

我国上市公司控制性股东实施 “隧道挖掘”行为的分析

李先瑞

(北京联合大学商务学院 北京 100025)

【摘要】 大股东控制是我国公司治理的核心问题之一。本文介绍了控制性股东实施“隧道挖掘”行为的目的、方式及表现形式,并对如何抑制“隧道挖掘”行为提出了对策。

【关键词】 大股东控制 “隧道挖掘”行为 控制权私人收益 非公允关联方交易

一、引言

大股东控制是公司治理的核心问题之一,不管是在西方发达国家还是在我国都不同程度地存在着大股东控制。大量的研究成果表明,基于大股东控制的集中股权结构是大多数国家公司股权结构的主要形态。

大股东拥有公司的绝对控制权,对中小股东的利益造成很大的侵害。大股东为实现自身利益最大化,采取各种隐蔽的方式将上市公司的优质资源转移出去,导致对中小股东利益的侵害,这种行为被称为“掏空”或“隧道挖掘”行为。Johnson、La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(JLLS)于 2000 年提出这一概念并分析了捷克典型企业中控股股东的各种“掏空”行为。Bertrand 等(2000)检验了印度企业集团的终极控制性股东利用金字塔式的持股结构进行利益输送的现象。Claessens 等对东亚国家所有权结构的经验分析表明,大股东对中小股东利益的侵害已成为东亚国家主要的代理问题。

我国学者也对我国上市公司大股东实施的“隧道挖掘”行为进行了深入研究。施东晖通过计算上市公司的控制权平均价值,证明了控制权价值主要来自于大股东实施的“隧道挖掘”行为以及公司本身具有的“壳”价值。唐宗明、蒋位通过计算我国上市公司的控制权溢价水平,证明控制权价格与控制权私人收益呈正相关关系。孙永祥、黄祖辉通过对我国上市公司的数据进行统计研究发现,随着第一大股东持股比例的提高,公司的托宾 Q 值先是开始上升,当第一大股东的持股比例超过 50%后,托宾 Q 值开始下降。由此可见,大股东对中小股东实施的“隧道挖掘”行为也是我国上市公司广泛存在的公司治理问题。“隧道挖掘”行为降低了经济体系的透明度,影响了会计报表的客观性,也使得对企业的分析更加复杂化。

二、控制性股东实施“隧道挖掘”行为的目的和方式

1. 控制性股东实施“隧道挖掘”行为的目的。国外学者普遍认为控制性股东实施“隧道挖掘”行为的目的是获取控制权私人收益。所谓控制权私人收益,是指大股东利用对公司的控制权,通过牺牲中小股东的利益而获得的独占收益。控制权私人收益既可以表现为货币形式,也可以表现为非货币形式。货

币形式的控制权私人收益表现为大股东利用控制地位占用公司资金,用关联方交易为其他控制的企业谋取各种利益等。而非货币形式的控制权私人收益往往表现为一种心理收益。控制权私人收益的存在使得大股东与其他股东之间出现利益的分化,可以说,大股东对其他股东利益进行剥夺的根本原因,是其具有利用控制权追求私人收益的动机。

2. 控制性股东实施“隧道挖掘”行为的方式。正如前面所分析的,控制权私人收益的存在,是大股东对其他股东利益侵害的根本动因。研究表明,大股东通过金字塔结构、交叉持股和发行类别股份等模式,使得控制权与现金流分离,实现对其他股东利益的剥夺,最终达到获取控制权私人收益的目的。

(1)金字塔结构。金字塔结构是一种类似于金字塔的纵向层级控制权增长方式,终极控制者位于金字塔的顶端,由其控股第一层公司,再由第一层公司控股第二层公司,依次延展到目标公司,且终极所有者对目标公司的投票权达到一定的临界标准。金字塔结构意味着终极控制者的控制权与现金流存在分离,使得终极所有者能够用较少的现金流来获得较大的控制权。

(2)交叉持股。交叉持股是指处于同一控股股东下的企业之间互相持有对方的股票,使得控制权与现金流分离的一种控股方式。交叉持股结构是“你中有我、我中有你”的控制结构。这种结构的重要特征,就是可以弱化所有者的权力,强化控制者的权力。也就是说,实际控制人通过交叉持股的股权持有关系,就可以削弱其他参股者的力量,进而对整个企业集团实现绝对控制。与垂直的金字塔结构相比,交叉持股是通过水平的相互持股来加强控股股东的控制权的。这种模式在日本以及东南亚等国家和地区比较常见。

(3)发行类别股份。发行类别股份是通过制定公司章程等手段实现差别投票权,从而实现现金流与控制权分离的结果。尽管这种方式是大股东通过较少的现金流来获取较大控制权的一种最为直接的方式,但由于很多国家的公司法限制了不同投票权股票的使用,这种方法的使用并不是很普遍,只在瑞典和南非比较盛行。

我国上市公司也普遍存在控制权与现金流分离的情况。控股股东通过金字塔结构或交叉持股实现了对上市公司的高度控制。关于我国上市公司控制权与现金流权的分离,相关研究也证明了这一点。苏启林和朱文(2003)对2002年在上海、深圳证券市场上公开交易的家族类上市公司进行的研究发现,中国资本市场上,家族通过多层控股对上市公司进行终极控制,控制权与现金流权分离造成控制性家族与外部中小股东的代理冲突。张祥建、郭岚(2006)认为,控股股东通过金字塔结构和交叉持股等方式构造复杂的控制链来实现对上市公司的实质性控制。

三、控制性股东实施“隧道挖掘”行为的表现形式

1. 非公允关联方交易。从前面的分析可以看到,大股东为追求控制权私人收益,通过金字塔结构、交叉持股等方式实现控制权与现金流权的分离。当控股股东拥有对处于金字塔结构或交叉持股底端的上市公司的控制权,并且其拥有的控制权超过其现金流权的时候,就能通过各种非公允关联方交易实现对其他股东利益的剥夺,最终达到获取控制权私人收益的目的。

以我国上市公司为例,目前我国绝大多数上市公司都存在关联方交易,且从发展趋势来看,不但数量越来越多,而且交易形式不断翻新。在所有关联方交易中,关联购销占较大比重。一是资产购销的关联方交易。上市公司以现金购买大股东的实物资产,少数也出现过用上市公司的实物资产交换大股东的实物资产,大股东向上市公司征收明显过高的商标、专利权、特许权以及其他无形资产的使用费等。二是产品购销的关联方交易。大股东既可以利用产品购销中的非市场定价来侵占上市公司的利益,也可以在上市公司进行配股增发时,通过价格的调整让上市公司账面利润满足相关的管制要求。同时,资产重组也是近年来上市公司关联方交易的重要内容,在上市公司出现重大亏损、面临被特别处理或被摘牌的情况下,关联方就会采取各种手段拼命包装上市公司利润。

2. 利润操纵。在我国,导致大股东与中小股东利益冲突的行为之一就是IPO环节以及增资、配股环节的利润操纵行为。关于IPO环节的利润操纵行为,刘峰以红光实业为案例进行了分析。关于配股环节的利润操纵行为,陈小悦、肖星和过晓艳通过对1993~1997年我国股票市场上A股的净资产收益率分布情况的统计研究发现,上市公司年度报告中最重要指标——净资产收益率的分布呈现出明显的“10%现象”。他们由此认为,我国上市公司为达到证监会的配股要求,存在普遍的利润操纵行为。我国上市公司获取的IPO和配股资格都是稀缺资源,如果被摘牌,对上市公司来说意味着稀缺资源的丧失。因此,上市公司管理层在大股东的控制之下,存在强烈的利润操纵动机。

3. 大股东直接占用上市公司资金。我国上市公司一直存在“大股东占款猛如虎”的严峻问题。控股股东直接从上市公司拿走各种财产物资,上市公司账面上会存在以大股东或大股东控制的其他企业为债务人的大量其他应收款。这种其他应收款最后可能通过坏账损失冲销,此种会计处理往往成为

上市公司当年亏损的主要原因。

四、抑制控制性股东“隧道挖掘”行为的对策

1. 加强对中小投资者的法律保护。La Porta等从投资者保护的角度对股权结构、资本市场发展与公司价值进行了综合研究,发现大股东对中小股东利益的侵占程度显著地受到法律环境对投资者保护力度的影响。目前我国上市公司发生大股东“隧道挖掘”行为的一个最主要原因也正是法律制度建设的滞后。从我国现阶段来看,健全法律体系与加强投资者保护主要体现在三个方面:第一,建立完善的股东利益司法保护制度。其基本做法是确立任何股东都不能利用控制性股东地位使自己得利而使其他股东利益受损的立法原则,并建立股东诉讼和惩罚制度。第二,完善股东民事赔偿机制。进一步完善证券民事赔偿机制,突出对中小股东的保护,营造良好的公司治理司法环境。大力提倡和发展投资者权益保护组织,进一步细化《公司法》、《证券法》中相关的民事责任制度,引入集团诉讼机制。第三,建立针对专业机构的市场惩戒机制。律师事务所、会计师事务所等专业中介组织是证券市场中强大的社会监督力量,因此为保护投资者利益,必须继续完善对这些专业机构的市场惩戒机制。

2. 建立适当的股权制衡机制,形成合理的股权结构。既然我国上市公司财务欺诈现象出现的根源在于大股东具有利用控制权追求私人收益的动机,那么解决这一问题最直接的办法就是适度分散公司的控制权,约束大股东的控制权。限制大股东掠夺的可行办法是形成代表不同利益主体的若干个人或自然人股东并存但很难单独控股的股权制衡结构。为此,应进一步推进国有股减持,积极壮大机构投资者特别是证券投资基金,以及积极培育私人大股东等,使这些股东在公司治理中发挥重要作用。

3. 完善公司内部制衡机制,加强股东大会的制衡功能。完善公司内部制衡机制,尤其要加强股东大会的制衡功能,切实规范大股东的行为。为此,应进一步完善股东大会决议制度,引入大股东表决权限制制度,加强董事会和监事会的制衡功能。董事会在公司治理结构中处于核心地位,因此增强董事会的制衡功能就显得十分必要。为此,应进一步完善独立董事制度,要在制度上保证独立董事的独立性,并且完善对独立董事的激励和约束制度。

主要参考文献

1. Johnson et al. American Economic Review, 2000; 2
2. La Porta et al. Law and Finance. Journal of Political Economy, 1998; 9
3. 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告 2006. 上海: 复旦大学出版社, 2006
4. 施东晖. 上市公司控制权价值的实证研究. 经济科学, 2003; 6
5. 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
6. 张荐华, 李鲜. 加强对上市公司与控股股东集团内部市场交易行为监管研究. 财贸经济, 2008; 3