

大股东对上市公司的掏空与支持行为研究

——基于Johnson模型的实证检验

任凌玉

(中山大学管理学院 广州 510275)

【摘要】 本文通过Johnson模型研究了大股东对上市公司的掏空与支持行为,研究结论认为大股东对上市公司的支持行为并没有显著改善公司主营业务现金流量状况,只是一种账面上财务业绩的支持。

【关键词】 持股比例 关联交易 配股

一、Johnson模型的推导与扩展

1. Johnson的利益侵占模型。Johnson等(2000)假设大股东持有公司股份比例为 α ,外部股东持有比例为 $(1-\alpha)$,留存收益为 I 。假设大股东从上市公司“占用”的留存利润为 S ,获得效用也为 S 。“占用”是要支付成本的,包括其他股东可能要求赔偿以及可能面临被监管部门处罚的风险,成本函数为 $C(S)=(S^2/2k)$, k 越大表明法律对股东权益保护的力度越低。大股东把剩余收益 $(I-S)$ 投入一个回报率为 R 的项目,大股东从这些盈利中应获得比例为 α 的利润,那么大股东效用函数表示为: $\text{Max } U(S, R, k, \alpha) = \text{Max}[\alpha R(I-S) + S - (S^2/2k)]$ 。

最大占用值 S^* 可以通过求解方程最大值的一阶条件获得,即: $S^*(R, k, \alpha) = k(1-\alpha R)$ 。

可以看出,大股东侵占公司权益与 k 正相关,即与法律对股东权益的保护程度成反比关系,而与公司预期的再投资回报率 R 、大股东持股比例 α 负相关。

2. Johnson模型的扩展——基于我国制度环境的分析。

2. 学习型企业财务战略生成模式——动态一体化。学习型企业财务战略不是单个要素的随机组合,而是经过构建的、由多个相互作用的要素构成的动态优化统一体。这个统一体随理财环境的变化不断调整。动态理财环境是学习型企业财务战略生成的基础条件,是财务战略愿景产生的认知前提,也是企业财务战略知识、资源和能力产生的前提;此外,它还是财务战略主体的心智模式完善和财务战略柔性产生的动因。动态一体化是以财务战略愿景为驱动力和导向,战略愿景构建的同时促进了财务战略主体的心智模式的完善,而财务战略主体的心智模式必然包括对财务战略知识、资源、能力的认知与理解,这样又反过来影响战略愿景的产生,并最终统一于战略愿景。学习型企业的财务战略知识能力和知识力、资源、能力是财务战略生成不可或缺的要害,这三个方面相互依赖、相互联系,并通过财务战略柔性实现其与动态理财环境的有效整合。资源是基础,能力是核心,知识能与知识力是学习型企业财务战略的制定过程中获取可持续竞争优势的根本来源。

(1)考虑配股。配股后股票的价格一般以配股前一定时期的股票平均价格为基础,其定价一般远远高于公司净资产的价格。由于大股东持股比较多,其控制权不会因配股而稀释,但持股比例的降低会减少大股东应当享有的现金流量权。这样实际上扩大了大股东控制权与现金流量权之间的差距,更有利于大股东侵占上市公司利益。因而对于大股东来说,上市公司能够进行配股或许就是最好的“投资机会”,其收益率应当远远高于投资于其他项目的回报率。如果把公司达到配股的标准作为一项投资,由Johnson模型分析可知,当投资回报率 R 特别高时,很可能会使“最大占用值函数”即 $S^*(R, k, \alpha) = k(1-\alpha R) < 0$,即大股东为了获得更高的回报而支持上市公司,把自己的资产输送给上市公司,以获得配股这种极好的投资机会。

(2)大股东持股比例的影响。由 $S^*(R, k, \alpha) = k(1-\alpha R)$ 可知,大股东占用上市公司利益的多少与 αR 负相关,即 αR 值越大,大股东越没有动机去占用上市公司利益。如果 αR 的值足

源。战略知识通过共享、运用从而转化为战略能力,战略能力反作用于战略知识,实现知识的创新。

三、结论

笔者把学习型企业的特点嵌入组织学习理论研究架构,形成两者的有机契合,并且进一步提出学习型企业财务战略是基于组织学习战略观和愿景驱动的一种战略思维方式、决策及控制活动,具有系统性、状态依存性、导向性、全面性和持续创新性的特征。在环境快速变化的新经济时代,学习型企业财务战略的制定要遵循动态一体化的逻辑思路,整合动态理财环境、战略内部条件及战略学习能力,以促使财务战略的有效实施及其目标的实现。

主要参考文献

1. 陆正飞.企业发展的财务战略.大连:东北财经大学出版社,1999

2. 赵华,何惕,刘更新.基于柔性战略观的企业财务战略管理机制创新研究.长沙理工大学学报(社会科学版),2006;1

够大,大股东还有可能向上市公司输送资产以获取最大效用。当投资回报率R一定时,占用值与 α 负相关。在 $\alpha R > 1$ 的情况下,大股东在上市公司持股比例越大,其向上市公司输送资产的动机也就越大。

(3)其他大股东持股比例的影响。假设大股东在侵占上市公司利益时,由于存在其他大股东的抑制作用,要付出的成本为 $C(\alpha_2, S)$,在这里,其他大股东(α_2)对大股东的监督与制约作用与外部股东或者法律体系对大股东的监督作用类似,大股东的抑制成本函数也应该与面临的被外部发现的成本函数类似,定义抑制成本函数为 $\alpha_2 S^2 / 2k$,代入大股东的效用函数,按照Johnson的推导模式, $S^*(R, k, \alpha, \alpha_2) = k(1 - \alpha R) / (1 + \alpha_2)$ 。

当大股东占用上市公司资金时(即 $S^* > 0$), $k(1 - \alpha R) > 0$,最大占用值 S^* 对其他大股东持股比例 α_2 的导数为: $\partial S^* / \partial \alpha_2 = -[k(1 - \alpha R) / (1 + \alpha_2)^2] < 0$,即大股东的最大占用值与其他大股东的持股比例负相关,随着其他大股东持股比例的增加,大股东对上市公司资金的占用会受到抑制。

当大股东支持上市公司资金时(即 $S^* < 0$),设大股东对上市公司支持的函数为 $P(\text{Prop})$,则 $P = -S^* = -k(1 - \alpha R) / (1 + \alpha_2)$,因为 $k(1 - \alpha R) < 0$,所以 $\partial P / \partial \alpha_2 = -[k(1 - \alpha R) / (1 + \alpha_2)^2] < 0$,即P与其他大股东的持股比例负相关。在存在其他大股东的情况下,大股东向上市公司输送资产的多少与其他大股东的持股比例负相关,其他大股东持股比例越大,大股东越不愿意用自己的资产支持上市公司。

二、实证检验

1. 样本选取与数据来源。本文以2002年我国股票市场上仅发行A股的一般行业制造业上市公司为样本,收集了其2002年关联交易的相关数据,最终获得511家样本公司数据。本文有关上市公司的财务数据主要来自CSMAR财务数据库,相关统计数据的处理主要采用Spss13.0。

按照大股东是否占用上市公司资金把样本公司分为三组:第一组,净占用小于零,大股东支持上市公司组;第二组,净占用为零,称之为一般组;第三组,净占用大于零,称之为大股东占用上市公司资金组。相关描述性统计如表1所示:

表1 描述性统计

分组	统计量	经营活动造成	非经营活动造成	净占用比例	占全部比例
大股东支持上市公司组	N	151	151	151	29.55
	均值	-0.013 07	-0.011 64	-0.024 71	
	中值	-0.002 61	-0.001 8	-0.009 21	
一般组	N	47	47	47	9.20
	均值	0.000 61	-0.000 61	0.000 00	
	中值	0.000 00	0.000 00	0.000 00	
大股东占用上市公司资金组	N	313	313	313	61.25
	均值	0.030 01	0.032 17	0.062 18	
	中值	0.007 17	0.005 44	0.030 41	
总体	N	511	511	511	100
	均值	0.014 58	0.016 21	0.030 79	
	中值	0.000 31	0.000 00	0.004 14	

注:负数表示上市公司占用大股东资金;经营活动净占用资金=应收关联方销货款/总资产-应付关联方购货款/总资产;非经营活动净占用资金=应收关联方其他款/总资产-应付关联方其他款/总资产;净占用比例=应收关联方全部款项/总资产-应付关联方全部款项/总资产。

从表1可以看出,按照大股东占用上市公司资金净额分组,在全部511家样本公司中,有61.25%(313家)的上市公司资金被大股东净占用,但是也有29.55%(151家)的上市公司大股东在资金上支持了上市公司。与大股东未发生资金往来的上市公司仅有47家,占全部样本的9.20%。

2. 变量定义与单因素分析。

表2 变量定义

Sha ³	第一大股东持股比例<50%,等于持股比例;当持股比例>50%,等于0
ShaTurn	第一大股东持股比例<50%,等于0;当持股比例>50%,等于持股比例-50%
Top1	第一大股东持股比例
Top2-5	第二至第五大股东持股比例之和
PG03	2003年有配股则取值1,否则取值0
PG03-05	2003-2005年有配股则取值1,否则取值0
Size	Ln(净资产)
Roe03	2003年净资产收益率
Rcrev	主营业务收入现金比率
Rni	净利润增长率
LR	扣除应付大股东款项的资产负债率
WL	当0<净资产收益率<0.01时取1,否则取0

(1)配股动机的检验。在我国目前情况下,大股东很可能把“配股”作为一项高回报率的投資。为了达到监管部门设置的“高门槛”,大股东会选择支持上市公司业绩,为以后年度配股打好基础。为了验证假设,我们计算了大股东对上市公司资金的支持比例(净占用比例)与公司2003年是否配股(PG03)以及2003~2005年是否配股(PG03-05)之间的相关系数(见表3)。结果表明,“支持比例”与PG03和PG03-05显著正相关,表明2002年获得大股东支持的上市公司很有可能在2003年(或者2003~2005年)进行配股,从而支持了前文的分析。

表3 支持比例与PG03及PG03-05的相关系数

	PG03	PG03-05
支持比例	0.107 ***	0.118 ***
Sig	0.008	0.004
N	511	511

(2)股权结构的影响。由Johnson模型推导可知,如果大股东占用上市公司资金,其占用公司资金数量与公司第一大股东持股比例正相关,与其他大股东持股比例负相关;如果大股东支持上市公司,其支持资金的数量与公司第一大股东持股比例正相关,与其他大股东持股比例负相关。为了验证假设,我们分别计算了“净支持比例”、“净占用比例”和“Top1”、“Top2-5”之间的相关系数(见表4),结果表明,无论大股东是支持上市公司还是占用上市公司资金,其支持(占用)资金比

例均与Top1(大股东持股比例)正相关,与Top2-5负相关。

表4 分组计算的相关系数

	Top1	Top2-5
净支持比例	0.245 ***	-0.211 ***
Sig	0.002	0.007
N	151	151
净占用比例	0.089 *	-0.099 **
Sig	0.053	0.036
N	313	313

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著相关(单侧)。

3. 多元回归分析。为了综合考虑各个因素对大股东资金占用、支持行为的影响,我们分别以净支持比例和净占用比例作为被解释变量,进一步检验本文提出的研究假设(见表5)。

表5 多元线性回归的结果

分 组	资金占用组		资金支持组	
	系 数	T 值	系 数	T 值
控制变量				
常量	-0.360 ***	-3.107	0.042	0.537
Sha	0.001 **	2.292	0.000	1.156
ShaTurn	0.001 *	1.901	0.001 *	1.717
LR	0.024	0.849	0.003	0.114
Top2-5	-0.001 *	-1.841	0.000 *	-1.654
Size	0.018 ***	3.287	-0.002	-0.506
PG03	-0.039	-1.569	0.018 *	1.840
Roe03	-0.113 ***	-3.083	-0.075 *	-1.720
WL	0.012	0.553	0.041 **	2.400
Rni	0.000	-0.720	0.008 ***	7.031
Rcrev	-0.029 **	-1.898	0.004	0.221
Listtime	0.004 **	2.222	-0.001	-0.570
EI	0.005	1.419	0.011 **	1.969
调整的 R ²	0.185		0.251	
F 值	4.32 ***		6.584 ***	

(1)资金占用组回归结果分析。由资金占用组回归的结果可以看出,大股东对上市公司资金的占用比率与“Sha”和“ShaTurn”均显著正相关,即大股东对上市公司资金的占用量随着其持股比例的增加而上升。资金的占用与Top2-5显著负相关,即其他大股东的持股比例越高,对第一大股东占用资金的制约作用越大。资金占用与上市公司资产负债率没有显著的线性关系,主要原因在于我国普遍存在的“预算软约束”问题,使得大股东在占用上市公司资金时一般不会受到破产成本的威胁。

(2)资金支持组回归结果分析。资金支持组的回归结果表明,大股东对上市公司资金的支持比例与“Sha”无关,与“ShaTurn”显著正相关,说明当大股东持股比例大于50%时,对上市公司的资金支持量随着持股比例的增加而显著上升。资金支持量与Top2-5显著负相关,说明其他股东的持股比例越高,上市公司的大股东越没有动机去支持上市公司。大股东

只有在确保能够有效控制上市公司的情况下才会向上市公司输送资金,其持股比例越高,这种资金支持的现象越明显。资金支持与“PG03”(2003年是否配股)显著正相关,即大股东为了在未来能够获得配股的资格,更倾向于支持上市公司。资金支持与“WL”(微利公司)显著正相关,说明大股东为了使公司避免亏损或者扭亏为盈从资金上大力支持上市公司,这样可以使公司恢复再融资的资格,从而在未来获取更多的控制权利益。资金支持与2003年净资产收益率显著正相关,这与我们的假设完全相反,主要原因在于在大股东支持组中,有些微利公司很可能为了本年避免亏损或者避免被ST从大股东处获得了资金支持,但由于公司的基本财务状况可能并没有实质转变,在渡过暂时的“危机”后,很可能再次亏损。资金支持与Rni显著正相关,但与公司本年度的Rcrev却没有显著关系,说明大股东只是在应计利润上支持了上市公司业绩,公司现金流量并没有显著改善。资金支持与净收益营运指数(EI)显著正相关,说明有大股东支持的上市公司的经营收益在全部净利润中所占比例较高,即大股东(主要通过购销业务等“正常经营”渠道)对上市公司予以支持。

三、结论

关于大股东侵占上市公司利益的研究在我国已有很多,但是鲜有文献研究我国大股东如何支持上市公司。在我国当前的制度环境下,大股东侵占上市公司利益表现为问题的主要方面,因而从总体上看体现为大股东占用上市公司资金。但大股东并非总是占用上市公司资金,在某些特定的条件下也会支持上市公司的发展。在上文研究中,大股东占用上市公司资金的样本占61%,而大股东支持上市公司的样本占30%。大股东对上市公司的支持并不是一种偶然现象,不能把它作为一种“噪音”而与大股东资金占用放在一起研究,否则很可能掩盖、抵消上市公司与大股东之间的某些真实的关系。

笔者把全部样本公司分为资金占用组和资金支持组两组进行研究。资金占用组分析的结果表明,资金占用随着第一大股东持股比例的增加而显著上升。公司其他大股东可以在一定程度上制约大股东对上市公司资金的占用。

资金支持组的研究表明,大股东为了使上市公司在未来获得再融资的能力,会从资金上支持上市公司;同时,为了避免上市公司亏损或者ST,大股东也会支持上市公司。第一大股东对上市公司的支持随着其持股比例的增加而上升,其他大股东的存在会使大股东不愿意向上市公司输送资金。第一大股东对上市公司资金的支持与公司净收益营运指数显著正相关,但是资金支持并没有显著改善上市公司主营业务现金流量状况,因而这种支持很可能只是一种账面上财务业绩的支持。

主要参考文献

1. 陈晓,李静.地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用探析.会计研究,2001;12
2. 韩朝华.明晰产权与规范政府.经济研究,2003;2
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数据.会计研究,2004;12