

我国上市公司控股股东侵占行为及其抑制

杨 清 香

(华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074)

[作者简介] 杨清香(1972-), 女, 河南林州人, 华中科技大学管理学院会计与财务金融系讲师, 博士, 主要从事财务控制权与公司治理研究。

[摘 要] 控股股东侵占行为是困扰世界各国公司治理的核心问题, 是公司治理理论研究的前沿课题。我国上市公司控股股东的侵占行为主要表现为非法占用上市公司资金、进行不公平的关联交易、操纵股利、虚假出资等。产生这些行为的主要原因在于法律制度、公司内部治理机制、资本结构和股利政策等方面存在问题。为了保护中小投资者利益, 必须在健全法律制度、强化资本结构的治理作用、完善内部治理结构和规范股利分配行为方面采取相应的对策。

[关键词] 上市公司; 控股股东侵占; 表现与抑制

[中图分类号] F234.4 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)05-0642-05

一、问题提出: 控股股东侵占行为是公司治理研究的新趋势

公司治理研究长期关注的是经理人员与股东之间的代理问题以及相应的公司治理机制。然而, 一种新的代理问题——控股股东与其他股东之间的代理问题日益成为公司治理研究的新领域。

近年来, 大量的研究表明, 世界各国公司中都不同程度地存在着控股股东为了追求私有收益而凭借其控制权侵占其他股东利益的行为。Dyck and Zingales (2004)对 39 个国家的 412 起控股权转移的经验研究表明, 控股股东的私有收益水平介于 4%—65%之间, 平均值为 14%^[1] (第 537-600 页)。Hanouna 等(2001)对西方 7 国(美国、日本、德国、法国、英国、意大利和加拿大)的 9 566 起并购案例的经验研究表明, 控股权交易价格平均比小额股权交易价格高出 18%左右^[2] (第 2131-2186 页)。国内学者唐宗民和蒋位(2002)、邓建平和夏勇(2004)等的经验研究表明, 在我国上市公司中具有控制权的股份价值高于不具有控制权的股份价值^[3] (第 44-50 页), 而且高于国际平均水平^[4] (第 50-58 页)。所以, Claessens 等(2002)认为, 在许多国家的大公司中, 最主要的代理问题不是在股东与经理人员之间, 而是在控股股东和其他股东之间。这已成为困扰各国公司治理的核心问题^[5] (第 2741-2771 页)。

Johnson 等(2000)把控股股东侵占其他股东利益的行为称为“隧道挖掘”行为, 如控股股东支付给高层管理人员过高的报酬、通过上市公司担保而取得贷款、股权稀释、关联交易、窃取上市公司的投资机会或者迫使上市公司投资于有利于自己的投资项目等^[6] (第 141-186 页)。这些都是控股股东“掏空”公司资源、侵占其他股东利益、追求私有收益的“隧道挖掘”行为, 但在不同国家的表现程度不同。Faccio 等(2002)认为, 与市场经济发达的国家相比, 在市场经济不发达的国家中, 控股股东侵占其他股东利益的

行为更加严重,因为在这些国家缺乏严格的保护中小股东利益的法律制度^[7](第365-395页)。

在我国转轨经济的过程中,由于绝大多数上市公司由国有企业改制而来,控股股东通常都是国有企业,截止2001年底,全部上市公司中有85%的最终控股股东是国家^[8](第51-61页),特别是由于在保护中小股东利益不受大股东侵占方面缺乏严格的法律制度,造成上市公司中普遍地存在控股股东侵占其他股东利益的行为。这已愈益严重地阻碍了我国资本市场和上市公司的健康发展。但是,国内学者对我国上市公司控股股东侵占行为的表现及抑制缺乏系统研究。本文对此进行了探讨。

二、现实考察:我国上市公司控股股东侵占行为的表现

一般认为,控股股东是指掌握50%以上绝对控股权的股东,或是虽然不占绝对控股地位,但与其他股东相比具有优势表决权的股东。国际上通常将控股股东所必要的持股比例界定在20%-25%之间。在我国公司中,第一至第五大股东的平均持股比例分别为30.3%、14.5%、6.05%、3.17%和1.73%^[4](第50-58页)。所以,本文把我国上市公司的第一大股东作为控股股东。近几年来,我国上市公司控股股东侵占其他股东利益的行为可概括为如下几种:

(一)非法占用上市公司资金

控股股东通过采用无偿占用资金、拖欠往来账款、直接借款等手段,将上市公司当作“提款机”,非法占用上市公司资金,从而造成许多上市公司的资金短缺,财务状况恶化,生产经营受到严重影响。如济南轻骑、三九医药、猴王、东海股份、粤金曼等上市公司先后被其控股股东非法占用的资金都高达10亿元以上。又如2001年11月至2002年4月深沪两市71家上市公司被其大股东占用的资金总额290.4亿元,平均占用资金4.09亿元。控股股东非法占用上市公司的大量资金,不仅严重地削弱了上市公司的经营能力,而且也严重地侵占了中小股东的利益。

(二)不公平的关联交易

控股股东通过不公平的关联交易,如低价向上市公司购进产品再以市场价格出售、向上市公司高价提供原材料、向上市公司高价转让低质量资产等,转移上市公司的资产或利润。如2002年中期,粤宏远、万家乐和粤美雅的控股股东为了偿还拖欠上市公司的巨额债务,将其拥有的商标、品牌等无形资产转让给上市公司抵偿债务。又如五粮液股份上市以来,每年要向其控股股东五粮液集团公司缴纳商标和标识使用费,2003年度累计高达54344万元^[9](第102-118页)。

(三)操纵股利分配

尽管证监会把派发现金股利作为配股的一个条件,但许多上市公司在其控股股东的操纵下,仍是派发很低的现金股利,而以较高价格向二级市场股东配股。如五粮液上市以来,可分配利润高达13.5亿元,却仍以高价配股,只进行过一次真正意义上的现金股利分配^[9](第102-118页)。这种不规范的股利分配行为损害了中小股东的利益,便于控股股东圈更多的钱。

(四)大股东虚假出资

虚假出资是指公司发起人、股东名义上向公司投入资本,而实际未按公司法或协议的有关规定的规定交付货币、实物并办理产权转移手续的出资行为。在我国上市公司中,一些大股东利用虚假出资,享有和行使与不实股份相对应的分红权和表决权,严重侵占了中小股东的利益。例如,1999年12月7日,西藏圣地以注资不实为由,将其第一大股东四川省经济技术协作开发公司告上法庭,否认该股东具有2605.81万法人股股权。又如2001年1月16日,ST金马对其第一大股东潮州市旅游总公司向广东省高级人民法院提起诉讼,请求判决该总公司利用虚假出资所持有的1060万法人股股权无效。

(五)违规担保或抵押

控股股东利用其控制权或优势表决权,迫使上市公司为其借款提供担保或抵押。这种违背上市公司真实意愿的担保或抵押,不仅增大了上市公司的财务风险和经营风险,而且严重侵害了中小股东的合

法权益。例如,至 2004 年底,ST 金马为其控股股东金马集团公司提供贷款担保累计金额 10 500 万元,尚存余额 6 500 万元,这些担保都是在金马集团没有足够的资产为其原来到期的贷款作抵押的情况下提供的。又如 2005 年 5 月,西昌电力因提供贷款担保而涉及诉讼,涉及违规担保累计金额 102 305 万元,其中绝大部分是为其控股股东朝华集团及其关联公司提供的。

三、多角分析:我国上市公司控股股东侵占行为的抑制

造成我国上市公司控股股东侵占行为的原因有许多,因此相应的抑制对策也有许多,主要有:

(一)健全保护中小投资者利益的法律制度(包括立法和执法)

La porta 等(1998)通过建立一套反映一个国家法律制度对中小投资者保护程度的指标体系,对 49 个国家的情况进行了分析,其结果表明,对中小投资者的法律保护程度在普通法系国家最高,在德国及斯堪的纳维亚国家次之,在法国法系国家最低。Nenova(2003)分析了不同法系国家控制权私有收益水平的差异,发现控制权私有收益水平在大陆法系国家和普通法系国家中分别为 25.4%和 4.5%^[10](第 325-351 页)。Dyck and Zingales(2004)的研究结果进一步表明,会计准则和执法力度每提高 1 个标准差,控制权私有收益水平分别下降 9%和 7%^[11](第 537-600 页)。可见,在一个国家建立严格、完善的法律制度是抑制控股股东侵占行为从而保护中小投资者利益的关键机制。

目前,在我国证券市场和上市公司发展的过程中,对控股股东侵占行为的抑制从而对中小投资者利益的保护,虽然《公司法》、《证券法》以及证监会等监管部门颁布的系列法规都起到了一定的作用,但仍缺乏严格、完善的法律制度。为了提高控股股东侵占行为的经济成本和法律风险,抑制控股股东侵占中小股东利益的行为,对现行的法律制度要着重从以下几个方面加以完善:一是严格执行股东派生诉讼和直接诉讼程序,细化大股东的赔偿责任,使法院在为中小股东提供司法救济的同时,能够依据相关的具体法律条款对大股东的侵害行为做出适当的处理,纠正滥用资本多数决定原则所造成的弊病。二是在完善单独诉讼和共同诉讼制度的基础上,借鉴国际经验,引入集团诉讼制度,降低中小股东的诉讼成本和诉讼风险,使其愿意通过诉讼的途径来维护自己的合法权益。三是建立一套真实透明、完整及时、易于操作的信息披露规范体系,包括诚信、持续、对称、敏感的信息披露准则(基本原则)和信息披露规则体系(具体规定),从标准、内容、形式和时间等方面规范上市公司的信息披露行为,保护中小股东的利益。

(二)强化资本结构的治理作用

资本结构控制权理论认为,资本结构不仅规定着公司剩余索取权的分配,而且规定着公司控制权的分配。Morck 等(1988)通过分析控股股东持股比例与公司盈利能力之间的关系,发现当控股股东持股比例在 0-50%的范围内上升时,公司业绩随之提高;超出这个范围时,公司业绩下降,控股股东便会追求其控制权私有收益。Bebchuk 等(1999)的研究发现,控股股东私有收益的规模直接影响着公司最初的资本结构,如果控制权私有收益越大,公司发起人就越倾向于选择股权集中的资本结构;否则,就越倾向于选择股权分散的资本结构。一些学者通过分析两种不同股票(仅在投票权方面有差异)交易价格的差异,发现拥有较大投票权的股票通常比拥有较小投票权的股票存在一定的溢价:在美国股票市场上一般为 5%^[11](第 439-471 页);在以色列股票市场上为 45.5%^[12](第 79-93 页);在米兰股票市场上高达 82%^[13](第 125-148 页);在不同国家股票市场上介于 2.88%-48%之间^[10](第 325-351 页)。由此可见,资本结构是公司治理结构的重要方面,是影响和抑制控股股东侵占行为的重要因素之一。

目前,我国上市公司资本结构不合理及其对控股股东侵占行为的影响主要表现在:一是股权高度集中,普遍存在“一股独大”的现象,截至 2004 年底,控股股东平均持股比例为 44.3%。因此,在保护中小股东的法律制度和公司内部监督机制尚不完善的情况下,控股股东就会通过不正当的关联交易、信贷担保及占用资金等手段,侵占上市公司及中小股东的利益,从而获得控制权私有收益。二是债务约束机制不完善,债务融资的治理功能不强。因此,债务融资对抑制控股股东的侵占行为没有发挥应有的作用。

要抑制我国上市公司控股股东的侵占行为,应从如下几方面着手:一是要设计科学合理的解决股权分置方案,包括要有明确的目标和立法、实施的组织体系;确定国有股减持的范围、程度及国有股减持的转让价格、受让方式;明确国有股减持所获资金的用途等内容。二是要在明晰现有国有出资者的身份和产权关系的基础上,注重发展外商投资者、民营投资者、机构投资者等投资主体,建立多元化的投资主体体系和产权制衡机制。三是要完善债务约束机制,包括完善信用评估制度、债务合同、破产机制、声誉机制和戳穿公司的面纱等制度,以充分发挥债务融资对公司的治理作用。此外,还要大力发展公司债券市场及其债券衍生品市场,为公司优化资本结构提供市场支持。

(三)完善公司内部治理结构

Denis and McConnell(2003)认为,公司治理机制可以促使那些追逐个人利益的公司控制者以公司所有投资者的利益最大化为原则进行决策^[14](第1-36页)。La porta等(1998)的经验研究表明,公司治理水平越高,对中小投资者利益的保护程度就越强。杨瑞龙认为,一种有效的公司治理机制能够使各利益相关者通过分享公司控制权来相互制衡,以保护其利益免遭他人侵占,从而达到长期合作的目的。这些研究表明,公司治理机制也是影响和抑制控股股东侵占行为的重要因素。

目前,我国上市公司普遍存在的国有股“一股独大”及其主体“缺位”,造成公司内部治理机制存在政府行政干预较大、股东大会形同虚设、董事会结构不合理、监事会难以有效地行使监督职权、经营者的控制权与剩余索取权不匹配等缺陷^[15](第67-71页),从而对控股股东的侵占行为难以起到制衡作用。为了解决这一问题,对我国上市公司内部治理机制要着重从如下两个方面加以完善,一是建立共同决策机制。在完善股东董事制度和独立董事制度的基础上,建立健全员工董事制度和银行董事制度等,构建一个由各利益相关者团体的代表共同组成的多元化董事会,是各利益相关者平等参与公司重大决策的前提保证。二是建立共同监督机制,即在公司监事会中构建一个共同监督机制,包括出资者监事制度、员工监事制度和银行监事制度等。这是各利益相关者相互监督和制约、保护自身利益免遭侵害的制度保障。

(四)规范股利分配行为

La porta等(2000)通过对33个国家的4000家公司的经验研究发现,对中小股东利益保护较好的普通法系国家,公司的股利支付率高于大陆法系国家,在一种有效的制度安排下,股利支付有助于限制公司控股股东将更多的利润用来牟取私利^[16](第3-27页)。Gugler and Yurtoglu(2003)通过分析1992-1998年间德国公司的736起股利变化的负宣告效应(控股股东与中小股东之间利益冲突的一种表现形式),结果发现控股股东所有权与控制权分离程度高的公司,其股利变化的负宣告效应也大。总之,股利政策的选择对控股股东的侵占行为也具有一定的影响和抑制作用。

为了规范我国上市公司的股利分配行为,抑制控股股东的侵占行为,在股利分配方面要做好如下制度安排:一是积极推进股权分置改革,尽快消除股利分配政策不公的股权流动性分裂障碍,促进各股东共同利益的形成,建立大股东与中小股东之间的利益分配平衡机制。二是强制分红和再融资直接挂钩,即强制上市公司分红,限制不分红公司再融资。对于分红的上市公司的再融资申请,证监会应给予优先考虑和政策倾斜,这样既有利于限制大股东的“隧道挖掘”行为,也有利于支持高回报率的上市公司的持续发展。三是借鉴国际经验,在既考虑公司未来发展又兼顾股东利益的基础上,以法律的形式对上市公司累计留存收益的最高金额作出适当的限定。

[参 考 文 献]

- [1] Dyck, A. & L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. Journal of Finance, 2004, (59).
- [2] Hanouna, P. & A. Sarin, A. Shapiro. Value of Corporate Control: Some International Evidence[DB/OL]. Available at SSRN, <http://ssrn.com/abstract=286786>, 2001-10-12.
- [3] 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).

- [4] 邓建平, 曾 勇. 大股东控制和控制权私人利益研究[J]. 中国软科学, 2004, (10).
- [5] Claessens, S. & S. Djankov, J. Fan, H. P. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings [J]. *Journal of Finance*, 2002, (6).
- [6] Johnson, S. & P. Boone, A. Breach, E. Friedman. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, (58).
- [7] Faccio, Mara & Larry Lang. The Ultimate Ownership of Western European Companies[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, (65).
- [8] 刘苟佳, 孙 霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003, (4).
- [9] 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[J]. 管理世界, 2004, (8).
- [10] Nenova T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3).
- [11] Lease, R. & J. McConnell, W. Mikkelson. The Market Value of Control on Public Traded Corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, (11).
- [12] Levy, H. Economic Valuation of Voting Power of Common Stock[J]. *Journal of Finance*, 1982, (38).
- [13] Zingales, L. The Value of the Voting Right: a Study of the Milan Stock Exchange Experience[J]. *The Review of Financial Studies*, 1994, (7).
- [14] Denis, Diane K. & John J. McConnell. International Corporate Governance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, (38).
- [15] 张兆国. 试论我国上市公司财务共同治理机制[J]. 中国软科学, 2005, (3).
- [16] La Porta, R. & F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Investor Protection and Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, (58).

(责任编辑 邹惠卿)

Controlling Shareholders in Chinese Public Companies: Expropriation & Restraint Measures

YANG Qingxiang

(School of Management, Huazhong University of Science & Technology, Wuhan 430074, Hubei, China)

Biography: YANG Qingxiang (1972-), female, Lecturer & Doctor, School of Management, Huazhong University of Science & Technology, majoring in internal control and corporate governance.

Abstract: Expropriation of controlling shareholders is a core issue of corporate governance throughout the world and the forward position of studies on theory of the corporate governance. Main means of expropriation of controlling shareholders in public companies of China include misappropriating capital funds of the listed companies, trading with related party unfairly, manipulating dividend policy, and contributing untruthful capital. This article analyzes the causes of expropriation of controlling shareholders and gives relevant measures especially from these aspects such as establishing laws and regulations about minority investors, strengthening internal mechanism of corporate governance, perfecting capital structure and standardizing dividend allocation behavior.

Key words: public company; expropriation of controlling shareholders; means and restraint