

治理结构对家族股东隧道行为的影响分析^{*}

申明浩

内容提要:本文利用2002—2004年的280家民营上市公司样本检验了公司内部治理机制对家族控股股东隧道行为的影响。在区分了“资本家家族”与“企业家家族”的基础上,回归分析发现:资本家家族的隧道行为动机和强度远远高于企业家家族,企业家家族有大股东的监督倾向。资本家家族倾向于通过构建多层控制链实施隧道行为;企业家家族成员在上市公司任职有利于形成合谋挖掘隧道转移资源;控股股东以企业集团方式存在的公司遭受了更加严重的掏空;家族控制的上市公司中独立董事没有发挥有效的监督作用;总经理持股比例与隧道行为强度呈现U型关系,存在“监管激励效应”及“合谋掏空效应”。研究结果表明,越是资本家控制型公司,家族通过关联交易剥削中小股东的可

关键词:隧道行为 关联交易 治理结构 家族控制 控股股东

一、引言

隧道行为(tunneling)是指能够控制公司的股东为了自身的利益将公司的财产和利润转移出去的行为(Johnson et al, 2000),表现为以下几种形式:第一,大股东为了自身利益通过关联交易的方式从上市公司中转移资源,包括资产销售、转移定价、借款担保、剥夺公司发展机会,甚至直接盗取和侵占等;第二,支付经理人员(控股股东在其控制的企业中往往同时担任经理)较高的薪水、高派现等;第三,大股东在不转移任何资产的情况下增加控股股东的份额,如内部人交易、秘密并购等。本文主要研究的是第一种隧道行为,即关联交易型的隧道行为,这也是最为常见、最容易施行的掏空方式。

隧道行为严重损害了其他股东的利益,Bertrand(2002)通过对印度公司1980—1990年的数据研究后发现,隧道挖掘在印度非常普遍,企业间多为金字塔型结构,这种金字塔的结构刺激了企业之间的关联交易行为,处于金字塔上端的公司比处于下端的公司对股价更为敏感。Morck等(2000)提出,隧道行为降低了股票价格的信息含量,如果没有完善的法律体系对中小投资者进行保护,那么资本市场的资源配置功能会较弱。Johnson(2000)认为,控股股东的隧道挖掘行为是导致1997—1998年亚洲金融危机的主要原因之一。

对于大股东的隧道挖掘行为,我国的研究刚刚起步。刘峰、贺建钢(2003)从隧道挖掘的角度研究了我国上市公司的高派现行为,发现大股东持股比例与不同的利益输送方式之间有一定的关联。李增泉、王志伟、孙铮(2003)的研究结果也表明上市公司的所有权安排对大股东的资金占用行为具有重要的影响。被媒体报道的家族转移上市公司资产、剥夺中小股东利益的案例层出不穷,已经危害到股市的正常秩序和健康发展。所以,设计合理的治理机制加以规避隧道挖掘行为,是一个急需解决的现实问题。

^{*} 申明浩,广东外语外贸大学国际经济贸易研究中心、国际经济贸易学院,邮政编码:510420,电子信箱:tysmh@163.com。作者感谢匿名审稿人的建设性意见,但文责自负。

二、公司内部治理机制对隧道行为的作用

(一) 股权结构与隧道行为

公司治理研究对大股东的作用有不同看法,主要存在隧道效应与监督效应两种争论。

第一种是机会主义行为的隧道效应,研究者认为只要不是大股东完全控股,必然存在着中小股东委托大股东代理行使经营决策权,从而引发不同股东之间的第二重代理成本。La Porta et al. (1999)发现在股权高度集中的国家,主要的治理问题是大股东与小股东之间的利益冲突,而不是传统意义上的股东与经理人的委托代理问题。而且控制权与现金流权高度分散的股权结构也是世界范围广泛存在的所有权结构形态(La Porta et al., 2002),在这种公司里,当控股股东剥夺公司财产的收益超过成本时,他们会不惜损害其他股东的利益来获取私人收益(Barclay and Holderness, 1989; Dyck and Zingales, 2004; Atanasov, 2005)。

一般认为,控股股东隧道效应严重程度依赖于其持股比例,早期研究认为控股股东拥有的股权比例越少,隧道行为的动机越强(Jensen and Meckling, 1976)。Shleifer and Vishny (1997)研究发现,随着控制权与现金流权偏离程度的增加,控股股东会剥夺更多的公司资源。也有学者认为隧道效应与大股东持股比例不是一种简单的线性关系(Morck et al., 1988)。李增泉等(2004)的研究表明中国控股股东的持股比例与资金占用之间是倒U型关系。而且众多研究表明,多个大股东的存在可以产生制衡作用,减轻控股股东的隧道行为,提升公司的市场价值(Bennedsen and Wolfenzon, 2000; La Porta et al., 1999; Maury and Pajuste, 2005)。

第二种是大股东的监督效应,由于其股权持有量大,相对于中小股东,大股东有更强的动机和能力监督公司的经营管理并改善绩效。早在1976年,Jensen和Meckling就指出所有权集中于管理者可以最小化所有权与控制权分离导致的代理问题。而大股东作为监督者,积极作为可以产生所有股东都能共享的收益(Shleifer and Vishny, 1986)。Mitton (2002)对亚洲金融危机期间企业的表现的研究发现,外部大股东的监督行为帮助提高了公司绩效。

(二) 董事会结构与隧道行为

在公司运营中,保持董事会的独立性非常重要,董事会结构中最重要内容就是独立董事能否给董事会带来决策独立性,规避非公允关联交易的道德风险。从独立董事制度设立之日起,就一直存在着各种不同的观点。有的研究表明独立董事的加入改善了公司业绩和股东回报(Schellenger et al., 1989; Byrd and Hickman, 1992),且独立董事越多,公司盈余管理的可能性就越小(Peasnell et al., 2000)。也有学者得到了不同的结果:独立董事与业绩没有显著相关性或者呈负相关关系(Hermalin and Weibach, 1991; Anup and Kroeber, 1996)。国内学者的研究也出现了类似争论,唐清泉和罗党论等(2005, 2006)的研究发现中国的独立董事有助于抑制大股东的关联交易和掏空,而于东智(2003)则指出我国独立董事对企业信息了解不足,“花瓶”现象严重,不能有效承担证监会赋予他们的监督职责,对公司业绩没有显著影响。

(三) 企业集团与隧道行为

家族倾向于采用企业集团的形式实现对关联企业的控制,一方面规避风险、降低可视性,避免一损俱损;另一方面扩大公司外部资源,达到互补互助的效果。企业集团凭借内部交易和内部资本市场获得的独立公司所不具备的优势,成为众多企业家效仿的经营模式。Khanna和Palepu(1997, 2000)指出,在发展中国家,当一种具体的市场机制没有形成时,企业集团通过提供类似的解决办法模仿了这种机制,从而提升了企业价值。与价值增加假说相反,近年来,随着国内众多上市公司被大股东掏空的事件曝光后,企业集团的负面效应受到更多关注。La Porta et al. (1999)对27个国家中20个最大公司的经验研究发现,企业集团的控股股东通过间接的金字塔结构来控制集团内各个

成员公司,最终所有者对金字塔底层的上市公司掏空从而盘剥小股东。Johnson et al. (2000)的研究表明在欧洲企业集团的控制者有很强的动机转移成员公司的资源到外部以增加其个人财富。众多学者发现,在企业集团中,控股股东更多地通过内部交易或者资产重组将成员公司的资源转移到控制人自己手中(Bae et al., 2002; Chang, 2003; Baek et al., 2004)。国内学者的经验研究也显示,企业集团方式存在的公司遭遇了更为严重的掏空(李增泉等, 2004; 高雷等, 2006)。

综上所述,虽然隧道行为已经出现大量的研究成果,而国内的研究则刚刚起步,多数文献没有区分关联交易中的隧道行为和支撑行为,而是把二者混同起来研究,并且都忽视了民营上市公司这一特殊样本。本文在家族利他主义、家族控制关系、家族信任格局的三维度框架下,重点考察公司的内部治理机制对280家民营上市公司的隧道行为的影响。家族利他主义、家族控制关系和家族信任格局三维框架可以较好地描述家族企业的概略特征(有关它们的定义,下文会做介绍),比较适用于家族企业关联交易和隧道行为的分析。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文分析采用的数据包括内部治理结构与关联交易数据,内部治理数据主要从股权结构、董事会结构和经理报酬的角度收集,关联交易则集中于家族控股股东对上市公司资金占用方面。大股东关联交易的数据来源于作者手工收集,主要参考了深圳和上海证券交易所、巨潮资讯等网站公布的上市公司历年年报。公司治理结构数据主要来源于深圳国泰安公司的CSMAR数据库和北京色诺芬公司的CCER民营上市公司数据库。

1. 家族控股股东资金占用数据

在上市公司公布的年报中,控股股东占用上市公司的资金主要通过应收帐款、预付帐款、其他应收款和其他长期应收款四个会计科目反映,本文参考了高雷等(2006)的标准,通过整理年报附注中的“关联方关系及其交易”中第一大股东与上市公司之间的关联交易所产生的应收应付款项的年末余额数据,即将上市公司向控股股东借出的资金减去从控股股东借入的资金得到控股股东对上市公司的资金净占用额来衡量家族的隧道行为。为了消除规模的影响,以资金净占用额/总资产作为因变量(NOC)度量控股股东的隧道行为程度。如果这一数值为正,则说明上市公司存在隧道效应,家族实施了掏空行为,用NOC_TUNL表示;如果为负,则说明上市公司存在支持效应,家族实施了支持上市公司的行为,用NOC_PROP表示。计算发现,超过一半(67.28%)的公司关联方对上市公司的资金净占用额为正值,也即,存在家族隧道行为。

2. 内部治理结构数据

根据上市公司治理结构特征,将家族类上市公司区分为“企业家控制”的家族上市公司(EFB)和“资本家控制”的家族上市公司(CFB)。其中,同时具备下列三个特征的称为“企业家控制型”家族企业,反之称为“资本家控制型”(CFB):(1)上市公司的实际控制家族是公司核心业务的创立者。若通过借壳上市实现控制,则控制家族为注入的核心业务的创立者。如上市公司创立时为非私有性质,则该控制家族的业主或主要成员至少于公司上市日即担任公司高管职务。(2)实际控制家族的业主或主要成员目前担任上市公司高管职务,或者在上市公司的主要控股公司担任高管职

这里将第一大股东的终极控制者所控制的其他公司与上市公司之间的资金占用也视为控股股东对上市公司的资金占用。

该标准主要借鉴了孔鹏(2005)家族上市公司“企业家”和“资本家”的标准,以及王明琳和周春生(2006)“创业型家族”和“非创业型家族”标准。

务。(3)公司应有明确主业,且主业未经常变更,综合类和投资类公司被认为主业不明确,如果同时控制多家上市公司,各公司应属于同行业或有明显的产业链关系。

在变量方面,我们利用股权结构、董事会结构和经理持股激励数据,分别从家族主义、家族控制和家族信任三个维度,度量隧道行为的影响。家族主义维度中重点量化其利他主义维度,可以用控股股东的持股比例(TOP1)来衡量,控股股东持股比例越高,其家族越倾向于努力经营上市公司,对家族成员和家族财产才有更大保障,所以TOP1越大,家族主义中的利他主义越浓厚。家族控制维度细分为控制倾向和经营倾向,即家族控制上市公司的金字塔层级(N)越多、控制权和现金流权偏离系数(SCF)越大,意味着家族控制倾向越明显,经营倾向越低,反之则反是。家族信任维度可以用第一大股东参与关联交易(家族控制)的频率(FTRP)来衡量,此频率越高,说明家族特殊信任程度越高。

回归过程中,用股权结构中的第一大股东持股比例和它的平方项来测度其与上市公司的隧道效应之间的关系,控制维度用金字塔层级和控制权与现金流权偏离系数来衡量,董事会结构主要考察独立董事比例对隧道效应的影响,职业经理持股比例用来验证管理者的“利益趋同效应”和“壕沟防守效应”。

(二)研究变量和模型

本章的研究变量定义见表1。其中,可以直接观测的变量包括:第一大股东持股比例(TOP1);独立董事比例(ID);职业经理人持股比例(SHR.CEO)。

需要计算得到的变量有:前2—5位股东持股比例之和,即股权制衡度(CR25);控制权与现金流权偏离系数(SCF)和金字塔结构层级(N);我们还设置了一个揭示控股股东性质的虚拟变量:企业是否属于集团控制(GROUP)。为了控制规模的影响,我们还加入两个控制变量:企业规模(SIZE)和债务融资比率(LEV)。

TOP1,CR2-5反映了股权结构与股权制衡机制,其中CR2-5越大,应该越能防止第一大股东实施“隧道行为”;反映董事会独立性我们用变量ID表示;反映经理层激励机制的变量是职业经理人持股比例。考虑到民营上市公司很多是家族创立且家族主要成员担任总经理职位,其个人持股就是家族持股,不能反映高管持股的激励效果,故我们在选取样本时排除了这种情形,本文的SHR.CEO是指非家族职业经理人的持股比例;GROUP变量衡量是否属于企业集团控制,如果是,则家族可能通过企业集团内公司之间的各种商业行为和关联交易,最终达到攫取其他股东利益的目的。

我们构建以下模型并使用OLS回归分析方法,对家族企业掏空上市公司的隧道行为进行检验:

$$\text{NOC. TUNL} = \alpha_0 + \alpha_{1a} \text{TOP1} + \alpha_{1b} \text{TOP1}^2 + \alpha_2 \text{CR2-5} + \alpha_3 \text{N} + \alpha_4 \text{SCF} + \alpha_5 \text{FTRP} + \alpha_6 \text{GROUP} + \alpha_7 \text{ID} + \alpha_{8a} \text{SHR. CEO} + \alpha_{8b} \text{SHR. CEO}^2 + \alpha_9 \text{SIZE} + \alpha_{10} \text{LEV} +$$

董事会决策的科学性和独立性能说明控股家族的控制程度。董事长和总经理的两职设置情况及独立董事比例是董事会结构的最重要方面,限于本文所用数据库中两职设置情况未能详尽收集,且此信息不是本文的主要内容,故本文仅将独立董事比例加入分析模型中。

选择三维度的分析变量基于以下两点:(1)能够直接或间接反映各维度的重要特征;(2)上市公司年报数据中有披露或者易获取。

家族主义维度中最有代表性的因素就是利他主义,本文没有采用王明琳(2006)的方法——用家族成员进入董事会的数量来衡量利他主义程度,因为家族上市公司年报中并不会主动披露家族董事成员特征,在获取这一信息时难免有所遗漏,TOP1虽然是间接衡量的方法,但数据易获取且相对可靠。

信任程度不好直接测量,本文主要研究家族与关联方合谋掏空的隧道行为,那么关联方的信任就是一个合谋成立的基础,交易集中发生的关联方自然体现出家族的信任格局导向,如果关联交易集中发生在家族控制股东身上,那么家族企业中主要体现为特殊的家族主义信任关系格局。

考虑到控股股东的持股比例与隧道行为之间不是简单的线性关系,企业绩效与总经理持股同时存在“利益趋同效应”和“壕沟防守效应”(Morck et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991),可以推测隧道行为强度与总经理持股比例也存在非线性关系,我们在模型中引入了第一大股东持股比例和高管持股比例的平方项,来度量这种关系。

(三)描述性统计说明

从表2中可以看出,总体样本中有67.28%的公司对上市公司实施了隧道行为,CFB样本中这一比例达到78.63%,占用上市公司资金比例平均达到了9.2%,而EFB样本中只有54%的公司实施了隧道行为,且资金占用比例为4.6%,只有CFB公司的一半。相反,EFB样本中实施支持上市公司行为的公司占到29%,远远高于CFB公司9.4%的比例,也高于总体样本10多个百分点。说明企业家控制的民营上市公司的隧道行为倾向远远小于资本家控制的公司。

表1 隧道行为研究变量定义表

	名称	符号	定义
因变量	隧道行为强度	NOC. TUNL	资金净占用额/总资产
解释变量	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股量/总股本
	股权制衡度	CR25	上市公司的前2-5位股东持股比例之和
	金字塔层级	N	如家族直接控制上市公司,取值1,依此类推
	偏离系数	SCF	家族控制权/家族现金流权
	家族信任	FIRP	关联交易发生在第一大股东的频率
	是否企业集团控制	GROUP	如果上市公司的第一大股东是企业集团为1,否则为0。
	独立董事比例	ID	独立董事人数/董事会总人数
	职业经理人持股比例	SHR. CEO	职业经理人持股量/总股本
控制变量	公司规模 债务融资比率	SIZE LEV	公司资产账面值的自然对数 (短期借款+长期借款+应付债券)/资产账面值

表2 资金占用与支持数据描述

	280家总体样本		129家EFB		151家CFB	
	NOC. TUNL	NOC. PROP	NOC. TUNL	NOC. PROP	NOC. TUNL	NOC. PROP
均值	0.075	-0.039	0.046	-0.036	0.092	-0.047
中位数	0.031	-0.011	0.012	-0.011	0.045	-0.011
最大值	0.632	-0.289	0.444	-0.289	0.632	-0.170
最小值	4.54e-06	-2.55e-05	1.69e-05	-2.55e-05	4.54e-06	-3.95e-05
标准差	0.116	0.064	0.089	0.066	0.126	0.060
样本数	67.28%	18.43%	54.00%	29.00%	78.63%	9.40%

四、统计检验与结果分析

(一)相关性分析

变量之间的相关性描述分析表明,隧道行为和关联交易规模都与企业的市场价值在10%水平上呈显著的负相关关系,反映出家族的隧道行为会降低公司价值。没有发现股权集中度、股权制衡度和独立董事比例与隧道行为有显著相关性。家族通过金字塔控制上市公司的层级越多,隧道行为也越明显;上市公司和第一大股东发生关联交易的频率越高,隧道行为也越多;若是企业集团控制的上市公司,其隧道行为也越严重(均在1%的水平上与NOC. TUNL显著正相关)。还发现规模越大的企业隧道行为强度越低,而负债比率高的企业隧道行为强度也高。

(二) 回归结果及讨论

在进行多变量回归分析之前,我们首先做了自变量的相关性分析,发现除了 $TOPI$ 和 $CR25$, N 和 SCF , $FTRP$ 外,绝大多数自变量的相关性不强,基本上符合我们提出的家族利他主义、家族控制关系和家族信任格局三个维度相互影响的关系。因此,我们将这三类变量分别纳入计量模型,结合模型中第一大股东和总经理持股比例的平方项的引入,得到以下四个回归模型:

$$NOC.TUNL = \beta_0 + \beta_{1a}TOPI + \beta_3N + \beta_5FTRP + \beta_6GROUP + \beta_7ID + \beta_9SIZE + \beta_{10}LEV + \quad (1)$$

$$NOC.TUNL = \beta_0 + \beta_{1a}TOPI + \beta_{1b}TOPI^2 + \beta_4SCF + \beta_5FTRP + \beta_6GROUP + \beta_7ID + \beta_9SIZE + \beta_{10}LEV + \quad (2)$$

$$NOC.TUNL = \beta_0 + \beta_2CR25 + \beta_3N + \beta_5FTRP + \beta_6GROUP + \beta_7ID + \beta_{8a}SHR.CEO + \beta_9SIZE + \beta_{10}LEV + \quad (3)$$

$$NOC.TUNL = \beta_0 + \beta_2CR25 + \beta_4SCF + \beta_5FTRP + \beta_6GROUP + \beta_7ID + \beta_{8a}SHR.CEO + \beta_{8b}SHR.CEO^2 + \beta_9SIZE + \beta_{10}LEV + \quad (4)$$

表 3 是多元统计回归结果,分别列出了总体样本、EFB 样本和 CFB 样本的隧道行为的影响因素及结果。为了检验控股股东持股比例是否与隧道行为之间存在非线性关系,我们将第一大股东持股比例的平方项纳入计量模型(2),与李增泉(2004)等的研究结果不一致,三个样本均未能发现两者之间存在显著的非线性关系,而且加入平方项的模型(2)的解释能力低于模型(1),部分原因可能在于李增泉等(2004)的研究没有将隧道行为与支持行为加以区分,样本和方法上的差异导致结果不同。

考虑到变量 $TOPI$ 和 $CR25$ 之间有较强的相关性,将它们分别纳入计量模型,估计了模型(1)、(2)和模型(3)、(4)。与高雷等(2006)的结果类似,模型(3)、(4)并没有报告其他大股东对家族控股股东的隧道行为产生制衡作用。与以前的研究结果不同的是,我们发现 CFB 样本中 $TOPI$ 与 $NOC.TUNL$ 呈显著的正相关关系,而 EFB 中二者呈负相关关系,但是影响不显著。这暗示了 EFB 公司企业家家族控股越多,越能激发其作为大股东的监督效应并努力从事主业的经营以提升公司绩效,而 CFB 公司中的资本家家族则显示出掏空上市公司的意图,控制股权比例越高,越有利于其从事隧道行为。

模型(1)、(3)和模型(2)、(4)中金字塔层级和控制权与现金流权偏离系数具有较强的相关性,我们分别做了估计, SCF 在三组样本中都没有得出显著的相关关系,金字塔层级(N)在总体样本和 CFB 样本中都对家族隧道挖掘有显著的正向影响,EFB 公司中则影响不显著。说明作为资本控制的重要手段,金字塔结构的搭建对于资本家家族而言是有利于其从事隧道行为,而企业家家族则可能会从事长期经营,通过企业成长带来家族财富的增长。

衡量家族信任程度的 $FTRP$ 变量在总体样本和 EFB 样本中都对 $NOC.TUNL$ 产生了显著的正向影响,但是在 CFB 样本中影响不显著。表明家族信任可以促成控股股东和上市公司达成合谋实现隧道行为,CFB 样本不显著的原因与资本家家族不倾向于在上市公司中安排太多家族成员有关(王明琳、周春生,2006)。

$GROUP$ 变量在所有样本和模型中都对隧道行为有很显著的正向影响,揭示出企业集团控制形态加剧了对上市公司的掏空效果。

我们没有发现独立董事比例与隧道行为有显著的相关关系,这一结果与于东智等人(2003)的研究一致,董事会治理在我国民营上市公司中也是无效的,独立董事没有发挥作为独立第三方监督的效果。反过来说,家族企业请独立董事可能更多出于公司的市场声誉考虑,独立董事的作用在于树立公司形象。

表 3 隧道行为回归分析结果

	总体样本 280 家				EFB 公司 129 家				CFB 公司 151 家			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	0.400**	0.505***	0.391**	0.436**	0.584**	0.496**	0.598**	0.511**	0.297	0.489*	0.290	0.351
TOPI	0.001	0.003			-0.001	-0.002			0.001	0.004*		
TOPI ²		-2.16E-005				1.63E-005				-3.97E-005		
CR25			0.000	0.000			-0.001	-0.001			8.77E-006	3.57E-005
N	0.029***		0.030***		0.005		0.001		0.034***		0.034***	
SCF		-0.005		-0.003		-0.014		-0.010		-0.005		-0.005
FIRP	0.045**	0.047**	0.040**	0.037**	0.042*	0.046**	0.022	0.022	0.040	0.046	0.039	0.041
GROUP	0.077***	0.093***	0.077***	0.092***	0.051***	0.054***	0.054***	0.056***	0.098***	0.116***	0.098***	0.112***
ID	0.046	0.032	0.024	0.009	0.192	0.222*	0.175	0.190	0.065	0.048	0.058	0.044
SHR.CEO			-0.841	-2.806*			-0.531	-2.233*			-0.794	-0.794
SHR.CEO ²				22.731*				18.842*				0.000
SIZE	-0.023***	-0.023***	-0.023***	-0.022***	-0.033***	-0.026**	-0.034***	-0.029**	-0.019*	-0.021*	-0.019*	-0.018
LEV	0.036	0.037	0.044*	0.049*	0.108***	0.099***	0.123***	0.121**	0.009	0.011	0.011	0.019
R ²	0.336	0.300	0.330	0.289	0.377	0.399	0.368	0.378	0.281	0.291	0.331	0.285
样本数	190	190	190	190	71	71	71	71	119	119	119	119

注:表中*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上有显著意义。

对于 EFB 样本和总体样本,总经理持股比例 SHR.CEO 与 NOC.TUNL 呈现显著的 U 型关系,表明随着总经理持股比例的增加,隧道行为强度先下降再上升(如图 1),在 CFB 公司中,SHR.CEO 与 NOC.TUNL 更多呈现出一种负相关的线性关系,但是不显著。这样的结果说明当总经理的持股量从零开始增加时,其重视公司长期业绩的程度也不断增加,但当总经理的持股量达到一定比例时,逐渐有能力对上市公司的资源进行支配,此时出于自利的机会主义动机,他也会通过自己的关联方挖掘隧道转移财富,并且随着投票权的增加,隧道行为的强度也不断加剧。这个结论也支撑了高管持股与企业价值之间的“利益趋同”到“壕沟

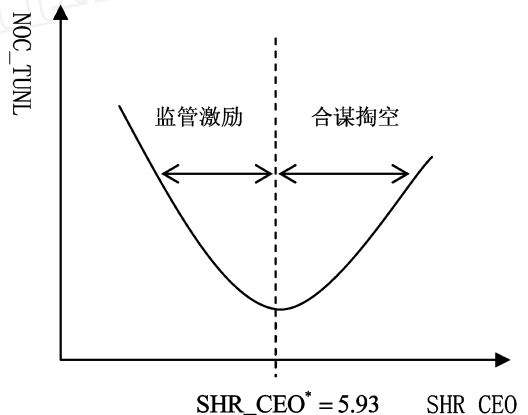


图 1 总经理持股比例与隧道行为关系曲线

防守”关系的变化(图 2)。因为企业价值与隧道行为呈负相关关系,所以图 1 中的 U 型曲线与图 2 中的倒 U 型曲线其实是等价的。

以 EFB 公司为例计算总经理最优持股比例,使公司隧道行为强度降至最低,得下式:

$$NOC.TUNL = 0.511 - 2.233SHR.CEO + 18.842SHR.CEO^2$$

求得极值: $SHR.CEO^* = 5.93$

表明当总经理持股比例达到 5.93% 时,控制性家族实施隧道行为的强度最小,企业价值最大。

表 3 中,控制变量 SIZE 和 LEV 的回归系数都较显著,表明规模越大对隧道效应抑制效果越明

这个结论即 SHR.CEO 与 NOC.TUNL 之间的关系存在监管激励效应与合谋掏空效应,和 SHR.CEO 与 TQ 之间的利益趋同效应和壕沟防守效应相呼应。

显,而负债越高则越能激发家族掏空上市公司,甚至引发银行等金融机构的套牢效应。众所周知,德隆就是向银行大量贷款,通过高负债高成长的模式迅速扩张,家族股东掏空上市公司就相当于向银行挖掘隧道,当德隆大厦崩塌之际,引发一系列的连锁反应。

五、结论

本文利用 2002—2004 年的 280 家民营上市公司样本检验了公司内部治理机制对家族控股股东隧道行为的影响。研究发现:第一,股权制衡度对家族掏空上市公司没有明显的抑制效果,CFB 家族控股股东持股比例与隧道行为之间呈倒 U 型关系,即 CFB 公司的控股股东持股比例对家族掏空上市公司在一定程度上有正向影响,如果控股比例较高反而呈负向影响。而 EFB 公司没有这种关系。第二,CFB 中金字塔层级对资金占用的正向影响表明资本家通过构建多层控制链实施隧道行为,EFB 中企业家家族没有这种倾向。第三,家族信任在 EFB 样本中对隧道行为有显著的正向影响,表明企业家家族成员在上市公司任职有利于形成合谋挖掘隧道转移资源。第四,控股股东以企业集团方式存在的公司遭受了更加严重的掏空,支持了企业集团的“掏空假说”。第五,家族类上市公司中独立董事没有发挥有效的监督作用;第六,职业经理人持股比例存在“监管激励效应”及“合谋掏空效应”,总经理持股比例与隧道行为强度呈现 U 型关系,随着总经理持股比例的增加,隧道行为强度先下降后上升。

以上研究结果表明:越是资本家控制型的公司,大股东通过隧道行为剥削中小股东的可能性就越大。所以在健全和完善证券监管机制时,不妨实施公司分类分级监管,对这些资本家家族控制的公司进行特别监管,把有限的监管资源集中到关联交易倾向大和掏空动机强的公司,可以起到防范于未然的作用。

参考文献

- 高雷、何少华、黄志忠,2006:《公司治理与掏空》,《经济学(季刊)》第 5 卷第 3 期。
- 李增泉、孙铮、王志伟,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。
- 刘峰、贺建刚,2003:《股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究》,载于《第二届实证会计研究论文集》。
- 罗党论、唐清泉,2006:《独立董事制度实施效果分析——基于上市公司关联交易的证据》,《南方经济》第 9 期。
- 申明浩,2007:《合谋理论对隧道行为的解释与应用》,《经济学动态》第 9 期。
- 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。
- 于东智,2003:《董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析》,《中国社会科学》第 3 期。
- Atanasov, Vladimir, 2005, “How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions”, *Journal of Financial Economics* 76(1), 191—234.
- Bae, Kee-Hong, Jurr-Koo Kang and Jir-Mb Kim, 2002, “Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”, *Journal of Finance* 57(6), 2695—2740.
- Baek, Jae-Seung, Jurr-Koo Kang and Kyung Suh Park, 2004, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics* 71(2), 265—313.
- Barclay, Michael and Clifford Holderness, 1989, “Private Benefits from Control of Public Corporation”, *Journal of Financial Economics* 25(2), 371—395.

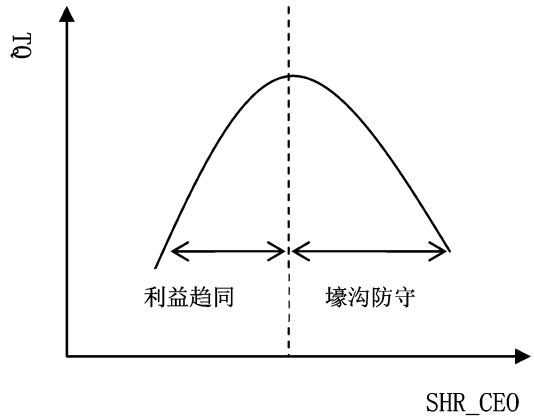


图 2 总经理持股比例与企业价值的关系曲线

- Bennedsen, M., and D. Wolfenzon, 2000, "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics* 58, 113—139.
- Bertrand, Marianne, 2002, "Paras Mehta and Sendhil Mullainathan, Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics* 117(1), 121—148.
- Chang, Sea Jin, 2003, "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-affiliated Companies in Korea", *Academy of Management Journal* 46(2), 238—253.
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales, 2004, "Private Benefits of Control: an International Comparison", *Journal of Finance* 59(2), 537—600.
- Hermalin, B. and M. Weisbach. 1991, "The Effects of Board Compensation and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management* 20, 101—112.
- Hermalin, B., and M. Weisbach, 1991, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management* 20, 101—112.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, and D. Palia. 1999, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics* 53, 353—384.
- Himmelberg, Charles and R. Genn Hubbard, 2000, "Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-For-Performance Sensitivity", Working paper, Columbia University.
- Hubbard, R. G., and D. Palia, 1995, "Executive Pay and Performance: Evidence from the U. S. Banking Industry", *Journal of Financial Economics* 39, 105—130.
- Jensen, M. C and W H Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3(4), 305—360.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair, Breach, and Eric Fiedman, 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997—1998", *Journal of Financial Economics* 58:1—2, 141—186.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, 2000, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets: An Analysis of Diversified Indian Business Group", *Journal of Finance* 55(2), 867—891.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, 1997, "Why Focused Strategies may be Wrong for Emerging Markets", *Harvard Business Review* 75(4), 41—51.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. W. Vishny, 2000a, "Agency Problem and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance* 55: 1—33.
- , 2000b, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Finance Economics* 58: 3—27.
- , 1999a, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 54(2), 471—517.
- , 1999b, "The Quality of Government, Journal of Law", *Economics and Organization* 15(1), 222—279.
- , 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance* 57: 1147—1170.
- Maury, Benjamin and Anete Pajuste, 2005, "Multiple Large Shareholders and Firm Value", *Journal of Banking and Finance* 29(7), 1813—1834.
- McConnell, J. J and Henri Servaes, 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* 27(2), 595—613.
- Mehran and Hamid, 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 38, 163—184.
- Mitton and Todd, 2002, "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 64(2), 215—241.
- Mørck, R, A. Shleifer and R. W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20(1/2), 293—315.
- Mørck, Randall, David Stangeland, and Bernard Yeung, 2000, Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease, in Randall. K. Mørck, ed.: Concentrated Corporate Ownership, University of Chicago Press, Chicago, 3.
- Shleifer A, and Vishny R. W., 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 7, 737—783.

Analysis on the Influence of Governance Structure to Family-controlled Tunneling Behavior of Chinese Private Listed Companies

Shen Minghao

(Guangzhou University of Foreign Studies)

Abstract: In the paper, we choose the whole body of 280 private listed companies by the end of 2004 as research subjects and distinguish Capitalists-controlled (CFB) from Entrepreneurs-controlled (EFB). The results of regression analysis on family occupying of listed companies' capital show: capitalist-families incline to conduct tunnel behavior by the means of establishing multi-layer control chain; members of the entrepreneur-families working in listed company is conducive to the formation of collusion, digging tunnel and transferring resources; companies whose controlling shareholders exist in the form of enterprise groups suffer from being emptied more seriously; in family-controlled listed companies, independent directors have not played an effective supervisory role; the equity ratio of general manager and intensity of the tunneling behavior show U-shaped relationship, "the incentive effects of regulation" and "collusion draining effect" existing. We find the more the business is controlled by capitalist, the more possible tunnel behavior is to be conducted. So we think the listed companies should be classed and supervised separately.

Key Words: Tunneling Behavior; Affiliated Transactions; Governance Structure; Family-controlled; Manipulative Shareholder

JEL Classification: D230, G320, G390

(责任编辑:王利娜)(校对:子璇)

(上接第 134 页)

The Determinants of Capital Structure and Equity Financing Preference in Listed Chinese Companies

Xiao Zezhong and Zou Hong

(Xiangtan University; City University of Hong Kong)

Abstract: This paper investigates the share issuing preference conjecture and determinants of capital structure in listed Chinese firms. It provides a method to formally test the share issuing preference and obtained strong evidence that supports the hypothesis. The results indicate that although in general state ownership, legal person ownership and foreign ownership do not have a significant effect on capital structure, a high level of state ownership is associated with a high level of long term debt. These results are inconsistent with the argument in the literature that the high level of state ownership is a cause of the share issuing preference. Additionally, the variables (firm size, asset tangibility, growth and profitability) that are found to be important in developed countries also play a similar role in capital structure decisions in listed Chinese firms. However, they are associated with leverage in ways different from those in other developing countries.

Key Words: Agency Theory; Capital Structure; Financing Behavior; Pecking Order Theory; Static Trade-off Theory

JEL Classification: G320, G340

(责任编辑:宏亮)(校对:晓鸥)