

大股东控制、掏空行为 与投资者保护

王俊秋 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

大股东控制、掏空行为与投资者保护 / 王俊秋著.
— 上海: 立信会计出版社, 2011.2
ISBN 978-7-5429-2854-2

I. ①大… II. ①王… III. ①股份有限公司-股份制-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 060977 号

责任编辑 成姿娴
封面设计 周崇文

大股东控制、掏空行为与投资者保护

出版发行	立信会计出版社	
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码 200235
电 话	(021)64411389	传 真 (021) 64411325
网 址	www.lixinaph.com	E-mail lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	Tel: (021) 64411071
经 销	各地新华书店	

印 刷	上海申松立信印刷有限责任公司
开 本	890 毫米 × 1240 毫米 1/32
印 张	6.875
字 数	182 千字
版 次	2011 年 2 月 第 1 版
印 次	2011 年 2 月 第 1 次
印 数	1 - 2 100
书 号	ISBN 978 - 7 - 5429 - 2854 - 2/F
定 价	16.00 元

如有印订差错, 请与本社联系调换

20 世纪 90 年代,随着公司治理研究逐步扩展到美国以外的其他国家(地区),人们发现基于股权分散的 Berle 和 Means 范式仅适用于英美等大型公司,股权集中以及家族控制才是全球公司股权结构的主导形态(LLSV, 1999; Claessens 等, 2000; Faccio 和 Lang, 2002)。在公司股权结构分散的情况下,代理问题主要源于外部股东与内部管理层之间的利益冲突(Jensen 和 Meckling, 1976);而在集中的股权结构下,委托代理问题主要表现为大股东与小股东之间的利益冲突(Shleifer 和 Vishny, 1997)。从控制手段看,大股东一般通过金字塔式持股结构以较小的代价获得公司控制权,从而具有很强的动机和能力“掏空”上市公司,攫取控制权的私人收益。大股东的掏空行为以及投资者保护程度往往是与各国(地区)的产权制度、法律保护环境等制度因素显著相关,法律对投资者的保护可以减少控制权的私人收益,降低大股东对小股东的利益侵害(LLSV, 1997, 1998, 2000; Dyck 和 Zingale, 2004)。

法与金融的研究表明,法律对投资者保护、尤其是中小股东保护至关重要。在那些投资者利益法律保护相对较弱的国家和地区,大股东直接控制的形式更有利于股东进行自我保护。我国上市公司的所有权结构是一种制度设计的结果,而不是对国内法律环境的均衡反应。行政审批和额度控制下的首次发行上市制度造成我国上市公司大股东控制问题严重;与此同时,剥离非核心资产的改制方式使得大股东承担了公司上市的改制成本,大股东无论从生存还是发展上都有强烈的占用上市公司资源的动机;大股东与上市公司之间的密切联系也使其具备了占用上市公司资源的能力。在我国目前投资者

法律保护较差的情况下,大股东占用上市公司资金成为上市公司大、小股东之间最严重的利益冲突。

本研究即以大股东的资金侵占这一掏空行为作为研究对象,以中国证券市场上市公司为研究样本,运用描述性统计、单变量分析和多元回归分析等研究方法,实证考察了在中国转型经济制度背景下,大股东控制下的所有权特征对掏空行为的影响以及大股东控制及其掏空行为的经济后果。

在研究上市公司大股东控制下的所有权安排对掏空行为的影响时,本研究采纳了终极产权论来追溯大股东的性质以及持股比例;在此基础上,鉴于以股权集中度来衡量大股东对上市公司控制制度的缺陷,我们尝试采用投票博弈中的 Shapley 指数来度量第一大股东的控制权。实证检验结果发现,大股东控制下的所有权特征对其掏空行为产生了显著影响。具体而言,大股东的资金侵占与其现金流所有权比例呈现先上升后下降的关系;当大股东现金流所有权和控制权分离程度越大、上市公司隶属国有企业集团时,更容易发生资金侵占行为。大股东控制下的部分董事会特征也影响了其资金侵占行为,当上市公司关键管理人员在大股东兼职时,更容易发生资金侵占行为;但是,独立董事还不能有效地抑制大股东的掏空行为。

此外,随着中国证券市场和民营企业的迅速发展,家族上市公司越来越多。相对于非民营上市公司,家族上市公司的现金流量权与控制权的偏离较非家族上市公司更加严重,家族上市公司最终控制人多采用复杂的金字塔结构实施对上市公司的超额控制。因此,本研究又单独以家族控制的上市公司为研究样本,考察了家族上市公司所处地区的法律环境和金字塔持股结构对其掏空行为的影响。通过追溯家族上市公司最终控制人的现金流量权和控制权,研究发现,金字塔结构影响了控制性家族掏空的动机和能力。控制性家族拥有的现金流量权与其掏空行为显著负相关,控制性家族现金流量权和控制权的分离程度与其掏空行为显著正相关。研究还发现,家族上市公司所处地区的法治水平越高,控制性家族发生掏空行为的可能

性越小;并且,在法治水平较差的地区,现金流量权和控制权分离程度越大的控制性家族其掏空行为更加严重。

在明确了大股东控制下的所有权特征对其掏空行为的影响后,本研究以投资者保护为研究视角,分别从公司价值和会计盈余质量两方面考察大股东控制及其掏空行为的经济后果。

首先,我们检验了大股东控制及其掏空行为对公司价值的影响。我们认为,大股东的掏空行为将会加大上市公司的财务风险、削弱上市公司的可持续增长能力,从而降低公司的盈利能力,而投资者能够识别大股东的掏空行为及其给公司带来的不良经济后果。实证检验结果发现:①在控制了公司财务特征等因素后,大股东资金侵占程度与上市公司盈利能力显著负相关。②发生资金侵占的公司与未发生资金侵占的公司其价值没有显著差异,但是,当业绩较差的公司发生资金侵占时,公司价值显著降低,说明投资者更加关注绩差公司的资金侵占行为。③公司价值与大股东持股比例呈现先下降后上升的关系,同时,公司价值与大股东两权分离程度显著负相关,而大股东终极产权性质以及关键管理人员兼职对公司价值没有显著影响。由于大股东所有权特征是公开披露的信息,以上研究结果说明投资者能够部分识别大股东所有权特征所代表的代理问题,并给代理问题较大的公司以较低的定价。

其次,我们检验了大股东控制及其掏空行为对会计盈余质量的影响。从会计盈余质量角度考察大股东控制及其掏空行为的经济后果,是因为财务会计信息作为公司信息的主要来源,在缓解信息不对称以及投资者保护中具有重要重用(Bushman 和 Smith, 2001)。以家族上市公司为研究样本,实证检验结果发现:①控制性家族的掏空行为加剧了公司内部人与外部投资者之间的信息不对称,降低了会计盈余的可靠性和价值相关性。上市公司的盈余管理程度与掏空行为显著正相关,会计盈余的信息含量与掏空行为显著负相关。②终极所有权结构对盈余信息含量的影响取决于控制性家族“利益趋同效应”和“利益侵占效应”两种影响的比较。较高的现金流量权

会产生利益趋同效应,从而提高盈余信息含量;而控制权和现金流量的偏离则会加剧控制性家族的掏空行为和掏空动机,产生利益侵占效应,降低盈余信息含量;此外,当控制性家族成员在上市公司任职时,增强了其利益侵占的能力,降低了盈余信息含量。这一结果表明,投资者能够识别终极控制权差异所代表的代理成本差异,减少关注代理冲突严重的公司对外报告的财务信息。

理论以及实践证明,大股东的掏空行为不仅侵害了小股东的利益,还会影响资本市场的健康良性发展。因此,在中国特定的制度背景下,研究大股东的掏空行为以及这种行为的经济后果,对于提高中小股东权利保护、促进证券市场健康发展具有重要意义。本研究的研究价值包括:第一,为中国证券市场中大、小股东之间的利益冲突以及股权分置改革的合理性提供了直接的经验证据。第二,有助于监管者识别掏空能力和掏空动机较强的上市公司特征,加强对这类公司行为的监管,有效地保护投资者尤其是中小股东的利益。第三,本研究对于法与金融的研究文献具有学术价值。既有的相关文献一致支持投资者保护对公司治理、企业绩效、金融市场发展乃至一国经济增长的积极影响。本研究发现,在我国目前的法律环境下,中小股东利益得不到有效保护,大股东可以通过直接占用资金的方式随意掏空上市公司、侵占中小股东的利益;大股东控制下的掏空效应降低了公司价值和会计盈余信息质量,并将最终降低资本市场资源配置的效率。

Abstract //

In 1990s, as the researchers looked outside the American, many studies have shown that the Berle and Means widely held corporation is only a common organizational form for large corporations in the United States. In most countries, large publicly traded companies are not widely held, but rather have controlling shareholders and are family controlled (LLSV, 1999; Claessens et al; 2000; Faccio and Lang, 2002). The central agency problem in the widely held corporations is the conflict between the managers and shareholders (Jensen and Meckling, 1976). Under concentrated ownership, conflict of interest arises between controlling and minority shareholders, and the controlling shareholders' decision may result in the expropriation of the minority shareholders (Shleifer and Vishny, 1997). Also, the controlling shareholders' voting rights frequently exceed cash flow right via pyramid structure. The ultimate owner's incentive to tunnel the listed company increases as the separation of their cash flow rights and voting rights become larger. But the controlling shareholder's tunneling and legal protections of investors are highly associated with the institutions of the country. The legal protection of investors is important in curbing the private benefit of controlling shareholders (LLSV, 1997, 1998, 2000; Dyck and Zingale, 2004).

The researches on law and finance indicate that ownership concentration is indeed a response to the country's legal protection.

In the countries with weak legal protection, the direct control by large shareholders is helpful in self-protection. In Chinese security market, the ownership structures of listed companies are not the market response to our legal environment but the outcome of the system design. Unilateral emphasis on the status of state ownership and the administrative examination and approval during the Initial Public Offer (IPO) results in the serious problem of large shareholders controlling. The reorganization mode of strip non-core assets off force the controlling shareholders to bear the cost of the reorganization and give them great incentives to expropriate the resource of the listed companies either for survival or development. Also the controlling shareholders are endowed with the ability to expropriate because of the close relationship between them. With the weak investor protection in our country, the fund embezzlement of controlling shareholders from the listed companies becomes the most serious conflict between controlling and minority shareholders.

Based on the background of Chinese traditional economy, using the fund embezzlement of controlling shareholders to describe tunneling, the study empirically researches the effect of ownership structure under large shareholders controlling on tunneling and the economic consequences of large shareholders controlling and tunneling by descriptive statistics, univariate analysis and multi-regression methods.

In the research of the effect of ownership structure under large shareholders controlling on tunneling, the study traces back to the property and holding ratio of controlling shareholders by ultimate property theory and measures the control power of the controlling shareholders by Shapley index in voting game. The empirical

research shows that the ownership structure under large shareholders controlling has a significant effect on the tunneling. Specially, the relationship between the fund embezzlement of controlling shareholders and cash flow rights is a fall U shape. When the cash flow rights of controlling shareholders are below 50%, tunneling increases as the cash flow rights increase. When the cash flow rights of controlling shareholders are above 50%, tunneling decreases as the cash flow rights increase. Also, the firms with high separation of cash flow rights and voting rights and the firms belonging to state-owned group are more likely to be tunneled by the controlling shareholders. Finally, some board characteristics under large shareholders controlling affect the tunneling significantly. When the key management comes from the controlling shareholders, the tunneling is serious. But the independent directors can't reduce the tunneling of controlling shareholders.

In addition, as the rapidly development of Chinese security market and private companies, more and more family controlled companies go public. The separations of cash flow rights and voting rights in these companies are more severe compared to the state controlled listed companies. The ultimate controller of the family usually adopts a complex pyramid group structure to maintain excess control of the listed companies. So, using the family controlled listed companies as the research sample, the study further investigates the effects of legal environment and pyramid group structure on the ultimate controller's tunneling. We find that pyramid group structure affects the ultimate controller's tunneling significantly. Tunneling is negative correlative with the cash flow rights of the controlling family and positive correlative with the

separation of cash flow rights and voting rights of the controlling family. We also find that good legal environment can reduce the probability of the tunneling effectively and the tunneling of the controlling family with large separation of cash flow rights and voting rights is severe in the area of weak legal environment.

In the research of the economic consequences of large shareholders controlling and tunneling, the study begins from the angle of investor protection.

Firstly, we investigate the economic consequences of large shareholders controlling and tunneling from the point of corporate value. We expect that the tunneling of controlling shareholders will increase the financial risk, decrease the sustainable growth ability and further reduce the earning power of the listed companies. But investors can identify the controlling shareholders' tunneling and its bad economic consequences. The empirical research shows that earning power is negative correlative with the tunneling after we control the financial characteristics of the listed companies. Also, the difference of corporate value between the tunneled companies and non-tunneled companies is not significant. But controlling shareholder's tunneling does decrease the corporate value of the companies with lower earning power. This means the investors are more care about the tunneling in lower earning power companies. Finally, the relationship between the corporate value and controlling shareholders' cash flow rights is a U shape and the corporate value is negative correlative with the separation of cash flow right and voting rights. But the property of controlling shareholders and key manager's duality don't affect corporate value significantly. Because the ownership structure of the company is publicly disclosed, the above results suggest that the investors can

partly identify the agency problems included in ownership structure and discount the corporate value with high agency cost.

Secondly, we investigate the economic consequences of large shareholders controlling and tunneling from the point of earnings quality. This is because that the financial accounting information is the main source of corporate information which have an important role in mitigating information asymmetry and investor protection (Bushman and Smith, 2001). Using the family controlled listed companies as a research sample, we find that the controlling family's tunneling accelerates the information asymmetry between the insider and outside investors and then decreases the reliability and value relevance of accounting earnings. Earnings management is positive correlative with tunneling and earnings information content is negative correlative with tunneling. The effect of ultimate ownership structure on earnings information content depends on the controlling families' "interest alignment effect" and "interest entrenchment effect". Higher cash flow rights can generate the "interest alignment effect", thus enhances the earnings information content. While the separation of cash flow rights and voting rights will accelerate the incentive of controlling families' tunneling and result in the "interest entrenchment effect" which further decreases the earnings information content. Also earnings information content decreases when the family members are incumbent in the list companies. The above results suggest that the investors can identify the agency costs included in ultimate ownership structure and less care about the accounting information disclosed by the companies with serious agency problems.

Prior literatures suggest that tunneling of controlling shareholders will not only infringe the interest of minority

shareholders but also impede the healthy development of the security market. So, the research of tunneling and its economic consequences based on Chinese institutional background is meaningful both in protecting the minority shareholders and promoting the development of Chinese security market. The contributions of the study are the following. Firstly, the study provides direct evidences on the agency conflict between controlling and minority shareholders and the rationality of the split-share structure reform in Chinese security market. Secondly, the study is helpful for the regulators to identify the characteristics of the companies with great incentive and ability to tunnel. And it is also helpful for the regulators to strengthens the regulations on these companies and protect the interest of minority shareholders effectively. Thirdly, the study has academic value for the literatures of law and finance. Prior literatures have proved the positive effects of investor protection on corporate governance, firm performance, development of financial markets and even the economic growth of the country. In our study, we find that the controlling shareholders can expropriate the interest of minority shareholders by direct fund embezzlement because of the weak investor protection in Chinese security market. The tunneling effect under large shareholders controlling has decreased the corporate value and earnings quality of the listed companies and will ultimately reduce the capital allocation efficiency of the capital market.

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究动机	1
第二节 研究问题与解题思路	3
第三节 本书结构安排	7
第二章 理论基础与文献回顾	10
第一节 大股东控制下的公司治理问题	10
第二节 大股东控制与掏空行为：理论与文献	21
第三节 投资者保护、所有权集中与公司治理	40
第三章 大股东控制与掏空行为的实证研究	52
第一节 制度背景与研究假设	52
第二节 研究设计	68
第三节 实证检验结果与分析	83
第四节 研究结论	95
第四章 大股东控制、掏空行为与公司价值	99
第一节 研究假设	99
第二节 研究设计	103
第三节 实证检验结果与分析	108
第四节 研究结论	126

第五章 法律环境、金字塔结构与家族企业的掏空行为	128
第一节 制度背景与研究假设	128
第二节 研究设计	131
第三节 实证检验结果与分析	137
第四节 研究结论	146
第六章 金字塔结构、家族企业的掏空行为与盈余质量	148
第一节 文献回顾与研究假设	148
第二节 研究设计	155
第三节 实证检验结果与分析	162
第四节 研究结论	169
第七章 主要结论与局限性	171
第一节 主要结论与研究启示	171
第二节 局限性与未来研究方向	179
参考文献	182

第一节 研究动机

公司治理问题是近 30 年来最受关注的经济学和财务学研究领域之一。从公司治理研究的发展过程来看,早期的研究主要注重所有权分散而导致的管理者与外部股东之间的代理问题。20 世纪 90 年代,随着公司治理研究逐步扩展到美国以外的其他国家(地区),人们发现基于所有权分散的 Berle 和 Means 范式仅适用于英美等大型企业,所有权集中和家族控制才是全球公司所有权结构的主导形态(La Porta 等,1999;Claessens 等,2000)。Shleifer 和 Vishny (1997)认为,股权集中在少数大股东手中,导致大股东掠夺小股东问题的发生。因为大股东一旦控制了公司,他们常常会利用公司的资源谋取控制权的私人收益,损害其他股东和利益相关者的利益。

在 Berle 和 Means 范式中,公司治理所要解决的核心问题是股东与经理层之间的利益冲突和代理问题。而公司治理研究的最新发展表明,公司治理的研究重点不应仅局限于股东与经理层之间的代理问题,而应更多地关注大、小股东的利益冲突和代理问题。实践中,大股东主要就是通过关联交易转移公司资产和利润来攫取控制权的私人收益。Johnson 等(2000)将大股东的上述行为称为“掏空(Tunneling)”,并指出掏空行为在新兴市场较为普遍,甚至在发达国家也时有发生。

与此同时,以 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny (以下简称 LLSV)为代表的经济学家和法学家将法律变量引入金融学的实证研究,从而逐渐形成“法与金融(Law 和 Finance)”这一新兴研究领域^①。大量的理论分析和经验证据表明,法律对投资者的保护在微观层面影响了公司的股权结构(LLSV, 1998, 2000)、控制权私利(Nenova, 2003; Dyck 和 Zingale, 2004)、资本成本(LLSV, 1997; Bhattacharya 和 Daouk, 2002)、股利支付率(LLSV, 2000)、盈余质量(Leuz 等, 2003; Ball 等, 2003; Defond 等, 2007)和公司价值(LLSV, 2002; Johnson 等, 2000; Lemmon 和 Lins, 2003),进而在宏观层面上影响了一国的资本配置效率和经济增长(Wurgler, 2000)。

LLSV (1998)认为,在那些投资者利益法律保护相对较弱的国家和地区,大股东直接控制的形式更有利于股东进行自我保护。换言之,集中控制还是分散控制是法律环境所决定的结果。我国上市公司的所有权结构并不是市场选择的产物,它是一种制度设计的结果。股份制改组中片面强调公有制地位以及证券市场首次公开发行的行政审批和额度控制,造成我国上市公司股权分置和大股东控制问题严重^②:上市公司约三分之一股份上市流通,三分之二股份暂不上市流通,非流通股股权集中且多数为国有股。

股权分置导致股权流动性分裂,扭曲了资本市场定价机制,公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束,从根本上损害了上市公司股东间利益的一致性,制约了资本市场资源配置功能的有效发挥^③。在大股东控制下,我国上市公司治理结构表现为内部

① 一般认为,La Porta 等于 1998 年发表的《Law and Finance》一文标志着这一研究领域的正式形成。

② 李东平, 2001,《大股东控制、盈余管理与上市公司的业绩滑坡》,上海财经大学博士学位论文。

③ 作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置成为完善资本市场基础制度的一大障碍, 2005 年 4 月 29 日,我国上市公司开启了股权分置改革的序幕。

治理结构不合理,外部治理机制功能弱化。内部治理结构中,股东大会尚不足以成为股东行使权力、参与公司治理的场所,董事会独立性得不到保障,监事会的作用有限、监督权通常流于形式;外部治理机制中,法律不能有效地保障中小股东利益,公司控制权市场尚未形成,中介机构监督不足。与此同时,特定的股票发行制度促使国有企业改制上市时,将企业的资产进行一定程度的剥离,也就是将盈利能力较好的经营性资产注入上市公司,而将非经营性资产或低效资产留在母公司,来帮助上市公司进行财务包装,取得 IPO 资格。剥离非核心资产的改制方式以及“审批制”和“额度制”相结合的证券发行制度使得大股东承担了公司上市的改制成本,也为中国证券市场中大、小股东之间的利益冲突埋下隐患。大股东无论从生存还是发展上都有强烈的动机占用上市公司资源,大股东与上市公司之间的密切联系也使其具备了占用上市公司资源的能力。

理论以及实践证明,大股东的掏空行为不仅侵害了小股东的利益,还会影响资本市场的健康良性发展。Johson, Boone, Breach 和 Friedman (2000)认为,大股东的掏空行为是 1997—1998 亚洲金融危机的主要原因之一;当经济前景恶化时,大股东会侵害外部投资者利益,从而导致金融市场的大幅下跌。Lemmon 和 Lins (2003)分析了 8 个亚洲国家对亚洲金融危机的反应,发现在大股东掏空行为较多、小股东易受侵害的国家中,企业的股价和托宾 Q 比率下降幅度较大。

因此,在中国特定的制度背景下,研究大股东的掏空行为以及这种行为的经济后果,对于提高中小股东权利保护、促进证券市场健康发展具有重要意义。

第二节 研究问题与解题思路

本书的研究目的在于以上市公司大股东控制的所有权特征为切入点,经验地揭示中国新兴加转轨的证券市场中大股东掏空行为的