

技术独立董事对大股东利益侵占有抑制作用吗？

——以大股东私有占款为例

胡元木, 秦 娟

(山东财经大学 会计学院, 山东 济南 250014)

[摘要] 大股东利益侵占行为日益受到上市公司和政府以及中小投资者的关注, 而技术独立董事的专业背景和独立身份使其对大股东利益侵占行为可能具有独特的监督作用。从独立董事专业背景的角度出发, 以大股东对上市公司“掏空”行为作为研究对象, 探讨技术独立董事对大股东利益侵占的影响, 结果表明: 聘请拥有本行业技术背景的独立董事能够有效抑制大股东利益侵占的行为; 技术独立董事的薪酬能够对其监督作用的发挥起到激励作用。

[关键词] 技术独立董事; 大股东利益侵占; 薪酬激励; 大股东占款; 内部治理; 最终控股股东; 中小股东; 关联交易
[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2016)01-0032-10

一、引言

近年来, 大股东利益侵占行为日益受到上市公司和政府以及中小投资者的关注。由于集中的股权可以克服股权分散条件下多数股东的“搭便车”行为, 因此除英国、美国等少数国家外, 世界上股权相对集中的公司模式更为普遍。许多学者研究发现, 世界上大部分国家和地区的上市公司中都存在大股东, 在公司治理中有着不同的参与动机和能力, 而最终控股股东可以通过金字塔持股、交叉持股等方式在上市公司获得足够控制权, 但其实际拥有的现金流权却小于投票权, 因此两种权利分离程度的提高导致上市公司代理成本的增加, 从而使得大股东产生强烈的动机以各种掩人耳目的方式转移上市公司资源, 利用上市公司公共资源获取小股东所无法获取的利益, 如通过自身控制权将上市公司的现金资源转移到大股东名下及其附属公司中, 或通过巧立名目的关联交易对上市公司的利益进行侵占。

在我国, 由于体制方面的特殊原因导致上市公司股权结构和内部治理机制不合理, 法律对中小股东的保护不够完善, 外部审计的监督作用没有充分发挥, 因此大股东的利益侵占行为格外严重。大股东不仅拥有股权上带来的控制权优势及资金优势, 同时还具备在公司经营活动方面的知识优势和信息优势。控股股东利益侵占行为不仅损害了中小股东的权益, 还会导致投资者对上市公司的信任危机以及证券市场的资源分配低效率问题, 对上市公司和证券市场健康有序发展产生不利影响。Johnson 等的研究表明大股东利益侵占行为是亚洲金融危机的主导因素^[1], Bertrand 等进一步指出大股东利益侵占行为可能降低经济透明度, 增加信息不对称的程度^[2]。

以往研究大股东利益侵占的文献关注的焦点主要集中于大股东利益侵占的影响因素以及私人利

[收稿日期] 2015-09-01

[基金项目] 国家社会科学基金项目(13BGL026); 山东省自然科学基金项目(ZR2013GM006)

[作者简介] 胡元木(1954—), 男, 山东单县人, 山东财经大学会计学院教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为财务理论与实务、成本与管理会计; 秦娟(1991—), 女, 山东梁山人, 山东财经大学会计学院硕士生, 主要研究方向为公司治理与财务理论。

益获取途径,虽然文献根据影响因素提出了相关建议,但多数建议如法律的完善、政府及监管部门监督力度的加强等并不是上市公司可以采取的措施,我们需要从上市公司内部治理的角度找到对大股东利益侵占有抑制作用的影响因素,从而提出上市公司可以采纳的建议。

技术独立董事作为独立董事的一种类型,不但能在职能角度发挥独立董事在公司治理特别是对大股东利益侵占方面的监督作用,同时技术独立董事拥有专业化知识、技术背景和信息优势,可以更好地提升监督效率。目前,企业一般通过技术创新活动提高竞争力,而技术创新活动的过程极为复杂,具有较大的不确定性,技术创新容易造成信息不对称,增加外部投资者和相关政府部门监管的难度,降低监管效率,并为大股东对研发活动进行操纵提供了便利条件。为了适应技术创新活动监督的特殊性,需要形成监督能力更强的公司治理机制。综上,技术独立董事的独立身份使其能够客观地企业战略决策以及资源配置等方面发表独立意见并且提供监督服务,保障中小股东和其他相关者的利益。因此,本文将监督作用和技术专家角色结合起来,试图研究技术独立董事对大股东利益侵占行为的监督作用。

二、文献综述

大股东利益侵占是 Johson、La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(JLLS)在 2000 年提出的一个概念,原指通过地下“隧道”来转移资产,可以理解为上市公司大股东以各种合法或非法方式从上市公司转移资产和利润的行为以及利用非往来交易的方式来获取私人利益的行为,这类行为通常会侵犯中小股东的利益^[3]。

(一) 对大股东利益侵占影响因素的研究

以往对大股东利益侵占影响因素的研究,主要关注股权集中度、公司规模、资产管理能力、经营情况、公司盈利状况以及其他外部因素等方面。如 Mauryand 和 Pajuste 在对股权制衡与大股东利益侵占的研究中发现,多位股东会起到股东串谋和股权制衡两种截然相反的作用:一方面,持有有一定数量投票权的股东可能与控股股东串谋,达成控制联盟,进而共同享有对其他股东的剥夺收益;另一方面,他们相对更有动力和能力监督大股东的利益侵占行为,从而达到股权制衡的效果^[4]。Claessens 等人以及李增泉等人在对股权结构同大股东利益侵占的关系研究中发现,较高的所有权比例会增加利益侵占的能力,即壕沟防御效应,但高到完全掌握公司控制权时则会降低利益侵占的动机,即利益协同效应,因此大股东对上市公司的侵占行为同第一大股东持股比例之间存在倒 U 型关系^[5-6]。在法律法规对大股东利益侵占影响的研究中,Johnson 和 La Porta 等人通过对大陆法系与普通法系国家的研究,发现不同法律体系国家的法律制度对于“掏空”行为的处理是不一样的。英美法系法律明显比大陆法系的法律更能有效保护中小投资者的权益,再加之英美法系国家上市公司中的股权集中度低于大陆法系的上市公司,因此,英美法系国家较之于大陆法系国家,更不容易发生中小股东的权益被大股东所侵害的情况^[7]。张兆国等发现,公司规模、盈利状况、负债融资比例及结构、第二至第五大股东持股比例等都对大股东利益侵占具有不同程度的影响^[8]。通过上述文献回顾,我们可以发现,这些影响因素依赖于相对难以改变的客观条件,缺少以人为基础的主观能动性的发挥,因此我们认为可以转向上市公司的经营者和监督者的角度来思考这一问题。对于上市公司管理人员来说,他们会因发表与大股东相悖的意见而被解雇,可能出现再次走入经理人市场后不被认可的风险,因而依赖管理层很难解决这一问题。

但对于达到独立性要求的独立董事而言,他们同上市公司不存在利益联系。根据《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,独立董事主要履行以下职责:一是监督与制衡大股东、董事和高管人员;二是审查上市公司的关联交易;三是监控公司的信息披露。因此有很多学者研究独立董事是否能够抑制大股东的“掏空”行为。如余明贵指出,大股东持股比例以及大股东在董事会中的所占

席位比例越高,非公平关联交易越多^[9]。封思贤通过对我国上市公司的关联交易进行实证研究,发现独立董事制度能够使上市公司减少对大股东及其关联方提供抵押和担保。但是,独立董事制度在约束关联销售方面并没有发挥一定的作用^[10]。唐清泉等分别从资金占用、关联销售、关联采购、担保等多个方面进行实证研究,发现我国以企业集团作为大股东的上市公司,其“隧道”行为更加明显,但独立董事在关联交易方面对大股东有明显抑制作用^[11]。目前的很多研究都未能发现独立董事比例与大股东资金占用之间有显著相关性,叶康涛、张志华和陆正飞从独立董事的内生性角度进行研究,通过控制独立董事内生性,得出大股东资金占用与独立董事变量具有显著的负相关关系的结论^[12]。

综上,研究独立董事对大股东利益侵占的文献仅仅从独立董事的职责层面探析监督作用,并且得出的结论也不一致。独立董事作为一个群体,其权责利是共同的,他们通过群体作用对某些问题发表意见。拥有技术知识背景的专家在独立董事这个群体中是否存在以及技术专家所占比例对大股东利益侵占行为是否有影响,是值得深入探讨的问题。

(二) 技术独立董事与大股东利益侵占

目前对技术独立董事的研究主要集中于研发活动中专家作用的发挥,如 Healy 和 Wahlen 指出技术董事是支持企业研发的重要人物,能够起到研发团队带头人的作用。他们发现技术董事的设置有利于提高企业研发资源的运作效率^[13]。胡元木通过实证研究考察了技术独立董事与技术执行董事在影响 R&D 产出效率过程中的相互作用,结果发现二者可以共同提高研发产出效率^[14]。但在学术界还未出现从大股东与中小股东的利益争端出发研究技术独立董事是否能够抑制大股东利益侵占行为的文献。

本文认为澄清大股东利益侵占的途径是解决这一问题的关键,研究发现目前大股东利益侵占的行为主要有以下三大类型:一是高额派现。通过高额现金股利传递出上市公司健康成长、盈利能力好的信号吸引有现金股利偏好的投资者来获取资金投入,实现对上市公司的“掏空”。二是关联交易。大股东利用上市公司为其自身及其关联的上市公司进行借款担保或抵押来转移不正常的风险;利用关联购销,如高价为上市公司提供原材料或以较低价格收购产品以获取巨额的利润,损害公司和中小股东利益;大股东在没有充分理由的情况下,通过资产重组将劣质资产并入到上市公司,从而影响生产经营等环节的运行质量;大股东通过将其集团公司持有的品牌、商标等无形资产高价转让给上市公司来偿还集团的巨额债务,导致上市公司资金大量流出,换来的却是价值难以估算的无形资产,并为此每年要增加巨额的摊销成本。三是大股东对上市公司资金的占用。通过与上市公司的资金往来有偿(较低的成本)或无偿占用上市公司资金,利用上市公司往来账户如其他应收款账户进行“藏污纳垢”。这加剧了上市公司运营风险,甚至可能诱发上市公司退市或破产的风险。

大股东利益侵占的途径多样、复杂,而在这些过程中技术独立董事可以发挥其董事的监督职能,利用自身技术、专业背景和素质对涉及行业技术的事项发表意见,防止大股东获取私人利益行为给公司经营带来不利影响。在研发过程中,技术独立董事有辨别大股东利用研发投入追求私人利益行为的能力,从而可以抑制大股东占款行为。在关联交易中,技术独立董事凭借其技术背景和对原材料、产品等质量与价格的敏感性,可以防止大股东利用差价进行利益侵占。技术独立董事可以发挥对上市公司产业链的影响,监督固定资产的来源及质量,不给大股东利用资产重组将劣质资产引入上市公司的机会。技术独立董事的存在,可以从更专业的角度发挥其监督作用,本文拟从这一角度进行研究以填补这方面的空白。

三、理论分析与研究假设

(一) 技术独立董事对大股东利益侵占的抑制作用

虽然大股东利益侵占的途径复杂,而技术独立董事在每种途径中或多或少都会产生一定的监督

作用,但根据以往的研究可知,关联交易的供求关系和交易价格难以衡量,并且封思贤针对几类关联交易行为之间关系的研究发现购销、提供担保以及资产重组的最终目的都是获取收益,同大股东对往来资金的占用行为一样,都是剥削上市公司的方式,因此它们是相互替代、此消彼长的关系,而经济往来则以资金流通为基础,当大股东能够对上市公司资金进行占用时,就不会另辟蹊径采用其他关联交易的形式来获取上市公司资源^[15]。同时,证监会和上市公司对有关联的大股东在关联交易中表决回避的要求使得大股东通过关联交易获取利益的情况日益减少。而对于控股股东高额派发现金股利的“掏空”方式,唐清泉等发现独立董事制度并未对高额派现产生显著的影响^[11],而我们认为这一结果同独立董事监督范围的局限性有关,独立董事的监督作用并不能在大股东所有利益侵占过程中有效发挥。因此,技术独立董事是否在大股东私有占款方面有抑制作用,是本文进行实证研究的主题。

虽然监管部门曾重拳治理过上市公司大股东占款行为,但时至今日,这一顽疾仍时有发生,而从目前公布的数据看,非经营性占款正在“死灰复燃”。近年来监管层针对个别上市公司大股东占款行为进行公开谴责、通报批评,但惩罚并不算严厉。而多数上市公司近年来对企业技术创新的重视程度逐渐增加,研发活动需要资金的支持。梁莱歆、马如飞认为,对研发资金计划的严格执行有助于提高企业的创新水平,企业应构建合理的研发资金管理机制,使得研发资金能够满足需求并得到高效使用^[16]。唐清泉、徐欣的进一步研究发现,我国企业因为信息不对称和融资约束,研发投入得不到负债资金支持,研发活动的资金只能依赖于企业内部资金^[17]。如果大股东陷入资金紧张的状况,不惜铤而走险打起上市公司资金的主意导致上市公司的资金不足,那么企业技术创新活动就会受到影响。因此大股东占用上市公司资金对研发投入会产生一定的阻碍。技术独立董事在提高技术创新活动的决策质量和研发资金的利用效率的同时,还可以对大股东占款进行有效监督来保证企业有足够的流动资金支持研发活动,同时更有能力分辨技术创新活动是否对公司有益,防止利用技术创新活动进行利益侵占现象的发生^[14],从而提高研发效率。

依据委托代理理论,应从完善股东与董事会之间的委托代理关系出发对上市公司的内部治理结构进行局部调整,对董事会实施必要的改造,引入有技术背景的独立董事,将其监督作用和专家角色结合起来以发挥更大的作用,维护公司和全体股东的利益。此外,人力资本理论认为,人力资本在企业发展中起到相当重要的作用,在企业的经营运作和监督管理的各个方面,都需要人运用知识储备、技术能力等各个方面的能力。担任技术独立董事的人员,往往都是具有技术知识背景的专家学者,技术独立董事可以利用自身丰富的管理经验和坚实的知识基础,参与到公司的管理决策当中,保护中小投资者的权益不被大股东侵害。因此,本文提出假设 1。

H₁: 设置技术独立董事的上市公司,大股东利益侵占水平较低。

(二) 技术董事的薪酬对大股东利益侵占的影响

最优薪酬理论认为,将高管薪酬与其职责履行情况挂钩是降低监管成本、缓减经理人与股东之间代理冲突的有效机制。要考察企业高管人员的职责履行情况,首先要确定衡量其职责履行情况的标准。财务业绩由于具有较好的可观测性且与经理人员的努力程度之间存在较高的相关性,一直被用来衡量经理人员的努力程度。然而,过于重视财务指标带来的问题是企业重视短期盈利能力而缺乏对长期利益和风险控制的关注,因此用财务业绩指标衡量高管人员的职责履行情况往往缺乏可靠性。随着经济全球化与信息技术的发展,诸如客户满意度、市场占有率以及生产率等非财务指标越来越成为公司价值的关键驱动因素,而忽视非财务因素将给企业带来经营、财务、政治以及法律等方面的风险。作为一种非财务因素,设立技术独立董事的目标就在于保证企业经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整,提高经营效率和效果,促进企业实现发展战略。

足够的激励可以使技术独立董事积极主动地发挥其监督作用,无论这种激励来源于物质激励还是内在的使命感。用于激励和约束董事提高工作效率的方式一般包括法律保证、声誉保证和经济激

励,法律保证重在约束,经济激励在于激励,声誉保证则是二者作用兼有^[18]。

Fama 和 Jensen 发现,独立董事为了维护其在人力资本市场上的声誉,他们会积极履行相应的职责。上市公司用声誉保证来约束和激励董事会成员,可以起到以较低报酬促使董事会成员发挥较大作用的效果,但由于我国人力资本市场不发达,在一定程度上影响了声誉保证的发挥,声誉保证很难像英美等成熟市场那样起到积极作用。上市公司对独立董事的经济激励侧重于传统的固定津贴制,包括年费和出席会议费,同时还可能包括委员会成员费和委员会会议费等^[18],一般津贴的多少与上市公司的业绩并不挂钩。相比声誉激励,这种以短期激励为主的独立董事固定津贴制是与我国市场环境以及上市公司现状相适应的。这种制度使得技术独立董事与上市公司不存在重大的经济利益关系,且不对任职公司的收入产生依赖性,在很大程度上保证了技术独立董事相对于上市公司的独立性。但技术独立董事作为理性经济人,也会追求自身经济利益的最大化,为了让技术独立董事能够认真履行预期的监督职能,上市公司必须给予技术独立董事足够的激励。适当增加技术独立董事的固定津贴,以此表明上市公司对其的激励,可以让技术独立董事更有动力去发挥对大股东利益侵占行为的监督作用,激发他们在上市公司的工作热情。因此,本文提出假设2。

H₂: 技术独立董事现金报酬越高,大股东利益侵占水平越低。

四、研究设计

(一) 样本选择

本文选取深沪两市 2007—2013 年间所有存在大股东占款的上市公司作为研究样本,对上市公司董事会成员的简历背景进行判断并对资料进行手工整理,剔除了数据不全以及异常值的公司,共得到 855 个样本。本文在 Wind 数据库中获取其他应收款中大股东欠款数据,在 CSMAR 数据库中获取其他所需数据。本文所使用的统计以及数据处理软件为 Stata13.0。

(二) 变量选取

1. 被解释变量

大股东对上市公司的占款主要体现在往来款中,在上市公司年报的资产负债表中,有两个应收项目即应收账款和其他应收款。应收账款中的大股东欠款主要反映经营性资金占用,难以判断是否为大股东对资金的恶意占用。而其他应收款相对来说更像一个“杂货铺”,各种往来资金混于其中,也是大股东最可能“藏污纳垢”的账户。上市公司大股东拖欠的其他应收款,实际上是对上市公司的资金占用。不少研究由于受到获取数据的局限,直接将大股东所占的应收账款、其他应收款除以总资产标准化后的数额作为衡量利益侵占的指标,如马曙光等^[19]、黎来芳等^[20]。但以此来衡量利益侵占存在较大的缺陷,由于其他应收款并非全部都是大股东占款,以全部的其他应收款作为大股东私有占款的衡量指标会明显夸大实际私有占用的程度。因此,我们参考叶康涛、陆正飞对大股东“掏空”行为的衡量方法^[12],采用其他应收款中大股东欠款当年增加额除以年末总资产(标准化处理后的数额)这一更为精确的指标以提高回归模型的有效性。

2. 解释变量

我们通过对上市公司年报中获得的独立董事个人简历进行筛选,遵照以下条件判断独立董事是否有技术背景:(1)独立董事是否具有理工科学历或是否为工程师;(2)独立董事是否从事过与研发、工程、技术等有关的工作。符合两项中任何一项的,我们判断其为技术独立董事,并计算出技术独立董事在独立董事中所占比例,同时对符合技术独立董事条件人员的薪酬进行统计,获得每家上市公司技术独立董事的平均薪酬,并取其自然对数。

3. 控制变量

影响大股东占款的因素有很多,为了使实证研究结果更加准确,在实证分析过程中需要对其他影响大

股东占款的因素加以控制。本文选取企业规模、盈利能力、负债、成长性、股东持股比例作为控制变量。

(1) 企业规模

一般来说,公司规模越大,大股东获取的收益越多,但规模大的公司也更易受到外界的监督 and 关注,信息较为透明,大股东为利益侵占所付出的成本较高。唐明宗、蒋位认为公司规模对大股东利益侵占的影响是模棱两可的^[21]。

(2) 盈利能力

一方面,大股东努力提高公司盈利水平,为自身谋取更多的额外收益,另一方面,盈利水平较高的公司会给大股东带来高额的收益,从而使得大股东不再通过利益侵占满足自己的利益需求。Coffee认为,当投资项目带给大股东的收益高于大股东获取的利益侵占时,大股东会减少对资金的占用而保证项目的顺利完成^[22]。

(3) 负债水平

Faccio 等人的研究发现,亚洲公司中的大股东易通过提高负债来积累更多资源进行侵占^[23]。Du 和 Dai 通过对东亚 9 个国家的研究,发现持有相对较少股份的大股东更易通过提高负债来攫取资源^[24]。因此,上市公司的负债同大股东利益侵占存在正相关关系。

(4) 独立董事比例

从前文独立董事与大股东私有占款的文献综述可知,这些文献得出的实证结果并不一致。但从独立董事的职责角度考虑,独立董事在一定程度上能够对大股东私有占款起到抑制作用。因此,我们选用独立董事人数占董事会人数的比例进行控制。

(5) 股权制衡

从前文文献综述可知,有大量文献就股权制衡对大股东利益侵占的影响进行了研究。股权集中度代表上市公司大股东对公司的控制能力,是衡量股权分布状态的主要量化指标。

(6) 成长性

大多数学者认为,大股东会随着企业的成长获得更多的利益。目前多数研究使用市值账面价值比(market-to-book)来衡量成长性,宋剑锋在 2000 年通过 Edwards-Bell-Ohlson 模型并借助中国股市经验数据的支持得出这一指标,这一指标能比较好地预示公司未来成长性^[25]。

变量定义如表 1 所示。

表 1 研究变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	大股东占款增长	<i>OAR</i>	其他应收款中大股东欠款当年增加额除以年末总资产(标准化处理后的数额)
解释变量	技术独立董事比例	<i>TECIND</i>	技术独立董事人数占独立董事总人数的比例
	技术独立董事薪酬	<i>COMP</i>	技术独立董事平均薪酬的对数
控制变量	公司规模	<i>LNASSET</i>	公司资产总额对数
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润与总资产的比例
	负债	<i>LEV</i>	负债总额/资产总额
	独立董事比例	<i>DIRECT</i>	独立董事占董事总人数的比例
	股权制衡	<i>HHI</i>	前 5 名股东持股比例平方和
	成长性	<i>M/B</i>	(年末股票价格 × 总股本) / [(年初总资产 + 年末总资产) / 2]

(三) 实证模型的建立

为考察技术独立董事与大股东利益侵占的关系,本文以大股东占款增长额(*OAR*)作为被解释变量,以技术独立董事比例(*TECIND*)和技术独立董事薪酬(*COMP*)作为解释变量,以公司规模

(*LNASSET*)、盈利能力(*ROA*)、资产负债率(*LEV*)、独立董事比例(*DIRECT*)、股权制衡(*HHI*)以及成长性(*M/B*)作为控制变量来建立多元线性回归模型。

$$OAR = \alpha_0 + \alpha_1 TECIND + \alpha_2 LNASSET + \alpha_3 ROA + \alpha_4 LEV + \alpha_5 DIRECT + \alpha_6 HHI + \alpha_7 M/B + \xi_1 \quad (1)$$

$$OAR = \beta_0 + \beta_1 COMP + \beta_2 LNASSET + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 DIRECT + \beta_6 HHI + \beta_7 M/B + \xi_2 \quad (2)$$

五、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

我们通过 Stata13.0 得出初步描述性统计结果,如表 2 所示。

首先,上市公司中大股东占款增长占总资产的均值为 0.5%,样本期间大股东占款程度平均而言有所上升,占款最严重的上市公司接近总资产的 40%,可见,目前大股东严重的占款行为依旧存在。其次,技术独立董事在独立董事中所占比例均值仅达到 16%,样本中的许多企业没有设置技术独立董事或技术独立董事数量较少,可见,近年来上市公司虽然开始关注独立董事的技术背景,但并未给予足够重视。

最后,各控制变量最大值和最小值的差距并不悬殊,说明样本整体分布比较均匀,基本上不存在异常值的影响。

表 2 描述性统计结果

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>OAR</i>	0.005	0.025	-0.191	0.387
<i>TECIND</i>	0.163	0.192	0	0.800
<i>COMP</i>	4.905	5.437	0	13.592
<i>LNASSET</i>	22.322	1.549	18.724	28.311
<i>ROA</i>	0.049	0.078	-0.722	1.007
<i>LEV</i>	0.509	0.201	0.007	0.975
<i>DIRECT</i>	0.365	0.539	0.125	0.714
<i>HHI</i>	0.225	0.144	0.008	0.758
<i>M/B</i>	4.441	7.026	0.431	35.194

(二) Person 相关性检验

我们对部分变量进行相关性检验,结果见表 3。

表 3 相关系数矩阵表

	<i>OAR</i>	<i>COPM</i>	<i>LNASSET</i>	<i>ROA</i>	<i>LEV</i>	<i>DIRECT</i>	<i>HHI</i>	<i>M/B</i>
<i>OAR</i>	1							
<i>COPM</i>	-0.096 ***	1						
<i>LNASSET</i>	-0.101 ***	0.054	1					
<i>ROA</i>	-0.123 ***	-0.016	0.059	1				
<i>LEV</i>	0.049	-0.057 *	0.301 ***	-0.295 ***	1			
<i>DIRECT</i>	-0.025	0.100 ***	0.080 **	0.009	-0.315	1		
<i>HHI</i>	-0.068 **	0.048	0.512 ***	0.169 ***	0.0155	0.131 ***	1	
<i>M/B</i>	0.109 ***	-0.030	-0.275 **	0.031	0.136 ***	0.039	-0.063 *	1

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 显著性水平。下同。

从表 3 中可以看到,技术独立董事的薪酬同公司规模的相关系数较低,说明技术独立董事获得薪酬的高低并不受公司规模的影响。大部分相关系数的绝对值较小,变量之间相关系数的绝对值均小于 0.5,因此我们认为模型中各变量之间不存在多重共线性问题,不会影响回归分析的结果,随后的回归结果分析基础是可信的。

(三) 回归结果分析

模型 1 和模型 2 的回归结果见表 4。

模型 1 中,*TECIND* 与 *OAR* 呈现显著负相关关系,这与叶康涛、陆正飞的结论相一致^[12],支持了假设 1,说明设置技术独立董事可以降低上市公司大股东利益侵占的程度,技术独立董事人数越多,则大股东越难以占用其他应收款,其原因或许是随着技术独立董事数目的增加,技术独立董事可以利用

其技术知识背景对涉及技术方面的关联问题发表意见,对关联占款发表异议的概率也很有可能增加,从而制约了大股东的“掏空”行为。模型2中,COMP与OAR同样也呈现显著负相关关系,即技术独立董事的薪酬越高,大股东的利益侵占水平越低,说明提高薪酬激励有助于发挥技术独立董事的监督作用,假设2得到验证。

控制变量的回归结果表明,公司规模系数显著为正,说明规模大的公司受外界的监督 and 关注相对比较大,公司运作较为规范,信息不对称的问题不太严重,因此规模大的公司大股东利益侵占较少。盈利能力的系数为负,说明高额的盈利使得大股东不再通过利益侵占获利,较高的盈利水平可以抑制大股东的利益侵占。资产负债率的系数为正,表明随着大股东利益侵占程度的提高,企业更有可能依赖于外部融资来满足其日常运营资金需要,也有可能是随着负债率增加,由于大股东利益侵占对公司带来的损失主要由债权人承担,大股东更有动力去利益侵占,但这一正相关关系并未通过显著性检验,说明这一作用并不明显。独立董事比例与大股东占款呈负相关关系,表明独立董事可以发挥监督作用抑制大股东占款,但这一作用并不显著。前五名大股东持股比例平方和的系数为正,表明集中的股权容易导致大股东占款,但并未通过显著性检验。企业的成长性与大股东占款呈显著的正相关关系,表明大股东会随着企业的成长获取更多的私有利益。

(四) 稳健性检验

由于有些上市公司中已经设置技术独立董事而还有一些上市公司并未设置,本文采用设置虚拟变量来替代技术独立董事比例,即上市公司设置技术独立董事则为1,否则为0,对模型1进行重新回归,发现结果未发生变化,结果如表5所示。同时为避免控制变量的不同对实证结论的影响,我们进行控制变量的替换。由于ROE同ROA都可以表示公司的盈利能力,因此替换后对模型2重新回归,发现结果未发生显著的变化,结果如表6所示。稳健性检验支持假设1以及假设2,因此本文的结果比较稳健。

表4 回归结果

变量	模型1: 技术独立董事比例		模型2: 技术独立董事薪酬	
	系数	t值	系数	t值
TECIND	-0.013***	-2.83		
COMP			-0.001***	-2.62
LNASSET	-0.001*	-1.68	-0.001	-1.53
ROA	-0.038***	-3.22	-0.038	-3.24
LEV	0.002	0.49	0.002	0.44
DIRECT	-0.007	-0.42	-0.006	-0.37
HHI	0.001	0.02	0.001	0.03
M/B	0.001***	2.45	0.001***	2.41
N		855		855
F值		5.32		5.51
R ²		0.05		0.05

表5 模型1的稳健性检验

变量	模型1:是否设置技术独立董事	
	系数	t值
TECIND	-0.005***	-2.62
LNASSET	-0.001	-1.51
ROA	-0.038***	-3.24
LEV	0.003	0.52
DIRECT	-0.006	-0.39
HHI	0.001	0.01
M/B	0.001**	2.42
N		855
F值		5.15
R ²		0.04

表6 模型2的稳健性检验

变量	模型2:技术独立董事薪酬	
	系数	t值
COMP	-0.001**	-2.53
LNASSET	-0.001*	-1.89
ROE	-0.001	-1.44
LEV	0.007	1.52
DIRECT	-0.003	-0.22
HHI	0.002	0.37
M/B	0.001**	2.19
N		855
F值		3.91
R ²		0.03

六、结论与政策建议

本文以大股东占用上市公司资金作为研究对象,考察了在中国证券市场上技术独立董事的引入能否有效抑制大股东利益侵占的行为。结果显示:设置技术独立董事的上市公司,其大股东利益侵占水平较低,技术独立董事可以有效抑制大股东对上市公司的利益侵占;适当的激励有助于技术独立董事利用其技术知识发挥监督作用。

通过本文分析,我们发现上市公司单纯通过改变股权结构、进行股权制衡或仅仅依靠外部环境的制约虽然在一定程度上可以降低大股东利益侵占的程度,但是提高独立董事的监督作用对大股东“掏空”行为的制约程度更强。为了提高独立董事的监督效率和水平,我们应开拓新视角对其专业背景进行分析。财务独立董事和法律独立董事往往是从财务信息披露和降低经营风险等方面进行监督,保证上市公司健康稳定的发展,很少从大股东利益侵占的途径上起到制约作用。而技术独立董事不仅可以发挥监督作用,为企业出谋划策,提高公司治理水平,抑制大股东对上市公司的“掏空”行为,还可以从行业专家角度提高企业研发效率。

目前,技术独立董事一般都是由学者或者专家担任,缺少公司治理的实践经验,又由于往往身兼数职也难以尽到独立董事的义务。因此,上市公司既应注重选择有技术背景的学者和实务界人士,同时还要加强对技术独立董事公司治理能力的培养,合理增加对技术独立董事的激励,在公司经营和治理方面采纳技术独立董事的意见和建议,保障其监督作用的发挥。本文的结论,即技术独立董事对大股东的利益侵占行为具有抑制作用,让我们对独立董事在专业背景上对上市公司发挥的作用有了进一步的认知,这对证监会和上市公司在独立董事制度的完善方面具有一定的借鉴价值。

参考文献:

- [1] JOHNSON S R, BOONE P, BREACH A, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 141 - 186.
- [2] BERTRAND M, MEHTA P, MULLAINATHAN S. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2002, 117: 121 - 148.
- [3] JOHNSON S, LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90: 22 - 27.
- [4] BENJAMIN M, ANETE P. Multiple large shareholders and firm value[J]. Journal of Bank and Finance, 2005, 29: 1813 - 1834.
- [5] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders[J]. Journal of Financial, 2002, 57: 2741 - 2771.
- [6] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “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数据[J]. 会计研究, 2004(12): 3 - 13.
- [7] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporation governance[J]. Journal of Finance Economics, 2000, 58: 3 - 28.
- [8] 张兆国, 何威风, 周婕. 中国上市公司控股股东利益侵占影响因素的实证分析[J]. 中国软科学, 2006(11): 81 - 87.
- [9] 余明贵, 夏新平. 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[J]. 南开管理评论, 2004(6): 33 - 38.
- [10] 封思贤. 独立董事制度对关联交易影响的实证研究[J]. 商业经济与管理, 2005(3): 54 - 60.
- [11] 唐清泉, 罗党论, 王莉. 大股东的“隧道”挖掘与制衡力量——来自中国市场的实证[J]. 中国会计评论, 2005(6): 63 - 86.

- [12] 叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究,2007(4):101-110.
- [13] HEALY P M, WAHLEN J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting [J]. Accounting Horizon,1999,13:365-383.
- [14] 胡元木. 技术独立董事可以提高 R&D 产出效率吗? [J]. 南开管理评论,2012(2):136-142.
- [15] 封思贤. 上市公司大股东侵占行为剖析及对策[J]. 改革,2007(6):96-101.
- [16] 梁莱歆,马如飞. R&D 资金管理与企业自主创新——基于我国信息技术类上市公司的实证分析[J]. 财经研究,2009(8):49-59.
- [17] 唐清泉,徐欣. 企业 R&D 投资与内部资金——来自中国上市公司的研究[J]. 中国会计评论,2010(3):41-61.
- [18] 谭劲松,李敏仪,黎文靖. 我国上市公司独立董事制度若干特征分析[J]. 管理世界,2003(9):110-135.
- [19] 马曙光,黄志忠,薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J]. 会计研究,2005(9):44-50.
- [20] 黎来芳,王化成,张伟华. 控制权、资金占用与掏空——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学,2008(8):121-127.
- [21] 唐宗明,蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究,2002(4):44-50.
- [22] COFFEE J C, Jr. Do norms matter? A cross-country examination of the private benefits of control[R]. Columbia Law and Economics Working Paper,2001, No. 183.
- [23] FACCIIO M, LANG L H P, YOUNG L. Debt and expropriation[R]. Purdue CIBER Working Papers,2007.
- [24] DU J, DAI Y. Ultimate corporate ownership structures and capital structures: evidence from East Asian economies[J]. Corporate Governance: An International Review,2005,13:60-71.
- [25] 宋剑锋. 净资产倍率、市盈率与公司的成长性——来自中国股市的经验证据[J]. 经济研究,2000(8):36-45.

[责任编辑:杨凤春]

Can Technology Independent Directors Deter the Benefits Expropriation by Substantial Shareholders: Taking Fund Embezzlement of Large Shareholders as an Example

HU Yuanmu, QIN Xian

(School of Accountancy, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: The behavior of benefits expropriation by substantial shareholders is increasingly concerned by the listed companies and the government as well as the medium and small investors, while the professional background and the independent status of the independent directors make it possible to have a special supervisory role in the benefits expropriation by substantial shareholders. Deriving from the perspective of professional background of independent directors, taking the “tunneling” behavior on the part of substantial shareholders in listed company as the research object, this paper makes an exploration on the effect of technology independent directors on the benefits expropriation by substantial shareholders. The results demonstrate that listed companies hiring independent directors who possesses technical skills or has the technical background of the industry tend to effectively inhibit benefits expropriation by substantial shareholders and the compensation level of technology independent directors have incentive effects on the supervision efficiency.

Key Words: technology independent director; benefits expropriation by substantial shareholders; compensation incent; occupied funds by substantial shareholders; internal governance; ultimate holding shareholders; minority shareholders; connected transaction