

重大资产收购关联交易中的大股东“掏空”行为研究^[1]

李姝¹, 翟睿¹

(1. 南开大学公司治理研究中心; 南开大学商学院会计系, 天津 300071)

摘要: 本文采用实证分析的方法, 以上市公司和大股东之间的重大资产收购关联交易为研究点, 通过事件研究法, 对关联交易公告日前后的市场反应进行检验, 从而证实大股东确实存在通过关联交易“掏空”上市公司的行为, 进而损害了投资者的利益。通过实证检验, 作者发现当上市公司大股东以较复杂的持股方式控制上市公司时, 此时其控制权和现金流权的分离度大, “掏空”上市公司、侵害投资者利益的动机大大增强。同时作者将上市公司最终控制人类型作了详细的划分, 并对其在模型中分别加以回归, 得出相应的结论。最后针对以上检验发现的问题, 给出了相应的对策建议。

关键词: 掏空; 投资者保护; 市场反应; 关联方

中图分类号: F

文献标识码: A

1 问题的提出

在我国“一股独大”是普遍现象, 在缺乏制度性约束的情况下, 从自身利益出发把上市公司资源据为己有, 是每个大股东当然的选择。控股股东有动机通过不正当的关联交易、资金担保及占用资金等手段“掏空”上市公司, 侵害中小股东利益。

投资者是证券市场的基石, 要保证证券市场持续、健康发展, 就要保护好投资者的利益。控股股东“掏空”上市公司的表现多种多样, 本文的着眼点集中于上市公司重大资产收购关联交易行为。为规范上市公司关联交易和减少大股东资金占用情况的发生, 证监会出台了一系列措施加以管制, 比如 2001 年证监会发布了《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》; 2003 年证监会为解决大股东占用上市公司资金问题以及上市公司为大股东及其关联人乱担保问题, 发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司自对外担保若干问题的通知》等。上市公司也以为减少关联交易为理由, 与大股东发生了大量的资产购销交易。本文试图通过对此行为的实证研究, 检验证监会诸多措施的出台是否发挥了作用, 以及是否如上市公司声称的那样为了减少关联交易与大股东频繁发生资产购销交易, 抑或更多的还是向大股东输送利益。

2 文献综述

La Porta (1999) 研究了 27 个国家企业的控制链, 发现最终控制人(ultimate controller)通过金字塔式控股结构和交叉持股等方式获得了超过他们现金流权的控制权, 在控制权私人收益的驱使下, 造成对中小股东的掠夺行为。当整体环境对中小股东的保护不到位时这种掏空行为更加严重, 这一点在新兴市场表现的尤为明显。此后, Lins K., Servaes H. (2002) 又提出大股东控制造成控制权和现金流权的高度分离, 导致上市公司经营效率低下和价值下降的观点。Johnson, La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer (2000) 用“掏空”一词形象地描述了控制性股东将资源转移出上市公司的现象, 具体表现为过高的管理者薪酬、贷款

担保、稀释股权等多种形式。在这一研究背景下,许多学者对控制性股东掏空公司的行为进行了大量的实证检验。Bebchuk 等(1999)以及 Wolfenzon (1999)根据其模型得出结论:当上市公司与企业集团有关联关系时(集团内的公司通常由同一个控股股东控制),控股股东掠夺外部股东的概率很高,控股股东通过在集团内部、公司之间的商品和劳务交易以及资产和控制权转移等方式来掠夺上市公司的财富。Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)以印度资本市场为例,实证检验了企业集团内部的利益输送行为。研究表明集团内部的“收益震动”(earnings shock)表现为从现金流权比例低的公司向现金流权比例高的公司传递的特征,而且大股东的利益侵占倾向于通过非经常性项目从现金流权比例低的公司向现金流权比例高的公司转移,大股东侵占资金越多的公司,其市净率(market-to-book ratio)也越低。Bae, Kang, and Kim (2002)则从市场反应角度对韩国企业集团内部的并购活动进行了研究,结果表明集团公司的控制性股东利用集团公司内部的兼并活动来掏空上市公司,控制性股东在兼并中获得了大量的私有利益,而小股东的利益却受到了损害。

Albuquerque 和 Wang (2004)用参数 η 来测量投资者保护程度。 η 越高,意味着内部人牟取私人利益需要越大的边际成本。如果 $\eta = \infty$, 意味着内部人牟取每一单位的私人收益都要付出无穷大的成本,内部人得不偿失,这就有效地杜绝了内部人窃取公司利益地现象,外部投资者的利益便得到了有效的保护。Johnson 等(2000)证明,控股股东过度的隧道挖掘是导致 1997—1999 年亚洲金融危机的主要原因。Bertrand 等(2002)则进一步指出,隧道挖掘可能降低整个经济的透明度以及歪曲会计收益数字[2]。

我国学者近年来对我国上市公司控制性股东掏空公司的行为也进行了大量的实证研究并取得了一定的经验证据。唐宗明和蒋位(2002)的研究表明,中国上市公司大股东侵害中小股东的程度远高于美英等国家。苏启林等(2003)发现,我国家族控股股东与其他国家一样,也通过对投票权与现金流量权进行分离来侵占中小股东的利益。谭劲松和郑国坚(2004)则通过对“青岛海尔”案例的分析发现大股东在权衡使用利益输入和利益输出两种利益输送手段的同时,也利用法律监管制度的不完善对利益输送过程进行透明化处理。

在对关联交易的实证分析方面,李增泉、孙铮和任强(2004)、贺建刚和刘峰(2004)分别从股利政策、资产交易和股票价格的信息含量等不同角度提供了所有权结构影响控股股东“掏空”行为的经验证据。在对我国上市公司频繁与其关联方发生关联交易的原因分析上,李学峰 (2003)指出,由于大股东投票权的非完备性,导致大股东无法通过二级市场获得与中小股东同样的获利权,所以其必然会利用对上市公司的控制权来掏空上市公司,从而追求自身利益的最大化。郑志刚(2005)在总结了国外研究成果的基础上,通过建立模型研究得出中国一些民营资本和外资倾向于采用金字塔持股方式来控制企业,便于大股东通过隧道挖掘行为来实现对中小股东的盘剥。

对于规范关联交易、遏制大股东掏空行为的研究方面,何孝星(2001)指出,应当大幅度提高独立董事在董事会中所占比例。郑钢、王克岭(2003)提出设立独立董事薪酬基金等。在表决权制度方面,王艳(2002)主张建立表决权信托制度。李明辉(2002)通过研究指出,应当在《公司法》中明确控股股东的诚信义务,完善重大关联交易“股东大会批准制度”,强化关联方股东表决回避制度,规定控股股东的民事赔偿义务、补偿责任以及为中小股东诉讼提供制度保障,引进派生诉讼制度等等。王棍、肖星(2005)通过实证检验,发现机构投资者持股有利于降低关联方的侵占程度,因此建议大力发展机构投资者参股上市公司。

3 研究设计及数据来源

3.1 研究假设

基于以上的理论和对我国实际情况的分析,本文就大股东对于上市公司的利益侵占问题

提出如下假设：

当上市公司的股权集中度高或者较为分散时，大股东侵占上市公司利益的成本相对较大；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现金流权较低时，大股东才具有强烈的动机通过向上市公司出售资产的关联交易方式进行利益侵占。

假设 1：这种“掏空”行为与上市公司股权集中度存在着 U 型关系。

假设 2：当大股东以复杂的持股结构控制上市公司，使其控制权和现金流权分离较大时，更易发生“掏空”行为。

当上市公司的最终控制人为国家或省级政府时，由于其下属的集团绝大部分处于行业领头羊的地位，甚至某些为垄断型企业，拥有绝对优势，实力雄厚，因而侵占上市公司利益的动机一般较弱；而当最终控制人为省级以下政府时，其监管的企业集团实力相对不足，因此比较而言，侵占上市公司利益的动机会更大。当最终控制人为集团或个人时，也存在类似的情况，即侵占上市公司利益的动机较大。

假设 3：最终控制人为国务院国有资产管理委员会或省级国有资产管理委员会时，“掏空”的可能性较低。

假设 4：最终控制人为省级以下国有资产管理委员会、集团或个人时，更容易发生“掏空”。

3.2 变量设置

3.2.1 “掏空”程度衡量

对于大股东对上市公司的“掏空”，进而侵害中小股东利益的衡量难以找到直接的替代变量，且收购资产的真实价值也很难从公开披露的信息中准确判断。因此本文采用事件研究法（event study）[3]，以关联交易公告日后若干天的市场反应即累积非正常报酬率 CAR 作为模型的被解释变量，来分析此类关联交易公告对股价的影响，即通过事件发生前后股价变化情况来分析事件的信息含量。从市场反应来间接判断上市公司与大股东之间的资产收购关联交易是否损害了中小投资者的利益。

3.2.1.1 事件日的确定

本文把资产收购关联交易公告日作为事件日（记为 $t=0$ ），如果公告当天为非交易日，则将公告日后的第一个交易日视为 0 时刻。如果上市公司对该交易事项多次公告，则以首次公告日作为事件日。

3.2.1.2 事件窗口的确定

事件日前后的一段时间称为事件窗口。窗口长短的选择可能会对模型的效果产生影响，过长的窗口可能会受到其他一些事件或因素的影响，产生噪音干扰，但若窗口过短又难以对市场反应有完整的体现。基于以上考虑，本文选择了以关联交易公告日前后 15 天（记为 $t=[-15,15]$ ）为事件窗口。

本文选择了以市场调整法来计算非正常报酬率，即 $AR_t = R_t - R_{mt}$ 。则累积非正常报酬率的计算公式为：

$$CAR_t = \sum_{t=0}^T AR_t$$

3.2.2 变量定义

模型中所用变量如下表所示:

表 1 变量定义表

(Table 1 Variables and Measurement)

	变量名	简单描述
解释变量	Gap	上市公司第一大股东持股比例与第二、三大股东持股比例的差额, %
	Holdway	虚拟变量, 表示上市公司最终控制人持股方式, 若为金字塔或交叉持股方式为 1, 否则为 0
	State	虚拟变量, 表示上市公司最终控制人类型, 若为国务院国有资产管理委员会或省级国有资产管理委员会时为 1, 否则为 0
	bprovince	虚拟变量, 表示上市公司最终控制人类型, 若为省级以下国有资产管理委员会时为 1, 否则为 0
	group	虚拟变量, 表示上市公司最终控制人类型, 若为集团时为 1, 否则为 0
	person	虚拟变量, 表示上市公司最终控制人类型, 若为个人时为 1, 否则为 0
控制变量	ratio	上市公司收购大股东资产占上市公司当年初总资产的份额, %
	mtb	上市公司上年末市值账面比率 (market-to-book ratio)
	debratio	上市公司上年末资产负债率
	Relation	虚拟变量, 表示关联交易收购的资产是否与上市公司主营业务相关, 若相关为 1, 否则为 0
	Pay	虚拟变量, 表示关联交易资产收购的方式, 若为现金收购为 1, 否则为 0
	ast	虚拟变量, 表示关联交易资产收购的资产形态, 若为实物资产为 1, 否则为 0
	UE	未预期盈余
	liqshare	年末流通股占总股本的比例, %

资料来源: 作者整理

3.2.3 数据来源

本文选择了 2004 年和 2005 年我国 A 股市场 (包括沪市和深市) 上市公司的重大资产收购关联交易行为进行实证分析。实证研究所需数据来自 CCER 数据库、CSMAR 数据库和巨潮资讯网 (www.cninfo.com.cn)。

本文资产收购关联交易是指上市公司向控股股东及其附属公司收购资产 (包括实物资产、无形资产、债权等) 的行为。其中上市公司重大资产收购关联交易数据的选取标准: 收购总价占上市公司当年初总资产 4% 以上为基准。此外, 剔除了被 ST、PT 及数据不全且难以获取的公司, 最终确定的研究样本量为 2004 年 89 个样本点, 2005 年 75 个样本点[4]。

4 描述性统计与模型构建

4.1 描述性统计结果

两年样本的描述性统计结果如表 2 和 表 3 所示:

表 2 2004 年样本简单描述性统计

(Table 2 Descriptive Statistics of Samples for 2004)

变量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值
CAR[0, 15]	89	-0.0035	-0.0036	-0.2297	0.1529
share 1	89	0.4503	0.4431	0.0660	0.7403
share 2	89	0.0869	0.0555	0.0009	0.3399
total 3	89	0.5665	0.5966	0.0722	0.8541
gap	89	0.3341	0.3006	-0.1127	0.7018
holdway	89	0.19	0	0	1
state	89	0.46	0	0	1
bprovince	89	0.18	0	0	1
group	89	0.11	0	0	1
person	89	0.24	0	0	1
mtotal	89	30588.87	14311.50	2145.00	451300.00
totalasset	89	520817.72	174397.46	50497.87	14482400.00
debratio	89	0.4525	0.4292	0.1192	0.8139
mtb	89	2.8860	2.4164	1.1851	7.0898
relation	89	0.85	1	0	1
pay	89	0.76	1	0	1
ast	89	0.19	0	0	1
liqshare	89	0.4065	0.3915	0.1503	1
UE	89	-0.0025	-0.0222	-4.6017	3.1727

资料来源: 作者整理

表 3 2005 年样本简单描述性统计

(Table 3 Descriptive Statistics of Samples for 2005)

变量名	样本量	均值	中位数	最小值	最大值
CAR[0, 15]	75	-0.0131	0.0124	-0.8754	0.2154
share 1	75	0.4400	0.4487	0.1466	0.7157
share 2	75	0.0943	0.0669	0.0011	0.3399

total 3	75	0.5705	0.5738	0.2731	0.8795
gap	75	0.3096	0.3105	-0.1955	0.6617
holdway	75	0.23	0	0	1
state	75	0.41	0	0	1
bprovince	75	0.29	0	0	1
group	75	0.08	0	0	1
person	75	0.21	0	0	1
mtotal	75	27166.15	16310.00	3125.00	227000.00
totalasset	75	234376.24	185496.38	47492.48	798211.31
debratio	75	0.4778	0.4790	0.1099	0.8713
mtb	75	2.2364	1.9836	1.0253	8.2280
relation	75	0.69	1	0	1
pay	75	0.73	1	0	1
ast	75	0.12	0	0	1
liqshare	75	0.3843	0.3704	0.1503	0.6398
UE	75	0.0186	0.0303	-1.0715	1.4843

资料来源：作者整理

以上两表对 2004 和 2005 年样本公司股权结构、基本财务数据和关联交易特征变量分别进行了简单描述性统计。分析表中统计结果，可以发现两年中样本公司前三大股东持股比例之和平均在 56% 以上，其中第一大股东持股比例平均在 45% 和 44%，中位数分别为 44.31% 和 44.87%，而第二大股东持股比例的均值和中位数分别仅为 9% 和 6% 左右；第一大股东持股比例与第二、第三大股东持股比例的差额的均值分别为 33.41% 和 30.96%。虽然 2005 年比 2004 年的前三大股东持股比例之差有所降低，但总体来看上市公司的股权集中度还是较高的，大股东控制现象明显。持股方式为金字塔或交叉持股的上市公司占样本量的 20% 左右。另外，样本公司中，最终控制人类型为国有的占 70% 以上，其中又分为国家级、省级国有持股和省级以下国有持股两类，其余 30% 的上市公司的最终控制人类型为集团或个人。上市公司年初资产总额平均分别为 520817.72 和 234376.24 万元，资产负债率分别为 45.25% 和 47.78%，数值较高，市值账面比率均值分别为 2.89 和 2.24。在上市公司与大股东发生的资产收购关联交易中，资产收购价格平均分别为 30588.87 和 27166.15 万元，占上市公司当年年初资产总额比例分别为 5.9% 和 11.6%，两年相差较大。所收购资产分别只有 19% 和 12% 为实物资产，85% 和 69% 的收购与上市公司主营业务相关，平均 70% 多的收购交易是采用现金支付的方式。

4.2 模型建立

为了实证检验具备何种股权结构特征的上市公司易与大股东发生重大资产收购关联交易行为，即大股东进行利益侵占，本文建立如下模型进行多元回归分析：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 gap^2 + \beta_2 Holdway + \beta_3 State + \beta_4 mtb + \beta_5 debratio + \beta_6 ratio + \beta_7$$

$$\text{Relation} + \beta_8 \text{ pay} + \beta_9 \text{ ast} + \beta_{10} \text{ UE} + \beta_{11} \text{ liqshare} \quad (1)$$

$$\text{CAR}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ gap}^2 + \beta_2 \text{ Holdway} + \beta_3 \text{ bprovince} + \beta_4 \text{ mtb} + \beta_5 \text{ debratio} + \beta_6 \text{ ratio} + \beta_7 \text{ Relation} + \beta_8 \text{ pay} + \beta_9 \text{ ast} + \beta_{10} \text{ UE} + \beta_{11} \text{ liqshare} \quad (2)$$

$$\text{CAR}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ gap}^2 + \beta_2 \text{ Holdway} + \beta_3 \text{ group} + \beta_4 \text{ mtb} + \beta_5 \text{ debratio} + \beta_6 \text{ ratio} + \beta_7 \text{ Relation} + \beta_8 \text{ pay} + \beta_9 \text{ ast} + \beta_{10} \text{ UE} + \beta_{11} \text{ liqshare} \quad (3)$$

$$\text{CAR}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ gap}^2 + \beta_2 \text{ Holdway} + \beta_3 \text{ person} + \beta_4 \text{ mtb} + \beta_5 \text{ debratio} + \beta_6 \text{ ratio} + \beta_7 \text{ Relation} + \beta_8 \text{ pay} + \beta_9 \text{ ast} + \beta_{10} \text{ UE} + \beta_{11} \text{ liqshare} \quad (4)$$

下文实证回归分析以事件公告日后[0, +15]日内的累积非正常报酬率的数据作为被解释变量。

以股权集中度指标 **gap** 作为衡量股权结构特征的替代变量。如前文理论分析所述，大股东控制的股权结构主要体现为两方面效应：利益侵占效应(**entrenchment effect**)和利益趋同效应(**alignment effect**)，实际中更多的体现为哪种效应则与大股东控制权和现金流权的分离程度有关。分离程度越大，则更多的体现为利益侵占效应，反之亦然。因此增加控股股东的现金流权可以使得大股东与小股东之间的利益趋于一致，从而减弱大股东与小股东之间的代理问题。根据以上分析，我们认为上市公司大股东的利益侵占行为与股权集中度之间应该是一种二次函数的曲线关系，因此在模型中引入了 **gap2** (第一大股东与第二、三大股东持股比例的差额的平方)作为解释变量。并预期在模型中其系数应该为正，即大股东利益侵占的动机与第一大股东和第二、三大股东持股比例的差额呈“U”型关系。与此同时也考察了最终控制人对上市公司的持股方式，一般说来金字塔式持股结构或交叉持股会造成控制权和现金流权的分离，所以预期该解释变量的系数为负。另外对于上市公司最终控制人的类型，本文作了较为详细的区分，分为国家或省级政府、省级以下政府、集团和个人四大类，由于最终控制人类型是本文重点考察的一个解释变量，因此作者逐一将这四种类型控制人分别纳入模型加以回归。

此外，模型中还加入了一些控制变量，具体包括：市值账面比率(**mtb**)、上市公司关联交易收购资产占上市公司当年年初总资产的比例(**ration**)、是否与上市公司的主营业务相关(**Relation**)、收购资产的支付方式(**pay**)、所收购资产的形态(**ast**)，以及上市公司年末流通股占总股份比例和未预期盈余等共同作为模型的控制变量。

5 实证检验

5.1 资产收购关联交易的市场反应检验

为了检验上市公司向大股东及其附属公司收购资产的关联交易是否是一种利益侵占行为，从而侵害了中小股东的利益，我们通过事件研究法来检验资产收购关联交易的财富效应。如果在事件公告日期间，市场获得了显著的负的非正常报酬，说明上市公司向大股东及其附属公司收购资产的行为受到了投资者的抵制。大股东为实现控制权私人收益通过向上市公司出让资产的方式来进行利益侵占，从而损害了中小股东的利益。关联交易公告后市场反应如图 1 和 2 所示：

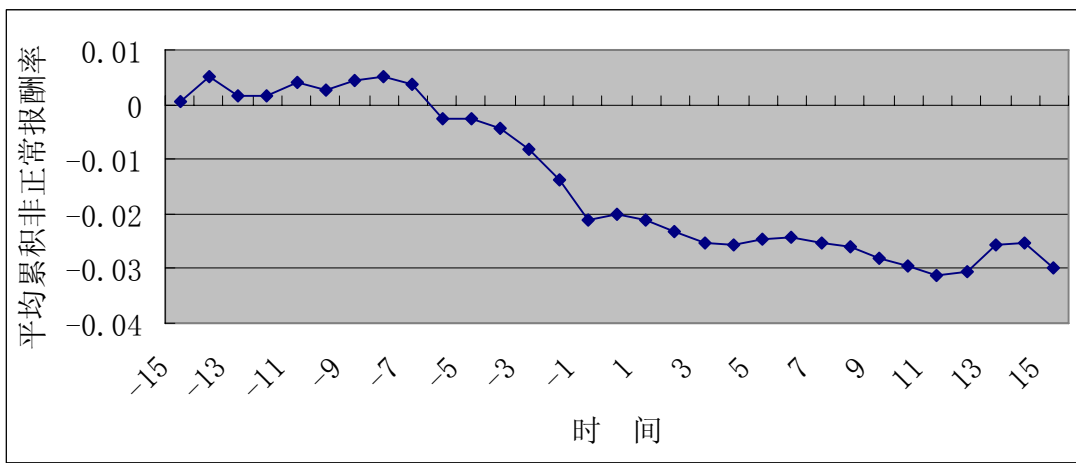


图 1 2004 年资产收购关联交易时间公告日前后 15 天的平均累积非正常报酬率曲线图

(Fig.1. Curve of Average CAR Before and After the Disclosure of Related Assets Buying Transactions 15 Days of 2004)

资料来源：作者整理

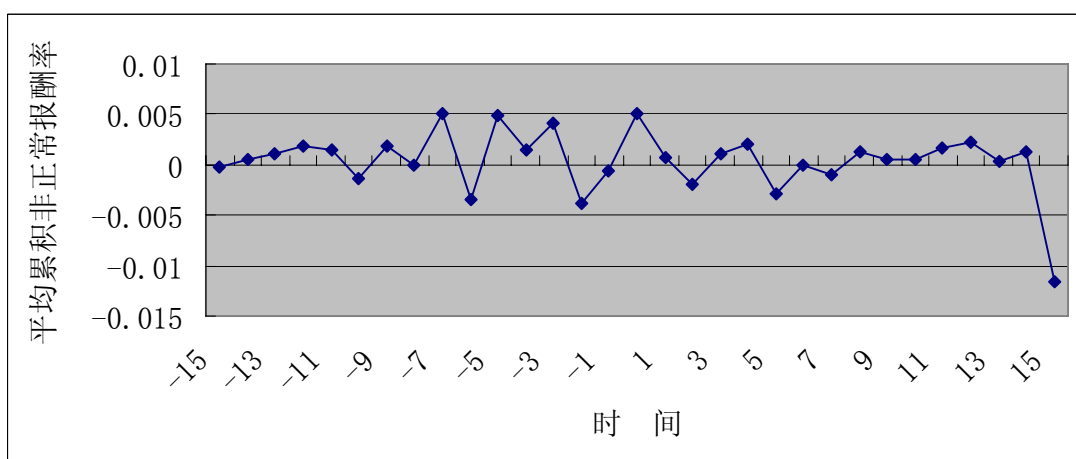


图 2 2005 年资产收购关联交易时间公告日前后 15 天的平均累积非正常报酬率曲线图

(Fig.2. Curve of Average CAR Before and After the Disclosure of Related Assets Buying Transactions 15 Days of 2005)

资料来源：作者整理

以上两图表明，2004 年在事件公告日前 15 天至前 4 天，市场没有做出剧烈反应，而从事件公告日前 3 天起至事件公告日当天，市场作出了剧烈的负反应，至公告日后 15 天，一直保持着负反应。这在一定程度上说明市场可能存在信息提前泄露的现象。同时也证明，大股东向上市公司出售资产的关联交易可能构成了一种利益侵占的行为，投资者对此给予了抵制性的反应。然而在 2005 年，市场反应则略有不同。在事件公告日前 15 天到前一周市场反应比较平稳，而从事件公告日前一周至事件公告日后一天市场出现较大幅度波动，从事件公告日后一天开始，市场反应波动趋缓，直到公告日后第 14 天，市场才作出了剧烈的负反应。似乎市场反应存在严重不足的现象。可能是由于 2005 年是我国正式实施股权分置改革的第一年，市场关注的焦点大部分集中于股权分置改革的问题上，从而影响了对其其他较大事件的反应。这一点在下文的回归结果中也有所表现。

5.2 回归结果及分析

本文采用 spss13.0 统计软件对数据进行处理和加工，由于考虑到 2005 年的股权分置

改革，作者预期会对市场产生一定影响[5]，因此文章对 2004 和 2005 年数据分别进行了回归。

1.2004 年模型回归结果及分析

表 4 2004 年模型的回归结果

(Table 4 Results of Regression Analysis For 2004)

解释变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
intercept	-0.130***	-0.114**	-0.122***	-0.111**
gap ²	0.090	0.115**	0.118**	0.116**
holdway	-0.039**	-0.050**	-0.052***	-0.045**
State	0.045***			
Bprovince		-0.033*		
group			-0.035	
person				-0.015
mtb	0.009	0.011*	0.009	0.009
debratio	0.027	0.038	0.027	0.025
ratio	-0.131	-0.166*	-0.108	-0.158*
relation	-0.026	-0.024	-0.014	-0.024
pay	0.033*	0.033*	0.028	0.030
ast	0.039**	0.035*	0.032	0.036*
UE	-0.009	-0.010	-0.015*	-0.012
Liqshare	0.149**	0.147**	0.165**	0.162**
Adj-R square	0.282	0.223	0.214	0.200

资料来源：作者整理

注：*，**，***分别代表在 10%、5%、1%的水平上显著。

从总体上看四个模型调整的 R^2 均达到 0.2 以上，最好的达到 0.282，模型的拟合效果还是不错的。方差膨胀因子远远小于 5，不存在多重共线性的现象。具体到各解释变量，二次项 gap² 的回归系数为正，与预期一致，且除了在第一个模型中不太显著外，在后三个模型中都在 5% 的水平上显著，从而说明事件公告日后的市场累积非正常报酬率与股权集中度之间存在“U”型关系，与我们前面分析是一致的，支持大股东控制的利益侵占效应和利益趋同效应假定。在股权集中度低的情况下，由于大股东没有取得对上市公司的实质性控制权，其实现利益侵占行为是相对较困难的。而在大股东实质性控制上市公司之后，股权集中度的提高只是伴随大股东现金流权的增加，而大股东控制权却并未发生太大变化，由于增加大股

东的现金流权可以限制大股东利益侵占的动机，从而表现为大股东控制的利益趋同效应。只有当大股东以某种方式能够使控制权大大高于现金流权时，才有强烈的动机“掏空”上市公司，侵害中小股东利益。这便与模型中考察的另一解释变量 *holdway*(最终控制人的持股方式)密切相关，结果显示该变量系数为负，且在第一、二和四个模型中在 5%的水平上显著，在第三个模型中在 1%的水平上显著。强有力地验证了金字塔式持股结构或交叉持股结构等类似复杂的持股结构，使控制权和现金流权的分离度大大增加，以这种方式来控制上市公司的控股股东更有动机进行利益侵占，同时市场也对这些公司的重大资产收购关联方交易做出了强烈的负向反应。对于不同的最终控制人类型，其系数也都与预期一致。即最终控制人为国家级或省级政府的，其系数为正，且在 1%的水平上显著，即总体来看这类上市公司被“掏空”的可能性会低于最终控制人为其他类型的上市公司，投资者利益较少受到损害。最终控制人为省级以下政府时，其系数为负，且在 10%的水平上显著，由于其监管的集团即上市公司的母公司，与第一种类型的集团相比，其自身实力稍显不足，在其将优良资产剥离上市后，有动机侵占上市公司的资源以支持自身的发展。与此类似，当最终控制人为集团或个人时，系数也均为负，但结果不太显著。可能有如下原因，我国的非国有上市公司在上市时，有相当一部分是采用“买壳上市”的方式，其最终目的也是希望能从上市公司那里更便捷的获得更多的资金。而且由于我国资本市场还不是很完善、很健康，奖惩不够分明，即使上市公司被查出有违规行为，侵害了中小股东的利益，其付出的代价也不足以警示其他企业。因此非国有上市公司并没有动机在保护投资者利益方面比国有上市公司付出更大的努力做的更好，反而有动机借着资本市场对国有上市公司的某些“纵容”之机“浑水摸鱼”，获得较高的非正常收益，置中小投资者利益于不顾。至于其结果不太显著，可能是投资者对最终控股的集团或个人的实力并不很清楚，难以明确判断其是否进行了利益侵占，所以其市场反应也不是很明显。

同时我们还发现，变量 *mtb* 的回归系数显著为正数，即市值账面比率越低，市场累积非正常报酬率也低。这与 Johnson et al.(2000)的研究结果一致，当投资者对公司未来前景预期不好时，更担心大股东对他们的侵害。至于上市公司的资产收购当年年初的资产负债比率，该变量回归系数为正，即负债比率较低，上市公司会有更充裕的自有资金去支持大股东“掏空”行为，但不是很显著，也从另一个侧面说明了即使上市公司自有资金不足以支持大股东的“掏空”，也能够利用上市公司的“有利”身份，筹措到大股东“掏空”所需要的资金，正是因为上市公司具备这样的特点，也就顺理成章的成为了大股东“掏空”的对象。

还有一点值得注意，即作为控制变量的流通股比例系数为正，且在四个模型中均显著。La Porta 等学者认为大股东持股在 20%~50%之间时，最易发生掏空行为。我国上市公司第一大股东持股比例平均为 36.53%，回归结果也说明在此水平上流通股比例越低，上市公司越易被大股东“掏空”，这也从一个侧面支持我国应当进行股权分置改革，从而对投资者保护起到一定的促进作用。

2.2005 年模型回归结果及分析

表 5 2005 年模型的回归结果

(Table 5 Results of Regression Analysis For 2005)

解释变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
intercept	-0.083	-0.041	-0.097	-0.097
gap ²	0.101	0.112	0.139	0.139
holdway	-0.084**	-0.114***	-0.106***	-0.093**

State	0.060*			
Bprovince		-0.046		
group			-0.024	
person				-0.024
mtb	0.007	0.009	0.014	0.013
debratio	0.112	0.107	0.094	0.094
ratio	0.241	0.218	0.255	0.269
relation	0.058*	0.067**	0.073**	0.069**
pay	-0.014	-0.016	-0.017	-0.017
ast	-0.090*	-0.086*	-0.095*	-0.098**
UE	0.047	0.053	0.070	0.069
Liqshare	-0.175	-0.185	-0.123	-0.112
Adj-R square	0.253	0.240	0.220	0.222

资料来源：作者整理

注：*，**，***分别代表在 10%、5%、1%的水平上显著。

从总体上看四个模型的调整的 R^2 均达到 0.2 以上，最大达到 0.253，模型拟合效果还是不错的。方差膨胀因子远远小于 5，说明模型不存在多重共线性的现象。具体到各解释变量，反应股权集中度的解释变量 $gap2$ 系数为正，与预期一致，说明事件公告日后的市场累积非正常报酬率与股权集中度之间存在“U”型关系，但不显著。反应最终控制人对上市公司持股复杂程度的解释变量 $holdway$ ，其系数为负，而且在第一和第四个模型中在 5%的水平上显著，在第二和第三个模型中在 1%的水平上显著。说明最终控制人对上市公司持股方式的确对大股东的“掏空”行为有显著影响，即持股方式越复杂越容易发生大股东对上市公司的利益侵占，损害中小投资者利益。对于解释变量最终控制人类型，四种类型的系数均与预期一致，但只有国家或省级政府为最终控制人时，结果在 10%水平上显著，也就是说该类型控制人控制的上市公司总体上比其他类型控制人控制的上市公司会较少受到大股东的利益侵害。还有一点值得注意的是在 2005 年的回归模型中，与 2004 年结果不同，控制变量流通股比例的系数为负，且不再显著。作者认为造成 2005 年某些解释变量不是很显著的原因，与 2005 年在我国推行的股权分置改革有很大关系，这在 2005 年回归结果中流通股比例反常为负即可表现出来。因为按照理论结合前文分析，我国上市公司的股权集中度较高，且有将近 2/3 的股份不能流通，这就大大增加了大股东侵害上市公司利益的可能性，因而流通股比例的增加可以抑制这种可能性，如 2004 年模型中表现的那样，流通股比例系数显著为正，即流通股比例越低，投资者对上市公司与大股东的资产收购关联交易越会作出抵制，市场反应越差。因而，受到股权分置改革的影响，市场对其他重大事件的反应有所削弱，造成与 2004 年相比，2005 年的某些解释变量不很显著。

6 结论与建议

6.1 结论

1.在股权结构上,我国国有股“一股独大”的现象仍旧没有改变,上市公司平均 40% 的股份掌握在国家手中;且股权集中度高,第一大股东持股比例截至 2006 年底为 36.53%,但与其他几大股东持股比例相比却高出许多,无法形成股权制衡的局面,因此极易造成大股东对小股东的利益侵害。

2.日益复杂的持股结构造成了最终控制人控制权和现金流权的分离程度加大,从而增加了大股东“掏空”上市公司的动机。

3.最终控制人为国家级或省级政府的,这类上市公司被“掏空”的可能性低于最终控制人为其他类型的上市公司,投资者的利益较少受到损害。

6.2 建议

6.2.1 推进股权分置改革与优化股权结构

中国股市的很多深层次问题都与我国特有的政府偏袒国有利益的制度性安排有关。解决中国证券市场问题的目标是使中国股市真正走上市场化的发展轨道,使股市成为经济的“晴雨表”。为此,必须逐步解决股权分置问题,因为“非全流通”的股权设置是我国股市非规范化、非市场化的主要结症,也是很多国有上市公司掠夺行为的根源。然而,从产权角度来看,解决股权分置问题不仅仅是简单的对流通股股东的补偿,更应该借此机会对产权结构和股权结构作一重大调整,形成私人产权占主导地位的股份公司产权结构。也就是说在股权分置改革过程中,要考虑引入何种投资者才能取得更好的效果,达到令人满意的目的。目前我国的流通股过于分散,机构投资者比重过小,流通股高度分散化使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力。而国外的经验表明,在这方面机构投资者能够借助投票机制参与、甚至主导公司的决策,以保证其权益不受侵害。因此,可以考虑对机构投资者的资产实施一定的流动性限制,使机构投资者真正成为稳定市场的中坚力量。

6.2.2 控制权和现金流权分离的对策

控制权和现金流权的分离使大股东具有了“掏空”上市公司的动机。Tenev, Zhang 和 Brefort (2002) 指出,解决政府作为控股股东的代理问题可以通过改变政府的控制权与现金流量权的方式,比如将政府所拥有的股份转换为不具有投票权的优先股,这将改变政府现金流量权的性质,使它们更像某种形式的税收,从而促使政府在不同的国有企业中发挥更加一致的作用。

然而无论是政府作为控股股东还是非政府作为最终的控股股东,减少其控制权与现金流权的分离都具有不小的难度,在尚未发现更好的解决方法前,加强监督和披露并且对关联交易实施一些限制性措施或许更为有效。

此外对持股方式复杂的上市公司实行重点监督,不定期进行抽查,还可以建立必要的申诉制度,如中小投资者发现不当交易行为或不实信息披露后,可以向主管部门申诉,请求其对有关上市公司违规行为及时进行调查。

参考文献

[1] 谷祺,邓德强,路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究. 会计研究, 2006 (4): 30~36.

[2] 胡凯. 股权结构、会计操纵与投资者保护——来自中国上市公司的经验证据. 商业经济与管理, 2006

(4): 64 ~ 70.

[3] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据. 会计研究, 2004 (12): 3 ~ 13.

[4] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 2005 (1): 23 ~ 30.

[5] 刘峰, 贺建刚. 股权结构与大股东利益输送实现方式的选择. 中国会计评论, 2004 (4): 75 ~ 89.

[6] 罗党论, 唐清泉. 市场环境与控制股东“掏空”行为研究. 会计研究, 2007 (4): 69~74.

[7] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验. 经济研究, 2004 (9): 90 ~ 100.

[8] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值. 经济研究, 2003 (8): 31 ~ 39.

[9] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析. 经济研究, 2002 (4): 44 ~ 50.

[10] ARTURO BRIS, CHRISTOS CABOLIS. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers, 2005, working paper.

[11] BERTEAN, MARIANNE, PARAS MEHTA, et al. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. Quarterly journal of economics, 2002, 118: 121 ~ 148.

[12] FRIEDMAN ERIC, JOHNSON SIMON, MITTON TODD. Propping and Tunneling. Journal of Comparative Economics, 2003, Vol. 31 (4): 732 ~ 750.

[13] FRANKS, MAYER. Ownership and control of German corporation. Review of Financial Studies, 2001, Vol. 14 (4), 943 ~ 975.

[14] JIAN, M., T. J. WANG. Earnings Management and Tunneling Through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups. 2003, working paper, Hong Kong University of Science and Technology.

[15] JOHNSON SIMON, BOONE, BREACH. Governance in the Asian financial crisis. Journal of Financial Economics, 2000, Vol. 58 (1/2): 141 ~ 186.

[16] KONAN CHAN, SHING-YANG HU AND YAN-ZHI WANG. When Will the Controlling Shareholder Expropriate the Investors? Cash Flow Rights and Investment Opportunity Perspective. Academia Economic Papers, 2003, Vol. 31:301~331.

[17] LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SCHLEIFER, et al. Corporate ownership around the world. Journal of Finance, 1999, Vol. 54 (2): 471 ~ 517.

[18] LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SCHLEIFER, et al. Investor protection and corporate valuation. Journal of Finance, 2002, Vol. 57 (3): 1147 ~ 1171.

[19] LEMMON AND LINS. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis. Journal of Finance, 2003, 58:1445~1468.

Tunneling of the Largest Shareholder in Related Assets Buying Transactions

LI Shu¹, Zhai Rui²

(1. Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin, 300071, China; 2. Accounting Dept. of Business School, Nankai University, Tianjin, 300071, China)

Abstract: The thesis focuses on tunneling of the largest shareholder, studies on which characteristic of share structure of listed company subject to be tunneled. By examining the market response of related party transactions using event study method, the thesis confirms that the largest shareholder tunnels listed company in this way. Further, by conducting regression, the thesis finds that when the largest shareholder controls listed company in a complicated way, the control rights and cash flow rights separate deeper, which inspire the largest shareholder tunnel. Moreover, the thesis divides the ultimate controller of listed company into four groups to study. Finally, the thesis makes valuable suggestion, in the hope of benefiting ordinary outside shareholders.

Key Words: tunneling; investor protection; market response; related groups

收稿日期: 2009-11-29;

基金项目: 本文是南开大学人文社会科学校内青年项目（立项编号 NKQ07009）的阶段性研究成果，同时也是南开大学“985”工程项目“中国企业管理与制度创新”创新基地阶段性研究成果。

作者简介: 李姝 LiShu (1971-), 女, 山西交城人, 中国人民大学会计系毕业获博士学位, 南开大学工商管理博士后流动站博士后(已出站), 南开大学商学院会计系(Accounting Department of Business School in Nankai University) 副教授, 研究方向: 证券市场与信息披露, 公司治理中的财务问题研究, 13821272688, Email: lishu999@126.com; 翟睿 (1983-), 天津人, 南开大学商学院会计系硕士毕业生。

^[1] 本文是南开大学人文社会科学校内青年项目（立项编号 NKQ07009）的阶段性研究成果，同时也是南开大学“985”工程项目“中国企业管理与制度创新”创新基地阶段性研究成果。

^[2] 即增加了信息不对称的程度，从而使外部投资者对企业财务状况的评价更为困难。

^[3] 事件研究法的原理是如果市场是理性的，那么事件是否产生影响将立即通过价格反映出来，并可以通过对较短时间内价格变化的分析来加以测量。

^[4] 由于 2003 年在上市公司年报中上市公司最终控制人对上市公司的持股关系图未作披露要求，而本文模型中一个重要解释变量——最终控制人类型，要由此项披露整理而得。考虑到若 2003 年模型中缺少此变量，则与 2004、2005 年可比性将大大下降，故此作者在实证研究中只选取了 2004 和 2005 年的数据。

^[5] 作者的预期得到了实证检验的证实，见后文结果及分析。