

三友会计论丛

第10辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

大股东控制、 利益输送与投资者保护

贺建刚 ● 著

Controlling Shareholder, Tunneling and Investor Protect



三友会计论丛
第10辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

大股东控制、 利益输送与投资者保护

贺建刚 ● 著

Controlling Shareholder, Tunneling and Investor Protection

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 贺建刚 2009

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东控制、利益输送与投资者保护 / 贺建刚著. —大连: 东北财经大学出版社, 2009.6

(三友会计论丛·第10辑)

ISBN 978-7-81122-666-9

I.大… II.贺… III.①上市公司-股份制-研究-中国②证券交易-资本市场-监督管理-中国 IV.F279.246 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 079389 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 150mm×220mm

字数: 201 千字

印张: 7 3/8

印数: 1—2 000 册

2009 年 6 月第 1 版

2009 年 6 月第 1 次印刷

责任编辑: 高 鹏 周 晗 李 彬

责任校对: 惠恩乐

封面设计: 冀贵收

版式设计: 刘瑞东

ISBN 978-7-81122-666-9

定价: 20.00 元

作者简介

贺建刚，男，1973年生，陕西省府谷县人，2005年毕业于中山大学，获会计学博士学位。上海财经大学工商管理流动站博士后、会计与财务研究院研究员，南京财经大学会计学院副教授，主要承担财务与会计的教学与研究工作。目前在《管理世界》、《会计研究》、《中国会计与财务研究》等核心刊物上发表论文20余篇，主持国家自然科学基金项目1项、中国博士后基金面上项目和特别资助项目各1项、省部级以上课题2项、校级课题2项。在会计准则制定、信息披露和公司治理等领域形成了具有一定影响的研究成果。当前主要感兴趣的研究方向是基于我国资本市场的实证与案例研究、大股东行为与治理效率、会计政策选择等。

出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入,会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言,既是严峻的挑战,又是难得的机遇。说它是“挑战”,主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性,因为许多实践问题急需相应的理论指导,而这些实践和理论在我国又都是新生的,没有现成的经验和理论可资借鉴;说它是“机遇”,主要是强调在经济体制转轨的特定时期,往往最有可能出现“百花齐放,百家争鸣”的昌明景象,步入“名家辈出,名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”,抓住“机遇”,是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此,我们与中国会计学会财务成本分会(原中国中青年财务成本研究会)、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所,力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补,密切联系老、中、青三代会计工作者,发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性,致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务,以期我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”,用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在

荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

谷 祺 欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		

序

学术界在讨论公司组织形式及其所隐含的缺陷时，曾经使用了很多名词和术语，从早期的代理问题与代理冲突，到现在的公司治理问题。实际上，公司治理已经是一个泛化的术语，可以用来包括一切对公司行为产生影响的制度、规范乃至社会规则、法律等。从这个意义上讲，究竟什么是完善的公司治理？它应当包括哪些要素？公司治理究竟能够发挥什么作用，是降低企业层面的风险，还是提升公司的价值？我们应当如何评价公司治理？如何选择公司治理？一个成功的企业（比如苹果或谷歌），它的公司治理就是完善的吗？凡此种种问题，无论是学术界，还是实务界，疑问远高于确论。可以说，公司治理本身就是一个谜。

从学术界的研究角度来看，探索公司治理之谜最理想的方法是：描绘出公司治理的框架，分解出各个组成要素，然后，一个一个地去解决，最后，描绘出公司治理的基本“蓝图”。本书可以说是这种努力和尝试的一部分。作者通过讨论其中一个小问题——大股东控制的经济后果，来为公司治理这块蓝图做一点建设性工作。当然，即便这是个小问题，也有很多文献，有不同视角。贺建刚博士从控股股东性质、大股东持股比例等角度出发，收集了大股东利益输送的各种方式与金额，描绘出大股东控制下的公司行为模式，为我们更好地理解我国资本市场的运行方式与特征，从而能够提炼出我国资本市场公司治理的相关特征，提供了一个有效的角度。尤其是贺建刚博士尝试从大股东利益输送的视角来研究我国上市公司治理问题，丰富了公司治理研究的文献积累，这也是本著作的突出创新之处。综观全书，观点明确、脉络清晰、内容翔实、论证深入，具有较高的理论价值和实践指导意义，将对我国正在进行的公司治理改革提供启示。

这本著作是贺建刚博士在其博士论文的基础上稍加修订而成的。本书作为贺建刚首本严格意义上的学术著作，也是他个人学习阶段的一个总结。本著作研究内容构成了我所主持的国家自然科学基金项目（项目编号 70102009）的后续成果，同时，也是中山大学魏明海教授所主持的国家自然科学基金重点项目“产权保护导向的会计控制研究”（项目编号 70532003）成果的一部分。同时，感谢东北财经大学出版社“三友会计论丛”对该著作的出版资助。

是为序。

刘 峰

2009 年 4 月

前 言

近几年来,尤其是在1997年爆发亚洲金融危机之后,公司治理问题已经引起了全球关注。大量实证研究表明,新兴市场国家的公司治理水平整体偏低,而且差异较大,股权集中和大股东控制的公司治理模式普遍存在,加之法律对投资者的保护不足,上市公司在经营运作中更多地体现出公司集团化构建、缺乏透明度、寻租活动和关联交易盛行等治理特征(La Porta et al., 1999; Claessens 和 Fan, 2002)。集中的股权结构对公司治理效率、公司绩效或价值及对投资者保护的影响,是当前理论界和实务界所共同关注和研究的前沿领域之一。具体到我国资本市场,国内一些学者借用利益输送的概念,探讨我国上市公司大股东通过关联交易来实现控制权私人收益的治理问题,成为近年来文献研究中的热点话题。

利益输送(tunneling)的概念,最早是由Johnson、La Porta、Lopez-De-Silanes 和 Shleifer (2000)所提出来的,其含义是指,在股权集中的上市公司中,大股东会利用自己的控制性地位,将上市公司的现金资源和利润转移到大股东及其所控制的附属公司中,从而侵害小股东利益的行为。而且,为了在未来期间更好地实现利益输送,当上市公司处于困境时,大股东同样具有向上市公司实施反向利益支持(propping)的动机(Friedman、Johnson 和 Mitton, 2003)。大股东利益输送通常表现为两种形式:一是大股东在不转移任何资产的情况下仅通过财务上的交易事项(financial transactions)来剥夺中小投资者的利益,比如股权稀释(dilutive share issues)、内幕交易(inside trading)等;另一种方式是主要通过关联交易从上市公司中转移资源,包括产品购销、资产并购与租赁、转移定价、借款担保、剥夺公司机会等,甚至是直接的资金占用。其中以第二种方式最为常见与普遍。此外,相关研究文献同时表明,上市公司大股

东的这种利益输送行为、特征及对外部投资者的保护程度，往往是与其公司所处国家产权制度、法律保护环境等制度因素显著相关的（La Porta et al., 1997、1998、2000；Claessens 和 Fan, 2002）。进一步讲，在缺乏私有产权保护的资本市场上，尤其是当大股东的利益输送行为几乎不存在法律风险的情况下，上市公司大股东控制的终极目标可能并不仅是为了提升企业的价值，只是在一定业绩目标下，为了实现控制权私人收益的最大化，更多地关注对自身利益的保护和获得更多的财富分配。

在我国资本市场上，由于缺乏保护小股东利益的法律机制，加之相应约束大股东行为的市场机制尚未建立，大股东利用其控制权侵占上市公司利益的现象具有一定的普遍性。截至目前，国内已有大量文献从不同的角度对我国上市公司治理问题进行了研究，并得出了一些有意义的结论。对于大股东控制的公司治理问题的研究，从其研究脉络和思路来看，主要集中于研究不同的公司治理结构与公司价值、绩效之间的关系。然而，对于公司治理结构—绩效关系的实证命题检验，由于易受到股权结构内生性问题的困惑，以及远未形成一个令人信服的完整理论分析框架，使得诸多已有研究的理论意义和政策指导意义都受到了严重限制。而针对控制权收益的理论研究为公司治理效率评价提供了新的思路，特别是关注控制权私人收益的利益输送行为，将有助于在一定程度上减少上述研究固有的局限性。在我国新兴资本市场上，考虑到大股东控制更多的是一种制度产物，公司治理也绝不应当是体现在形式上的“移植”概念，目前针对我国资本市场上大股东利益输送行为进行实证研究和提供直接经验证据的文献还相对较少，为此，本书基于我国转轨经济制度环境的特征，从大股东控制所造成的利益输送视角，来研究我国上市公司的治理问题。

首先，本书建立了一个研究大股东控制公司治理问题的理论框架，并对国际上相关公司治理及其利益输送研究文献进行了较为系

统的评述。本书分析了公司治理源起及其理论研究的演进趋势，公司治理研究的文献基本上存在着一种从研究分散股权结构特征向重点关注具有一定集中程度股权结构特征的演进变迁过程。同时，本书对公司治理结构这种股权集中化的演进趋势做了四个方面的主流理论解释。与西方发达国家（如美国）相比，在新兴资本市场上，股权集中的公司治理模式较为普遍，控股股东与中小股东之间的利益冲突成为现代公司的主要代理问题，公司治理的首要目标是保护外部投资者利益免受公司内部人的侵占（Shleifer 和 Vishny, 1997），而大股东的利益输送行为便是这些代理问题的体现形式之一。当前，利益输送研究文献主要从六个维度展开：控制权定价、法律制度、控制权与现金流权的分离程度、现金股利、负债水平，以及直接的利益输送方式（如关联交易）。本书将采用直接法来研究大股东的利益输送行为。其次，本书分析了我国转轨经济时期的市场制度背景对大股东行为的影响，并从利益输送视角，对上市公司的主要关联交易事项做了典型案例讨论。最后，本书运用我国上市公司与其大股东在 1998 年至 2003 年期间发生的典型关联交易数据，实证检验了大股东利益输送动机所具备的公司治理特征和财务特征。研究发现，大股东的利益输送动机及其可能采取的方式在所有权安排上存在着显著的差异。尤其是对于资产收购关联交易，大股东的利益输送动机与上市公司股权集中度之间表现为显著的“U”形关系，支持大股东控制的利益侵占效应（entrenchment effect）和利益趋同效应（alignment effect）。同时，不论从市场业绩还是从会计业绩来看，上市公司在资产收购前的业绩表现与大股东的利益输送动机之间存在显著的相关性。当上市公司在资产并购当年的市场价值越高时，大股东的利益输送动机也就越强烈。同样，当上市公司具备良好的会计业绩时，大股东也有可能通过关联交易来实施利益输送行为。另外，由于上市公司通过关联交易进行利益输送所体现出的经济后果，2003 年之后我国证监会不断强化监管，制约上市公司借助

关联交易输送利益，以完善公司治理，被认为是可行的途径。然而，本书通过案例研究表明，尽管大股东的利益输送治理缺陷能够得到正确市场定价，但是无论是市场层面的自发纠偏机制，还是政府和法律层面的强制纠偏机制，尚不足以约束大股东滥用控制权的行为。

对于上述研究发现或结论，如果能够得到后续研究进一步的理论和实证检验，将具有一定的未来研究启示，并有助于人们更好地理解和完善我国的公司治理改革，为市场监管机构规范上市公司的关联交易行为、鼓励分红派现、加强对外部小股东的利益保护提供有价值的政策性建议。本书认为，其一，从加强和完善外部法律环境对小股东利益的保护入手，可能是进一步促进和提高我国公司治理水平改革的有效方式，而不是主要在如何优化公司股权结构本身上做文章。其二，起源于发达市场经济环境下的公司治理研究隐含了市场有效、可以自动纠偏或惩罚机会主义行为者的假定，其中一些假定在我国当前转型经济环境下是否适用，值得学术界进一步关注。其三，公司治理改革对企业行为的规范作用尚需要更多的市场制度予以支撑，但对这种现状的形成仍然缺乏足够的理解和文献研究支持，可能是未来主要的研究方向之一。其四，对监管部门来说，如果要克服我国当前公司治理中所存在的普遍性缺陷，不能仅仅依靠市场的自发机制，而且需要启动强制机制，包括监管部门的行政监管和来自投资者的法律诉讼。

贺建刚

2009 年 4 月

目 录

1 导 论	1
1.1 研究主题及意义.....	1
1.2 研究过程及主要发现.....	6
1.3 本书结构安排.....	10
2 文献回顾——一个大股东利益输送研究的理论和实证 分析框架	13
2.1 公司治理问题研究演进.....	13
2.2 大股东控制的公司治理机制.....	24
2.3 大股东利益输送行为研究：基于产权和法律的 分析框架.....	29
2.4 本章小结.....	42
3 制度背景分析	43
3.1 我国资本市场发展与公司治理现状.....	43
3.2 控制权、业绩与利益输送：我国资本市场制度 特征分析.....	48
3.3 大股东的利益实现方式与利益输送动机.....	60
3.4 本章小结.....	78
4 实证检验	81
4.1 研究设计.....	81
4.2 实证结果与分析.....	103
4.3 本章小结.....	153
5 治理机制与大股东行为约束：案例分析	155
5.1 问题提出.....	155
5.2 2003 年后的五粮液：利益输送现象是否缓解.....	157

5.3	五粮液的利益输送行为：市场监督了吗.....	164
5.4	五粮液的利益输送行为：小股东利益与态度	169
5.5	为什么大股东的行为不受约束——基于我国转轨 经济治理环境的讨论	174
5.6	本章小结	177
6	结论、启示及研究局限性	179
6.1	研究结论	179
6.2	几点启示	183
6.3	研究局限性及后续研究方向	187
	主要参考文献	191
	后记	217

1 导 论

1.1 研究主题及意义

作为解决现代公司所有权与控制权分离问题的一项制度安排，公司治理（corporate governance）一直以来就是一个经济学界和法学界所共同关注的话题。近年来，尤其是在新兴资本市场上，针对公司治理结构的研究表明，集中的股权结构已成为一种普遍现象并且保持相对稳定（Holderness, 2003），集中的股权结构对公司治理效率、公司绩效或价值，以及对投资者保护的影响成为当前研究的热点领域。根据已有相关研究文献，对于股权集中的上市公司，控制性股东倾向于利用自己的优势地位，将上市公司的现金资源和利润转移到大股东及其所控制的附属公司中，从而侵害外部小股东的利益，这便是 Johnson、La Porta、Lopez-De-Silanes 和 Shleifer（2000）所提出来的利益输送（tunneling）^①概念。Johnson 等（2000）认为，大股东的利益输送方式主要是通过关联交易事项从上市公司中转移资源，包括支付高额报酬、资产销售、转移定价、借款担保、剥夺公司机会（expropriation of corporate opportunities），甚至是直接的盗取和侵占（outright theft or fraud）等。而且，大股东的这种利益输送行为、特征以及投资者利益保护与其公司所处国家产权制度、法律保护环境等制度因素显著相关（La Porta et al., 1997、1998、2000；

^① 根据国内研究文献的习惯用法，本书同样将英文单词“tunneling”意译为“利益输送”，与“掏空”、“隧道挖掘”是同样的概念。

Claessens 和 Fan, 2002)。

在我国新兴加转轨的资本市场上，由于缺乏保护小股东利益的法律机制，加之相应约束大股东行为的市场机制尚未建立，大股东控制更多地导致侵害小股东权益的利益输送现象的发生，也就不足为奇了。通过网络及其公开媒体的途径，我们经常会发现上市公司大股东通过关联交易等方式侵占小股东利益的新闻报道。比如，据中证网报道，ST 国嘉（600646）的大股东通过关联交易、往来款以及担保贷款等方法从上市公司套走了大量的现金，超过了 5 亿元，导致 ST 国嘉连续三年亏损而暂停上市；^①济南轻骑（600698）在 2002 年度一次性计提大股东及大股东所属公司欠款 39.74 亿元的坏账损失，平均每股计提坏账准备超过 4 元，其中全部流通股股东共需负担约 21.94 亿元的坏账准备，小股东的利益受到了严重侵害；中国石化（600028）在 2004 年底发布关联交易公告，拟向控股股东集团公司收购化工类资产、催化剂资产和加油站资产，同时向控股股东集团公司出售井下作业资产，通过此次资产购销关联交易，中国石化减少了与集团公司之间未来 23.58 亿元的关联交易金额，但却需要向集团公司支付 28.3 亿元的真金白银等。国嘉实业、济南轻骑等上市公司之所以落到如此地步，市场普遍认为是大股东掏空的后果。上市公司与控股股东及其关联公司之间频繁发生的关联交易，从其利益传递的方向来看，一般可以分为两种类型：利益侵占型关联交易和利益支持型关联交易。对于利益支持型的关联交易，大股东充当“活雷锋”，表面上对投资者是有利的，但是在实质上，利益支持型的关联交易可能只是在短期内为了保证上市公司能够获取再融资资格或者是掩盖当前财务黑洞的手段而已，利益侵占才是其最终目的。由此，利益侵占型关联交易则成为主要的利益传递或者形成巨额资金占用，比如，济南轻骑（600698）被大股东占了近 40 亿元、

^① <http://202.84.17.28/csnews/20030521/366254.asp>.