

上市公司中小股东权益 审计保护问题研究

周 兰/著

 科学出版社

F259.6
2017.4

上市公司中小股东权益 审计保护问题研究

周 兰/著

本著作得到湖南省科学技术学术著作出版基金、湖南省风险导向审计研究基地、湖南大学工商管理学院资助

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书在我国经济转型背景下,从审计需求和供给两个维度系统分析了中小股东权益审计保护依赖于中小股东选择高质量的审计师和审计师提供高质量审计的理论机理,从股利政策、关联交易和非效率投资这三种大股东侵占中小股东利益的方式的角度,实证检验了大股东对中小股东的代理冲突与高质量审计需求、供给之间的相关性,系统地提出中小股东权益审计保护的实现路径。

本书从审计的需求和供给两个维度构建上市公司中小股东权益审计保护机制理论体系并提供相关经验证据,具有填补中小股东权益审计保护研究空白的性质,研究角度新,创新力度强,体系简明,重点突出,既可用于会计和审计专业的研究生教学,也可为专业人士提供相关研究的参考。

图书在版编目(CIP)数据

上市公司中小股东权益审计保护问题研究 / 周兰著. —北京: 科学出版社, 2017.6

ISBN 978-7-03-053589-4

I. ①上… II. ①周… III. ①上市公司-审计-研究-中国 IV. ①F239.22

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 132569 号

责任编辑: 徐 倩 陶 璇 / 责任校对: 王 瑞

责任印制: 吴兆东 / 封面设计: 无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017 年 6 月第 一 版 开本: 720 × 1000 1/16

2017 年 6 月第一次印刷 印张: 7 3/4

字数: 150 000

定价: 52.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

序

上市公司中小股东权益保护，是公开资本市场的重大热点和难点，在很大程度上对公开资本市场形成优良秩序、让投资者形成稳定的预期，进而促使公开资本市场健康、有效发展有根本性影响，是各国证券监管的重点，也是经济学、管理学乃至法学的研究热点。

我在 2004 年的博士学位论文中提出了“审计是保护企业利益相关者合法产权的外部监督机制”的观点，同时也提到了上市公司中小股东权益保护的审计监督问题，但由于博士学位的性质和论文容量的限制，未能进行深入、系统的研究，可喜的是，作为我的第一位博士生——周兰女士承接了这一在审计学术研究界还处于空白状态的选题。周兰自攻读博士学位以来，一直围绕这一选题展开系列研究，在《会计研究》《光明日报》等有影响力的报刊发表多篇有创新价值的学术论文，其博士学位论文《上市公司中小股东权益审计保护问题研究》得到了盲审专家的一致好评，顺利通过博士学位论文答辩，从此中国审计学界又新增了一位专门研究上市公司中小股东权益审计保护的管理学博士，我为她骄傲！

该书是在周兰博士学位论文的基础上充分吸收盲审专家和答辩委员会委员的意见和建议后，几经推敲，修改完善而成的优秀学术专著，对促进中小股东权益审计保护机制在我国形成、提升我国注册会计师审计质量等具有较重要的理论意义和实践价值，是一部直接针对国家经济社会发展的热点难点问题、经济学和会计审计学理论功底深厚、规范研究与实证研究紧密结合的精品力作！在这个浮华的现实世界里，周兰还能用近十年的时间专攻这一难题，既博采众长，又有独到见解，实属不易，尤其值得称赞！

周兰的这部论著针对我国经济转型背景下的上市公司中小股东权益审计保护问题，从审计需求和供给两个维度系统分析了中小股东权益审计保护的理论机理和实现路径。在比较全面、系统地研读相关文献的基础上，把大股东侵权视为中小股东权益保护的对立物。首先，运用委托代理理论、信息不对称理论、契约不完全理论等系统深入地剖析大股东产权保护异化的原因、表现，针对控制权与现金流权分离引发大股东和中小股东间的利益冲突，分析发现现实中中小股东权益的自我保护机制形同虚设、所有权安排和法律制度几乎全部失效，但审计能够缓解大股东对中小股东的代理冲突，一定程度上遏制大股东的侵占行为，审计是保护中小股东权益的一种有效机制。中小股东权益审计保护依赖于中小股东选择高质量的审计师和审计师提供高质量的审计。研究发现：①良好的选聘机制有助于

企业选择高质量的审计师，获得高质量的审计报告；②强化审计责任有利于遏制审计师与大股东或管理者合谋，保证审计独立性，提高审计质量；③推行社会责任审计，一方面有利于增强大股东的社会责任意识和对高质量审计的需求，另一方面又有利于审计师更加全面地了解被审计单位的真实情况。

其次，以 2008~2010 年深圳、上海的上市公司为样本，从股利政策、关联交易和非效率投资这三种大股东侵占中小股东利益的方式的角度，实证检验了大股东对中小股东的代理冲突与高质量审计需求、供给之间的相关性。实证发现，大股东和中小股东代理冲突越严重，审计师发表标准审计意见的可能性越大，上市公司越不愿聘请审计声誉好的会计师事务所，初步验证了中小股东权益受损越严重，对高质量审计的需求就越低。进一步的实证研究发现，在不当股利支付政策、非公允关联交易及非效率投资这三种常见的大股东利益侵占方式下，利益侵占越严重，对高质量的审计需求越低，而除了非公允关联交易外，高质量审计供给也与大股东的利益侵占程度成反比，与初步检验基本吻合。主要原因在于审计师选聘机制和审计责任追究制度的缺陷、社会责任审计制度的缺失。

最后，针对理论分析和实证检验发现的问题，提出以下有建设性意义的对策建议：①应当提高审计委员会的治理效率，选择审计委员会为选聘与解聘审计师的主体；②应推行严格责任原则和特殊普通合伙制，强化审计师责任，增强注册会计师的责任意识，进而降低乃至杜绝其与大股东或管理层合谋的可能性，提高审计的独立性；③运用层次分析法，在整合提炼现有的社会责任评价相关标准基础之上，创建以社会责任报告为核心的社会责任管理、社会责任认知、企业战略、企业声誉、商业伙伴等 4 个定性和 23 个定量相结合的社会责任审计评价指标，以加大中小股东权益审计保护力度。

综上所述，该书研究角度较新，创新力度较强，从审计的需求和供给两个维度构建上市公司中小股东权益审计保护机制理论体系，并提供相关经验证据，具有填补中小股东权益审计保护研究空白的性质。此外，该书结构层次清晰，逻辑分析严密；中外文献检索全面，引证恰当；研究方法科学合理；文字运用精练。

乐为序！

王善平

2016 年 10 月于长沙岳麓山

目 录

序

第 1 章 绪论	1
第 2 章 中小股东权益审计保护的相关理论研究	4
2.1 大股东权益侵占与中小股东权益保护	4
2.2 审计的独立性与中小股东权益保护	10
2.3 中小股东权益审计保护的实现路径	13
2.4 审计保护中小股东权益的关键理论问题	16
2.5 小结	20
第 3 章 大股东利益侵占与审计供需的相关性	22
3.1 大股东利益侵占与审计需求的相关性	22
3.2 大股东利益侵占与审计供给的相关性	34
3.3 小结	38
第 4 章 不同掠夺方式下的审计供需	40
4.1 股利支付政策与审计需求	40
4.2 关联交易与审计需求	44
4.3 非效率投资与审计需求	48
4.4 股利支付政策与审计供给	51
4.5 关联交易与审计供给	53
4.6 非效率投资与审计供给	54
4.7 小结	55
第 5 章 审计师选聘机制改进与中小股东权益保护	58
5.1 现有审计师选聘机制的缺陷	58
5.2 审计委员会与审计师选聘机制的改进	61
5.3 审计师选聘机制改进的现实选择	64
第 6 章 审计责任追究制度改进与中小股东权益保护	68
6.1 现有审计责任追究制度缺陷	68
6.2 归责原则的改进	73
6.3 审计师赔偿责任安排的改进：特殊普通合伙制	81

第7章 企业社会责任审计与中小股东权益保护	87
7.1 现有企业社会责任审计的残缺	87
7.2 企业社会责任审计主体的确定	88
7.3 企业社会责任审计内容的明确	90
7.4 企业社会责任审计评价体系的构建	90
7.5 企业社会责任审计程序与方法设计	96
第8章 结语	101
参考文献	103
附录	111

第1章 绪 论

投资者是证券市场的主要利益相关者，是企业契约耦合体的主要参与者和企业控制权的实际拥有者，也是企业剩余的主要分享者与要素贡献者。现代公司治理结构强调捍卫股东价值和股东权益的重要性，实质上关注的都可归结为大股东与中小股东的利益冲突、协调和平衡。

近年来，国外学者(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio et al., 2001; Franks, Mayer, 2001)研究发现，除美国、英国等少数几个国家外，大部分国家的企业股权不是分散的，而是相对集中的。股权集中度高的公司，其主要代理问题是大股东掠夺中小股东权益(Shleifer, Vishny, 1997)，由于广大中小投资者持股比例较小，难以对公司的经营决策产生影响，其权益的实现一直依赖于权益被大股东分割和侵占的地位，大股东很容易通过控制公司董事会来进一步控制公司的经理人，从而取得公司的实际经营权。大股东的有限理性和机会主义行为极易使大股东侵占中小股东利益的问题产生。股东作为“剩余风险的最后承担者”，其利益不能像债权人、公司雇员的利益那样通过签订较为完备的契约得到保障，因此“如何确保股东的权益”特别是“作为弱势群体的中小股东的权益”，是公司治理所要解决的核心问题。保护中小投资者权益也一直是证券监管和维护资本市场正常运转的一个难点。华尔街有一句名言：“保护最小投资者的权益，实际上就是保护了所有投资者的权益。”已有研究表明，对中小投资者的权益保护是建立发达资本市场的关键所在(张焱，2004)。《福布斯》的一项调查表明，一个国家或地区的资本市场对以中小股东为代表的投资者的权益保护得越好，其市场效率就越高，证券市场就越能健康发展。广大中小股东的投资是公司资金最重要、最本质的来源，没有中小股东的信任，整个社会的经济投资和发展都会遭到削弱。

中国资本市场是一个新兴与转轨并存的市场，发展时间短，保护投资者的相关法律和司法体系还相对不健全，股权高度集中，“一股独大”是普遍现象，大股东与中小股东的利益冲突成为公司的主要代理问题(La Porta et al., 1999, 2002; Claessens et al., 2002)。从自身利益考虑，把上市公司资源化作自身可以利用的资源是每一个大股东的必然选择，大股东与其控制的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来，大股东通过不正当的关联交易、股利政策及非效率投资等手段，侵害中小股东利益的现象屡见不鲜。中国上市公司中“猴王股份”“幸福实业”“三九药业”“大庆联谊”“济南轻骑”等大股东的利益侵占行为事件频频发生就是鲜明的例证。虽然在中国证券市场的发展过程中，《中

华人民共和国公司法》(简称《公司法》)《中华人民共和国证券法》(简称《证券法》)及中国证券监督管理委员会(简称“证监会”)等监管部门出台的一系列旨在保护中小股东权益的法律制度均在一定程度上限制了大股东的利益侵占行为。然而,长期以来,由于缺乏严格执行的司法体系,中小股东的权益无法通过国家层面的治理机制得到切实有效的保护。由此可见,我国上市公司大股东侵害中小股东利益的环境非常“优越”。因此,防范大股东的利益侵占行为,保护中小股东的权益,成为中国上市公司治理的重点。

从 Modigliani 和 Miller(1958)的投资现金流理论、Jensen 和 Meckling (1976)的契约理论,到 Grossman 和 Hart(1986)及 Hart 和 Moore (1990)的财产权和剩余控制权理论可以看出,理论的发展越来越强调公司治理对投资人权益的有效保护,以保证公司制度的公平与效率。现代公司的投资者权益保护主要依赖两种路径:制度机制和政策机制。前者通过国家层面的经济、文化和法律体系保护投资者权益,后者通过公司层面的章程、权利义务界定等保护投资者权益。Claessens 和 Fan(2002)的研究表明,在投资者权益保护力度越大的国家,公司的价值越大。由 Coase (1937, 1960)、Alchian (1965)、Demsetz (1964)、Cheung (1970, 1983)和 North (1981, 1990)等发展起来的产权经济学强调产权和制度环境在决定经济行为中的相互作用,从长期来看,尽管一个国家的制度环境必然会朝着促进经济效率的方向演变(North, 1981),但是受经济固化(economic entrenchment)的影响,当国家的制度安排无法有效地保证产权所有者实现其收益时,产权所有者会通过私人契约进行“自保”。这两种机制实质上是将实行有效监督作为代理人的大股东的行为,因此可以认为对大股东的监督失效是大股东产生利益侵占这类非理性行为的关键原因。对大股东的监督主体有:来自公司内部中小股东和来自公司外部的政府机构、外部审计师等,但是公司内部中小股东的有效监督取决于公司完善的股权结构和治理机制,政府的有效监督取决于完善的法律环境。高质量外部审计具有公司治理功能,尤其是在外部法治环境不健全或执行效果有缺陷时,外部审计可以部分替代法律机制发挥作用(Fan, Wong, 2002)。

在现代企业制度下,审计是作为监督管理代理人的机制而被提出的。作为一种外部治理机制,审计不但监督鉴证了投资者进行投资决策所必需的会计信息质量(王艳艳等, 2006),对投资者起到警示作用(Fan, Wong, 2002),而且能够为投资者传递出企业好或差的信号并为投资者承担一定的投资风险^①,从而缓解各利益相关主体间的代理冲突、降低交易成本。基于对注册会计师审计具有较强独

^① 较高的诉讼成本 and 法律责任会使会计师事务所回避高风险客户,同时也会抬高审计收费标准,较高的审计收费又会降低客户对高质量审计的需求,从而将好企业和差企业区别开来,为投资者传递好企业和差企业的信号。通过审计诉讼,投资者可以将自己的投资风险部分转移给审计人员。

立性和高度专业化的考虑,许多国家在颁布公司法、证券法等法律法规时,均对财务报表由注册会计师进行法定审计做出了规定,注册会计师是法律规定的扮演维护股东利益的角色。证监会发布通知要求注册会计师在审计或信息披露时对大股东、其他关联方占用上市公司资金的情况进行专项说明,剑指大股东侵占、转移上市公司资产的行为,以促进上市公司充分披露大股东长期大量占用上市公司资金、上市公司为大股东提供巨额担保等严重危害上市公司持续经营的行为,从而引起公众的关注。在对中小投资者法律保护较好的国家,审计可以作为法律的执行机制,以缓解企业中的代理冲突,进而增强对中小投资者的保护效果;而在法律保护较弱的国家,高质量审计可以作为法律的替代机制发挥作用,同样可以缓解企业内部的代理冲突,从而保护中小投资者的利益。有研究表明,外部审计在一定程度上可以弥补公司治理机制的不足,是公司治理的替代机制(Fan, Wong, 2005)。由此可见,高质量审计无论是在法律保护强的国家还是弱的国家,都会起到保护中小投资者的作用,而且这种作用是直接而具体的。

目前,中小股东权益保护问题不但是各国证券立法的宗旨和证券监管的首要任务,而且是制度经济学、信息经济学、金融行为学等理论经济学的研究热点。中外学者对公司中小股东受到侵害和“掠夺”的原因、大股东和内部人“掠夺”中小股东的方式、各国(不同法系国家)投资者保护水平差异等问题,从法学和经济学角度进行了较为广泛和深入的探讨与解释。然而,迄今为止,还很少有学者关注到如何发挥注册会计师审计这一保护中小股东的重要制度安排的作用。响应理论界和实务界对“中小股东权益的保护”问题深入研究的诉求,推进“中小股东权益的审计保护”这一更加深入、更加精细化、更具可操作性和实践性问题的研究,构成了本书选题的基本背景和原动力。

本书从审计保护的视角对中小股东的权益保护问题进行深入而系统的研究,寻找可以实施的、有效的审计保护手段。在对审计需求方和审计供给方两方面经验研究的基础上,强调了如何提升对高质量审计的需求及健全审计法律制度安排的研究,提出了一条逻辑清晰的中小股东权益审计保护的研究线索,对丰富中小股东保护理论和实践、促进审计学科发展具有重要的理论和实践意义;对中小股东权益的审计保护的系统研究,也是从实质上而非形式上强调了公司制度的公平,并对公司其他各利益相关者的产权保护的研究具有借鉴意义;不同于传统的公司治理理论研究的方向、重心和角度,本书对大股东—中小股东代理问题进行了研究,在保护中小股东权益的同时提高公司治理绩效,因此本书对于公司治理理论的完善也有理论和现实意义。

第2章 中小股东权益审计保护的相关理论研究

2.1 大股东权益侵占与中小股东权益保护

2.1.1 中小股东权益保护产生的原因

公司股权结构的分散导致管理层机会主义行为的盛行，控制权公共收益与控制权私人收益的激励促进了股权结构的集中。国内外学者的研究也发现，除了英美等少数国家外，东亚国家(LLSV, 1998; Claessens et al., 2000)、西欧国家(Faccio, Lang, 2002)、中东欧转轨经济国家(Berglof, Pajuste, 2002)的公司都存在一定程度的股权集中现象。在这种股权结构集中的情况下，大股东因持有多数股份而享有多数表决权带来的控制权，中小股东的意志在“多数资本原则”下被大股东的意志所征服，没有决策权却要承担大股东实施决策的行为后果。可见，中小股东的意志实际脱离了中小股东的财产利益，大股东是中小股东实质上的受托人，中小股东基于信任将公司的控制权交给了大股东，因此大股东与中小股东之间存在着一种隐性契约，大股东对中小股东负有诚信义务，应该为了中小股东的利益而合理使用其控制权，对管理层实施有效监督，对管理层的机会主义行为进行有效的约束，来降低由信息不对称带来的股东与管理层之间的代理冲突，提高企业价值，进而提高全体股东的公共收益，以实现协同效应(alignment effect)(Jensen, Meckling, 1976; Shleifer, Vishny, 1986)。

大股东常常利用金字塔结构、交叉持股、发行差别投票权股票等控制权增强机制(control-enhancing mechanisms)以相对较小的股份来实现对公司及其管理层的超强控制，导致控制权与现金流权的分离，即决策权大于收益权。大股东具有强大的能力和强烈的动机去掏空中小股东的利益来获取控制权私人收益，因为他们将独占控制权私人收益而由此所造成的公司价值损失却由全体股东来承担。因此，当大股东的控制权私人收益高于其按持股比例分享的控制权公共收益时，大股东就有可能漠视公司治理的原则和规则，滥用其大股东地位，违背诚信和忠实义务，存在强烈的动机进行关联交易、非效率投资及操纵股利支付政策等“掏空”行为，也就是所谓的壕沟效应。大股东的控制权越大，其对公司的重大决策就越有发言权和决定权，其掠夺中小股东的欲望和能力就越强，掠夺程度就越高；现金流权越小，意味着其能分享的企业剩余索取权的比例越小，获得的收益分配越小，因控制权损失的成本也越低。大股东便可以较小的成本来左右公司的重大决

策,从而利用企业资源为自己谋求控制权私人收益,并且两权分离程度越大,大股东越倾向于与管理层合谋,中小股东剥削越严重,寻求监督租金的动力和能力越强,从而产生了大股东与中小股东之间的代理冲突。

可见,大股东的代理问题产生的根本原因是控制权与现金流权的分离。当这两种权利不一致且控制权大于现金流权时,大股东获得了超额控制权,就有很强的动机转移公司的资源,掠夺中小股东的利益(Claessnes et al., 2000; Gonon, Schmid, 2000; Faccio, Lang, 2002; Bertrand et al., 2002)。既然“掏空”行为侵害了中小投资者的利益和公司价值,制约控股股东的“掏空”行为就显得至关重要。

2.1.2 中小股东权益保护的方式及比较

1. 中小股东权益的自我保护形同虚设

当中小股东意识到自己的权益受到侵占时,会采取自我保护的手段,如“用脚投票”,放弃手中的股权,以期对公司管理层、大股东产生压力。然而,我国大部分上市公司是由原国有企业改组而成的,桎梏于改组观念和改革路径依赖,我国上市公司呈现出公有产权为主体的股权结构特点,国有股权比例过高,股权过于集中。上市公司董事主要由原国有企业领导组成,而不是面向社会公开招聘的,在实际运作过程中董事会“内部人控制”现象非常严重,成为大股东控制上市公司的工具。上市公司经营业绩非正常波动、违规操作、信息披露失真和擅自改变募集资金用途等,都是董事会及董事缺乏诚信的表现。然而,作为监督机构的监事会,也已流于形式,因其成员主要为内部管理人员,职位较低,专业知识匮乏,且易于被大股东控制,监事会很难发挥其应有作用,甚至沦为受制于董事会的机构。同时,集中的国有股权使公司控制权难以转移,股票市场中收购接管、中小股东“用脚投票”等可能对管理层形成压力的行为难以对管理层施加压力,其直接后果就是上市公司忽视中小股东利益等一系列内部人控制问题接连出现。可见,中小股东的自我保护措施难以对大股东造成威胁,难以对自己的权益起到应有的保护作用。

2. 所有权安排对中小股东权益保护的失效

由 Coase (1937, 1960)、Alchian (1965)、Demsetz (1964)、Cheung (1970, 1983) 和 North (1981, 1990) 等发展起来的产权经济学强调产权和制度环境在决定经济行为中的相互作用,特别是当国家的制度安排无法有效地保证产权所有者实现其收益时,产权所有者会通过私人契约进行“自保”。例如,经验证据表明,世界各国普遍存在的集中的所有权结构就是大股东基于国家的司法体系无法有效保护其权益而采取的“自保”方式;同样的道理,面对大股东可能的剥削,公司其他

股东也会采用“不投资”或“折价购买”的方式进行“自保”。从长期来看,尽管一个国家的制度环境必然会朝着提高经济效益的方向演变,但是受经济固化的影响,公共治理机制很难在短期内发生重大变化。因此,在既定的制度环境下,私有契约模式对大股东的行为具有重要影响。其中,所有权结构作为公司层面上最为重要的治理机制,对大股东行为的影响成为众多文献的研究主题。既有的证据表明,公司的所有权结构不仅影响到大股东对其他股东进行侵占的能力,还会对其侵占动机产生影响;当法律等制度无法有效保护投资者权益时,所有权结构的影响显得更为重要。

企业的控制权按照具体类别可分为由管理层持有的经营管理权、由董事会持有的决策控制权和由股东持有的最终剩余控制权,但实际上,各种控制权的归属取决于相关当事人之间力量的对比和博弈的结果。在股权集中度高的情况下,大股东除了拥有最终剩余控制权,对企业的一些重大事项进行决策外,还通过对董事会的控制对企业的一些重要决策方案的审批和方案执行进行监督,间接拥有了决策控制权。还有可能通过向企业派出董事长或经理,间接对企业的日常经营进行管理,即间接拥有了企业的经营管理权,从而使得大股东实际持有的控制权远远大于其最终剩余控制权,并利用其直接和间接得到的控制权获取自身利益,使得中小股东的最终剩余控制权大大缩水。因此,尽管从理论上讲,中小股东的剩余索取权和控制性股东的剩余索取权同属于收益分配索取权,两者之间的差异应该只有因所持股比例的不同而享受不同的份额,其他方面均应该相同。然而,剩余索取权的实现要以剩余控制权的获取为前提,只有真的获取了剩余控制权,剩余索取权才能得以真正的实行,而只持有很小比例投票权的中小股东无法改变控制性股东的决策。因此,中小股东的剩余控制权实际上并不存在,故其应享有的剩余索取权也就无法得到保证。

控制性股东因其所占有的对企业的绝对控制能力,其利益分配权实际上优于中小股东,他们可以根据自身利益最大化选择参与企业剩余的分配或是利用控制权获取控制权私人收益后,再参与企业剩余的分配。由此可见,控制权私人收益的增加实际上是中小股东权益的转移,故无论控制性股东的决策是什么,中小股东的剩余索取权都只能是缩水后的剩余索取权。

然而,我国作为一个新兴加经济转轨的国家,上市公司的股权结构呈现出一种股权割裂的二元股权结构特征,大股东的利益输送行为有其存在的特殊制度背景。我国大部分上市公司是国有企业改制后上市的,在界定投资资产范围的基础上,根据“谁投资,谁所有”的原则进行产权界定,国有股和法人股是不能上市流通的,而我国大部分公司的大股东所持股份的性质为国有股,因此不能通过股价的变化获取差额收益,只能通过股利分配来获得股利,但我国上市公司的盈利能力普遍不高的现状,使得大股东不愿因股利的分配而减少自己所能控制的资源,

故更倾向于利用其控制权通过各种方式如减少股利支付、关联交易及非效率投资来获取控制权私人收益。

1) 所有权比例

大股东的所有权比例与其“掏空”行为存在非线性关系(李增泉等, 2004b)。当上市公司的股权集中度很高或是较为分散的时候, 大股东进行利益输送的动机较弱, 持股比例提高到大股东完全掌握了公司控制权时, 所有权比例也会提高, 从而会削弱其获取控制权私人收益的动机; 而持股比例很小时, 其进行利益输送的成本很高, 故动机也较弱。只有当大股东所持股权比例能够实质性地控制上市公司并且其现金流权比例较低时, 大股东才会存在获取控制权私人收益的动机和能力, 其可以通过向公司委派管理人员或采用关联交易掏空公司, 而且当大股东持股比例较低时, 股权制衡类的股权结构可以在一定程度上限制大股东的利益输送动机。

截至2012年6月30日, 我国上市公司第一大股东平均持股比例为36.31%, 最高持股比例高达89.41%^①, 存在着较明显的“一股独大”现象。大股东对上市公司的控股比例较高, 可以对公司管理层的决策、董事会的决策进行控制, 而其他股东无法与之抗衡, 制衡作用受到一定的限制。因此, 我国的所有权比例关系不能降低大股东进行利益输送的能力和动机。

2) 所有权性质

控股股东所有权的不同性质在很大程度上决定着大股东的行为。通常来说, 以公有产权性质为主的企业更多地受到政府的干预, 其目标也更加多元化, 如劳动保障等。此时, 政府同时扮演着“裁判员”和“运动员”的角色, 其与企业的契约也更缺乏刚性, 具体表现为: 国企普遍存在“棘轮效应”(ratchet effect)和“预算软约束”(soft budget constraint), 而私人产权的企业就不存在这一问题。

我国上市公司绝大多数是由国有企业改制而来, 为了维护公有制的主体地位, 国家占据了上市公司的控股地位, 但是大股东可以在一定范围内自主决定其持股比例的大小, 而且上市公司的控制权可以根据改制模式的不同而由不同的机构持有, 如可以为经授权投资的机构或部门或是各地的国有资产管理局或其他部门、国有资产经营公司或其他控股公司等。改制前的国有企业则成为上市公司的母公司, 只留下非核心资产, 故与上市公司经常发生业务上的往来, 以寻求支持。然而, 证券市场关于股票发行的核准制, 使得大股东和地方政府有强烈的动机和足够的能力从上市公司中转移利润, 以支持母公司的存续或促进地方的发展(李增泉等, 2004a), 因此国有企业控制的上市公司比非国有企业控制的公司更容易发生

^① 来自国泰安研究服务中心数据库统计。其中截至2012年6月30日, ST兰光的第一大股东宁波银亿控股有限公司控股比例为89.41%。

大股东的利益输送行为(李增泉等, 2004b)。

此外, 国有控股的股权模式使得我国上市公司的股权过度集中于国有股, 一方面容易产生大股东利用股利政策、关联交易和非效率投资等侵占中小股东利益的行为, 另一方面也使得上市公司经常发生控制的缺位与越位, 容易形成“内部人控制”现象, 不利于资源的最优化配置。因为国有股权的最终所有者是国家, 而代替其行使股东权利的是各级政府、主管部门和经授权的机构, 但由于控制权与剩余索取权的不匹配, 他们缺乏代表国家行使股东权利的动力, 最终导致了控制的缺位, 导致“内部人控制”。此外, 作为大股东的政府除了经济目标外, 更多的是政治目标, 如前所述的保障就业, 因此会直接向公司委派董事长或总经理并监督其行为, 使其服从行政目标, 通过强制性的政府干预降低资源利用率, 实现最优化配置效率。

3. 中小股东权益的法律保护失衡

La Porta 等(1998, 1999, 2000)从法律对投资者保护好坏的制度环境角度对股权结构、资本市场的发展、股利政策和公司价值等的影响进行了研究, 表明在对投资者保护较弱的大陆法系国家, 资本市场发展规模小、上市公司股权集中度高和公司价值低, 较弱的法律保护和执行机制使得控制性股东更容易侵占中小股东的利益。这种侵占程度显著地受到法律环境对投资者保护好坏的影响。Johnson 等(2000a, 2000b)则沿着这一研究思路直接关注大股东的利益输送行为。他们从一个国家法律环境对投资者保护好坏的视角出发, 研究发现在发达的证券市场上, 大股东也会为了私人收益将资产或利润进行转移, 法律环境对投资者保护好坏显著影响着大股东的利益输送活动。也就是说, 法律环境好的国家, 对股东权益保护得比较好, 滥用大股东的控制权将受到法律严厉的惩罚, 大股东进行利益输送的成本很高, 因此进行利益输送的动机就很小。可见, 法律作为一种利益协调工具, 在利益协调过程中, 当法律保护侧重于大股东时, 其控制权收益在收益结构中的占比将会增大; 反之, 则会降低大股东控制权收益在整个收益结构中的占比。

Coffee (1999)认为法官的灵活决策和诚信义务是保护投资者的关键, 但是这个只存在于普通法法系国家中, 在这些国家, 即使法律条文中没有明确规定, 法官依然可以根据诚信义务原则灵活地处理大股东与中小股东的关系。然而, 在源于大陆法系国家的中国, 法律条文起着决定作用, 只要大股东选择法律条文中没有明确禁止的手段侵占中小股东利益, 那么法官就不能超越法律条文的规定认定其违法。法律条文的制定也是由有限理性的人完成的, 随着经济的发展, 大股东侵占中小股东利益的手段也在不断地更新、隐蔽。因此, 有限理性的人不可能在制定法律条文时, 完全预见其侵占的手段, 并一一列举, 从而使我国的法律往往

具有空隙和滞后性，对中小股东的保护力度不够。可以说，我国的法律从制定层面来说，不能对投资者进行有效的保护。

就我国投资者保护的法律规定来看，我国法律对中小股东的保护力度不够。首先，我国的法律规定主要遵循“资本多数决”原则。所谓资本多数决原则，是指在符合法定人数的股东大会上，出席股东大会的多数通过决议才能生效，并对少数派股东产生约束力。在此原则下，拥有更多股份的股东的发言权也就更多，即股东的表决权与其所持的股份成正比，这也就导致了在股东之间存在利益分歧的时候，公司的事务由拥有多数资本的股东决定，即公司的全部资本或全部经济力量的支配将听从于拥有多数资本的股东，这体现了股份平等的原则。然而，这也为大股东提供了“制度上的利益”，如果大股东滥用这种权利，获取额外收益的话，法律仍将持股最多的股东的意思视为公司的意思，并将此强加到中小股东身上，中小股东的意志与其财产利益实际上已经脱离，其财产利益被大股东所利用，大股东在事实上享有了比少数股东更为优越的权利。因此，在资本多数决原则下，中小股东的权益实质上会受到损害而无法得到相应的保护。

其次，中小股东诉讼的成本很高。我国司法体系实行的是“辩方举证原则”，而且不允许集体诉讼。这个制度使得中小股东提起诉讼的概率很小，因为取证很困难。很多中小股东是出于投机的目的，因而不具备财务知识背景，而近年来大股东越来越隐性化的侵占方式使得大股东私人收益的获取变得越来越“合理”，从而导致了中小股东越来越不明白自己的利益是如何被侵占的。此外，对于受损害的中小股东的赔偿只限于损害的赔偿，我国民事法律不存在惩罚性赔偿，中小股东提起诉讼的成本高于其可能获得的赔偿，一方面降低了中小股东保护自身利益的动力，另一方面由于惩罚力度不够，加强了大股东的利益侵占动机。

由上述分析可以看出，我国的所有权安排中无论是从所有权的比例还是所有权的性质来说，都有一定的缺陷，无法对中小股东的利益产生有效保护，甚至可能会加剧大股东对中小股东利益侵占的程度；而我国的法律制度由于本身就存在缺陷，实施时存在的如“资本多数决原则”及“辩方举证”等应用进一步加剧了中小股东法律保护的缺陷。因此，我国的法律安排也很难对中小股东权益进行有效保护。出于技术与成本的考虑，中小股东的自我保护也是很难见效的。

现有的公司股权结构和法律环境对外部监督与约束机制产生了内在性需要。在外部监督与约束机制中，独立性强的信息鉴证中介——独立审计是一种有效的现实选择，独立审计的监督机制能为保护中小股东权益发挥非常重要的作用（Farinha, 2003）。

2.2 审计的独立性与中小股东权益保护

在现代企业制度下的独立经济人组成的所有者和管理者代理关系中，审计是作为监督管理代理人的机制而被提出的。作为一种外部治理机制，审计的作用在于缓解各利益相关主体间的代理冲突、降低交易成本，是保护审计委托人和代理人产权的“工具”“过程”“系统”“合约”“机制”“活动”。Watts 和 Zimmerman(1999)认为审计是保护投资者利益、抑制控股股东侵占的一种有效手段。审计师通过对审计公司财务报表的审计，不仅可以确定公司的财务报表是否将公司财务状况、经营成果和现金流如实反映，还可以确定公司与大股东交易的合理性，以缓解中小股东与大股东之间由信息不对称及其他因素造成的代理冲突，并有效约束大股东的侵占行为。注册会计师审计的监督作用还体现在对投资者的警示作用上。审计监督鉴证了中小投资者进行投资决策所必需的会计信息质量(王艳艳等, 2006)，而且能够为中小投资者传递出企业好或差的信号，并为投资者承担一定的投资风险，中小投资者可以根据审计意见重新审视公司的各种财务信息，从而调整投资行为。审计在保护中小股东利益、降低信息风险、约束大股东行为等方面可以发挥重大作用。在对投资者的法律保护较弱的国家，高质量审计可以作为法律的替代机制发挥作用，可以缓解企业中的代理冲突，从而保护中小股东的利益；即使在投资者的法律保护较好的国家，审计也可以作为法律的执行机制，进而增强对中小股东的保护效果。

许多国家在颁布公司法、证券法等法律法规时都确立了财务报表注册会计师法定审计制度，由注册会计师来扮演维护股东利益的角色。财政部、证监会规定上市公司的会计年报必须由注册会计师进行外部审计；证监会要求注册会计师对公司大股东及其他关联方占用资金情况给出专项说明^①，这有助于约束大股东侵占、转移上市公司资产的行为，至少可以促使公司充分披露大股东长期大量占用上市公司资金、上市公司为大股东提供巨额担保等严重危害上市公司持续经营的行为，从而引起公众的关注；证监会和上海证券交易所、深圳证券交易所的有关监管政策及上市规则中都把审计意见作为一项重要的参考指标等。

注册会计师之所以能够取信于企业的利益相关者，重要的是其能够以独立的姿态耦合于企业契约。独立性是审计的本质属性，是审计师的灵魂，不仅是对外部限制的一种机械反应，还是注册会计师赖以生存和发展的必备职业素养。因此，独立性是独立审计的基石，是中小股东权益保护的灵魂。

^① 参加中国证监会《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》(证监发[2003]56号)。