

女性董事对上市公司大股东掏空的抑制作用

来跃娇

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2022年4月18日; 录用日期: 2022年5月13日; 发布日期: 2022年5月23日

摘要

选择2012~2020年间中国A股上市公司的数据, 基于女性董事占总董事的比例视角, 分析女性董事与大股东掏空两者之间的关系, 以及当企业审计质量不同时这种影响效果的差异。结论发现: 女性董事可以抑制上市公司大股东的掏空行为, 且当公司的审计师来源于四大会计师事务所时这种作用比非四大审计师企业更显著。适当提高女性董事的比例, 提高外部审计质量, 才能使大中小股东的利益关系得到改善, 使公司治理水平得到提高。

关键词

女性董事, 审计质量, 大股东掏空

The Restraining Effect of Female Directors on Tunneling of Major Shareholders of Listed Companies

Yuejiao Lai

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Apr. 18th, 2022; accepted: May 13th, 2022; published: May 23rd, 2022

Abstract

Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2012 to 2020, and from the perspective of the proportion of female directors in the total directors, this paper analyzes the relationship between female directors and tunneling of major shareholders, as well as the difference of this impact effect when the audit quality of enterprises is different. The conclusion shows that female directors can inhibit the tunneling behavior of major shareholders of listed companies, and

this effect is more significant when the auditors of the company come from the four major accounting firms than non four major auditor enterprises. Only by properly increasing the proportion of female directors and improving the quality of external audit can the interest relationship of large, medium and small shareholders be improved and the level of corporate governance be improved.

Keywords

Female Directors, Audit Quality, Tunneling by Major Shareholders

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言与文献综述

和美国这些西方国家不同,中国等国家处于新兴资本市场中,这类公司的股权结构一般比较集中,一股独大的特点十分明显。在新兴资本市场国家,公司主要的代理问题更多地表现为控股股东与其他股东之间的利益冲突。掏空行为是二者矛盾的突出表现。掏空是指大股东侵占其他中小股东利益,将公司财产和利润转移的行为[1]。其中,最常见的方式就是关联交易和资金占用。掏空不但会损害其他中小股东的利益,还会使高管薪酬的敏感性下降[2],降低公司持有现金的市场价值[3]。所以,怎样解决大股东与中小股东之间的利益冲突、怎样有效地抑制大股东的掏空行为是上市公司改善公司治理应该要考虑的重要问题。

以往关于掏空行为影响因素的研究发现主要有股权结构、市场环境等因素。有研究表明,股权制衡可以对大股东掏空形成抑制[4]。也有研究发现,大股东掏空行为的另外一个途径是对董事会进行操控,所以董事会也成为一个可以影响大股东掏空的因素[5]。独立董事的声誉能够使得大股东掏空下降,和学者独立董事的声誉相比,实务独立董事的声誉对掏空的抑制作用更加明显[6]。并且,郝云宏等[7]还发现掏空行为在董事会的权力层次多样性下降以及董事会成员的来源渠道增多时会得到抑制。

与此同时,新华网在2022年3月8日报道,中国上市公司女性董事占比5年提升逾5个百分点。这也说明女性的社会地位正在上升,女性高管逐步走进了人们的视野之中。学术界也对女性董事的治理作用展开了一系列的讨论和研究。Gul和Srinidhi[8]发现女性董事能够使得企业披露的信息更加透明,从而使财务报告的质量得到提升;孙亮等[9]基于女性董事的谨慎性,分析验证了女性董事由于本身对于风险的敏感性较高,可以使企业过度投资的概率明显下降。祝继高等[10]也认为女性董事更为重视风险规避,降低了高风险项目带来股价崩盘的可能性。一般看来,女性所表现出来的独立性相较于男性较高,研究发现,女性董事的占比越高,董事会的独立性也就越高。

以往关于掏空行为影响因素的研究主要集中在股权结构、市场环境等因素,针对董事会是否影响大股东掏空的研究比较少,也有少数学者的研究涉及到董事会,但一般都基于董事会结构多样性的研究视角,从董事会的性别特征出发讨论女性董事对大股东掏空影响的研究很少。因此,笔者基于董事会性别特征视角,实证检验女性董事对大股东掏空的影响,以2012~2020年间中国A股上市公司的数据为样本进行分析。另外,进一步研究了当公司的审计质量不同时,这种抑制作用是否会有差别,目的是为了给中国的公司在董事会成员的选取上提供一些参考性的建议。

2. 理论假设

在公司治理中,同质性团队和异质性团队两者所展现出来的决策结果是有差别的。在同质性团队中,思维模式比较单一,并且成员与成员之间的差别不明显,所以形成利益共同体的可能性较大;相对而言,在异质性团队中,由于成员间思想火花的碰撞而更容易提出不一样的观点,同时还可以使团队的监督能力得到提高[11]。所以,本文认为,女性董事在董事会中的占比提高以及人数增加可以使董事会在决策过程中得到不同的视角和观点,从而使他们做出的决策相比同质性团队更加科学、全面;并且,相比同质性团队,他们之间的差异让他们难以形成利益共同体,从而对于大股东的掏空行为可以起到一定的抑制作用。因此,作出假设 1。

假设 1: 女性董事可以抑制大股东掏空。

由于大股东的掏空会损害其他中小股东的利益,所以两者会产生代理冲突,也就是现在所常见的第二类代理问题。而外部审计作为一种有效的监督机制,被企业引入以缓和两者之间的代理问题。黄梅[12]认为,审计影响大股东掏空有两个层面,即事前和事中:从事前的层面来看,由于高质量审计的存在,可以使企业所面对的融资约束降低,从而可以降低大股东的掏空动机。也就意味着,在拥有高质量审计的公司中,大股东的掏空行为越不严重。从事中的层面来看,高质量审计的到来,会使企业披露信息的透明度增加,如果大股东想在此时进行掏空的话,那么相应的机会成本就会很高,进而会选择减少掏空行为。综合上述分析,高质量审计可以减少大股东的掏空行为。所以,假如女性董事可以抑制大股东掏空,则这种作用会在掏空行为更严重的审计质量较差的公司中更加显著,即女性董事可以更好地发挥抑制掏空的作用,但是在审计质量较好的公司中这种作用没有那么显著。所以,笔者做出以下假设。

假设 2: 女性董事可以在审计质量较差的公司中更好地发挥抑制大股东掏空的作用。

3. 模型设定与数据来源

(一) 模型设定

为验证研究假设 1, 设置以下模型进行分析:

$$CE = \alpha + \beta_1 \text{female} + \beta_2 \text{Block} + \beta_3 \text{roa} + \beta_4 \text{lev} + \beta_5 \text{pb} + \beta_6 \text{meet} + \gamma \text{industry} + \delta_i \text{year}_i + \varepsilon \quad (1)$$

其中, CE 作为大股东掏空的衡量指标。Female 是解释变量,代表女性董事。在借鉴了其他学者的研究基础上,选择了股权制衡度(BLOCK)、董事会会议次数(meet)、投资价值(pb)、杠杆率(lev)、资产收益率(roa)、行业控制变量(industry)、年份控制变量(year)和审计质量(aquality)等控制变量。详细的变量描述在表 1。

被解释变量的衡量指标 CE 参考姚琳[13]研究中提到的掏空程度衡量,采用上市公司期末其他应收款净额占期末总资产的比值来衡量占款程度,以衡量大股东的掏空行为。该指标越大,说明股东占用资金越多,企业被掏空程度越大。解释变量中,女性董事采用两个指标来进行衡量,一个是女性董事比例(FRATIO),一个是女性董事人数(FNUM)。

Table 1. Variable names and specific definitions

表 1. 变量名称及具体定义

	变量	名称	变量定义
被解释变量	掏空度	CE	上市公司期末其他应收款净额/期末总资产 * 100
变量	女性董事占比	FRATIO	女性董事人数/董事总人数
	女性董事人数	FNUM	董事会女性成员人数

Continued

控制变量	股权制衡度	Block	第一大股东持股比例/前十大股东持股比例
	投资价值	pb	市净率的对数
	杠杆率	lev	公司负债/公司总权益
	董事会行为	meet	董事会会议次数
	盈利能力	roa	公司总收入/公司总资产
	行业	industry	证监会行业最新行业分类
	年份时间	year	2012~2020

(二) 数据

选取 2012~2020 年间上市公司的数据，为减少 A 股、B 股以及境外上市股之间差异所产生的影响，仅选取 A 股非金融业上市公司，而且删去了数据不全的公司样本，最后得到了 21,813 个样本观测值，数据取自 CSMAR 数据库。此外，为了降低极端值的影响，还对主要变量进行了 99% 缩尾处理。本文处理数据使用的软件是 Excel，实证回归使用的软件是 Stata 16。

(三) 描述性统计

首先对各变量进行描述性统计，结果如表 2 所示。结果表明，CE 的平均值为 0.015，表示其他应收款净额在总资产中的比例平均为 1.5%，这说明总体来看，上市公司的大股东掏空行为比较严重；CE 的最大值为 0.793，最小值为 0，这说明在不同的企业当中大股东的掏空程度也不一样。FRATIO 和 FNUM 的平均值分别为 0.147 和 1.248，表示女性董事在董事会中的比例的平均值为 14.7%，总体来看，女性董事的占比并不是很高。FRATIO 的最大值为 0.833，最小值为 0，说明在部分公司中女性董事的地位比较高，但是仍然有部分公司存在不聘任女性董事的情况，这一点需要得到重视。Lev 最大值 6.419 与最小值 0.056 的差距较大，而且标准差也比较高，说明在不同的公司中偿债能力表现出明显的差异。Block 的平均值为 0.579，总体上来说第一大股东持股比例比较大，股权制衡度不是很高。

Table 2. Sample descriptive statistics
表 2. 样本描述性统计

variable	N	mean	p50	sd	min	max
CE	21,813	0.015	0.007	0.027	0	0.793
FRATIO	21,813	0.147	0.118	0.124	0	0.833
FNUM	21,813	1.248	1	1.103	0	8
pb	21,813	1.011	0.979	0.701	-0.567	2.803
lev	21,813	1.041	0.688	1.110	0.056	6.419
roa	21,813	0.042	0.040	0.058	-0.239	0.195
BLOCK	21,813	0.579	0.570	0.193	0.195	0.954
meet	21,813	9.912	9	3.971	4	25

4. 实证结果分析

(一) 女性董事与大股东掏空

如果假设 1 是正确的话，那么在回归结果中女性董事占比和女性董事人数的系数应该显著为负。女

性董事与大股东掏空的回归结果如表 3 所示, 第一列以 FRATIO 为解释变量, 第二列以 FNUM 为解释变量。第一列中, 解释变量 FRATIO 对于被解释变量 CE 的系数为-0.003, 并且在 5%的水平上显著。所以假设 1 是正确的, 我们可以认为女性董事的占比越高, 大股东的掏空行为越不严重。第二列中, FNUM 对于被解释变量 CE 的系数为-0.000, 并且在 5%的水平上显著, 同样验证了假设 1。Block 的系数为-0.004, 并且在 1%的水平上显著, 说明股权制衡度可以抑制大股东的掏空, 这与以前学者的研究结果一致, 股权制衡度越高, 掏空行为越不严重。此外, lev 在 1%的水平上显著为正, lev 比率反映一个公司的长期偿债能力, 这说明当公司的 lev 越高, 即长期偿债能力较弱时, 大股东更有动机去进行掏空, 掏空行为更严重。Roa 在 1%的水平上显著为负, roa 反映的是一个公司的盈利能力, 该值越高说明公司的盈利能力越强, 当公司的盈利能力比较强时, 大股东掏空的动机不高, 从而越不可能发生掏空行为。

Table 3. Female directors and tunneling of major shareholders

表 3. 女性董事与大股东掏空

	(1)	(2)
	CE	CE
FRATIO	-0.003** (-2.35)	
FNUM		-0.000** (-2.35)
pb	0.001* (1.95)	0.001* (1.90)
lev	0.003*** (10.48)	0.003*** (10.56)
roa	-0.047*** (-9.08)	-0.047*** (-9.07)
BLOCK	-0.004*** (-4.16)	-0.004*** (-4.19)
meet	0.001*** (10.64)	0.001*** (10.62)
_cons	0.014*** (6.86)	0.014*** (6.94)
N	21,813	21,813
r2	0.141	0.141
r2_a	0.138	0.138
industry	YES	YES
year	YES	YES

注: 括号内为稳健标准误; **、**和*代表的显著性水平分别为 1%、5%和 10% (下同)。

(二) 四大与非四大审计师企业中女性董事探究

为验证假设 2, 引入审计质量虚拟变量 aquality。如果上市公司的审计师来源于四大事务所, 则取 1,

反之取 0。此外，把 *aquality* 与 *female* 进行交叉相乘得到交叉项 *female_aquality*，以验证审计质量的调节效应。假如交乘项的系数是显著的，那么说明审计质量可以对于女性董事的抑制作用起到调节作用，在审计质量不同的公司中，女性董事所发挥的作用也是有差异的。假如此交乘项不显著，则表明审计质量对女性董事的抑制治理作用并不能起到调节作用。构建以下模型：

$$CE = \alpha + \beta_1 \text{female} + \beta_2 \text{female_aquality} + \beta_3 \text{Block} + \beta_4 \text{roa} + \beta_5 \text{lev} + \beta_6 \text{pb} + \beta_7 \text{meet} + \beta_8 \text{aquality} + \gamma \text{industry} + \delta_i \text{year}_i + \varepsilon \quad (2)$$

加入交乘项后，女性董事与大股东掏空的回归结果如表 4 所示。其中，第(1)列以女性董事所占比例 (FRATIO) 为主要的解释变量，第(2)列以女性董事人数 (FNUM) 为主要的解释变量。可以看到，交乘项 *FRATIO_aquality* 和 *FNUM_aquality* 的回归系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为负，因为女性董事对大股东的掏空回归也为负，这说明审计质量这一变量的加入，对女性董事的抑制作用起到了强化的效果，主效应与交乘项的回归系数相同且都显著为负，表明当公司的审计师来源于四大时，可以更好地发挥女性董事的作用，大股东的掏空行为可以得到更好地抑制，验证了假设 2。

Table 4. Female directors, audit quality and tunneling of major shareholders
表 4. 女性董事、审计质量与大股东掏空

	(1)	(2)
	CE	CE
FRATIO	-0.003** (-2.36)	
FNUM		-0.000** (-2.12)
pb	0.001** (2.21)	0.001** (2.14)
lev	0.003*** (10.32)	0.003*** (10.40)
roa	-0.048*** (-9.18)	-0.048*** (-9.17)
BLOCK	-0.004*** (-4.16)	-0.004*** (-4.19)
meet	0.001*** (10.63)	0.001*** (10.61)
aquality	0.002* (1.75)	0.002* (1.90)
FRATIO_aquality	-0.013** (-2.40)	
FNUM_aquality		-0.001* (-1.84)
_cons	0.013*** (5.69)	0.012*** (5.58)

Continued

N	21,813	21,813
r ²	0.142	0.142
r ² _a	0.138	0.138
industry	YES	YES
year	YES	YES

5. 结论

本文基于女性董事的分析视角,选取 2012~2020 年间上市公司的数据为样本,研究了女性董事在董事会中的人数以及占比是否会影响大股东的掏空,并且加入了调节变量以验证审计质量是否对前述两者的关系具有调节作用,研究结论如下:女性董事可以抑制大股东的掏空行为;四大审计师企业董事会中女性董事对大股东的抑制作用比非四大审计师企业更显著,表明审计质量可以对女性董事的抑制掏空作用起到同向的强化效果。本文研究为大股东资金占用影响因素提供了增量的经验证据,丰富了女性董事与大股东掏空关系这一研究领域的文章。

依据上述的研究结论,可以对上市公司的治理提出以下几点针对性的建议:首先,为了使上市公司和广大中小股东的利益能够得到更好地保护,公司应该把女性董事在董事会中的比例提高,以更好地发挥女性在公司治理中的作用,对大股东掏空起到更有效的抑制作用;其次,公司应当注重外部审计的重要性,作为一种有效的外部监督机制,高质量审计可以提高公司披露信息的透明度,使公司的价值提高。公司应当完善审计师的聘任制度,以期为中小股东的利益保护提供一个良好的法律环境,来更好地抑制大股东的掏空行为,最大化外部审计的治理作用。

参考文献

- [1] 丁明发,周光磊,张晓艳,张文婷. 女性董事对上市公司大股东掏空的抑制作用——基于中国市场的实证研究[J]. 金融与经济, 2020(10): 57-63.
- [2] Wang, K. and Xiao, X. (2011) Controlling Shareholders' Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30, 89-100. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.09.014>
- [3] 韩忠雪,崔建伟. 金字塔结构、利益攫取与现金持有——基于中国民营上市公司的实证分析[J]. 管理评论, 2014, 26(11): 190-200.
- [4] 陈德萍,陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(1): 38-43.
- [5] 焦健,刘银国,刘想. 股权制衡、董事会异质性与大股东掏空[J]. 经济学动态, 2017(8): 62-73.
- [6] 毛建辉. 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[J]. 南京审计大学学报, 2018, 15(5): 66-74.
- [7] 郝云宏,汪曦,范剑飞. 董事会多样性会抑制大股东掏空吗?——基于团队多样性的视角[J]. 郑州大学学报(哲学社会科学版), 2018, 51(1): 41-45+158.
- [8] Gul, F.A., Srinidhi, B. and Ng, A.C. (2011) Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51, 314-338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- [9] 孙亮,周琳. 女性董事、过度投资与绩效波动——基于谨慎性视角的研究[J]. 管理评论, 2016, 28(7): 165-178.
- [10] 祝继高,叶康涛,严冬. 女性董事的风险规避与企业投资行为研究——基于金融危机的视角[J]. 财贸经济, 2012(4): 50-58.
- [11] Anderson, R.C., Reeb, D.M., Upadhyay, A., et al. (2011) The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 40, 5-38. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01133.x>
- [12] 黄梅. 高质量审计与大股东“掏空”抑制[J]. 吉林工商学院学报, 2019, 35(3): 48-56.
- [13] 姚琳. 女性董事与大股东资金占用[D]: [硕士学位论文]. 厦门: 厦门大学, 2014.