

学校编码: 10384  
学号: 17620071151750

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

终极控制人的作用：掏空之手还是援助之手

——基于金融危机下我国上市公司的实证研究

**The Impact of Ultimate Controlling Shareholders:  
Tunneling or Propping?  
Empirical Evidences from Chinese Listed Companies  
under Financial Crisis**

刘柳婷

指导教师姓名：屈文洲教授

专业名称：财 务 学

论文提交日期：2010年 月 日

论文答辩时间：2010年 月 日

学位授予日期：2010年 月 日

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评阅人：\_\_\_\_\_

2010年4月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为( )课题(组)的研究成果，获得( )课题(组)经费或实验室的资助，在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

现有国内外文献研究一般认为终极控制人控制权与现金流权的分离,使得终极控制人不仅有能力(对公司的有效控制),而且也有动机(控制权与现金流权的分离)实施利益侵占行为(Tunneling)。终极控制人控制权与现金流权的分离程度越大,预示着这种利益侵占倾向越严重,从而导致公司价值下降幅度越大。在亚洲金融危机下,这种关系表现得尤为明显。

但最近 Friedman 等(2003), Riyanto 和 Toolsema (2008)的研究发现了终极控制人的另外一种截然相反的支撑行为(Propping),即在遭遇经济下滑,公司处于财务困境中时,终极控制人会使用自有资金来帮助公司摆脱困境,从而使小股东受惠。

在这次金融危机席卷全球的宏观经济背景下,终极控制人在对公司价值影响方面将会扮演怎样的角色?在隧道行为倾向与支撑行为倾向共同作用的预期下,我国上市公司的价值将会做出怎样的反应?这将是本文主要探讨的问题。

本文选用 2008 年 3 月-2009 年 12 月作为金融危机期间,2006 年 5 月-2008 年 2 月作为金融危机前的时间段,研究终极控制人超额控制权与公司价值间的关系。研究结果表明:

在金融危机下,终极控制人超额控制权与公司价值之间呈非线性的关系;较高的超额控制权将导致终极控制人的作用从“援助之手”转变为“掏空之手”,进而带来公司价值的显著下降。但对于国有终极产权的上市公司,后者的结论并不适用。

与发生金融危机前相比,终极控制人超额控制权与公司价值之间的关系确实发生了显著的变化。一般情况下,终极控制人的控制权与现金流权一旦发生分离,公司价值就会显著地被中小股东进行折价;而在金融危机下,由于终极控制人“援助之手”的出现,超额控制权反而为公司价值提供了保护。该结论同样适用于终极控制人为国有性质的上市公司。

**关键词:** 金融危机; 终极控制人; 超额控制权; 公司价值

## Abstract

Recent research have found that the separation of the control right and the cash flow right makes the ultimate controlling shareholders have not only the power, but also the motivation to expropriate the minority shareholders. The larger the divergence, the bigger the likelihood of expropriation is. This relationship has been significantly proved under the Asian financial crisis. However, Friedman et al. (2003) and Riyanto and Toolsema (2008) have recently found that ultimate controlling shareholders will prop up their companies when they went into financial distress, which will also benefit the minority shareholders.

Will the corporate be subject to tunneling or be propped up by ultimate controlling shareholders under financial crisis? What's the reaction by the market valuation? This paper is trying to answer them.

In this paper, we have chosen March 2008-December 2009 as the period under financial crisis, and May 2006-February 2008 as the pre-crisis period. By tracing the ultimate controlling shareholders from the control chains, we try to investigate the relationship between the excess control and the corporate valuation. The results are as follows:

Under financial crisis, the nonmonotonicity in the relationship of the excess control right of the ultimate controlling shareholders and the corporate valuation is confirmed. When the wedge between the control right and the cash flow right is small, the value of the corporate has been protected because of being propped up. But when the wedge becomes larger and larger, the corporate valuation decreases significantly. However, the latter is not true when it comes to the state ultimate controlling shareholder.

Comparing to the pre-crisis period, the relationship has significantly changed. Generally speaking, once the excess control right occurs, the corporate valuation must be significantly discounted. However, under financial crisis this excess control right does not do harm to firm valuation at the beginning. Instead it kept the firm from

experiencing worse stock performance since the minority shareholders expect the corporate will be propped up when it gets into troubles. It is the same to the companies under state control.

**Key words:** Financial Crisis; Ultimate Controlling Shareholder; Excess Control; Corporate Valuation

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

1. 绪论.....	1
1.1 研究背景与动机 .....	1
1.2 相关概念的界定 .....	3
1.2.1 现金流权的定义.....	3
1.2.2 控制权的定义.....	4
1.2.3 终极控制人的界定.....	4
1.3 研究思路和框架 .....	5
1.4 研究的创新点及局限性 .....	6
2. 国内外相关研究综述 .....	9
2.1 所有权结构对公司绩效的影响——基于股权分散的假设 .....	9
2.2 所有权结构对公司绩效的影响——基于股权集中的假设 .....	10
2.2.1 关于终极控制人隧道行为(tunneling)的研究 .....	10
2.2.2 关于终极控制人支撑行为(propping)的研究 .....	13
2.3 关于金融危机下所有权结构对公司绩效影响的研究 .....	15
2.4 现有研究评析 .....	16
3. 实证研究设计 .....	18
3.1 研究假设 .....	18
3.2 各变量的定义及计量 .....	20
3.2.1 被解释变量.....	20
3.2.2 解释变量.....	21
3.2.3 控制变量.....	22
3.3 关于金融危机实际影响我国经济的起始时点的选取 .....	24
3.4 样本选择及数据来源 .....	27
4. 回归方程与实证结果分析 .....	29
4.1 终极控制人两权分离特征分析 .....	29
4.2 计量模型与实证结果分析 .....	31



4.2.1 基于金融危机下的模型设计及实证结果分析.....	31
4.2.2 基于金融危机前和金融危机下对比分析的计量模型设计及实证结果.....	35
<b>4.3 稳健性检验 .....</b>	<b>38</b>
4.3.1 基于金融危机下实证结果的稳健性检验.....	39
4.3.2 基于金融危机前及金融危机下对比分析的实证结果稳健性检验..	40
<b>5. 研究结论与启示 .....</b>	<b>42</b>
5.1 研究的主要结论 .....	42
5.2 启示与建议 .....	43
<b>参 考 文 献 .....</b>	<b>45</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>49</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# Contents

<b>1.Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Motivation</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Core Conceptions</b> .....	<b>3</b>
1.2.1 The Defination of cash flow right .....	3
1.2.2 The Defination of control right .....	4
1.2.3 The Defination of ultimate controlling shareholders .....	4
<b>1.3 The Content and Structure of Research</b> .....	<b>5</b>
<b>1.4 The Innovation and Limitation of Research</b> .....	<b>6</b>
<b>2. Current Research Situation Home and Abroad</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1The impact of ownership structure on corporate valuation——base on the widely dispersed ownership</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2 The impact of ownership structure on corporate valuation——base on the concentrated ownership</b> .....	<b>10</b>
2.2.1 tunneling behavior of ultimate shareholders.....	10
2.2.2 propping behavior of ultimate shareholders .....	13
<b>2.3 the relationship between corporate government and firm valuation under Asian financial crisis</b> .....	<b>15</b>
<b>2.4 Evaluation of Current Research</b> .....	<b>16</b>
<b>3. Design of Empirical Research</b> .....	<b>18</b>
<b>3.1 Research Hypotheses</b> .....	<b>18</b>
<b>3.2 Defination of Variables</b> .....	<b>20</b>
3.2.1 Substitution Variable of corporate valuation.....	20
3.2.2 Substitution Variable of expropriation .....	21
3.2.3 Control Variables.....	21
<b>3.3 The starting point of financial crisis</b> .....	<b>24</b>
<b>3.4 Sample Selection</b> .....	<b>27</b>
<b>4. Regression Models and Result Analysis</b> .....	<b>29</b>

<b>4.1 Descriptive statistics .....</b>	<b>29</b>
<b>4.2 Forming of Regression Model and empirical analysis.....</b>	<b>31</b>
4.2.1 under financial crisis .....	31
4.2.2 comparing to the pre-crisis period .....	35
<b>4.3 Robust Test .....</b>	<b>38</b>
4.3.1 under financial crisis .....	39
4.3.2 comparing to the pre-crisis period .....	40
<b>5. Conclusions and Suggestion.....</b>	<b>42</b>
5.1 Conclusions .....	42
5.2 Suggestion .....	43
<b>Reference.....</b>	<b>45</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>49</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 1. 绪论

### 1.1 研究背景与动机

所有权结构对于公司治理的重大意义在于，它决定了公司的控制权归属。不同的控制权主体会根据自身利益最大化的原则来进行行为决策，从而对公司治理产生深刻影响。关于现代公司财务的大量研究，都建立在股权分散的假设前提上。该理论最早由Berle和Means(1932)<sup>[1]</sup>提出：公司的所有权大都分散在小股东之间，而控制权则掌握在管理者手中，从而造成了经营权与所有权的分离。所有权的高度分散，使得股东们无法对实际控制公司的管理者进行有力的监督而是采取“搭便车”的策略，于是产生了所有者与管理者之间的委托代理问题。这个由管理者自利行为而引发的第一类代理问题，成为之后至少 20 年间传统公司治理研究的逻辑起点。

然而，后来的许多研究发现，在许多国家的上市公司中，所有权是相对集中的，即使在美国许多大公司也存在着股权集中的现象，这些公司的所有权和控制权并未完全分离。La Porta et al. (1999)<sup>[2]</sup>、Claessens et al. (2000)<sup>[3]</sup>以及Faccio et al. (2002)<sup>[4]</sup>的研究均表明除美国和英国等少数国家外，所有权高度分散的假设是不符合现实的，而股权集中或相对集中是大多数国家公司中的一个普遍现象，更为重要的是大股东的控制权与现金流权的偏离<sup>①</sup>在世界范围内也广泛存在。

由此，公司治理的研究方向开始由第一类代理问题转向第二类代理问题，并且把研究的重点对准了拥有大量股份并掌握公司控制权的终极控制人。

Bebchuk et al. (2002)<sup>[5]</sup>的研究表明终极控制权与现金流权的分离使得终极控制人掩盖了其对少数股东的利益侵占行为。Claessens et al. (2002)<sup>[6]</sup>研究发现，终极控制人所持有的现金流权与公司价值成正方向关系，而终极控制人的控制权与现金流权的偏离度越大，则公司价值越低。Lins(2003)<sup>[7]</sup>的相关实证研究也证明了存在明显的终极控制人的代理成本。然而，Cheung et al. (2006)<sup>[8]</sup>在研究香港股票市场后却发现，在控股股东实际上实施利益侵占行为之前，股价并没有被广大投资者显著地折价。

国内通过追踪终极控制人来研究其股权特征对公司价值影响的文献，最早的

---

<sup>①</sup> 下文简称为两权分离。

是刘芍佳 等(2003)<sup>[9]</sup>。该研究根据 2001 年的数据对中国上市公司的控股股东进行重新分类,系统地研究了其股权属性对公司绩效的影响。叶勇 等(2007)<sup>[10]</sup>通过对终极控制人的追溯研究发现,截止至 2003 年我国证券市场终极控制人通过采用金字塔结构或交叉持股等方式间接具有实际控制权的公司占 78.1%。彭白颖(2006)<sup>[11]</sup>、邹平等(2007)<sup>[12]</sup>通过实证研究发现我国上市公司的终极控制人的控制权较高,并且存在一定程度的两权分离,两权分离度与企业业绩负相关。与Cheung 等(2006)<sup>[8]</sup>的研究相呼应,李善民(2006)<sup>[13]</sup>的研究发现,终极控制人控制权与现金流权的分离,并未带来上市公司更差的市场绩效,表明中小股东对终极控制人控制权和现金流权分离的约束力量有限。

在聚焦隧道行为(Tunneling)的同时,终极控制人的另外一种新的行为开始引起学者的关注。按照Friedman et al. (2003)<sup>[14]</sup>和Riyanto和Toolsema(2008)<sup>[15]</sup>的研究,终极控制人不仅会实施隧道行为以剥削小股东,在遭遇经济下滑,公司处于财务困境中时,还会使用自有资金来帮助公司摆脱困境,从而使小股东受惠。公司治理文献把终极控制人的这种实施与隧道行为相反的资源援助行为称为支撑行为(Propping)。

而这场始于美国房地产次级抵押贷款市场的金融危机,在使得全球金融系统遭遇到自 1929 年以来最大的灾难的同时,也为终极控制人超额控制权对公司价值影响作用的进一步研究提供了一个绝佳的机会。主要原因在于以下三点:

(1)在多数东亚国家,公司的财务体系几乎都建立在关系的基础(relation-base)上。在经济繁荣时期,即使外部中小投资者缺乏关于公司资金运作的充分信息,它们照样营运顺利。但是一旦金融危机的爆发触发他们对公司治理状况的隐忧时,公司层面具体的公司治理特征就对公司的股价表现起决定性的作用<sup>[16]</sup>。

(2)在金融危机期间,随着期望投资回报率的下降,控股股东侵占中小股东利益的动机更加强烈<sup>[16]</sup>。在亚洲金融风暴的特殊的宏观经济背景下,Mitton(2002)<sup>[16]</sup>、Lemmon和Lins(2003)<sup>[17]</sup>、Baek 等(2004)<sup>[18]</sup>在对东亚国家上市公司<sup>②</sup>进行实证研究后,一致得出所有权结构因素在金融危机时期对公司价值起决定性解释作用的结论,并且指出当控股股东<sup>③</sup>的控制权和现金流权分离程度越大,公司价值下降幅度越大。

<sup>②</sup> Baek 等(2004)的研究只针对韩国。

<sup>③</sup>在 Lemmon 和 Lins(2003)的文献中为公司高层管理者。

(3)与此同时,金融危机下公司出现财务困境的几率加大,按照Friedman et al. (2003)<sup>[14]</sup>和Riyanto和Toolsema (2008)<sup>[15]</sup>的研究,此时控股股东对公司实施支撑行为的可能性也最大。2008年我国财政部和国有资产管理委员会<sup>④</sup>明确表态鼓励上市公司控股股东增持、中国证券监督管理委员会<sup>⑤</sup>和上海证交所以及深圳证交所相继修订相关规定<sup>⑥</sup>为控股股东增持行为大开“绿灯”,从而一定程度上加大了投资者对终极控制人支撑行为的预期。

因此,在上市公司终极控制人隧道行为倾向与支撑行为倾向共同作用的预期下,我国上市公司的价值将会做出怎样的反应呢?这将是本文主要探讨的问题。

由于发生亚洲金融风暴时我国金融市场对外开放程度不高,我国经济没有因此而受到直接的冲击,所以国内缺乏对该次金融风暴下关于终极控制人超额控制权对公司绩效的影响作用方面的研究。但如今随着我国经济开放程度的逐步加深,此次全球金融危机对我国的影响远非仅停留在金融层面了。2008年一季度开始,我国GDP同比增长率放缓,出口总值当月同比增速以及工业增加值增长速度均出现了下滑态势。以上数据均表明此次金融危机对我国经济的影响,已波及到实体经济的层面。因此,在这样宏观经济背景下,研究我国上市公司终极控制人超额控制权对公司绩效的影响作用,显得尤为必要。

本文将遵循Mitton(2002)<sup>[16]</sup>指出的后续研究方向,即在其他金融危机时期对于公司治理状况较好的公司,其价值是否也会受到了较好的保护这一问题,主要探讨以下两个问题:(1)前人针对亚洲金融危机的研究结论是否仍成立?(2)与发生金融危机之前相比,我国上市公司终极控制人的超额控制权对公司价值的影响作用会否呈现出新的特征?

## 1.2 相关概念的界定

### 1.2.1 现金流权的定义

从股东或者投资者的角度看,投资者享有的所有权,其实质是他们依据股权比例分享的现金流权(cash flow right)。以现金流权度量控制性股东的所有权的做法最早由Grossman和Hart(1986)<sup>[19]</sup>提出,而Claessens et al. (2000)<sup>[3]</sup>直接将所有权

<sup>④</sup> 以下均简称为国资委。

<sup>⑤</sup> 以下均简称证监会。

<sup>⑥</sup> 相关政策措施将在本文的实证研究设计部分进行详细的介绍和分析。

定义为现金流权。因此，遵循上述几位学者的做法，本文把现金流权定义为与所有权同义。

在现金流权的计算方面，本文使用与 La Porta et al. (1999)<sup>[2]</sup>和 Claessens et al. (2000)<sup>[3]</sup>一致的计量方法，即现金流权等于各条控制链上持股比例累计相乘之积的总和。例如，如图 1.1 所示，A 公司对 C 公司的现金流权为： $20\%+50\% \times 20\%=30\%$ 。

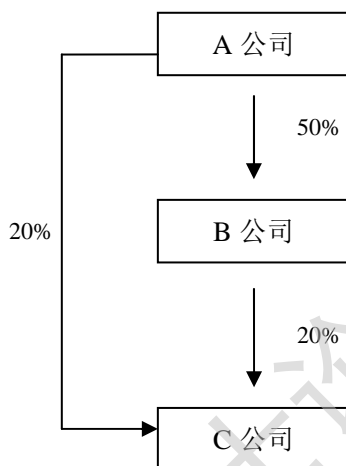


图 1.1 用于说明现金流权和控制权计算的股权结构图

### 1.2.2 控制权的定义

控制权是指雇佣或解聘公司高管人员和决定高管人员薪酬的权利<sup>[20]</sup>。在股份制的投票制度下，控制权依附于所有权所衍生的投票权，因此实证研究通常以投票权（Voting Right）作为控制权的替代变量。Claessens et al. (2000)<sup>[3]</sup>直接把控制权定义为投票权。本文仍采用 La Porta et al. (1999)<sup>[2]</sup>和 Claessens et al. (2000)<sup>[3]</sup>的计算方法，即控制权比例等于各控制链上最低的持股比例之和。仍沿用图 1.1 的例子进行说明：A 公司对于 C 公司的控制权为： $20\%+20\%=40\%$ 。

### 1.2.3 终极控制人的界定

终极控制人(ultimate owner)一词最早由 La Porta et al. (1999)<sup>[2]</sup>提出，是指通过控制权链条(control chains)直接或者间接持有公司股份而对公司拥有实际控制权的控股股东<sup>[21]</sup>。根据证监会 2006 年修订的《上市公司章程指引》的释义，实际控制人是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。因此，在该层意义上，实际控制人等同于终极控制人。在



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库