Globethics Repository



重大资产收购关联交易中的大股东掏空行为研究[Major shareholders' tunneling in the connected transactions of major asset acquisition]

This page was generated automatically upon download from the Globethics Repository. More information on Globethics see https://www.globethics.net. Data and content policy of Globethics Repository see https://repository.globethics.net/pages/policy.

Item Type	Article
Authors	李, 姝;叶, 陈刚;翟, 睿
Publisher	华中科技大学
Rights	With permission of the license/copyright holder
Download date	2026-11-19 19:18:28
Link to Item	http://hdl.handle.net/20.500.12424/191470

第 6 卷第 4 期 2009 年 4 月
管 理 学 报
Chinese Journal of Management
Vol. 6 No. 4
Apr . 2009

重大资产收购关联交易中的大股东“掏空”行为研究

李 姝 1 叶陈刚 2 翟 睿 1

(1. 南开大学商学院;2. 对外经济贸易大学国际商学院)

摘要: 采用实证分析的方法, 以上市公司和大股东之间的重大资产收购关联交易为研究点, 通过事件研究法, 对关联交易公告日前后的市场反应进行检验, 从而证实大股东确实存在通过关联交易“掏空”上市公司的行为, 进而损害了投资者的利益。通过实证检验发现, 当上市公司大股东以较复杂的持股方式控制上市公司时, 此时其控制权和现金流权的分离度大, “掏空”上市公司、侵害投资者利益的动机大大增强。同时, 对上市公司最终控制人类型作了详细的划分, 并在模型中分别加以回归, 得出相应的结论。最后, 针对以上检验发现的问题, 给出了有关对策建议。

关键词: 掏空; 投资者保护; 市场反应; 关联方

中图分类号: C93 文献标识码: A 文章编号: 1672-884X(2009) 04-0513-07

Largest Shareholder’s Tunneling in Related Assets Buying Transactions

LI Shu1 YE Chengang 2 ZHAI Rui1

(1. Nankai University , Tianjing , China;

2. University of International Business and Eco nomics, Beijing, China)

Abstract: The characteristics of share structure of listed company subject to be tunneled were studied. The market response of related party transactions was examined by event study method. It is confirmed that the largest share holder tunnels listed company in this way. It is seen through regression analysis that when the largest shareholder

controls listed company in a complicated way , the control rights and cash flow rights separate deeper, which inspire the largest shareholder tunnel . Moreover,the ultimate controller of listed company was divided into four groups to study. Some suggestions are also given.

Key words: tunneling ; investor protection; market response; related groups

收稿日期: 2008-09-01

基金项目: 南开大学人文社会科学校内青年资助项目(NKQ07009) ; 南开大学“985”工程资助项目

1 问题的提出

在我国“一股独大”是普遍现象, 在缺乏制度性约束的情况下, 控股股东有动机通过不正当的关联交易、资金担保及占用资金等手段“掏空”上市公司, 侵害中小股东利益。投资者是证券市场的基石, 要保证证券市场持续、健康发展, 就要保护好投资者的利益。控股股东“掏空”上市公司的表现多种多样, 本文的着眼点集中于上市公司重大资产收购关联交易行为。为规范上市公司关联交易和减少大股东资金占用情况的发生, 证监会出台了一系列措施加以管制, 上市公司也以减少关联交易为由, 与大股东发生了大量的资产购销交易。本文试图通过对此行为的实证研究, 检验证监会诸多措施的出台是否发挥了作用, 以及是否如上市公司所说是为了减少关联交易才与大股东频繁发生资产购销交易, 抑或更多地还是向大股东输送利益。

2 文献综述

LA PORT A[1] 研究了 27 个国家企业的控制链, 发现最终控制人通过金字塔式控股结构和交叉持股等方式获得了超过他们现金流权的控制权, 在控制权私人收益的驱使下, 造成对中小股东的掠夺行为。LINS[2] 提出大股东控制造成控制权和现金流权的高度分离, 导致上市公司经营效率低下和价值下降的观点。JOHNSON 等[3] 用“掏空”一词形象地描述了控制性股东将资源转移出上市公司的现象。BEBCHUK 等[4] 和 WOLFENZON[5] 根据有关模型得出结论: 当上市公司与企业集团有关联关系时(集团内的公司通常由同一个控股股东控制) , 控股股东掠夺外部股东的概率很高。BERT RAND 等[6] 以印度资本市场为例, 实证检验了企业集团内部的利益输送行为。BAE 等[7] 从市场反应角度对韩国企业集团内部的并购活动进行了研究, 结果表明韩国企业集团公司的控制性股东利用集团公司内部的兼并活动来掏空上市公司, 使小股东的利益受到了损害。ALBUQUERQUE[8] 用参数 G 来测量投资者保护程度。G 越高, 意味着内部人牟取私人利益需要越大的边际成本。JOHNSON 等[3] 证明,控股股东过度的隧道挖掘是导致 1997～1999 年亚洲金融危机的主要原因。BERT RAND 等[6] 进一步指出, 控股股东的隧道挖掘行为可能降低整个经济的透明度, 以及歪曲会计收益数字。唐宗明等[9] 的研究表明, 中国上市公司大股东侵害中小股东的程度远高于美英等国家。苏启林等[10] 发现, 我国家族企业控股股东与其他国家一样, 也通过对投票权与现金流权进行分离来侵占中小股东的利益。谭劲松等[11] 则通过对案例的分析发现, 大股东在权衡使用利益输入和利益输出 2 种利益输送手段的同时, 也会利用法律监管制度的不完善对利益输送过程进行透明化处理。李增泉等[12] 、刘峰等[13] 分别从股利政策、资产交易和股票价格的信息含量等不同角度提供了所有权结构影响控股股东“掏空”行为的经验证据。李学峰[14] 则指出, 由于大股东投票权的非完备性, 导致大股东无法通过二级

市场获得与中小股东同样的获利权，所以其必然会利用对上市公司的控制权来掏空上市公司，从而追求自身利益的最大化。郑志刚[15] 通过建立模型研究得出，在中国市场上，民营资本和国外资本倾向于采用金字塔持股方式来控制企业，这样便于大股东通过隧道挖掘行为来实现对中小股东的盘剥。

对于规范关联交易、遏制大股东掏空行为的研究方面，何孝星[16] 指出，应当大幅度提高独立董事在董事会中所占比例。郑钢等[17] 提出设立独立董事薪酬基金等。在表决权制度方面，李明辉[18] 通过研究指出，应当在《公司法》中明确控股股东的诚信义务，完善重大关联交易“股东大会批准制度”,强化关联方股东表决回避制度，规定控股股东的民事赔偿义务、补偿责任,以及为中小股东诉讼提供制度保障，引进派生诉讼制度等。王琨等[19] 通过实证检验发现,机构投资者持股有利于降低关联方的侵占程度，因此，建议大力发展机构投资者参股上市公司。

3　研究设计及数据来源

3. 1　研究假设

当上市公司的股权集中度高或者较为分散时，大股东侵占上市公司利益的成本相对较大;只有当大股东所持股权比例能够实质性地控制上市公司并且现金流权较低时，大股东才具有强烈的动机通过向上市公司出售资产的关联交易方式进行利益侵占。由此，提出以下假设:

假设 1　这种“掏空”行为与上市公司股权集中度存在着 U 型关系。

假设 2　当大股东以复杂的持股结构控制上市公司，使其控制权和现金流权分离较大时,更易发生“掏空”行为。当上市公司的最终控制人为国家或省级政府机构时，由于其下属的企业集团绝大部分处于行业领头羊地位，甚至某些为垄断型企业，拥有绝对优势，实力雄厚，因而侵占上市公司利益的动机一般较弱；当最终控制人为省级以下政府机构时，其监管的企业集团实力相对不足，因此比较而言，侵占上市公司利益的动机会更大。

当最终控制人为企业集团或个人时，也存在类似的情况，即侵占上市公司利益的动机较大。由此，提出以下假设:

假设 3　最终控制人为国家或省级政府机构时，“掏空”行为的可能性较低。

假设 4　最终控制人为省级以下政府机构、企业集团或个人时，更容易发生“掏空”行为。

3. 2　变量设置

3. 2. 1　“掏空”程度衡量

对于大股东对上市公司施行“掏空”行为,进而侵害中小股东利益的衡量难以找到直接的替代变量，且收购资产的真实价值也很难从公开披露的信息中准确判断。由此本文采用事件研究法[1] ，以关联交易公告日后若干天的市场反应,即累积非正常报酬率 CA R 作为模型的被解释变量，来分析此类关联交易公告对股价的影响，也即通过事件发生前后股价变化情况来分析事件的信息含量。从市场反应来间接判断上市公司与大股东之间的资产收购关联交易是否损害了中小投资者的利益。

(1) 事件日的确定　本文把资产收购关联交易公告日作为事件日(记为 t= 0) ，如果公告当天为非交易日，则将公告日后的第 1 个交易日视为 0 时刻。如果上市公司对该交易事项多次公告，则以首次公告日作为事件日。

(2) 事件窗口的确定　事件日前后的一段时间称为事件窗口。窗口长短的选择可能会对模型的效果产生影响，过长的窗口可能会受到其他一些事件或因

素的影响，产生噪音干扰，但若窗口过短又难以对市场反应有完整的体现。基于以上考虑，本文选择了以关联交易公告日前后 15 天（ 记为 t=［－15，15］） 为事件窗口。

本文选择了以市场调整法来计算非正常报酬率，即A Rt = Rt － Rmt ， 则累积非正常报酬率

$$CA\,R_t = \sum_{t=0}^{T} A\,R_t 。$$

3．2．2　变量定义

本文中的模型所用变量见表 1。

表 1　变量定义表

变量		简单描述	变量		简单描述
解释变量	Q	上市公司第 1 大股东持股比例与第 2、3 大股东持股比例的差额	控制变量	r	上市公司收购大股东资产占上市公司当年初总资产的份额
	h	虚拟变量，表示上市公司最终控制人持股方式，若为金字塔或交叉持股方式为 1，否则为 0		m	上市公司上年末市值账面比率
	s	虚拟变量，表示上市公司最终控制人类型，若为国家或省级政府机构时为 1，否则为 0		d	上市公司上年末资产负债率
	b	虚拟变量，表示上市公司最终控制人类型，若为省级以下政府机构时为 1，否则为 0		R	虚拟变量，表示关联交易收购的资产是否与上市公司主营业务相关，若相关为 1，否则为 0
	g	虚拟变量，表示上市公司最终控制人类型，若为企业集团时为 1，否则为 0		P	虚拟变量，表示关联交易资产收购的方式，若为现金收购为 1，否则为 0
	p	虚拟变量，表示上市公司最终控制人类型，若为个人时为 1，否则为 0		a	虚拟变量，表示关联交易资产收购的资产形态，若为实物资产为 1，否则为 0
				ue	未预期盈余
				l	年末流通股占总股本的比例

资料来源：笔者整理，下同。

3．3　数据来源

本文选择 2004～2005 年我国 A 股市场（ 包括沪市和深市） 上市公司的重大资产收购关联交易行为进行实证分析[1] 。

本文资产收购关联交易是指上市公司向控股股东及其附属公司收购资产（ 包括实物资产、无形资产和债权等） 的行为，其中，上市公司重大资产收购关联交易数据的选取标准以收购总价占上市公司当年初总资产 4% 以上为基准。此外，剔除了被 ST 、PT 及数据不全且难以获取的公司，最终确定的研究样本量为 2004 年共 89 个样本点，2005 年共 75 个样本点[6] 。

4　描述性统计与模型构建

4．1　描述性统计结果

2004～2005 年的样本描述性统计结果见表 2 和表 3。

表 2　2004 年样本的简单描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值
$CAR[0,15]$	89	-0.0035	-0.0036	-0.2297	0.1529
s_1	89	0.4503	0.4431	0.0660	0.7403
s_2	89	0.0869	0.0555	0.0009	0.3399
t	89	0.5665	0.5966	0.0722	0.8541
G	89	0.3341	0.3006	-0.1127	0.7018
h	89	0.19	0	0	1
s	89	0.46	0	0	1
b	89	0.18	0	0	1
g	89	0.11	0	0	1
P	89	0.24	0	0	1
M	89	30 588.87	14 311.50	2 145.00	451 300.00
T	89	520 817.72	174 397.46	50 497.87	14 482 400.00
d	89	0.4525	0.4292	0.1192	0.8139
m	89	2.8860	2.4164	1.1851	7.0898
R	89	0.85	1	0	1
p	89	0.76	1	0	1
a	89	0.19	0	0	1
l	89	0.4065	0.3915	0.1503	1
ue	89	-0.0025	-0.0222	-4.6017	3.1727

表2 和表3 对2004 和2005 年样本公司股权结构、基本财务数据和关联交易特征变量分别进行了简单描述性统计。分析表中统计结果，可以发现这2年中，样本公司前3 大股东持股比例之和平均在56%以上，其中第1 大股东持股比例平均在45%和44%，中位数分别为44．31%和44．87%，而第2 大股东持股比例的均值和中位数分别仅为9%和6%左右；第1 大股东持股比例与第2、第3 大股东持股比例的差额的均值别为33．41%和30．96%。虽然2005 年比2004 年

表3　2005 年样本简单描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值
$CAR[0,15]$	75	-0.0131	0.0124	-0.8754	0.2154
$s1$	75	0.4400	0.4487	0.1466	0.7157
s_2	75	0.0943	0.0669	0.0011	0.3399
t_3	75	0.5705	0.5738	0.2731	0.8795
g	75	0.3096	0.3105	-0.1955	0.6617
h	75	0.23	0	0	1
s	75	0.41	0	0	1
b	75	0.29	0	0	1
g	75	0.08	0	0	1
P	75	0.21	0	0	1
M	75	27 166.15	16 310.00	3 125.00	227 000.00
T	75	234 376.24	185 496.38	47 492.48	798 211.31
d	75	0.4778	0.4790	0.1099	0.8713
m	75	2.2364	1.9836	1.0253	8.2280
R	75	0.69	1	0	1
p	75	0.73	1	0	1
a	75	0.12	0	0	1
l	75	0.3843	0.3704	0.1503	0.6398
ue	75	0.0186	0.0303	-1.0715	1.4843

的前 3 大股东持股比例之差有所降低，但总体来看，上市公司的股权集中度还是较高的，大股东控制现象明显。持股方式为金字塔或交叉持股的上市公司占样本量的 20%左右。另外，在样本公司中，最终控制人类型为国有的占 70%以上，其中又分为国家级和省级国有持股，以及省级以下国有单位持股 2 类，其余 30%的上市公司的最终控制人类型为企业集团或个人。上市公司年初资产总额平均分别为 520 817. 72 和 234 376. 24 万元，资产负债率分别为 45. 25%和 47. 78%，数值较高，市值账面比率均值分别为 2. 89 和 2. 24。在上市公司与大股东发生的资产收购关联交易中，资产收购价格平均分别为 30 588. 87 万元和 27 166. 15 万元，占上市公司当年年初资产总额比例分别为 5. 9% 和 11. 6%，2 年的数据相差较大。所收购资产分别只有 19%和 12%为实物资产，85%和 69% 的收购与上市公司主营业务相关，平均 70%多的收购交易是采用现金支付的方式。

4. 2　模型建立

为实证检验具备何种股权结构特征的上市公司易与大股东发生重大资产收

购关联交易行为，即大股东进行利益侵占的行为，本文建立如下模型进行多元回归分析:

CARs = B0 + B1G2 + B2h + B3s + B4m + B5d +
B6r + B7R + B8p + B9a + B10ue + B111; (1)
CA Rb = B0 + B1G2 + B2h + B3b + B4m + B5d +
B6r + B7R + B8p + B9a + B10ue + B111; (2)
CA Rg = B0 + B1G2 + B2h + B3g + B4m + B5d +
B6r + B7R + B8p + B9a + B10ue + B111; (3)
CAR p = B0 + B1G2 + B2h + B3p + B4m + B5d +
B6r + B7R + B8P + B9a + B10ue + B111。(4)

下文的实证回归分析以事件公告日后[0,+ 15] 日内的累积非正常报酬率的数据作为被解释变量。

以股权集中度指标 g 作为衡量股权结构特征的替代变量。如前文理论分析所述，大股东控制的股权结构主要体现为 2 方面效应: 利益侵占效应和利益趋同效应，实际中更多地体现为哪种效应则与大股东控制权和现金流权的分离程度有关。分离程度越大，则更多体现为利益侵占效应，反之亦然。由此，增加控股股东的现金流权可以使得大股东与小股东之间的利益趋于一致，从而减弱大股东与小股东之间的代理问题。根据以上分析，可认为上市公司大股东的利益侵占行为与股权集中度之间应该是一种二次函数的曲线关系，因此，在模型中引入了 G2 (第 1 大股东与第 2、3 大股东持股比例的差额的平方) 作为解释变量，并预期在模型中该系数应该为正，即大股东利益侵占的动机与第 1 大股东和第 2、3 大股东持股比例的差额呈“U”型关系。与此同时，也考察了最终控制人对上市公司的持股方式，一般说来金字塔式持股结构或交叉持股会造成控制权和现金流权的分离，所以预期该解释变量的系数为负。另外，对于上市公司最终控制人的类型，本文作了较为详细的区分,分为国家或省级政府机构、省级以下政府机构、企业集团和个人 4 类。由于最终控制人类型是本文重点考察的一个解释变量，因此，作者逐一将这 4 种类型控制人分别纳入模型加以回归。

5 实证检验

5. 1 资产收购关联交易的市场反应检验

本文通过事件研究法来检验资产收购关联交易的财富效应。如果在事件公告日期间，市场获得了显著的负的非正常报酬，说明上市公司向大股东及其附属公司收购资产的行为受到了投资者的抵制。大股东为实现控制权私人收益通过向上市公司出让资产的方式来进行利益侵占，从而损害了中小股东的利益。关联交易公告后市场反应见图 1 和图 2。

图 1 和图 2 表明, 2004 年在事件公告日前 15 天至前 4 天，市场没有作出剧烈反应，而从事件公告日前 3 天起至事件公告日当天，市场则作出了剧烈的负反应，至公告日后 15 天，一直保持着负反应。这在一定程度上说明市场可能

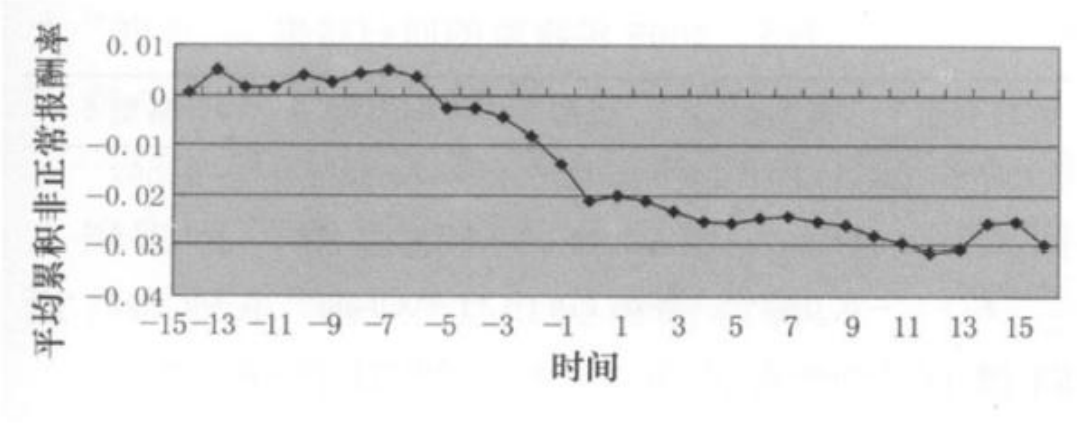


图 1　2004 年资产收购关联交易时间公告日前后 15 天的平均累积非正常报酬率曲线图

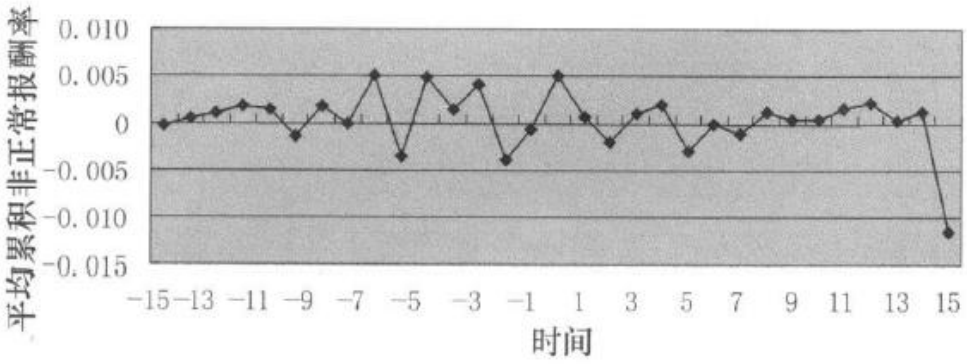


图 2　2005 年资产收购关联交易时间公告日前后 15 天的平均累积非正常报酬率曲线图

存在信息提前泄露的现象。同时也证明，大股东向上市公司出售资产的关联交易可能构成了一种利益侵占的行为，投资者对此给予了抵制性的反应。2005 年，市场反应则略有不同。在事件公告日前 15 天到前 1 周市场反应比较平稳，而从事件公告日前 1 周至事件公告日后 1 天市场则出现较大幅度波动，从事件公告日后 1 天开始，市场反应波动趋缓，直到公告日后第 14 天，市场才作出了剧烈的负反应。这说明市场反应似乎存在严重不足的现象，可能是由于 2005 年是我国正式实施股权分置改革的第 1 年，市场关注的焦点大部分集中于股权分置改革的问题上，从而影响了对其他较重大事件的反应。这一点在下文的回归结果中也有所表现。

5. 2　回归结果及分析

本文采用 SPSS13. 0 统计软件对数据进行处理和加工。由于考虑到 2005 年的股权分置改革，笔者预期会对市场产生一定影响，因此，本文对 2004～2005 年的数据分别进行了回归。

（1）2004 年模型回归结果及分析（ 见表 4）　从总体上看 4 个模型调整的 R2 均达到 0. 2 以上，最好的为 0. 282，模型的拟合效果较好；方差膨胀因子远远小于 5，不存在多重共线性的现象。具体到各解释变量，二次项 G2 的回归系数为正，与预期一致，且除了在第 1 个模型中不太显著外，在后 3 个模型中都在 5%的水平上显著，从而说明事件公告日后的市场累积非正常报酬率与股权集

中度之间存在“U ”型关系，与前文分析是一致的，支持大股东控制的利益侵占效应和利益趋同效应假定。在股权集中度低的情

表 4　2004 年模型的回归结果

解释变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
i	- 0.130* * *	- 0.114* *	- 0.122* * *	- 0.111* *
G^2	0.090	0.115* *	0.118* *	0.116* *
h	- 0.039* *	- 0.050* *	- 0.052* * *	- 0.045* *
s	0.045* * *			
b		- 0.033*		
g			- 0.035	
p				- 0.015
m	0.009	0.011*	0.009	0.009
d	0.027	0.038	0.027	0.025
r	- 0.131	- 0.166*	- 0.108	- 0.158*
r_1	- 0.026	- 0.024	- 0.014	- 0.024
P	0.033*	0.033*	0.028	0.030
a	0.039* *	0.035*	0.032	0.036*
ue	- 0.009	- 0.010	- 0.015*	- 0.012
l	0.149* *	0.147* *	0.165* *	0.162* *
Adj-R^2	0.282	0.223	0.214	0.200

注：* 、* * 、* * * 分别代表在 10%、5%、1%的水平上显著，下同。

况下，由于大股东没有取得对上市公司的实质性控制权，其实现利益侵占行为是相对较困难的。在大股东实质性控制上市公司之后，股权集中度的提高只是伴随大股东现金流权的增加，而大股东控制权却并未发生太大变化，由于增加大股东的现金流权可以限制大股东利益侵占的动机，从而表现为大股东控制的利益趋同效应。只有当大股东以某种方式能够使控制权大大高于现金流权时，才有强烈的动机施行“掏空”上市公司行为，从而侵害中小股东利益。这便与模型中考察的另一解释变量 h（ 最终控制人的持股方式）密切相关，结果显示该变量系数为负，且在第 1、2 和第 4 个模型中在 5%的水平上显著，在第 3 个模型中则在 1%的水平上显著。这便强有力地验证了金字塔式持股结构或交叉持股结构等类似复杂的持股结构，使控制权和现金流权的分离度大大增加，以这种方式来控制上市公司的控股股东更有动机进行利益侵占。同时，市场也对这些公司的重大资产收购关联方交易也作出了强烈的负向反应。对于不同的最终控制人类型，其系数也都与预期一致。即使最终控制人为国家或省级政府机构的，其系

数也为正，且在 1%的水平上显著，总体来看这类上市公司被“掏空”的可能性会低于最终控制人为其他类型的上市公司，投资者利益较少受到损害。最终控制人为省级以下政府机构时，其系数为负，且在 10%的水平上显著，由于其监管的企业集团即上市公司的母公司，与第 1 种类型的企业集团相比，其自身实力稍显不足，在其将优良资产剥离上市后，有动机侵占上市公司的资源以支持自身的发展。与此类似，当最终控制人为企业集团或个人时，系数也均为负，但结果不太显著。原因可能在于我国的非国有上市公司在上市时，有相当一部分是采用“买壳上市”的方式，其最终目的也是希望能从上市公司那里更便捷地获得更多的资金，而且由于我国资本市场还不是很完善，奖惩不够分明，即使上市公司被查出有违规行为，侵害了中小股东的利益，其付出的代价也不足以警示其他企业，因此，非国有上市公司并没有动机在保护投资者利益方面比国有上市公司做得更好，反而有动机凭借资本市场对国有上市公司的某些“纵容”之机“浑水摸鱼”,获得较高的非正常收益，置中小投资者利益于不顾。至于其结果不太显著，可能是投资者对最终控股的集团或个人的实力并不很清楚，难以明确判断其是否进行了利益侵占，所以其市场反应并不是很明显。同时笔者还发现，变量 mtb 的回归系数显著为正数，即市值账面比率越低，市场累积非正常报酬率也越低。这是因为当投资者对公司未来前景预期不好时，更担心大股东对他们的侵害。至于上市公司的资产收购当年初的资产负债比率的回归系数为正，即负债比率较低，则说明上市公司会有更充裕的自有资金去支持大股东的“掏空”行为，但不是很显著。这也从另一个侧面说明了即使上市公司自有资金不足以支持大股东的“掏空”行为，其也能够利用上市公司的有利身份，筹措到大股东施行“掏空”行为所需要的资金。

还有一点值得注意，即作为控制变量的流通股比例系数为正，且在 4 个模型中均显著。LA PORT A 等[1] 认为大股东持股在 20%～50%之间时，最易发生掏空行为。我国上市公司第 1 大股东持股比例平均为 36. 53%，回归结果也说明在此水平上流通股比例越低，上市公司越易被大股东“掏空”。

(2) 2005 年模型回归结果及分析(见表 5)

从总体上看 4 个模型的调整的 R2 均达到 0. 2 以上，最大达到 0. 253，模型拟合效果还是不错的;方差膨胀因子远远小于 5，说明模型不存在多重共线性的现象。具体到各解释变量，反映股权集中度的解释变量的系数为正，与预期一致，说明事件公告日后的市场累积非正常报酬率与股权集中度之间存在“U”型关系，但不显著。而反映最终控制人对上市公司持股复杂程度的解释变量的系数为负，而且在第 1 和第 4 个模型中在 5%的水平上显著，在第 2 和第 3 个模型中在 1%

表 5　2005 年模型的回归结果

解释变量	模型1	模型2	模型3	模型4
i	-0.083	-0.041	-0.097	-0.097
G^2	0.101	0.112	0.139	0.139
h	-0.084**	-0.114***	-0.106***	-0.093**
s	0.0[illegible]	—	—	—
b	—	-0.046	—	—
g	—	—	-0.024	—
p	—	—	—	-0.024
m	0.007	0.009	0.014	0.013
d	0.112	0.107	0.094	0.094
r	0.241	0.218	0.255	0.269
r_1	0.058*	0.067**	0.073**	0.069**
P	-0.014	-0.016	-0.017	-0.017
a	-0.090*	-0.086*	-0.095*	-0.098**
ue	0.047	0.053	0.070	0.069
l	-0.175	-0.185	-0.123	-0.112
Adj-R^2	0.253	0.240	0.220	0.222

的水平上显著。这说明最终控制人对上市公司持股方式的确对大股东的“掏空”行为有显著影响，即持股方式越复杂越容易发生大股东对上市公司的利益侵占，损害中小投资者利益。对于解释变量最终控制人类型，这 4 种类型的系数均与预期一致，只有国家或省级政府机构为最终控制人时，其结果在 10%水平上显著，也就是说该类型控制人控制的上市公司总体上比其他类型控制人控制的上市公司会较少受到大股东的利益侵害。还有一点值得注意的是在 2005 年的回归模型中，与 2004 年结果不同，控制变量流通股比例的系数为负，且不再显著。笔者认为造成 2005 年某些解释变量不是很显著的原因,与 2005 年在我国推行的股权分置改革有很大关系，这从 2005 年回归结果中流通股比例反常为负即可看出来。因为按照有关理论并结合前文分析，我国上市公司的股权集中度较高,且有将近 2/ 3 的股份不能流通，这就大大增加了大股东侵害上市公司利益的可能性，而流通股比例的增加可以抑制这种可能性。正如 2004 年模型中表现的那样，流通股比例系数显著为正，即流通股比例越低，投资者对上市公司与大股东的资产收购关联交易越作出抵制，市场反应越差。由于受到股权分置改革的影响，市场对其他重大事件的反应有所削弱，造成与 2004 年相比,2005 年的某

些解释变量不很显著。

6　结论与建议

6. 1　结论

（1）在股权结构上，我国国有股“一股独大”的现象仍旧没有改变，因此，极易造成大股东对小股东的利益侵害。

（2）日益复杂的持股结构造成了最终控制人控制权和现金流权的分离程度加大，从而增强了大股东“掏空”上市公司的动机。

（3）最终控制人为国家或省级政府机构时，这类上市公司被“掏空”的可能性低于最终控制人为其他类型的上市公司，投资者的利益较少受到损害。

6. 2　建议

（1）推进股权分置改革与优化股权结构

中国股市的很多深层次问题都与我国特有的国有股“一股独大”现象有关。为此，必须逐步解决股权分置问题，因为“非全流通”的股权设置是我国股市非规范化、非市场化的主要结症，也是很多国有上市公司进行“圈钱”行为的根源。目前，我国的流通股过于分散，机构投资者比重过小，流通股高度分散化使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力。由此，可以考虑对机构投资者的资产实施一定的流动性限制，使机构投资者真正成为稳定市场的中坚力量。

（2）控制权和现金流权分离的对策　控制权和现金流权的分离使大股东具有了“掏空”上市公司的动机。解决政府作为控股股东的代理问题可以通过改变政府的控制权与现金流量权的方式。然而，无论是政府作为控股股东还是非政府作为最终的控股股东，减少其控制权与现金流权的分离都具有不小的难度，在尚未发现更好的解决方法前，加强监督和披露并且对关联交易实施一些限制性措施或许更为有效。此外，对持股方式复杂的上市公司实行重点监督,不定期进行抽查，还可以建立必要的申诉制度,对有关上市公司违规行为及时进行调查。

参考文献

[1] LA PORT A L S. Corporate Ownership Around the World[J]. Journal of Finance, 1999, 54 (2): 471～517.

[2] LINS K V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets[J]. Journal of Financia l and Quantitative Analysis, 2003, 38(3): 159～184.

[3] JOHNSON S, BOONE B. Governance in the Asian Financial Crisis [J]. Jo urnal of Financial Economics. 2000, 58 (1/2): 141～186.

[4] BEBCHUK L, KRAAKM AN R, TRIANT IS G.Stock Pyramids, Cross Ow nership and Dual Equity :the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rig hts [R]. NY: Harvard LawSchool, Harvard University, 2001.

[5] WOLFENZON A. A T heory of Pyramidal Ownership[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 58(2): 113～139.

[6] BERTRAND M, PARAS M L. Ferreting out Tunneling: An Applicat ion to Indian Business Groups [J]. Quarterly Journal of Economics, 2002, 118(3): 121～148.

[7] BAE K, KANG J, KIM J. Tunneling or Value Added Evidence From Merger s By

Korean Business Groups [J] . The Journal of Finance, 2002, 57 (2) :
2 695～2 740.
[8] ALBU QU ERQUE C. Invest or Protection and Equity Markets[J] . Journal of Financial Economics, 2004, 66(5) : 3～27.
[9] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J] . 经济研究, 2002(4) : 44～50.
[10] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值[J] . 经济研究, 2003, 49(8) : 31～39.
[11] 谭劲松, 郑国坚. 产权安排、治理机制、政企关系与企业效率—— 以“科龙”和“美的”为例[J] . 管理世界,
2004, 20(4) : 104～ 156.
[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[J] . 会计研究, 2004(12) : 3～13.
[13] 刘峰, 贺建刚. 股权结构与大股东利益输送实现方式的选择[J] . 中国会计评论, 2004, 2(1) : 75～89.
[14] 李学峰. 上市公司股东投票权非完备性与股东行为选择[J] . 证券市场导报, 2003, 13(3) : 71～76.
[15] 郑志刚. 新兴市场分散投资者投资“金字塔结构”公司的激励[J] . 经济研究, 2005, 51(4) : 87～96.
[16] 何孝星. 关于独立董事制度与监事会制度的优劣比较及其制度安排[J] . 经济学动态, 2001, 42(8) : 31～35.
[17] 郑钢, 王克岭. 关于我国上市公司有效发挥独立董事作用的八点对策[J] . 经济问题探索, 2003, 42(8) :118～121.
[18] 李明辉. 论关联交易的《公司法》规范[J] . 中国工业经济, 2002, 19(4) : 51～60.
[19] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J] . 南开管理评论, 2005, 8(2) : 27～33.
(编辑　郭恺)
通讯作者: 李姝(1971～) , 女, 山西交城人。南开大学(天津市　300071) 商学院副教授。研究方向为证券市场与信息披露、公司治理中的财务问题。E-mail: lishu999@ 126.com