

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2016.06.001

机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空 ——基于关联交易视角的研究

吴先聪¹, 张健², 胡志颖³

(1. 西南政法大学 管理学院, 重庆 401120; 2. 重庆交通大学 管理学院, 重庆 400074;
3. 北京科技大学 东凌经济管理学院, 北京 100083)

摘要: 大股东与小股东之间的利益冲突是随着现代企业的发展而产生并不断演化的。大股东利用控制权编织的关联网络进行非公平交易成为侵占中小股东利益的主要手段, 也成为各界关注的焦点。本文从不同特征的机构投资者入手, 研究了独立与非独立机构投资者、长期与短期机构投资者对大股东关联交易掏空行为的抑制作用, 进而讨论了在终极控制人不同的国有企业和家族企业中机构投资者的作用是否不同。实证结果表明, 只有与公司没有业务联系、受政府干预少的独立机构投资者和持股时间较长的机构投资者才能有效限制关联交易中大股东的掏空行为。而且, 在体制内的国有企业中, 机构投资者能有效减少大股东关联交易中的利益侵占, 但是, 在以血缘和亲缘等纽带关系维系的家族企业中, 机构投资者却不能减少关联股东的掏空行为。本文突破了机构投资者的同质性假设, 揭示了组织的体制属性会影响机构投资者作用的发挥, 检验了在特定情境下政府治理与公司治理作用的相互关系。

关键词: 机构投资者特质; 控股大股东掏空; 关联交易; 家族企业; 国有企业

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2016)06-0003-18

一、引言

现代企业制度中的资本多数决议制赋予掌握多数资本的大股东以更大的权力, 容易造成大股东侵占小股东利益乃至公司利益的局面。在中国, 较低的法律风险、较弱的投资者保护以及无效或低效的市场约束, 为控制性大股东实施掏空行为提供了更多的机会。大量研究和事实证明, 中国资本市场存在显著的控股股东通过直接占用公司资金、

收稿日期: 2016-02-25

基金项目: 教育部人文社会科学青年基金项目(13YJC630181); 国家自然科学基金面上项目(71572153); 国家自然科学基金重点项目(71232004)

作者简介: 吴先聪(1975—), 女, 西南政法大学管理学院副教授, 硕士研究生导师;

张健(1972—), 女, 重庆交通大学管理学院副教授, 硕士研究生导师;

胡志颖(1978—), 女, 北京科技大学东凌经济管理学院副教授, 硕士研究生导师。

股利政策、定向增发、并购重组以及关联交易等掏空方式侵害中小股东利益的行为，早期主要表现为经由公司内部路径所实现的直接侵占。随着现代公司的不断发展，大股东的利益侵占行为逐步由内部直接侵占转向利用外部关联交易网络实现间接侵占，即经由交叉持股所形成的关联交易网络成为大股东获取私人收益的重要途径。由于网络关系复杂、网络功能多样，大股东关联网络交易具有操作空间大、渠道多、掏空形式隐蔽等特点，利用这种方式侵占中小股东利益比单纯从内部直接侵占资金的影响更严重。

控股股东的资金侵占损害了中小股东利益，降低了公司的市场价值和收益。如何有效地解决控股股东与中小投资者的代理冲突是我国公司治理的核心议题之一。从已有的冲突解决途径来看，主要有四种：一是依靠独立董事实施监督，如监管部门要求公司独立董事不少于董事会成员的三分之一，以此牵制大股东的的影响力。然而，不想或是不敢说“不”的独立董事难以抑制关联交易中的掏空行为（刘浩等，2012）。二是设立审计委员会以降低关联交易的掏空行为。但是，考虑到关联方和关联交易的多样性，审议关联交易难以实现（Cheung等，2009）。三是引导中小股东自我保护，如目前我国已建立的股东网络投票机制，让中小股东参与到自我保护活动中。但是，只有股票登记在册的股东才能参与股东大会网络投票，而且网络投票参与治理的制度效率不高（孔东民等，2012）。四是引入机构投资者。一方面，机构投资者拥有公司较多的股份，为了提高自己的投资收益，他们愿意监督大股东的利益侵占行为（王奇波，2005）；另一方面，机构投资者可以从积极监督中获得更多收益，从而形成正向激励（Demiralp等，2011）。从现实层面来看，2014年底，机构投资者已在2300多家上市公司持有股份，各类机构持有的A股流通市值占所持公司流通市值的比例约为70%，已成为证券市场的主导力量。可见，机构投资者具备了参与公司治理的动机和能力，但已有文献对于什么样的机构投资者更能发挥治理作用未能做出深入研究。

机构投资者限制大股东侵占行为的治理作用可能会因公司的控制人属性不同而存在差异。经济体制转型赋予中国体制内与体制外格局并存的二元经济结构，对于体制内的国有企业和体制外的家族企业来说，其所处的关联交易网络具有不同的特征。国有上市公司通常与母公司或处于同一母公司控制下的其他公司在业务上存在千丝万缕的联系，形成以业务为纽带的关联交易网；家族上市公司则与母公司或家族成员拓展的同一母公司下的其他公司形成血缘关系和情感联结基础上的关联交易网。

本文在已有理论和实践基础上，基于中国的制度背景，深入剖析了机构投资者的特征和最终控制人的性质，研究了不同特征机构投资者抑制大股东利益侵占的效果，以及在不同产权性质的上市公司中机构投资者的作用。研究发现：（1）作为外部中小股东代表的机构投资者在一定程度上能监督大股东在关联交易中的掏空行为；与非独立机构投资者相比，独立机构投资者能更有效地抑制大股东的利益侵占行为；与短期机构投资者相比，长期机构投资者能更有效地减少大股东的掏空行为。（2）在最终控制人为体制内的国有企业和体制外的家族企业^①中，机构投资者能有效降低国有企业大股东关联交易中的利益侵占行为，而对家族企业中大股东关联交易中的掏空行为则束手无策。

^①本文认为，家族上市公司主要是满足以下条件的上市公司：第一，最终控制人能追踪到自然人或家族（以血缘、亲缘为纽带的家族）；第二，最终控制人直接或间接持有的公司必须是被投资上市公司的第一大股东，且拥有实际控制权；第三，剔除实际控制人是自然人所组成的员工持股会或是由工会控制的公司以及MBO（管理层回购）的公司（张健等，2015）。

本文的主要贡献在于：（1）突破了机构投资者的同质性假设，从机构投资者异质化的角度，多维度挖掘机构投资者对大股东掏空行为的影响效应，有助于深入探索不同类型机构投资者影响大股东掏空行为的机理，为我国机构投资者制度设计、发展路径和监督模式提供了有效的帮助；（2）在中国独特的制度背景下，本文针对体制内的国有企业和体制外的家族企业的独特样本，基于关联交易视角，厘清了这两种体制属性不同的组织中大股东关联网络的形成机理及其关联交易中利益侵占的动机和方式，并实证检验了不同体制属性组织中机构投资者对大股东掏空行为的不同作用，揭示出组织的体制属性对机构投资者的作用发挥的影响；（3）基于制度经济学理论，实证发现机构投资者制度（公司治理机制）在政府治理相对弱的国有企业发挥了有效的治理作用，而在政府治理相对强的家族企业没有发挥有效的治理作用，研究结果验证了制度经济学强调的政府治理与公司治理作用互替的观点。

余下的部分是这样安排的：第二部分是研究设计，包括理论分析和假设的提出、模型构建、变量描述和样本选择；第三部分是实证结果与分析；第四部分是稳健性检验；最后是结论及展望。

二、研究设计

（一）理论分析和假设的提出

在股权相对集中的情况下，控股股东控制了股东大会，极大地方便了大股东通过掠夺小股东利益的方式获取控制权私人收益。特别是在我国国有资产所有权缺位、投资者保护机制和司法体系不完备的情境下，大股东更有动机侵占中小股东利益。企业通过构建具有多层次股权关系的企业集团，以及利用错综复杂的关联关系构成利益输送链，形成强大的利益集团网，大股东在其控制的网络中进行非公平关联交易，将上市公司资源输送到自己控股或参股的其他关联公司，进而侵占上市公司中小股东的利益。从理论上讲，大股东的关联交易会产生两种后果：提高企业价值或削弱企业价值。实证研究表明，公司治理机制（比如董事会特征、经理人薪酬契约、外部监督机制）较弱的公司更容易发生关联交易，而且控股股东进行关联交易的主要动机是掏空，中小股东的价值会随着某个具体的关联交易而下降（Gordon等，2004；Kohlbeck和Mayhew，2010）；同时，集团控制的上市公司、地区经济发展水平较低的上市公司（Jian和Wong，2010）更可能发生非公平关联交易；国有企业控制的公司的控股股东占用的资金高于非国有企业控制的上市公司（李增泉等，2004）。总之，我国上市公司在关联交易过程中，控股股东对公司的掏空效应远远大于支持效应（Cheung等，2009）。当然，存在大股东控制的情况下，其他较大股东可以单独或联合抵制控股股东的掠夺行为，产生制衡作用（Shleifer和Vishny，1997；涂国前和刘峰，2010）。已有证据表明，其他较大股东的存在可以减少关联交易发生的概率，也可以在一定程度上限制控股股东利用关联交易侵占公司和其他股东的利益（洪剑峭和薛皓，2008；吕怀立和李婉丽，2010）。其中，机构投资者就是非控制股东中的较大股东，一系列理论表明，机构投资者作为持股规模较大的中小股东的代表，为了获得超额回报，有动机和能力监督内部人的控制行为，保护中小投资者的自身利益（Cheng等，2010；唐松莲和袁春生，2010；Chuang和Lee，2011）。

1. 机构投资者特征与大股东关联交易中的掏空行为

尽管机构投资者在监督经营者方面可能存在“搭便车”的问题，但是当大股东通过各种途径掏空公司资源、损害中小股东利益时，会激发大、小股东的矛盾冲突，持股较多的机构投资者就会站出来维护中小投资者的权利，并将大股东掏空的信息在机构投资者网络中传递，利益的一致性可能使积极的机构投资者结成联盟，共同抵制控股股东的侵占行为。Smith（1996）认为机构投资者可以保持外部独立性，他们的积极行动可以替代更为严格的公司内部治理，既可以缓解小股东治理不足的问题，又可以制衡大股东内部控制的缺陷。Hartzell和Starks（2003）发现，持股集中度决定了机构投资者参与公司治理的能力和意愿，机构投资者持股比例越高，越可能争取到更多的话语权；同时，持股比例越高，他们从监督中获取的利益就越多。换句话说，如果不实施监督，他们的损失也会越多。当然，持股比例的提高也有利于机构投资者联合起来争夺代理投票权，以实现对公司“内部人”的监督。Chen等（2007）发现，如果外部股权主要集中于一家或少数几家机构手中，他们就会有很强的意愿和动力参与公司治理，自愿担负起对内部控制人的监督角色。王琨和肖星（2005）的理论分析预期，在机构投资者持股达到一定比例的上市公司，控股股东通过关联交易占用中小股东的资金显著少于其他公司。

近几年的一些实证研究认为，机构投资者整体已具备股东积极行动的动机和能力，在一定程度上对控股股东有一定制衡作用，能减少其掏空行为发生的概率，从而客观上保护投资者权益（刘志远和花贵如，2009；Jiang等，2010）。事实上，不同类型的机构投资者在激励机制、管理体制、文化背景等方面存在着明显的差异，这些差异使一些机构投资者能够在公司治理中起带头作用，而其他机构投资者则成为跟随者（Bennett等，2003）。Chen等（2007）在成本—收益框架下将机构投资者分为独立机构和灰色机构，并认为独立机构与公司没有业务关系、不受公司管理层影响的机构投资者，他们的监督成本少，监督收益大；相反，灰色机构（保险公司和银行）是与公司有业务联系、容易受公司管理层影响的机构投资者，相对于独立机构，他们的监督成本较高。Ferreira和Matos（2008）以27个国家为样本，根据机构投资者地域起源将其分为国内机构投资者和国外机构投资者，结果发现，国外机构投资者能够显著降低管理层的资本消费、提高公司的经营业绩，国内机构投资者则没有起到相同的作用。姚颐和刘志远（2009）研究了基金和券商两类机构投资者，结果表明基金在再融资议案中发挥了话语权，而且与中小股东的立场一致，而券商的这种作用不明显。Ruiz-Mallorquí和Santana-Martín（2011）研究认为，与公司有业务关系的银行不会保护中小股东的利益，而与没有业务联系的投资基金，他们的首要目标是提高所投资公司的价值，保护中小股东的利益不受大股东侵占。郑国坚（2009）也认为外国投资者有助于缓解控股股东对中小股东的利益损害。Aggarwal等（2011）研究发现，国外机构投资者和来自法律保护较强国家的机构投资者能够促进治理改善，而且可以提高公司价值、减少内部控制人的私有收益。就大、小股东的利益冲突而言，与公司有业务关系的机构投资者，其本身就可能与大股东之间存在关联交易，更不可能监督大股东的关联方交易，而与没有业务关系的机构投资者处于超然独立的状态，大股东的非公平关联交易可能造成自身的利益损失，必然促使其积极抵制大股东的掏空行为。由此看来，独立机构投资者属于积极机构投资者，而积极机构投资者愿意参与不同类型的股东维权行动，而且持股比例越多积极性越高（Chen等，2007）。

持股期限不同的机构投资者往往表现出投机行为或治理行为两种不同的取向。一般来讲,持股时间短的机构投资者通常在许多公司持股,但在每家公司持股数量较少,他们不关心公司治理,随时寻找机会套利,更可能使用盈余动量交易策略(Coffee, 1991; Bushee, 1998),频繁的交易使其没有时间了解大股东的行为,从而监督成本也较高;相反,持股期限较长的机构投资者,他们通常在少数几家公司集中持股,有足够的时间搜集和处理信息、了解公司情况,更可能准确处理信息、发现大股东掏空等关联交易,从而有机会抑制大股东的利益侵占行为。而且与短期机构投资者相比,长期投资的机构投资者付出的监督成本更低、获得的经济利益更高(Chen等, 2007)。长期机构投资者即使持股比例不大,也有动机实施监督并从监督中获取相应的收益(Gaspar等, 2005)。因此,对于长期持有较高份额股票的机构投资者而言,通过影响董事会、在股东大会上投票等方式参与公司政策制定,对内部人进行监督,从而提高公司管理水平与业绩,最终从股票价值上获益的选择更加可行。由此可知,长期机构投资者具有监督特征,而具有监督特征的机构投资者可以减少公司控制人的掏空行为,减少代理成本(Ramalingegowda和Yu, 2012)。

综合以上分析,文章提出如下假设:

H1: 总体而言,机构投资者能有效监督大股东的掏空行为,其持股比例与大股东关联交易中的资金侵占负相关。

H1a: 在其他条件不变的情况下,独立机构投资者相对于非独立机构投资者更可能抑制大股东的掏空行为。

H1b: 在其他条件不变的情况下,长期机构投资者相对于短期机构投资者更可能抑制大股东的掏空行为。

2. 机构投资者持股与体制内、外公司中大股东的掏空行为

国有企业最终委托人是抽象的全体公民,中央政府作为第一级代理人接受全体公民的委托管理全部的国有企业。然而国有企业分布在全国各地,中央政府没有足够的精力直接管理全部的国有企业,只能将大部分国有企业委托给地方政府管理。我国的国有上市公司大多是从国有企业改制而来,尽管国家拥有其控制性股权,但上市公司的控制权却根据改制模式的不同而由不同的机构持有。当上市公司的控制权仍然归原国有企业持有时,上市公司通常与控股股东在业务上存在千丝万缕的联系。国有企业在剥离上市的过程中,将非核心资产留在了母公司,母公司需要上市公司的支持,而且控股股东和地方政府有强烈的动机和足够的能力从上市公司转移利润(姜春海, 2002)。

家族企业作为世界上最普遍的企业组织形态,在世界经济中有着举足轻重的地位。无论是在发达国家还是在发展中国家,家族企业都在顽强的生长和发展着。在不断发展的过程中,家族企业的金字塔结构、企业集团、系族公司等产权和组织结构安排为掏空活动提供了空间和便利。由具有血缘、亲缘、地缘和友缘等关系的家族成员组成的关联股东群体彼此信任和认同,从而解释了关联大股东在家族企业中普遍存在的现象(魏明海等, 2013)。家族纽带的存在和保证家族对公司所有权和经营权的绝对控制,家族企业中家族成员担任CEO的约为40%,家族成员担任CEO的企业中两职兼任数约为90%(通过2013年上市公司数据统计而得),可见,家族成员会通过抱团来增加家族影

响力(张健等, 2015)。为了以低成本获取超额收益, 家族企业控股股东通过多种方式掏空上市公司, 其中关联交易是中国资本市场上控股股东侵占中小股东利益的重要途径。

制度经济学理论认为政府治理和公司治理机制对控股股东掏空行为的制约存在互补性。在政府治理相对薄弱的市场中, 公司治理机制会对控股股东的行为产生重要影响。在我国市场经济体制不健全、司法体系和投资者保护制度不完备的情境下, 公司治理机制对控股股东的掏空行为具有明显的制约作用。同样, 在既定的制度环境下, 私有契约模式对控股股东的行为具有重要影响。大股东与机构投资者均为公司财产的所有者, 既具有利益一致性又具有利益差异性, 利益一致性使其共同承担起监督管理层的责任, 利益差异性使其争夺公司利得的剩余索取权。大、小股东基于特定私有契约模式对公司利得享有剩余索取权, 与股东和经理之间的利益冲突有本质区别, 机构投资者有足够的愿望阻止大股东的掠夺, 其积极行动可以抑制大股东的利益侵占行为。

国有控股公司最终控制人是国家, 股东之间缺乏依赖和信任, 不会团结一致地隐藏信息(姚明安和孔莹, 2009); 随着国有企业改革的深化, 国有企业信息披露趋于透明, 规章制度相对于家族企业更完善, 也便于机构投资者收集信息, 了解大股东的关联交易行为, 因此, 控股股东的非公平交易容易被发现。在家族企业中, 首先, 控股家族通过集中的股权和大比例的董事会席位以及家族成员担任要职等方式来控制企业, 并借助金字塔结构等使控制权超越现金流权, 因而家族股东有强烈动机和能力侵占中小股东利益。其次, 家族企业主要依靠亲缘、姻缘形成长期有效的关系网络, 以满足其资金需求, 并通过家族成员持股形成网状的股权结构(姚明安和孔莹, 2009; 朱建安等, 2015)。再次, 家族企业内部的管理运作不是根植于明确的规章制度和完善的机制, 而是以企业所有者和管理层与企业其他内部成员之间存在的关系(即非正式制度规则)为依据, 信息隐蔽, 机构投资者很难发现关联交易中的非公司行为。最后, 由于政府在国有企业中同时扮演“监督者”和“执行者”的双重角色, 而在家族企业中只扮演了“监督者”的角色, 因而相对来说, 政府治理的作用在家族企业中更能得到有效的发挥(陈德球和陈文森, 2013), 公司治理则可能在国有企业中更有效。

根据以上分析, 提出以下假设:

H2: 机构投资者能有效监督国有企业大股东通过关联交易侵占中小股东利益, 却很难抑制家族企业大股东通过关联交易侵占中小股东利益。

(二) 模型构建

为了减轻机构持股与大股东掏空之间关系的内生性问题对检验结果的影响回归分析, 文中采用滞后一期的机构持股来解释对当期大股东资金占用的影响。

为检验机构投资者对控股股东的掏空行为的影响, 建立方程(1)检验前面所提出的假设。

$$\begin{aligned} Tunneling_t = & \alpha_0 + \alpha_1 INSH_{t-1} + \alpha_2 FIRST_t + \alpha_3 Z_{12-10} + \alpha_4 DIV_t + \alpha_5 SIZE_t + \alpha_6 LEV_t \\ & + \alpha_7 IndR_t + \alpha_8 SSIZE_t + \alpha_9 GROUP_t + \alpha_{10} STATE_t + \alpha_{11} COMT_t \\ & + \alpha_{12} AUDIT_{t-1} + \alpha_{13} LAW_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varsigma \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $Tunneling_t$ 表示当年大股东资金侵占, 文中用两个变量度量, 具体含义见下面

的变量描述。 $INSH_{t-1}$ 表示上一年机构投资者持股比例。根据已有研究（Jiang等，2010；Cheung等，2006，2009等），本文控制了以下因素。公司财务特征：资产负债率（ LEV ），年末总负债除以总资产，预期公司财务风险与大股东侵占的关系既可能为正，也可能为负，即大股东在实施资金占用行为时不太关心债务情况。公司股权结构：第一大股东持股比例（ $FIRST$ ）；第二到第十大股东对第一大股东的制衡 Z_{r2-10} ；最终控制人两权分离度（ DIV ），通过交叉持股、金字塔结构以及双重股票联结的企业集团可以方便地实现所有权与控制权的分离，降低了控股股东获取公司控制权所需持有的现金收益权比例，从而提高控制权私有收益，因此，两权分离度越大，掏空越多（Claessens等，2002）；是否国有控股（ $STATE$ ），是取1，否取0，由于所有者性质不同，经营目标也不同，国有企业控制的上市公司可能与非国有企业控制公司的大股东的资金占用方式和多少会不一样。公司董事会特征：独立董事占全部董事比例（ $IndR$ ），独立董事比例越高，公司治理水平越高，大股东利益侵占越少（Gao和Kling，2008）；监事会的人数（ $SSIZE$ ）；公司四委会设立的个数（ $COMT$ ），四委会比较健全的公司，大股东的非公平关联交易更容易被发现。关联交易的内部市场结构——集团模式——是掏空型关联交易存在的另一原因，这种内部结构使得关联交易事项普遍缺乏供给和需求弹性，从而限制了公司治理制度的执行效率（贺建刚等，2010）。是否属于集团公司（ $GROUP$ ），是取1，否则为0，上市公司往往是企业集团的子公司或关联公司，企业集团的组建为控股股东提供了最为隐蔽的掏空途径（李增泉等，2004），加剧资产剥离（Gao和Kling，2008）；审计意见（ $AUDIT_{t-1}$ ），用滞后一期的值表示，如果公司收到无保留审计意见取1，否则为0，外部审计起到了监督公司的作用，利益侵占多的公司容易收到保留审计意见（Jiang等，2010），反之，上一年收到保留意见的公司的大股东本年会比较小心，主动减少利益侵占；法律环境（ LAW_{t-1} ），法律制度越完备，掏空行为越难进行。此外，方程还控制了行业和年度因素。

（三）变量定义

1. 大股东在关联交易中利益侵占的度量

控股股东可能采取多种非公平手段掠夺中小股东，如通过上市公司担保而取得贷款，稀释股权，窃取公司的投资机会或者迫使公司投资于不能获利但有利于控股股东的投资项目，等等。早期学者用比较宏观的代理变量间接衡量控股股东的利益侵占，比如说非经营性收入和非经常性损益（Bertrand等，2002）、投资者保护视角的法律制度（La Porta等，2000）、金字塔和交叉持股衍生的控制权与现金流权的分离（Claesens等，2002）等。近年来，通常采用某个具体的掏空行为产生的后果来度量中小股东利益受损，尤其是关联交易（Cheung等，2006）。为检验中国市场控股股东在关联交易中的掏空行为，学者们用了几种不同的代理变量进行测试：贷款担保（Berkman等，2009）、应收款项和应付款项之差（Gao和Kling，2008，等）、关联交易价格（Cheung等，2009）等。Jiang等（2010）认为，中国上市公司普遍存在控股股东以贷款形式从上市公司抽取资金，通常记在“其他应收款”科目下，当控制权显著大于现金流权时，这种形式的掏空更为严重。郑国坚（2009）认为不同类型的关联交易表现出不同的效应，他把资产并购、资产出售、资产置换、买卖商品和服务、现金支付归

为掏空行为，现金接收和与非上市子公司之间的交易归类为支持行为。

根据已有研究，本文选择两个变量衡量大股东在关联交易中的掏空行为：关联交易中其他应收款占用（*O_Occupy*），等于上市公司与控股股东及其母、子公司之间的其他应收款除以年末总资产（王克敏等，2009；Jiang等，2010）；侵占型关联交易占用（*ERPT*），等于上市公司与控股股东及其母、子公司之间的侵占型关联交易总数除以年末总资产（蔡卫星和高明华，2010）。根据Cheung等（2009）以及吕怀立和李婉丽（2010），把发生在上市公司与控股股东及其母、子公司之间的商品交易、资产交易、劳务交易、股权交易定义为侵占型关联交易。之所以选择这两个变量，是因为本文用多种方式进行测试后发现这两个变量相对稳定，其中的一个方法就是，将公司按业绩好坏分成两类^①，比较这两类公司中大股东掏空情况。发现业绩好的公司中大股东掏空明显小于业绩差的公司，表明所选变量符合常规。T检验结果如表1所示：

表1 掏空关联交易在主营业务利润好与差的公司之间进行对比（T检验）

变量	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
<i>ERPT</i>	8.219	0.004	-4.370	0.000
<i>O_Occupy</i>	9.52	0.002	-1.978	0.046

2. 机构持股的度量

（1）各类机构总体持股。首先，采用各类机构整体在公司中的持股比例研究整体机构对控股股东资金占用的监督能力，从总体上把握机构投资者的监督状况；然后，采用公司前十大股东中各类机构持股比例^②再次验证较大股东的机构投资者是否采取了积极行动与第一大股东抗衡（因为他们比其他机构更有话语权）。

（2）独立与非独立机构投资者。为检验不同类型机构投资者对大股东利益侵占的监督与制衡作用，按照机构投资者与上市公司的关系以及他们受政府干预的程度，分为独立机构投资者和非独立机构投资者^③。根据已有研究（吴先聪和刘星，2012），文章把证券投资基金和QFII定义为独立机构投资者，上市公司中各独立机构投资者年末持股比例之和为独立机构投资者持股比例*IDINSH*；把社保基金、券商、保险公司、信托投资公司定义为非独立机构投资者，上市公司中各非独立机构投资者年末持股比例之和为非独立机构投资者持股比例*UIDINSH*。

（3）长、短期机构投资者。本文根据吴先聪和刘星（2012）的方法，把每个机构投资者在每家上市公司中连续持股一年及以上的定义为长期机构投资者，其他的为短期机构投资者。一家上市公司中所有长期机构投资者一年四季平均持股比例之和为该上市公司的长期机构投资者持股比例*LINSH*，其他为短期机构投资者持股比例*SINSH*。

文中所用到的主要变量的定义参见表2。

^①采用公司经行业调整后主营业务利润率来度量公司业绩（主营业务不易被操纵），然后求平均值，大于平均值的视为业绩好的公司，小于平均值的视为业绩差的公司，然后比较业绩好和业绩差的公司的大股东掏空情况。

^②剔除第一大股东为机构投资者的样本。

^③国内机构投资者主要有九大类：证券投资基金、QFII、社保基金、券商、保险公司、信托投资公司、财务公司、企业年金、银行，由于财务公司、企业年金和银行这三类机构投资者起步晚、投资规模小而且起伏不定，因此我们在机构分类研究中不予考虑，只考虑前面六种。

表2 变量定义

	变量	具体定义
因变量	<i>O_Occupy</i>	其他资金占用，等于关联交易中其他应收账款/年末总资产
	<i>ERPT</i>	侵占型关联交易占用，等于关联交易中的商品交易、资产交易、劳务交易、股权交易资金总数/年末总资产
自变量	<i>TINSH</i>	机构投资者整体持股比例，为滞后一期的各类机构持股数占A股总股数之比
	<i>TIN10</i>	前十大股东中机构投资者持股比例，为滞后一期的前十大股东中机构投资者持股数与A股总股数之比
	<i>IDINSH</i>	独立机构投资者持股比例，为滞后一期的独立机构投资者持股数占A股总股数之比
	<i>UIDINSH</i>	非独立机构投资者持股比例，为滞后一期的非独立机构投资者持股数占A股总股数之比
	<i>LINSH</i>	长期机构投资者持股比例，为滞后一期的长期机构投资者一年四季平均持股数占A股总股数之比
	<i>SINSH</i>	短期机构投资者持股比例，为滞后一期的短期机构投资者持股数占A股总股数之比
	控制变量	<i>FIRST</i>
<i>Z₂₋₁₀</i>		公司第二到第十大股东持股比例，为第二到第十大股东持股数与A股总股数之比
<i>DIV</i>		两权分离度，为最终控制人控制权与所有权之差
<i>SIZE</i>		公司规模，采用年末资产总额的自然对数计算
<i>LEV</i>		资产负债率，为年末总负债除以年末总资产
<i>IndR</i>		独立董事比例，采用独立董事人数除以董事会总人数计算
<i>SSIZE</i>		监事会规模，为监事会的人数
<i>DUAL</i>		董事长和总经理是否两职合一，是取1，否取0
<i>GROUP</i>		是否集团公司虚拟变量，是取1，否取0
<i>STATE</i>		是否国有控股虚拟变量，是取1，否取0
<i>COMT</i>		四委会的设置，四委会个数
<i>AUDIT</i>		虚拟变量，用滞后一期审计意见，标准无保留意见时取1，否则取0
<i>LAW</i>		法律环境，樊纲等2013年报告，用滞后一期的法律得分（lawscore）
<i>Year</i>		年度虚拟变量，控制不同年份宏观经济因素的影响，共7个年度虚拟变量
<i>Industry</i>		行业虚拟变量，按证监会分类标准（制造业分小类），共20个行业虚拟变量

（四）研究样本

本文选取2007—2013年间公布了年报数据的沪、深A股所有上市公司作为初始样本，有几个变量用到滞后一期的数据，实际用到了2006—2013年间的样本数据。之所以从2007年开始选样本，是因为2007采用了新的会计政策，数据一致性较好。根据研究需要按以下原则对样本进行了筛选：（1）剔除上市未满两年的公司；（2）剔除金融类公司；（3）剔除第一大股东持股比例小于20%的公司；（4）剔除第一大股东是机构投资者的公司；（5）剔除数据缺失的公司和ST类公司；（6）剔除了研究当年控制权发生转移的公司。另外，还对连续变量进行了1%和99%的winsorize缩尾处理。数据主要来源于万德（Wind）数据库、色诺芬（CCER）数据库和国泰安（CSMAR）数据库，家族企业等数据通过手工收集得到。

三、实证结果与分析

(一) 样本描述性统计

从表3中我们发现, 大股东的掏空行为非常严重, 采用商品交易、资产交易、劳务交易、担保抵押、股权交易的方式进行关联交易中七年平均侵占金额为总资产的24%, 侵占金额最多的是2010年的华西股份, 超过总资产的五倍之多; 采用其他应收账款的方式七年平均资金占用额为5665万元, 最多的是2010年东华软件, 其他应收款超过17亿元, 超过总资产2倍之多, 其他应收款七年平均占总资产的13%。各类机构投资者整体持股七年平均占A股总股数的比例约为21.3%, 是一支很庞大的队伍, 前十大股东中机构投资者持股比例七年平均为5.9%, 占比虽然不是很高, 但大于5%, 有一定的话语权。独立机构投资者(平均持股比例为7.4%)多于非独立机构投资者(平均持股比例为2.6%), 短期机构投资者(平均持股比例6.9%)多于长期机构投资者(平均持股比例4.5%)。公司中第一大股东持股比例平均为39.8%, 公司中第二到第十大股东持股比例七年平均为18.7%, 远远小于第一大股东平均持股比例。最终控制人的控制权与所有权的分离程度均值为6%, 不同公司间存在着较大的差别, 最小分离程度为0, 最大分离程度高达64%。国有控股公司占总样本的56.5%, 家族企业占总样本的35.3%, 即非国有企业中80%以上是家族企业。

表3 主要变量的描述性统计

变量	样本数	最小值	最大值	平均值	标准差
<i>ERPT</i>	7646	0.000	5.055	0.240	0.446
<i>O_Occupy</i>	2472	0.000	1.942	0.012	0.062
<i>INSH</i>	9869	0.000	0.959	0.213	0.218
<i>INSH10</i>	8973	0.001	0.599	0.059	0.062
<i>IDINSH</i>	8599	0.000	0.664	0.074	0.086
<i>UIDINSH</i>	4664	0.000	0.685	0.026	0.032
<i>LINSH</i>	3059	0.000	0.684	0.045	0.047
<i>SINSH</i>	8822	0.000	0.691	0.069	0.076
<i>FIRST</i>	9869	0.200	0.894	0.398	0.138
<i>Z₂₋₁₀</i>	9869	0.570	0.615	0.187	0.127
<i>DIV</i>	9869	0.000	0.638	0.060	0.085
	样 本	最大值	最小值	1出现频次	0出现频次
<i>STATE</i>	9869	0	1	5576	4293 (3481家族)

本文做了变量间的相关性检验(限于篇幅, 未列表报告), 解释变量间基本符合逻辑上的相关性, 其相关系数都小于0.35, 有很大一部分在0.1以下, 而且多重共线性VIF检验值都小于2.5, 因此, 多元回归中出现多重共线性的可能性小。

(二) 各类机构整体持股规模与大股东掏空

为了检验假设H1, 利用方程(1)进行OLS随机效应回归, 表4报告了回归结果。第(1)、(3)列显示了各类机构整体持股与大股东关联交易中资金占用之间的关系, 与侵占型关联交易(*ERPT*)和其他资金占用(*O_Occupy*)均在10%的水平上显著负相关(回归系数分别为-0.091, t值分别为-1.78、-1.65); 第(2)、(4)列报告了公司前十大股东中机构投资者持股与大股东利益侵占之间的关系, 与侵占型关联交易中的资金

占用在10%的水平上显著负相关（回归系数分别为-0.089，t值分别为-1.86），与其他资金占用之间也在5%的水平上显著负相关（回归系数为-0.032，t值为-1.99）。无论从各类机构整体还是从前十大股东中的机构投资来看，他们参考公司持股能在一定程度上抑制大股东的掏空行为，表明机构投资者为了保护自身的经济利益，已经发挥了监督大股东利益侵占的行为。这些结果证明H1成立。

表4 机构持股规模与大股东资金占用

	(1) ERPT	(3) ERPT	(2) O_Occupy	(2) O_Occupy
TINSH	-0.089* (-1.78)		-0.031* (-1.65)	
TINSH10		-0.091* (-1.86)		-0.032** (-1.99)
FIRST	0.173*** (3.47)	0.184*** (3.80)	0.011* (1.90)	0.013** (2.51)
Z ₂₋₁₀	-0.122** (-2.17)		-0.014* (-1.71)	
DIV	0.184** (2.38)	0.169** (2.10)	0.029* (1.81)	0.028** (2.04)
LEV	0.241*** (7.01)	0.247*** (6.78)	0.032*** (4.37)	0.019*** (3.16)
SIZE	-0.019*** (-2.63)	-0.017** (-2.27)	-0.005*** (-3.33)	-0.004*** (-3.10)
INDR	-0.064 (-0.53)	-0.093 (-0.73)	-0.029 (-1.16)	-0.016 (-0.67)
SSIZE	-0.042 (-1.19)	-0.058* (-1.94)	-0.007 (-0.96)	-0.005 (-0.79)
COMT	-0.007 (-1.01)	-0.008* (-1.90)	-0.003** (-2.47)	-0.003** (-2.17)
DUAL	0.011 (1.24)	0.012 (1.07)	0.008 (1.23)	0.003 (1.87)
GROUP	0.012** (1.98)	0.011* (1.78)	0.002* (1.84)	0.003** (2.22)
STATE	0.044*** (2.76)	0.043*** (2.64)	-0.002 (-1.38)	-0.007** (-2.53)
AUDIT	-0.106*** (-3.41)	-0.102*** (-2.67)	-0.039*** (-7.58)	-0.039*** (-6.73)
LAW	-0.033 (-1.58)	-0.031* (-1.68)	-0.026 (-1.51)	-0.030* (-1.66)
YEAR & Industry	Control	Control	Control	Control
R ² (Overall)	0.0825	0.0647	0.1654	0.1057
Chi2	269.88 (0.000)	248.98 (0.000)	161.98 (0.000)	149.20 (0.000)
Obs.	7357	6098	2378	1899

注：1. ***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著；2. 括号里的数字为t值或p值；3. 机构持股和审计意见变量用的是滞后一期的值，其他变量用的是当期的值。（下同）

从其他控制变量与大股东资金占用的回归结果可以看出，外部审计起到了很好的监督作用，完善的法律制度也会减少大股东的利益侵占。随着公司治理结构的不断完善，独立董事、监事会和四委会的设立也起到了微弱的监督作用。第一大股东持股比例与大股东的利益侵占正相关，最终控制人两权分离度越大，大股东资金占用就越多，而第二到第十大股东对第一大股东的掏空行为有显著的抑制作用，在非公平关联交易中起到制衡作用。与前人研究结论一致（Gao和Kling，2008等），集团公司加剧了上市公司的资产剥离，董事长和总经理两职合一的企业大股东更容易进行利益侵占。不同性质的企业对大股东不同方式的利益侵占表现出不同的结果：终极控制人为国有企业的，侵占型关联交易明显高于非国有企业；终极控制人为家族的，其他资金占用明显高于国有企业，这表明在国有企业中大股东主要采取侵占型关联交易的方式侵占小股东的利益，而在非国有企业大股东主要采取其他应收款的方式侵占小股东的利益。这与李增泉等（2004）的研究结论不完全一致。另外，公司财务风险与大股东掏空显著正相关，表明公司负债率越高的公司，大股东利益侵占越多，但是公司规模越大，大股东掏空金额的占比越小。

（三）机构投资者的独立性与大股东掏空行为

为了检验假设H1a, 利用方程(1)进行回归, 表5报告了回归结果。第(1)、(3)列显示, 独立机构投资者有效监督了大股东掏空行为, 其持股比例与大股东掏空的两个代理变量均显著负相关, 与侵占型关联交易(*ERPT*)之间在5%的水平上负相关(回归系数为-0.019, *t*值为-1.98)。与其他应收占款(*O_Occupy*)之间也在10%的水平上显著负相关(回归系数为-0.868, *t*值为-1.72), 这些结果表明独立机构投资者与公司没有潜在业务联系或受政府干预少, 他们与大股东没有共同的利益基础, 一般不会与大股东合谋, 而是有效监督了大股东的利益侵占行为, 他们是积极监督型机构投资者。第(2)、(4)列显示, 非独立机构投资者持股比例与大股东资金占用的两个代理变量之间没有一致的正负关系, 与侵占型关联交易(*ERPT*)之间的关系为负不显著(回归系数为-0.235, *t*值为-1.13)。与其他应收占款(*O_Occupy*)之间的关系为正(回归系数为0.134, *t*值为1.21), 这些结果显示非独立机构投资者不能有效监督大股东掏空行为, 证明H1a成立。由这些结果可以发现: 第一, 非独立机构投资者由于与公司有潜在业务联系, 他们与大股东有一些共同利益, 没有动机; 第二, 非独立机构与控制股东之间可能是潜在关联股东, 当关联大股东作为其他大股东参与持股时, 并不能监督和抑制控股股东的掏空行为, 尤其是家族控股股东的掏空。其他控制变量的回归结果与表4报告的基本一致, 不再赘述。

表5 机构投资者独立性与大股东资金占用

	(1) <i>ERPT</i>	(2) <i>ERPT</i>	(3) <i>O_Occupy</i>	(4) <i>O_Occupy</i>
<i>IDINSH</i>	-0.019** (-1.98)		-0.868* (-1.72)	
<i>UIDINSH</i>		-0.235 (-1.13)		0.134 (1.21)
<i>FIRST</i>	0.168*** (3.28)	0.167** (2.35)	0.0167** (2.19)	0.006* (1.67)
<i>Z₂₋₁₀</i>	-0.122** (-2.09)	-0.113* (-1.78)	-0.020** (-2.00)	-0.028** (-2.16)
<i>DIV</i>	0.186** (2.36)	0.182* (1.67)	0.029* (1.71)	0.024 (1.48)
<i>LEV</i>	0.247*** (6.82)	0.333*** (6.34)	0.017** (2.18)	0.034*** (4.35)
<i>SIZE</i>	-0.016* (-1.94)	-0.019* (-1.91)	-0.002** (-1.98)	0.006*** (-4.41)
<i>INDR</i>	-0.062 (-0.48)	-0.138 (-0.81)	-0.029 (-1.26)	-0.064 (-1.06)
<i>BSIZE</i>	-0.035 (-0.96)	-0.061 (-1.19)	-0.013 (-1.21)	-0.017 (-1.30)
<i>DUAL</i>	0.007 (1.39)	0.021* (1.83)	0.002 (1.37)	0.005 (1.08)
<i>GROUP</i>	0.016* (1.64)	0.027* (1.72)	0.005** (1.96)	0.006* (1.68)
<i>STATE</i>	0.037** (2.28)	0.026* (1.66)	-0.004 (-1.25)	-0.007* (-1.84)
<i>COMT</i>	-0.003 (-1.04)	0.012 (1.02)	-0.011 (-1.55)	-0.018 (-1.00)
<i>AUDIT</i>	-0.049* (-1.66)	-0.237*** (-4.24)	-0.038*** (-6.37)	-0.018* (-1.93)
<i>LAW</i>	-0.029* (-1.68)	-0.027 (-1.58)	-0.026* (-1.65)	-0.021 (-1.32)
<i>YEAR & Industry</i>	Control	Control	Control	Control
<i>R² (Overall)</i>	0.0774	0.1097	0.0815	0.1331
<i>Chi2</i>	249.46 (0.000)	188.03 (0.000)	110.51 (0.000)	105.69 (0.000)
<i>Obs.</i>	5736	3112	1800	1012

(四) 机构投资者持股期限与大股东掏空

为了检验假设H1b, 利用方程(1)进行回归, 表6报告了回归结果。第(1)、(3)列显示, 长期机构投资者有效监督了大股东掏空行为, 其持股比例与大股东资金占用显著负相关。具体来看, 长期机构投资者持股比例与侵占型关联交易(*ERPT*)之间在5%的水平上负相关(回归系数为-0.033, *t*值为-2.24)。与其他应收占款(*O_Occupy*)

之间也在10%的水平上显著负相关（回归系数为-0.205，t值为-1.94），这些结果表明长期机构投资者一般为价值投资者，为了公司和自身的长期利益，他们会积极监督大股东的利益侵占行为，减少大股东在关联交易中的掏空，以保护中小投资者的利益。第（2）、（4）列显示，短期机构投资者持股比例与大股东资金占用之间的关系为负，但一点都不显著，与侵占型关联交易（*ERPT*）之间负相关但不显著（回归系数为-0.039，t值为-0.85），与其他应收占款（*O_Occupy*）之间的关系为正（回归系数为-0.129，t值为-0.83）。结果证明H1b成立，即长期机构投资者更可能降低大股东的利益侵占。从研究结果中发现：第一，之所以短期机构投资者不能有效监督大股东在关联交易中的掏空行为，是因为他们想采取频繁交易获取价差收益，缺少监督动机；第二，由于他们持股时间太短，无法获取充分的信息去了解大股东的掏空行为，而且每个短期机构投资者通常在每家上市公司持股比例较低，股东决策中没有话语权，造成监督成本很高，使之没有监督能力。其他控制变量的回归结果与表4报告的基本一致，不再赘述。

表6 机构投资者持股期限与大股东资金占用

	(1) <i>ERPT</i>	(2) <i>ERPT</i>	(3) <i>O_Occupy</i>	(4) <i>O_Occupy</i>
<i>LINSH</i>	-0.033** (-2.24)		-0.205* (-1.94)	
<i>SINSH</i>		-0.039 (-0.85)		-0.129 (-0.83)
<i>FIRST</i>	0.178** (2.06)	0.141*** (2.57)	0.098* (1.72)	0.013** (2.14)
<i>Z₂₋₁₀</i>	-0.236** (-2.28)	-0.134** (-2.13)	-0.045*** (-2.83)	-0.023* (-2.17)
<i>DIV</i>	0.111* (1.95)	0.175** (2.08)	0.043** (2.14)	0.027* (1.88)
<i>STATE</i>	0.037** (2.28)	0.038** (2.18)	-0.012*** (-2.62)	-0.004 (-1.33)
<i>AUDIT</i>	-0.054** (-2.02)	-0.107*** (-2.76)	-0.033** (-2.53)	-0.429*** (-7.00)
<i>Control Vars.</i>	Control	Control	Control	Control
<i>R² (Overall)</i>	0.083 4	0.083 1	0.159 7	0.121 0
<i>Chi2</i>	131.41 (0.000)	255.38 (0.000)	106.65 (0.000)	158.03 (0.000)
<i>Obs.</i>	2242	5871	793	1851

（五）机构投资者与体制内外大股东的掏空行为

前面的研究已经发现独立机构投资者和长期机构投资者能有效抑制大股东在关联交易中的掏空行为，当引入上市公司最终控制人性质时，机构投资者在国有控股和家族控股的上市公司中是否有同样的作用呢？为了研究机构投资者对国有企业和家族企业中对大股东掏空行为是否均有监督作用，我们先找出大股东在关联交易中的掏空方式是否有不同。从表3的描述性统计可知，我国上市公司中国有企业占56%，家族企业占36%，将国有企业和家族企业分成两组样本，分别检验他们在两种掏空方式中是否存在差异，均值差异分析的T检验结果如表7所示。

表7 国有企业与家族企业大股东利益侵占差异均值比较

	<i>ERPT</i>	<i>O_Occupy</i>
国有企业均值	0.256	0.010
家族企业均值	0.206	0.015
国有企业与家族企业差异检验T值	4.509***	-2.33**

表7的结果表明，终极控制人性质不同的企业大股东的掏空方式存在明显的差异，国有企业更可能采用商品交易、资产交易、劳务交易、股权交易等方式损害小股东的利

益（差异检验T值为4.509，且在1%的水平上显著），国有企业通过关联交易进行利益侵占的金额平均占总资产的25.6%，家族企业只占20.6%；而家族企业更偏好采用其他应收款项损害小股东利益（差异检验T值为-2.33，且在5%的水平上显著），国有企业利用关联交易中的其他应收账款侵占金额平均占总资产的1%，家族企业占1.5%。国有企业通过这两种掏空方式侵占金额占总资产的26.6%，家族企业侵占金额占总资产的22.1%，进一步证明国有企业大股东的掏空行为比家族企业更严重。

本文试图探究在不同产权性质控制下的公司中机构投资者对控股股东利益侵占行为的监督程度是否不一样，因此将国有企业和家族企业分别进行了统计分析，回归结果如表8所示：

表8 机构投资者在国有企业和家族企业中对大股东的监督

	国有企业		家族企业	
	(1) <i>ERPT</i>	(2) <i>O_Occupy</i>	(3) <i>ERPT</i>	(4) <i>O_Occupy</i>
<i>TINSH</i>	-0.054** (-2.05)	-0.058* (-1.73)	0.050 (1.21)	-0.016 (-1.00)
<i>FIRST</i>	0.237*** (3.02)	0.307* (1.75)	0.133** (2.12)	0.132 (1.53)
<i>Z₂₋₁₀</i>	-0.014* (-1.86)	-0.249* (-1.77)	-0.142* (-1.90)	0.038 (1.03)
<i>DIV</i>	0.250** (2.49)	0.251* (1.79)	0.072* (1.73)	0.020* (1.65)
<i>DUAL</i>	0.019 (0.70)	0.017 (0.42)	0.020** (2.08)	0.006* (1.86)
<i>AUDIT</i>	-0.098** (-2.54)	-0.042*** (-8.08)	-0.100** (-1.99)	-0.026** (-2.31)
<i>Control Vars.</i>	Control	Control	Control	Control
<i>R² (Overall)</i>	0.078 9	0.172 8	0.081 2	0.179 3
<i>Chi2</i>	150.35 (0.000)	177.51 (0.000)	150.43 (0.000)	93.54 (0.000)
<i>Obs.</i>	4469	1736	2387	980

表8列示了各类机构投资者整体在国有企业和家族企业中对大股东掏空行为的影响。第（1）、（2）列是国有企业，第（3）、（4）列是家族企业，从回归结果看，机构投资者能有效抑制国有企业大股东通过关联交易侵占中小股东利益，其持股比例与大股东关联交易侵占金额和其他应收占款在5%和10%的水平显著负相关（回归系数分别为-0.054、-0.058，t值分别为-2.05、-1.73）；然而，机构投资者却无法减少家族企业中大股东通过关联交易进行掏空，其持股比例与大股东关联交中侵占金额和其他应收账款关系为正或为负但不显著（回归系数分别为0.050、-0.016，t值分别为1.21、-1.00）。回归结果验证了H2。实证结果同时表明，正如制度经济学对控股股东行为约束理论所说的“政府治理与公司治理有互替关系”，政府契约的政府治理在国有企业失效，机构投资者制度的公司治理在国有企业有效。

四、稳健性检验

为了验证前文研究结果的一贯性，我们做了如下稳健性检验：第一，采用“机构投资者持股占流通股比例”度量机构持股比例，“侵占关联交易金额或其他应收账款的对数”、“担保抵押占总资产的比例”分别度量大股东掏空程度，再次用模型（1）进行了分析；第二，扩大样本量，纳入第一大股东持股比例20%以下的公司重复了上文研究。这些回归结果与前面的研究基本一致，限于篇幅，在此不详细报告结果。

五、结论及展望

（一）研究结论及贡献

基于产权理论，大股东和中小股东均享有剩余利润占有权，具有利益一致性，然而

在现代产权制度下，控制权的分配格局使得享有企业控制权的大股东有较强的动机利用其控制权侵占中小股东利益，于是，大、小股东之间产生了利益冲突。产权理论强调政府治理与公司治理作用的互替关系，当政府治理低效或无效时，必须不断完善公司治理机制。在我国转型经济体制下，由于存在弱有效资本市场和不健全的投资者保护体系，充分发挥中小股东自我保护功能是一种替代选择，机构投资者制度必然发展成公司治理机制中不可或缺的部分。本文立足于中国资本市场情境，深入分析了大股东利用控制权掠夺中小股东利益的动机和方式，剖析了不同特征机构投资者监督大股东利益侵占的可能性和能力，以及在不同产权性质的公司中发挥不同作用的机理，基于理论分析提出相关研究假设，然后实证检验这些假设。研究发现，机构投资者总体上有动机和能力监督大股东的利益侵占行为，但并不是所有的机构投资者都有动机和能力减少大股东在关联交易中对他们的利益侵占，只有独立机构投资者和长期机构投资者积极参与公司治理，才能有效地限制大股东的掏空行为。当上市公司终极控制人具有不同产权属性时，国有企业大股东更可能采用商品交易、资产交易、劳务交易、股权交易等方式损害小股东利益；家族企业大股东偏好采用其他应收款项损害小股东利益。国有企业中机构投资者能有效地抑制大股东的掏空行为，家族企业中机构投资者则难以抑制大股东的侵占行为，这再次验证了政府治理与公司治理作用互替的观点。本文同时发现，董事会和监事会对大股东掏空行为监督不力，表明公司内部治理机制有效性差；相反，外部治理有一定效果，法律环境和外部审计在一定程度上减少了大股东的掠夺行为。

本文的主要贡献在于：（1）突破了机构投资者的同质性假设，从机构投资者异质化角度，多维度挖掘了机构投资者对大股东掏空行为的影响效应，有助于深入探索不同类型机构投资者影响大股东掏空行为的机理，为我国机构投资者制度设计、发展路径和监督模式提供了有效的帮助；（2）在中国独特的制度背景下，本文针对体制内的国有企业和体制外的家族企业的独特样本，揭示出组织的体制属性会影响机构投资者作用的发挥；（3）基于制度经济学理论，发现机构投资者制度（公司治理机制）在政府治理相对弱的国有企业中发挥了有效的治理作用，而在政府治理相对强的家族企业中没有发挥有效的治理作用，研究结果验证了制度经济学强调的政府治理与公司治理作用互替的观点。

（二）未来研究展望

本文从不同特征的机构投资者入手，研究了独立与非独立机构投资者、长期与短期机构投资者对大股东关联交易掏空行为的抑制作用，进而讨论了在终极控制人不同的国有企业和家族企业中机构投资者的作用是否不同。在后续研究中，还可以从以下几方面进行拓展：第一，在非国有企业中，家族企业的发展历程有别于非家族的民营企业，家族企业中大股东基于亲缘关系形成了相对稳定的关联网络，而非家族的民营企业的大股东之间很难形成相互信任的关联网络，比较机构投资者在同属于体制外的家族企业和非家族企业的民营企业中对大股东掏空的抑制作用很有价值。第二，现有文献要么研究机构投资者整体持股比例对大股东利益侵占的影响，要么研究不同类型机构投资者持股比例对大股东的影响，没有涉及不同机构投资者之间构成关联网络联合抵制大股东的“隧道”行为。事实上，大股东通过网络关联交易掏空中小股东，机构投资者也可能构成网络进行联合抵制，因此，研究不同类型机构投资者的一致行动比较有趣。第三，已有研

究表明,大股东利用多种手段侵占中小股东利益。近几年来,我国上市公司大股东从减持中获利的现象屡见不鲜,一些业内人士认为机构投资者充当了大股东减持的接盘人,与大股东合谋共同侵占中小股东利益,从理论和实证角度探讨机构投资者在大股东减持过程中的角色具有重要的现实意义。第四,本研究表明,不同类型机构投资者对大股东利用关联交易侵占中小股东的利益的作用不同,未来研究可以深入机构投资者内部,挖掘不同类型机构投资者的持股动机和持股偏好,研究其持股波动性对大股东利益侵占的影响。

主要参考文献

- [1]蔡卫星,高明华.终极股东的所有权、控制权与利益侵占:来自关联交易的证据[J].南方经济,2010,(2):28-41.
- [2]陈德球,陈运森.政府治理、终极产权与公司投资同步性[J].管理评论,2013,(1):139-148.
- [3]贺建刚,孙铮,李增泉.难以抑制的控股股东行为:理论解释与案例分析[J].会计研究,2010,(3):20-27.
- [4]洪剑峭,薛皓.股权制衡对关联交易和关联销售的持续性影响[J].南开管理评论,2008,(1):24-30.
- [5]姜春海.从国有企业到家族企业——关于丹东市工矿设备制造厂的调查[J].管理世界,2002,(10):120-126,138.
- [6]孔东民,刘莎莎,黎文靖,等.冷漠是理性的吗?中小股东参与、公司治理与投资者保护[J].经济学(季刊),2012,(1):1-28.
- [7]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.
- [8]刘浩,唐松,楼俊.独立董事:监督还是咨询?——银行背景独立董事对企业信贷融资影响研究[J].管理世界,2012,(1):141-156,169.
- [9]刘志远,花贵如.政府控制、机构投资者持股与投资者权益保护[J].财经研究,2009,(4):119-130.
- [10]吕怀立,李婉丽.控股股东自利行为选择与上市公司股权制衡关系研究——基于股权结构的内外生双重属性[J].管理评论,2010,(3):19-28.
- [11]唐松莲,袁春生.监督或攫取:机构投资者治理角色的识别研究——来自中国资本市场的经验证据[J].管理评论,2010,(8):19-29.
- [12]涂国前,刘峰.制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据[J].管理世界,2010,(11):132-142.
- [13]王克敏,姬美光,李薇.公司信息透明度与大股东资金占用研究[J].南开管理评论,2009,(4):83-91.
- [14]王琨,肖星.机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J].南开管理评论,2005,(2):27-33.
- [15]魏明海,黄琼宇,程敏英.家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J].管理世界,2013,(3):133-147,171.
- [16]吴先聪,刘星.机构投资者异质性与公司业绩[J].中国会计与财务研究,2012,(3):1-55.
- [17]姚明安,孔莹.家族企业与国有企业代理成本的比较——来自中国上市公司的经验证据[J].汕头大学学报(人文社会科学版),2009,(4):74-79.
- [18]姚颀,刘志远.机构投资者具有监督作用吗?[J].金融研究,2009,(6):128-143.
- [19]张健,刘斌,吴先聪.财务舞弊、家族控制与上市公司高管更替[J].管理工程学报,2015,(2):1-9.
- [20]郑国坚.基于效率观和掏空观的关联交易与盈余质量关系研究[J].会计研究,2009,(10):68-76.
- [21]朱建安,陈凌,窦军生,等.制度环境、家族涉入与企业行为——转型经济视角下的家族企业研究述评[J].山东社会科学,2015,(2):146-152.
- [22]Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, et al. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100(1):154-181.
- [23]Bennett J A, Sias R W, Starks L T. Greener pastures and the impact of dynamic institutional preferences[J]. Review of Financial Studies, 2003, 16(4):1203-1238.
- [24]Berkman H, Cole R A, Fu L J. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China[J]. Journal

- of Banking & Finance, 2009, 33 (1) : 141–156.
- [25]Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups[J].The Quarterly Journal of Economics , 2002,117 (1) , 121–148.
- [26]Bushee B J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. The Accounting Review , 1998, 73 (3) : 305–333.
- [27]Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86 (2) : 279–305.
- [28]Cheng C S. A, Huang H H, Li Y H, et al. Institutional monitoring through shareholder litigation[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95 (3) : 356–383.
- [29]Cheung Y L, Jing L H, Lu T, et al. Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2009, 17 (3) : 372–393.
- [30]Cheung Y L, Rau P R, Stouraitis A. Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82 (2) : 343–386.
- [31]Chuang W I, Lee B S. The informational role of institutional investors and financial analysts in the market[J]. Journal of Financial Markets, 2011, 14 (3) : 465–493.
- [32]Claessens S, Djankov S, Fan J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. Journal of Finance, 2002, 57 (6) : 2741–2771.
- [33]Coffee J C Jr. Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor[J]. Columbia Law Review, 1991, 91 (6) : 1277–1368.
- [34]Demiralp I, D’Mello R, Schlingemann F P, et al. Are there monitoring benefits to institutional ownership? Evidence from seasoned equity offerings[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17 (5) : 1340–1359.
- [35]Ferreira M A, Matos P. The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88 (3) : 499–533.
- [36]Gao L, Kling G. Corporate governance and tunneling: Empirical evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2008, 16 (5) :591–605.
- [37]Gaspar J M, Massa M, Matos P. Shareholder investment horizons and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 76 (1) : 135–165.
- [38]Gordon E A, Henry E, Palia D. Related party transactions and corporate governance[J]. Advances in Financial Economics, 2004, 9:1–27.
- [39]Hartzell J C, Starks L T. Institutional investors and executive compensation[J]. Journal of Finance, 2003, 58 (6) : 2351–2374.
- [40]Jian M, Wong T J. Propping through related party transactions[J]. Review of Accounting Studies, 2010, 15 (1) :70–105.
- [41]Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98 (1) : 1–20.
- [42]Kohlbeck M, Mayhew B W. Valuation of firms that disclose related party transactions[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2010, 29 (2) : 115–137.
- [43]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1–2) , 3–27
- [44]Ramalingegowda S, Yu Y. Institutional ownership and conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53 (1–2) : 98–114.
- [45]Ruiz-Mallorquí M V, Santana-Martín D J. Dominant institutional owners and firm value[J]. Journal of Banking & Finance, 2011, 35 (1) : 118–129.
- [46]Shleifer A, Vishny R W A. Survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52 (2) , 737–783.
- [47]Smith M P. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS [J]. Journal of Finance, 1996, 51 (1) : 227–252.

Heterogeneity of Institutional Investors, Features of Ultimate Controllers and Large Shareholders' Tunneling: Based on the Related-party Transactions

Wu Xiancong¹, Zhang Jian², Hu Zhiying³

(1. School of Management, Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, China; 2. School of Management, Chongqing Jiaotong University, Chongqing 400074, China; 3. Dongling School of Economics & Management, University of Science and Technology Beijing, Beijing 100083, China)

Abstract: The conflicts of interests between large and small shareholders emerge and constantly involve along with the development of modern enterprises. And unfair transactions by big stockholders through interconnected networks knitted based on control rights become an important means of the expropriation of minority shareholders & also are the social focus. From a perspective of different characteristics of institutional investors, this paper studies the prohibition role of independent & dependent institutional investors and long-term & short-term institutional investors in block shareholders' tunneling in related-party transactions, and then discusses the role of institutional investors in state-owned and family enterprises under differentiated ultimate controllers. Empirical study shows that only dependent institutional investors that have no business contacts with companies and less government intervention and institutional investors with longer stockholding duration play an effective role in the inhibition of block shareholders' tunneling in related-party transactions. Furthermore, in state-owned enterprises, institutional investors can effectively reduce the expropriation of minority shareholders in related-party transactions by big stockholders, but in family enterprises maintained by the relationships like blood and kinship, institutional investors cannot decrease related stockholders' tunneling. This paper breaches the homogeneity hypotheses of institutional investors, reveals the effect of organizational system attribute on the exertion of the role of institutional investors, and tests the interrelation between government governance and corporate governance in special context.

Key words: characteristic of institutional investors; block shareholders' tunneling; related-party transaction; family enterprise; state-owned enterprise

(责任编辑: 雨 橙)