

少数所有权控制结构下的最终控制人掏空行为分析

张敬敬 唐 崇

(五邑大学管理学院 广东江门 529020)

【摘要】 本文以上市公司最终控制人为研究对象,对民营上市公司草原兴发进行了分析,结果表明,草原兴发的最终控制人巧妙利用金字塔控股结构,在控股公司之间进行大量的关联方交易,隐蔽地掘取上市公司的资金,证实了侵害中小股东利益的最终控制人掏空行为的存在。

【关键词】 少数所有权 金字塔结构 控制权 掏空行为

一、控制权相关论述

Berle-Means 定理论述了如何解决因股权高度分散而导致的的管理者和股东之间的代理冲突问题。Jensen 和 Meckling (1976)认为,当单一股东持有公司全部股权,并控制公司的经营管理时,所有权和经营权就不会分离,也不会产生代理问题;而当股东不拥有公司的经营权,而将其委托给职业经理人时,管理者会因无法拥有实现利润的所有权而产生特权消费,即会产生代理冲突问题。

然而近年研究表明,除英美等国以外,大部分国家的股权结构是集中的,上市公司大多数为家族或者国家所控制,其中金字塔控股结构是一种普遍的控制方式。La Porta 等(1999)使用 27 个发达国家的大公司的所有权结构数据来确定这些公司的最终控股股东,发现大多数国家的大公司主要是由家族或者国家控股的,在这些公司内,金字塔控股结构普遍存在并引发控制权与现金流权的分离。Faccio 和 Lang(2002),Claessens, Djankov 和 Lang (2000)的研究也表明,西欧和东亚国家或地区的上市公司有超过三分之二的公司被一个股东独家控制,并且大多是家族控制的。这种高度集中的股权结构,使得企业所面临的代理问题不再是管理者和股东之间的利益冲突,而是大股东和小股东之间的利益冲突。现代公司治理的逻辑起点发生了转变,由股东与经理层的代理问题转变为小股东和控股股东之间的代理问题。

二、现金流权与控制权相分离与最终控制人掏空行为

少数所有权控制结构是一种特殊的所有权结构形式,它既不同于存在大量分散股东的情形,也不同于一般的控股结构(Shleifer 和 Vishny, 1986)。我们可以从以下两个方面对这一概念进行理解:第一,“控制”,即存在一个股东享有公司较多的投票权,能够有效控制公司的系列行为;第二,“少数所有权”,即处于堑壕地位的股东在公司中仅享有少量的现金流权(所有权),其现金流权与控制权存在严重分离。此时,能够实现对公司的有效控制且在公司仅拥有少量现金流权的最终控制人(终极所有者)被称为少数所有权控制性股东。在实践中,能够实现现金流权与控制权分离(即形成少数所有权控

制结构)的机制主要有金字塔控股结构、交叉持股和二元股份三种。其中金字塔控股结构是最为普遍采用的控制方式。

Johnson 等(2000)最早引入了“掏空”(也称“隧道行为”)这个概念,他们运用“掏空”来解释获得控制权私利的行为。“掏空”是指公司的控股股东为了自身的利益将上市公司的资产和利润转移到控制结构体系之外的行为。掏空行为有两种:一是控股股东为了自身的利益通过自我交易将上市公司的资源转移出去。这类交易不仅包括直接的侵占或诈骗,而且包括控股股东在资产买卖和合同签订上的价格优势、支付管理者过高的薪水等。二是控股股东不转移任何资产,而通过减少每股收益、内部人交易,或者其他歧视小股东的金融交易方式来增加他们在公司里的股权。控股股东的掏空行为通常十分隐蔽,因此对掏空行为进行直接揭示比较困难。

现金流权与控制权比例偏离法,是对终极所有权方法的应用。终极所有权方法基于“一股一权”的基本思想,其中“股”是指最终控制人资金投入后所取得的实际股份,这种股份包括直接持股和间接持股两部分。直接持股是指直接登记在控制人名下的股权;间接持股是指登记在第三者名下但其实也是同一个控制人所持有的股权,具体计算时是以现金流作为反映最终控制人持股比例的指标。直接持股指标在控制链条上直接反映;间接持股的计算方法是将控制链条上的每一个持股比例相乘后的乘积作为间接持股比例。“权”是指控制权,即实际投票权,包括由直接持股与间接持股取得的投票权。其中直接控制权与直接持股比例相同;间接控制权以每一个控制链条上的最小持股比例相加后的和来表示。

金字塔控股结构(见图 1)是少数所有权控制结构的一个简单例子,最终控制人通过金字塔控股结构控制了 5 家公司,分别以 A、B、C、D、上市公司表示。金字塔控股结构各环节的持股比例分别以 a、b、c、d、e、f、g 表示,均为处于(0, 100%)区间的百分数。最终控制人在上市公司中的控制权和现金流权分别为:控制权 $VR = \min\{a, b, c\} + \min\{d, e, f\} + g$, 现金流权 $CR = a \times b \times c + d \times e \times f + g$ 。在这里,VR 是足够大的,以使最终控制人能够有效控制上市公司,从而满足少数所有权控制的定

环境会计信息披露相关问题浅探

辛旭(教授)

(山西财经大学会计学院 太原 030006)

【摘要】 本文首先对环境会计信息披露研究及应用作了综述,进而探讨了环境会计信息披露的意义及原则、环境会计信息披露的内容及模式,最后对环境会计信息披露的发展趋势作了科学的预测。

【关键词】 环境会计 信息披露 发展趋势

一、环境会计信息披露研究及应用综述

1. 国际机构。1987年联合国环境与发展委员会的重要报告《我们的共同未来》发表之后,国际会计界开始广泛关注环境会计的研究。联合国国际会计和报告标准政府间专家工作组(ISAR)曾数次讨论环境会计信息披露问题。1998年2月ISAR召开的第15次会议通过的《环境会计和报告的立场公告》成为第一份关于环境会计和报告的国际指南。该报告的一个重要贡献就是对环境会计信息的披露作出了规范,它将环境会计信息披露的内容归纳为四个方面:①环境成本信息,包括资本化环境成本和计入当期损益的环境成本,具体内容有废弃物处理成本、场地恢复或修复成本、环境预防和控制成本

等;②环境负债信息,包括现实负债和潜在负债;③环境会计政策信息,包括环境成本和环境负债的确认、计量标准和具体方法;④其他需要披露的环境信息。

2. 美国。美国是最早进行环境会计信息披露的国家之一。自上个世纪70年代起,经过30多年的发展,美国企业环境报告的内容由最初的环境影响信息扩展到环境业绩和环境会计信息,目前已基本上形成了一个环境会计信息披露规范体系。美国的环境会计信息披露规范主要来源于有关环境法律的规定。美国证券交易委员会从上世纪70年代就开始在一系列的条例规定中多次提到要披露如下环境会计信息:①遵守环境法律为公司业务带来的影响;②未决诉讼;③环境风险

配股的资金额又是何等的接近。

最终控制人掏空方式除通过往来款挂账占用资金外,还有低价股权受让、高价购买资产或土地以及借款担保等手段。例如,草原兴发管理层收购时就存在严重问题,其国有股权是以远远低于草原兴发股票市场价格的价格转让出去的,而整体出售的国有企业售价则远低于其账面净资产,更远远低于其持有的草原兴发股票的市场价格。另外,最终控制人不但利用金字塔控股结构通过关联方交易获取私利,而且利用各种方式使得其掏空上市公司的证据被虚假信息掩盖或延时披露,给投资者造成一种上市公司财务指标状况良好的假象。如上述银联投资2002年借款以及抽回配股资金直至2006年中报时才被披露出来。如果草原兴发能及时、如实地披露所有关联方交易资金占用和关联方借款担保事项,那么其资金风险就可能不会积聚到这么严重的地步才暴露,银行也不会继续给草原兴发提供贷款,广大中小股东也不会等到上市公司几乎被掏成空壳才发现自己利益被侵占,这从另一面说明了对上市公司信息披露进行监管的重要性。

主要参考文献

1. A. Berle, G. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt Brace & World, 1932
2. S. Claessens, S. Djankov, L. Lang. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. *Journal of*

Financial Economics, 2000; 58

3. S. Claessens, Joseph P. H. Fan. *Corporate governance in Asia: A Survey*. *International Review of Finance*, 2002; 3

4. Mara Faccio, Larry H. P. Lang. *The ultimate ownership of Western European corporations*. *Journal of Financial Economics*, 2002; 65

5. M. C. Jensen, W. H. Meckling. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 1976; 4

6. S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. *Tunnelling*. *American Economic Review*, 2000; 90

7. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer. *Corporate Ownership Around The World*. *Journal of Finance*, 1999; 54

8. 贺建刚, 刘峰. 大股东控制、利益输送与投资者保护——基于上市公司资产收购关联交易的实证研究. *中国会计与财务研究*, 2005; 3

9. 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

10. 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值. *经济研究*, 2003; 8