

# 建筑行业上市公司董事会独立性与合谋掏空行为的关系研究

王秋菲, 官晶华

(沈阳建筑大学管理学院, 辽宁 沈阳 110168)

**摘要:**以2014—2018年建筑行业上市公司为样本,对大股东持股水平与合谋掏空的关系、董事会独立性与合谋掏空的关系进行了实证研究。研究结果表明:大股东持股水平的提高会显著增加合谋掏空行为;董事会独立性作为公司内部治理的重要机制抑制了大股东和管理层之间的合谋掏空。该实证研究结果为建筑行业重视董事会独立性、全面认识大股东在公司治理中的影响以及应对合谋掏空行为提供了理论依据。

**关键词:**合谋掏空;大股东持股水平;董事会独立性;建筑行业

**中图分类号:**F275;F272.90

**文献标志码:**A

建筑业是我国国民经济的支柱型产业之一,随着我国经济飞速发展,建筑业的经济地位越来越稳固,建筑行业企业实现整体上市成为我国资产证券化的一大亮点。但是,该行业也频繁出现大股东与高管合谋掏空的问题。由于建筑行业股权集中度普遍较高,一股独大的现象较为普遍,大股东容易操纵管理层进行掏空,为抑制这种现象以及实现建筑行业自身又好又快的发展,研究如何解决合谋掏空问题尤为重要。Burkart等<sup>[1]</sup>认为合谋掏空是指大股东和管理层利用法律漏洞或者无视法律法规,私下签订特别协议或者契约,以结盟的方式转移公司的剩余资产;肖艳<sup>[2]</sup>指出合谋掏空就是大股东与管理层私下以合谋的方式转移公司的非生产经营财富。合谋掏空不仅阻碍公司发展,而且会扰乱市场秩序。国内外许多学者认为信息披露的有效性、内部审计的完善性以及合理的上

市公司的股权结构、高管薪酬激励机制、完备的董监会设置等内部治理机制都能在一定程度上抑制大股东与管理层的合谋掏空行为。然而鲜有学者从董事会独立性角度去考虑,独立董事制度可以有效管理和控制公司,削弱大股东对公司的集中控制权。

笔者以2014—2018年我国建筑行业上市公司为样本,实证研究董事会独立性与合谋掏空之间的关系,从董事会独立性的角度出发,分析其对于合谋掏空的监督作用,为督促建筑行业上市公司完善公司董事会内部治理机制,并充分认识独立董事在董事会治理中的核心作用提供证据支持。

## 一、文献回顾与研究假设

### 1. 大股东持股水平与合谋掏空

随着大股东持股比例不断增加,大股东对公司的控制产生了两种截然不同的效应,

即利益趋同效应和利益侵占效应。究竟哪种效应占主导地位,需要进行实证研究。从利益趋同的角度来看,Lei等<sup>[3]</sup>认为由于大股东和公司的利益趋于一致,当大股东面对潜在的损失和潜在的利益时,极有可能放弃潜在的利益去避免这种潜在的损失,因为大股东集中所有权承担着高股权投资风险,所以大股东更关心企业资本、资本增值,并且更清楚投资风险;赵国宇等<sup>[4]</sup>研究发现,由于大股东持有较高的公司权益份额,大股东和公司的利益趋于一致,从而降低了其合谋掏空的动机,大股东会更积极监督管理层的决策行为并参与公司日常的经营管理,从而提升公司的业绩,增加公司的价值。从利益侵占的角度来看,Ruan等<sup>[5]</sup>通过实证研究发现随着大股东持股水平的提高,其私下参与资本运营并利用更高的折扣将利益转移给自己的掏空行为频率越高;赵若伊<sup>[6]</sup>认为当大股东掏空意愿强烈时会更容易与管理层达成合谋,此时大股东就会有意识地纵容管理层的行为,或者为管理层提供高额薪酬和更多的在职消费。以上分析表明,大股东持股水平的提高既可能会产生大股东监督管理层的利益趋同效应,也可能会产生大股东和管理层合谋掏空的利益侵占效应,究竟哪一种效应占主导,可以通过数据分析的实证结果来进行证明,为此,笔者提出以下假说。

假设1:基于利益趋同效应,大股东持股水平的提高会抑制大股东和管理层合谋掏空行为。

假设2:基于利益侵占效应,大股东持股水平的提高会加强大股东和管理层的合谋掏空行为。

2. 董事会的独立性与合谋掏空之间的关系

董事会因其科学决策与有效监督的作用成为公司内部治理的重要组成部分。而独立董事可以作用于大股东和管理层之间的合谋掏空。现有文献大都是探寻董事会独立性与大股东掏空之间的关系。Luo等<sup>[7]</sup>研究指出现金流权的增加会加剧大股东掏空行为,但是独立董事越多,董事会独立性越强,就越可

以有效抑制大股东掏空行为;Shan<sup>[8]</sup>以我国117家上市公司数据为资料,研究了内外部治理机制与大股东掏空行为间的关系,得出了独立董事的数目与掏空程度呈负相关的结论,认为独立董事制度可以有效抑制大股东掏空上市公司;李健等<sup>[9]</sup>认为在现代公司制的企业中,两权几乎完全分离,具有信息优势的管理层是公司的实际管理者,不借助管理者的,大股东的掏空动机就难以实现;赵国宇等<sup>[10]</sup>研究发现当大股东持股水平不断提高时,其掏空实现需要高管合谋。在大股东必须借助管理层才能掏空上市公司资产的情况下,董事会的独立性是否依旧会发挥它的监督与决策作用,能否抑制大股东与管理层的合谋掏空行为需要进行实证。基于此,提出另一假设。

假设3:董事会独立性能够抑制大股东和管理层的合谋掏空行为。

二、研究设计

1. 样本选择及数据来源

以2014—2018年我国建筑行业325个上市公司为有效数据样本,并利用Excel与Stata软件对该行业数据进行分析,以上数据来源于国泰安数据库。

2. 变量定义与模型构建

(1)被解释变量

参考相关研究<sup>[4]</sup>,用高管薪酬的自然对数EARN和超控制权ER的乘积来表示合谋掏空EARNER。

(2)解释变量

用第一大股东持股比例TopHold这一指标来衡量大股东的持股水平;董事会独立性通过独立董事的数量占董事会全体成员的比例IBD来确定。

(3)控制变量

为控制其他因素对企业经营风险的影响,在借鉴前人研究结果的基础上,选取TOP2~5、stcor\_ratio、BOA、SUP、ICQ、btm、Growth、Size、Age,并对年份Year的固定效应Fixed进行了控制(见表1)。

表 1 具体变量定义

类型	符号	变量定义
被解释变量	<i>EARNER</i>	高管薪酬的自然对数和超控制权的乘积
	<i>TopHold</i>	第一大股东持股比例
解释变量	<i>IBD</i>	董事会独立性;独立董事数量占董事会群体成员的比例
	<i>TOP2 ~ 5</i>	第二至第五大股东持股比例
	<i>stcor_ratio</i>	高管持股比例,高管持股数/总股数
	<i>BOA</i>	董事会规模,组成董事会的人员数量
控制变量	<i>SUP</i>	监事会规模,组成监事会的人员数量
	<i>ICQ</i>	董事会会议次数
	<i>btm</i>	会计稳健性
	<i>Growth</i>	销售收入增长率,代表企业的成长性
	<i>Size</i>	企业规模,取总资产的对数
	<i>Age</i>	企业上市的年限

3. 模型设计

(1)第一大股东持股水平与合谋掏空的关系检验模型

$$EARNER = \alpha_0 \pm \alpha_1 TopHold + \alpha_2 TOP2 \sim 5 + \alpha_3 stcor\_ratio + \alpha_4 BOA + \alpha_5 SUP + \alpha_6 ICQ + \alpha_7 btm + \alpha_8 Growth + \alpha_9 Size + \alpha_{10} Age + \sum \alpha_i Year + \varepsilon$$

将第一大股东持股比例作为解释变量,利用模型(1)检验第一大股东持股水平和合谋掏空之间的关系,重点考察 *TopHold* 的系数  $\alpha_1$ 。结合假设 1、假设 2,  $\alpha_1$  显著为正(负)。

(2)董事会的独立性与合谋掏空的关系检验模型

$$EARNER = \beta_0 + \beta_1 IBD + \beta_2 TOP2 \sim 5 + \beta_3 stcor\_ratio + \beta_4 BOA + \beta_5 SUP + \beta_6 ICQ + \beta_7 btm + \beta_8 Growth + \beta_9 Size + \beta_{10} Age + \sum \beta_i Year + \varepsilon$$

将董事会独立性 *IBD* 作为解释变量,利用模型(2)检验董事会独立性与合谋掏空之间的关系,重点考察  $\beta_1$ ,结合假设 3 可知  $\beta_1$  显著为负。

构建的两个模型中,  $\alpha_0, \alpha_1, \dots, \alpha_{10}$  与  $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{10}$  为估计参数;  $\varepsilon$  为误差项的随机变量,反映了除主要变量间的线性关系之外的随机因素对 *EARNER* 的影响。

三、实证检验与结果分析

1. 主要变量的描述性分析

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。其中,合谋掏空 *EARNER* 的最大值是

385.1,最小值是 0,说明我国建筑行业合谋掏空差异化较为严重、合谋掏空程度不一。大股东持股比例 *TopHold* 的平均值和中位数均在 35% 左右,说明建筑行业上市公司的股权结构较为集中,“一股独大”的现象较为普遍。董事会独立性 *IBD* 的平均值为 37.4%,中位数为 33.3%,低于我国上市公司董事会独立性的平均评价指数 35.08%,说明建筑行业董事会独立性程度较低,虽然国家已经出台相关制度规范独立董事,但是建筑行业的自主性监督意识薄弱,董事会独立性普遍较低。建筑企业的资产规模 *Size* 的标准差较大,为 1.235,说明我国上市公司的规模不一、资本实力的差异较大。

表 2 描述统计分析

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>ERRNER</i>	85.560	16.150	115.200	0	385.100
<i>TopHold</i>	35.290	34.510	14.310	8.540	68.510
<i>IBD</i>	0.374	0.333	0.047	0.333	0.500
<i>Top2 ~ 5</i>	0.609	0.628	0.142	0.178	0.871
<i>stcor_ratio</i>	0.066	0.001	0.117	0	0.565
<i>BOA</i>	8.212	9.000	1.168	4.000	11.000
<i>SUP</i>	3.283	3.000	0.724	2.000	7.000
<i>ICQ</i>	6.471	6.487	0.120	5.840	6.656
<i>btm</i>	0.593	0.517	0.360	0.047	1.372
<i>Growth</i>	0.298	0.126	0.730	-0.542	3.005
<i>Size</i>	23.320	23.350	1.235	19.870	25.200
<i>Age</i>	17.580	19.620	6.993	3.126	27.450

2. 主要变量的相关性分析

合谋掏空和其他变量相关性分析结果如表 3 所示,第一大股东持股比例 *TopHold* 的系数为正,且在 1% 水平上显著,说明大股东持股比例越高,大股东和高管的合谋程度就越高,假设 2 得到初步验证。董事会独立性

IBD、高管薪酬的对数和超控制权乘积所表示的合谋掏空 *EARNER* 系数为负,且在 1% 水平上显著,说明董事会独立性和合谋掏空呈负相关关系,即董事会独立性能够抑制大股东和管理层的合谋掏空行为。第二至第五大股东持股比例 *TOP2 ~ 5* 的系数为正,且在 1% 水平上显著,说明股权集中容易加剧合谋掏空。高管持股比例 *stcor\_ratio* 的系数为负,且在 1% 水平上显著,说明高管持股比例能够抑制大股东和管理层的合谋掏空行为,

提高高管持股比例是对高管的一种激励手段,当高管通过持股收益能提高自身收入,与大股东合谋掏空的意愿就会降低,会更专注于提高企业价值,从而为自己赚取更高的收益。董事会规模 *BOA* 系数为正,且在 1% 水平上显著,说明董事会规模可以抑制合谋掏空行为。企业规模 *Size*、上市年限 *Age* 的系数均为正,且在 10% 水平上显著,说明企业规模越大、企业上市年限越长,合谋掏空行为就越容易发生。

表 3 主要变量相关性检验

变量	<i>EARNER</i>	<i>TopHold</i>	<i>IBD</i>	<i>BOA</i>	<i>SUP</i>	<i>Top2 ~ 5</i>	<i>stcor_ratio</i>
<i>EARNER</i>	1						
<i>TopHold</i>	0.238 *** 0.238	1					
<i>IBD</i>	-0.037 *** -0.037	-0.031 *** -0.031	1				
<i>BOA</i>	0.093 * 0.039	-0.004 -0.004	-0.769 *** -0.769	1			
<i>SUP</i>	0.084 0.084	0.017 0.017	-0.079 -0.079	0.110 ** 0.110	1		
<i>Top2 ~ 5</i>	0.233 *** 0.233	0.598 *** 0.598	-0.029 -0.029	-0.084 -0.084	-0.115 *** -0.115	1	
<i>stcor_ratio</i>	-0.190 *** -0.190	-0.206 *** -0.206	-0.017 -0.017	-0.373 *** -0.373	-0.139 ** -0.139	0.021 0.021	1

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

3. 多元线性回归分析

利用模型(1)检验第一大股东持股比例与合谋掏空的关系,回归结果如表 4 所示。由表 4 可知,第一大股东持股比例 *TopHold* 与合谋掏空 *EARNER* 之间存在着正相关关系,而且回归结果在统计意义上达到了 1% 的显著性水平。进一步控制年度虚拟变量后发现,*TopHold* 系数仍在 10% 水平上显著为正,且数值更大,说明第一大股东持股比例越高,越容易发生合谋掏空行为,即当大股东绝对控股时,大股东的掏空能力变强,更有可能为了自身利益与管理层互相勾结,进行合谋掏空,进一步支持了研究假设 2,不支持假设

1。由模型(2)实证结果可知,董事会独立性 *IBD* 与合谋掏空 *EARNER* 之间存在着负相关关系,而且回归结果在统计意义上达到了 5% 的显著性水平。进一步控制其他控制变量和年度虚拟变量后发现,董事会独立性的系数仍在 10% 水平上显著为负,说明董事会的独立性 *IBD* 对于由大股东和管理层形成的合谋掏空 *EARNER* 有一定的抑制作用,即董事会独立性越高,合谋掏空行为发生的机会就越小。说明董事会独立性对大股东和管理层的合谋起到了监督作用,对由其引发的掏空行为起到了抑制作用,假设 3 得到了验证。

表 4 多元线性回归结果

变量	<i>TopHold( IBD)</i>	<i>TOP2 ~ 5</i>	<i>BOA</i>	<i>btm</i>	样本量	$R^2$	调整后的 $R^2$	$F$ 值
<i>EARNER</i>	2.076 ***				335	0.007	0.007 23	49.06
	2.477 ***	1.340 **	8.165	70.594 ***	325	0.187	0.007 23	49.06
	2.502 ***	1.451 **	7.854	92.673 ***	325	0.242	0.007 23	49.06
	( - 3.139 ** )	116.682 **	12.313 **	68.105 ***	325	0.242	0.056 70	37.23
	( - 2.918 * )	126.960 **	11.804 **	89.652 ***	325	0.291	0.056 70	37.23

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。



## 四、稳健性检验

基于2014—2018年我国建筑行业的财务数据,通过对大股东持股水平、董事会独立性与合谋掏空之间的关系进行实证研究,笔者得出以下结论:建筑行业,大股东持股比例的提高会显著加剧大股东和管理层之间的合谋掏空行为;董事会独立性会显著抑制合谋掏空行为。

为检测前文回归分析的结果是否可靠,笔者用在职消费代表高管的合谋收益,从而用在职消费和超控制权的乘积重新定义合谋掏空变量,对以上研究结论进行稳健性检验,通过多元回归法对前文构建的模型进行分析。重新回归的结果由于篇幅原因予以省略。回归结果显示,第一大股东持股比例、董事会独立性方面的检验与前文的结果一致,表明文中的实证结果具有较高的稳健性。

## 五、结语

笔者用数据分析的形式证实了大股东持股水平的提高会加剧合谋掏空行为以及董事会独立性作为公司内部治理的重要机制能显著抑制大股东和管理层的合谋掏空行为,可以有效阻止大股东和管理层互相勾结、掏空企业价值,为建筑企业内部董事会治理机制等政策的进一步完善和有效实施提供了直接的证据支持。在大股东持股比例过高的建筑企业中更应该加强董事会独立性。建筑行业要实现又好又快的发展,就必须完善董事会制度建设,重视独立董事的作用,以此来抑制合谋掏空行为。不仅是建筑行业,其他行业的企业也应该重视合谋掏空行为,上市公司还需进一步增加独立董事的比例或者引入有不同意见的独立董事,以确保独立董事这一群体监督作用的有效发挥,从而防范合谋掏空行为,促进资本市场健康稳定的发展。

## 参考文献:

- [1] BURKART M, PANUNZI F. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection [J]. Journal of financial intermediation, 2006, 15(1): 1-31.
- [2] 肖艳. 中国上市公司大股东和经理合谋问题研究[D]. 武汉: 华中科技大学, 2004.
- [3] LEI Q, CHEN H, LIANG Z. Large shareholders' shareholding and earnings' longitudinal persistence [J]. Applied economics letters, 2019, 26(15): 24-38.
- [4] 赵国宇, 禹薇. 合谋掏空中的利益博弈与监管问题研究[J]. 会计之友, 2018(1): 90-94.
- [5] RUAN Y P, SONG X, ZHENG K. Do large shareholders collude with institutional investors: based on the data of the private placement of listed companies [J]. Statistical mechanics and its applications, 2018, 508(24): 17-33.
- [6] 赵若伊. 大股东与高管合谋掏空的预警研究[D]. 广州: 广东财经大学, 2018.
- [7] LUO J, WAN D, CAI D. The private benefits of control in Chinese listed firms; do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling? [J]. Asia pacific journal of management, 2012, 29(2): 499-518.
- [8] SHAN Y G. Can internal governance mechanisms prevent asset appropriation? Examination of type I tunneling in China [J]. Corporate governance an international review, 2013, 21(3): 225-241.
- [9] 李健, 杨蓓蓓, 潘镇. 产品市场竞争、管理层持股与管理效率: 基于中国制造业企业面板数据的研究 [J]. 广东财经大学学报, 2016, 31(5): 72-83.
- [10] 赵国宇, 禹薇. 大股东持股、董事会争夺与合谋掏空: 来自民营上市公司的经验证据 [J]. 会计之友, 2019(11): 59-66.

(下转第524页)