

# 股权结构与资金占用的实证研究:创业转型的视角

权琳<sup>1,2</sup>

(1.西安医学院药学院,西安 710012; 2.武汉理工大学经济学院,武汉 430070)

**【摘要】** 本文以创业板上市企业为研究对象,分析认为小股东利益侵占的根源在于创业企业的转型失败。创业企业由创业者管理转型到专业管理是企业生命周期中的革命性转折,在创业板上市为创业转型提供了重要的机遇。然而,IPO前股权结构带来的所有权价值惯性引发转型失败,导致控股自然人上市之后通过降低权力分享、维持控制权来侵占小股东利益。研究发现,第一大自然人股东持股比例越高上市后独立董事规模越小,董事长和总经理职务分离的可能性越小,而小股东利益侵占水平越高。

**【关键词】** 股权结构; 董事会; 资金占用; 创业转型

## 一、引言

小股东利益侵占是中国上市公司中普遍存在的突出问题。近年来,越来越多的学者认识到,公司治理机制的设计不仅需要关注股东和经理人之间的冲突,也需要考虑股东与股东之间的冲突(Young等,2008;余明桂等,2004;唐建新等,2013)。委托—委托理论认为,由于存在制度不健全,股权集中导致大股东和小股东之间存在冲突,大股东可以通过关联交易、任用亲信、资金占用等多种形

式侵占小股东的利益。

现有研究主要从正式制度角度分析股权集中度影响小股东利益侵占的内部机理。Dharwadkar等(2000)分析发现,代理问题在新兴国家和发达国家具有不同的表现形式。在正式制度不完善的新兴经济国家,外部经理人市场、控制权市场等外部治理机制难以发挥有效的作用。因此,公司治理更加依赖内部的所有权结构、董事会、高管薪酬来解决代理问题。股权高度集中虽然能够较好地解

## 四、总结

本文对2000~2013年控制权转移事件中内幕交易案例进行梳理,以及对“兄弟科技”典型案例进行详细分析,不难看出我国上市公司控制权转移事件发生的内幕交易程度仍较为严重,且近几年内幕交易人员的类型呈多元化趋势发展。虽然近几年证监会加大了查处力度,查处案件数量呈上升趋势,但是由于对内幕交易追债力度不够、处罚力度小,使得内幕交易成本较低,在巨额利益的诱惑下内幕信息知情人往往铤而走险。

近几年,我国证券市场内幕交易问题主要集中在涉及并购重组等控制权转移事件的题材上,随着我国资本市场并购重组深度和广度的进一步增加,控制权转移市场中的内幕交易行为将在一定时期内持续存在。内幕交易严重扰乱了证券市场的秩序,造成资本市场的信息不对称。但是通过以上分析可以看出,证监会及相关部门对控制权转移内幕交易的查处效率较低,处罚力度不够,这与内幕交易的泛滥形成鲜明的对比。内幕交易犯罪成本较低,加之内幕信息多会给利用者带来经济利益,导致许多获取内幕信息的人产生侥幸心理,铤而走险。近年来内幕交易人员类型更加多样,涉及人员范围更加广泛,但是

从表中可以看出内幕信息知情人或多或少都与内幕信息主体具有一定的关系。马元驹(2008)认为,信息披露主体在经济信息的传递过程中会根据自己血缘、地缘和利益的亲疏关系向特定对象披露内幕信息,这种现象使得无关系的中小投资者遭受损失。针对这种现象,相关部门应尽快完善信息披露制度,建立更加完善和公平的信息披露机制,对内幕信息泄露者和非法获取内幕信息并交易的人采取更加严厉的处罚措施。

## 主要参考文献

唐雪松,马如静.内幕交易、利益补偿与控制权转移——来自我国证券市场的证据[J].中国会计评论,2009(1).

王培欣,谭雪.上市公司控制权转移的市场反应研究[J].管理科学,2013(6).

张伟强,王珺,廖理.股权分置改革中的“实惠效应”与“未来效应”[J].中国工业经济,2008(11).

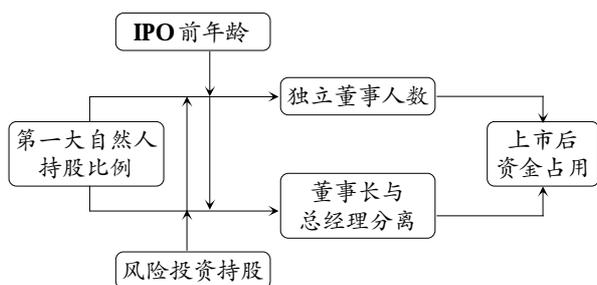
岳宝宏,王化成.控制权转移中内幕交易严重程度研究[J].经济与管理研究,2013(11).

马韪.关于我国现阶段证券市场内幕交易监管的思考[J].投资研究,2011(5).

决代理问题,但是会带来大股东与小股东之间的冲突。**Su**等(2007)发现我国上市公司股权集中度会增加代理成本。**Young**等(2008)认为正式制度的不完善是家族持股和集团组织形式出现的主要根源,从而导致大股东对小股东的利益侵占。**Chen**和**Young**(2010)发现中国上市公司国有股大股东会为了政治因素和管理绩效的提高开展跨国并购,损害小股东的利益。**Jiang**和**Peng**(2010)分析了金融危机情境中,健全的法律制度和股东的数量能够更好地保护小股东利益。**Renders**和**Gaeremynck**(2012)发现外部信息披露制度能够有效保护欧洲上市公司小股东的利益。**Li**和**Qian**(2013)研究发现,中国上市公司所处的地区制度越完善,小股东的利益越能得到保护。

尽管这些研究以金融危机、控制权转移、资金侵占等为背景分析了大股东与小股东之间的利益冲突,制度理论始终是主要的理论依据。然而,制度经济学流派认为,制度不仅包括正式制度还包括非正式制度。非正式制度是指嵌在行业规范、准则和价值观中的规则。以往研究更多地从正式制度角度解释委托—委托冲突产生的原因,并从正式制度角度分析保护小股东利益的措施和方法,忽视了非正式制度的潜在影响。即使正式制度完善,如果非正式制度的影响依然存在,同样可能导致股权集中和委托—委托冲突。委托—委托冲突也可能是创业者管理的企业未能实质上转型导致的。企业在建立治理机制的过程中,仍然尽可能维持控股股东的权力,降低权力约束,从而导致始终无法建立完善的小股东利益保护机制,造成小股东利益侵害。

本文以创业板上市企业为对象,构建了如下图所示的理论模型,分析IPO之前企业的所有权特征是如何通过影响上市后的权力分享,从而影响上市后小股东利益侵占的。创业板上市是创业者管理的企业转型成为规范管理企业的重要转折点,为本研究提供了恰当的数据来源。本文研究发现,上市前自然人控股会显著降低独立董事数量、不领薪酬的董事数量,从而提高上市后资金占用水平。而这种影响受到IPO风险投资公司持股比例的调节作用。本文从非正式制度角度扩展了以往委托—委托理论对小股东利益侵占的解释,对中国创业板上市公司小股东利益保护具有重要的理论意义和实践意义。



理论模型图

## 二、实证研究

**1. 数据来源及特征。**本文以中国创业板上市企业作为样本。上市是创业企业转型的标志性事件,公司的治理结构和管理制度变化较大。委托—委托理论认为,这类门槛企业转型是否成功是影响小股东权益侵占的重要因素。创业板企业为本研究提供了恰当的数据来源,通过检验上市前创业企业的股权特征与上市后小股东利益侵占之间的联系,为本研究理论框架提供了需要的数据。数据来源于国泰安数据库。**IPO**数据显示,创业板上市企业有两个来源,234个企业是自然人创业者创立的企业,121个企业上市之前企业是由集团公司设立的。由于本研究主要从创业转型角度分析委托—委托冲突产生的原因和影响,由集团公司创立的企业不符合本研究的目标。因此,研究采用234个自然人创立的企业作为最终样本,样本特征描述如表1所示。

表1 样本特征

| 公司年龄               | 数量  | 百分比    |
|--------------------|-----|--------|
| 1~5年               | 56  | 23.93% |
| 6~10年              | 71  | 30.34% |
| 11~15年             | 83  | 35.47% |
| 15年以上              | 24  | 10.26% |
| 行业                 |     |        |
| 高新技术行业             | 184 | 78.63% |
| 非高新技术行业            | 50  | 21.37% |
| 所处地区               |     |        |
| 沿海地区(山东、江苏、广东、福建等) | 188 | 80.3%  |
| 内陆地区(陕西、山西等)       | 46  | 19.7%  |
| 企业规模(员工人数)         |     |        |
| 0~200人             | 31  | 13.20% |
| 201~500人           | 103 | 44.10% |
| 501~1 000人         | 69  | 29.50% |
| 1 000人以上           | 31  | 13.20% |

**2. 变量测量及模型建立。**被解释变量:①资金占用水平。资金占用是小股东利益侵占的常见形式。通过国泰安数据库“关联方关系及其交易”部分,可以查到大股东与上市公司之间的资金占用关系。大股东占用上市公司资金主要通过“应收账款”、“预付账款”与“其他应收款”会计科目体现。本文统计了公司上市以后至2012年12月31日三个会计科目的金额,以对资金占用进行测量。由于每个公司上市的时间都有差异,研究采用年均资金占用来分析。②独立董事人数。本文采用该企业IPO后第一个年度的年报上披露的独立董事的人数度量。③董事长和总经理职务分离。如果董事长与总经理职务合一则编码为1,若两者职务分离则编码为2。

解释变量:①自然人大股东股权比例:研究采用IPO

数据库披露的IPO时自然人第一大股东持股比例度量。②风险投资持股:研究采用前十大股东中创业投资公司持股比例之和测量;③IPO前企业年龄:研究采用企业从创立到IPO之前的年数测量。④控制变量。研究采用人数测量企业规模。创业板企业主要是高科技、高成长性企业。因此,研究区分了上市公司的行业,高科技企业编码为1,非高科技企业编码为0。本文控制了地区可能带来的影响, Li 和 Qian (2013) 研究认为沿海地区和内陆地区相比,制度更加完善,会对小股东利益的保护有潜在影响。

模型变量及测量指标如表2所示。

表2 模型变量及测量指标

| 变量          | 变量命名                  | 变量描述                         |
|-------------|-----------------------|------------------------------|
| 资金占用        | Expropriation         | 大股东与上市公司之间的应收账款、预付账款、其他应收款金额 |
| 独立董事人数      | Independent directors | 企业IPO后第一个年度的年报上披露的独立董事的人数    |
| 董事长和总经理职务分离 | Duality               | 董事长与总经理职务合一则编码为1,两者职务分离则编码为2 |
| 第一大自然人持股    | Share                 | IPO数据库披露的,IPO时自然人第一大股东持股比例   |
| 风险投资持股      | Vcshare               | 前10大股东中创业投资公司持股比例之和          |
| IPO前年龄      | PreIPOage             | 企业从创立到IPO之前的年数               |
| 企业规模        | Firmsize              | 企业人数的自然对数转换值                 |
| 上市公司的行业     | Industry              | 高科技企业编码为1,非高科技企业编码为0         |
| 地区          | Location              | 沿海省份编码为1,非沿海省份编码为0           |

3. 分析方法及结果。研究采用SPSS16.0软件的最优尺度回归方法验证理论模型。回归系数如表3所示。

模型1和模型2检验了董事会独立董事人数和职务分离对资金占用水平的影响。模型2结果显示,独立董事人数和职务分离对资金占用水平的回归系数都显著为负。这说明独立董事人数的提高和职务分离都能够有效地降低资金占用水平。模型4检验了创业企业IPO前第一大自然人股东持股比例对独立董事人数的影响。模型4结果显示,IPO前第一大自然人股东对独立董事的回归系数显著为负,说明IPO前第一大自然人股东持股比例越大,上市后公司聘用独立董事的数量就越少。

模型7检验了创业企业IPO前第一大自然人股东持股比例对职务分离的影响。模型7的结果显示,创业企业IPO前第一大自然人股东持股比例对职务分离的回归系数显著为负。这说明,IPO前第一大自然人股东持股比例越大,上市后公司董事长和总经理职务分离的可能性更小。

模型5和模型8检验了IPO前创业公司设立的年限和创投持股的调节效应。由于存在调节变量,为了降低多重共线性,根据Baron和Kenny(1986)的建议,对乘积项相关的变量进行了均值中心化处理。模型5结果显示IPO前企业年龄与第一大自然人控股比例的交互项对独立董事数量的回归系数显著为负。这说明IPO前企业设立年限加强了自然人持股与独立董事数量的关系。模型5的结果也显示创投持股与第一大自然人控股比例交互项对独立董事数量的回归系数显著为正,说明创投持股削弱了自然人持股与独立董事数量之间的负相关关系。模型8结果显示IPO前企业年龄与第一大自然人控股比例的交互项对职务分离的回归系数显著为正。这说明IPO前企业设立年限削弱了自然人持股与职务分离的关系。模型8的结

表3 回归系数

| 自变量                      | 模型1     | 模型2     | 模型3                | 模型4      | 模型5      | 模型6       | 模型7      | 模型8                 |
|--------------------------|---------|---------|--------------------|----------|----------|-----------|----------|---------------------|
|                          | 资金年平均占用 |         | 独立董事人数             |          |          | 董事长与总经理分离 |          |                     |
| 企业规模(Ln人数)               | 0.195** | 0.317** | 0.202              | 0.158**  | 0.140**  | -0.069    | -0.072   | -0.110 <sup>+</sup> |
| 行业分类(是否为高新企业)            | -0.050  | -0.106  | -0.073             | -0.051   | -0.065   | -0.053    | -0.046   | -0.064              |
| 发达地区(沿海或内陆)              | -0.066  | -0.186* | -0.027             | 0.022    | 0.032    | 0.042     | 0.058    | 0.100               |
| 第一大自然人控股比例               |         |         |                    | -0.319** | -0.285** |           | -0.159** | -0.128*             |
| IPO前企业年龄(Lnage)          |         |         |                    |          | 0.181**  |           |          | -0.136**            |
| 年龄X第一大自然人控股比例            |         |         |                    |          | -0.145*  |           |          | 0.192***            |
| 创投持股                     |         |         |                    |          | -0.054   |           |          | -0.185**            |
| 创投持股X第一大自然人控股比例          |         |         |                    |          | 0.176**  |           |          | 0.145*              |
| 独立董事人数                   |         | -0.155* |                    |          |          |           |          |                     |
| 董事长与总经理分离                |         | -0.176* |                    |          |          |           |          |                     |
| R <sup>2</sup>           | 0.04    | 0.159   | 0.046              | 0.134    | 0.198    | 0.090     | 0.034    | 0.158               |
| Adjusted- R <sup>2</sup> | 0.024   | 0.111   | 0.022              | 0.094    | 0.125    | 0.015     | 0.005    | 0.082               |
| F Value                  | 2.402*  | 3.323** | 1.924 <sup>+</sup> | 3.339*** | 2.721*** | 0.383     | 0.876    | 2.082**             |

注: +、\*、\*\*、\*\*\*分别表示0.1、0.5、0.01、0.001水平下显著。

果也显示创投持股与第一大自然人控股比例交互项对职务分离的回归系数显著为正,说明创投持股削弱了自然人持股与职务分离之间的负相关关系。

### 三、结果分析

小股东利益侵占一直是委托—委托理论关注的核心内容,也受到众多学者的关注。以往研究认为所有权集中和制度不完善是造成小股东利益侵占的主要原因。以往研究也分析了所有权集中度和制度本身的特征对小股东利益侵占的影响。然而,这些观点主要关注正式制度,而对非正式制度的作用关注较少。本研究认为,很多企业之所以出现小股东利益侵占行为,主要是受到非正式价值规范惯性的影响,是由于企业未能从创业者主导的企业成功转型到规范管理企业。本文以第一大股东是自然人的创业板上市企业为研究对象,分析了IPO之前的股权特征是如何通过影响上市后董事会特征,来影响上市后小股东利益侵占的内部机制,并分析了IPO前的年龄和风险投资持股的调节作用。本研究扩展了以往小股东利益侵占的相关研究和委托—委托理论的观点。

研究结果表明,创业板企业第一大自然人股东持股比例越高,企业上市之后独立董事人数越少,董事长和总经理职务分离的可能性更小。第一个自然人持股比例越高,企业越可能形成以创业者为中心的价值观,受到价值观念惯性的影响。在上市之后,大股东仍然会以自己为中心而在董事会设计过程中尽可能维持自己的控制地位,从而尽可能少地聘用控制难度较大的独立董事,让董事长兼任总经理来集中权力。更重要的是,IPO之前风险投资公司持股会帮助创业企业完善治理机制,降低创业者为中心价值观的惯性,从而削弱持股自然人降低独立董事和职务分离的倾向。而IPO之前创业企业创立的年限越短,持股自然人更会采用职务分离的职务结构。

本文的结论对完善创业板制度设计,保护创业板小股东利益提供了新的视角。首先,创业板上市企业小股东利益保护需要关注IPO上市前的企业特征,关注创业转型带来的惯性对上市后资金占用的影响。上市之前设立年限短、股权集中在一个自然人手中、没有创业投资公司持股的创业企业应该是上市后小股东利益侵占监管的重点对象。这类创业企业容易形成以创业者为中心的价值观,在上市之后自然人大股东会倾向通过降低独立董事的数量、让董事长兼任总经理来加强对企业的控制,从而降低侵占小股东利益的成本和风险。其次,创业投资持股能够显著改善治理结构,帮助创业企业转型,从而削弱股权集中在自然人手中带来的独立董事数量减少和职务兼任,从而能够更好地保护小股东利益。因此,应鼓励并创造条件让创投公司投资创业企业。

### 四、结论

本文以创业板上市企业为对象,分析认为小股东利

益侵占的根源在于创业企业的转型失败。创业企业由创业者管理转型到专业管理是企业生命周期中的革命性转折,创业板上市为创业转型提供了重要的机遇。然而,IPO前股权结构带来的所有权价值观念惯性诱发转型失败,导致控股自然人上市之后通过降低权力分享,来维持控制权以侵占小股东利益。研究发现,第一大股东是自然人的企业上市后独立董事会规模更小、不领取薪酬的董事更少、董事会和总经理职务不分离,而小股东利益侵占水平更高。而这种效应随着IPO前年龄和风险投资持股比例的提高而降低。本文扩展了以往关于小股东利益侵占的研究和委托—委托理论的观点,也为创业板制度设计提供了新的视角。

### 主要参考文献

Young M. N., Peng M. W., Ahlstrom D., Bruton G. D., Jiang Y.. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective [J]. *Journal of Management Studies*, 2008(4).

余明桂,夏新平,吴少凡.公司治理研究新趋势——控股股东与小股东之间的代理问题[J].*外国经济与管理*, 2004(2).

唐建新,李永华,卢剑龙.股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据[J].*经济评论*, 2010(1).

Dharwadkar R., George G., Brandes P.. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective [J]. *Academy of Management Review*, 2000(25).

Su Yi yi, Xu Dean, Phillip H. Phan. Principal Conflict in the Governance of the Chinese Public Corporation [J]. *Management and Organization Review*, 2007(1).

Chen Y.Y., Young M. N.. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal principal perspective [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2010(1).

Jiang Y., Peng M. W.. Principal-principal conflicts during crisis [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2010(1).

Renders A., Gaeremynck A.. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012(2).

Gedajlovic Eric, Michael H., Lubatkin William, S. Schulze. Crossing the Threshold from Founder Management to Professional Management: A Governance Perspective [J]. *Journal of Management Studies*, 2010(5).

张庆.我国上市公司独立董事制度与中小股东的利益保护[J].*经济管理*, 2006(21).