

基于法律环境和两权分离的利益侵占研究

——来自中国民营上市公司的经验证据

吴宗法, 张英丽

(同济大学 经济与管理学院, 上海 201804)

[摘要] 利用2003—2007年我国民营上市公司的数据, 计量分析控股股东对上市公司的利益侵占, 实证检验控制权和所有权的分离、法律制度环境对公司利益侵占的影响。研究发现: 公司所有权和控制权分离度越低, 利益侵占水平就越低; 上市公司所在地区的法律制度环境越好, 利益侵占水平就越低; 控制权与所有权的分离为控股股东侵占中小股东利益提供了动机和便利, 使得这类公司存在更大的代理问题, 而解决此问题的关键在于改善法律制度的环境和加强对投资者的法律保护。

[关键词] 所有权和控制权; 股权结构; 两权分离; 代理问题; 利益侵占; 法律制度环境

[中图分类号] F272.3 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2012)01-0090-09

一、引言

我国作为“新兴加转轨”的资本市场国家, 公司股权结构高度集中、“一股独大”现象普遍存在, 此外管理层通常由控股股东任命, 这说明公司的代理问题主要源于控股股东与中小投资者之间的利益冲突^[1]。在这类代理冲突中, 由于控股股东具有了公司的实际控制权, 因此部分控股股东为了谋求个人收益, 通常采用转移公司资源和财产等手段达到个人利益最大化, 但是这种“利益侵占”(Tunneling)的行为产生了负的外部效应, 损害了中小投资者的利益。基于所有权集中的公司治理研究应全面考虑控股股东及其拥有的所有权(现金流权)和控制权(投票权)之间的关系。所有权和控制权的分离在东亚新兴市场经济国家普遍存在^[2-3], 其中两权分离越大, 控股股东为了获取控制权以谋私利所付出的成本越小, 对中小投资者利益侵占的动机就越强^[4-5]。而投资者法律保护则是抑制控股股东利益侵占、提高公司价值的制度保障^[3, 6-7]。由此引发的问题是, 我国作为转轨时期最大的新兴市场经济国家, 在整体法律制度还不够完善的情况下, 控股股东所有权与控制权的分离、法律制度环境是否影响其利益侵占? 两权偏离引发的利益侵占在不同法律制度环境下是否存在差异?

以往的研究往往只注重分析管理者或大股东的直接持股如何影响利益侵占, 而对控股股东所有权与控制权分离方面的研究尚显不足。大量关于我国控制股东利益侵占的研究都假设我国公司所面临的法律环境是一样的、无差异的。但是由于我国采用渐进式改革模式, 从而导致各省份法治水平存在较大的差异, 因此在这种特殊的制度背景下, 有必要对控股股东利益侵占的影响做进一步探讨。本文结合中国制度环境背景, 利用2003—2007年民营上市公司的数据, 实证检验所有权与控制权的分离度、法律制度环境以及两者交互作用与公司利益侵占之间的关系, 为研究控股股东利益侵占问题提

[收稿日期] 2011-07-31

[作者简介] 吴宗法(1963—), 男, 江苏海门人, 同济大学经济与管理学院教授, 博士生导师, 从事公司投资、投资项目评估的研究; 张英丽(1983—), 女, 山东济南人, 同济大学经济与管理学院博士研究生, 从事公司投资、公司治理的研究。

供进一步的经验证据。

二、理论分析与研究假设

所有权和控制权的分离水平是衡量控股股东利益侵占程度的一个重要因素^[1]。LLSV^①发现控股股东常常利用金字塔结构、交叉持股和双重股权等方式获取大于所有权的控制权,使股权结构偏离“一股一权”^[8]。当两权发生偏离时,控股股东可以利用很少的资源获取公司的控制权,从而利用公司的控制权来消耗公司资源或独占中小股东无法分享到的利益^[9]。尽管小股东被赋予了与其持有股份相等的所有权,但由于面临着不确定性,控股股东可以通过机会主义行为来侵害他们的利益。在这种情况下,控股股东能够从公司吸取财富,获得掠夺的全部收益,而仅仅承担其持有的股权份额对应的部分成本^[10]。因此只要通过转移上市公司资源所获得的好处大于因所有权的存在而遭受的损失,控股股东就有动机转移上市公司资源,对中小股东实施掠夺。所有权和控制权分离度越大,控股股东利用控制权进行侵占获取的利益超过其损失的比例越高,这意味着控股股东侵害小股东利益的动机就越强,控股股东和小股东之间的代理冲突更加严重^[8]。Lemmon 和 Lins 也证实了在亚洲金融危机期间,控股股东与所有权的分离程度越低,利益侵占越小^[3]。因此,本文提出假设 1。

假设 1:所有权和控制权的分离度与公司资金侵占水平正相关。

公司并不是在真空中经营,而是在制度环境的限制下经营。LLSV 研究发现,一国的法律体系在很大程度上决定了公司治理结构和水平,良好的公司治理必定要以有效的投资者法律保护为基础。良好的法律保护可以在一定程度上降低控股股东实施控制所带来的成本,约束控股股东获取控制权私有收益的动机,减少控股股东的利益侵占^[10-12]。LLSV 从资本市场的角度来研究投资者法律保护与控股股东利益侵害的关系。他们发现法律和规章制度对投资者保护强的国家,利益侵占程度较低,潜在股东和债权人就愿意向公司融资,也就导致资本市场越发达^[13]。Durnev 和 Kim 通过考察法律环境与公司特征对公司价值的影响发现,良好的法律环境和有效的公司治理都能够通过限制控制股东的侵占行为提高公司价值^[14]。从上述分析中可知,完善的法律,特别是有效的执法使控股股东以高昂的代价才能取得掠夺收益,从而抑制掠夺行为的发生。因此,本文提出假设 2。

假设 2:法律制度环境指数与公司资金侵占水平负相关。

LLSV 指出法治水平越高,对投资者的保护就越强,这使得控股股东对中小股东的剥夺行为也变得越困难,从而在一定程度上解决了大小股东之间的代理问题^[8]。所有权和控制权的分离使得控股股东存在掠夺外部投资者的动机,两权分离度越大,侵占动机越强;而投资者法律保护会增加控股股东掏空的法律风险及成本,使得控股股东获取控制权收益的成本提高,控制权收益降低,从而抑制控制股东的侵占能力^[10]。Lins 研究发现,所有权和控制权的分离度与公司价值负相关,这点特别是在外部股东保护相对较弱的国家中得以体现^[15]。Haw 等研究发现,由所有权和控制权分离导致的盈余管理,在法律保护水平较高的国家中显著地受到抑制^[16]。LLSV 和 Leuz 研究发现,在西方成熟市场经济条件下,市场对经济资源进行有效配置,政府行为和市场机制的边界清晰,法律的有力执行保护了投资者既得利益,这些完善的治理环境遏制了控股股东获取控制权私利的机会^[13,17]。这些研究说明,在所处地区法律环境好的上市公司中,由于对中小投资者利益的保护程度更高,在一定程度上可以削弱控股股东的利益侵占效应,因此终极股东控制权与所有权偏离度和利益侵占的负面关系会减轻。同理,在所处地区法律环境差的上市公司中,两权分离度和利益侵占的关系会更加显著。因此,本文提出假设 3。

假设 3:法律环境的改善能够缓解控股股东控制权与所有权的分离,从而对公司资金侵占产生负面影响。

①LLSV 为法与金融研究领域内“四剑客”,他们分别为拉波塔(La porta)、罗伯特·维什尼(Robert W. Vishny)、洛配兹·西拉内斯(Lopez-de-Silanes)安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文选择沪深两市 2003—2007 年 A 股民营上市公司为初始样本。根据研究目标,对初始样本进行筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除财务数据缺失的公司;(3)剔除当年新上市的公司;(4)剔除 ST、PT 的公司;(5)剔除资产负债率大于 1 的上市公司;(6)剔除模型中各变量 1% 和 100% 的极端值样本。根据上述原则,最终得到 896 个有效研究样本。本文采用的控股股东控制权和所有权数据来自 CCER 上市公司数据库,法律制度环境数据来自樊纲和王小鲁构建的法律制度环境指数,其他数据主要来自 WIND 数据库。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。本文的被解释变量是资金占用。利益侵占有多种表现形式,一般来讲,在投资者法律保护较好的国家,利益侵占的具体方式更为隐蔽。由于目前我国证券市场发展历史短,法律制度环境整体比较薄弱,使得控股股东对上市公司中小投资者的利益侵占更为直接,具体表现为对上市公司资金的直接占用。控股股东占用资金通常采用关联交易、关联方借款、资产重组、虚假出资、关联贷款担保等^[18]。目前控股股东及其关联方占用上市公司资金成为我国上市公司普遍存在的一个突出问题。因此本文选择资金占用作为利益侵占的计量。

张俊瑞、马晨等的资金占用数据取自上市公司年度报告中“关联方关系及其交易的披露”部分所披露的关联方应收应付款^[19]。修宗峰认为应收账款主要源于关联销售和采购,属于经营性资金占用,很难判断应收账款是否属于恶意资金占用,因此把应收账款归入利益侵占指标很可能会增大测量误差,从而降低回归模型有效性^[20]。Jiang、Charles、Yue、王克敏和姬美光发现如果存在控股股东资金占用,则这种资金占用是其他应收款的重要组成部分,因此“其他应收款”能够很好的反应控制性股东及其关联方对上市公司的资金占用程度,所以本文使用“其他应收款”除以总资产来反映上市公司资金占用的规模^[21-22]。

2. 解释变量和控制变量。解释变量中的两权分离度是指控股股东的所有权与控制权的分离程度。参照拉 LLSV 和 Claessens 等的方法,所有权指每条控制链上公司股权比例的乘积之和,控制权指每条控制链上最小的一个股权比例之和^[2,8]。为了稳健性起见,本文用三个指标来衡量两权分离度,分别是两权分离的虚拟变量、控制权与所有权的差额、控制权与所有权的比率。其中控制权与所有权的差额(控制权与所有权的差额比值)分别反映的是控制权与所有权的绝对分离水平(相对分离水平),差额(比率)越大,表明两权分离水平越高;同时,为了测定控制权在中间环节和最终环节都是有效控制,往往需要假定一个分界点,控股股东在这个分界点之上对控制链上的公司及最终的公司都是有效控制。这个分界点在以往的文献中一般取 10%,本文也采用 10% 为分界点。

法律环境指数使用樊纲、王小鲁构建的“要素市场的发育以及市场中介组织和法律制度环境”指数表示我国各地区的法律制度环境,其中指数越高,意味着企业在当地市场中受到更多的法律保护,并得到更完善的会计、法律、知识产权等方面的服务^[23]。

为尽可能地排除一些重要变量对被解释变量的影响,从而更加准确地评价解释变量的影响作用,在本文实证模型中还加入了控制变量,包括公司规模(Size)、资产负债率(Debt)、成长机会(Grow)、资产结构(Stru)、盈利能力(Roa)、行业影响(Ind)和宏观年度影响(Year)。各个控制变量的定义如表 1(见下页)所示。

(三) 模型设计

为检验提出的理论假设,本文构造两个基本检验模型。

$$\text{模型一: } Expro = \alpha + \beta_1 Cor_1 + \beta_2 Lw + \gamma \sum Controls + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{模型二: Expro} = \alpha + \beta_1 \text{Cor}_1 + \beta_2 \text{Cor}_i * \text{Lw} + \gamma \sum \text{Controls} + \varepsilon \quad (2)$$

其中, Cor_i 表示控制权与所有权分离的三个代理变量, 分别表示为 Cor_1 、 Cor_2 和 Cor_3 ; Controls 表示控制变量; α 为截距; β 为回归系数; γ 为控制变量的回归系数向量; ε 为随机误差项; 自变量和控制变量的定义见表 1。

表 1 变量的定义

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	利益侵占	Expro	年末其他应收款余额除以年末总资产
	两权分离度	Cor_1	分离度虚拟变量。当所有权不等于控制权时, 为 1, 否则为 0。
		Cor_2	绝对分离度: 控制权-所有权。
检验变量	法律环境	Cor_3	相对分离度: 控制权/所有权。
		Lw	法律环境指数
	法律环境和分离度的交互项	$\text{Lw} \times \text{Cor}_1$	法律环境指数与分离度虚拟变量的交叉项
		$\text{Lw} \times \text{Cor}_2$	法律环境指数与绝对分离度变量的交叉项
		$\text{Lw} \times \text{Cor}_3$	法律环境指数与相对分离度变量的交叉项
	控制变量	公司规模	Size
资产负债率		Debt	年末负债总额/总资产
成长机会		Grow	总资产增长率
资产结构		Stru	固定资产净值/总资产
		Roa	净利润/总资产
年度虚拟变量		Year	控制年度固定效应
行业虚拟变量		Ind	行业控制变量, 制造业按二级分类, 其他行业按一级分类

注: 由于样本公司中 58.7% 的公司集中在制造业中, 因此为了减缓结果产生偏差, 我们对制造业按大类进行细分, 总共分为 10 大类。

模型一用于检验所有权和控制权的分离度、法律环境指数对公司利益侵占的影响, 依据本文的假设 1 和假设 2, 利益侵占水平随着两权分离度的增大而提高, 随着法律环境指数的提高而降低, 因此预期 $\beta_1 > 0, \beta_2 < 0$ 。

模型二用于检验控股股东所有权和控制权的分离度与公司利益侵占变量是否受到法律环境指数的影响。通过构建法律环境指数与所有权和控制权分离度的交互项, 反映法律制度环境是否影响两权分离对对公司资金侵占的负面影响。依据本文的研究假设 3, 法律环境对两权分离造成的利益侵占有缓解作用, 因此预期 $\beta < 0$ 。

四、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 是变量的描述性统计。通过表 2 我们可以看出, 样本公司中其他应收款占总资产比例的均值为 0.046, 最大值为 0.589, 这在一定程度上说明中国民营上市公司中大股东利益侵占行为普遍存在。表 2 显示, 样本公司两权分离度虚拟变量的均值(中值)为 0.804(1.000), 这表明民营上市公司中控制权和所有权的偏离普遍存在。控制权与所有权差值的均值(中值)为 9.844(8.593)、控制权对所有权比率的均值

表 2 描述性统计

变量	均值	中值	最大值	最小值	标准差	样本数
Expro	0.0458	0.0227	0.5888	0.0000	0.0627	896
Cor_1	0.8036	1.0000	1.0000	0.0000	0.3975	896
Cor_2	9.8440	8.5928	37.0299	0.0000	8.3548	896
Cor_3	1.9268	1.3717	22.3941	1.0000	1.6828	896
Lw	7.8226	6.9200	16.6100	1.4900	3.5367	896
Size	20.9860	20.9478	24.2884	17.5367	0.8549	896
Stru	0.2584	0.2459	0.8802	0.0006	0.1563	896
Roa	4.1308	3.8827	161.3190	-62.0457	8.5977	896
Debt	49.2823	50.7788	98.0186	5.3205	17.8322	896
Grow	0.1944	0.1194	7.5226	-0.5385	0.4138	896

(中值)为 1.927(1.372),说明我国民营上市公司中无论是绝对分离水平还是相对分离水平,偏离度都是比较高的。法律环境指数 L_w 的最大值和最小值分别为 16.610、1.490,表明我国各地区间法律环境存在相当大的差异。

由于控股股东的利益侵占是本文研究的核心,表 3 对这一变量进行了更细致的描述性统计分析。从表 3 可以看出,利益侵占变量的各年度均值呈现出逐年下降的趋势,同时中值、25%分位数以及 75%分位数也都证实了这一结论,这进一步证实了控股股东对于上市公司的利益侵占逐年降低。以均值为例,2003—2007 年分别为 6.92%、6.41%、4.88%、4.21% 以及 3.07%,整体下降趋势十分明显。从表 3 还可以比较明显地看出,2005 年前公司利益侵占的均值(中值)显著高于 2005 年后的均值(中值)。这是由于我国证监会 2005 年 4 月发布了“关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知”,它有助于解决股东利益不一致问题,使得流通股东与非流通股东的投资收益趋向一致,从而减轻了这部分控股股东对中小股东利益侵占的动机。但这一改革并没有改变控股股东保持的控股地位和资本逐利的本质,控股股东仍然具有利益侵占的动机和能力^[18],因此股权分置改革使得公司利益侵占降低。

表 3 利益侵占变量的分年度描述性统计结果

年份	均值	中值	最大值	最小值	25%	75%	标准差	样本数
2003	0.0692	0.0379	0.3416	0.0006	0.0161	0.0916	0.0793	70
2004	0.0641	0.0353	0.4558	0.0001	0.0113	0.0872	0.0776	136
2005	0.0488	0.0226	0.5888	0.0000	0.0079	0.0598	0.0729	203
2006	0.0421	0.0221	0.3853	0.0000	0.0080	0.0549	0.0543	226
2007	0.0307	0.0155	0.2741	0.0000	0.0057	0.0405	0.0386	261
ALL	0.0458	0.0227	0.4091	0.0000	0.0082	0.0576	0.0627	896

表 4 不同法律环境和两权分离度与利益侵占变量的差异检验

分类类别	样本数	均值	T 值	中值	Z 值
控制权 = 所有权	176	0.0291	-3.9669***	0.0140	4.6046***
控制权 > 所有权	720	0.0499		0.0267	
LW < 中位数	455	0.0552	4.6339***	0.0331	7.2123***
LW ≥ 中位数	441	0.0360		0.0158	

注:均值采用 T-test 检验方法,中值采用 Mann-Whitney 检验方法;***、**、* 分别分析提供基础。从表 4 可表示通过 1%、5%、10% 显著性检验。

知,当控股股东的控制权和所有权一致时,利益侵占的均值为 0.029,中位数为 0.014,显著高于两权偏离的公司,说明控制权与所有权偏离程度越大,利益侵占行为越明显。法律环境指数高的公司利益侵占的均值和中位数显著低于法律环境指数低的公司,法律制度环境对于抑制控股股东的利益侵占行为具有明显的作用。因此可知,表 4 的差异性检验初步证实了研究假设 1 和假设 2。

(二) 单变量分析

表 5 相关系数分析

变量	Tunning	Debt	Size	Roa	Stru	Grow
Debt	0.0768**					
Size	-0.1980***	0.3614***				
Roa	-0.2863***	-0.2097***	0.0684**			
Stru	-0.1292***	-0.0959***	-0.0768**	-0.0950***		
Grow	-0.1371***	0.1021***	0.2592***	0.1484***	-0.1175***	
Cor2	0.0821**	-0.0476	0.1153***	-0.0573*	0.0093	0.0131
Cor3	0.1022***	0.0833**	0.0218	-0.0745**	0.0659	-0.0503
Cor1	0.1315***	0.0422	0.1325***	-0.1387***	-0.0279	-0.0274
LW	-0.1980***	0.0364	0.1733***	0.1216***	-0.1044***	0.1173***

注:***、**、* 分别表示通过 1%、5%、10% 的显著性水平。

治理情况和管理情况相对较好,这对控股股东的利益侵占形成一定的约束;控制变量与利益侵占程度之间

存在较强的相关性,表明在回归分析中对它们进行控制是有必要的。同时从表5中可知,两权分离度与利益侵占负相关,法律制度环境与利益侵占正相关,这一结果初步证实了假设1和假设2。

(三) 回归分析

通过前面的简单统计分析,已经得到了大多数研究假设的初步证据,由于简单的统计分析是在没有控制其他变量,其结果可能存在偏差,因此这部分对研究假设进行全面检验。从表6可知,所有权和控制权分离度的系数是正的,且至少在5%的水平上显著,表明无论控制权与所有权分离度如何度量,我国民营上市公司都存在控股股东与中小投资者的代理问题,且偏离度高的公司具有高的利益侵占

表6 所有权和控制权的分离度,法律制度与利益侵占的回归结果

	法律环境和两权分离			法律环境与两权分离交互项		
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
常数项	0.2834***	0.2789***		0.2660***	0.2696***	0.2688***
Cor ₁	0.0147***			0.0325***		
Cor ₂		0.0005**			0.0012***	
Cor ₃			0.0027**			
Lw	-0.0017***	-0.0017***	-0.0016***			
Cor ₁ * Lw				-0.0022***		
Cor ₂ * Lw					-0.0001**	
Cor ₃ * Lw						-0.0006**
Size	-0.0120***	-0.0115***	-0.0107***	-0.0120***	-0.0117***	-0.0107***
Stru	-0.0648***	-0.0641***	-0.0668***	-0.0648***	-0.0621***	-0.0664***
Roa	-0.0016***	-0.0016***	-0.0016***	-0.0016***	-0.0016***	-0.0017***
Debt	0.0004***	0.0004***	0.0004***	0.0004***	0.0004***	0.0004***
Grow	-0.0086*	-0.0088*	-0.0084*	-0.0087*	-0.0092*	-0.0088*
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.2186	0.2145	0.2157	0.2212	0.2115	0.2139
F 值	9.9415***	9.7277***	9.7929***	10.0791***	9.5762***	9.6958***

注:***、**、*分别表示通过1%、5%、10%显著性检验。

占,验证了研究假设1。这一研究结果表明,两权分离度越小,控股股东和外部投资者之间的代理冲突越缓和,控股股东的掠夺行为将在一定程度上受到制约。即所有权和控制权的分离度越小,控股股东掠夺外部投资者财富的动机也越小。

表6中的模型1到模型3显示,法律制度环境指数的系数约为-0.002,且都在1%水平上显著,说明法律环境好的地区其上市公司具有相对低的利益侵占水平,法律环境指数每提高1,利益侵占水平降低0.002,验证了研究假设2。这一研究结果表明,良好的法律制度环境,使控股股东以高昂的代价才能取得掠夺收益,可以为中小投资者提供更高程度的保护,在一定程度上约束控股股东的利益侵占能力。

表6中的模型4到模型6显示,所有权和控制权分离度的三个代理变量和法律制度环境指数Lw的交互项的系数是负的,且至少在5%的水平上显著,表明在法律环境好的地区上市公司中,控股股东利用控制权与所有权偏离来侵占中小股东利益的程度更轻,验证了研究假设3。这一研究结果说明控制权和所有权分离度与公司利益侵占的关系受法律制度环境的影响,两权分离度越高,控股股东利益侵占动机越强,而良好的法律制度环境会增加控股股东侵占成本,从而抑制了控股股东掠夺外部投资者的动机,限制了掠夺的方式和减少了掠夺发生的可能性。

(四) 稳健性检验

为了验证实证结果的可靠性,本文构建一个表示法律制度环境指数高低的虚拟变量Lw₁,即当某个公司所在地区的法律制度环境指数(Lw)大于样本公司法律制度环境指数中值时,Lw₁=1,表明公司所处的地区的法律环境较好,否则Lw₁=0。当验证公司利益侵占对两权分离度的敏感性是否取决

于法律制度环境时,构建法律环境虚拟变量(Lw₁)与两权分离度的代理变量交互作用,建立回归模型三。其中,β₁是公司所处的地区法律制度环境较差的系数,因为所处的地区法律制度环境较差的公司,其Lw₁=0;(β₁+β₂)是公司所处的地区的法律制度环境较好的系数,因为所处的地区法律制度环境较好的公司,其Lw₁=1。

表7 稳健性检验

	法律环境和两权分离			法律环境与两权分离交互项		
	模型7	模型8	模型9	模型10	模型11	模型12
常数项	0.2741***	0.2698***	0.2566***	0.2704***	0.2751***	0.2519***
Cor ₁	0.0150***			0.0207***		
Cor ₂		0.0005**			0.0007**	
Cor ₃			0.0027**			0.0037***
Lw1	-0.0089***	-0.0089**	-0.0087**			
Cor ₁ *Lw1				-0.0102**		
Cor ₂ *LW1					-0.0003*	
Cor ₃ *Lw1						-0.0036**
Size	-0.0120***	-0.0115***	-0.0108***	-0.0122***	-0.0121***	-0.0107***
Stru	-0.0643***	-0.0636***	-0.0664***	-0.0637***	-0.0624***	-0.0665***
Roa	-0.0016***	-0.0016***	-0.0017***	-0.0016***	-0.0016***	-0.0017***
Debt	0.0004***	0.0004***	0.0004***	0.0004***	0.0004***	0.0004***
Grow	-0.0087*	-0.0090*	-0.0085*	-0.0087*	-0.0093*	-0.0089*
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R ²	0.2160	0.2119	0.2131	0.2162	0.2083	0.2132
F值	9.8063***	9.5969***	9.6550***	9.8169***	9.4093***	9.6600***

注:***、**、*分别表示通过1%、5%、10%显著性检验。

$$\text{模型三: } \text{Expro} = \alpha + (\beta_1 + \beta_2 \text{Lw1} +) \text{Cor}_i + \gamma \sum \text{Controls} + \varepsilon \quad (3)$$

表7中可知,所有权和控制权分离度的系数为正,法律环境指数系数均为负,两权分离度与法律环境指数交互项为负,这与表5的回归结果相一致,证明了表5中的回归结果是稳健的。

表7中的模型10显示,所处地区的法律环境较差和法律环境好的公司,两权分离度虚拟变量Cor₁的系数分别是0.0207和0.0105,这表明当存在相同程度的两权分离时,所处地区的法律环境较差的公司利益侵占水平比法律环境好的公司高0.102。同理可知,从模型11和12中可知,所处地区的法律制度环境较好时,Cor₂和Cor₃的系数为0.0004和0.0001,比所处地区法律制度环境较差的公司分别高0.003和0.0036。这一研究发现进一步证实了良好的法律制度环境能抑制终极控制股东的掠夺行为,所有权和控制权的分离度与利益侵占之间的关系受法律制度环境的影响。

五、结论

本文利用2003—2007年中国民营上市公司的数据,以控股股东对上市公司的资金占用作为利益侵占的计量项,实证检验所有权和控制权的分离度、法律制度环境对公司利益侵占行为的影响,以及两权分离度与利益侵占的关系如何受到法律制度环境的影响。研究发现:(1)公司所有权和控制权分离度越低,利益侵占水平越低;(2)上市公司所在地区的法律环境越好,利益侵占水平越低;(3)法律制度环境的改善能够缓解控制权与所有权偏离对公司利益侵占的负面影响。本文研究证实所有权与控制权的分离为大股东控制或侵占中小股东利益提供了动机和便利,使得这类公司存在更大的代理问题,而解决此问题的关键是加强对投资者的法律保护,限制控股股东实施利益侵占行为的能力。

基于上述研究结论,本文认为保护中小投资者的合法权益、遏制控股股东的利益侵占行为应该从立法和执法两方面入手。首先,加强投资者保护立法,这是对控股股东侵占行为的事前约束,有助于

抑制公司利益侵占行为。其次,加大司法部门的执法力度,提高保护投资者法律的执法效率。严格执法虽然是对控股股东侵害行为的事后约束,但却是一种硬约束,这使得保护投资者利益的法律执行质量与其内容的完善同等重要。

参考文献:

- [1]贺勇,刘冬荣.终极产权、股权结构与财务履约差异——基于利益相关者的实证研究[J]. 审计与经济研究,2011(3):84-91.
- [2]Claessens S, Djankov S, Fan J P, et al. The separation of ownership and control in east asian corporations [J]. Journal of Financial Economics,2000,58(3):81-112.
- [3]Lemmon M, Lins K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the east asian financial crisis [J]. Journal of Finance,2003,58(4):1445-1468.
- [4]Claessens S,Djankov S,Fan J P, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding [J]. Journal of Finance,2002,57(6):2741-2771.
- [5]Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding [J]. Journal of Finance,2002,117(1):2741-2771.
- [6]Porta L, Silanes L D, Shleifer A, et al. Investor protection and corporation valuation [J]. Journal of Finance,2002,57(3):1147-1171.
- [7]Mitton T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east asian financial crisis [J]. Journal of Financial Economics,2002,64(2):215-241.
- [8]Porta L, Silanes L D, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999,54(2):471-517.
- [9]Grossman S, Hart O. One share-one vote and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics,1988,20(1):175-202.
- [10]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: an international comparison [J]. Journal of Finance,2004,59(4):537-600.
- [11]Nenova J, Tatiana F. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis [J]. Journal of Financial Economics,2003,68(3):325-351.
- [12]Dojidge C. Cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firm [J]. Journal of Financial Economics,2004,72(3):519-553.
- [13]Porta L, Lopez S D, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1):3-27.
- [14]Durnev A, Kim H. To steal or not to steal; firm attributes, legal environment and valuation [J]. Journal of Finance, 2005,55(3):1461-1493.
- [15]Lins K V. Equity ownership and firm value in emerging markets[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003,38(1):159-184.
- [16]Haw I, Hu B B, Wang L, et al. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions [J]. Journal of Accounting Research,2004,42(2):423-462.
- [17]Leuz C, Nanda D, Wysocki P. Investor protection and earnings management[J]. Journal of Financial Economics,2003,69(2):505-527.
- [18]陈海声,梁喜.投资者法律保护、两权分离与资金占用——来自中国2006年度公司法调整前后的并购公司数据[J]. 南开管理评论,2010(5):52-59.
- [19]张俊瑞,马晨.股权结构与财务重述研究[J]. 审计与经济研究,2011(2):63-72.
- [20]修宗峰.所有权结构与年报披露的及时性[J]. 审计与经济研究,2009(5):99-105.
- [21]Jiang G H, Charles M C, Yue H, et al. Tunneling through inter-corporate loans: the china experience [J]. Journal of financial economics,2009,6(1):78-83.
- [22]王克敏,姬美光,李薇.公司信息透明度与大股东资金占用研究[J]. 南开管理评论,2009(4):83-91.

Legal System Environment—Based and, the Separation of Ownership and Control Right and Benefit Embezzlement: Empirical Evidence from China Private Listed Companies

WU Zongfa, ZHANG Yingli

(School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 201804, China)

Abstract: By using the data from China private listed companies during the period from 2003 to 2007, and taking the capital embezzlement of listed companies by the holding stockholders as a measurement of benefit embezzlement, we have done an empirical study to examine the effect imposed by the separation of control right and ownership and the influence of the legal system environment on the benefit embezzlement. It is found that the lower the separation level, the lower the embezzlement level; the better the legal system environment of the district of the company, lower the embezzlement level. The separation of control right and ownership provides motivation and convenience for controlling the benefit embezzlement of small and medium stockholders by the holding stockholders, as a result, there will be more problems of agency arising among such companies. Therefore, the key to settling the problem lies in improving the legal system environment and strengthening the legal protection of investors.

Key Words: ownership and control right; equity structure; separation of double rights; agency problem; benefit embezzlement; legal system environment

中国审计学会审计教育分会成立大会暨 首届审计教授论坛在南京审计学院举行

2011年10月29至30日,中国审计学会审计教育分会成立大会暨首届审计教授论坛在南京审计学院隆重举行。审计署副审计长石爱中,中国审计学会会长翟熙贵、副会长张立民、副会长兼审计教育分会会长王家新,分会副会长蔡春、尹平、宋常、陈汉文、张继勋、谢荣、张龙平、杨肃昌等出席会议。大会由中国审计学会副会长兼秘书长刘达朱主持。

29日上午,南京审计院校长、审计教育分会会长、《审计与经济研究》主编王家新教授作了审计教育分会筹建情况报告;中国审计学会副秘书长刘力云宣读了首届审计教育分会机构及其组成人员名单;南京审计学院副院长、《审计与经济研究》副主编王会金宣读了有关单位贺信;南京审计学院副院长、审计教育分会副会长、《审计与经济研究》副主编尹平作了《中国审计学会审计教育分会2011年至2012年工作计划报告》;中国审计学会会长翟熙贵致辞;审计署副审计长石爱中发表重要讲话。

29日下午至30日上午,来自全国40余所高校的70余位学者参加了首届审计教授论坛。南京审计学院尹平教授、南开大学张继勋教授、对外经济贸易大学叶陈刚教授、中南财经政法大学张龙平教授、兰州大学杨肃昌教授、江西财经大学谢盛纹教授、南京大学李明辉教授、北京理工大学陈宋生副教授、大连出版社刘明辉社长、西南财经大学蔡春教授、上海交通大学夏立军教授、山东财经大学毕秀玲教授、南京审计学院王会金教授、山西财经大学吴秋生教授、北京国家会计学院张庆龙副教授、南京审计学院冯素坤博士等专家学者分别作专题报告。审计教育分会副会长蔡春、副会长兼秘书长尹平分别主持了报告会。