

女性董事对大股东掏空影响研究

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

选取2012~2020年中国A股上市公司的数据, 基于女性董事人数在董事会总人数中的占比, 考察女性董事和上市公司大股东掏空的关系。研究发现, 女性董事可以抑制大股东的掏空行为, 即女性董事占比越高, 大股东掏空行为越不严重; 进一步, 以产权性质和高管薪酬进行分组回归, 回归的结果表明企业的国企性质或高薪酬的特点可以强化这种影响, 而非国有性质或低薪酬的特点削弱了这种作用。

关键词

女性董事, 大股东掏空, 高管薪酬, 产权性质

Research on the Influence of Female Directors on Tunneling of Major Shareholders

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 China A-share listed companies from 2012 to 2020 and the proportion of the number of female directors in the total number of directors, the relationship between female directors and the tunneling of major shareholders of listed companies is investigated. The results show that female directors can restrain the tunneling behavior of major shareholders, that is, the higher the proportion of female directors is, the less serious the tunneling behavior of major shareholders is. Furthermore, the regression results show that the nature of state-owned enterprises or the characteristics of high compensation can strengthen the effect, while the nature of

non-state-owned enterprises or the characteristics of low compensation can weaken the effect.

Keywords

Female Directors, Tunneling of Major Shareholders, Executive Compensation, Property Rights

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

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, 这说明女性董事越来越受到重视。和男性相比, 女性的性格特点、处事方法、风险偏好都表现出明显的差异。女性董事人数的增多, 一定会对董事会带来影响, 从而也会影响董事会对公司的管理作用。所以, 越来越多的学者开始关注到女性董事对于公司治理的影响效果。

阅读以前的文献, 发现关于女性董事对于公司治理的研究主要关注公司绩效、社会责任和股价崩盘等方面, 但是关于女性董事和公司治理具体行为之间的关系很少有研究涉及。作为新兴资本市场中的一个突出问题, 大股东掏空引起了学者的广泛关注。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]。掏空不仅会使公司和其他股东的利益受损, 还会使公司所持有的现金市场价值降低[2]。女性董事的存在会对上市公司的大股东掏空产生怎样的影响, 是本文关注和研究的重点问题。

基于以上分析, 本文基于 2012~2020 年中国 A 股上市公司数据, 研究并检验女性董事对于大股东掏空的影响, 并进一步考察在高薪酬组和低薪酬组中两者之间的关系。结果发现, 女性董事和大股东掏空呈现出负相关关系, 并且这种负相关关系在国有企业和董事薪酬较高的公司更加显著, 在非国有企业和董事薪酬较低的公司则不显著。这表明女性董事的存在能够使董事会更好地发挥监督作用, 提高董事会决策的质量, 进而减少大股东的资金占用等私利行为, 减少掏空现象。这对于正确理解女性董事在公司治理中发挥的作用, 改善大中小股东之间的关系具有重要的意义。

本文的边际贡献有两点: 第一, 现有研究对于女性董事的治理作用主要集中于社会责任、公司绩效和股价崩盘等方面, 很少有针对于女性董事对于大股东掏空的影响研究, 本文则考察了女性董事对大股东掏空是否有影响, 补充了女性董事治理作用的相关研究。此外, 进一步探究了这种影响在公司所有制以及高管薪酬不同时的差异, 根据实证结果, 从微观治理层面对减少大股东的掏空行为方面, 在董事会任命与配置方面提出合理建议。

2. 理论分析与研究假设

由于董事会成员性别异质性带来的影响, 现有文献大部分从公司绩效、企业社会责任和股价崩盘角度出发, 研究女性董事对公司治理的作用。胡琦和周端明[3]指出女性董事能够使公司绩效提高, 也就是说女性董事在董事会中占比越高, 则公司的绩效就越高。贾明琪和杜蕊[4]还发现女性董事和公司绩效之间的关系当公司所处的生命周期阶段不同时会有所差异。和男性相比, 女性所具有的移情效应能够使女性在公司治理的过程中, 更加关注公司社会责任的履行情况, 同时和男性相比, 也更有责任心[5], 并且当公司所处的地区市场化程度较高, 股权集中度越高时以及在国有企业中, 女性董事对于公司披露社会责任的正向作用越显著[6]。祝继高等[7]发现女性董事对风险比较厌恶, 从而会进行风险规避, 使得股价

崩盘的概率降低；Gul 和 Srinidhi [8]认为女性董事可以使得信息透明度得到提高，而李小荣和刘行[9]发现股票价格的变动和信息不对称性有关，所以当女性董事使得信息透明度提高时，可以降低股票崩盘的概率。

基于性别异质性的视角分析，董事会成员的性别不同，可能会对大股东掏空产生不同的影响。和男性相比，女性的性格特点、处事方法、风险偏好都表现出明显的差异。女性董事在董事会中占比的提升，一定会对董事会带来影响，使董事会更好的对公司进行监督和管理，从而对大股东的掏空起到一定的抑制效应。基于董事会工作的投入的视角，总体来看，和男性相比，女性更加认真、勤奋[10]，而且在进行监督时，女性的独立性更高[11]。基于以上分析，女性董事比男性能更好地履行自己的职务所在，不仅会使得不道德的行为减少[12]，而且在董事会做决策时，能够加深对于问题的理解，做出更客观的决策结果，更好的发挥对于上市公司的监督作用，减少大股东掏空。

假设 1：女性董事在董事会中占比提升可以抑制上市公司大股东掏空。

女性董事对大股东掏空的影响，还受到公司治理机制的影响。结合相关文献，我们进一步分析可能会影响二者作用的因素。本文主要选取产权性质和高管薪酬这两个变量。

李逸[13]认为大股东为了获得自身利益的最大化而侵占中小股东利益的这种行为，与高管薪酬契约签订的初衷产生了背离，即大股东不再追求企业全体股东利益的最大化，而此时的高管也将对大股东掏空行为形成一定的预期，当大股东掏空行为对企业业绩带来了严重的负面影响，进而对管理层自身利益造成损害时，出于对自身利益的考虑，管理层会通过与大股东或董事会进行讨价还价的方式，寻求有利于个人利益最大化的高管薪酬契约，从而可能会对大股东的掏空行为以及董事会的监督能力产生影响。所以，笔者认为女性董事能否抑制大股东的掏空，还和公司的高管薪酬密切相关。但是高管薪酬怎样影响女性董事对大股东掏空的抑制作用是不确定的。所以，我们提出以下假设。

假设 2a：保持其他条件不变，高董事薪酬企业的女性董事更能显著降低公司大股东掏空的行为。

假设 2b：保持其他条件不变，低董事薪酬企业的女性董事更能显著降低公司大股东掏空的行为。

上市公司的产权性质不同，女性董事对大股东掏空所起的作用也可能有所差异。一方面，在国企中，决策人一般都是高层的领导者，他们在做决策时，主要考虑国家政策所做出的要求，力求决策结果响应国家号召，很难全面的听取董事会成员的建议。并且在国企中，官僚气息较重，论资排辈的现象也比较严重，在这样的环境中，女性董事很少有机会可以提出自己的想法，从而也就无法发挥女性董事对于大股东掏空的治理作用。另一方面，吴延兵[14]提出，国企中的委托代理问题普遍严重，经营者和所有者之间有所冲突，并且选举机制和监督机制有待完善，更容易做出短期化行为。国企中的资源分配权一般掌握在某个一把手的身上，其行为不太受到约束，所以国企中企业内部人控制问题较严重[15]。并且，国企对于政府贷款、减税免税这些措施的依赖性较强，自我激励机制不够完善，从而公司治理方面比较低效。因此，李增泉等[16]指出国企中大股东的资金占用金额比非国有的企业要高，也就意味着在国有企业中，大股东的掏空现象更严重。所以，笔者认为当公司的产权性质不同时，女性董事所发挥的作用也有所差异，提出假设 3。

假设 3：保持其他条件不变，国有企业的女性董事更能显著降低公司大股东掏空的行为。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与处理

选取 2012~2020 中国 A 股上市公司的数据为样本，由于金融业的上市公司数量不多，而且会计处理方式和其他行业相比有所差异，所以本文剔除了金融业，而且剔除了数据缺失的样本，最后一共处理得到 21,789 个样本观测值。为了消除极端值的影响，本文还对主要变量进行了 99%的缩尾处理。女性董事

相关数据以及关于公司治理的数据和公司财务数据都来自 CSMAR 数据库。

3.2. 模型设定与变量选取

我们以模型 1 来验证女性董事在董事会中所占比例对大股东掏空的作用。在模型 1 中，被解释变量参考王群[17]等的研究，选择上市公司期末其他应收款净额期末总资产的比值(CE)来衡量大股东的掏空程度。解释变量是女性董事在董事会中占比(FRATIO)，借鉴其他学者的研究，我们选取了以下控制变量。

$$CE = \beta_0 + \beta_1 FRATIO + \beta_2 pb + \beta_3 lev + \beta_4 roa + \beta_5 Block + \beta_6 meet + \sum YEAR + \sum INDUS + \varepsilon \tag{1}$$

变量及变量定义见表 1。

Table 1. Variable definition

表 1. 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	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
解释变量	女性董事占比	FRATIO	女性董事人数/董事总人数
调节变量	高管薪酬	Wage	董事前三名薪酬总和
	产权性质	Soe	上市公司是国有企业，则取 1， 如果是非国有企业，则取 0
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

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

样本变量的描述性统计结果见表 2。表中显示，大股东掏空(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依然存在；CE 的最小值是 0，最大值是 0.793，表明在不同的公司中，大股东掏空的严重程度也不一样。女性董事比例(FRATIO)的平均值为 0.147，表示在董事会中女性董事的平均占比为 14.7%，女性董事比例的最小值是 0，说明在我国上市公司中，部分公司不具备女性董事，女性董事比例有待进一步提升。Lev 最大值 6.428 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，最大值达到 0.954，总体上来说上市公司中第一大股东持股比例比较高，股权制衡度不是很高。

4.2. 相关性分析

主要变量的相关性分析结果见表 3。我们发现，解释变量与被解释变量的相关系数为-0.015，说明两者呈负相关关系，即女性董事人数越多，大股东掏空的可能性就越小，假设 1 得到了初步验证。而且，

大部分变量之间的相关系数都没有大于 0.3，这就说明选择的控制变量比较合理，相互之间不存在严重的多重共线性。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

variable	N	mean	p50	sd	min	max
CE	21,789	0.015	0.007	0.027	0	0.793
FRATIO	21,789	0.147	0.118	0.124	0	0.833
pb	21,789	1.011	0.979	0.701	-0.568	2.806
lev	21,789	1.041	0.688	1.111	0.056	6.428
roa	21,789	0.042	0.040	0.058	-0.242	0.195
BLOCK	21,789	0.579	0.570	0.193	0.195	0.954
meet	21,789	9.912	9	3.971	4	25

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

变量	CE	FRATIO	pb	lev	roa	BLOCK
FRATIO	-0.015**					
pb	-0.040***	0.083***				
lev	0.226***	-0.096***	-0.189***			
roa	-0.161***	0.028***	0.213***	-0.345***		
BLOCK	-0.0110	-0.046***	-0.129***	0.147***	-0.015**	
meet	0.172***	0.00400	-0.055***	0.248***	-0.121***	-0.060***

注：*、**、*** 分别代表在 5%和 1%水平上显著。

4.3. 回归分析

4.3.1. 女性董事与大股东掏空

女性董事与大股东掏空的回归结果见表 4。女性董事所占比例的回归系数为-0.003，并且在 5%水平上与被解释变量 CE 显著负相关。上述的回归结果说明，女性董事在董事会中占的比例越大，掏空行为越不严重，这与假设 1 相一致。Block 的回归系数为-0.004，并且在 1%的水平上显著，说明股权制衡度对大股东掏空可以起到一定的抑制作用，这与以前学者的研究结果一致，股权制衡度越高，大股东掏空的成本就会越高，从而会减少对公司以及其他中小股东的掏空。此外，lev 对大股东掏空的回归系数在 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，大股东掏空的动机越大，掏空行为也就更严重。Roa 对大股东掏空的回归系数为-0.047，并且在 1%的水平上显著，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，说明该公司的经营情况较好，大股东掏空的动机不高，从而掏空行为越不严重。

Table 4. Regression analysis
表 4. 回归分析

	(1)
	CE
FRATIO	-0.003** (-2.38)
pb	0.001* (1.96)
lev	0.003*** (10.48)
roa	-0.047*** (-9.06)
BLOCK	-0.004*** (-4.14)
meet	0.001*** (10.63)
_cons	0.014*** (6.85)
N	21,789
r2	0.142
r2_a	0.138
行业	YES
年度	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)。

4.3.2. 女性董事、董事薪酬与大股东掏空

表 5 报告了在董事薪酬不同的情况下，女性董事对大股东掏空行为的不同影响。其中，第(1)列以总体样本作回归，wage 的回归系数在 1%的水平上显著为正，并且交乘项 FRATIO_wage 的系数在 5%的水平上显著为负，表明在当董事的薪酬越高时，女性董事能够更好地发挥对于大股东掏空的抑制作用。假设 2a 得到验证。第(2)列高薪酬子样本中，FRATIO 的系数为负，并且在 1%的水平上显著，第(3)列低薪酬样本中，FRATIO 的系数为负却不显著。上述结果表明，对高董事薪酬企业来说，女性董事抑制大股东掏空的这种正面效果更加明显。

4.3.3. 女性董事、产权性质与大股东掏空

女性董事、产权性质与大股东掏空的回归结果见表 6。第(1)列以总体样本作回归，soe 的回归系数在 1%的水平上显著为负，交乘项 FRATIO_soe 的系数为-0.006，并且在 10%的水平上显著，表明和非国有企业相比，国企中女性董事能够更好地抑制大股东掏空，假设 3 得到了验证。第(2)列以国有企业作为回归样本，FRATIO 的系数为-0.007，并且在 5%的水平上显著，在第(3)列非国有企业子样本中，FRATIO 的系数为-0.002，但是不显著。表 6 的回归结果说明，在国有企业中，女性董事可以更好地发挥对于大股东掏空的抑制作用，说明女性董事在国有企业才可以更好地发挥其职能，更好地发挥对于大股东掏空的抑制作用；而在非国有组，即使有女性董事存在，对大股东掏空的抑制作用也不明显。假设 3 得到验证。

Table 5. Regression analysis of regulatory effect
表 5. 调节效应的回归分析

	(1)	(2)	(3)
	总样本	高薪酬组	低薪酬组
FRATIO	-0.003** (-2.33)	-0.006*** (-2.98)	-0.002 (-0.96)
Wage	0.000*** (2.80)		
FRATIO_wage	-0.000** (-2.28)		
_cons	0.014*** (6.66)	0.015*** (2.96)	0.012*** (3.58)
控制变量	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES
年度	YES	YES	YES
N	21,789	10,898	10,891
r2	0.142	0.168	0.135
r2_a	0.139	0.162	0.128

Table 6. Regression analysis of regulatory effect
表 6. 调节效应的回归分析

	(1)	(2)	(3)
	总样本	国有	非国有
FRATIO	-0.005*** (-3.22)	-0.007** (-2.51)	-0.002 (-1.46)
soe	-0.002*** (-4.21)		
FRATIO_soe	-0.006* (-1.74)		
_cons	0.015*** (7.09)	0.025*** (8.25)	0.006** (2.57)
控制变量	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES
年度	YES	YES	YES
N	21,789	7379	14,410
r2	0.142	0.236	0.134
r2_a	0.139	0.227	0.129

5. 研究结论与启示

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是否会影响大股东的掏空,并且加入了调节变量以验证产权性质和高管薪酬是否对前述两者的关系具有调节作用,得到以下结论:第一,女性董事在董事会中所占比例越高,大股东掏空行为越可以得到有效地抑制;第二,高管薪酬较高时女性董事对大股东的抑制作用比高管薪酬较低时更显著;第三,国有企业董事会中女性董事对大股东的抑制作用比非国有企业更显著。

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:第一,由于女性董事可以降低大股东的掏空行为,因此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;第二,我国上市公司应制定合理有效的高管薪酬,适当提高董事的薪酬,从而有助于女性董事更好地抑制大股东掏空以及改善公司治理。第三,国有企业应该注重建立良好的选拔机制,增加对于女性董事的重视,意识到女性董事的重要性,选聘更多的女性董事进入董事会,从而降低国企中的大股东掏空行为,进一步提升控股股东与其他中小股东之间的关系,使公司和广大中小股东的利益能够得到更好地保护,最终改善公司治理。

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] 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.
- [3] 胡琦,周端明. 女性董事对公司绩效影响的实证分析——基于中国 1042 家上市公司的数据[J]. 管理学报, 2016, 29(4): 31-37.
- [4] 贾明琪,杜蕊. 女性董事、市场竞争强度对上市公司绩效影响[J]. 企业经济, 2018, 37(2): 125-131.
- [5] Newman, R. (1996) Knowing Your Donor: Gender Differences in Giving. *Fund Raising Management*, 27, 31-34.
- [6] 丁小花,杨榛,王真,钟理宏. 女性董事与企业社会责任披露的关系研究[J]. 财会通讯, 2018(18): 72-76.
- [7] 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.
- [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] 李小荣,刘行. CEO vs CFO: 性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济, 2012, 35(12): 102-129.
- [10] Ambrose, M.L. and Schminke, M. (1999) Sex Differences in Business Ethics: The Importance of Perceptions. *Journal of Managerial Issues*, 11, 454-474.
- [11] Adams, R.B. and Ferreira, D. (2009) Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- [12] Carter, D.A., Simkins, B.J. and Simpson, W.G. (2003) Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, 38, 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- [13] 李逸. 大股东掏空行为对高管薪酬影响的实证研究[D]: [硕士学位论文]. 成都: 西南财经大学, 2013.
- [14] 吴延兵. 市场结构、产权结构与 R&D——中国制造业的实证分析[J]. 统计研究, 2007, 24(5): 67-75.
- [15] 杜兴强. “内部人控制”及其防范——会计人员委派制的作用[J]. 经济评论, 2000(3): 116-118.
- [16] 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证据[J]. 会计研究, 2004(12): 3-13.
- [17] 王群,朱小英,吴郁波. 董事会特征对大股东资金占用影响的实证研究[J]. 沈阳大学学报(社会科学版), 2015, 17(6): 742-746.