



香港城市大學
City University
of Hong Kong

中國會計學
China Journal of
Accounting Research



中山大學
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

Summer Research Workshop 2009

24-25 July 2009

Title: 政策性负担、大股东占用资金与公司经营业绩 —— 基于国有企业改制上市的经验研究

Presented by: Dr Zeng Qingsheng
Antai College of Economics & Management
Shanghai Jiaotong University

Discussant: Dr Xijia Su
City University of Hong Kong

FOR THIS WORKSHOP ONLY
DO NOT QUOTE
DO NOT CIRCULATE

政策性负担、大股东占用资金与公司经营业绩

——基于国有企业改制上市的经验研究*

曾庆生

上海交通大学安泰经济与管理学院会计系

上海市法华镇路 535 号 (200052)

kingshengz@163.com

Tel: 86-21-5230 1173 (O) , 86-136 5167 0810,

陈信元

上海财经大学会计与财务研究院

上海市国定路 777 号 (200433)

xychen@mail.shufe.edu.cn

Tel: 86-21-65904204(O)

作者简介:

曾庆生 (1974-), 男, 江西永丰人, 上海交通大学安泰经济与管理学院会计系副教授, 博士, 上海财经大学会计与财务研究院兼职研究人员。

陈信元 (1964-), 男, 浙江宁波人, 上海财经大学会计与财务研究院教授、博士生导师。

* 本文是全国优秀博士学位论文作者专项资金资助项目 (批准号: 2007B7) 和教育部人文社会科学研究基地重大项目 (批准号: 05JJD630028) 的阶段性成果。

政策性负担、大股东占用资金与公司经营业绩

——基于国有企业改制上市的经验研究

摘要：基于国有企业改制上市的制度背景，本文从转嫁政策性负担动机的角度，研究了大股东集团政策负担对其占用上市公司资金的影响及其经济后果。经验证据表明，上市时，大股东集团承担的政策性负担越多，大股东在上市后三年中非经营性占用上市公司资金的概率越高且占用资金规模越大，而经营性占用资金与大股东集团政策性负担无关；上市时大股东集团政策性负担越多，公司上市后三年的经营业绩越差；大股东非经营性占用资金越多，上市公司经营业绩越差，而经营性占用资金的多少不影响公司经营业绩。

关键词：政策性负担、资金占用、经营业绩、国企改革

一、引言

在股权高度集中的中国股票市场中，上市公司不仅面临发达市场中的典型代理问题——经理人员代理问题，而且面临更为严重的大股东¹代理问题。大股东掏空上市公司是大股东代理问题的最直接表现，其中大股东占用上市公司资金一度成为我国股票市场的普遍现象，严重阻碍了上市公司健康、持续发展，影响了资本市场诚信建设。尽管在监管当局大力治理和严厉监管下²，上市公司被占用资金于2007年前后基本得到清理，但大股东通过占用资金或其他更加隐蔽的方式掏空上市公司的现象仍然存在³。大股东掏空问题也成为近年来我国公司治理研究的热点之一。例如，李增泉等（2004）是国内较早研究大股东占用上市公司资金问题的文献，他们发现大股东占用资金与上市公司的股权结构、大股东性质和组织形式有关；唐清泉等（2005）也以大股东关联交易、占用资金等行为为对象，研究了股权结构对大股东侵占行为的影响。已有文献大多集中于股权结构等内部治理机制对大股东占用资金的影响，但是，股权结构主要解释的是大股东侵占的能力问题，而大股东为什么要侵占上市公司？由于侵占是一种违法行为，存在被处罚成本，如果说民营大股东的终极所有者存在强烈的“占为己有”的利益驱动，那么国有大股东的实际控制人（即高管人员）⁴这种利益驱动要弱很多，因为国有企业实际控制人的侵占收益远低于民营企业的实际控制人（即终极所有者）。因此，国有大股东的侵占动机较民营大股东更为复杂。笔者认为，除了为侵占而侵占动机，国有大股东侵占上市公司可能只是一种简单的“输血”解困行为。国有上市公司绝大多数是由原国有企业改制而来，由于历史原因，国有企业承担了大量的社会职能，改制上市的任务之一是把原国有企业的政策性负担剥离出来，部分资产（通常是优质资产）注入上市公司，剩余资产（包括非经营性资产）和政策性负担留在作为上市公司控股股东的国有企业（集团）。因此，当国有控股股东自生能力不足时，上市公司向大股东“输血”解困就成为一件自然而然的事情。邓建平等（2007）通过对国有上市公司的改制方式进行分类，发现

¹ 除特别说明本文“大股东”、“控股股东”均指公司第一大股东；当表述“大股东”掏空（/侵占）上市公司或占用上市公司资金时，若未特别说明，“大股东”是指公司第一大股东及其控制的其他关联企业，即“大股东集团”。

² 涉及占用资金清理的规范性文件主要有《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》（证监发[2003]56号）、《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》（国发[2005]34号）、《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》（证监发[2006]128号）。

³ 2008年6月13日证监会对中捷股份、九发股份两上市公司大股东违法占用资金开出罚单。随后，中国证监会召开证监会系统视频会议，副主席范福春在会上表示，要加大对大股东违法占用、挪用上市公司资金行为的查处，防止反弹，切实保障上市公司和广大投资者合法权益不受侵害。

⁴ 从实际控制权角度来看，民营大股东的实际控制人是民营企业家，国有大股东的实际控制人是本级或上级国有企业高管人员。

与完整改造公司相比，非完整改造公司的控股股东集团更容易发生占用上市公司资金的问题，且净占用程度更高。该文首次从上市公司的“出身”这一崭新视角解释了大股东占用上市公司资金的动机，不足之处在于作者对“完整”与“非完整”改造的划分存在较大的主观性，况且改造的形式也未必代表国有控股股东政策性负担的轻重。比如，非完整改造的上市公司控股股东未必面临更重的政策性负担和自生能力问题，这取决于改制前原国有企业的初始状态。此外，72%以上的国有控股上市公司是由原国有企业分拆而来（刘兴强、段西军，2006），即绝大多数公司是经非完整改造上市的，邓建来等（2007）未能解释该类公司之间存在的大股东占用资金差异。有鉴于此，本文从大股东集团因承担政策性负担而面临经营压力（包括资金短缺）的角度，解释其占用上市公司资金的行为，并检验政策性负担和大股东占用资金对上市公司经营业绩的影响。

以公司上市当年的超额雇员规模作为大股东集团改制后的政策性负担代理变量⁵，以上市后的三个会计年度（上市后第1年、第2年和第3年，不包括上市当年）为视窗，本文研究发现，国有大股东集团面临的政策性负担越重，大股东非经营性占用上市公司资金问题越严重，而大股东经营性占用上市公司资金的程度与其政策性负担无关；大股东集团承担的政策性负担越重，公司上市后三年的经营业绩越差；大股东非经营性占用资金对上市公司经营业绩产生显著负面影响，而经营性占用资金的多少不影响上市公司的经营业绩。

本文对现有文献的贡献主要包含三个方面：首先，立足国有企业承担社会职能这一特殊制度背景，从大股东集团转嫁政策性负担的动机角度，为国有大股东占用（特别是非经营性占用）上市公司资金提供新的解释；其次，在研究政策性负担对大股东占用上市公司资金影响以及大股东占用资金的经济后果时，本文将资金占用划分为经营性占用（即正常占用）与非经营性占用（即非正常占用）分别检验，拓展了已有文献的分析方法，研究结论更具意义；最后，在样本选择上，已有文献绝大多数使用多期截面数据，不同截面样本量不稳定，且未考虑控制权变更等重大事件的影响，本文观测窗口统一为上市后的三个会计年度，且所有样本均要求在上市后的三年内未发生控股权变更，样本的“干净”使得研究结论更具说服力。

本文后续部分安排如下：第二部分对相关文献进行综述，第三部提出研究假说，第四部分是研究设计，第五部分进行实证检验，最后是研究结论。

二、文献综述

“掏空（tunneling）”一词最早由 Johnson 等（2000）提出，并定义为公司控制者出于私利将公司资产、利润转移出公司的行为。Johnson 等（2000）将掏空行为分为非法掏空和合法掏空两类，其中非法掏空指直接的偷盗和欺骗行为，而合法掏空形式多样，包括控股股东篡夺公司投资机会、制订有利于控股股东的转移价格、以非市场价格转移公司资产、为控股股东贷款提供资产抵押等；非法掏空行为较多存在于法律环境较差的新兴市场中，而合法掏空行为即使在投资者法律保护较好的发达市场中也普遍存在。在新兴的中国证券市场上，大股东通过关联交易、占用资金等方式掏空上市公司问题较为严重，其中大股东占用资金是最明显的掏空上市公司行为。哪些公司更容易发生大股东占用资金或什么因素影响了大股东占用资金行为，以及大股东占用资金产生怎样的经济后果，是实务界和学术界最为关注的问题。

现有文献大多从公司治理特别是股权结构的角度探讨了不同公司之间大股东占用资金的差异。李增泉等（2004）较早对我国大股东占用资金问题进行大样本研究，以2000-2003年A股上市公司为对象，研究发现大股东占用上市公司资金与第一大股东持股比例之间存

⁵ 理论上，直接用上市公司大股东的超额雇员或财务指标更能代表大股东面临的政策性负担或经营压力，但遗憾的是，公开资料并不披露大股东相关信息。“研究假说”中将对上市公司超额雇员规模为什么可以反映大股东政策性负担做出解释。

在先上升后下降的非线性关系，而与第二至第五大股东持股比例显著负相关；另外，国有控制公司大股东占用的资金高于非国有控制公司，通过企业集团控制的国有控股公司大股东占用的资金高于其他国有控股公司。王俊秋（2006）以 2001-2002 年公司为样本，得到与李增泉等（2004）相同的结论。与李增泉等（2004）的结论有所不同，唐清泉等（2005）对 2001-2003 年上市公司研究发现，无论第一大股东持股比例是否超过 50%，第一大股东持股比例与其占用资金都显著正相关；但同样发现第二、三大股东持股比例的提高对大股东占用资金有抑制作用。除了股权结构、大股东组织形式和所有权性质外，其他公司治理机制是否对大股东占用资金行为产生影响？唐清泉等（2005）发现机构投资者对抑制大股东占用资金有负面影响，即当公司第二大股东为机构投资者时，大股东占用资金显著多于第二大股东为非机构投资者的公司。不过，王琨、肖星（2005）以 2002 年上市公司为样本的研究结论与唐清泉等（2005）一文相反，即发现前十大股东中存在机构投资者的上市公司被关联方占用的资金显著少于其它公司，同时机构投资者持股比例的增加与上市公司被关联方占用资金的程度呈显著负相关。造成结论相反的原因除了样本区间不同，两文资金占用主体的定义也不同，唐清泉等（2005）的资金占用主体仅为大股东，而王琨、肖星（2005）的资金占用主体是所有关联方。结论的矛盾也在一定程度上表明机构投资者在抑制大股东占用资金方面的作用具有不确定性。此外，有研究发现独立董事不能有效抑制大股东占用资金行为（唐清泉等，2005；王俊秋，2006）；而上市公司关键管理人员在大股东兼职加重了大股东对上市公司资金的占用程度（王俊秋，2006），这进一步表明大股东对上市公司的控制程度越强，越可能占用上市公司资金。

上述文献均以上市公司年度报告披露的大股东净占用上市公司资金为研究对象，而不少文献采用简化处理，即以上市公司年末“其他应收款”作为大股东占用上市公司资金的代理变量，研究了大股东占用资金问题。部分研究结论与前述文献一致，如集团控制形式加剧了大股东占用资金的程度，其他股东持股比例的提高可以抑制大股东占用资金（黎来芳等，2008），大股东代理问题越严重即现金流量权与控股权分离越严重，公司大股东的掏空行为越严重（游家兴、罗胜强，2007）。但部分研究得到与前述文献相反结论，如有研究发现非国有控股公司大股东占用资金显著多于国有控股公司（马曙光等，2005；黎来芳等，2008）；大股东持股比例越高，大股东占用资金规模越小（黎来芳等，2008）。这些结论的矛盾可能与资金占用度量方法的差异有关。不过，本文认为，以其他应收款作为大股东占用资金的代理变量的做法存在的噪音不容忽视，王琨、肖星（2005）统计结果显示，大股东以外的其他关联方和非关联方占用的资金构成上市公司被占用资金总额的重要组成部分；此外，简化替代的做法也未考虑上市公司可能占用大股东资金的情况。

在众多研究文献中，邓建平等（2007）是少有的一篇跳出传统的内部治理视角，从国有控股上市公司的出身背景入手研究大股东占用资金的论文。该文发现与完整改造公司相比，非完整改造公司的控股股东集团更容易发生净占用上市公司资金的问题，且净占用的程度更高。这表明当上市公司经原国有企业非完整改制而来时，大股东占用资金可能仅仅是用来帮助自生能力不足的原国有企业的未上市实体解决燃眉之急。然而，正如引言指出，由于我国国有控股公司大多是非完整改制而来，邓建平等（2007）不能解释该类公司之间的大股东占用资金差异。国有控股上市公司特殊的出身背景，使得其仍然带有国有企业兼具社会职能的烙印。如曾庆生、陈信元（2006）发现，与民营控股上市公司，国有控股上市公司存在超额雇员现象。因此，在探究国有大股东占用上市公司资金动机时，应立足于国有大股东集团承担政策性负担这一特殊的制度背景。

除研究大股东占用资金影响因素外，一些文献检验了大股东占用资金带来的经济后果。姜国华、岳衡（2005）发现大股东占用资金对我国上市公司下一年的资产回报率和股票收益率产生显著的负面影响；周中胜（2007）也发现大股东资金占用情况越严重的上市公司，

其当年的市场回报率越低，而且会计盈余的价值相关性也越低。邓建平等（2007），林秀清、赵振宗（2008）均发现大股东资金占用对公司经营绩效产生显著的负面影响。Cheng and Chen（2006）以 1999-2000 年上市的 IPO 公司为对象，也发现 IPO 后 4 年中大股东占用上市公司资金对公司的经营业绩和股票非正常回报产生显著负面影响。岳衡（2006）发现审计师更加倾向于对大股东占用资金的公司出示非标准意见，但被出具了非标准意见的公司，其大股东占用资金反而更加持续。需指出的是，除周中胜（2007）、邓建平等（2007）、Cheng and Chen（2006）是以披露的实际占用资金为研究对象外，其余文献均采用“其他应收款”作为大股东占用资金的代理变量，如前述，这种简化处理可能使研究结论存在较大噪音。

三、研究假说

我国国有控股上市公司绝大多数由国有企业改制而来。由于历史原因，我国国有企业不仅承担因政府发展战略需要导致的战略性政策负担，而且承担了充分就业政策引起的社会性政策负担（林毅夫等，2004）。双重的政策性负担导致国有企业自生能力缺乏。改制上市的任务之一是把原国有企业承担的大量社会职能分拆、剥离出去，以纯化上市公司的经营目标。改制方式包括分拆上市、捆绑上市和整体上市等，其中分拆上市是国有企业改制上市的主要模式，72%以上的国有控股上市公司是由原国有企业分拆而来（刘兴强、段西军，2006）。所谓分拆上市是指原国有企业分拆出部分资产（通常是优质资产）和人员组建上市公司，其余资产和人员则保留在构成上市公司控股股东的新国有企业（集团）中。尽管改制后的上市主体资产质量有所提升，政策性负担较改制前减少，但大多数情况下，原国有企业的政策性负担并没有真正甩掉，而仍然大部分保留在作为上市公司控股股东的新国有企业（集团）中。政策性负担必然引起企业预算软约束⁶问题（林毅夫等，2004）。在中国证券市场发展的 10 余年中，国有企业独享了上市融资特权，实质上是政府提供给国有企业的一种特殊补贴。当国有企业获得上市机会时，股权融资为上市主体的发展提供了充裕资金保障，提升整个国有控股企业集团的盈利能力。但是，改制前若原国有企业承担的政策性负担越重，通常该类企业面临经营困难（包括资金紧缺问题）就越大，改制后原政策性负担大部分遗留在上市公司大股东，使得该类大股东的自生能力就越不足。来自上市公司利润分配收益尚不能满足该类大股东的生存、发展需要，大股东利用控制权迫使上市公司向其进行利益输送似乎成为一件自然而然的事情。由于国有产权的特殊性加上政策性负担，上市公司向国有大股东“输血”在某种程度上就变成一种特殊的预算软约束问题⁷。占用资金是大股东侵占上市公司利益最直接、明显的方式。据此，提出本文的第一个研究假说：

假说 1：大股东集团承担的政策性负担越多，大股东越可能占用上市公司资金，同时占用资金越多。

上市公司年末应收大股东的款项分为两类：一类是由关联交易引起的经营性应收往来款，正常情况下，上市公司应收大股东的经营性往来款与应收其他客户的经营性往来款的性质相同，均由于商业信用引起；另一类是非经营性应收款项，并非由公司与大股东之间的正常销售、采购业务引起的。前者通常称为经营性占用资金，后者称为非经营性占用资金。一般而言，经营性占用资金是一种正常的资金占用，而非经营性占用是一种非正常的资金占用，是大股东侵占上市公司中小股东利益的行为。正因为非经营性占用资金是一种赤裸裸的侵占行为，所以它是我国监管当局大力清理和重点监管对象⁸。当大股东集团承担政策性负担越

⁶ “预算软约束”一词最早由Kornai（1986）提出，指社会主义经济中的国有企业一旦发生亏损，政府常常追加投资、增加贷款、减少税收、并提供财政补贴的现象。

⁷ 一个明显的现象是，在清理上市公司资金占用过程中，清偿最困难或难以按期清偿的往往是国有控股上市公司。

⁸ 《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》（证监发[2006]128号）明确指出“清理大

多时，其越可能通过非经营性占用资金来转嫁政策性负担。所以，如果假说 1 成立，那么可以推测大股东集团政策性负担与其占用资金的关系主要是由非经营性占用引起。据此，提出假说 1 的子假说：

假说 1A：较之与大股东经营性占用上市公司资金的负相关关系，大股东集团政策性负担与大股东非经营性占用上市公司资金的负相关关系更显著。

原国有企业遗留下来的政策性负担导致大股东集团自生能力不足，大股东有较强的动机侵占上市公司利益来帮助消化其政策性负担，占用资金是最直接的途径之一。此外，大股东还可以通过非公平交易等更为隐蔽的方式侵占上市公司利益。在其他条件相同时，大股东利益侵占必然降低上市公司的盈利能力。据此，提出本文第二个假说：

假说 2：大股东集团占用上市公司资金越多，上市公司经营业绩越差；大股东集团政策性负担越多，上市公司经营业绩越差。

一般而言，经营性占用资金是正常商业行为的结果，这种正常的资金占用可能对上市公司经营业绩不产生负面影响。非经营性占用资金是一种直接的利益侵占行为，应对上市公司经营业绩产生负面影响。据此，提出假说 2 的子假说：

假说 2A：与大股东经营性占用资金相比，大股东非经营性占用资金对上市公司经营业绩的负面影响更加显著。

四、研究设计

（一）样本选择与数据来源

以上市年度作为大股东集团政策性负担的观测时点，本文选择沪深两市上市年度为 1996 年至 2002 年⁹的非金融业 A 股首次公开发行（IPO）公司作为研究对象。在剔除上市当年及其后三年中发生控制权变更或退市的公司、雇员规模低于 200 人的公司、数据缺失公司后，得到有效研究样本 573 个。样本上市年度分布如表 1 所示，1996 和 1997 年所占比例最高，两年合计占样本量的 44%；2001 和 2002 年比例最低。

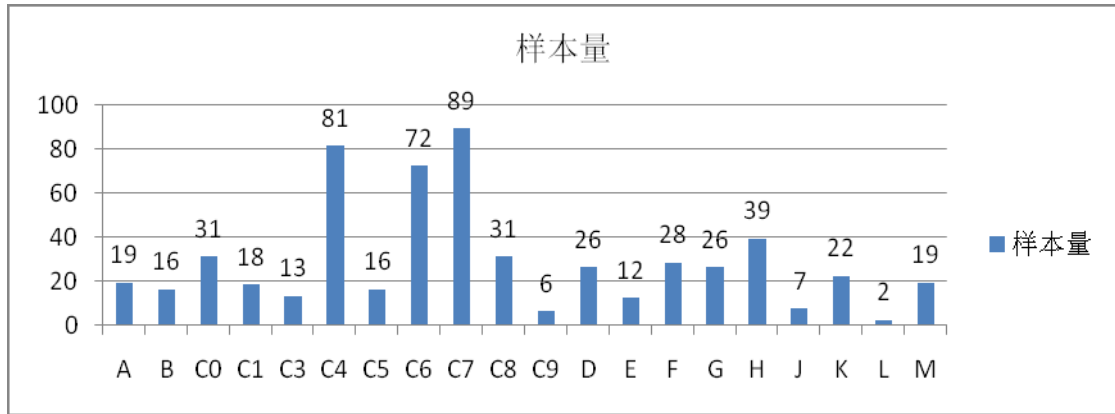
表 1 研究样本的上市年度分布

上市年度	样本量	比例
1996	124	22%
1997	126	22%
1998	74	13%
1999	67	12%
2000	89	16%
2001	48	8%
2002	45	8%
合计	573	100%

从行业分布来看，制造业样本比重最大，超过 62%；其中机械、设备、仪表行业（c7），石油、化学、塑胶、塑料行业（c4）样本量较大。样本公司的行业分布与全体上市公司的行业分布基本相同。

股东非经营性占用上市公司资金，是夯实资本市场基础、提高上市公司质量的一项重要工作”。

⁹ 选择该区间的理由是本文的研究窗口是上市后的三年（不含上市当年，即样本涵盖了 1997—2005 年共 9 年数据），而上市公司年报披露资金占用资料始于 1997 年，故 1996 年以前上市样本资金占用数据不可得；不选择 2003 年及以后样本是因为开始于 2006 年股权分置改革可能对经营业绩产生影响、且“大股东占用资金‘务必在 2006 年底前偿还完毕’”强制性清理“运动”破坏了大股东占用资金的原始面目。



注：图中行业代码对应行业：a-农林牧渔业，b-采掘业，C0-食品、饮料，C1-纺织、服装、皮毛，C3-造纸、印刷，C4-石油、化学、塑胶、塑料，C5-电子，C6-金属、非金属，C7-机械、设备、仪表，C8-医药、生物制品，C9-其他制造业，d-电力、煤气及水的生产和供应业，e-建筑业，f-交通运输、仓储业，g-信息技术业，h-批发和零售贸易，j-房地产业，k-社会服务业，l-传播与文化产业，m-综合类。

图1 研究样本的行业分布

本文所有财务数据和非财务数据均来自深圳国泰安公司的CSMAR数据库。

(二) 检验模型及变量说明

本文采用公司上市当年的超额雇员规模作为大股东集团政策性负担的代理变量。理由如下：首先，减少失业、促进就业是各国政府永恒的职责，是关系社会安定、和谐的头等大事；内部消化冗员是我国国有企业承担政府职能的典型表现，因而超额雇员规模是研究者可获得的衡量国有企业政策性负担的相对理想的代理变量。其次，在IPO股票发行价格受管制的制度下，为了实现融资规模化目标，做大IPO公司盈利指标（如每股收益）是国有企业的最优选择¹⁰。为此，在国有企业改制过程中，通常选择优质资产注入上市公司，非经营性、非优质资产和冗员等社会性负担保留在上市公司的母体——控股股东（刘兴强、段西军，2006）。换言之，为了最大化融资规模，原国有企业改制时，大股东会在其能力范围内尽可能减少上市公司包括冗员在内的政策性负担（比如，在公司规模等因素相同的情况下，让上市公司雇佣职工人数较大股东低20%-30%）。曾庆生、陈信元（2006）发现与非国有控股公司相比，国有控股公司仍存在超额雇员，这说明尽管改制时大股东有动机减少上市公司的冗员负担，但改制过程中的上市公司与母公司之间的负担平衡问题，使得上市公司仍直接分担了部分原国有企业的冗员。有理由相信，但若改制前原国有企业冗员负担越重，由其改制而来的上市公司自身超额雇员较冗员负担轻的国有企业改制而来的上市公司越多。因此，改制完成时，上市公司的超额雇员规模可以衡量整个大股东集团政策性负担水平。

1、假说1和1A的检验模型

参照曾庆生、陈信元（2006），上市公司超额雇员指标采用如下模型估计得到¹¹：首先以模型 $Y = \alpha + \beta * size + \theta * capital + \omega * growth + \sum \gamma * indu + \sum \lambda * year + \varepsilon$ 估计模型各系数 $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ 、 $\hat{\theta}$ 、 $\hat{\omega}$ 、 $\hat{\gamma}$ 、 $\hat{\lambda}$ ；求出估计正常雇员： $\hat{Y} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} * size + \hat{\theta} * capital + \hat{\omega} * growth + \sum \hat{\gamma} * indu + \sum \hat{\lambda} * year$ ；最后得出超额雇员指标： $burden = Y - \hat{Y}$ 。Y是上市当年公司每万元营业收入的雇员数¹²；size

¹⁰ 我国股票IPO定价公式为“发行价格=每股收益×市盈率”，其中在很长时期内，市盈率被管制在15倍左右，每股收益几乎是决定融资规模的唯一因素。

¹¹ 为了使估计结果更稳定，估计样本是样本期间的所有雇员人数不低于200人的非金融A股IPO公司；为剔除极端样本影响，对模型连续变量均按1%对极端值进行winsorize处理。

¹² 选择营业收入而非资产规模作为雇员规模的平减指标，是因为IPO巨额融资使资产规模剧增，且不同公

是公司规模，定义如表 2；capital 是公司资本密度衡量指标，以固定资产占总资产比例度量；growth 是公司成长性指标，以公司营业收入增长率度量；indu、year 分别是行业哑变量和上市年度哑变量。¹³

在估计出超额雇员变量后，参考李增泉等（2004）、邓建平等（2007）研究模型，本文首先构建如下模型检验本文假说 1 和假说 1A：

$$\ln \frac{p}{1-p} = \alpha + \beta_1 * \text{burden} + \beta_2 * \text{govmt} + \beta_3 * \text{lshr1} + \beta_4 * \text{ushr1} + \beta_5 * \text{top25} \quad (\text{模型 1})$$

+ $\beta_6 * \text{lev} + \beta_7 * \text{size}$ + 行业、上市年度控制变量 + ε

$$\text{Tunneling} = \alpha + \beta_1 * \text{burden} + \beta_2 * \text{govmt} + \beta_3 * \text{lshr1} + \beta_4 * \text{ushr1} + \beta_5 * \text{top25} \quad (\text{模型 2})$$

+ $\beta_6 * \text{lev} + \beta_7 * \text{size}$ + 行业、上市年度控制变量 + ε

模型 1 是 logistic 回归模型，模型 2 是多元回归模型，分别检验超额雇员对大股东发生占用资金的概率和占用资金规模的影响。

在模型 1 中，因变量 p 是公司上市后三年（不含上市当年）中大股东是否发生占用上市公司资金的哑变量，包括三个变量：dummy_tun、dummy_tunabn 和 dummy_tunnm，依次表示大股东是否占用（包括经营性和非经营性占用）资金、大股东是否非经营性占用资金和大股东是否经营性占用资金，定义见表 2。模型 2 中因变量 Tunneling 为大股东占用资金规模变量，包括 tun、tun_abn 和 tun_nm 三个变量，依次表示大股东总占用资金规模、大股东非经营性占用资金规模和大股东经营性占用资金规模，定义见表 2。根据研究假说 1 和假说 1A，预测考察变量超额雇员 burden 与所有因变量负相关，但与非经营性占用因变量（dummy_tun、dummy_abn、tun、tun_abn）的关系更显著。

两模型均控制了大股东组织形式（govmt）、大股东控股程度（lshr1、ushr1）、其他大股东持股比例（top25）、公司资产负债率（lev）、公司规模（size）以及公司行业（行业分类如图 1）和上市年度哑变量，各变量定义见表 2。有研究表明，当大股东为国有控股集团时，其占用上市公司资金程度较其他形式的大股东严重（李增泉等（2004）、王俊秋（2006）），所以本文将国有大股东分为两类——政府直接控股和政府间接控股，并预测政府直接控股变量（govmt）与因变量负相关¹⁴。参照李增泉等（2004）、唐清泉等（2005），采用变量 lshr1、ushr1 分别反映大股东持股比例的壕沟防御效应和利益协同效应。当大股东未绝对控股时，持股比例的增加，其掏空上市公司的能力越强；当大股东绝对控股时，持股比例的增加，大股东与上市公司之间利益越协同，掏空动机越弱。故预测 lshr1 与因变量显著正相关，ushr1 与因变量显著负相关。理论上，当其他股东对大股东的制衡能力越强时，大股东掏空上市公司的难度越大，故预测第二至五大股东持股比例之和（top25）与因变量显著负相关。资产负债率（lev）与公司规模（size）是反映公司财务状况的两个最基本指标，故予以控制，但其对大股东占用上市的影响难以预测。

2、假说 2 和 2A 的检验模型

参照邓建平等（2007），本文采用如下模型 3 检验本文的假说 2 及其子假说 2A：

$$\text{earnings} = \alpha + \beta_1 * \text{burden} + \beta_2 * \text{tun} / (\beta_{21} * \text{tun_abn} + \beta_{22} * \text{tun_nm}) + \beta_3 * \text{govmt} \quad (\text{模型 3})$$

+ $\beta_4 * \text{lshr1} + \beta_5 * \text{ushr1} + \beta_6 * \text{top25} + \beta_7 * \text{lev} + \beta_8 * \text{size}$ + 行业、上市年度控制变量 + ε

司增长速度不同，导致每单位资产雇员规模是有偏的；另，一个企业雇员多少主要取决于其营业收入规模，因为人工成本是由营业收入而非变卖资产来支付。

¹³ 之所以采用这一个估计模型，是因为公司规模、资本密集度、公司成长性、行业特征是决定雇员规模最基本和最主要的因素，控制上市年度变量是因为笔者发现随着国企减员增效改革推进，上市越晚的公司雇员规模越小。

¹⁴ 一方面，政府直接控股公司的大股东属于政府机构或准政府机构，其掏空大股东能力强于作为大股东的国有企业（集团）；另一方面，政府直接控股公司大多属于整体或准整体上市公司，原国有企业社会性负担可能部分保留在上市公司，部分剥离至政府相关职能部门，因而大股东掏空动机相对较弱。

为增强研究结论的稳健性，因变量经营业绩 earnings 同时采用三种不同的衡量方法：总资产收益率（ROA）、总资产营业利润率（OPROA）、净资产收益率（ROE），变量定义见表 2。模型 3 自变量除增加资金占用变量外，其余变量与模型 1、2 变量相同。

根据假说 2，预测超额雇员burden与因变量显著负相关，总占用资金规模（tun）、非经营性占用资金（tun_abn）、经营性占用资金（tun_nm）与因变量显著负相关；根据假说 2A，预测非经营性占用资金（tun_abn）的系数 β_{21} 显著小于经营性占用资金（tun_nm）的系数 β_{22} 。¹⁵ 是否政府直接控股（govmt）对经营业绩产生正面还是负面影响难以预测，一方面政府直接控股公司可能受政府干预更加严重，盈利能力更差；另一方面政府直接控股公司被大股东侵占可能弱于其他公司，经营业绩更好。依据大股东持股比例的壕沟防御效应和协调效应假说，预测大股东持股变量lshr1 与因变量负相关、ushr1 与因变量正相关。在中国，制衡型股权结构是否提高公司的经营业绩尚无一致证据，一方面多个大股东的存在可以降低控股股东的代理问题，另一方面多个大股东共存可能导致决策低效率，所以第二至第五大股东持股比例top25 对因变量的影响难以预测。模型 3 同样控制了代表公司基本财务状况的资产负债率（lev）和公司规模（size）两个变量。¹⁶

表 2 研究变量的定义

变量名	定义
burden	大股东政策性负担代理变量，指公司上市当年每万元营业收入超额雇员数，根据研究设计中的模型估计得到
tun	大股东总占用资金规模变量，指上市后三年控股股东净占用上市公司资金与公司总资产之比的均值。净占用资金=上市公司应收大股东及其控股企业的应收账款、应收票据、预付账款和其他应收款之和—上市公司应付大股东及其控股企业的应付账款、应付票据、预收账款和其他应付款之和。
tun_abn	大股东非经营性占用资金规模变量，指上市后三年控股股东占用上市公司非经营性资金净额与公司总资产之比的均值。非经营性占用资金净额=上市公司应收大股东及其控股企业的其他应收款—上市公司应付大股东及其控股企业的其他应付款
tun_nm	大股东经营性占用资金规模变量，指上市后三年控股股东占用上市公司经营性资金净额与公司总资产之比的均值，等于 tun 减去 tun_abn
dumy_tun	大股东占用资金哑变量：当 tun>0 时，dumy_tun=1；否则 dumy_tun=0。
dumy_tunabn	大股东非经营性占用资金哑变量：当 tun_abn>0 时，dumy_tunabn=1；否则 dumy_tunabn=0
dumy_tunnm	大股东经营性占用资金哑变量：当 tun_nm>0 时，dumy_tunnm=1；否则 dumy_tunnm=0
ROA (%)	上市后三年的平均总资产利润率（总资产利润率=100%×（利润总额+财务费用）÷平均总资产）
OPROA (%)	上市后三年的平均总资产营业利润率（总资产营业利润率=100%×（营业利润+财务费用）÷平均总资产）
ROE (%)	上市后三年的平均净资产收益率（净资产收益率=100%×净利润÷平均净资产）
Govmt	政府直接控股哑变量：当控股股东为政府机构（如国资监管部门、财政厅/局）、国有资产经营（/投资）公司时取 1，否则取 0
lshr1	当公司上市当年第一大股东持股比例低于 0.5 时等于第一大股东持股比例，否则等于 0.5
ushr1	当公司上市当年第一大股东持股比例大于 0.5 时，等于第一大股东持股比例与 0.5 的差，否则等于 0
top25	公司上市当年第二至五大股东持股比例的和

¹⁵ 模型中占用资金规模变量换成是否占用资金哑变量后，研究结论不变。

¹⁶ 模型 1、2、3 中除了资金占用变量和经营业绩变量是上市后三年平均数，其他变量均取了上市当年值。

lev	公司上市当年的资产负债率
size	公司上市当年的资产规模，等于公司总资产的自然对数

五、实证检验

(一) 描述性统计

在进行回归检验前，表3先对研究变量进行了描述性统计。可见，样本公司平均每万元营业收入超额雇员0.0005人即每亿元营业收入超额雇员5人，25%的公司每亿元营业收入超额雇员167人。在上市后的三年中，大股东占用资金与上市公司总资产之比的均值为0.0184，其中非经营性占用为0.0100，经营性占用为0.0084，非经营性占用比经营性占用约多20%；从是否占用资金来看，在上市后三年中，出现大股东占用资金的公司占样本的0.5777（即57.77%），出现大股东非经营性和经营性占用资金的样本比例分布为46.95%、43.8%，可见不少公司同时出现经营性和非经营性占用资金现象。此外，上市后三年，样本公司的平均总资产收益率为6.77%、总资产营业利润率为6.43%、净资产收益率为7.77%；近15%的样本公司是通过政府机构、准政府机构直接控股。其他变量如表3示，不赘述。

表3 研究变量的描述性统计

变量	均值	标准误差	上四分位数	中位数	下四分位数
burden	0.0005	0.0435	-0.0254	-0.0056	0.0167
tun	0.0184	0.0570	0	0.0017	0.0264
tun_nm	0.0084	0.0417	0	0	0.0075
tun_abn	0.0100	0.0338	-0.0001	0	0.0103
dumy_tun	0.5777	0.4944	0	1	1
dumy_tunnm	0.4380	0.4966	0	0	1
dumy_tunabn	0.4695	0.4995	0	0	1
ROA (%)	6.7705	4.2414	4.4276	6.5846	8.9417
OPROA (%)	6.4317	4.2049	4.1612	6.1648	8.5561
ROE (%)	7.7429	7.5490	5.1640	8.6236	11.4138
govmt	0.1449	0.3523	0	0	0
lshr1	0.4427	0.0920	0.4053	0.5000	0.5000
ushr1	0.0899	0.0948	0	0.0694	0.1667
top25	0.1184	0.1231	0.0192	0.0653	0.2002
lev	0.3646	0.1371	0.2639	0.3667	0.4552
size	20.6290	0.8354	20.0755	20.5509	21.0391

表4对主要研究变量之间的相关性进行了Pearson检验。可见，代表大股东集团政策性负担的burden变量与大股东总占用资金规模(tun)和大股东非经营性占用资金规模(tun_abn)均在5%水平显著正相关，且与后者的相关系数更大，但与大股东经营性占用资金规模

(tun_nm)关系不显著。即大股东占用资金的动机与大股东集团面临的政策性负担有关，并且当大股东承担政策性负担时，主要是通过非经营性占用资金来转嫁自己的政策性负担，这一结果与研究假说1和1A相符。政策性负担变量与代表公司经营业绩的总资产收益率(ROA)、总资产营业利润率(OPROA)和净资产收益率(ROE)均在1%水平上显著负相关，这表明当大股东集团承担政策性负担越重时，越可能侵占上市公司利益，从而影响了上市公司经营业绩。大股东总占用资金规模(tun)和非经营性占用资金规模(tun_abn)均与代表公司经营业绩的ROA、OPROA和ROE在1%水平上显著负相关，且非经营性占用资金规模变量与经营业绩变量的负相关系数更显著；而大股东经营性占用资金规模(tun_nm)与三个经营业绩变量均不显著。这一结果验证了假说2和2A，说明大股东非经营性占用资金是一种显然的侵占上市公司

利益行为，而大股东经营性占用资金可能未给公司造成负面影响。此外，表4还显示，部分因素（如政府直接控股govmt、大股东持股变量ushrl、公司资产负债率lev、公司规模size）同时对因变量和考察变量产生显著影响，因此，须将这些影响因素同时纳入多元回归模型予以控制。

表4 主要变量的Pearson相关系数

	tun	tun_abn	tun_nm	ROA	OPROA	ROE	govmt	lshr1	ushrl	top25	lev	size
burden	0.085 **	0.101 **	0.034	-0.148 ***	-0.160 ***	-0.162 ***	0.111 ***	0.084 **	0.075 *	-0.049	0.158 ***	0.110 ***
tun	1.000	0.688 ***	0.808 ***	-0.150 ***	-0.163 ***	-0.203 ***	-0.051	0.040	-0.002	-0.039	0.004	-0.079 *
tun_abn		1.000	0.129 ***	-0.243 ***	-0.261 ***	-0.282 ***	-0.006	-0.006	-0.072 *	-0.002	0.039	-0.081 *
tun_nm			1.000	-0.008	-0.012	-0.048	-0.065	0.059	0.056	-0.052	-0.026	-0.042
ROA				1.000	0.984 ***	0.868 ***	-0.063	0.056	0.138 ***	-0.028	-0.232 ***	0.026
OPROA					1.000	0.855 ***	-0.085 **	0.053	0.140 ***	-0.019	-0.226 ***	0.058
ROE						1.000	-0.082 **	0.036	0.127 ***	-0.024	-0.150 ***	0.010
govmt							1.000	-0.287 ***	-0.214 ***	0.090 **	0.185 ***	-0.222 ***
lshr1								1.000	0.591 ***	-0.642 ***	0.028	0.200 ***
ushrl									1.000	-0.640 ***	0.023 0.576	0.290 ***
top25										1.000	-0.038	-0.039
lev											1.000	0.231 ***

注：***，**，*分别表示相关系数的Pearson检验在1%，5%和10%水平上显著。

（二）假说检验

1. 大股东政策性负担影响大股东占用上市公司资金吗？

首先，表5采用logistic回归模型，依次按照占用资金性质（分为总占用资金、非经营性占用资金和经营性占用资金）检验了大股东集团政策性负担对大股东发生占用上市公司资金概率的影响。可见，大股东集团政策性负担变量burden与大股东总占用资金变量dummy_tun和非经营性占用变量dummy_tunabn均在5%水平上显著正相关，而与经营性占用资金变量dummy_tunnm关系不显著。这表明，总体而言，大股东政策性负担越多越可能占用上市公司资金；但政策性负担与占用资金的关系主要由非经营性占用资金引起的，是否发生经营性占用资金与大股东政策性负担的多少无关。可以推测，大股东通过非经营性占用资金这种赤裸裸的方式侵占上市公司利益，其动机之一是转嫁其政策性负担压力。因此，就大股东占用资金概率而言，假说1和1A得到验证。

表5 政策性负担与大股东是否占用上市公司资金的logistic回归

	预测符号	总占用资金 (因变量=dumy_tun)		非经营性占用资金 (因变量=dumy_tunabn)		经营性占用资金 (因变量=dumy_tunnm)	
		β	P 值	β	P 值	β	P 值
Intercept		7.183***	0.007	3.278	0.210	2.881	0.264
burden	+	4.943**	0.030	4.176**	0.050	2.478	0.236
govmt	-	-1.780***	<.0001	-1.606***	<.0001	-1.548***	<.0001
lshr1	+	0.032**	0.027	0.020	0.171	2.698*	0.069
ushr1	-	-0.025	0.071	-0.013	0.339	-0.441	0.745
top25	-	-0.006	0.564	0.005	0.631	-1.106	0.328
lev	?	0.419	0.578	1.217*	0.100	-0.371	0.612
size	?	-0.383***	0.005	-0.213	0.111	-0.191	0.149
上市年度		控制		控制		控制	
行业		控制		控制		控制	
Pseudo R ²		0.1955		0.1643		0.1550	

注：***, **, *分别表示在1%, 5%和10%水平上显著（双尾检验），表6、7对应符合含义与此相同。

表5还显示，上市后三年是否发生占用资金与国有控股形式有关，当大股东为政府机构或准政府机构直接控股时，大股东经营性占用和非经营性占用上市公司资金的概率在1%水平上显著低于政府间接控股股东。其原因可能是该类公司在改制上市时除部分政策性负担剥离至政府职能部门外，其他政策性负担可能带入上市公司，因而侵占动机相对较弱；其二，相对作为企业集团的控股股东而言，（准/）政府机构控股股东对上市公司控制能力较弱，侵占上市公司的能力相对差。此外，弱显著的证据支持当大股东绝对控股前，大股东持股比例（lshr1）存在壕沟防御效应；但大股东持股比例（ushr1）的利益协调效应不存在，其他股东的持股比例（top25）增加未能降低大股东占用资金的发生概率。

表6检验了大股东集团政策性负担对其占用上市公司规模的影响。以大股东总占用资金规模（tun）为因变量的回归结果显示，政策性负担（burden）与因变量在5%水平上显著正相关。分类检验发现，政策性负担与大股东非经营性占用资金规模（tun_abn）在5%水平上显著正相关，而与大股东经营性占用资金规模（tun_nm）关系不显著。这一结果与表5结果一致。即当大股东集团的政策性负担越多，大股东非经营性占用资金的规模越大；但政策性负担多少与大股东经营性占用资金规模关系不显著。因此，假说1和1A得到验证。

此外，政府直接控股变量（govmt）系数为负，但不显著，即政府直接控股公司的大股东占用（包括经营性占用和非经营性占用）资金规模与政府间接控股公司大股东无显著差异。政府直接控股公司绝大多数是整体上市或准整体上市公司，即邓建平等（2007）所称的完整改制公司，但与邓建平等（2007）的发现不同，本文未发现该类公司大股东占用资金更多。从股权结构来看，当大股东绝对控股时，大股东持股比例（ushr1）越高，非经营性占用资金规模越小，表现出利益协调效应；当大股东未达到绝对控股时，大股东持股比例（lshr1）与非经营性占用资金规模关系不显著。但大股东持股比例与经营性占用资金规模的关系则相反，即绝对控股前，大股东持股比例越高，经营性占用资金越多，呈现壕沟防御效应；而绝对控股后，持股比例与经营性占用资金规模无关。需要指出的是，与李增泉等（2004）等研究不同，股权结构与大股东占用资金的关系不显著或不稳定，可能与因变量采用的是三年平均数有关¹⁷。

¹⁷ 本文各指标的时间跨度为1997—2005年，上市公司资金被占用程度总体水平在各年不一致，采用三年平均数指标未能控制年度差异。

表6 政策性负担与大股东占用上市公司资金规模的多元回归

	预测符号	总占用资金 (因变量=tun)		非经营性占用资金 (因变量=tun_abn)		经营性占用资金 (因变量=tun_nm)	
		β	T 值	β	T 值	β	T 值
Intercept		0.0465	0.64	0.0386	0.90	0.0079	0.15
burden	+	0.1164**	2.06	0.0788**	2.36	0.0376	0.90
govmt	-	-0.0116	-1.51	-0.0048	-1.06	-0.0068	-1.19
lshr1	+	0.0108	0.29	0.0097	0.44	0.0011**	0.04
ushr1	-	-0.0348	-0.94	-0.0505**	-2.31	0.0157	0.57
top25	-	-0.0131	-0.45	-0.0109	-0.63	-0.0022*	-0.10
lev	?	-0.0160	-0.77	0.0046	0.37	-0.0205	-1.33
size	?	-0.0001**	-0.02	-0.0008	-0.36	0.0007	0.26
上市年度		控制		控制		控制	
行业		控制		控制		控制	
adj R ²		0.0349		0.0407		0.0039	

2. 政策性负担、大股东占用资金影响上市公司的经营业绩吗？

上述经验证据表明当大股东集团承担的政策性负担越多时，大股东占用（主要是非经营性占用）上市公司资金问题越严重。那么，大股东占用资金是否影响上市公司的经营业绩，以及政策性负担本身是否影响上市后的经营业绩？表7采用多元回归方法对此问题进行了检验。

Panel A是以总资产收益率（ROA）为因变量的回归结果。在不控制大股东占用资金因素时，政策性负担（burden）与上市公司总资产收益率在1%水平上显著负相关；同样，在不考虑政策性负担时，大股东占用资金规模（tun）与上市公司总资产收益率也在1%水平显著负相关；将政策性负担变量和大股东占用资金规模变量同时纳入模型，两者仍与总资产收益率显著负相关，但各自显著性水平略有下降，其中政策性负担降至5%的显著水平。此外，将总占用资金分解为非经营性占用资金和经营性占用资金两部分同时纳入模型时，发现大股东经营性占用资金规模（tun_nm）与上市公司总资产收益率无显著关系，而大股东非经营性占用资金规模（tun_abn）与上市公司总资产收益率显著负相关，并且非经营性占用资金规模变量较总占用资金规模变量（tun）对上市公司总资产收益率的解释能力显著提高（回归系数的T值由-3.56变为-5.79；模型的拟合度adj R²由17.43%提高到20.31%）。

Panel B是以总资产营业利润率（OPROA）为因变量的回归结果。总资产收益率是一个较总资产收益率更加反映持续盈利能力的业绩指标。Panel B结果与Panel A一致，且政策性负担的负面影响更为显著，即不论是否考虑大股东占用资金问题，政策性负担均在1%水平上显著。

Panel B是以净资产收益率（ROE）为因变量的回归结果。净资产收益率是一个度量公司股东会会计收益的指标。回归结果与总资产营业利润率一致，即政策性负担、大股东非经营性占用资金规模均在1%水平上与上市公司净资产收益率负相关，大股东经营性占用资金对上市公司净资产收益率无显著影响。

以上回归结果表明，由上市公司向大股东日常销售引起的大股东经营性占用资金并不影响公司经营业绩，而大股东非经营性占用资金显著地降低了上市公司的盈利能力，这印证了非经营性占用资金是一种掏空上市公司的行为；除非经营性占用资金外，政策性负担重的大股东还可能通过其他路径侵占上市公司利益，从而损害了上市公司的经营业绩。

此外，表7的结果还显示，是否政府直接控股（govmt）并不影响公司上市后三年的平均

经营业绩；当大股东绝对控股后，大股东持股比例越高上市公司经营业绩越好，体现了利益协调效应；而在相对控股情况下，大股东的持股比例高低不影响公司的经营业绩；上市初资产负债率越高的公司经营业绩越差；规模越大的公司，总资产收益率和总资产营业利润率越高，但公司规模与净资产收益率无关；弱显著的证据支持第二至第五大股东持股比例越高，公司的经营业绩越好。

表7 政策性负担、大股东占用资金对上市公司经营业绩影响

	预测符号	Panel A: 因变量=ROA			
Intercept		-2.8853 (-0.57)	-1.0402 (-0.21)	-2.3947 (-0.48)	-1.7913 (-0.36)
burden	-	-10.9335*** (-2.78)		-9.7060** (-2.49)	-8.7305** (-2.27)
tun	-		-11.1972*** (-3.77)	-10.5451*** (-3.56)	
Tun_nm	-				1.4848 (0.38)
tun_abn	-				-28.6608*** (-5.79)
govmt	?	0.2501 (0.47)	-0.0591 (-0.11)	0.1275 (0.24)	0.1226 (0.24)
lshr1	-	3.0293 (1.16)	2.6422 (1.02)	3.1429 (1.21)	3.3062 (1.3)
ushr1	+	6.7552*** (2.63)	6.1166*** (2.39)	6.3880** (2.51)	5.2846** (2.10)
top25	+	3.4882* (1.71)	3.2093 (1.59)	3.3504* (1.66)	3.1790 (1.61)
lev	?	-8.2323*** (-5.72)	-8.7883*** (-6.18)	-8.4005*** (-5.9)	-8.0713*** (-5.76)
size	+	0.5307 ** (2.05)	0.4849* (1.89)	0.5297** (2.07)	0.5067** (2.02)
上市年度		控制	控制	控制	控制
行业		控制	控制	控制	控制
adj R ²		0.1565	0.1664	0.1743	0.2031

	预测符号	Panel B: 因变量=OPROA			
Intercept		-4.7022 -0.93	-2.6398 -0.53	-4.1924 -0.84	-3.5656 -0.73
burden	-	-12.4008*** (-3.17)		-11.1250*** (-2.87)	-10.1117*** (-2.66)
tun	-		-11.7073*** (-3.96)	-10.9599*** (-3.72)	
Tun_nm	-				1.5362 (0.39)

tun_abn	-				-29.7777*** (-6.07)
govmt	?	0.0322 (0.06)	-0.3091 (-0.59)	-0.0952 (-0.18)	-0.1003 (-0.19)
lshr1	-	2.3127 (0.89)	1.8568 (0.72)	2.4307 (0.94)	2.6004 (1.03)
ushr1	+	6.7903*** (2.65)	6.0976** (2.4)	6.4087** (2.53)	5.2625** (2.11)
top25	+	3.5353* (1.75)	3.2304 (1.60)	3.3920* (1.69)	3.2140* (1.64)
lev	?	-7.7714*** (-5.43)	-8.3907*** (-5.92)	-7.9463*** (-5.61)	-7.6043*** (-5.47)
size	+	0.5937** (2.31)	0.5413** (2.12)	0.5927** (2.33)	0.5688** (2.28)
上市年度		控制	控制	控制	控制
行业		控制	控制	控制	控制
adj R ²		0.1506	0.1592	0.1704	0.2022

	预测 符号	Panel C: 因变量=ROE			
Intercept		4.9044 0.52	8.9772 0.97	6.0875 0.66	7.1844 0.79
burden	-	-23.6668*** (-3.23)		-20.7063*** (-2.87)	-18.9330*** (-2.66)
tun	-		-26.8236*** (-4.87)	-25.4325*** (-4.63)	
Tun_nm	-				-3.5629 -0.49
tun_abn	-				-58.3657*** (-6.37)
govmt	?	-0.7124 (-0.71)	-1.4061 (-1.44)	-1.0080 (-1.03)	-1.0169 (-1.05)
lshr1	-	1.2599 (0.26)	0.4656 (0.10)	1.5337 (0.32)	1.8306 (0.39)
ushr1	+	14.1668*** (2.95)	12.7021*** (2.68)	13.2813*** (2.82)	11.2753** (2.42)
top25	+	5.7127 (1.5)	5.0795 (1.35)	5.3804 (1.44)	5.0689 (1.38)
lev	?	-7.5844*** (-2.82)	-8.8174*** (-3.34)	-7.9901*** (-3.03)	-7.3916*** (-2.85)
size	+	0.1470 (0.30)	0.0491 (0.10)	0.1447 (0.310)	0.1028 (0.22)
上市年度		控制	控制	控制	控制
行业		控制	控制	控制	控制

adj R ²		0.0724	0.0944	0.1063	0.1363
--------------------	--	--------	--------	--------	--------

注：括号中为回归系数的T值（双尾检验）。

（三）敏感性测试

为了增强研究结论的稳健性，本文首先采用年度数据重复检验文中研究假说。表8是采用年度数据检验政策性负担对大股东占用资金影响的结果，可见政策性负担（burden）变量显著影响了大股东发生非经营性占用上市公司资金行为的概率和非经营性占用资金的规模，显著性水平为1%，较三年平均数据的结果更加显著；而政策性负担对经营性占用资金的概率和占用规模均没有显著影响。年度数据的结果还显示，政府机构直接控股公司的大股东占用资金（包括经营性占用和非经营性占用）均显著少于非政府机构直接控股公司，这与前人研究（如李增泉等（2004））结果一致；上市公司资产负债率与非经营性占用资金行为显著正相关，公司规模与非经营性占用资金行为显著负相关，但资产负债率与公司规模不影响经营性占用资金行为；当大股东持股比例超过50%时，大股东持股（ushr1）越多大股东非经营性占用资金规模越小，表现出利益协调效应；上市年度越长（listyear），大股东非经营性占用上市公司资金规模越大。

表8 政策性负担对大股东占用资金概率和占用资金规模的影响（年度数据）

	占用资金概率的 logistic 回归		占用资金规模的 OLS 回归	
	非经营性占用	经营性占用	非经营性占用	经营性占用
Intercept	3.3743 **	-0.1955	0.10984 ***	0.0251
	0.04	0.91	3.96	0.73
burden	4.5539 ***	1.4272	0.05886 ***	0.01133
	0.0004	0.27	2.72	0.42
govmt	-1.798 ***	-1.6666 ***	-0.01047 ***	-0.00807 **
	<.0001	<.0001	-3.55	-2.22
lshr1	1.2985	1.2827	0.00278	-0.00498
	0.13	0.16	0.2	-0.3
ushr1	-0.7207	-0.0252	-0.02924 **	0.01196
	0.38	0.98	-2.06	0.68
top25	0.5843	-1.0196	-0.00618	-0.01656
	0.38	0.14	-0.58	-1.25
listyear	0.0338	0.0678	0.00267 **	0.00221
	0.65	0.37	2.06	1.38
lev	1.0288 ***	0.0146	0.01458 **	-0.00174
	0.01	0.97	2.16	-0.21
size	-0.2432 ***	-0.1137	-0.0047 ***	-0.00078
	0.003	0.17	-3.43	-0.46
会计年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
adj R ²	0.1432	0.1569	0.0409	0.0326
样本量	1719	1719	1719	1719

注：第一行为估计系数，第二行分别为P值（logistic回归）和T值（OLS回归）。Listyear为已上市年数，自变量除burden外，均为年度数据（表9与此相同）。

表9采用年度数据检验了政策性负担和大股东占用资金对公司经营业绩的影响。为了考察上年末资金占用是否影响本年经营业绩，与表8模型相比，表9回归模型加入了上年末大股东占用资金变量。可见，政策性负担（burden）变量、非经营性占用资金规模（tun_abn）

变量均在1%水平上与公司经营业绩显著负相关,而经营性占用资金规模(tun_nm)则不影响公司经营业绩;上年末的非经营性占用资金规模(tun_abnbef)和经营性占用资金规模(tun_nmbef)均未对本年度经营业绩产生显著影响。此外,无论大股东绝对控股,大股东持股比例越大(lshr1、ushr1)均对公司经营业绩产生显著正的影响,而第2至5大股东持股比例增加对公司上市后三年的经营业绩产生了显著正的影响;与前人研究一致,公司上市年度越长(listyear),公司业绩越差。

表9 政策性负担、大股东占用资金对公司经营业绩的影响(年度数据)

	因变量=ROA			因变量=OPROA			因变量=ROE		
	β		T 值	β		T 值	β		T 值
Intercept	-13.398	***	-4.24	-14.826	***	-4.78	-23.804	***	-4.26
burden	-9.038	***	-3.67	-10.456	***	-4.33	-17.735	***	-4.07
tun_abn	-18.298	***	-5.9	-20.194	***	-6.63	-34.350	***	-6.21
Tun_nm	-1.243		-0.38	-1.660		-0.51	-2.859		-0.49
tun_abnbef	1.092		0.33	1.715		0.53	2.619		0.45
tun_nmbef	0.399		0.11	1.973		0.57	-3.159		-0.5
govmt	0.522		1.55	0.345		1.05	0.114		0.19
lshr1	3.634	**	2.3	3.487	**	2.25	1.796		0.64
ushr1	4.293	***	2.64	4.346	***	2.73	6.755	***	2.35
top25	3.581	***	2.92	3.718	***	3.09	4.224	***	1.95
listyear	-0.697	***	-4.73	-0.666	***	-4.61	-1.409	***	-5.41
lev	-12.476	***	-16.33	-11.961	***	-15.96	-12.882	***	-9.52
size	1.285	***	8.22	1.327	***	8.66	2.009	***	7.28
会计年度	控制			控制			控制		
行业	控制			控制			控制		
adj R ²	0.286			0.2851			0.1919		
样本量	1719			1719			1719		

注: tun_abnbef, tun_nmbef分别为上年末大股东非经营性、经营性占用资金规模。

有研究表明(如Peng等(2006))当上市公司财务状况良好的时候,大股东更可能通过关联交易掠夺上市公司,而当上市公司面临财务困境或再融资时,大股东更可能通过关联交易支持上市公司。为此,我们在表8模型中加入反映公司上年末财务状况或盈利能力的相关指标(如上年的经营业绩、是否亏损或被ST等),表8结论不变,即政策性负担仍对大股东非经营性占用资金产生显著影响;而上年经营业绩越好的公司,大股东非经营性占用资金越少,上年亏损或被ST公司大股东非经营性占用资金越多,即未发现大股东通过反占用资金支持处于财务困境的上市公司。限于篇幅,未列示检验结果。

六、研究结论

基于我国国有企业改制上市这一特殊的制度背景,本文以公司上市时的超额雇员规模作为大股东集团政策性负担的代理变量,考察政策性负担对上市后的三年中大股东占用上市公司资金行为的影响,期望从大股东集团的政策性负担角度,解释大股东侵占上市利益的动机。实证结果表明,改制后大股东集团承担的政策性负担对大股东非经营性占用上市公司资金的发生概率和非经营性占用资金规模产生了显著影响,即大股东集团政策性负担越多,大股东非经营性占用资金的概率越高,非经营性占用资金规模越大;而大股东经营性占用上市公司资金的概率和规模与改制后大股东集团承担的政策性负担无关。因此,本文从转嫁政策性负担的动机角度为国有大股东侵占上市公司利益提供新的解释,弥补已有文献大多局限于公司内部治理即侵占能力视角解释大股东侵占现象的不足。

其次, 本文进一步检验了政策性负担和大股东占用资金对公司上市后三年的经营业绩的影响, 发现改制后大股东集团的政策性负担和大股东非经营性占用资金均显著损害了上市公司的经营业绩, 而大股东经营性占用资金对公司经营业绩未产生显著影响。

本文的研究启示是, 在国有控股公司中, 如果国有大股东未能彻底改制而仍承担部分社会职能, 由于类似预算软约束问题的存在, 国有大股东向上市公司转嫁政策性负担的行为难以避免, 上市公司本身的改制并不能使其真正成为以股东特别是外部股东价值最大化为目标的现代企业。因此, 通过整体上市, 借助外部投资者更加直接监督, 迫使大股东集团真正市场化改制, 是减少国有控股公司被大股东侵占的有效途径。

参考文献

1. Peng Cheng, and Jean Chen. 2006. Related Party Transactions, Expropriation and Post-IPO Performance – Chinese Evidence. Working Paper, University of Surrey (UK).
2. Johnson S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90 :22~27
3. Winnie Peng, K.C. John Wei, and Zhishu Yang. 2006. Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China. Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology
4. 姜国华、岳衡, 2005, “大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究”, 《管理世界》第 9 期
5. 黎来芳、王化成、张伟华, 2008, “控制权、资金占用与掏空——来自中国上市公司的经验证据”, 《中国软科学》2008 年 第 8 期
6. 李增泉、孙铮、王志伟, 2004, “‘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”, 《会计研究》第 12 期
7. 林秀清、赵振宗, 2008, “股东资金占用和公司绩效: 来自其他应收款的证据”, 《上海金融学院学报》第 1 期
8. 林毅夫、刘明兴、章奇, 2004, “政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究”, 《管理世界》第 8 期
9. 马曙光、黄志忠、薛云奎, 2005, “股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策”, 《会计研究》第 9 期
10. 唐清泉、罗党论、王莉, 2005, “大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据”, 《中国会计评论》2005 年 第 1 期
11. 王俊秋, 2006, “大股东控制与资金占用的实证研究”, 《工业技术经济》第 6 期
12. 王琨、肖星, 2005, “机构投资者持股与关联方占用的实证研究”, 《南开管理评论》第 2 期
13. 游家兴、罗胜强, 2007, “金字塔股权结构、地方政府税收努力与控股股东资金占用”, 《管理科学》2007 年第 1 期;
14. 岳衡, 2006, “大股东资金占用与审计师的监督”, 《中国会计评论》第 1 期
15. 周中胜, 2007, “大股东资金占用与会计盈余的价值相关性”, 《山西财经大学学报》第 10 期

Politic Burden, Funds Embezzled by Blockholder, and Corporate Earnings Performance: An Empirical Study on

China Listed Companies Transformed from State-Owned Enterprise

Abstract: Based on the institutional background of listed companies' transformation from state-owned enterprises, this paper studies the effects of blockholder's political burden on its embezzlement of listed company's funds from perspective of motivation of political burden transferring, and then tests whether blockholder's political burden and its embezzlement of listed company's funds negatively influences listed company's earning performance. The empirical evidences show that the more political burden assumed by blockholder at the listed year, the more the listed company's funds embezzled by blockholder through non-operating receivables during three years after listed, while blockholder's political burden has no impact on its embezzlement of listed company's funds through operating receivables. We also find that both blockholder's political burden and its embezzlement of funds through non-operating receivables decrease listed company's earning performance, while its embezzlement of funds through operating receivables has no significant influence on listed company's earning performance.

Key words: political burden, embezzlement of funds, earnings performance, transformation of state-owned enterprise