

大股东异质性与上市公司亏损逆转性的影响

鄢波 杜勇(博士)

(广东海洋大学经济管理学院 广东湛江 524088 西南大学经济管理学院 重庆 400715)

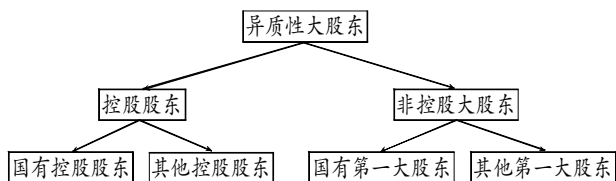
【摘要】 基于大股东的异质性,本文对亏损上市公司的类别进行了划分,分析了异质性大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度、扭亏途径的选择等方面存在的差异,探讨了这些差异对上市公司的亏损逆转性产生的影响。

【关键词】 大股东 异质性 亏损偏好 亏损逆转

一、研究背景:股权制衡及大股东异质性的相关研究

经典的股权制衡理论认为,股权适度集中且具有一定股权制衡特点的所有权结构,既能对大股东产生正向激励效应,从而解决股权高度分散的问题,又能在一定程度上抑制大股东侵害中小股东利益的行为(如利益攫取或掏空行为),有利于提升公司的经营绩效和市值,因此股权制衡是一种有效的公司治理机制。然而,之前学者们的研究都是基于盈利性样本数据或者是盈利和亏损混合性样本数据分析,对于处于亏损状态下的上市公司(这里称之为独立的亏损样本数据)而言,这种股权制衡效度能否正常发挥其治理作用还有待于进一步的分析和检验。

上市公司的各类大股东在产权关系与配置、持股动机、股权的行使方式与效果、代理方式以及行为方式等方面的差异性,使得他们在上市公司的股权制衡力度和公司治理效果方面呈现出较大差异,本文将之称为大股东异质性。当上市公司发生亏损时,大股东异质性主要表现在亏损偏好程度上的不同、扭亏的动机和支持程度上的差异以及扭亏途径选择上的差异等方面。显然,这种异质性不仅会影响亏损上市公司发生亏损逆转的可能性,还会对亏损上市公司在未来发生亏损逆转的真实性和亏损逆转的程度产生影响。考虑到大股东之间的异质性,本文参考徐莉萍、辛宇、陈工孟(2006)以及中山大学管理学院课题组(2008)的分类方法,依据不同的标准对亏损上市公司的大股东进行了较为细致的划分,具体如下图所示:



异质性大股东的类别划分

基于上图异质性大股东类别的划分,本文对亏损上市公司的类别也进行了划分,并且具体分析了异质性大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度、扭亏途径的选择等方面存在的差异,探讨了这些差异对上市公司的亏损逆转性产生的

影响。

二、基于股权集中度的亏损上市公司划分

本文基于亏损上市公司的股权集中度对亏损上市公司进行了第一个层次的划分,即参考 La Porta 等(1999),吴刚、刘丹(2008)的研究方法,将亏损上市公司按照 30%的股权持股比例划分为有控股股东的亏损上市公司和无控股股东的亏损上市公司两类,并且分析了控股股东和非控股大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度、扭亏途径的选择等方面存在的差异,以及这些差异对有控股股东的亏损上市公司和无控股股东的亏损上市公司在亏损逆转的程度上的影响。

1. 亏损偏好程度上的差异。许多学者的研究表明,上市公司大多存在双重代理问题,即公司所有者(股东)和经营管理者之间的冲突、控股股东对中小股东的利益侵占行为(Shleifer and Vishny,1986;La Porta et al.,1999;白重恩等,2005;Laeven and Levine,2007)。如果公司业绩保持持续增长,控股股东可以获取控制权带来的共享收益,这使得他们有动机去监督公司的管理者,降低代理成本,提升公司价值,同时中小股东的“搭便车”行为也能使其从中分享利益。然而,一旦公司业绩下滑特别是出现亏损时,由于控股股东可能会利用手中的控制权来规避自己的损失,或者通过关联方交易来转移自己所应承担的损失,而非控股大股东往往对此无能为力,他们持有的股份市场价值会受到亏损信息的负面影响而急剧下降,一旦公司亏损持续下去,他们的股东财富会变得一文不值,因此,从这个意义上来讲,非控股大股东比控股股东更加厌恶亏损。

由此本文认为,非控股大股东比控股股东更加厌恶亏损,而且这种偏好上的差异会导致非控股大股东比控股股东扭亏的意愿更加强烈,这会导致无控股股东的亏损上市公司比有控股股东的亏损上市公司在发生亏损逆转的真实性上更大。

2. 扭亏动机和支持程度上的差异。国内有关盈余管理的研究表明,如果公司在当年扭亏无望,控股股东可能会支持管理当局通过操控性应计项目调低利润(陆建桥,1999)、利用资产减值(赵春光,2006)等反向盈余管理的手段,使得上市公司“洗一个大澡”,以为下一年的扭亏为盈做准备,而且亏损越严

重的企业在第四季度越倾向于“洗大澡”(张昕,2008)。这说明控股股东的扭亏动机和能力要视亏损的严重性而定。尽管从本质上来讲,控股股东和非控股大股东都是厌恶亏损的,但当上市公司当年扭亏无望时,控股股东出于长远利益考虑,可能会附和甚至支持管理当局暂时接受亏损(即使是巨额亏损),这导致他们缺乏扭亏动机和较低的扭亏支持程度。而非控股大股东则因更多地关心短期利益而在任何时候都会更积极主动地扭亏,表现出强烈的扭亏动机和较高的扭亏支持程度。

因此本文认为,当亏损上市公司当年出现扭亏无望时,非控股大股东的扭亏动机和支持程度会更甚于控股股东,这会导致无控股股东的亏损上市公司比有控股股东的亏损上市公司在发生亏损逆转的及时性上更快。

3. 扭亏途径选择上的差异。一般而言,上市公司的扭亏途径可以按照是否超出公司范围分为外部性扭亏途径和内部性扭亏途径。其中,外部性扭亏途径包括利用会计政策变更、实施资产重组或债务重组、出售“壳资源”、利用关联方交易、进行公司重构、实施高管变更、寻求政府挽救等;内部性扭亏途径包括转变经营管理理念、坚持资源优化配置、强化内部管理、转换经营机制、注重研发投入、提高自主创新能力、加大员工培训力度、提升管理人员素质等。

对于有控股股东的亏损上市公司而言,控股股东为获取自身利益的最大化,往往倾向于利用自己对公司的控制权来支持上市公司利用外部力量扭亏,如获取政府支持、获得债务减免或者实施债务重组等,以最小的代价使得亏损上市公司尽快扭亏;而对于无控股股东的亏损上市公司而言,由于股东各方力量相对均衡,其相互之间的制衡效率明显,使得他们更多地遵循亏损上市公司管理当局的意愿,更多地选择内部性扭亏方式,如进行内部优化管理、调整资本结构、加大研发力度等。这些内部性扭亏途径比外部性扭亏途径在扭亏的过程中普遍要复杂,而且历时更长,但从扭亏的效果来看,前者比后者要好。因此,无控股股东的亏损上市公司比有控股股东的亏损上市公司发生亏损逆转的真实性更强。

基于以上三个方面的差异分析,本文认为,无控股股东的亏损上市公司比有控股股东的亏损上市公司发生亏损逆转的程度更大。

三、基于控股股东性质的有控股股东的亏损上市公司划分

本文依据控股股东的性质,对有控股股东的亏损上市公司进行了第二个层次的划分,具体分为国有股东控股的亏损上市公司和其他股东(包括民营和私有产权性质的股东)控股的亏损上市公司两类。并且分析了国有股东和其他股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度以及扭亏途径的选择等方面存在的差异,以及这些差异对国有股东控股的亏损上市公司和其他股东控股的亏损上市公司在亏损逆转的程度上产生的影响。

1. 亏损偏好程度上的差异。在我国,尽管国有股东控股的上市公司名义上是被国家控制,但由于国有股东主体的虚位,其实际控制权往往在相关的政府部门手中,而国有股东控股的上市公司的现金流量权被高度分散于全体国民手中

(Shirley and Walsh,2000;徐莉萍等,2006),这使得掌控上市公司的政府部门并没有显著的现金流量权,从而导致国有控股股东控制权和现金流权的分离。

对于亏损上市公司而言,这种分离会导致两种效应:①亏损加剧。由于国有控股股东会为自身利益而侵害中小股东利益,因此他们的利己行为很可能导致已经处于困境的上市公司“雪上加霜”,这体现出国有控股股东对亏损的偏好。②亏损缓解甚至扭亏。这是因为一方面控制权和现金流权的分离能减少政府对公司经营决策的过多干涉,使公司绩效改善(Shleifer and Vishny,1993;Shleifer,1998;Hellman et.,2000),另一方面由于分离有助于形成公司内部融资市场,可以有效缓解外部融资压力,降低融资成本(Williamson,1985;Stein,1997),这体现出国有控股股东对亏损的厌恶。从这两种效应来看,国有控股股东在对亏损的偏好程度上并不能“一锤定音”,要视两种效应孰高孰低而定。相比之下,其他性质控股股东(如典型的自然人控股股东)的控制权和现金流权相对统一,他们自身的财富往往与他们所掌控的上市公司业绩息息相关,他们当然希望自己所控制的上市公司业绩长青。从这种意义上看,其他属性的控股股东比国有控股股东更加厌恶亏损。

2. 扭亏动机和支持程度上的差异。对于国有控股股东而言,由于上述控制权和现金流权的分离,同样会导致其在对亏损上市公司的扭亏动机上明显弱于其他属性的控股股东。从扭亏支持程度来看,以政府部门为实际控制人的国有控股股东出于最大化自身部门利益的考虑可能会对上市公司的亏损置之不理,甚至对其落井下石,运用转移价格、由上市公司提供债务担保、无偿占用上市资金等不正当手段对已经处于困境的上市公司进行“掏空”,使得上市公司的扭亏更是难上加难。相比之下,其他属性的控股股东与亏损上市公司的业绩联系得更为紧密,他们可能会通过选择关联方交易、资产置换等方式对上市公司进行“支持”,尽管这种利益输送可能只是为其以后进行更多的利益掏空而事先付出的代价(Riyanto and Toolsema,2003;佟岩、程小可,2007;Jian and Wong,2007),是一种暂时的行为,但起码会使得亏损上市公司的业绩即刻出现好转,甚至是扭亏为盈。从这种角度来看,其他属性的控股股东比国有控股股东对亏损上市公司的扭亏支持程度更大。

3. 扭亏途径选择上的差异。由于国有控股股东的实体多为政府部门或者是与政府有密切关联的国有企业,这种国有身份使得该类控股股东对政府有过分依赖的思想。一旦他们控股的上市公司发生亏损,出于对自身利益保护或政绩提升的目的,他们可能会首先考虑借助于“政府之手”这种外部力量去帮助亏损上市公司扭亏,而且他们与政府之间的特殊关系往往使得亏损上市公司能优先获得补贴收入或政策优惠。相比之下,其他属性的控股股东则不存在这种特殊的政府关系,对于上市公司的亏损,他们可能更多地借助于自身的力量,要么通过内部的管理运作、资本结构调整等内部途径来扭亏,要么通过重组、关联方交易等外部途径来扭亏。因此,国有控股股东相对于其他属性的控股股东而言,在扭亏途径的选择上更倾向于外部力量。

基于以上三个方面的差异分析,本文认为,在有控股股东的亏损上市公司中,其他股东控股的亏损上市公司比国有股东控股的亏损上市公司发生亏损逆转的程度更大。

四、基于第一大股东性质的无控股股东的亏损上市公司划分

本文依据第一大股东的性质对无控股股东的亏损上市公司进行第二个层次的划分,分为国有第一大股东(包括民营和私有产权性质的股东)的亏损上市公司和其他第一大股东的亏损上市公司两类,并且分析了国有第一大股东和其他第一大股东在亏损偏好程度、扭亏动机和支持程度以及扭亏途径的选择等方面存在的差异,以及这些差异对国有第一大股东的亏损上市公司和其他第一大股东的亏损上市公司在亏损逆转的程度上的影响。

1. 亏损偏好程度上的差异。按照上述对有控股股东与无控股股东类型的划分,在无控股股东的亏损上市公司中,第一大股东属于既不拥有股东会层面又不拥有董事会层面的控制权(低股权低控制)的控制模式。林建秀(2007)的研究表明,对于第一大股东不拥有股东会和董事会层面控制权的完全竞争型控制模式,面对相同的外部治理和投资者法律保护环境,不同产权性质的企业面临相同的效率损失,因此,国有第一大股东的上市公司与其他第一大股东的上市公司在经营绩效上应该没有显著差异。据此,本文有理由认为,当上市公司发生亏损时,这种“双低型”的控制模式会导致上市公司各个股东之间产生更大的股权制衡效应,这使得包括第一大股东在内的任何股东都很难利用自己的身份获取私人利益。因此,无论是国有第一大股东还是其他第一大股东,在亏损偏好程度上应该是一致的,即要么都是厌恶亏损,要么都是偏好亏损。这实际上等于将亏损偏好的选择权交给了上市公司管理当局,使得他们在亏损扭转的偏好程度上无明显差异。

2. 扭亏动机和支持程度上的差异。在无控股股东的上市公司中,由于股权高度分散,各个股东之间相互的制衡效应较大,使得第一大股东与中小股东之间的代理冲突不是很明显。但由于公司内部不存在控股股东,单个股东也没有足够的动机和能力去监督公司管理当局,导致管理层与股东之间存在严重的代理问题。这时,无论是国有第一大股东还是其他第一大股东,都只有“听从”管理当局的意愿。当上市公司发生亏损时,管理当局出于保住自身地位和名誉的考虑,可能会通过正向盈余管理尽力去扭亏,也可能通过反向盈余管理先“洗大澡”再扭亏。这时,作为“听命

于”管理当局的国有第一大股东和其他第一大股东,要么都具备扭亏动机和较高的扭亏支持程度(当公司扭亏有望时),要么都表现为缺乏扭亏动机和较低的扭亏支持程度(当公司扭亏无望时),即两类大股东在扭亏动机和支持程度上也无明显差异。

3. 扭亏途径选择上的差异。基于以上亏损偏好程度和扭亏动机及支持程度上的差异分析,本文认为,国有第一大股东和其他第一大股东在扭亏途径上也没有太大的选择权,他们依然都可能遵照上市公司管理当局的意愿。所不同的是,管理当局在考虑具体的扭亏途径时,如果是国有第一大股东,他们出于政府保护的依赖心理,可能会偏向于借助于政府的力量去扭亏;如果是其他第一大股东,他们可能仍然需要从当时公司所处的环境去判断,如果通过内部调整能以较低成本去扭亏,他们当然会首先考虑内部扭亏途径,如果通过外部重组等方式扭亏成本更低,他们可能会选择外部扭亏。因此,在扭亏途径选择上,国有第一大股东比其他第一大股东可能会更倾向于外部扭亏。

基于以上三个方面的差异分析,本文认为,在无控股股东的亏损上市公司中,国有第一大股东的亏损上市公司与其他第一大股东的亏损上市公司在发生亏损逆转的程度上的无明显差异。

根据上述大股东之间的异质性,本文将各类别的股东在亏损偏好程度、扭亏的动机和支持程度以及亏损弥补的途径等方面的差异通过表格的形式做以下归纳和总结:

亏损上市公司的大股东异质性表现

异质性项目 大股东类别	亏损偏好程度	扭亏的动机	扭亏支持程度	扭亏途径选择
控股股东	厌恶	缺乏	低	偏向外部
国有控股股东	视情况而定	视情况而定	视情况而定	外部
其他控股股东	厌恶	强烈	高	内外部结合
非控股大股东	非常厌恶	具备	较高	偏向内部
国有第一大股东	由管理当局决定	由管理当局决定	由管理当局决定	偏向外部
其他第一大股东	由管理当局决定	由管理当局决定	由管理当局决定	由管理当局决定

【注】本文系国家社会科学基金项目(编号:09CJY085)、中国博士后科学基金面上资助项目(编号:20100470109)、中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(编号:SWU0909603)、西南大学博士基金项目(编号:SWU0909306)、教育部人文社科研究青年项目(编号:09YJC790049)的阶段性研究成果。

主要参考文献

- 林建秀. 第一大股东性质、控制模式与公司业绩. 证券市场导报, 2007; 10
- 张昕, 胡大源. 亏损上市公司是否会在第四季度平滑利润?. 中国会计评论, 2008; 3
- 杜勇. 基于 Logistic 回归的上市公司亏损逆转识别模型研究. 技术经济, 2009; 12
- 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
- 刘峰, 贺建刚, 魏明海. 控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究. 管理世界, 2004; 8
- 吕长江, 肖成民. 民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究. 管理世界, 2006; 10