

小股东“用脚投票”能起作用吗

公司股东和管理层之间，大股东和小股东之间的代理问题历来是公司金融领域的热点问题之一。在公司上市后，股权结构常常较为分散，小股东数量众多，持股量一般较小，且并没有足够的激励去参与公司的运营管理，因此小股东相对而言是公司的“外部”所有者；而大股东可以通过参与董事会、行使投票权等对公司的运营产生影响，属于公司的“内部”所有者。问题是，外部小股东和内部大股东利益完全一致吗？外部小股东能够完全依赖内部大股东来保证自己的利益吗？答案显然是否定的。大股东往往有自身的利益诉求，因此在公司投资、融资、红利等重大决策时，并不能完全顾忌并保证小股东的利益。接下来的问题是，如果小股东无法依赖于大股东保护自身利益时，他们是否能够通过股票交易，即“用脚投票”来约束大股东及内部管理者呢？

清华大学经济管理学院金融

系何平教授及其合作者在2014年Journal of Economic Theory杂志上发表了题为“Agency Based Asset Pricing”的论文，对此问题进行了深入分析。他们在一般均衡模型的框架中分析了管理层和股票市场之间的博弈，创造性地将代理问题引入传统资产定价模型，很好地刻画了上述现象。



他们认为，股票市场不仅是企业经营状况的晴雨表，也可以成为对管理层的一种约束机制。股票价格决定管理层的收益，例如管理层本身是大股东，其收益直接取决于股票的价格，又如管理层是外部经理人，持有一定的股权或股票期权激励，股价也会

影响他的收益。股票市场对于企业经营状况的反应会影响管理层的工作激励。例如，企业业绩不好的时候，如果股价大幅下挫，便会使得管理层蒙受损失，那么为了避免这类情况的出现，管理层就会更加努力地工作。然而，股票市场的这种约束机制是受有限的，作为股票市场的代表成员，外部小股东并不能通过无限打压股价来惩罚管理层可能出现的经营不善，他们之间的竞争所导致的会使得股价的下挫空间是有限的，也就是说，“用脚投票”只在一定股价范围内可行，一旦价格过高或过低，就会出现“竞卖”或“竞买”现象，限制了这种作用的发挥。而外部大股东对于价格却有更大的影响力，可以更好地约束管理层，因此在定价模型中引入大股东，发现可以通过股票交易来实现更严厉的“用脚投票”，从而提高企业的经营效率。但而通过股票交易来实现这种激励机制，同时也会给带来了股票市场带来的额外的波动。

供稿：科研事务办公室
编辑：高晨卉

采编：刘泽豪
责编：孙荣玲