看，所在区域经济金融环境具有较大差异。

(四) 研究设计

首先，检验假说 1。为避免共线性，先将谈判优势 POW 代入回归模型，则有：

$$S_1 = \alpha + \beta_1 POW + \beta_2 GDP + \beta_3 FIR + \beta_4 RGDP + \beta_5 PRI + \beta_6 IBE + \sum Y \quad (7)$$

如果假说 1 成立，则回归模型(7)式中 POW 显著，且其回归系数 β_1 大于 0。

其次，检验假说 2。将控制权收益 CAP 再代入回归模型，则有：

① 中国人民银行：历年《中国区域金融运行报告》，中国人民银行网站(www.pbc.gov.cn)。

② 国家统计局：《中国统计年鉴》(2007—2014 年)，中国统计出版社。

$$S_1 = \alpha + \beta_1 POW + \beta_2 CAP + \beta_3 GDP + \beta_4 FIR + \beta_5 RGDP + \beta_6 PRI + \beta_7 IBE + \sum Y \quad (8)$$

如果假说 2 成立,则回归模型(8)式中 CAP 显著,且其回归系数 β_2 小于 0。

再次,检验假说 3。将谈判优势 POW 与控制权收益 CAP 的交叉项代入回归模型,则有:

$$S_1 = \alpha + \beta_1 POW + \beta_2 CAP + \beta_3 POW \times CAP + \beta_4 GDP + \beta_5 FIR + \beta_6 RGDP + \beta_7 PRI + \beta_8 IBE + \sum Y \quad (9)$$

如果假说 3 成立,则在回归模型(9)式中变量 POW 和 CAP 显著的同时,交互项 $POW \times CAP$ 也显著,且其系数 β_3 小于 0。

在此基础上,本文还将针对前述有关股东初始持股比例决策动机和资金约束的研究假设,对实证结果可能存在其他解释,做进一步检验和稳健性检验,并基于村镇银行发展,讨论大股东初始持股比例选择的准则。

五、计量检验及结果解释

(一)单变量分析

首先,运用单变量分析,初步检验谈判优势和控制权收益对大股东初始持股比例的影响。为此,将样本数据按照谈判优势与控制权收益进行分组。在谈判优势方面,按大股东类型,将样本划分成两组:区域性银行为组 1,全国性银行为组 2。在控制权收益方面,按村镇银行创立时的注册资本中值,将样本划分成两组:低于中值为组 1,反之为组 2。在此基础上,对分组样本进行独立样本 t 检验,结果见表 3。

表 3 单变量分析

A 栏:谈判优势与大股东(主发起行)持股比例			
	组 1:谈判优势较低	组 2:谈判优势较高	组 1 和组 2 均值比较
	均值	均值	显著性水平
S_1	0.463	0.635	0.000***
N	720	145	
B 栏:控制权收益与大股东(主发起行)持股比例			
	组 1:设立规模较小	组 2:设立规模较大	组 1 和组 2 均值比较
	均值	均值	显著性水平
S_1	0.520	0.456	0.000***
N	486	379	

注:***、**和* 分别表示显著性水平为 1%、5%和 10%。

从表 3 可以看出:首先,谈判优势较高的大股东初始持股比例在 1%的水平上显著高于谈判优势较低的大股东。其次,注册资本规模较大的村镇银行,大股东初始持股比例要显著低于注册资本规模较小的村镇银行。结果均与假说一致。为进一步检验假说,本文将在控制其他变量基础上,对谈判优势、控制权收益与大股东初始持股比例的关系进行回归分析。

(二)多元回归分析

1. 通过回归分析,检验谈判优势、控制权收益对大股东初始持股比例的影响。为防止解释变量存在共线性,先分别单独检验,再联合检验。由表 4 结果可知:

表 4 谈判优势、控制权收益与大股东(主发起行)初始持股比例的回归结果

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3
截距	-0.207 (-1.245)	-0.094 (-0.529)	0.095 (0.556)
POW	0.155*** (9.066)		0.151*** (8.999)
CAP		-0.067*** (-6.077)	-0.063*** (-5.986)
GDP	0.059*** (4.755)	0.102*** (7.806)	0.081*** (6.393)
RGDP	1.242** (2.543)	1.498*** (2.997)	1.240** (2.590)
PRI	0.057 (0.984)	0.012 (0.205)	0.016 (0.289)
IBE	0.004 (0.662)	0.010 (1.638)	0.011* (1.845)
FIR	0.005 (0.481)	0.024** (2.462)	0.017* (1.821)
Y	控制	控制	控制
N	865	865	865
F 值	14.017***	9.898***	16.224***
调整 R ²	0.153	0.110	0.186

注:括号中的数字为 t 检验值,***、**和* 分别表示显著性水平为 1%、5%和 10%。下表同。

第一,在方程 1 和 3 中,谈判优势变量(POW)在 1%水平上均显著,且回归系数为正。方程 3 中,谈判优势变量(POW)回归系数为 0.151,表明相比区域性银行,全国性银行作为主发起行的大股东初始持股比例平均提高 15.1%。这一结果与假说 1 一致,说明主发起行作为制度确立的大股东会利用自身的谈判优势,提高初始持股比例,以获得村镇银行控制权,谋取控制权收益。

第二,在方程 2 和 3 中,控制权收益变量(CAP)在 1%水平上均显著,且回归系数均为负。方程 3 中,CAP 的回归系数为-0.063,表明村镇银行创立时注册资本规模变化对大股东初始持股比例的弹性为-6.3%。这一结果与假说 2 一致,说明随着村镇银行注册资本规模扩大,即控制权收益提高,主发起行作为大股东更愿意依赖谈判优势,降低初始持股比例,并通过大股东地位获取自身收益最大化。因为控制权私人收益随公司规模扩大而增加(Barclay 和 Holderness, 1989; 施东晖, 2003),但公司价值将因此而降低,控制权共享收益与私人收益之比将随之下降。因此,主发起行作为大股东必然倾向于发挥谈判优势,尽量通过较低的初始持股比例获取村镇银行控制权,实现控制权收益最大化,以节约投资成本。

第三,在控制变量方面,地区经济总量、经济发展速度、产业结构、对外贸易水平、金融发展水平等区域经济金融环境变量,都对村镇银行大股东初始持股比例产生正向影响。说明外部环境较好的地区村镇银行大股东初始持股比例会更高。

2. 检验谈判优势、控制权收益对大股东持股比例的交互影响。为了便于解释回归结果,本文根据控制权收益代理变量——注册资本规模(CAP)的中值,构建一个虚拟变量 CAP' 。当村镇银行的CAP值高于中值时,该变量为1,表示村镇银行规模较大,主发起行预期控制权收益较多;否则为0,表示村镇银行规模较小,主发起行预期控制权收益较少。回归分析结果见表5。

在表5中,Panel A部分是基于全样本的回归结果,并在方程2中加入了谈判优势与控制权收益的交互项。Panel B部分是对注册资本较低和注册资本较高的村镇银行样本分别进行回归分析的结果,目的是说明在不同控制权收益预期背景下,谈判优势对大股东初始持股比例的影响。从表5可知:

表5 谈判优势、控制权收益对大股东(主发起行)初始持股比例交互影响的回归结果

解释变量	Panel A		Panel B	
	全样本		$CAP'=0$	$CAP'=1$
	方程1	方程2	方程3	方程4
截距	-0.402** (-2.442)	-0.397** (-2.429)	-0.073 (-0.312)	-1.620*** (-6.548)
POW	0.152*** (9.069)	0.203*** (9.102)	0.204*** (8.011)	0.089*** (4.816)
CAP'	-0.093*** (-6.918)	-0.074*** (-5.102)		
$POW \times CAP'$		-0.114*** (-3.448)		
GDP	0.079*** (6.365)	0.078*** (6.337)	0.066*** (3.729)	0.142*** (7.943)
RGDP	1.355*** (2.849)	1.243** (2.623)	0.156 (0.224)	3.347*** (5.814)
PRI	0.015 (0.260)	0.006 (0.114)	0.117 (1.299)	1.278*** (4.984)
IBE	0.009 (1.600)	0.007 (1.299)	-0.001 (-0.040)	0.023*** (4.275)
FIR	0.017* (1.784)	0.018* (1.923)	-0.023 (-1.217)	0.082*** (7.482)
Y	控制	控制	控制	控制
N	865	865	720	145
F值	17.331***	17.148***	11.888***	11.953***
调整R ²	0.197	0.207	0.212	0.258

Panel A 中,在谈判优势变量(POW)显著条件下,谈判优势与控制权收益的交互项($POW \times CAP'$)在 1% 的水平上显著,且回归系数为负,说明注册资本规模扩大,即控制权收益提高,具有抑制谈判优势较高的大股东提高初始持股比例的倾向。这一结果与假说 3 一致。在此基础上,对 POW 和 $POW \times CAP'$ 进行联合检验,发现变量($POW + POW \times CAP'$)在 1% 的水平上显著,且其系数为正。说明:虽然注册资本规模,即控制权收益提高,可以抑制具有较高谈判优势的大股东提高初始持股比例的倾向,但并不会改变其追求较高初始持股比例的基本趋势。

Panel B 中的分组回归结果,直观地揭示了在不同注册资本规模,即控制权收益下,谈判优势对村镇银行大股东初始持股比例的影响。从总体上来看,无论是控制权收益较低的样本组(方程 3),还是控制权收益较高的样本组(方程 4),谈判优势变量(POW)均在 1% 的水平上显著,且其回归系数为正。而且,在控制权收益较高的样本组中,谈判优势变量(POW)的回归系数低于控制权收益较低的样本组。这进一步说明:注册资本规模扩大,即控制权收益提高,会抑制谈判优势对大股东提高初始持股比例的正向影响。

(三)进一步检验

上述分析已经在一定假设条件下,实证检验了谈判优势与控制权收益对村镇银行大股东初始持股比例的影响。但实证结果可能存在有针对其假设条件的以下不同解释:(1)全国性银行作为主发起行的大股东初始持股比例较高,可能不是因为利用较高谈判优势追求自身利益最大化,而是因为对村镇银行发展更具有社会责任。(2)注册资本规模较大的村镇银行,大股东初始持股比例较低,可能也不是出于攫取控制权收益的考虑,而是受到资金约束^①不得已而减持。为了使结论更加可信,本文将对这两种可能解释进行检验,确认其是否存在。

1. 全国性银行是否更加具有发展村镇银行的社会责任? 本文第三部分在模型构建中:假设村镇银行出资者是从自身收益最大化出发进行决策。本部分假设:村镇银行发展具有社会效益,全国性银行作为大股东初始持股比例较高是从社会责任出发,响应政府“三农”政策,以较高资金投入体现支持村镇银行发展的力度。如本假设成立,则全国性银行作为大股东应根据相关政策要求,同时增加村镇银行及其网点数量,以弥补农村金融服务空白。因此,村镇银行及其网点数量可以检验大股东是否更具社会责任。

基于这一分析,本部分对比分析了全国性银行和区域性银行作为大股东发起设立的村镇银行数量及其平均网点数量,^②比较结果见表 6。

表 6 设立村镇银行数量与成立营业网点数量对比

	设立村镇银行数量	平均网点数量	T 值
全国性银行	145(16.8%)	1.91	9.022***
区域性银行	720(83.2%)	3.07	

从表 6 可知,全国性银行作为大股东设立的村镇银行数(145 家)显著小于区域性银行作为大股东设立的村镇银行数(720 家)。从设立村镇银行的数量看,全国性银行支持村镇银行的力度不比区域性银行大,没有表现出更大的社会责任。

^① 即村镇银行规模较大时,主发起行需要投入大量资金才能获取较高份额的股份。受资金限制,发起行可能会减少持有股份。

^② 截至 2014 年底,各家村镇银行所设立的营业网点数量。

此外,截至 2014 年底,全国性银行发起设立的村镇银行平均网点数量(1.91)在 1%的水平上显著低于区域性银行设立的村镇银行平均网点数量(3.07),这进一步说明全国性银行并没有表现出更大的社会责任。

2. 资金约束是否是影响大股东持股比例的关键因素? 本文第三部分在模型构建中:假设股东创立村镇银行时,初始持股比例不受资金约束。本部分假设:资金约束是影响大股东初始持股比例的关键因素。如本假设成立,则资金实力较强的全国性银行作为大股东,其初始持股比例随着村镇银行规模扩大而下降的幅度应较低;而资金实力相对较弱的区域性银行作为大股东,其初始持股比例随着村镇银行规模扩大而下降的幅度应较高。基于此,本部分检验了不同类型大股东所设立的村镇银行规模对大股东初始持股比例的影响,分析结果见表 7。

表 7 村镇银行规模对大股东(主发起行)初始持股比例影响的对比分析

解释变量	POW=1	POW=0
	方程 1	方程 2
截距	1.478*** (3.773)	-0.062 (-0.333)
CAP	-0.117*** (-5.976)	-0.045*** (-3.775)
N	145	720
F 值	22.892	3.916
调整 R ²	0.646	0.062

注:控制变量与之前的回归分析一致,受篇幅限制,并未给出控制变量的结果。下同。

从表 7 可以看出,全国性银行作为大股东设立的村镇银行规模变量(CAP)的回归系数为-0.117,t 值为-5.976;区域性银行作为大股东设立的村镇银行规模变量(CAP)的回归系数为-0.045,t 值为-3.775。对比分析可知,受资金约束较小的全国性银行作为大股东,其初始持股比例随村镇银行规模扩大而下降的幅度较大;而受资金约束较大的区域性银行作为大股东,其初始持股比例随着村镇银行规模扩大而下降的幅度较小。这说明,大股东初始持股比例与村镇银行规模呈负相关的关系,并不是资金约束的结果。

(四)稳健性检验

上述分析将大股东划分为全国性银行和区域性银行,并假定谈判优势前者大于后者,但没有考虑组内成员间谈判优势的差异。为消除这种差异的影响,获得更为稳健的结论,本文对大股东做了更细致的划分,并构建新的谈判优势变量 POW' ,令大股东为农村金融机构、城市商业银行、股份制商业银行、国有商业银行和政策性银行时, POW' 的取值分别为 1、2、3、4,再重新进行回归分析发现:主要结论与前述保持不变。同时,本文还根据大股东是否控股,对因变量 S_1 进行了重新设定:当大股东初始持股比例小于或等于 50%时, $S_1=0$;当大股东初始持股比例大于 50%时, $S_1=1$ 。并利用 logit 回归方法进行估计发现:其主要结论依然保持不变。

此外,考虑到大股东初始持股比例与公司规模之间可能存在内生性关系,本文引入村镇银行设立当年农村合作金融机构资产总额的对数(TSIZE)作为村镇银行规模(CAP)的工具变量,进行 2LSL 回归。本文之所以选择 TSIZE 作为工具变量,是因为:一方面,村镇银行规模与当地农村金融需求水

平正相关,而农村合作金融机构总资产在一定程度上反映了农村金融需求水平;另一方面,农村合作金融机构资产总额在村镇银行成立之前就已经确定,因而 *TSIZE* 这一变量外生于大股东初始持股比例 S_1 。通过 *2LSL* 的回归分析发现,本文的主要研究结论基本保持不变,研究结果较为稳健。

六、基于村镇银行发展的大股东初始持股比例

股权结构,尤其是大股东持股比例会影响公司业绩(Bebchuk 等,2000;Faccio, Lang 和 Young,2001;郝云宏、汪茜,2015)。本文以上部分从股东追求自身利益最大化角度,分析了谈判优势和控制权收益对大股东初始持股比例的影响。本文以下部分将基于村镇银行发展角度,考察在不同谈判优势和控制权收益水平下,大股东应如何选择初始持股比例。

以财务指标评价村镇银行发展,需要系统和可比的实际财务数据进行加权综合,且要控制所处发展环境和阶段等变量,对此现有数据难以满足。相比之下,选择网点数量来衡量尚处于起步阶段的村镇银行发展状况更为现实和合理。为此,本文选取网点数的对数^①(*NUM*)作为村镇银行发展的替代变量。

首先,运用全样本分析大股东初始持股比例对村镇银行发展的影响。然后,按谈判优势 *POW* 和控制权收益(采用前述虚拟变量 *CAP'*)对样本进行分组,分析在不同情况下,大股东初始持股比例对村镇银行发展的影响。结果见表 8。

表 8 大股东(主发起行)初始持股比例对村镇银行发展影响的回归结果(因变量 *NUM*)

解释变量	Panel A	Panel B		Panel C	
	全样本	<i>POW</i> =0	<i>POW</i> =1	<i>CAP'</i> =0	<i>CAP'</i> =1
	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4	方程 5
截距	1.160** (2.217)	0.713 (1.264)	0.388 (0.259)	1.621** (2.528)	0.103 (0.093)
S_1	-0.415*** (-4.011)	-0.435*** (-3.712)	0.431 (1.394)	-0.324*** (-2.722)	-0.661*** (-3.053)
<i>GDP</i>	0.019 (0.486)	0.049 (1.163)	0.040 (0.390)	-0.014 (-0.285)	0.060 (0.727)
<i>RGDP</i>	-5.962*** (-3.844)	-5.035*** (-2.924)	-8.777*** (-2.837)	-4.971*** (-2.588)	-7.668*** (-2.987)
<i>PRI</i>	0.471** (2.555)	0.415** (2.145)	1.719 (1.125)	0.882*** (3.549)	5.502*** (4.880)
<i>IBE</i>	0.046** (2.544)	0.042** (2.225)	0.014 (0.203)	0.069 (1.000)	0.065*** (2.724)
<i>FIR</i>	-0.078*** (-2.635)	-0.056* (-1.778)	-0.048 (-0.546)	-0.182*** (-3.563)	0.064 (1.267)

^① 在《农村中小金融机构行政许可事项实施办法》中规定,村镇银行设立支行的最低年限为 6 个月。基于此,考虑支行的审批与建设时间,本文选取的村镇银行样本都是截至 2014 年底设立一年以上的村镇银行。村镇银行的营业网点包括:村镇银行总行营业部、当地支行与分理处等。

续表 8

解释变量	Panel A	Panel B		Panel C	
	全样本	$POW=0$	$POW=1$	$CAP'=0$	$CAP'=1$
	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4	方程 5
Y	控制	控制	控制	控制	控制
N	865	720	145	486	379
F 值	22.750***	20.993***	5.136***	9.522***	19.725***
调整 R^2	0.232	0.250	0.256	0.174	0.373

从表 8 可知:首先,在全样本回归方程 1 中,变量 S_1 在 1%水平上显著,回归系数为负。这说明从总体上看,大股东初始持股比例越高,村镇银行发展越慢。其次,在按谈判优势分组样本回归方程 2 中, S_1 在 1%水平上显著,且回归系数为负,与全样本结果一致。这表明大股东在谈判优势较低时,持有较高初始持股比例,会对村镇银行发展产生抑制作用。然而,在回归方程 3 中, S_1 系数为正,虽然未达显著水平,但在一定意义上可以表明大股东随着谈判优势提高,适当提高初始持股比例,并不会对村镇银行发展产生抑制作用。这是因为,在注册资本既定条件下,大股东提高初始持股比例会降低其他股东投资参与村镇银行发展的积极性,从而制约村镇银行发展。而且谈判优势越小,这种制约会越明显,因为谈判优势意味着对村镇银行关键性资源的相对控制能力,而初始持股比例则代表了在股东中的地位和对村镇银行的控制权。当这种“能力”、“地位”和“权力”不对等时,必然会导致其他股东积极性下降。因此,大股东应尽可能降低初始持股比例,至少不应超过其对村镇银行关键资源的控制能力,以保护和调动其他股东的积极性。最后,在控制权收益分组样本回归方程 4 和 5 中, S_1 在 1%的水平上显著,且回归系数为负,与全部样本的结果基本一致。但深入分析发现,变量 S_1 的回归系数与控制权收益成反比,表明控制权收益越高,大股东提高初始持股比例,对于村镇银行发展的抑制效应越明显,即村镇银行注册资本规模越大,作为主发起行的大股东越应降低初始持股比例,以吸引更多投资者参与村镇银行发展。本部分结论支持了将主发起行持股比例从不低于 20%下调至 15%的政策,并从村镇银行发展角度,明确给出了大股东应尽可能降低初始持股比例,至少不应超越其谈判优势,并保持与控制权收益成反比的初始持股比例选择准则。

七、结论与建议

本文以我国 2007 年开始创立的村镇银行为研究样本,实证检验了村镇银行创立过程中,在“主发起行制度”下,大股东如何基于谈判优势和控制权收益,选择初始持股比例的机制。研究发现:(1)大股东从自身利益最大化角度出发,为获得控制权收益,具有利用谈判优势,提高初始持股比例的倾向。控制权收益提高,具有抑制大股东利用谈判优势,提高初始持股比例的作用,且大股东谈判优势越高,这种抑制作用表现越强烈,但不会改变大股东追求较高初始持股比例的基本趋势。(2)村镇银行发展的区域经济金融环境改进有利于大股东提高初始持股比例。(3)大股东从村镇银行发展角度出发,应以尽可能低的初始持股比例获得村镇银行控制权。在控制权收益较大,谈判优势较小的情况下,更应降低初始持股比例,尤其要避免初始持股比例高于谈判优势的情形,以吸引更多投资者参与村镇银行发展。

据此,本文形成如下建议:鼓励具有较高谈判优势的银行作为大股东,优先在区域经济金融相对落后地区,发起设立村镇银行,并在降低大股东初始持股比例门槛的同时,提高村镇银行注册资本门槛,增加投资者对控制权收益的预期,吸引更多投资者参与村镇银行发展。

本文从谈判优势和控制权收益相结合视角,对我国村镇银行大股东初始持股比例形成机制的解释,以及从村镇银行发展角度,提出的大股东初始持股比例选择准则及其建议,不仅提供了村镇银行优化股权结构,完善公司治理的依据,直接支持了调低村镇银行大股东初始持股比例门槛的政策,而且,还将谈判优势和控制权收益纳入公司股权结构形成机制分析框架,创新了研究视角,深化了对公司股权结构形成机制的认识。更为重要的是,本文选择村镇银行作为研究样本,不仅较好地保证了样本和外部环境的同质性,而且“主发起行制度”还保证了大股东与村镇银行具有高度行业同质性,有效克服了既有研究中大股东与公司的行业异质性问题,从而使研究结果相比既有研究成果更加深入、可信并具有普遍性。

参考文献:

1. 柴瑞娟:《村镇银行股权结构研究》,《法学杂志》2010年第2期。
2. 陈希晖:《我国上市公司控股股东掏空行为:研究框架与文献述评》,《石家庄经济学院学报》2012年第2期。
3. 戴艳萍、徐加根:《银行股权结构竞争性均衡分析:控制权收益模型》,《财经科学》2015年第2期。
4. 邓建平、曾勇:《大股东控制和私人利益研究》,《中国软科学》2004年第10期。
5. 葛永波、赵国庆、王洪哲:《村镇银行经营绩效影响因素研究》,《农业经济问题》2015年第9期。
6. 谷祺、邓德强、路倩:《现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究》,《会计研究》2006年第4期。
7. 韩德宗、叶春华:《控制权收益的理论及实证研究》,《统计研究》2004年第2期。
8. 韩亮亮、李凯:《控制权、现金流权与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析》,《会计研究》2008年第3期。
9. 郝云宏、汪茜:《混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析》,《中国工业经济》2015年第3期。
10. 杰弗里·M·伍德里奇:《计量经济学导论》(第四版);北京,人民大学出版社,2014年版。
11. 李东卫:《村镇银行公司治理主要缺陷及对策》,《贵州农村金融》2011年第12期。
12. 刘少波、邓可斌:《大股东控股比例、控制权收益与公司可持续发展》,《金融评论》2010年第5期。
13. 陆智强、熊德平:《金融发展水平、大股东持股比例与村镇银行投入资本》,《中国农村经济》2015年第3期。
14. 邱晖、孙少岩:《村镇银行的股权结构、治理结构与绩效》,《学术交流》2014年第12期。
15. 沈克彪:《村镇银行引入民间资本的股权结构研究》,《哈尔滨金融学院学报》2011年第8期。
16. 施东晖:《上市公司控制权价值的实证研究》,《经济科学》2003年第6期。
17. 王化成、曹丰、叶康涛:《监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险》,《管理世界》2015年第2期。
18. 王良成、陈汉文、向锐:《我国上市公司配股业绩下滑之谜:盈余管理还是掏空》,《金融研究》2010年第10期。
19. 王奇波、宋常:《国外关于最优股权结构与股权制衡的文献综述》,《会计研究》2006年第1期。
20. 王曙光:《产权和治理结构约束、隐性担保与村镇银行信贷行为》,《经济体制改革》2009年第1期。
21. 王铮:《公司控制权收益的理论述评》,《经济问题探索》2005年第9期。
22. 吴世飞:《股权集中与第二类代理问题研究述评》,《外国经济与管理》2016年第1期。
23. 叶勇、胡培、谭德庆、黄雷:《控制权和现金流量权偏离下的公司价值和公司治理》,《管理工程学报》2007年第1期。
24. 袁淳:《上市公司初始股权结构分析》,《南开管理评论》2000年第3期。
25. 张大勇、傅利平:《基于股权结构与公司价值的大股东减持行为实证研究》,《西北农林科技大学学报(社会科学版)》2010年第3期。
26. 郑志刚:《对公司治理内涵的重新认识》,《金融研究》2010年第8期。
27. 周鹏、张宏志:《利益相关者间的谈判与企业治理结构》,《经济研究》2002年第6期。

28. Altunbas, Y. , Fazylow, O. , & Molyneux, P. , Evidence on the Bank Lending Channel in Europe. *Journal of Banking and Finance* , Vol. 26, No. 11, 2002, pp. 2093—2110.
29. Attig, N. , Fischer, K. P. , & Gadhoun, Y. , On the Determinates of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests. EFA 2004 Maastricht Meetings, 2004.
30. Barclay, M. J. , & Holderness, C. G. , Private Benefits from Control of Public Corporations. *Journal of Financial Economics* , Vol. 25, No. 2, 1989, pp. 377—395.
31. Bebchuk, L. A. , Kraakman, R. , & Triantis, G. , Stock Pyramids, Cross—ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Right. NBER Working Paper No. 6951.
32. Bai, C. , Liu, Q. , & Song, F. , Value of Corporate Control :Evidence from China’s Distressed Firms. SSRN, Working Paper, 2002.
33. Bena, J. , & Ortiz-Molina H. , Pyramidal Ownership and the Creation of New Firms. *Journal of Financial Economics* , Vol. 108, No. 3, 2013, pp. 798—821.
34. Berle, A. , & Means, G. , *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Transaction Publishers, 1932.
35. Claessens, S. , Djankov, S. , & Lang, L. , The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* , Vol. 58, No. 1, 2000, pp. 81—112.
36. Coase, R. H. , The Nature of the Firm. *Economica* , Vol. 4, No. 16, 1937, pp. 386—405.
37. Demsetz, H. , The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics* , Vol. 26, No. 2, 1983, pp. 375—390.
38. Demsetz, H. , & Lehn, K. , The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* , Vol. 93, No. 6, 1985, pp. 1155—1177.
39. Denis, D. K. , & McConnell J. J. , International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , Vol. 38, No. 1, 2003, pp. 1—36.
40. Dyck, A. , & Zingales, L. , Private Benefits of Control: An International Comparison . *Journal of Finance* , Vol. 59, No. 2, 2004, pp. 537—600.
41. Faccio, M. , Lang, L. , & Young, L. , Dividends and Expropriation. *American Economic Review* , Vol. 91, No. 1, 2001, pp. 54—78.
42. Fama, E. F. , & Jensen, M. C. , Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics* , Vol. 26, No. 2, 1983a, pp. 327—349.
43. Fama, E. F. , & Jensen, M. C. , Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics* , Vol. 26, No. 2, 1983b, pp. 301—325.
44. Filatotchev, I. , & Mickiewicz, T. , Ownership Concentration, Private Benefits of Control and Debt Financing. SSRN, Working Paper, 2001.
45. Friedman, E. , Jonnson, S. , & Mitton, T. , Propping and Tunneling. *Journal of Comparative Economics* , Vol. 10, No. 6, 2003, pp. 732—750.
46. Grossman, S. , & Hart, O. , One Share-One Vote and The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* , Vol. 20, No. 3, 1988, pp. 175—202.
47. Holderness, C. G. , A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review* , Vol. 9, No. 1, 2003, pp. 51—64.
48. Jensen, M. C. , Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* , Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 323—329.
49. Jensen, M. C. , & Meckling, W. , Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305—360.
50. Johnson, S. , Porta, R. L. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleifer, A. , Tunneling. *American Economic Review* , Vol. 90, No. 2, 2000, pp. 22—27.
51. La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleifer, A. , Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* , Vol. 54, No. 2, 1999, pp. 471—517.

52. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A., Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, 2002, pp. 1147–1170.
53. Lease, R., Incentive Effects of Stock Purchase Plans. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1, 1985, pp. 195–215.
54. Masulis, R. W., Zein, J., & Pham, P. K., Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 11, 2011, pp. 3556–3600.
55. Nash, J., Two-Person Cooperative Games. *Econometrica*, Vol. 21, No. 1, 1953, pp. 128–140.
56. Rajan R G, & Zingales L., Power in a Theory of the Firm. *The quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 2, 1998, pp. 387–432.
57. Shleifer, A., & Vishny, W. R., A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, 1997, pp. 737–783.
58. Shleifer, A., & Vishny, W. R., Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, 1986, pp. 461–488.
59. Shleifer, A., & Wolfenzon, D., Investor Protection and Equity Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No. 1, 2002, pp. 3–27.
60. Svejnar, J., Fear of Disagreement, and Wage Settlements: Theory and Evidence from U. S. Industry. *Econometrica*, Vol. 54, No. 5, 1986, pp. 1055–1078.

Negotiation Advantage, Benefits of Control and Ratio of Initial Shareholding of Large Shareholders

XIONG Deping (Yunnan University of Finance and Economics, 650221)

LU Zhiqiang, LI Hongyu (Ningbo University, 315211)

Abstract: Based on the theory of corporate governance and the analysis of game theory, this paper introduces the extended Nash negotiation model, from the negotiation advantage and the control benefit, analyzing the differences between the initial holding proportion of the substantial shareholder and the existing research. And then use the data of China's 865 villages and towns banks to test the theory model and the hypothesis. It found that at the creation stage of the village bank the substantial shareholder has the advantage of using negotiations, the substantial shareholders are prone to increase the proportion of initial ownership. The increase of control income has the inhibitory effect on it, and the stronger the dominant shareholder's negotiation advantage is, the more obvious this inhibitory effect is, but it does not change the basic shareholder's pursuit of higher initial shareholding proportion trend. However, from the perspective of the development of village banks, substantial shareholders should reduce the proportion of initial holdings, especially in the case of higher control benefits and lower negotiating advantages, at least should not exceed their negotiating advantages. The article not only directly supports the policy of reducing the initial proportion of the substantial shareholder of the rural bank, but also puts forward the suggestions to perfect the equity structure of the rural bank. And it also innovates the research of the formation mechanism of the stock ownership structure of the company and perfects and deepens the existing research.

Keywords: Negotiation Advantage, Benefits of Control, Village Banks, Large Shareholders, Ratio of Initial Shareholding

JEL: G21

责任编辑:老 牛