

股权结构、董事会特征与大股东掏空

——来自民营上市公司的经验证据

唐建新 李永华 卢剑龙*

摘要: 本文以 2003 - 2010 年民营上市公司为样本,选取关联交易作为衡量大股东掏空行为的变量,研究股权结构(控股股东、股权制衡)和董事会特征(第一大股东对董事会的控制力度)对大股东掏空行为的影响。研究表明,大股东首先通过获取上市公司的股权控制权来达到掏空上市公司的目的,股权制衡能够抑制这种掏空行为。当大股东不能通过股权对上市公司形成实质性控制时,他们转而通过对董事会的控制来达到控制上市公司,侵害中小股东利益的目的。第一大股东对董事会的控制能够作为股权控制的一个替代,使得第一大股东对上市公司的经营活动进行控制,从而达到掏空的目的。

关键词: 民营上市公司 股权结构 董事会特征 关联交易 公司治理

一、引言

自从 Berle 和 Means 于 1932 年发表《现代公司与私有产权》一文开始,企业的所有权结构在公司治理中的效率问题(代理问题)就成为公司财务研究领域长盛不衰的焦点问题之一。Berle 和 Means(1932)研究的是股权高度分散的美国公司,他们所讨论的是股东与和经理层之间的代理问题,我们一般将其称为第一类代理问题。

然而,La Porta、Lopez - de - Silanes 和 Shleifer(1999)则证明当前股权结构中普遍存在的是大股东持股(东亚和西欧)而不是 Berle 和 Means(1932)所认为的分散持股(美国),从而开启了公司治理领域中委托代理理论研究的双重视角:在股权相对或绝对分散前提下研究公司经营管理层和股东间的第一类代理问题,以及在股权相对或绝对集中前提下研究公司控股股东和中小股东间的第二类代理问题。随着公司治理理论的发展,控股股东对中小股东的利益侵占问题成为当今公司治理研究的重心,Johnson 等(2000)用“掏空(Tunneling)”来形容大股东对中小股东的利益侵占行为。

在我国,唐宗明和蒋位(2002)的研究表明,中国上市公司大股东侵害小股东的程度远高于美英国家;苏启林等(2003)发现,我国的家族控股股东与其他国家有相似的情形,他们通过对终极控制权与现金流权的分离来侵害小股东的利益;余明桂和夏新平(2004)采用大样本研究发现,我国上市公司控股股东与小股东之间存在严重的代理问题,控股股东与小股东之间的代理成本平均约在 11% ~ 16% 之间。Liu 和 Lu(2002)还发现,我国控股股东通过盈余管理攫取控制权私有收益来侵害小股东的利益。

本文通过董事会的结构特征(第一大股东在董事会所占的席位)来研究大股东对上市公司的实质性控制和掏空行为,拓展和深化了董事会特征与大股东掏空行为的相关研究,并为上市公司完善治理结构、约束大股东掏空行为提供了一个系统的解决方案。

二、文献综述

(一) 股权结构与掏空

以往关于股权结构与大股东掏空行为的研究基本上得出了一致的结论,存在控股股东的企业被掏空的

* 唐建新,武汉大学经济与管理学院会计系,邮政编码:430072,电子信箱:wh_tjx1221@126.com;李永华、卢剑龙,武汉大学经济与管理学院会计系,邮政编码:430072。

可能性更高,当控股股东拥有的股权越少、两权分离程度越高时,掏空行为越严重。而在股权制衡的情况下,这种掏空行为得到了一定的限制。Pagano 和 Roel(1998)、La Porta 等(1999)、Bennedson 和 Wolfenzon(2000)等许多国外学者的研究都发现,其他大股东的监督和制衡能有效减少控股股东的“掏空”行为。Gomes 和 Novaes(2005)通过信息不对称下的博弈模型分析,发现股权制衡可以作为法律对中小股东利益保护不足的替代机制。

李增泉等(2004)发现,第一大股东净占用公司资金与第2-5大股东持股比例之和显著负相关。陈晓和王琨(2005)发现,公司关联交易金额占公司总资产比例与持股超过10%的其他大股东数目负相关;其他大股东对第一大股东持股制衡度高的公司比持股制衡度低的公司关联交易规模小。吕怀立和李婉丽(2010)的研究结果表明,股权制衡度能够制约上市公司与其控股股东集团之间的关联交易行为,尤其是侵占型关联交易。

总体来说,股权制衡有效地抑制了大股东的掏空行为。所以,理论界和实务界普遍将股权制衡作为抑制大股东掏空的有效措施。

(二) 董事会特征与掏空

国外学者大多数都倾向于认为,董事会的独立性对大股东的“掏空”行为起到了一定的抑制作用。Lin 和 Peasnell(2000)发现,英国上市公司董事会中独立董事的比例越高,公司利润被操纵、被“掏空”的可能性就越小。Dahya、Dimitrov 和 McConnell(2008)对22个国家的研究发现,独立董事比例与公司价值正相关,在投资者保护水平较弱的地区这种关系更为显著。

国内学者以往关于董事会的研究主要集中于董事会特征(董事会规模、独立董事比例)与企业绩效之间的关系,关于董事会特征与大股东掏空行为的研究较少。谢玲芳和朱晓明(2005)对这一问题进行了相关研究,他们发现董事会中控股股东所占比例是公司治理水平的一个表征,当董事会大部分席位由控股家族控制时,公司治理环境较差,以“侵占效应”为主,导致公司价值降低。余明桂和夏新平(2004)将控股股东在董事会所占比例作为一个控制变量,研究了其对关联交易的影响,结果发现,董事会中控股股东所占席位越多,关联交易规模越大。但是,以往学者在控股股东对董事会控制力度与掏空行为之间的关系方面都只是进行了初步的研究,并没有将其与股权结构进行结合和对比研究,没有探讨不同股权结构下第一大股东对董事会的控制,在掏空方面是否发挥着不同的作用。

本文认为,董事会特征是影响大股东掏空的另一个重要因素。即使在股权制衡情况下,大股东仍然会通过控制董事会(实质性控制)来达到侵占中小股东利益的目的,股权制衡并不能完全解决大股东的掏空行为。第一大股东对董事会的控制可能作为第一大股东对上市公司的股权控制力的替代变量,股权控制力减弱时第一大股东可能转而寻求通过对董事会的控制来达到控制上市公司、影响企业决策的目的。

三、研究设计

(一) 研究假设

1. 股权结构与大股东掏空

20世纪80年代之后许多学者的研究都发现,世界各国公司普遍存在的是一种相对集中的股权结构,中国市场也存在明显的股权集中和一股独大的现象。

Shleifer 和 Vishny(1986)认为,股权集中可能产生两种不同的效应——隧道挖掘效应和利益协同效应。究竟产生的是隧道挖掘效应还是利益协同效应,在一定程度上取决于大股东持有的现金流权和控制权的分离程度。Jensen 和 Meckling(1976)指出,控股股东拥有的股权越少,其“掏空”的动机越强。Shleifer 和 Vishny(1997)指出,现金流所有权和控制权分离将会加速所有权集中产生的代理问题。Bertrand 等(2002)对印度资本市场的研究发现,控股股东通过金字塔结构或者交叉持股方式强化对上市公司的控制,进而通过非经营项目大肆掏空上市公司的资源,侵害了中小股东的利益。余明桂和夏新平(2004)的研究发现,有控股股东控制的公司,其关联交易显著高于无控股股东控制的公司。韩志丽等(2006)对民营企业的研究发现,在保证控制权的情况下,终极所有者所持有的现金流所有权越小,其对企业的掏空越严重。卢闯(2009)研究表明,控股股东若以较小的现金流权获得了较大的控制权,那么控股股东越有动机侵占中小股东利益。

基于以上分析,我们提出本文的第一个假设:

H1: 有控股股东的上市公司大股东掏空行为显著高于没有控股股东的公司。

与此同时,研究发现,股权制衡对第一大股东的掏空行为具有显著的约束作用。一般认为,股权适度集

中,且具有一定股权制衡特点的所有权结构,不但对大股东有一定的激励作用,而且可以在一定程度上约束大股东对中小股东的利益侵占。

国内外绝大部分的研究都证实股权制衡对大股东掏空行为有一定的限制作用。Pagano 和 Roel(1998)、La Porta 等(1999)、Bennedsen 和 Wolfenzon(2000) 等许多国外学者的研究都发现,其他大股东的监督和制衡能有效减少控股股东的“掏空”行为。Lehman 和 Weigand(2000)、Volpin(2002) 对不同国家上市公司的研究也证实股权制衡的所有权结构有利于抑制大股东的掏空行为,从而提高企业价值。

为此,我们提出本文的第二个研究假设:

H2: 股权制衡度与控股股东掏空负相关,股权制衡能抑制控股股东对上市公司的掏空行为。

2. 董事会特征与大股东掏空

大股东想要通过关联交易等各种手段对上市公司进行掏空、对中小股东进行利益侵占,其中一种方法是前文论及的通过股权结构的安排获得上市公司的绝对控制权。但是,获得上市公司的绝对控股地位的成本是相当高昂的,同时要受到其他大股东的监督与制约。监管部门和普通民众对隧道挖掘和利益侵占行为都给予了很高的关注,而最为简单的判定大股东是否可能会出现掏空上市公司行为的方法便是观察大股东的持股比例。因此,通过股权结构的安排达到对上市公司的实质性控制进而对中小股东进行利益侵占的行为将会受到越来越多的关注与监督,大股东也可能会不断减少这种行为转而通过其他更为隐蔽、更不容易被察觉的方式控制上市公司。

近期,有少部分学者提出了“社会资本控制链”的概念,与“股权控制链”相对,社会资本控制链是指大股东并非通过股权结构的安排,而是通过社会网络连带的方式对上市公司进行控制。高闯和关鑫(2008)、关鑫等(2010)、赵晶等(2010)指出,终极股东不仅利用股权控制链实现对上市公司控制,而且还采用其他一些手段(尤以动用其社会资本为主)来影响其他股东、董事乃至经理人员,以强化其对上市公司的控制。因此,“股权控制链分析范式”的适用性也相应降低。这就需要根据我国实际情况,引入一种新的分析范式,即“社会资本控制链分析范式”以弥补“股权控制链分析范式”的缺陷。

以下两种理论解释了大股东通过社会资本控制链来实现对上市公司实质性控制的一般机理。

第一,节约交易费用,强化大股东对股东大会、董事会和经理层的控制。交易费用的产生很大程度上是基于一种相互之间的不信任,例如,大股东如果对董事会成员或者公司管理人员了解程度不够,对董事和高管的工作持一种不信任的态度,其必然会花费很多人力、物力、财力对董事和高管的工作进行有效的监督,交易费用必然会增加。反之,大股东通过派遣曾经或者现在仍在其公司任职的人员进入董事会,就会有效地解决不信任问题产生的高额交易费用,董事会便可取代大股东的位置对公司高管的工作进行有效的监督。当然,与此同时大股东也通过对董事会的控制加强了对上市公司的控制能力。

第二,增强信息互换,缓解信息不对称,强化大股东对上市公司的控制。股东虽然是上市公司的实际所有人,但是只有很少一部分关于公司的重大决定是需要通过股东大会投票表决的。有关公司运营的绝大部分事宜都是董事会决议通过,公司高管负责执行的。大股东与董事会及高管之间存在信息不对称现象。此时,大股东可以利用所拥有的社会资本与其他股东、董事和经理人员之间进行更为广泛的信息交换,缓解大股东与董事会以及公司管理层之间的信息不对称,使得大股东更加了解熟悉公司的实际运营状况,进而强化对上市公司的实质性控制。与此同时也为大股东掏空上市公司侵害中小股东利益提供了必要的渠道和行动基础。

据此,我们提出本文的第三个假设:

H3: 第一大股东派出的董事的比例与其掏空行为正相关。

(二) 样本和数据来源

本文的样本包括所有在上海和深圳交易所上市,并且发行了 A 股的非金融类民营上市公司 2003 - 2010 年 8 年的数据。本文排除了国有控股上市公司,只对民营上市公司进行了研究。同时本文根据以下几个条件对样本进行了筛选:(1) 排除年报中信息披露不全无法进行研究的样本;(2) 排除高管履历披露不详导致无法确定董事是否与第一大股东存在联系的样本;(3) 排除第一大股东为自然人的样本,因为自然人与董事之间的联系属于个人社会资本,衡量有很大的难度,并且上市公司与自然人之间的关联交易在频率上较少和规模上较小,研究的价值和意义不大;(4) 排除某些变量观测值异常的样本。

本文最后得到的样本包括 299 家企业,共 1 602 个观测值。本文采用了两种分组方式,首先按照股权集中度虚拟变量将总样本划分为两个子样本 1 和 2;然后按照大股东通过股权对上市公司形成的控制力度的

不同将总样本细分为子样本 3、4 和 5。存在控股股东的子样本 1 包含 887 个观测值;不存在控股股东的子样本 2 包含 715 个观测值,大股东通过股权形成对上市公司很强控制力的子样本 3 包含 796 个观测值,大股东通过股权形成对上市公司一般控制力的子样本 4 包含 339 个观测值,大股东通过股权形成对上市公司较弱控制力的子样本 5 包含 467 个观测值。

本文所使用的数据包括大股东的持股比例、董事的背景、企业特征数据、关联交易数据。除董事的背景数据来源于上海万得资讯有限公司的 WIND 数据库由手工收集整理而成外,其他数据都来自国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 数据库。同时本文使用 SAS V9 统计学软件对数据进行了整理,并采用普通最小二乘法(OLS)对回归方程进行了检验。

(三) 变量定义和模型设定

根据前文所述,本文采用两种分组方式将样本分为 5 个不同的子样本,样本描述见表 1。同时,文中使用的变量以及变量的描述见表 2。

表 1 样本描述

	样本描述	样本数量
全样本	所有的观测值	1 602
第一种分组方式:根据是否存在控股股东进行分组		
子样本 1	存在控股股东, $First = 1$	887
子样本 2	不存在控股股东, $First = 0$	715
第二种分组方式:根据第一大股东对上市公司不同的股权控制力度进行分组		
子样本 3	股权控制力很强, $First = 1$ and $Balance = 0$	796
子样本 4	股权控制力一般, $First = 1$ and $Balance = 1$, $First = 0$ and $Balance = 0$	339
子样本 5	股权控制力较弱, $First = 0$ and $Balance = 1$	467

表 2 变量定义

变量名称	变量描述
<i>RPT</i>	关联交易,被解释变量:第一大股东与上市公司进行的 7 类关联交易金额总和的自然对数。7 类关联交易分别是:01 = 商品交易类,02 = 资产交易类,03 = 提供或者接受劳务,04 = 代理委托,05 = 资金交易,06 = 担保抵押,07 = 租赁
<i>First</i>	股权集中度(第一大股东的持股比例),解释变量: $First = 1$ 表示第一大股东的持股比例大于或者等于 30%,上市公司存在控股股东,否则 $First = 0$ (其中 $First2$ 是指在子样本 1 和子样本 2 中进行回归检验时的股权集中度变量)
<i>Balance</i>	股权制衡度(第 2-10 大股东持股比例之和除以第一大股东持股比例),解释变量: $Balance = 1$ 表示比值大于或者等于 1,形成股权制衡,否则 $Balance = 0$ (其中 $Balance2$ 是指在子样本 3、子样本 4 和子样本 5 中进行回归检验时的股权制衡度变量)
<i>Control</i>	第一大股东对董事会的控制力度,解释变量:曾经或现在在第一大股东单位任职的董事人数 ÷ (董事会总人数 - 独立董事人数)
<i>FirmCharacters</i>	企业规模(<i>Size</i>):总资产的自然对数
	资产负债率(<i>Lev</i>):负债总额与总资产的比值
	盈利能力(<i>ROA</i>):净利润与总资产的比例
<i>Industry</i>	行业虚拟变量, $Industry = 1$ 表示电力、电信、石油、开采、农业、土木工程建筑业, $Industry = 0$ 表示其他行业
<i>Year</i>	年度虚拟变量,2005 年股权分置改革启动之后 $Year = 1$,反之 $Year = 0$
ε	随机干扰项

注:(1)关于 *First* 变量,与余明桂和夏新平(2004)一样,本文将“控股股东”定义为达到或超过上市公司股票总数 30% 的企业或个人;(2)关于 *Control* 变量,扣除独立董事人数原因是,第一大股东一般很难对独立董事产生控制,同时独立董事在公司决策方面的影响力也有限,不能成为制衡大股东的力量。高明华和马守莉(2002)、刘启胜和刘跃(2003)、唐清泉等(2005)、肖曙光(2006)对中国上市公司独立董事制度的研究都发现,独立董事与企业绩效不相关或者相关性很弱,因此在中国市场独立董事对公司决策的影响力可能非常有限。

为了检验假设 1 和假设 2,我们将回归方程设定为式(1):

$$RPT = \alpha + \beta_1 First + \beta_2 Balance + \beta_3 FirmCharacters + \beta_4 Industry + \beta_5 Year + \varepsilon \quad (1)$$

值得注意的是,在模型(1)中,为了检验股权制衡在大股东持股比例变化情况下对大股东掏空行为约束作用的变化,我们按照股权集中度虚拟变量将总样本划分为两个子样本,子样本 1 包括 $First = 1$ 的所有样本,子样本 2 包括 $First = 0$ 的所有样本。同时在对子样本进行回归时,股权集中度变量不再使用虚拟变量,而是采用第一大股东的持股比例(用 $First2$)作为解释变量,其他变量保持不变。

为了检验假设 3,我们将回归方程设定为式(2):

$$RPT = \alpha + \beta_1 Balance + \beta_2 Control + \beta_3 FirmCharacters + \beta_4 Industry + \beta_5 Year + \varepsilon \quad (2)$$

需要说明的是,在模型(2)中,为了研究不同的股权结构下大股东对董事会的控制力度对大股东掏空行为的影响,我们按照大股东通过股权对上市公司形成的控制力度的不同将总样本细分为3个子样本。其中,子样本3表示大股东通过股权形成对上市公司很强的控制力(实质性控制),包括所有存在控股股东但是又没有形成股权制衡的样本公司($First = 1$ and $Balance = 0$);子样本4表示大股东通过股权形成对上市公司的控制力一般,对上市公司有一定的控制力但是不能形成实质性控制,包括存在控股股东但是形成股权制衡以及不存在控股股东同时也没有形成股权制衡的所有样本($First = 1$ and $Balance = 1$, $First = 0$ and $Balance = 0$);子样本5表示大股东通过股权形成对上市公司的控制力较弱,包括所有不存在控股股东同时形成股权制衡的样本公司($First = 0$ and $Balance = 1$)。

与模型(1)相似,在对子样本进行分组检验时,股权制衡不再使用虚拟变量,而是采用第2-10大股东的持股比例($Balance2$)来表示。

四、实证结果和分析

(一) 描述性统计特征

1. 全样本描述性统计

表3列出了全样本的描述性统计,数据显示民营上市公司与第一大股东之间有较强的关联交易规模,可能存在被第一大股东掏空的现象。在股权结构方面,第一大股东的平均持股比例为34.39%,最大值达到了80.60%,同时有55.37%的上市公司第一大股东的持股比例 $\geq 30\%$ 存在控股股东,说明中国民营上市公司普遍存在一股独大的现象。第2-10大股东的持股比例之和平均为23.35%,明显不能对第一大股东进行股权制衡,形成股权制衡的公司只占有所有上市公司的34.83%。董事会中,第一大股东所占的席位处于一个较高的水平,均值达到32.11%,可见第一大股东对上市公司的董事会也有非常巨大的影响力,有能力通过董事会影响公司的经营活动。

表3 全样本描述性统计

	<i>N</i>	最小值	最大值	平均值	标准偏差
<i>RPT</i>	1 602	0	23.7092	7.0410	8.8392
<i>First</i>	1 602	0	1.0000	0.5537	0.4973
<i>First2</i>	1 602	1.0600	80.6000	34.3868	13.8023
<i>Balance</i>	1 602	0	1.0000	0.3483	0.4766
<i>Balance2</i>	1 602	1.1100	70.2200	23.3547	12.9383
<i>Control</i>	1 602	0	1.0000	0.3211	0.2949
<i>Size</i>	1 602	17.0825	27.9862	21.0307	1.1088
<i>Lev</i>	1 602	0.0183	9.7366	0.5636	0.6004
<i>ROA</i>	1 602	-3.9874	1.1202	0.0110	0.2386

2. 分组样本描述性统计

从表4中子样本1和子样本2的描述性统计可以发现,子样本1的*RPT*平均值为8.9086,而子样本2的*RPT*平均值仅为4.7241,说明股权集中度可能是影响关联交易的重要因素,存在控股股东的上市公司与第一大股东的关联交易规模比不存在控股股东的公司大。

表4 子样本1和子样本2的描述性统计

	<i>N</i>	最小值	最大值	平均值	标准偏差
子样本1(存在控股股东) $First = 1$					
<i>RPT</i>	887	0	23.6427	8.9086	9.0976
<i>First2</i>	887	30.0000	80.6000	44.1696	10.0630
<i>Balance</i>	887	0	1.0000	0.1026	0.3035
<i>Balance2</i>	887	1.1400	48.7100	20.0747	11.5830
子样本2(不存在控股股东) $First = 0$					
<i>RPT</i>	715	0	23.7092	4.7241	7.9234
<i>First2</i>	715	1.0600	29.9500	22.2338	5.8909
<i>Balance</i>	715	0	1.0000	0.6531	0.4763
<i>Balance2</i>	715	1.1100	70.2200	27.4294	13.3764

根据第一大股东对上市公司不同的股权控制力,将样本划分为子样本3、4、5,它们的描述性统计如表5所示。不同样本的关联交易规模参见表6,显然存在控股股东的上市公司关联交易规模显著大于不存在控股股东的上市公司,同时随着第一大股东对上市公司股权控制力度的减弱,关联交易规模减少。

不难发现,上市公司与第一大股东的关联交易规模随着股权控制力的减弱而减少。在股权控制力很强的公司中,第一大股东在董事会中所占的席位达到39.48%,但是子样本4和子样本5中第一大股东在董事会中所占的席位差异不大。可能的原因是在第一大股东对上市公司形成绝对的股权控制时,它们也同时获得了任命董事会成员的权力,所以研究子样本3中第一大股东对董事会的控制力度与关联交易的影响似乎没有必要。当第一大股东对上市公司的股权控制力一般或者较弱时,第一大股东在董事会中所占的席位并不存在差异,第一大股东向董事会派遣董事的能力可能受到了其他因素的影响,并不完全取决于股权结构。第一大股东在董事会中所占的席位是否影响大股东与上市公司之间的关联交易,是否影响大股东的掏空行为仍然需要进一步研究。

表5 子样本3、子样本4和子样本5的描述性统计

	N	最小值	最大值	平均值	标准偏差
子样本3(股权控制力很强) $First = 1$ and $Balance = 0$					
RPT	796	0	22.0340	9.2031	9.1194
Balance2	796	1.1400	42.3800	17.9385	10.1408
Control	796	0	1.0000	0.3948	0.3086
子样本4(股权控制力一般) $First = 1$ and $Balance = 1$, $First = 0$ and $Balance = 0$					
RPT	339	0	23.6427	6.3833	8.6268
Balance2	339	1.1100	48.7100	20.8370	12.8529
Control	339	0	1.0000	0.2581	0.2507
子样本5(股权控制力较弱) $First = 0$ and $Balance = 1$					
RPT	467	0	23.7092	3.8330	7.3456
Balance2	467	2.9800	70.2200	34.4379	10.1080
Control	467	0	1.0000	0.2414	0.2687

表6 关联交易规模对比

全样本	7.0410	子样本1 $First = 1$	8.9086	子样本3 $First = 1$ and $Balance = 0$	9.2031
		子样本2 $First = 0$	4.7241	子样本4 $First = 1$ and $Balance = 1$ $First = 0$ and $Balance = 0$	6.3833
				子样本5 $First = 0$ and $Balance = 1$	3.8330

(二) 检验结果与分析

本文的实证检验分为两个层次:第一个层次研究股权结构与第一大股东掏空之间的关联关系,第二个层次研究不同股权结构安排下第一大股东对董事会的控制力度与掏空行为之间的关联关系。

在第一个层次的研究中,我们首先检验控股股东的存在(第一大股东持股比例大于或者等于30%)是否影响第一大股东的掏空行为,接着检验股权制衡度是否对第一大股东的掏空行为有一定的约束作用,如果检验结果是肯定的,那么我们继续检验在第一大股东持股比例不同的情况下第2-10大股东的这种制衡作用是否存在差异。

在第二个层次的研究中,我们首先检验第一大股东对董事会的控制力度是否影响掏空行为;然后根据股权结构安排将样本分为第一大股东对上市公司的股权控制力很强、一般和较弱三个子样本,检验在不同情况下第一大股东对董事会的控制力度(用第一大股东在董事会中所占席位的比重来衡量)对掏空行为是否存在不同影响。

1. 股权结构与第一大股东掏空

表7列示了股权结构与第一大股东掏空行为的实证检验结果,所使用的回归模型是上文所述的模型(1),所采用的回归方法是普通最小二乘法(OLS)。在第(1)列中我们只将是否存在控股股东($First$)和是否存在股权制衡($Balance$)两个解释变量放入模型进行检验,在第(2)列中,我们将公司特征变量(公司规模 $Size$ 、资产负债率 Lev 和公司的盈利能力 ROA)、行业因素和制度变迁等控制变量加入到模型中进行检验。实证结果显示: $First$ 的系数为2.618,在1%水平上显著,说明存在控股股东的上市公司被掏空的可能性更高;

Balance 的系数为 -2.463 ,同样在 1% 水平上显著 ,说明股权制衡能够有效的约束第一大股东对上市公司的掏空。这一研究结论与 Bertrand 等(2002) 以及余明桂和夏新平(2004) 等学者关于控股股东与掏空行为的研究结论一致。同时也与国内外学者关于股权制衡与第一大股东掏空行为的研究得到了一致的结论。本文的假设 1 和假设 2 得到了证实。

表 7 股权结构与第一大股东掏空

	(1)	(2)	(3)	(4)
	单因素分析	全样本	子样本 1	子样本 2
<i>Intercept</i>	6.468 *** (13.51)	-11.447 *** (-2.70)	-24.856 *** (-3.49)	-8.223 (-1.45)
<i>First</i>	2.715 *** (5.18)	2.618 *** (4.96)	0.022 (0.68)	0.088* (1.66)
<i>Balance</i>	-2.670 *** (-4.88)	-2.463 *** (-4.52)	-2.483 ** (-2.32)	-2.079 *** (-3.29)
<i>Size</i>		0.880 *** (4.44)	1.699 *** (4.92)	0.557 ** (2.29)
<i>Lev</i>		-0.252 (-0.65)	-2.895* (-1.85)	-0.150 (-0.39)
<i>ROA</i>		0.294 (0.30)	-1.023 (-0.33)	0.242 (0.26)
<i>Industry</i>		-2.874 *** (-2.47)	-3.080 ** (-1.97)	-1.974 (-1.14)
<i>Year</i>		-0.557 (-1.24)	-2.035 *** (-3.14)	1.383 ** (2.24)
<i>N</i>	1 602	1 602	887	715
<i>Adj. R²</i>	0.068	0.083	0.046	0.035
<i>F Value</i>	59.53 ***	21.72 ***	7.12 ***	4.66 ***

注: ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的 *t* 值。

第(3)列和第(4)列分别列示了子样本 1(存在控股股东样本)和子样本 2(不存在控股股东样本)的回归检验结果。我们可以发现,在存在控股股东的子样本 1 中,*First* 的系数虽然为正但是不显著,子样本 2 中 *First* 的系数为正并且在 10% 水平上显著,说明在第一大股东没有达到控股地位时,持股比例越大掏空行为越严重,当控股地位形成后掏空行为变得更加严重,但是持股比例的增加不再对大股东掏空行为产生显著影响。可能的解释是第一大股东通过增加持股比例获取上市公司控制权的目的在于对上市公司进行掏空侵害中小股东的利益,一旦形成控股,就有能力掏空上市公司,不需要再增加持股比例。这个时候,大股东持股比例的增加就不再是出于掏空上市公司的目的,也就不再对大股东的掏空行为产生显著影响。

在控制变量方面,总体而言,公司规模(*Size*)与第一大股东的掏空行为存在显著的正相关关系,规模越大被掏空的可能性越高,这与本文的预期不一致,反而支持了公司规模越大监督的代理成本越高的理论。资产负债率(*Lev*)和盈利能力(*ROA*)与第一大股东掏空行为之间不存在显著的相关关系。行业因素(*Industry*)与第一大股东的掏空行为存在较为显著的负相关关系,与本文的预期一致,说明垄断性、国家重点支持和高度管制的行业(包括电力、电信、石油、开采、农业和土木工程建筑等),由于公司所处行业的重要性,政府和社会公众都会给予更多的关注,对大股东掏空行为有一定的监督作用。关于制度变迁(*Year*)是否对第一大股东掏空行为有约束作用的研究结论尚不明确,这可能与中国的法律制度的执行能力有关,虽然许多关于约束大股东掏空行为的法律制度已经出台,但是由于监管部门疏于执行导致法律形同虚设,并没有起到应有的作用。

2. 第一大股东对董事会的控制力度与掏空

前文的实证结果已经证实了股权结构与第一大股东掏空之间的关系,即存在控股股东的上市公司,第一大股东掏空行为明显多于不存在控股股东的公司,股权制衡能够抑制这种掏空行为,并且存在控股股东时股权制衡的作用更加明显。那么是否通过减少第一大股东的持股比例和形成股权制衡就能很好的解决第一大股东的掏空行为呢?是否还存在其他一些与第一大股东对上市公司的股权控制力无关却影响掏空行为的因素呢?本文认为,第一大股东通过社会资本控制链形成的对董事会的控制力可能是另一个影响掏空行为的重要因素,以下实证结果对这一问题进行了检验(见表 8)。

表 8

第一大股东对董事会的控制力度与掏空

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	单因素分析	全样本	子样本 3	子样本 4	子样本 5
<i>Intercept</i>	7.956*** (14.93)	-5.038 (-1.18)	-17.758** (-2.43)	0.558 (0.05)	-7.249 (-1.31)
<i>Balance</i>	-0.130*** (-7.87)	-0.123*** (-7.73)	-0.125*** (-4.01)	-0.078** (-2.01)	0.037 (1.09)
<i>Control</i>	6.633*** (9.14)	6.451*** (8.92)	5.689*** (5.63)	5.701*** (3.01)	5.910*** (4.74)
<i>Size</i>		0.658*** (3.34)	1.434*** (4.13)	0.307 (0.61)	0.382 (1.51)
<i>Lev</i>		-0.679* (-1.80)	-4.088*** (-2.61)	-0.310 (-0.31)	-0.169 (-0.44)
<i>ROA</i>		0.643 (0.68)	-1.960 (-0.64)	2.532 (1.45)	-0.441 (-0.40)
<i>Industry</i>		-2.680** (-2.35)	-3.509** (-2.24)	-1.913 (-0.44)	-1.212 (-0.72)
<i>Year</i>		-0.762* (-1.73)	-1.835*** (-2.77)	-0.410 (-0.40)	0.984 (1.43)
<i>N</i>	1 602	1 602	796	339	467
Adj. <i>R</i> ²	0.101	0.115	0.106	0.035	0.048
F Value	91.16***	30.65***	14.42***	2.75***	4.35***

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的 *t* 值。

表 8 列示了第一大股东对董事会的控制力度与掏空行为之间的实证检验结果。此处采用前文所述的模型(2)作为回归方程,同样采用普通最小二乘法(OLS)对样本进行回归。在第(1)列中我们只将股权制衡(第 2-10 大股东持股比例之和 *Balance*)和第一大股东在董事会中所占席位的比重(*Control*)两个解释变量放入模型进行检验,在第(2)列中,我们将公司特征变量、行业因素和制度变迁等控制变量加入到模型中进行检验。实证结果显示:无论是列(1)还是列(2)第 2-10 大股东的持股比例均与第一大股东掏空行为为负相关,再次证实了股权制衡对抑制第一大股东掏空行为的作用;第一大股东在董事会中所占席位的比重,即第一大股东对董事会的控制力度与掏空行为之间存在显著的正相关关系,两个指标都在 1% 水平上显著。

第(3)、(4)、(5)列分别列示了子样本 3、4、5 的回归检验结果。关于股权制衡(*Balance*)我们发现随着第一大股东对上市公司股权控制力度的减弱,股权制衡的效果也在减弱,子样本 5 中股权制衡甚至出现了不显著的影响,可能的原因是第一大股东对上市公司的股权控制力较弱时关联交易的规模较小掏空行为出现较少。但是第一大股东对董事会的控制力度对掏空行为的影响却越来越大,3 个子样本的系数分别是 5.689、5.701、5.910,并且都在 1% 水平上显著。

将模型(1)和模型(2)的回归结果进行对比分析,我们发现第一大股东首先通过提高持股比例加强对上市公司的控制,进而与上市公司进行关联交易来掏空上市公司侵害中小股东的利益,其他大股东可以通过股权制衡的方式来约束第一大股东的这种掏空行为;但是另一方面第一大股东也有可能通过其他方式加强对上市公司的控制(比如通过对董事会的控制)进而侵害中小股东的利益,并且我们发现当第一大股东对上市公司的股权控制力度越弱时,对董事会的控制力度更大程度的影响掏空行为。所以,上市公司的第一大股东不仅通过股权结构的安排,而且也通过对董事会的控制来达到控制上市公司、影响公司经营活动、侵害中小股东利益的目的。对董事会的控制可以作为第一大股东对上市公司的股权控制的替代,在股权控制力一般或者较弱时通过影响董事会的决策参与上市公司的治理。

(三) 稳健性检验

由于第 1 大股东持股比例与第 2-10 大股东持股比例之间可能存在此消彼长的关系,进而可能产生多重共线性。本文增加了多重共线性的检验,首先进行了 Pearson 检验, Pearson 相关系数表明 *First* 和 *Balance* 之间确实存在两两间的此消彼长关系,二者相关系数为 -0.283,在 5% 水平下显著,但是这并不意味着存在多重共线性,因为相关系数不超过 0.5 一般不会产生多重共线性。同时,考虑到 *First* 是哑变量,本文又做了 Spearman 相关系数检验,结果与 Pearson 检验类似。并且,回归时各变量的 VIF 值均在 1~3 之间,一般是超过 10 才可能有多重共线性。因此,该模型并不存在多重共线性。

在前文的分组检验中,我们用第 2-10 大股东的绝对持股比例来衡量股权制衡度。在稳健性检验中,本文采用了两类股东持股比例的相对数(第 2-10 大股东持股比例之和除以第一大股东持股比例)来衡量股

权制衡度,发现回归结果与前文类似。

五、结论

本文通过实证研究得到了以下结论:(1)相对于不存在控股股东的民营上市公司(即第一大股东的持股比例小于30%),存在控股股东的公司大股东的掏空行为更为严重;(2)无论是否存在控股股东,股权制衡对第一大股东掏空行为都存在显著的抑制作用,存在控股股东时这种抑制作用更加明显;(3)在第一大股东不能通过股权结构对上市公司进行实质性控制(即第一大股东对上市公司的股权控制力一般或者较弱)的样本中,董事会中大股东派出的董事的比例与大股东掏空行为显著正相关,并且股权控制力越弱这种相关关系更加明显。

这些结论表明,大股东首先通过获取上市公司的股权控制权来达到掏空上市公司的目的,股权制衡能够抑制这种掏空行为。当大股东不能通过股权对上市公司形成实质性控制时,他们转而通过对董事会的控制来达到控制上市公司,侵害中小股东利益的目的。第一大股东对董事会的控制能够作为股权控制的一个替代,使得第一大股东对上市公司的经营活动进行控制,从而达到掏空的目的。

通过以上研究,本文提出了完善治理结构、抑制大股东掏空行为的一个较为系统的解决方案:第一,降低大股东的持股比例,制约第一大股东的最高持股比例,其中30%是一个重要的临界点;第二,增加其他大股东的持股比例,尽量使得第2-10大股东的持股比例超过第一大股东,增加控股股东的数目和相互间的制衡能力,改“一股独大”为“多股同大”;第三步是通过外部政策和内部规定等手段减少大股东向董事会派遣董事的人数,增加董事会的独立性,在董事会中形成一种对第一大股东的制衡形势,尤其是在第一大股东对上市公司的股权控制力较弱时,对董事会的治理显得尤为重要。

参考文献:

1. 陈晓、王琨 2005 《关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据》,《经济研究》第4期。
2. 高闯、关鑫 2008 《社会资本、网络连带与上市公司终极股东控制权》,《中国工业经济》第9期。
3. 高明华、马守莉 2002 《独立董事制度与公司绩效关系的实证分析——兼论中国独立董事有效行权的制度环境》,《南开经济研究》第2期。
4. 关鑫、高闯、吴维库 2010 《终极股东社会资本控制链的存在与动用》,《南开管理评论》第6期。
5. 韩志丽、杨淑娥、史浩江 2006 《企业终极所有者“掏空”行为的影响因素》,《系统工程》第9期。
6. 李增泉、王志伟、孙铮 2004 《“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》第12期。
7. 刘启胜、刘跃 2003 《我国上市公司独立董事制度有效性的实证分析》,《统计与决策》第11期。
8. 卢闯 2009 《掏空、公司治理与盈余质量》,《科学决策》第8期。
9. 吕怀立、李婉丽 2010 《控股股东自利行为选择与上市公司股权制衡关系研究——基于股权结构的内生双重属性》,《管理评论》第3期。
10. 苏启林、万俊毅、欧晓明 2003 《家族控制权与家族企业治理的国际比较》,《外国经济与管理》第5期。
11. 唐清泉、罗党论、张学勤 2005 《独立董事职业背景与公司业绩关系的实证研究》,《当代经济管理》第1期。
12. 唐宗明、蒋位 2002 《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》第4期。
13. 肖曙光 2006 《独立董事制度与我国上市公司业绩的相关性研究》,《系统工程》第8期。
14. 谢玲芳、朱晓明 2005 《董事会控制、侵占效应与民营上市公司的价值》,《上海经济研究》第1期。
15. 余明桂、夏新平 2004 《控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究》,《南开管理评论》第6期。
16. 赵晶、关鑫、高闯 2010 《社会资本控制链替代了股权控制链吗》,《管理世界》第3期。
17. Berle, A., and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
18. Bennedsen, M., and D. Wolfenzon. 2000. “The Balance of Power in Closely Held Corporations.” *Journal of Financial Economics*, 58(2): 113-139.
19. Bertrand, M., M. Paras, and M. Sendhil. 2002. “Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups.” *Quarterly Journal of Economics*, 117: 121-148.
20. Dahya, J., O. Dimitrov, and J. McConnell. 2008. “Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-country Analysis.” *Journal of Financial Economics*, 87(1): 73-100.
21. Gomes, A., and W. Novaes. 2005. “Sharing of Control versus Monitoring.” PIER Working Paper, University of Pennsylvania Law School.
22. Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
23. Johnson, S. R., La Porta, and F. Lopez-de-Silanes. 2000. “Tunneling.” *American Economic Review*, 90(2): 22-27.
24. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. “Corporate Ownership around the World.” *Journal of Finance*,

54(2) : 471 – 517.

25. Lehmann , E. and J. Weigand. 2000. “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and the Market for Corporate Control in Germany. ” *European Finance Review* , 4: 157 – 195.
26. Lin , Y. C. , and K. V. Peasnell. 2000. “Fixed Asset Revaluation and Equity Depletion in the UK. ” *Journal of Business Finance & Accounting* , 27(3/4) 359 – 394.
27. Liu , Q. , and Z. Lu. 2002. “Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective. ” *Journal of Corporate Finance* , 13(5) : 881 – 906.
28. Pagano , M. and A. Roel. 1998. “The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs , Monitoring , and the Decision to Go Public. ” *Quarterly Journal of Economics* , 113(1) : 187 – 225.
29. Shleifer , A. , and R. Vishny. 1986. “Large Shareholders and Corporate Control. ” *Journal of Political Economy* , 94(3) : 461 – 488.
30. Shleifer A. , and R. Vishny. 1997. “A Survey of Corporate Governance. ” *Journal of Finance* , 52(2) : 737 – 783.
31. Volpin , P. 2002. “Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy. ” *Journal of Financial Economics* , 64: 61 – 90.

Equity Ownership Structure , the Characteristics of Board and Tunneling: Empirical Evidence from China ’ s Listed Companies

Tang Jianxin , Li Yonghua and Lu Jianlong

(Economics and Management School of Wuhan University)

Abstract: This paper , employing non – financial companies from 2003 to 2010 in China as the sample , analyzes whether equity ownership structure and the characteristics of board are conducive to tunneling. These results indicate that , the largest shareholder firstly tunnels the listed company by acquiring equity control , and equity balance can inhibit this tunneling behavior. When the largest shareholder can not substantively control the listed company by ownership structure , they turn to the control of board of directors to control the listed company , which is against the interests of the minority shareholders. The control of board can be used as an alternative to control by equity , so that the largest shareholder can easily tunnel the listed company.

Key Words: Private Firms; Equity Ownership Structure; Characteristics of Board; Related Party Transactions; Corporate Governance

JEL Classification: G32

(责任编辑: 彭爽)

(上接第 85 页)

25. Kopecky K. and D. VanHoose. 2004. “A Model of the Monetary Sector with and without Binding Capital Requirements. ” *Journal of Banking and Finance* , 28(3) : 633 – 646.
26. Sichei M. M. 2005. “Bank – Lending Channel in South Africa: Bank – Level Dynamic Panel Date Analysis. ” University of Pretoria , Department of Economics Working Paper Series , October.
27. Thakor A. V. 1996. “The Design of Financial Systems: An Overview. ” *Journal of Banking and Finance* , 20(5) : 917 – 948.
28. van den Heuvel. S. 2002. “The Bank Capital Channel of Monetary Policy. ” University of Pennsylvania , Working Paper , December.
29. van den Heuvel. S. 2007. “Do Monetary Policy Effects on Bank Lending Depend on Bank Capitalization?” University of Pennsylvania , Working Paper.

Bank Capital and Loan Asymmetry in the Transmission of Monetary Policy

Liu Mingyu

(Economics and Management School of Wuhan University)

Abstract: Using quarterly panel data from 17 commercial banks in China during 2000 Q1 to 2011 Q4 , this paper compares responses of banks with different levels of capital buffer to tight and expansionary monetary policy , and explores the amplification effect of bank capital constraints on monetary policy asymmetry based on the credit channel. The results show that , under function of tools of counter – cyclical monetary policy by the central bank , there exists a significant asymmetry feature in the credit channel , where tight monetary policy has a stronger effect and expansionary monetary policy has a weaker effect; bank characteristics would affect the transmission effects of monetary policy , which means banks with higher capital buffer and smaller asset size response more to monetary policy; banks are subject to both statutory deposit reserve requirements and bank capital constraints , so bank capital supervision effectively strengthens the asymmetric effect through credit transmission channel of monetary policy in China.

Key Words: Bank Capital; Asymmetry of Monetary Policy; Credit Channel

JEL Classification: E52

(责任编辑: 彭爽)