加强投资者法律保护 提高上市公司盈余质量

华东理工大学商学院　王俊秋(博士)

【摘要】本文在借鉴国际经验的基础上指出,通过加强法律对投资者利益的保护来降低控制权私利是遏制我国上市公司盈余管理、提高上市公司盈余质量的主要途径。

【关键词】法律　投资者保护　控制权私利　盈余质量

投资者保护问题是公司治理的核心问题之一，也是公司治理所要实现的基本目标。它源于代理问题,核心内容是保护外部投资者利益,防止被公司内部人(包括管理层和控股股东)“掠夺”。在公司所有权比较分散的情况下,“掠夺”主要表现为管理层的机会主义;在所有权集中于控股股东的情况下,体现为管理层和大股东对中小股东和债权人利益的双重侵害。

以La Porta,Lope-de-Silanes,Shleifer和Vishny(LLSV)为代表的“法与金融”的研究指出,法律是决定投资者保护水平差异的重要因素。不同国家的公司法、商法对外部投资者特别是小股东的保护程度有所差异,从而使不同国家形成了形式各异的融资模式和股权结构。如果一国法律对投资者保护不力,那么内部人就可以获得更多的控制权私利。为了攫取控制权私利,内部人会有强烈的动机操纵上市公司的财务报告,以达到侵占小股东利益的目的。因此,对中小股东的法律保护水平将决定上市公司的盈余质量。以此为分析框架,笔者认为通过加强法律对投资者利益的保护来降低控制权私利应该是遏制我国上市公司盈余管理、提高上市公司盈余质量的主要途径。

一、国际经验

1.控制权私利及其度量。Grossman和Hart(1988)强调,公司中如果存在持股比例较大的股东，就会产生控制权收益,这些收益并不按持股比例在所有股东之间进行分配,而只有大股东才能享有,这种收益又称为控制权私利。控制权私利就是大股东对小股东进行侵害获得的收益。Shleifer和Vishny(1997)指出,对于大多数国家的大公司而言,基本的代理问题不是Berle和Means所描述的股东与管理层之间的冲突，而是大股东与中小股东之间的利益冲突。这种利益冲突集中体现为大股东由于处于控制地位而获得的其他中小股东无法获得的私利。Johnson等(2000)则用“利益输送”来描述资源从公司向大股东转移的现象,并指出大股东的利益输送主要包括以下两种形式：一是通过关联方交易转移公司资产和利润,如在公司和大股东之间出售资产、签订对大股东有利的转移定价合约,为大股东及其附属企业提供信用担保和占有上市公司资金等;二是通过定向发行稀释性潜在普通股、内幕交易、秘密收购等金融交易来侵占小股东利益。

控制权私利是很难计量的,经验研究主要用以下间接的方法进行测量。

第一种方法最初由Lease,McConnell和Mikelson(1983)提出,适用于发行差别投票权股票的公司,因为依照传统财务理论的看法，具有相同资产索取权的股票价格应该相同,如果具有不同投票权的股票价格有所不同,那么其价格差异就反映了控制权私利。Nenova(2000)使用这种方法对18个国家的661家发行差别投票权股票的上市公司进行实证研究以考察各国控制权私利水平的差异及影响控制权私利的因素。

第二种方法由Barclay和Holderness(1989)提出,适用于发生大宗股权交易的公司。他们认为,大宗股权转让价格可以分成两部分,一部分是对转让股权在未来可获得的现金流量的支付,另一部分则是对未来可获得控制权私利的支付。与之相对照,股权转让公告后股票市场交易价格只反映非控制股东的期望现金流量收益。因而可以通过比较大宗股权转让价格与股权转让公告后股票市场交易价格之间的差异来衡量控制权私利。

第三种方法由Hanouna,Sarin和Shapiro(2001)提出,适用于同时发生控制权交易和小额股权交易的公司。由于大额股权交易意味着控制权转移,因此控制权交易价格和小额股权交易价格的差额就代表控制权私利。

2.投资者保护与控制权私利。Hart(1995)指出,不同证券赋予投资者不同的权利,如股票赋予股东对公司重大事项的投票权,债券则赋予债权人具有在公司违约时处置抵押物的权利。然而投资者对上述权利的拥有和行使依赖于保护投资者的法律体系和执法力度。对全球法律的比较研究表明,法律是决定投资者保护水平的至关重要的因素。

LLSV(1998)制定了一套投资者保护指标——股东权指数、债权人保护指数和执法效率指数,根据这些投资者保护指标，他们对世界49个有代表性的不同法系国家和地区的投资者保护水平进行了比较。经验分析表明:在对股东权利的法律保护程度方面,普通法系国家最高,大陆法系国家德国最低;在对债权人的法律保护方面,普通法系国家最为完善,法国和斯堪的纳维亚大陆法系国家相对较差,德国介于两者之间;在执法力度方面,斯堪的纳维亚大陆法系国家最好,德国和普通法系国家(地区)也较好,而法国则排在最后。总体

而言,普通法系国家的股东保护水平最高,德国和斯堪的纳维亚大陆法系国家次之,法国最差。

LLSV(2000)进一步指出,法律制度之所以能够给外部投资者提供保护,原因在于法律制度约束了内部人的剥削行为,使其剥削手段变得无效,剥削成本更高。在没有任何法律保护的极端情况下,内部人可以非常容易地攫取公司利润,此时任何理性的投资者都不会给公司提供融资。随着法律制度的完善,内部人就必须采取更隐蔽、代价更高的转移手段(如设立中介公司)来转移和攫取公司利润。在法律保护制度较为完善的情况下,内部人能够利用的剥削方式大致上只有赚取超额薪酬、在管理岗位安插亲信以及浪费投资等。当法律保护达到较高水平后,内部人就只有支付股利了。可见,随着剥削手段变得越来越无效,内部人对外部投资者的剥削将越来越困难,他们所获得的控制权私利也越来越小,此时,公司将有很好的外部融资机会。因此,法律保护水平既决定了控制权私利的高低,也决定了外部融资机会的大小。

经验研究支持了LLSV的"法与金融"的主要思想。Dyck和Zingales(2004)分析了39个国家的大额股权交易,并以投资者权利、信息披露和执法强度这三个指标来代表法律制度,发现较高的投资者保护水平有助于降低控制权私利(见下表)。

投资者保护和控制权私利的对比

普通法系		大陆法系					
英国	0.01	瑞典	0.07	德国	0.10	法国	0.02
美国	0.01	丹麦	0.08	瑞士	0.06	意大利	0.37
加拿大	0.01	挪威	0.01	日本	−0.04	墨西哥	0.34
新加坡	0.03	芬兰	0.02	韩国	0.16	阿根廷	0.27

Nenova(2003)的研究也得出了类似的结论,法律对小股东利益的保护、对收购的监管以及相应的执法强度等因素可以在很大程度上解释控制权私利。

3.投资者保护与盈余质量。会计信息最主要的质量特征就是相关性和可靠性。投资者保护通过影响控制权私利进而对盈余质量产生以下影响:

(1)如果法律没有能够对投资者实施有效保护,投资者会选择通过控制权集中来保护自身利益。此时,由于资本来源比较集中,公司的大股东作为内部人,所需的信息随时可以从例行的董事会或内部各管理层获得,因此外部投资者利用会计信息披露满足决策的需求往往不被重视,会计信息的相关性将被削弱。

(2)根据美国会计学家Schipper(1989)的定义,盈余管理实际上就是旨在有目的地干预对外财务报告过程,以获取某些私人利益的披露管理,即盈余管理的动机就是获取私人利益。如果法律不能有效保护投资者利益,将会产生较大的控制权私利,并可能激发公司内部人进行盈余管理乃至利润操纵。因此,当公司内部人与外部投资者尤其是中小股东发生利益冲突时,为了攫取控制权私利,公司内部人有强烈的动机隐瞒控制权收益和公司的真实业绩,此时会计信息的可靠性将降低。

经验研究表明,法律对投资者尤其是小股东的保护水平决定了盈余质量。Francis,Khurana和Pereira(2002)研究发现,高质量的会计以及审计存在于对投资者保护较好的国家中,这些国家的金融市场也较为发达。这一研究结果说明投资者保护水平影响了会计以及审计的质量并进而影响了一国金融市场的发展。Ball等(2000)发现,在不同的国家,会计信息的相关性存在较大的差异。普通法系国家,如英国和美国等投资者对及时的会计信息需求较大,因此这些国家会计信息的相关性较高。

DeFond等(2004)采用事项研究方法,分析了26个国家近30 000个盈余公告的信息含量,结果表明,当一国法律能够有效地保护外部投资者利益时,该国盈余的信息含量较高。Leuz等(2003)分析了31个国家在盈余管理方面存在的差异,结果发现在资本市场发达、股权结构分散、对股东利益保护较好和法律制度健全的国家中,公司的盈余管理行为较少;反之,公司的盈余管理则较为严重。他们认为,对小股东保护不到位和存在控制权私利是公司内部人进行盈余管理的主要动机。内部人尤其是控股股东常常通过盈余管理来隐瞒控制权私利,盈余管理程度与控制权私利呈正相关关系。Fan和Wong(2002)通过对东亚7个新兴市场的研究发现,东亚公司的股权高度集中。在该地区由于对投资者保护较弱并且公司治理的内部控制机制以及外部控制机制效用不大,控股股东可以通过对公司的有效控制来掠夺小股东利益。股权结构的掠夺效应降低了公司的财务报告质量,盈余的信息含量降低且盈余的可靠性减弱。

二、我国实践

近年来,我国证券市场虚假财务信息披露不断出现,盈余管理更是普遍存在于我国上市公司。应用上述分析框架,笔者认为,在法律不能有效地保护中小股东利益的情况下,攫取巨额的控制权私利是上市公司盈余管理的主要动机。

1.我国法律对投资者的保护现状。在我国,行政审批和额度控制下的首次发行上市制度造就了上市公司与母公司之间的密切联系,为日后股东之间的利益冲突埋下隐患,同时形成了我国特定的所有权结构。上市公司大股东的股份不能上市自由流通,其在上市公司的财富与股票价格没有直接联系,这使得小股东通过"用脚投票"来抑制大股东行为的机制形同虚设。非流通股的高度集中弱化了公司并购市场的功能,公司控制权转移的主要目标是买壳上市。对于外部中介机构,如会计师事务所由于自身独立性不够等因素,在公司治理过程中尚未发挥其应有的作用。因此,对大股东的主要约束来自法律风险,即法律是否能够有效地保护中小股东利益,尤其是事后当小股东发现大股东利用控制权侵占了他们的利益时,小股东能否很容易地通过法律索回这部分利益,以及法律能否有效地对大股东施加惩罚。

我国目前已出台了大量保护股东权利的法律法规,推出了诸如累积投票、分类表决等制度。事实上,股东大会虽然名义上为公司的最高权力机构,但是在实践中往往由于"一股独大"而被大股东等内部人操纵,中小股东的提案权、知情权、质询权对股东大会的议程和投票结果同样不会有任何实质性的影响。另外,股东权利保护还表现在诉讼权上,目前涉及股东司法救济的条款屈指可数,根本不足以体现对股东权

利的保护。我国法律在保护小股东的利益不受大股东侵害方面几乎是空白，并且我国的民法总体上不存在惩罚性赔偿。一旦出现董事和高管人员违规和违反公司章程的行为，有关法律法规方面的处罚不足以起到警戒作用，投资者通常难以获得司法救济。

由于公司治理的薄弱，小股东利益缺乏应有的保护，侵害中小股东利益成为控股大股东的“理性”选择。唐宗明等(2002)以上市公司大宗股权转让数据为样本，发现了我国上市公司大股东利用控制权侵害中小股东利益的证据。而且有研究表明，我国上市公司控制权溢价平均达到11%的水平，控制权溢价水平远高于英、美等国。

巨大的控制权私利使得上市成为一种经济资源，上市融资被股票发行人看做是无需还本付息的“免费午餐”，能够带来可观的私人收益。而相关规定在决定上市公司融资资格或决定是否对其进行特别处理时均将净利润作为必备的条件之一。因此，为了攫取巨额的控制权私利，控股大股东有强烈的动机粉饰财务报告以获得融资资格。大量的经验研究表明，上市公司在首次公开发行的过程中普遍存在着财务包装行为；避免退市或特殊处理及达到配股要求则构成了上市公司上市后最重要的盈余管理动机。Liu和Lu(2002)将盈余管理与上市公司的治理联系起来，研究发现了上市公司的控股股东通过盈余管理侵占公司利益的证据，认为我国上市公司的盈余管理与控股股东的利益侵占行为密切相关。

2.提高上市公司盈余质量的途径：加强投资者保护。国际经验说明，一国投资者保护水平越高，控制权私利越小，公司盈余质量越高，公司内部人与外部人之间的信息不对称情况就会相对缓解，投资者对市场就更有信心。我国上市公司利润操纵等事件接连发生，广大中小投资者遭受重大损失，根本原因在于中小投资者缺乏应有的法律保护，上市公司存在巨额的控制权私利。因此，加强投资者保护、降低控制权私利应是提高上市公司盈余质量的主要途径。

(1)完善投资者法律保护的内容。投资者法律保护机制主要包括保障股东的投票权和诉讼权等。其中，保障股东尤其是中小股东的投票权是最基本的法律保护机制。2004年以前我国法律只认可股东自己出席股东大会和委托他人出席股东大会，这在很大程度上限制了普通股股东参与公司决策的权利。2004年以来，我国上市公司已经开始实施重大事项社会公众股股东表决制度，股东可以通过网络投票进行表决，这在很大程度上保障了小股东的投票权。与此同时，为了提高中小股东的话语权，新《公司法》引入累积投票权制度，股东累积投票权可以帮助小股东把好钢用在刀刃上，从而促成小股东将其代言人选入董事会和监事会，提高小股东的话语权，增强小股东表决权的含金量，弱化控股股东的话语霸权，平衡小股东与大股东之间的利益关系。

保障股东的诉讼权也很重要。为确保公司利益免受公司高管、控股股东乃至第三人的侵害，新《公司法》引进了股东代表诉讼制度。股东代表诉讼的目的就在于保护股东尤其是中小股东的权益。但是，单纯的股东代表诉讼制度对中小股东的保护很有限，中小股东权益仍不能得到有效保护。因此笔者认为，除了应在立法中引入股东代表诉讼制度以让司法实践有法可依外，还必须加强对大股东行使表决权及承担义务和责任的规定。资本多数原则给大股东滥用表决权披上了合法的外衣，大股东可能从维护自身利益出发制定侵犯中小股东合法权益的决定，这需要明确公司股东行使表决权的法律后果和应当承担的责任。

(2)提高保护投资者利益的法律的执行效率。保护投资者利益的法律的执行效率与其内容的完善同等重要。如果法律的执行效率不高，即使保护投资者利益的法律内容完善，其保护投资者的预期目标的实现也会大打折扣。因此，只有法律完善且执行有效时，才能更好地保护投资者的利益。从我国现有的证券法律法规来看，已经出台了相当数量的法律规则，但很多法律规则并没有被市场参与主体所遵守，并且未对不遵守法律法规的市场参与主体进行有效查处，执法上的放松在一定程度上导致了市场行为的失控。为此，司法部门应加大执法力度，提高保护投资者利益的法律的执行效率，尤其是要加大对侵犯投资者权益行为的处罚力度。同时，对机构的处罚和对直接责任人的处罚要并重，刑事责任、行政责任和民事责任要并重，充分发挥法律的威慑力，并对投资者权利提供充分的法律救济。

(3)强化政府对证券市场的监管。Glaeser等(2001)以波兰和捷克两国证券市场的发展为例，指出当法律和司法不能有效保护投资者时政府监管者的执法可以起到替代作用。20世纪90年代初，开始迈上转轨之路的波兰和捷克两国的司法制度均效率低下且不完善，从而限制了以司法程序保护投资者的可能性。在这种情况下，两国都通过和修改了各自的证券法和公司法。但波兰采取了比捷克更为严格的监管立场，不但通过了高度保护投资者利益的法规，而且成立了独立且具有较强执法权力的证券监管机构。这些改革有效遏制了侵占投资者利益现象的产生，促进了波兰证券市场的发展。与此相反，捷克对证券市场实施了自由放任的监管，没有成立强有力的监管机构，结果导致大股东利益侵占行为猖獗，严重损害了投资者的利益和信心，捷克股票市场也曾一度陷入崩溃状态，我们应引以为戒。

主要参考文献

①陈小悦，肖星，过晓艳.配股权与上市公司利润操纵.经济研究，2000；1

②陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究.会计研究，1999；9