

独立董事声誉能抑制大股东掏空行为吗?

——基于中小板的经验数据

毛建辉

(暨南大学 经济学院,广东 广州 510632)

[摘要]在股权高度集中的背景下,大股东侵占公司利益已成为一种常态,导致了严重的公司治理问题。在此情形下,探讨有效的公司治理机制抑制大股东掏空行为、保护中小股东的利益、提高上市企业盈余质量显得尤为重要。因此,基于公司治理机制中的独立董事制度视角,利用2011—2015年我国中小板上市企业的样本,探讨独立董事声誉能否有效抑制大股东掏空行为。研究结论表明:独立董事声誉可以抑制大股东掏空行为;相较学者独立董事声誉,实务独立董事声誉抑制大股东掏空行为更显著;外部审计机构会为大股东掏空行为出具非标准审计意见,因而在治理大股东掏空具有一定效用。

[关键词]独立董事;董事声誉;掏空行为;企业盈余管理;公司治理;董事制度;利益侵占

[中图分类号]F270.7 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)05-0066-09

一、引言

独立董事(Independent Director)是指既不是公司职工也不拥有公司股份的董事,对受聘公司决策能够进行客观判断且不受经营者或者管理者的干扰。为解决股东与经理人的代理冲突以及大股东与中小股东的利益掏空问题,各国纷纷引入独立董事制度。美国证券交易委员会颁布的《1940年投资公司法》明确规定,独立董事在管理投资公司的占比必须达到40%,而英国伦敦证券交易所发表的卡德伯里报告(Cadbury Report)更是引发了一场关于公司治理的“独立董事革命”。1993年,“青岛啤酒”在香港联合交易所上市并首次引入独立董事机制,开创了我国企业引入独立董事制度的先河。我国证监会在2001年颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》)标志着我国境内上市企业全面引入独立董事制度。在我国上市公司中,大股东掏空、股权高度集中、法人结构缺陷等问题异常突出,为有效解决大股东与中小股东间的代理冲突,保护中小股东利益,证监会以法律形式引入独立董事制度,希望其能够发挥监督功能,制衡大股东或者代理人(管理人、经营者)的不合理甚至违规行为。

在股权高度集中的背景下,独立董事制度在我国上市公司治理过程中究竟发挥多大功效?具体作用机理如何?这些关乎独立董事制度可持续发展的关键问题在学术界还没有达成广泛共识,主要源于独立董事制度中的一些关键要素认识还不清晰,其中,声誉作为独立董事制定设计中的关键一环一直被忽视。独立董事主要来自于特定领域的专家,其中有会计背景的占有很大一部分比例,通过非关联方式给予受聘公司意见和资源支持^[1]。Fama和Jensen最早提出了董事声誉概念并指出了其重

[收稿日期]2018-02-05

[基金项目]国家自然科学基金项目(71333007)

[作者简介]毛建辉(1986—),男,江西上饶人,暨南大学经济学院博士生,主要研究方向为公司金融与投资学,邮箱为849272429@qq.com。

要性,认为追求“专家声誉”是独立董事机制能够存在和发生作用的根本^[2]。我国学者宁向东等也对独立董事声誉进行了定义,认为独立董事声誉主要包括个人职业、与上市公司业务领域相关和勤勉敬业三个维度,前两个维度主要体现在专业技能,而后一个维度则体现在工作态度上,并且不同维度之间相互影响^[3]。在一个充分有效的劳动力市场中,“专家声誉”作为一种信号机制在人力资本中发挥效用,能够有效减少市场中的信息不对称,并且能够给“专家声誉”拥有者带来一定的收益,但我们也应看到,“专家声誉”需要经过很多次积累,得来殊为不易,失去只是朝夕的事情。因此,相较一般人而言,独立董事拥有更强的动机保护已经拥有的“专家声誉”,即自身人力资本价值。即使可以轻易获得丰厚的物质利益,经过权衡利弊,独立董事也会选择维护声誉。以往关于独立董事声誉的研究主要基于薪酬层面,但物质激励对于这些已经有一定物质基础的独立董事的影响到底如何值得思考。基于此,本文将独立董事声誉引入独立董事监督机制中,检验独立董事声誉能否在事前抑制大股东掏空行为以及掏空后能否通过影响外部审计机构出具审计报告而提高会计信息质量。

与已有的文献相比,本文的创新性主要体现在以下几个方面:(1)本文将声誉理论和代理理论相结合,探讨不同背景下独立董事声誉监督功能的差异,这为声誉理论研究贡献了新的视角。(2)以往的研究主要基于大股东掏空前的研究,本文的分析则将进一步探讨大股东掏空后独立董事如何发挥监督作用。

本文接下来内容包括:对国内外文献的回顾,提出理论假设与模型构建,进行实证分析,结论及政策建议及未来研究方向。

二、文献回顾

在关于独立董事声誉与大股东掏空的研究中,已有研究主要集中于理论和实证两方面。一是理论层面上:Fahlenbrach 等认为,独立董事的履职是其实现自我价值的重要途径,而独立董事声誉在一定程度上反映了社会对其自我形象的评价,因而追求自我价值动机会驱使其倍加珍惜声誉,为避免自我价值下降,独立董事会努力提高工作强度,提升公司业绩并维护中小股东的利益^[4];Yoshikawa 等认为,国家治理机制、公司治理法等制度以及行为综合体通过信息披露的方式,使得独立董事的怠慢行为需付出高昂的声誉代价以及承受声誉受损可能带来的被指控和解雇,进而倒逼其重新评估积极和怠慢履职的价值差,并对出现的公司治理问题(比如股东侵占现象)及时加以制止^[5];Du 等认为,独立董事声誉是利益相关方与独立董事相互作用的结果,在相互作用过程中,独立董事凭借认知能力和行为模式产生易被外界感知的名望、荣誉等外在形象,利益相关者则通过对独立董事形象的感知和评价来决定其信任度,而独立董事的外在信任度又可以进一步转化成信号,促使其在执业市场上进行传播进而影响人力资本价值,因此,为了提升声誉对总体收益的贡献度,独立董事会恪尽职守,积极参与公司治理,抑制大股东的不法行为^[6]。二是实证层面研究上:Fama 和 Jensen 最早提出独立董事声誉概念,发现独立董事声誉越高,越能保持独立性,进而降低公司的代理成本,提高独立董事的监督能力,最终抑制大股东掏空行为^[7];Richardson 发现,如果企业遭受到诉讼危机、财务困境、财务重述等困局时,而独立董事由于未及时履行好监督和调查职责,使得公司状况进一步恶化,投资人遭到了损失,那么独立董事声誉会持续受损,由此产生的负面连锁效应使得独立董事获得连任的机会大幅降低,此时独立董事声誉激励的约束机制会起到主导作用,促使其更好履行独立董事应有的职责^[8];Bliss 发现,当公司管理层为了追逐私人利益,企图利诱独立董事通过不合理决策时,独立董事出于声誉的顾虑,会拒绝其提出的不法方案^[9];Brochet 和 Srinivasan 发现,当独立董事就职企业出现了违反商业伦理的不端行为,不仅使得独立董事的“监督者”角色遭到弱化,还会使得其“决策专家”的声誉也连带受损,为了避免声名扫地而可能带来的一系列负面影响,独立董事会保持独立性,不与大股东合谋^[10]。

尽管我国引入独立董事制度较晚,但是国内学者对独立董事声誉与大股东掏空的关系做了大量

的探索,取得了一定的成果。陈艳发现,尽管独立董事声誉可以让独立董事远离违规、违法行为,但由于我国特殊的股权结构使得独立董事按照大股东意愿选任,因而并不能保护中小股东的利益被大股东侵占^[11]。孙焯和孟佳娃发现,独立董事声誉通过削弱薪酬委员会的独立性,阻止了其对于高管薪酬的助推作用,同时提升了高管货币薪酬-绩效的敏感度^[12]。陈雷和李国正发现,独立董事具有一定声誉以后,能够对董事会的决策做出正确抉择,有效监督管理层,但是给予独立董事过高的权力或者薪酬反而不利于公司的治理。独立董事不仅需要准确披露公司信息,还需要以客观公正的态度做出治理决策并维护中小股东的利益,进而提高公司绩效^[13]。黄海杰等发现,高声誉独立董事能够积极发挥公司治理效用,提高企业的盈余质量。此外,独立董事声誉能够激励其维护独立性,提高会计信息披露的质量,进而抑制大股东侵占中小股东利益^[14]。

通过以上文献回顾,我们可以看到,尽管国内外学者对独立董事声誉与大股东掏空具有一定的研究,但对独立董事声誉的分析大多基于激励的视角,鲜有文献考虑其社会声誉和专家声誉的特性,同时也没有考察独立董事监督大股东掏空后的情况。基于此,本文试图通过专家或者学者声誉衡量独立董事声誉,探讨独立董事声誉能否有效抑制大股东掏空行为,并分大股东掏空前两个节点分析独立董事声誉的具体作用机制,同时对比分析不同背景独立董事监督功能的差异。

三、理论分析与研究假设

已有关于独立董事监督大股东的研究大多基于能否对违规发生进行有效监督。本文认为,具有专业背景的独立董事在大股东掏空行为发生后,仍然可以联合外部审计机构通过发布审计报告的形式对其进行监督。因此,本文从掏空前两个节点分析不同背景下独立董事的监督功能。

(一) 独立董事声誉对大股东掏空行为的事前监督

相较一般独立董事,具有会计背景的独立董事由于其具备的专业知识,对公司财务报告的产生和披露能够专业地解读,因而对盈余质量及大股东的行为能够产生直接的影响。Agrawal 和 Chadha 发现,独立董事持有 CPA 或者 CFA 证书能够显著降低公司的财务风险^[15]。Defond 等发现,具有会计背景的独立董事可以引起正的市场反应,而其他背景的独立董事则不存在显著的市场反应^[16]。胡奕明和唐松莲发现,董事会中存在具有财务或者会计背景的独立董事,能够显著提高上市公司的盈余质量^[17]。此外,在我国,上市公司中有会计背景的独立董事主要集中于高校学者和审计师。基于这一特性,本文的独立董事专业声誉的设计参照黄海杰等的研究,高校学者独立董事声誉采用就职单位学校和学科排名度量,而审计师的声誉则用任职事务所的排名来衡量^[14]。来自高声誉高校(学科)和事务所的独立董事一般也具有更高的声誉,尽责问题带来的声誉损失也将更大。这也意味着,高声誉独立董事履行其职责的动机也将更强烈。因此,高声誉独立董事对公司的经营策略、财务报告等会严格把关,努力提高公司的盈余质量,最终对大股东掏空前进行有效监督。基于此,本文提出假设 1。

H1: 独立董事的声誉越高,越能在事前抑制大股东掏空行为。

一般而言,实务独立董事由于工作性质使其在日常工作中接触到大股东掏空行为的机会更多,亦更了解这些业务的具体运作过程,这将有利于独立董事甄别大股东是否在对公司进行掏空,进而提升独立董事的监督职能^[18],而对于学者独立董事,尽管他们在科研和教学中取得了一定的成就,对实务工作也有一定的了解,但由于平时极少参与到具体实践工作中,导致识别大股东掏空手段上有所欠缺。此外,实务独立董事不仅在识别大股东掏空行为上具有优势,而且具有更充裕的时间和精力去参与公司的具体决策。这是因为,一方面,多家上市公司兼职在学者独立董事中已经成为一种常态,虽然受聘多家公司有利于提供学者独立董事的个人声誉,但毫无疑问会分散参与管理层决策的时间和精力^[19];另一方面,上市公司为了最大限度利用学者独立董事的社会影响力,偏好于聘请一些高校担任了一定行政职务或者具有一些头衔的学者,这些学者独立董事日常的行政事务本来就很繁忙,连正常参加董事会会议都

不能保证,更不用提参与上市公司决策和监督大股东掏空行为了。基于此,本文提出假设2。

H2:较学者独立董事声誉,实务独立董事声誉事前抑制上市公司大股东的掏空行为更显著。

(二) 独立董事声誉对大股东掏空行为的事后监督

Jiang 等对企业的治理机制进行研究后发现,外部审计机构能够有效识别上市公司中的大股东掏空行为,当上市公司的掏空问题越严重时,被外部审计师出具非标准审计意见的概率越大^[20]。《上市公司独立董事履职指引》赋予了独立董事特别职权,根据相关规定,独立董事认为上市公司财务存在较大问题时,可以单独聘请外部审计机构和咨询机构等对公司财务等具体事项重新进行审计和评估。因而当上市公司大股东掏空行为发生后,在责任和声誉共同驱使下,高声誉独立董事更有动力联合外部审计机构对这些问题进行治理。此外,一些研究也表明独立董事与外部审计机构之间存在着联动效应,当独立董事发表不同意见后,上市公司越可能被外部审计机构出具非标准审计意见^[21]。而独立董事声誉影响外部审计机构出具审计意见的现象,实际上也是独立董事声誉对大股东掏空的事后监督功能。基于此,本文提出假设3。

H3:独立董事的声誉越高,越能导致外部审计机构对大股东掏空行为出具非标准审计意见。

相较于没有实务工作经历的学者独立董事,实务独立董事更可能行使《上市公司独立董事履职指引》赋予的特别职权。究其原因,一是本文在 H2 假设的分析过程中指出的实务独立董事拥有更多的时间和精力;二是实务独立董事一般都在会计事务所或者审计机构任职,因而当其行使特别职权时,更容易聘请到专业的外部审计机构,且成本也相对更低廉^[22]。因此,实务独立董事更有动力行使特别职权,更能在事后对其掏空行为进行有效监督。基于此,本文提出假设4。

H4:较学者独立董事声誉,实务独立董事声誉更能在事后抑制大股东掏空行为。

四、研究设计

(一) 数据来源和样本选择

本文以 2011—2015 年在深圳交易所公开发行的上市中小板企业为研究样本,剔除金融类、ST 类企业数据以及异常值数据,最终得到 3485 个年度样本观测数据。本文选择中小板企业作为研究样本主要出于以下两方面考虑:第一,尽管中小板中行业很多,但企业间规模比较接近,并且处于相同的制度环境下,因而将其作为研究对象可以减少样本选择的内生性问题。第二,中小板是专门为规模较小、风险较大的企业量身打造的板块,因而此类企业是广大中小企业的典型代表,对其进行研究可以揭示一般中小企业的共同规律。

(二) 变量定义和模型构建

1. 变量定义

独立董事声誉 (*REPUT*)。借鉴黄海杰等的研究,本文主要考察具有会计背景的学者独立董事和实务独立董事^[14]。具体划分方法为:对于学者独立董事声誉 (*REPUT1*),本文观察其就业单位是否来自“985”大学或者会计类国家重点学科单位,若其来自“985”大学或者会计类国家重点学科单位,表示独立董事为高声誉,*REPUT1* 取值 1,反之 *REPUT1* 取值 0;而对于实务独立董事声誉 (*REPUT2*),本文观察其就业单位当年在协会公布的会计事务所年度排名是否处于排在前八名,若其排在前八大事务所,表示独立董事为高声誉,*REPUT2* 取值 1,反之 *REPUT2* 取值 0。

大股东掏空 (*TUNNEL*)。本文采用第一大股东及其子公司其他应收款的年度增量与总资产的比值衡量大股东掏空程度,假如其他股东与大股东存在关联交易,则该股东的其他应收款一并计入大股东掏空。

审计意见 (*VIEW*)。本文按上市公司财务报告是否被外部审计机构出具了标准无保留审计意见衡量,如果出了无保留意见,*VIEW* 取值 1,否则 *VIEW* 取值 0。

控制变量。本文按公司的经营业绩、高管特征、高管股权结构等设定控制变量,各变量具体定义如下所示:资产收益率(*ROA*)用公司净利润与总资产的比值表示;独立董事占比(*DRE*)用独立董事人数与董事会规模的比值表示;高管持股占比(*ESHARE*)用高管持股数量与公司总股本的比例表示;董事长与总经理是同一人(*SAME*),如果董事长与总经理是同一人则取值1,否则为0;公司年龄(*AGE*)用观测值所在年份减去企业成立时间表示;公司规模(*SIZE*)用总资产的自然对数表示;资产负债率(*DE*)用总负债与总资产的比值表示。

表1 相关变量定义

变量	代码	变量定义
大股东掏空	<i>TUNNEL</i>	第一大股东及其子公司其他应收款的年度增量占总资产的比值
审计意见	<i>VIEW</i>	审计师出具无保留意见为1,否则为0
独立董事声誉	<i>REPUT</i>	对于学者独立董事声誉定义,若其来自“985”大学或者会计国家重点学科,表示独立董事为高声誉,REPUT1取值1,反之,REPUT1取值0;对于实务独立董事声誉定义,若其来自前八大事务所,表示独立董事为高声誉,REPUT2取值1,反之,REPUT2取值0。
资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与总资产的比值
独立董事占比	<i>DRE</i>	独立董事人数与董事会规模的比值
高管持股占比	<i>ESHARE</i>	高管持股数量与公司总股本的比例
董事长总经理是否同一人	<i>SAME</i>	总资产的自然对数如果董事长与总经理是否同一人则取值1,否则为0。
公司年龄	<i>AGE</i>	观测值所在年份减去企业成立时间
公司规模	<i>SIZE</i>	总资产的自然对数
资产负债率	<i>DE</i>	总负债与总资产的比值

2. 模型构建

为了检验假设1和假设2,即独立董事声誉是否在事前抑制大股东掏空行为,本文构建了如下模型:

$$TUNNEL_{i,t} = \alpha + \beta_1 REPUT_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} DE_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

其中,*TUNNEL*表示大股东掏空,*REPUT*表示独立董事声誉,*X*表示包含*ROA*、*DRE*、*ESHARE*、*SAME*、*AGE*、*SIZE*、*DE*等的控制变量。

为了检验假设3和假设4,即独立董事声誉是否在事后抑制大股东掏空行为,本文构建如下Logit模型:

$$LN = \left(\frac{P(VIEW=1)}{1-P(VIEW=1)} \right) = \beta_0 + \beta_1 REPUT_{i,t} \times TUNNEL_{i,t} + \beta_2 TUNNEL_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (2)$$

其中,*VIEW*表示审计师出具的意见,*TUNNEL*表示大股东掏空,*REPUT*表示独立董事声誉,*X*表示包含*ROA*、*DRE*、*ESHARE*、*SAME*、*AGE*、*SIZE*、*DE*等的控制变量。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表2提供了各变量的描述性统计结果。我们可以看到,大股东掏空的均值为0.01848,标准误为0.03887,最小值为0.00244,最大值为0.26224,表明中小板企业中存在一定的掏空现象,并且不同企业掏空程度存在很大差异,最小的只有0.00244,而最大的却高达0.26224;审计师出具无保留意见的均值为0.9875,表明中小板企业被审计师出具的概率很大;独立董事声誉指标中,学者独立董事声誉的均值为0.16700,实务独立董事声誉的均值为

表2 变量描述性统计结果

变量名	样本量	均值	方差	最小值	最大值
<i>TUNNEL</i>	3485	0.01848	0.03878	0.00244	0.26224
<i>VIEW</i>	3485	0.98755	0.11087	0	1
<i>REPUT1</i>	3485	0.16700	0.37303	0	1
<i>REPUT2</i>	3485	0.12182	0.32713	0	1
<i>ROA</i>	3485	0.06508	0.06844	-0.69947	0.59814
<i>DRE</i>	3485	0.39673	0.08731	0.25	0.6
<i>SAME</i>	3485	0.40227	0.49043	0	1
<i>AGE</i>	3485	14.69901	4.0427	3	42
<i>SIZE</i>	3485	21.36186	2.91450	17.68107	25.47241
<i>DE</i>	3485	0.35807	0.18517	0.00752	2.04770

0.12100,表明学者独立董事的声誉并不高,并且学者独立董事声誉大于实务独立董事声誉;在控制变量中,资产收益率的均值为0.06508,资产负债率均值为0.03508,表明企业受益率和资产负债率均不高,中小板企业经营相对比较谨慎;独立董事比例均值为0.39673,表明绝大多数中小板企业独立董事比例均不高,刚好达到证监会规定的三分之一的门槛;董事长总经理是否为同一人均值为0.40227,表明高达六成的中小板企业选择两权分离;企业年龄和规模的均值分别为14.69901、21.36186,标准误分别为4.0427、2.9145,表明中小板企业达到一定的规模和拥有一定的成立时间,同时不同企业的规模和成立时间存在很大差异。

(二) 回归结果分析

本文首先检验独立董事声誉能否在事前抑制大股东掏空行为,表3提供了独立董事声誉事前抑制大股东掏空行为的实证结果。我们可以看到,列1中学者独立董事声誉(*REPUT1*)的系数在5%的统计水平上显著为负,表明学者独立董事声誉可以在事前抑制大股东掏空,这可能是因为高声誉独立董事尽责问题带来的声誉损失更大,因而履职的动机也更强烈,对公司的经营策略、财务报告等会严格把关,努力提高公司的盈余质量,进而在事前抑制大股东掏空行为,该发现和与本文假设1一致。列2中实务独立董事声誉(*REPUT2*)的系数在1%的统计水平上显著为负,表明实务独立董事声誉可以在事前抑制大股东掏空,这与本文的假设1一致。对比学者独立董事声誉(*REPUT1*)和实务独立董事声誉(*REPUT2*)系数大小发现,实务独立董事声誉(*REPUT2*)系数大于学者独立董事声誉(*REPUT1*),表明较学者独立董事声誉,实务独立董事声誉在事前抑制大股东掏空行为更显著,这可能是因为实务独立董事不仅更了解大股东掏空的具体操作过程,还有很多的时间参与到公司的具体事物中,因而更能在事前抑制大股东掏空行为,该发现与本文假设2相符。控制变量中,*ROA*的系数显著为正,表明企业盈利能力越强越可能被大股东掏空。*DRE*的系数显著为负,表明独立董事比例提高能够抑制大股东掏空。*SAME*系数显著为正,表明董事长和总经理为同一人促进大股东实施掏空行为。*AGE*的系数显著为负,表明企业成立时间越久越能抑制大股东掏空。*SIZE*的系数显著为正,表明企业规模越大越可能被大股东掏空。*DE*的系数显著为负,表明企业负债比例越高越可能被大股东掏空。

本文接下来运用Logit模型检验独立董事声誉能否在事后抑制大股东掏空行为,表4提供了独立董事声誉事后抑制大股东掏空的实证结果,我们可以看到,首先,列1至列3中大股东掏空(*TUNNEL*)的系数均显著为负,表明外部审计机构在治理大股东掏空行为方面具有一定的有效性,即当掏空行为严重时,它们更可能出具非标准审计意见,这与已有研究的结论一致;其次,列1和列2中独立董事声誉(*REPUT*)的系数均显著为负,表明无论是学者独立董事还是实务独立董事,当声誉增加时,均能在事后抑制大股东掏空行为,这可能是因为,当公司出现大股东掏空行为时,在责任和声誉的共同驱使下,高声誉独立董事更有可能动用《上市公司独立董事履职指引》赋予其独立董事特别职权,因而更能在事后抑制大股东掏空行为,该发现与本文假设3一致;再次,列1和列2中独立董事声誉

表3 独立董事声誉与大股东掏空(事前)

	TUNNEL		
<i>REPUT1</i>	-0.7173 ** (-2.17)		
<i>REPUT2</i>		-1.9852 *** (-9.25)	
<i>ROA</i>	3.2982 ** (1.96)	3.2869 * (1.88)	3.2946 ** (1.99)
<i>DRE</i>	-0.2390 *** (-4.71)	-0.2407 *** (-4.79)	-0.2421 *** (-4.27)
<i>SAME</i>	1.0235 * (1.80)	1.0406 * (1.78)	1.0466 * (1.79)
<i>AGE</i>	-0.7148 ** (-2.38)	-0.7122 ** (-2.39)	-0.7243 ** (-2.38)
<i>SIZE</i>	0.1391 *** (3.47)	0.1434 *** (3.49)	0.1362 *** (3.44)
<i>DE</i>	0.7448 ** (2.45)	0.7446 ** (2.50)	0.7454 ** (2.49)
常数项	-2.8883 *** (-2.64)	-3.0346 *** (-2.63)	-2.5918 *** (-2.60)
YEAR	YES	YES	YES
INDUSTY	YES	YES	YES
N	3485	3485	3485
R ²	0.4120	0.3867	0.3546
Prob > F	0	0	0

注:***、**、*分别表示t值(双尾)在1%、5%、10%的水平上统计显著。

与大股东掏空变量交叉项的系数均显著为负,表明无论是学者独立董事还是学者独立董事,当存在高声誉独立董事时,外部审计机构更有可能为大股东的掏空行为出具非标准审计意见,表明该类独立董事确实能够有效抑制大股东掏空行为,这再次支持了本文研究3的假设;最后,列1中学者独立董事声誉(*REPUT1*)系数小于列2中实务独立董事声誉(*REPUT2*),表明相较学者独立董事声誉,实务独立董事声誉在事后抑制大股东掏空行为更显著,可能是因为实务独立董事不仅拥有宽裕的时间和精力,工作性质也决定了其更容易聘请到专业的外部审计机构并且成本也相对更低廉,这与本文假设4一致。

3. 稳健性检验

为使本文的研究结论更可信,我们做了如下稳健性检验^①:

(1) 本文采用第一大股东及其子公司的关联交易发生额与销售收入的比值衡量大股东掏空,得到的实证结果依然稳健。

(2) 对独立董事声誉重新赋值。本文对于学术界独立董事高声誉仅采用“985”高校排名(删除国家会计重点学科单位),得到的实证结果依然稳健。

(3) 鉴于独立董事声誉的判定标准中,可能存在部分独立董事声誉既属于学者独立董事声誉又属于实务独立董事声誉,为了消除这部分样本可能对实证结果产生的偏误,本文将交叉样本剔除重新进行回归,得到的实证结果依然稳健。

(4) 鉴于审计意见与大股东掏空的计量之间可能存在着内在的因果关系。一方面,本文将大股东掏空指标滞后一期代入模型重新进行实证分析,发现本文的实证结果依然稳健;另一方面,将大股东掏空作为因变量,而审计意见作为自变量代入模型进行实证分析,发现审计意见的系数并不显著。因此,审计意见与大股东掏空之间并不存在双向因果关系。

(5) 可能的内生性问题。本文采用两阶段回归法来控制独立董事声誉的内生性,并将大股东掏空指标滞后一期作为工具变量,得到的实证结果依然稳健。

六、结论性评述

在股权高度集中的背景下,大股东侵占公司利益已成为一种常态,从而导致严重的公司治理问题。在此情形下,探讨有效的公司治理机制抑制大股东掏空、保护中小股东的利益、提高上市企业盈余质量,显得尤为重要。本文基于公司治理机制中的独立董事制度视角,利用2011—2015年我国中小板上市企业的样本,探讨独立董事声誉能否有效抑制大股东掏空行为,主要得出以下结论:(1)独

表4 独立董事声誉与大股东掏空(事后)

	VIEW		
<i>REPUT1</i>	-1.6523 ** (-2.46)		
<i>REPUT1 * TUNNEL1</i>	-1.0571 *** (-3.69)		
<i>REPUT2</i>		-4.0171 *** (-2.71)	
<i>REPUT1 * TUNNEL2</i>		-1.7279 * (-1.83)	
<i>TUNNEL</i>	-2.0643 *** (-3.95)	-2.4541 *** (-3.40)	-2.5953 *** (-3.62)
<i>ROA</i>	2.6308 *** (6.31)	2.1736 *** (4.96)	2.1604 *** (4.93)
<i>DRE</i>	0.0004 *** (4.58)	0.0004 *** (4.46)	0.0004 *** (4.51)
<i>SAME</i>	-0.0007 * (-1.90)	-0.0008 * (-1.81)	-0.0007 * (-1.95)
<i>AGE</i>	-0.0004 ** (-3.06)	-0.0004 *** (-3.05)	-0.0003 *** (-3.10)
<i>SIZE</i>	0.0107 *** (2.82)	0.0108 *** (2.86)	0.0107 *** (2.83)
<i>DE</i>	-0.0006 *** (-4.06)	-0.0006 ** (-4.08)	-0.0006 ** (-4.05)
常数项	0.7522 *** (9.47)	0.7492 *** (9.44)	0.7522 *** (9.48)
YEAR	YES	YES	YES
INDUSTY	YES	YES	YES
N	3485	3485	3485
R ²	0.3910	0.3826	0.3545
Prob > F	0	0	0

注:***、**、*分别表示t值(双尾)在1%、5%、10%的水平上统计显著。

^①由于篇幅所限,本文并未列出稳健性检验详细结果,如需要可向作者索取。

立董事声誉可以抑制大股东掏空;(2)相较于学者独立董事声誉,实务独立董事声誉抑制大股东掏空行为更显著。(3)外部审计机构会为大股东掏空而出具非标准审计意见,因而其在治理大股东掏空具有一定效用。

基于以上研究结论,本文提出如下政策建议:首先,优化股权结构。可以在企业中引入持股比例较大的第二、第三大股东,与第一大股东相互制衡,这样就能有效解决“一股独大”问题,将大股东与中小股东之间的利益冲突转为利益群体之间的利益冲突,进而实现公司治理目标,避免声誉高的独立董事反而不愿担任独立董事情况的发生。其次,改善独立董事选聘制度。目前,独立董事的选聘基本由大股东控制,中小股东没有发言权,为改变这种现状,使得维护中小股东利益的独立董事有更多的聘任机会,相关部门可以采取累计投票制或者依靠政策强制赋予中小股东选聘独立董事的权利,这样就更符合引入独立董事制度的初衷。再次,加强对独立董事的监督。一方面,企业在与独立董事签订聘任合同时,加入独立董事每年必须出席董事会的次数以及相应责任义务;另一方面,监管部门规定董事会会议时给予独立董事“无效监督可能引致的后果及需要承担责任”提示,这样可以在事前对独立董事不尽责监督起到警示和防范作用。最后,改变独立董事“不独立”状态。受困于信息劣势,获取的财务信息主要由管理层提供,监管部门应增加独立董事的权限,比如可以直接从上述企业审计师那里获得真实可靠的原始财务信息,这样有利于提升独立董事的独立性。

本文的研究存在一定的局限,而这些局限正是未来研究的方向。主要体现在以下几个方面:(1)本文大股东掏空指标采用第一大股东及其子公司其他应收款的年度增量占总资产的比值衡量,而大股东掏空上市企业手段还包括担保等。待相关数据完善后,未来的研究将进一步探讨独立董事声誉对其他掏空手段的监督。(2)本文对于独立董事声誉的监督功能的差异主要集中于独立董事从业经历的不同,而决定独立董事声誉监督差异还可能存在其他一些因素,比如独立董事年龄,学历等。未来的研究将进一步探讨这些因素对独立董事声誉监督功能的影响,从而为上市企业选择独立董事提供实践启示。

参考文献:

- [1] 赵德武,曾力,谭莉川. 独立董事监督力与盈余稳健性—基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2008(9):55-63.
- [2] FAMA D, JENSEN F. Separation of ownership and control[J]. Journal of law and economics, 1983,26(2):301-325.
- [3] 宁向东,崔弼洙,张颖. 基于声誉的独立董事行为研究[J]. 清华大学学报(哲学社会科学版),2012(1):129-136.
- [4] FAHLENBRACH R, LOW A, STULZ R M. The dark side of outside directors: Do they quit when they are most needed? [R]. Nber Working Papers, 2010.
- [5] YOSHIKAWA T, ZHU H, WANG P. National governance system, corporate ownership, and roles of outside directors: A corporate governance bundle perspective[J]. Corporate Governance An International Review, 2014, 22(3):252-265.
- [6] DU J, HOU Q, TANG X. Does independent directors' monitoring affect reputation? Evidence from the stock and labor markets [J]. China Journal of Accounting Research, 2015,15(2):256-267..
- [7] FAMA D, JENSEN F. Separation of ownership and control[J]. Journal of law and economics. 1983,26(2):301-325.
- [8] RISHARDSON S A. Discussion of consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members[J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(2):291-334.
- [9] BLISS M A. Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing[J]. Accounting & Finance,2011,51(2):361-380.
- [10] BROCHET F, SRINIVASAN S. Accountability of independent directors: Evidence from firms subject to securities litigation [J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111(2):430-449.
- [11] 陈艳. 我国独立董事的声誉激励机制研究[J]. 经济体制改革,2008(3):77-82.

- [12] 孙焯, 孟佳娃. 薪酬委员会独立性与高管货币薪酬: 独立董事声誉的调节作用[J]. 东南学术, 2013(5): 57-66.
- [13] 陈雷, 李国正. 独立董事声誉、管理层行为与公司治理[J]. 财经问题研究, 2016(12): 76-81.
- [14] 黄海杰, 吕长江, 丁慧. 独立董事声誉与盈余质量—会计专业独董的视角[J]. 管理世界, 2016(3): 128-143.
- [15] AGRAWAL A, CHADHA S. Corporate governance and accounting scandals[J]. Journal of Law & Economics, 2005, 48(2): 371-406.
- [16] DEFOND M L, HANN R N, HU X. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? [J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(2): 153-193.
- [17] 胡奕明, 唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息质量[J]. 管理世界, 2008(9): 149-160.
- [18] CONG WANG, FEI XIE, MIN ZHU. Industry expertise of independent directors and board monitoring[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2015, 50(5): 1123-1129.
- [19] 沈烈. 企业独立董事制度: 现状解析与创新思考——基于沪深上市公司相关数据的分析[J]. 经济管理, 2012(5): 56-66.
- [20] JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1): 1-20.
- [21] TANG X, DU J, HOU Q. The effectiveness of the mandatory disclosure of independent directors' opinions: Empirical evidence from China[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2013, 32(3): 89-125.
- [22] 吴溪, 王春飞, 陆正飞. 独立董事与审计师出自同门是“祸”还是“福”? ——独立性与竞争—合作关系之公司治理效应研究[J]. 管理世界, 2015(9): 137-146.

[责任编辑: 杨志辉]

Can the Reputation of Independent Directors Inhibit the Tunneling Behavior of Large Shareholders? Empirical Data Based on Small and Medium Board

MAO Jianhui

(School of Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: Under the background of high concentration of equity, it has become a normal state that large shareholders have invaded the interests of the company, leading to serious corporate governance problems. Under this circumstance, it is particularly important to explore effective corporate governance mechanisms to curb the tunneling of large shareholders, protect the interests of small and medium shareholders, and improve the quality of the earnings of the listed companies. Based on the perspective of the independent director system in the corporate governance mechanism, this paper uses the sample of small and medium-sized listed companies in China from 2011 to 2015 to discuss whether the reputation of independent directors can effectively suppress the tunneling behavior of large shareholders. The conclusions shows that the reputation of independent directors can inhibit the tunneling behavior of large shareholders. Compared with the reputation of independent directors of academics, the reputation of independent directors of practice inhibiting the tunneling behavior is more significant. The external auditors will issue non-standard audit opinions for tunneling behavior of large shareholders, so it has a certain effect in managing the tunneling of large shareholders.

Key Words: independent director; directors' reputation; tunneling behavior; corporate earnings management; corporate governance; director system; entrenchment (tunnel digging)