

# 机构投资者持股对上市公司大股东掏空行为之影响

郑爱华 冯晓云 郑晓华

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116)

**【摘要】** 本文以 2007~2008 年沪深两市的 A 股上市公司为样本,分析了机构投资者持股对大股东掏空行为产生的影响。结果表明,我国机构投资者可以有效抑制大股东掏空行为,并且在独立董事比例较高的情况下,公司治理效果更好。

**【关键词】** 机构投资者 大股东掏空行为 独立董事比例 股权分置改革

现代公司治理理论主要关注大股东对中小股东的利益侵占问题,在此基础上产生了“利益侵占假说”,即认为大股东拥有对公司的控制权,其有能力通过影响公司政策的制定来最大化自身利益,从而忽视中小股东的利益甚至侵占中小股东的利益。Johnson 等(2000)将使公司中小股东利益受到侵占的行为称为“掏空”。大股东对中小股东的利益侵占问题成为学术界关注的问题。我国机构投资者能否有效抑制大股东的掏空行为,从而从客观上保护中小投资者的利益?这一直是个颇有争议的话题。本文选取 2007~2008 年沪深两市的 A 股上市公司的数据展开研究,以探索在股权分置改革以及新会计准则的双重影响下,机构投资者在抑制大股东掏空行为方面发挥了什么样的作用。本文的研究结论将为机构投资者参与公司治理的研究提供新的证据。

## 一、研究假设

关于机构投资者抑制大股东掏空行为效果的实证研究,目前有两种截然相反的观点。

一种观点认为,机构投资者能够扮演“积极股东”角色,能有效抑制上市公司大股东的掏空行为,即股东积极主义行为。翁洪波和吴世农(2007)实证研究了 2001~2004 年间我国证券市场机构投资者持股与公司治理效果之间的关系,研究结果表明:上市公司中机构投资者持股比例越高,上市公司发生“恶意派现”的可能性越小,大股东通过“恶意派现”侵占中小股东利益的可能性就越小。刘志远和花贵如(2009)以 2004~2005 年沪深两市的所有 A 股上市公司作为研究样本,研究了我国机构投资者的股东积极主义行为,研究结果表明:在我国资本市场中,机构投资者具有股东积极主义行为的动机,股东积极主义行为能抑制大股东的利益侵占行为,能从客观上保护中小投资者的权益。

另一种观点认为,机构投资者只能扮演“消极股东”角色,其对大股东掏空行为不会产生抑制作用。石子印(2007)研究认为,我国机构投资者不会改变大股东侵占中小股东利益的现状,其对改善上市公司治理状况起到的作用微乎其微。傅勇和谭松涛(2008)以 2006 年 11 月 13 日以前完成股权分置改革的 1 104 家上市公司作为研究样本,研究了机构投资者在

股权分置改革过程中发挥的作用,研究结果表明:机构投资者通过内部交易与非流通股股东合谋,并获取额外收益。

我们认为,机构投资者有动力也有能力抑制大股东的掏空行为。一方面,随着持股比例的提高,机构投资者对上市公司中大股东掏空行为不满时,其“用脚投票”的成本上升;另一方面,相对于个人投资者,机构投资者具有巨额资金、组合投资、信息规模优势、控制投资风险等特点,其对大股东掏空行为不满时可以采取代理投票权、同管理层直接协商等方式来制止。因而,机构投资者能够有效抑制大股东的掏空行为。在此大背景下,为了检验机构投资者对大股东掏空行为的抑制效果,本文提出如下假设:

我国机构投资者持股比例与大股东掏空程度显著负相关。

## 二、研究设计

1. 变量设计。被解释变量为“大股东掏空程度”,我们参照叶康涛等(2007)、刘志远和花贵如(2009)采用的指标,以“其他应收款的增量/总资产”来衡量大股东掏空程度;解释变量为“机构投资者持股比例”,用“前十大股东中机构投资者持股比例合计”来衡量;控制变量包括第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例之和、前十大股东持股比例之和、独立董事比例、公司特征变量(包括公司的资产规模、资产负债率)。相关变量的定义具体见表 1:

变 量	变 量 定 义
大股东掏空程度(Tunneling)	其他应收款的增量/总资产
机构投资者持股比例(Instit)	前十大股东中机构投资者持股数合计/总股本×100%
第一大股东持股比例(Shr1)	第一大股东持股数量/总股本×100%
第二至第五大股东持股比例之和(Shr2-5)	第二至第五大股东持股数量之和/总股本×100%
前十大股东持股比例之和(Shr1-10)	前十大股东持股数量之和/总股本×100%
独立董事比例(Direct)	独立董事人数/董事会总人数×100%
资产规模(Lnasset)	总资产取自然对数
资产负债率(Leverage)	总负债/总资产×100%

2. 样本选择及数据来源。在样本选择上,以 2007~2008 年沪深两市只发行 A 股的上市公司作为初始样本。我们基于研究的需要对初始样本作以下剔除:①所有金融类上市公司;②可能进行盈余管理的上市公司(净资产收益率处于 0~1%以及 6%~7%之间);③ST 和 \*ST 上市公司;④机构投资者为第一大股东的上市公司;⑤存在两个及两个以上的第一大股东的上市公司;⑥财务数据缺失的上市公司。最后得到的有效样本为:2007 年 906 个,2008 年 825 个。本文实证研究数据均来自于锐思数据库。

3. 研究模型。根据以上分析,我们构建以下模型:

$$Tunneling = \beta_0 + \beta_1 \times Instit + \sum Control + \varepsilon$$

根据以上模型的回归结果,我们能够判断机构投资者是否对大股东掏空行为有抑制作用。如果  $\beta_1$  显著为负,则表明我国的机构投资者对上市公司大股东掏空行为发挥了有效的抑制作用。

### 三、实证分析结果

1. 描述性统计分析。本文利用 SPSS16.0 软件对数据进行统计分析,表 2 列示了两年数据的描述性统计分析结果。由表 2 可以看出:

(1) 大股东掏空程度的增量和存量在样本期内均有所降低,说明在实施股权分置改革和新会计准则的背景下,大股东的掏空行为得到了一定程度的遏制。但从大股东掏空程度的存量来看,部分上市公司仍存在较大程度的掏空,这说明大股东掏空现象仍很严重。

(2) 机构投资者持股比例逐渐提高,其均值由 2007 年的 7.21% 提高到 2008 年的 7.84%,这说明随着持股比例的提高,机构投资者逐渐成为积极参与公司治理的重要力量。

(3) 第一大股东持股比例在样本期内有所降低,但降幅不明显,且绝对值仍很大,2007 年和 2008 年的最大值均达到 80% 以上,这说明我国上市公司中“一股独大”的现象仍很严重。

2. 回归分析结果。为了检验不同年度的机构投资者对大股东掏空行为的抑制作用,本文的回归分析是分年度并采用截面数据进行的。

(1) 机构投资者持股比例与大股东掏空程度的关系分析。表 3 列示了以“Tunneling 增量”为被解释变量的回归分析

结果,其中:第一列数据为 2007 年 906 家样本公司的回归分析结果;第二列数据为 2008 年 825 家样本公司的回归分析结果。

表3 回归分析结果

	2007年		2008年		2007年 (Direct≥0.4)		2008年 (Direct≥0.4)	
	系数	Sig.	系数	Sig.	系数	Sig.	系数	Sig.
(常量)	-0.085 *	0.065	-0.037	0.165	-0.156 ***	0.000	-0.055	0.336
Instit	-0.035	0.202	-0.053 **	0.014	-0.045 *	0.088	-0.177 ***	0.000
Shr1	0.024	0.108	0.313 ***	0.000	0.032 **	0.029	0.766 ***	0.000
Shr2-5	-0.007	0.742	-0.337 ***	0.000	-0.041 **	0.047	-0.795 ***	0.000
Shr1-10	0.033 **	0.010	0.324 ***	0.000	0.001	0.937	0.794 ***	0.000
Lnasset	0.004 *	0.059	0.001	0.533	0.008 ***	0.000	0.001	0.849
Leverage	0.000	0.987	-0.003	0.709	-0.013	0.252	0.295 **	0.016
Direct	-0.026	0.468	0.022	0.122	0.040 *	0.052	0.019	0.697
R <sup>2</sup>	0.182		0.369		0.258		0.701	
Adj. R <sup>2</sup>	0.026		0.129		0.036		0.477	
F	2.195		18.394		4.393		34.974	
Sig.	0.036		0.000		0.000		0.000	

注:\*\*\*表示在1%的水平上显著,\*\*表示在5%的水平上显著,\*表示在10%的水平上显著。

表 3 的结果表明:

第一,机构投资者持股比例与大股东掏空程度之间存在负相关关系,但 2007 年的回归结果不显著。这说明实施股权分置改革和新会计准则以规范证券市场的作用逐渐发挥出来,机构投资者抑制大股东掏空行为的作用也逐渐增大,从而进一步证实了机构投资者中存在潜在的积极型投资者。

第二,第一大股东持股比例与大股东掏空程度存在正相关关系,这表明第一大股东持股比例越高,大股东实施掏空行为的可能性越大。

第三,第二至第五大股东持股比例之和与大股东掏空程度呈负相关关系,这表明第二至第五大股东持股能够对大股东掏空行为形成有效制衡。

第四,前十大股东持股比例之和与大股东掏空程度呈显著正相关关系,这表明股权集中度越高,大股东实施掏空行为的可能性越大。

(2) 对样本的进一步检验。一般来说,机构投资者参与公司治理的方式包括提出股东议案、推荐董事、对被投资公司进行监控和争夺代理权等。相比而言,推荐董事以加强董事会的独立性被认为是机构投资者与大股东抗衡的最有效的一种方式。

为了进一步检验独立董事比例高的上市公司中机构投资者持股比例与大股东掏空程度之间是否存在显著的相关关系,我们对样本公司中独立董事比例大于或等于 40% 的公司作进一步分析,其中:2007 年符合条件的有 223 家,2008 年有 262 家。检

表2 描述性统计分析结果

变量	2007年					2008年				
	N	最小值	最大值	均值	标准差	N	最小值	最大值	均值	标准差
Tunneling增量	906	-1.298	0.302 8	0.000 2	0.056 7	825	-0.745 6	0.216 1	-0.001 8	0.037 0
Tunneling存量	906	0.000 0	2.468 1	0.035 9	0.101 5	825	0.000 0	0.676 8	0.029 91	0.048 9
Instit	906	0.000 0	0.377 4	0.072 1	0.078 9	825	0.000 0	0.468 8	0.078 4	0.074 7
Shr1	906	0.051 7	0.838 2	0.388 6	0.146 2	825	0.044 9	0.801 4	0.379 0	0.150 2
Shr2-5	906	0.005 6	0.560 0	0.149 7	0.112 3	825	0.005 2	0.732 4	0.147 8	0.112 5
Shr1-10	906	0.001 3	0.999 7	0.576 1	0.157 5	825	0.139 4	0.906 7	0.574 2	0.150 1
Lnasset	906	18.826 6	26.031 6	21.556 0	1.070 3	825	18.976 9	25.404 1	21.558 5	1.079 5
Leverage	906	0.009 1	0.996 5	0.487 5	0.177 2	825	0.018 3	0.931 4	0.468 2	0.182 9
Direct	906	0.000 0	0.666 7	0.334 0	0.092 0	825	0.000 0	0.615 4	0.357 0	0.082 3

# 可转换债券转股对公司绩效的影响研究

丁 华 韩 静

(东北林业大学经济管理学院 哈尔滨 150040)

**【摘要】** 本文以发行了可转换债券并准备实施转股的 29 家上市公司作为样本,实证分析了可转换债券转股对公司绩效产生的影响,以期有关方面提供参考。

**【关键词】** 可转换债券 公司绩效 主成分分析 符号等级检验

可转换债券在我国发展的时间较短,我国对可转换债券(特别是可转换债券转股对发行公司绩效的影响)的研究不够深入,尚未形成一套成熟的理论。本文实证分析了可转换债券转股对公司绩效的影响,这对于准备发行可转换债券或者准备将已发行的可转换债券转股的上市公司而言有一定的参考价值。

## 一、研究设计

1. 样本选择和数据来源。本文的样本公司有 29 家,其中:2003 年 4 家,2004 年 10 家,2005 年 8 家,2007 年 6 家,2008 年 1 家。我们主要比较分析转股前后公司绩效的变化情况。我们之所以选择 2003 年之后发行可转换债券的上市公司,是因为可转换债券在 2003 年以后才在我国发展起来;2006 年没有公司将已发行的可转换债券转股,是因为 2005 年进行了股权分置改革;2008 年只有 1 家样本公司,是因为 2008 年 1 月 1 日以后的可转换债券的转股比率基本上都小于 50%。可转换债券的转股日期以及上市公司有关指标数据均来自上市公司各年度财务报告,统计软件采用 Excel 和 SPSS16.0。

2. 公司绩效评价指选择。本文主要通过研究上市公司

.....

检验结果见表 3 中的第三列和第四列数据。检验结果显示,2007 年和 2008 年机构投资者持股比例均与大股东掏空程度显著负相关,这表明独立董事比例高的上市公司的机构投资者抑制大股东掏空行为的能力更强。

## 四、结论

综上所述,在股权分置改革和新会计准则的双重影响下,机构投资者抑制大股东掏空行为的能力逐渐增强,这表明机构投资者已作为积极股东参与公司治理,有效抑制了大股东的掏空行为。实证研究表明,独立董事比例高的上市公司的机构投资者对大股东掏空行为的抑制能力更强。但不容忽视的是,我国机构投资者持股比例仍较低,机构投资者参与公司治理的权力仍很有限。

我国政府要从根本上治理大股东的掏空行为,一方面,应着力提高机构投资者的入市积极性,为机构投资者创造良好

司财务类指标数值的变化来分析可转换债券转股对上市公司绩效产生的影响。本文参照《国有资本金绩效评价操作细则》和杜邦分析法,具体选取总资产报酬率、净资产收益率、每股收益、每股经营性现金流量、净利润增长率和营业收入增长率这 6 个指标来评价公司绩效。这些指标的计算方法具体见表 1:

表 1 公司绩效评价指标

指标名称	计 算 方 法
总资产报酬率	公司净利润/平均资产总额×100%
净资产收益率	净利润/平均净资产×100%
每股收益	可分配给普通股股东的利润/流通在外的普通股股数
每股经营性现金流量	经营活动产生的现金流量净额/流通在外的普通股股数
净利润增长率	(本年净利润-上年净利润)/上年净利润×100%
营业收入增长率	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入×100%

3. 研究方法。本文主要运用主成分分析法和符号等级检验法进行研究。主成分分析法下,我们设法将原来具有相关性的 p 个指标重新组合成一组新的互相无关的综合指标。运用的外部环境;另一方面,应积极推动独立董事制度的发展与完善,使机构投资者能够充分利用独立董事制度来增大自己对大股东掏空行为的抑制作用,从而更好地保护中小投资者。

## 主要参考文献

1. 王琨,肖星.机构投资者持股与关联方占用的实证研究.南开管理评论,2005;8
2. 唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量.中国会计评论,2005;2
3. 翁洪波,吴世农.机构投资者、公司治理与上市公司股利政策.中国会计评论,2007;3
4. 石子印.论机构投资者对我国公司治理的无效性——兼论中小股东利益保护的思路.企业经济,2007;6
5. 刘志远,花贵如.政府控制、机构投资者持股与投资者权益保护.财经研究,2009;4