

DAGUDONG TAOKONG
YU ZHICHI XINGWEI YANJIU

大股东掏空 与支持行为研究

——基于现金流量的视角

--JIYU XIANJIN LIULIANG DE SHIJIAO

杨婧 著



经济科学出版社
Economic Science Press

DAGUDONG TAOKONG
YU ZHICHI XINGWEI YANJIU

大股东掏空 与支持行为研究

——基于现金流量的视角

——JIYU XIANJIN LIULIANG DE SHIJIAO

杨婧 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东掏空与支持行为研究: 基于现金流量的视角/
杨婧著. —北京: 经济科学出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4059 - 0

I. ①大… II. ①杨… III. ①上市公司 - 股东 -
投资行为 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 284846 号

责任编辑: 刘茜 庞丽佳

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱



大股东掏空与支持行为研究

——基于现金流量的视角

杨婧 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

汉德鼎印刷厂印刷

华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 10 印张 180000 字

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4059 - 0 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章 导论	(1)
一、研究动机	(1)
二、研究思路	(4)
三、研究框架	(6)
四、本书的创新	(7)
第二章 理论与文献综述	(10)
一、公司治理理论	(10)
二、大股东掏空与支持文献	(15)
三、公司治理与大股东行为文献	(21)
四、企业现金流量特征	(27)
五、文献述评	(30)
第三章 制度背景与理论分析	(32)
一、我国证券市场的制度背景	(32)
二、现金流量特征与公司治理	(37)
三、现金流量特征与大股东行为	(41)
四、现金流量特征、公司治理与大股东行为	(45)

第四章 变量定义与描述性统计	(52)
一、样本来源	(52)
二、变量定义	(53)
三、变量描述性统计	(62)
四、本章小结	(70)
第五章 大股东行为的选择——现金流量视角	(72)
一、理论分析与研究假设	(72)
二、研究设计	(76)
三、实证结果与分析	(79)
四、稳健性检验	(97)
五、本章小结	(101)
第六章 大股东行为选择的经济后果	(103)
一、理论分析与研究假设	(103)
二、研究设计	(106)
三、实证结果与分析	(108)
四、稳健性检验	(122)
五、本章小结	(125)
第七章 研究结论与政策建议	(128)
一、研究结论	(128)
二、政策建议	(131)
三、研究局限	(133)
四、研究展望	(134)
参考文献	(135)
后记	(154)

第一章 导 论

一、研究动机

随着跨国公司的飞速发展，全球经济一体化的推进，证券市场的健康发展对一国经济推动作用越来越重要。大量研究表明，发达证券市场的关键要素就是建立起中小投资者保护机制，而近几十年公司治理问题的焦点之一，是由所有权与经营权的委托代理问题转变为大股东与中小股东的代理问题，因此，投资者保护和大股东侵占行为成为当前备受关注的话题。

詹森和梅克林（Jensen, Meckling, 1976）最早提出代理理论之后，以降低所有者与经营者之间委托代理成本的研究逐渐活跃起来，但是这些研究是基于伯利和米恩斯（Berle, Means, 1932）股权分散的假设前提，即众多的投资者持有股份，管理者作为独立的经理人控制着公司，有谋取个人利益的动机。随着资本市场的深入发展，股权分散仅存于少数发达国家，而股权集中才是世界各国的普遍现象。拉波尔塔等（La Porta et al., 1999）对世界上 27 个国家公司的最终控制权做了调查，半数以上公司都是股权集中在某个大股东手中。霍尔德内茨（Holderness, 2003）研究发现，美国的公司，也存在大量高度集中股权的现象。事实证明，现代企业所有权和控制权分散这一特征不具有普遍性，取而代之的是企业中所有权或控制权的



高度集中。很多的研究发现尤其在东南亚国家的公司存在着一个终极股东，终极股东通过金字塔结构、互相交叉持股等方式，实现对企业的最终控制。从而导致高度集中的所有权和控制权结构下，利益侵占主体主要不再是职业经理人，而是大股东或是他们控制的高管层。由此上市公司的委托代理问题由股东和管理者之间的利益冲突体现为大股东与中小股东之间的利益冲突，并且大股东侵占手段多种多样（La Porta et al.，2000a，2000b，2002；Claessens et al.，2000；Johnson et al.，2000）。正因为如此，以拉波尔塔等人为主要代表的西方学者认为，公司治理的焦点从传统的所有者与经营者之间的委托代理问题，转变到大股东与中小股东之间的利益代理冲突。所以，越来越多的学者对公司治理的研究转向如何保护中小投资者的利益，抑制大股东的掏空行为。

大股东的“掏空”和“支持”等概念由此被提出。“掏空（Tunneling）”通常也译为隧道挖掘，这个概念是由约翰逊等（Johnson et al.，2000）提出的，主要是指大股东通过隐藏方式转移资产、掏取资金的行为，这种行为不可避免地侵害了中小股东利益。而亚洲金融危机的爆发，有事实发现许多大股东对自己所控制的上市公司竟然表现为支持，由此与“掏空”相对应的研究引起学者的关注。弗里德曼（Friedman et al.，2003）首次提出了“支持（propping）”概念，与“掏空”的含义相反，意指公司的内部人特别指大股东采取多种正常或非正常手段向上市公司提供资金、转移优质资产的行为，来帮助上市公司渡过难关。后来诸多学者对大股东“支持（Propping）”行为展开研究。如建和黄（Jian，Wong，2008）对中国1998～2002年上市公司的样本研究，发现上市公司通过非正常关联销售对大股东进行盈余支持，并在支持后通过关联借贷进行现金转移。

“掏空”和“支持”理论的提出之后，国内外针对这方面的理论和实证研究如雨后春笋般发展起来，从而为投资者保护和公司治理的研究提供了

丰富的经验证据。关于大股东掏空与支持的研究，有三个相互联系的问题显得尤其重要：一是如何度量大股东的“掏空”行为或“支持”行为，从而可以更为合理地分析和判断投资者保护的程度；二是哪些主要因素制衡大股东的“掏空”行为，哪些因素又会激励大股东的“支持”行为，导致不同程度的侵害或保护投资者利益；三是大股东的“掏空”或“支持”行为会产生什么样的经济后果，并且上市公司的经济后果能否有效识别大股东行为。

由于特殊的上市制度以及国有企业改制等历史原因，我国的证券市场，绝大多数情况大股东高度控制着上市公司，而上市公司的流通股股东多为分散的个人投资者，机构投资者在我国的证券市场上的地位和作用与日俱增。与此同时，大股东控制，特殊的上市制度以及法治体系不健全，使得大股东及其控制的关联企业与上市公司之间在产品购销、资产股权交易、资金往来、抵押担保等方面的关联交易频繁发生，并且形式愈加隐蔽、经济后果复杂多样。本书的研究主要是针对大量的关联交易所引发的大股东与上市公司之间的相互资金占用展开讨论的。

目前已有大量文献对于公司治理问题和大股东行为进行了研究，但现有关于公司治理对大股东掏空或支持行为的检验大多局限于静态层面，鲜有从动态层面考察大股东行为的变化及公司治理机制的演变。本书恰恰弥补了这一领域研究的不足。由于上市公司经营活动、筹资活动所产生的现金流量是投资活动的真实驱动力，三大现金流量相辅相成，相互继起承接，它们之间的滚动流转使得企业经营规模发展壮大，折射出企业所处的不同发展时期。因此，基于现金流量特征的分析是一个好的研究视角。现金流量在财务分析和企业管理实践中更具有便捷性和可操作性，并且经营活动、筹资活动、投资活动三大现金流量同时被人为操纵的难度较高，保证了较高的信息含量。有鉴于此，本书选取了我国 2006 ~ 2010 年的上市公司为样本数据，从现金流量视角对大股东的掏空与支持行为进行系统的研究，

不仅考察现金流量各种特征下大股东掏空或支持行为的变化，而且还考察公司治理机制随现金流量特征不同对大股东行为的治理效果。在此基础上，结合现金流量特征及公司治理机制，对大股东的“掏空”和“支持”的经济后果进行系统的解释和分析，完整地描绘出大股东“掏空”和“支持”的前因后果。

随着股权分置改革的深入进行，我国证券市场开始步入股票的全流通时代。一方面，大股东的掏空行为更具隐蔽性和多元化，例如，通过资金占用行为、不公平交易、股利政策以及财务虚假信息披露，严重侵害了中小股东的利益，打击了中小投资者的投资信心。另一方面，大股东能够理直气壮地参与股票持有收益，降低了掏空动机，甚至出现大股东帮助上市公司摆脱困境向上市公司提供资金或提供优质资产的行为，但是支持的最终可能是为了将来更大程度地掏空。因此，有效遏制大股东的隧道挖掘行为是公司治理一个亟待解决的难题。股权分置后的新时期，资本市场的运行规则、利益机制和竞争环境都将发生重大变化，从而很大程度影响着公司的治理结构和大股东的价值取向及行为模式，也给监管部门开展工作带来新的挑战。本书的研究意义在于，针对大股东隧道挖掘行为或者支持行为，分析大股东行为的影响因素及经济后果，寻找公司治理中有力的制衡因素和制衡效果，为完善公司治理结构，保护中小股东的利益和增强中小股东投资信心，促进资本市场资源的有效配置提供政策建议和经验证据。

二、研究思路

现有关于大股东掏空或支持行为的实证检验大多局限于静态层面，没有从动态层面考察大股东行为的变化及其经济后果的演变。本书以现金流量为切入点，根据企业现金流量与企业发展的同步性特征，从动态的角度检验了大股东行为及其经济后果的变化规律。全书分为两大脉络。

第一条脉络是考察现金流量对大股东掏空与支持行为的动态关系。一方面,研究了在不同现金流量特征下,不控制和控制公司治理因素后大股东掏空与支持行为的变化;另一方面,在揭示其变化规律的基础上,研究了公司治理机制随现金流量特征的不同对大股东行为的治理效果。

第二条脉络是在前一研究基础上,考虑了现金流量不同特征,分析大股东掏空与支持行为的经济后果。这里主要指公司业绩后果,分别从财务业绩和市场业绩两个角度考量了大股东行为对公司业绩的影响变化。由于评价的主体和侧重点不同,大股东行为对财务业绩与市场业绩将会产生何种影响,并且两种业绩影响会不会出现背离及背离原因进行了检验分析。

本书的研究思路见图 1-1。

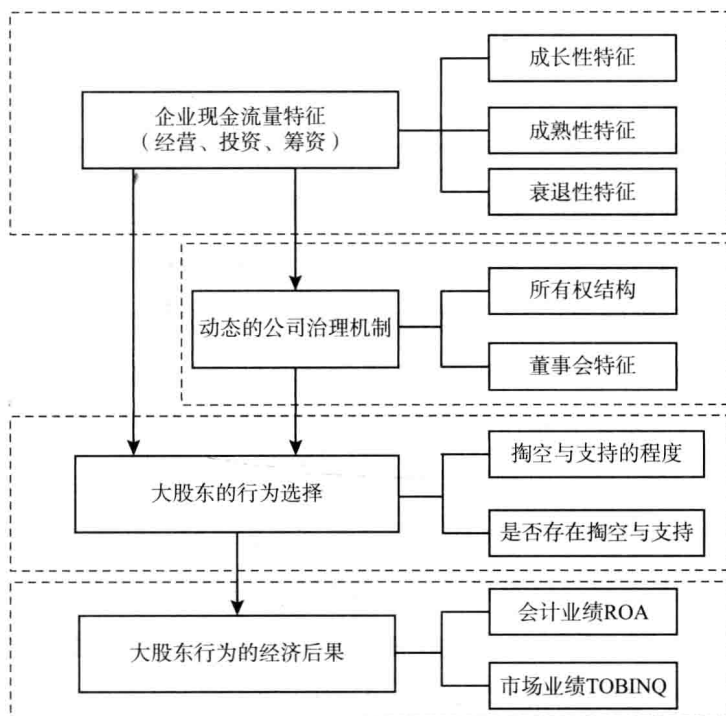


图 1-1 本书的研究思路

三、研究框架

本书对大股东的行为选择与大股东行为选择的经济后果两个层面进行研究,采用规范研究与实证研究相结合的方法,相继分析了大股东行为的理论基础、制度背景、作用机理,大股东的行为选择、行为选择的经济后果等内容。全书共分为七章,各章内容分布如下。

第一章为导论,介绍了本书的研究动机、研究思路、研究框架及本书的学术贡献。

第二章为理论与文献综述。本章开篇阐述公司治理理论不同阶段的演变,其次对国内外大股东掏空和支持行为的文献进行综述,并针对公司治理与大股东掏空和支持行为关系的文献进行了梳理,最后提出本书的研究视角。

第三章为制度背景和理论分析,该章对我国国企股权分置改革和证券市场股票审发的制度背景进行分析,在此基础上,分别三个递进层次阐述了本书的研究假说:现金流量特征和公司治理的关系,现金流量特征与大股东行为的关系以及现金流量特征通过影响公司治理机制进而影响大股东行为的传导关系。

第四章为变量定义和描述性统计。由于以现金流量特征为样本划分基础,本章对后续实证检验所涉及的所有变量分类整理定义,并对各被解释变量与解释变量按现金流量特征进行了描述性统计和分析。

第五章为基于现金流量视角的大股东行为的选择。本章从企业发展进程的动态角度,考察了现金流量各种特征下大股东掏空与支持行为的变化;其次,在揭示其变化规律的基础上,检验公司治理机制随现金流量特征不同对大股东行为的治理效果。

第六章是大股东行为选择的经济后果。本章基于前文动态层面考察大股东行为变化的基础上,深入考察了大股东行为的公司业绩的经济后果。分别从会计评价角度和市场评价角度,考察了现金流量各种特征下大股东行为对上市公司会计业绩和市场业绩影响的变化规律。

第七章是研究结论与展望。本章对全书的研究结论进行提炼总结,针对性提出可行的政策建议,同时对本书研究的局限性和后续的研究进行了讨论和归理。

本书的研究框架见图1-2。

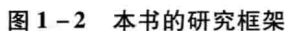
四、本书的创新

经过深入的理论分析和实证检验,本书弥补了现有研究的不足,主要的创新之处有如下四点。

第一,以现金流量为切入点,根据企业现金流量与企业发展的同步性特征,从动态的角度检验了大股东掏空与支持的行为规律。本书将企业现金流量随企业发展进程划分为三种特征:成长性特征为,投资现金流量应该为负,筹资现金流量应该为正,经营现金流量大多为负;成熟性特征为,投资现金流量和筹资现金流量同时为负或同时为正,经营现金流量多数为正,且流入远大于流出;衰退性特征为,投资现金流量应该为正,筹资现金流量或正或负,经营现金流量大多为负。

第二,对大股东行为研究进行纬度扩展,即结合所有权结构和董事会特征,同时基于现金流量不同特征的视角,全方位地研究所形成不同公司治理机制对大股东行为产生的治理效果。

第三,对大股东行为研究进行纵向延伸,即研究了大股东行为的经济后果,同时基于现金流量不同特征视角,全方位地研究了大股东的行为选择与会计业绩和市场业绩的关系。通过比较不同现金流量特征下会计业绩



与市场业绩的背离，有助于识别大股东控制的上市公司存在着业绩粉饰和盈余管理动机。

第四，在大股东行为选择的研究中，引入了机构投资者的公司治理变量，考察大股东行为的选择是否受到机构投资者监督的影响。

第二章 理论与文献综述

一、公司治理理论

公司治理理论中最核心理论是委托代理理论，伴随着委托人与代理人之间关系的变化，其呈现多种类型。根据委托人同代理人间的冲突、矛盾的不同，可以把委托代理理论划分为三个阶段：股东和管理层的委托代理、小股东和大股东的委托代理、小股东与大股东、高级管理人员的委托代理。前两个阶段就是通常所说的委托与受托的代理关系，第三个阶段，主要是股权高度集中国家所出现的内部人控制现象。

（一）委托代理理论

1. 股东和管理层的委托代理

早在 1776 年，经济学开山鼻祖亚当·斯密在《国富论》中指出，在管理他人资产的过程中，会出现玩忽职守、铺张浪费的现象，这也是经济学上最早涉及所有权和控制权分离所带来的治理问题。亚当·斯密指出的问题，实际上已触及公司治理所要解决的一个核心问题——代理问题，表现在经理人与所有者之间潜在的利益冲突。

两权分离现象是个历史的问题，是生产力高度发展的结果。当股份制公司这一经营模式最早在荷兰出现时，并未出现所谓的代理问题。那时的情况，公司所有权与控制权主要统一在股东手里，有关股份公司的争论也

主要围绕公司规模扩大、公司运营水平的提高，公司控制权还不成为一个问题。随着第二次工业革命，涌现出一大批垄断组织，这些超大规模的企业，其本身的股权结构就错综复杂，导致公司控制权问题开始凸显。伯利和米恩斯（Berle, Means, 1932）的研究成为该领域的“扛鼎之作”。他们提出当公司的股权高度分散化后，股东对公司日常的经营决策无力施加直接影响的时候，企业的实际控制权便转移到经理人手中，进而，股东的利益可能受到经理层的侵犯，经理人的行为可能导致公司的行为偏离企业利润最大化的目标。可以说，伯利和米恩斯的研究结论对后来的学者关于公司治理的思想产生了深刻的影响，同时，在实践中，促使美国随后的政策和立法逐渐注重保护股东利益，特别是分散的小股东权益。

詹森和梅克林（Jensen, Meckling, 1976）以合约理论和代理理论为工具，理性、客观分析了现代股权分散的公司中，股东与经理人之间的利益集合，指出两权分离现象，定义了代理成本的概念，他们通过冷静分析，睿智地预测，在所有存在两权分离现象的公司中，都无法回避代理问题。不过，虽然代理成本无法完全避免，但是随着治理制度的不断改进和完善，代理行为是可以控制的，代理成本也是能够限制在可以接受的水平上的。据此，20世纪80年代以前，所有关于公司治理的研究都以美国公司为研究对象，致力于探索股权分散形式下的“弱股东，强管理者”的问题，着手探寻建立内外部监督与激励机制，保护股东的利益。

2. 大股东和小股东的委托代理

早期的研究主要是以欧美的上市公司为研究对象，他们一个共同的特点就是股权高度分散，证券市场中中小投资人占有重要比重。由于公司的股权高度分散，使得公司管理层几乎控制了公司的经营决策权，高度分散的股东没有积极性也没有能力监督公司管理者。当然，随着研究的深入，学者们发现了比较有意思的情况：在很多情况下，存在一个或几个可以对

公司经营活动起到控制或者重要影响的大股东，而机构投资者、企业集团、家族和政府是这些大股东的主要表现形式。拉波尔塔等（La porta et al.，1999）以世界上 27 个国家的上市公司作为研究对象，以每个国家的市值最大的前 20 家公司为研究样本，发现 300 多家大企业存在大股东，这一比例占到了总数的 64%。霍尔德内茨（Holderness，2003）通过研究发现在新兴转型市场中，特别是以“金砖四国”的中国、印度、俄罗斯、巴西为代表，上市公司所有权集中程度更高。克莱森斯（Claessens et al.，2000）发现，东亚的所有国家，家族控制了 45% 以上的上市公司，日本的情况稍微好些。类似的情况还不断上演，林斯（Lins，2002）发现在全球 22 个新兴市场上，56% 以上的上市企业中都存在一个大股东。

诚然，在高度集中的股权背景下，代理成本就不再是上市公司股东、管理者那么简单了，更多地体现为大股东同中小股东之间的利益矛盾。在现代企业中，按照理性经济人的假设，当大股东持股比例较高时，其必将有很大的动力去监督公司的日常经营，关注公司的治理活动和最终的业绩效果，同样，依据博弈论的分析，此时小股东的最优策略便是躲在一边，实施“搭便车”战略。从而，在小股东的纳什均衡最优策略选择“搭便车”成为共识之后，大股东就又有了新的动机，转移上市公司的资源，通过各种途径输送上市公司的利益到自己的口袋，在小股东不闻不问的战略选择下，大股东掏空上市公司就可能成为自己的最优选择。由于，大股东决策依据不是上市公司的利益最大化，而是私人利益最大化，虽然掏空行为可能伤及上市公司的价值，但是，站在大股东的立场，只要从上市公司的转移中收到的利益大于自己在上市公司中遭受的损失，权衡利弊，掏空转移上市公司的资源是有利可图的。所以，当控制权和现金流权高度分离，资本市场缺乏有效的保护中小股东的机制时，大股东便“无法无天”，缺乏制衡和监督，那么，大股东与中小股东之间的代理问题就更为突出。格罗斯