

2006


Ownership Structure, Corporate Governance and Top Management Fraud in Listed Companies: An Empirical Analysis Based on Chinese Cases

H. Zhou

J. Li

T. Liu

Follow this and additional works at: <https://digitalcommons.unl.edu/natrespapers>

 Part of the [Natural Resources and Conservation Commons](#), [Natural Resources Management and Policy Commons](#), and the [Other Environmental Sciences Commons](#)

Zhou, H.; Li, J.; and Liu, T., "Ownership Structure, Corporate Governance and Top Management Fraud in Listed Companies: An Empirical Analysis Based on Chinese Cases" (2006). *Papers in Natural Resources*. 972.
<https://digitalcommons.unl.edu/natrespapers/972>

This Article is brought to you for free and open access by the Natural Resources, School of at DigitalCommons@University of Nebraska - Lincoln. It has been accepted for inclusion in Papers in Natural Resources by an authorized administrator of DigitalCommons@University of Nebraska - Lincoln.

股权结构、董事会治理与上市公司高管违规行为

——我国上市公司高管人员“落马”现象的实证分析

周好文¹, 李纪建¹, 刘婷婷²

(1西安交通大学 经济与金融学院, 陕西 西安 710061; 2广西师范大学 法商学院, 广西 桂林 541001)

摘要: 本文采集了 2004年 1月~2006年 1月期间公开披露高管人员违规落马现象的 31家上市公司作为研究样本, 通过逻辑回归模型对股权结构、董事会治理与上市公司高管违规行为进行了实证分析。研究表明, 股权集中度与上市公司高管违规成显著正相关; 董事会规模、高管薪酬、学历构成、内部人控制等因素与上市公司高管违规有显著相关关系。治理上市公司高管违规, 应重点从股权结构和董事会治理上取得实效。

关键词: 上市公司; 股权结构; 董事会; 高管违规

中图分类号: F276.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-2848-2006(06)-0071-09

一、引言

上市公司高管的行为是理解上市公司治理绩效的重要视角, 频频发生的上市公司违规和高管人员纷纷落马成为近年来中国资本市场的一个怪现象。

据不完全统计, 自 2003年 1月到 2006年 2月, 先后共有 70余位上市公司高管出事落马, 造成的资金损失近 200亿元。尤其是 2004年末到 2005年初, 短短的十几天, 就有 20多位上市公司高管轮番落马。^[1] 根据上海证券交易所和深圳交易所的公告统计, 自 2001年 4月至 2006年初, 先后共有 213家的上市公司受到 162次公开谴责, 涉及的董事、监事和其他高管人员有 623人次, 如果再加上无法公开的内部处理以及尚未公开或调查中的事件等, 上市公司高管违规数量就更为惊人。上市公司高管频繁违规落马, 原因可能是多方面的, 既有外部监管的问题, 也有上市公司内部监督的问题, 还有累积下来的

上市公司质量和治理结构的原因。至于众多原因中哪些是主要因素哪些是弱相关因素, 尚无一个清晰且令人信服的回答。通过实证研究上市公司高管人员违规行为尤其是分析探求高管人员违规落马的诱致因素, 对于改进提高上市公司的治理具有特别的现实意义。

二、文献述评和研究思路

其实, 对于为什么出现上市公司高管的种种违规行为, 在经典的经济理论尤其是公司治理理论中已有详细系统的阐释, 主流公司治理理论通常使用“委托—代理”框架来分析股权所有者与高管之间的行为博弈, 认为公司治理问题本质就是委托代理关系 (Jensen, Himmelberg 等等)^[2,3]。上市公司本身就“内装”着一个委托代理的问题, 具体来说, 上市公司面临的最突出的问题就是股东如何保证经营者与其利益一致, 如何保证经营者不盗窃他们投

收稿日期: 2006-05-30

作者简介: 周好文 (1947-) 陕西商洛人, 西安交通大学经济与金融学院教授, 博士生导师, 金融发展研究所所长, 研究方向: 商业银行; 李纪建 (1976-) 山东聊城人, 西安交通大学经济与金融学院博士研究生, 研究方向: 商业银行与金融发展; 刘婷婷 (1980-) 女, 山西太原人, 广西师范大学法商学院经济学硕士, 研究方向: 国民经济管理。

资,如何保证投资者能够有效地控制经营者等(Shleifer & Vishy)^[4]。至于中国上市公司股权高度集中和国有股“一股独大”的特征,可能存在双重委托代理问题(冯根福)^[5]。这些研究很好地解释了上市公司违规行为的“一般性”,却并没有回答上市公司高管违规的“特殊性”,既然所有的上市公司都存在委托代理问题,是什么特殊因素导致或者说是促使某些上市公司高管违规?

从掌握的现有文献来看,国内外关于上市公司高管落马行为的实证研究尚处于起步阶段。由于英美日等发达国家的上市公司实行严格准入和退出机制,信息披露相对充分,外部市场监督和内部运作规范,尽管也会出现类似于世界通信公司等财务舞弊事例,但总的来说上市公司高管落马是零星现象。国外学者主要研究公司高管更换前后对股价和企业绩效的影响(Parrino & R等)^[6],如何有效发挥董事会内部控制的长效作用(Huson & M)^[7]等。Beasley(1996)发现,舞弊公司的董事会在构成、任期、持股水平、在审计委员会中的作用方面与正常公司有着明显的差异,董事会规模变小,外部董事的比例增加、任期增加、持股比例增加及在其它公司任职减少会降低会计舞弊发生的可能性^[8]。从国内研究来看,既有的关于上市公司高管行为的研究成果主要侧重于上市公司治理结构的缺陷与完善的角度(上海证券交易所,等)^[9],控股股东或大股东恶意损害小股东的利益冲突(唐宗明,等)^[10],通过掏空等手段侵占上市公司利益(李增泉,等)^[11],上市公司治理与会计信息质量(刘立国,等)^[12]等,这些成果从不同的侧面触及到上市公司高管与上市公司利益矛盾和行为偏离,但遗憾的是对上市公司高管行为本身的内在因素并没有做进一步挖掘。

本文的思路是在成熟的委托——代理理论的分析框架下,对近年来出现的高管人员落马事件的个案分析和群体分析,归纳出可能与高管落马有关的变量并做出假设,建立逻辑回归模型,然后通过上市公司的数据进行验证变量的解释力,找出与上市公司高管落马行为密切相关的因素。同时寻找与高管落马的上市公司行业、规模、治理结构等类似特征的其它上市公司作为参照系,作为控制样本作比较分析,从而剔出行业、环境等因素的干扰影响。

三、样本选择和模型设计

由于证监会对上市公司处罚的滞后性,约2年

左右才能对违规的上市公司做出相应的处罚。因为监管机构处罚的时间与上市公司高管违规时间间隔较长,用处罚时的上市数据并不能代表当时发生违规时的实际情况。如西安达尔曼在2002、2003年存在重大的虚假陈述,及存在大量重大事项未披露或未及时披露,董事长私自挪用上市资金。而证监会于2005年5月17日才对西安达尔曼做出相应的处罚,董事长许宗林早已于2004年远去加拿大,而达尔曼公司也已经退市。所以本文在认定上市公司高管违规或落马并没有完全依照证监会公布处罚的结论为依据,而是参照证监会的处罚决定,以媒体披露、上市公司披露或交易所公告来判定(如上市公司高管涉嫌被司法机关逮捕)。

1. 样本的选择。本文收集了2004年1月至2006年1月的所有公开披露高管违规的上市公司共31家,作为我们的研究对象(31家上市公司的具体资料参见附录)。这里指的高管包括上市公司的董事长、总经理、总裁和副董事长、财务总监等其他高管人员。违规行为包括利用自己的职权,侵吞公司财产,伪造报表,非法转移公司的资产等等。本文的资料来源是上海证券交易所(<http://www.sse.com.cn>),深圳证券交易所(<http://www.sse.org.cn>),中国证券监督管理委员会网站(<http://www.csrc.gov.cn>),中国证券报等公开披露的信息资料。

我们通过对这31家上市公司高管的落马现象进行分析,尽管各上市公司所处行业、公司规模、上市时间、高管构成等存在不同的差异,但在上市公司高管落马事件上却具有相同或相似的特点:

(1)上市公司高管落马前均身居要职,通常为上市公司的前董事长、前副董事长或者总经理,并且在上市公司任职5年以上,大部分高管直接参与了公司的股改上市过程。

(2)上市公司高管违规手段多种多样,集中体现在财务舞弊和虚假披露,高管人员利用虚假财务报表、贪污受贿、擅自挪用资金、滥用职权、非法集资等手段,使上市公司、中小股民损失惨重。

(3)违规金额较大,资金损失严重。如科大创新原总裁陆晓明因涉嫌滥用职权,给公司造成1800余万元经济损失。西安达尔曼实业股份有限公司的原董事长许宗林在任期间,公司存在重大违规担保事项,涉及金额人民币34530万元,美元2133.5万元。格力集团也曝惊人消息,迄今为止已经有5位高管

被捕, 主要问题是公司曝出了将近 30 亿的财务黑洞。东北高速 3 亿元巨资存在中国银行不翼而飞, 董事长张晓光因涉嫌挪用公款已被刑事拘留。

(4) 一部分高管人员在事发之前选择了境外出逃。河南中原高速公路股份有限公司大股东童言白 2004 年初携巨款赴港, 后借道菲律宾潜逃澳大利亚。和光商务董事长吴力早在 2004 年 7 月就以商务活动为由移居新西兰。

2 控制样本。为了控制外部环境和行业因素的影响, 便于发现违规公司的问题, 我们选取了 31 家 (事实上 30 家, 因为福建高速同时作为两家上市公

司的控制样本) 上市公司作为控制样本, 来进行参照比较分析。我们选取控制样本的步骤如下:

根据违规上市公司所处的行业, 及其高管落马 (或丑闻爆发) 前一年末的资产总额, 在同一交易所 A 股上市公司中, 剔除因信息披露等问题而被证监会处罚的 ST、PT 类公司以后, 选取与违规公司同一行业的若干上市公司, 从中筛选出违规公司高管落马前一年与其资产总额最为接近、其它特征类似, 代表性最强的那家上市公司作为控制样本。

3 样本的描述性统计。首先我们看一下这 31 家违规上市公司的地域和行业分布。见表 1、表 2。

表 1 高管落马的上市公司的地域分布

合 计	广 东	河 南	上 海	四 川	山 东	深 圳	江 苏	湖 南	山 西	福 建	内 蒙 古	宁 夏	浙 江	甘 肃	北 京	广 西	湖 北	黑 龙 江	安 徽	吉 林
31	4	3	3	1	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

资料来源: 上海证券交易所 (http://www.sse.com.cn), 深圳证券交易所 (http://www.szse.org.cn), 中国证券监督管理委员会网站 (http://www.csrc.gov.cn), 同花顺软件。

表 2 高管落马的上市公司所处行业及落马年度分布

	2004 年	2005 年	合计
A 农、林、牧、渔业		1	1
B 采掘业			
C 制造业	5	11	16
D 电力、煤气及水的生产供应业	1		1
E 建筑业			
F 交通运输、仓储业	1	2	3
G 信息技术业	1	2	3
H 批发和零售贸易	1	4	5
I 金融服务业			
J 房地产开发与经营业		1	1
K 社会服务业		1	1
L 传播与文化产业			
合计	9	22	31

资料来源: 同表 1。

注: 31 家上市公司中, 有 16 家为上交所上市, 15 家为深交所上市。分类标准按照证监会行业分类标准。

其次, 对违规公司与样本公司的资产总额、负

债、股东权益、股本、主营业务收入等财务数据的代表性统计指标进行比较, 如表 3。

由表 3 可知, 我们所选的控制样本上市公司和违规上市公司的样本具有相似的统计特征, 二者并无显著差异, 所有的数据均通过 χ^2 检验和 Z 检验, 所以用二者进行比较有助于获得我们所需要的结论。

4 模型的设计。由于很难用具体的数字度量高管违规程度, 比如说高管人员贪污的金额很难用具体的数字来表示, 即使可以用数字表示, 相关方面的资料也很难收集到。苏卫东 (2005) 提出了用具体的职务消费来代替管理层腐败违规, 职务消费通常反映在管理费用科目上选用了管理费用作为经营者腐败的度量指标^[13]。而笔者认为, 许多上市公司的高管人员违规行为并不完全反映在其在职消费上, 很多违规无法用消费来代替, 如挪用侵占、虚假担保。另外, 即使经营者及其他高管人员腐败, 行为无法计入管理费用。

本文选择了二元逻辑回归模型 (Binary Logistic Regression), 用高管是否违规 (即违规公司) 作为被解释变量, 将其它对高管违规可能有作用的因素作为解释变量, 希望能够找到促使高管人员违规的显著因子。本文利用上市公司年报 (包括中报、公告、招股说明书等) 得到的数据, 利用 Excel 2003 和 SPSS 11.0 完成计算和分析过程。

表 3 高管落马的违规公司和样本公司主要财务指标统计比较

		平均数	中位数	标准差	最小值	最大值	第一分位数	第三分位数	χ ² 检验值	Z检验值
资产总额	违规公司	253701.33	141865.11	261775.24	30818.31	1136139.36	73860.26	301645.65	-1.405	0.425
	样本公司	227128.43	137728.38	229692.02	14712.46	959784.58	76038.24	248145.60		
负债	违规公司	135364.21	81580.63	169752.44	14969.03	822359.93	45810.23	157930.35	-2.347	0.600
	样本公司	111765.61	84907.84	138449.86	6349.96	615543.70	27866.83	140684.80		
股东权益	违规公司	111587.73	59051.67	127913.34	-195.90	502689.50	16893.19	165555.25	-0.897	0.511
	样本公司	97346.58	69375.73	88074.18	4811.12	319392.81	42263.27	101970.40		
股本	违规公司	42778.79	30000.00	41617.46	7500.00	195000.00	14320.70	52120.68	-1.452	1.107
	样本公司	33458.31	25740.00	21579.34	6511.99	98640.00	16779.90	42629.81		
主营业务收入	违规公司	217088.70	77506.20	303734.81	6.77	1004238.28	29048.62	217320.45	-1.392	0.797
	样本公司	159212.14	85623.02	266944.26	4132.01	1376138.10	33841.51	129329.20		

资料来源:同表 1。

四、数据验证分析

上市公司的前身大部分都是国有企业,即使上市后也并非全部股份流通,国有股、法人股、流通股各占三分之一,实际股权结构是相对集中或高度集中的,这与美英等国家以股权分散为主要特征的上市公司具有显著不同。(孙永祥)^[14]。那么,集中的股权结构是否与上市公司高管违规存在某种内在的联系?事实上,很多理论研究中已把“一股独大”的股权结构作为罪魁祸首入为主地加以批判了。另外,部分研究通过中外上市公司治理结构的比较,对中国上市公司董事会的作用发挥时有诟病之词,加强独立董事和监事的监督作用也曾作为一剂药方被寄予改善公司

治理的厚望。其实,即使在美国公司董事会实际上经常为经理层所控制 (Sterling & Jennifer)^[15]。那么,我们自然又会产生一个问题,董事会与上市公司高管违规之间是否也存在某种必然的联系?下面,本文重点围绕这两个问题作些实证检验。

(一) 股权结构与上市公司高管违规实证分析

股权结构有两层含义:一是股权构成,即各个不同背景的股东集团分别持有多少股份,在我国,主要指国家股、法人股和流通股比例;二是股权集中度。既有的实证研究结果也表明,股权结构影响公司治理效率,并通过公司的经营绩效表现出来。从某种程度上说,在股权分散信息披露充分的市场会降低上市公司高管违规落马出现的频率。

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variance					t-test for Equality of Mean				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
									Lower	Upper	
STATE	Equal Variances assumed	0.074	0.786	0.988	60	0.327	7.014E-012	7.100E-012	7.2E-02	0.2121586	
	Equal Variances not assumed			0.988	59.952	0.327	7.014E-02	7.100E-02	7.2E-02	0.2121609	
LP	Equal Variances assumed	0.671	0.416	-1.848	60	0.069	-0.12205318	6.603E-02	-0.254132	1.00E-02	
	Equal Variances not assumed			-1.848	59.471	0.070	-0.12205318	6.603E-02	-0.254156	1.00E-02	
TRAD-ABLE	Equal Variances assumed	0.008	0.930	1.477	60	0.145	4.299E-02	2.911E-02	-1.5E-02	0.1012188	
	Equal Variances not assumed			1.477	59.865	0.145	4.299E-02	2.911E-02	-1.5E-02	0.1012215	
T10	Equal Variances assumed	0.443	0.508	0.477	60	0.635	1.787E-02	3.746E-02	-5.7E-02	9.28E-02	
	Equal Variances not assumed			0.477	57.754	0.635	1.787E-02	3.746E-02	-5.7E-02	9.29E-02	
CHANGE-DR	Equal Variances assumed	9.608	0.003	1.639	60	0.106	0.19	0.12	0.427E-02	0.43	
	Equal Variances not assumed			1.639	58.425	0.107	0.19	0.12	0.428E-02	0.43	

图 1 股权结构各变量的 T 检验值

1. 理论假设:基于对上市公司的观察,我们做出如下假设:(1)国家股占比越高,股东的监督约束作用就越弱,公司违规现象越多,即国家股比例与存在违规公司(高管违规)正相关;(2)法人股越高,上市公司违规行为(高管违规)就越多,既两者之间是正相关的关系;(3)流通股越高,上市公司(高管违规)违规行为越少,两者是负相关。(4)股权集中度越高,即公司的股权越集中,越容易出现高管人员的违规现象。

2 变量定义:(1)因变量:FRAUD如果上市公司高管发生违规取 1,否则取 0。(2)解释变量:

STATE国家股占总股本的比例; LP法人股占总股本的比例; TRADABLE流通股占总股本的比例; T10前十大股东持股比例的平方和;(3)控制变量:CHANGEDR如果公司上市至发生高管违规后董事长变更取 1,否则取 0。

通过违规公司和样本公司的数据比较可知,违规公司在法人股比例,董事长变更,以及流通股比例上存在着显著的差异。

3. 逻辑回归模型的建立

构建模型 $FRAUD = b_0 + b_1 * CHANGEDR + b_2 * T10 + b_3 * STRUCTURE + e$

表 4 违规公司与样本公司比较:股权集中度

自变量	平均数		中位数		检验值	Z检验值
	违规公司	样本公司	违规公司	样本公司		
STATE	0.292652	0.222122	0.20875	0	-1.10074	-0.99153
LP	0.282689	0.404743	0.290909	0.468467	1.99646	1.84847
TRADABLE	0.414371	0.373136	0.409449	0.337641	-1.73996	-1.42059
CHANGEDR	0.774194	0.580645	1	1	-1.79284	-1.63908
T10	0.227883	0.210017	0.185974	0.151327	-0.52372	-0.47695

由于 STATE、LP、TRADABLE三者之间存在共线性,所以我们分别就 STATE、LP和 TRADABLE来代替 STRUCTURE进行讨论。首先,我们分析高管违规与国有股、法人股占比之间的关系:

$$FRAUD = b_0 + b_1 * CHANGEDR + b_2 * T10 + b_3 * STATE + b_4 * LP + e \quad (1)$$

得到的结果如下:

Variables in the Equation

	B	SE	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a STATE	-5.021	3.033	2.741	1	0.098	0.007
LP	-6.739	3.053	4.871	1	0.027	0.001
T10	3.140	2.446	1.648	1	0.199	23.093
CHANGEDR	0.994	0.613	2.624	1	0.105	2.701
Constant	2.257	1.651	1.870	1	0.171	9.557

a. Variable(s) entered on step 1: STATE, LP, T10, CHANGEDR

图 2 逻辑回归方程的结果

Correlation Matrix

	Constant	STATE	LP	T10	CHANGEDR
Step 1 ^a STATE	1.000	-.0893	-.0906	0.319	-.0283
LP	-.0893	1.000	0.930	-.0614	0.82
T10	-.0906	0.930	1.000	-.0539	-.0010
CHANGEDR	0.319	-.0614	-.0539	1.000	0.004
Constant	-.0283	0.082	-.0010	-.0004	1.000

图 3 股权结构各变量的相关系数矩阵

由图 2、图 3 的回归分析结果,我们可以看到在

置信区间 CI(confidential index)为 90%的情况下,国有股比例,法人股比例这两个变量显著,则不拒绝原假设,即原假设成立。当置信区间为 85%,则董事长变更之一指标也通过检验,说明原假设成立。当置信区间为 80%时,T10(即股权集中度),该指标也通过检验,说明原假设成立。

下面,我们在对高管违规与流通股占比之间关系进行分析,模型如下:

$$FRAUD = b_0 + b_1 * CHANGEDR + b_2 * T10 + b_3 * TRADABLE + e \quad (2)$$

得到的结果如下:

Variables in the Equation

	B	SE	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a TRADABLE	5.964	3.084	3.741	1	0.053	389.281
T10	3.839	2.331	2.711	1	0.100	46.475
CHANGEDR	0.839	0.585	2.061	1	0.151	2.315
Constant	-3.763	1.645	5.236	1	0.022	0.23

a. Variable(s) entered on step 1: TRADABLE, T10, CHANGEDR

图 4 逻辑回归的结果

由图 4、图 5 的回归分析结果,我们可以得知当置信区间为 90%时,流通股比例和股权集中度显著,通过检验,即原来的假设成立,当置信区间为 80%时,董事长变更这一指标也通过检验,原来的假设也成立。

	Constant	STATE	LP	T10	CHANGEDR
Step					
1	Constant 1 000	0 918	0 769		0 236
	TRADABLE -0 918	1 000	0 606	0 056	0 035
	T10 0 769	0 606	1 000		0 056
	CHANGEDR 0 236	0 035			1 000

图 5 各变量的相关系数矩阵

综上所述,我们可以看到在置信度为 80%的时候,我们的原假设完全成立。也就是说国家股这一变量系数为 -5.201,其显著性为 0.098,在 10%的显著性条件下是显著的。但是其符号与我们所假设的相反,即国家股越高,公司违规现象越少,国家股越少,公司违规现象越多。即国家股与存在违规公司(高管违规)显著的负相关关系。法人股变量的系数为 -6.739,其显著性为 0.027,十分显著。但是其符号也与我们的假设相反,法人股越高,上市公司违规行为(高管违规)就越少,既两者之间是负相关的关系。流通股变量的系数为 5.964,显著性水平为 0.053,在 10%的显著性条件下是显著的。即我们的假设成立,流通股越高,上市公司(高管违规)违规行为越少,两者是负相关关系。股权集中度变量的系数为 3.839,显著性水平为 0.100,在 10%的显著性条件下,可以通过检验。即我们的假设成立,股权集中度越高,即公司的股权越集中,越容易出现高管人员的违规现象。

需要说明的是,国有股和法人股占比与高管违规之间负相关关系,同时股权集中度又与高管违规显著正相关,这两个看似矛盾,实际正是中国资本市场特殊结构的一个典型写照。国有股或法人股占比越高,分散的流通股东投票权无足轻重的,说明上市公司带有浓厚的国有企业背景,与政府的联系紧密,政策压力和政府关注实际上起到约束上市公司高管的作用。但对于前身是非国有企业的上市公司,实质上的投票权掌握在少数流通大股东手中的。

(二) 董事会结构与上市公司高管违规的实证分析

董事会照理应该是股东大会选举产生,在股东大会的委托和监督下发挥作用,然后由董事会选举产生董事长,董事长对董事会负责。但在中国大部分上市公司,董事长由上级部门任命,然后由董事长组阁选择董事,这样董事会对董事长基本没有约束力,反而造成董事长控制董事会,很多董事会的决定

实际上是董事长个人意志的体现(巴曙松、贾蓓)^[16]。直观上推论,董事会监督约束作用的弱化助长了上市公司高管的违规。

	Group Statistics				
	FRAUD	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
独董比例	1	31	0.3397747	5.21035E-02	9.36E-03
	0	31	0.3399246	5.03282E-02	9.04E-03
董事会人数	1	31	8.81	1.45	0.26
	0	31	9.23	1.96	0.35
监事会人	1	31	4.26	1.37	0.25
	0	31	4.35	1.70	0.31
董事会平均年龄	1	31	47.2597	3.6027	0.6741
	0	31	47.8997	3.6068	0.6478
B 高管薪	1	31	579861.2	337136.1884	60551.45
	0	31	666573.5	592689.9585	106450.3
研究生以上学历	1	31	0.4604850	0.20719786	3.72E-02
	0	31	0.3571877	0.21014203	3.77E-02
沿海	1	31	0.77	0.43	7.63E-02
	0	31	0.58	0.50	9.01E-02
内部人控制 *沿海	1	31	0.3833646	0.3337492	5.99E-02
	0	31	0.6183145	0.3511068	6.31E-02

图 6 董事会相关变量的描述性特征

1. 理论假设。(1)董事会规模与高管人员腐败成正比,即董事会规模越大,高管人员越容易产生腐败。而董事会规模小,则更容易发挥作用。(2)独立董事比例和高管人员成正比,即独立董事所占的比例越大,则对高管人员的监督作用越强,故高管人员越不容易出现违规行为。(3)高管人员的薪酬,高管人员的收入越高,则高管人员越不容易出现问题,反之,高管人员收入过低,越容易利用其手中的权力进行谋私。(4)研究生以上学历人数的比例。假设董事会中,研究生以上学历的董事越多,即研究生以上学历董事所占比例越大,则高管人员越不容易违规。(5)董事会平均年龄。当董事会整体年龄偏大时,会考虑到以后的生计问题,可能会出现违规,故假设董事会的平均年龄和高管人员的违规成正比。(6)监事会人数,假设监事会规模越大,监督效果越好,故高管人员进行违规操作的概率越小。因此,二者之间成反比。(7)沿海。当上市公司位于沿海地区(包括所有的沿海的省份、直辖市)时,由于其公司治理较内陆地区更为规范,故假设处于沿海区域与内陆区域的公司高管违规现象成反比。(8)内部人控制。我们认为,上市公司董事会中的内部人控制越严重,公司越容易发生高管违规。为

分析董事会中的内部人控制问题, 我们采用何浚 (1998) 的研究方法, 内部人控制制度是指公司内部董事人数与董事会人数之比^[17]。这里的内部董事既包括董事会中属于企业内部管理人员或职工的董事, 还包括主管部门的领导 (或由主管部门改组而成的总公司、集团公司的管理人员) 以及过去曾在该公司或其主管部门或其母公司任职, 且无在其他股东单位任职经历的董事。据此, 这里在考虑内部人控制的影响程度时, 加入了沿海变量。由于沿海地区的公司治理较为规范, 上市公司处于沿海时, 信息披露较为完备, 其数据的可靠程度也增大。故假设内部人控制制度和沿海的二次效应值越高, 公司

越容易出现高管人员的违规。

2 变量定义。(1) 因变量: FRAUD 如果上市公司发生财务报告舞弊取 1, 否则取 0。(2) 解释变量: NB (Number of the Board) 董事会人数; RID (Rate of independent directors) 独立董事比率; S₃ (Salary of the top 3) 前三名高管人员的薪酬; RAP (Rate of Above postgraduate Background) 董事会中研究生以上学历董事比例; NS (Number of Supervisors) 监事会人数; AAB (Average Age of the Board) 董事会人员的平均年龄。(3) 控制变量: COAST (沿海设为 1, 内陆则设为 0)。(4) 二次变量: IC (Insider* Coast) 内部人控制和沿海共同作用的变量。

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variance				t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
独董比例	Equal Variances assumed	0.413	0.523	-0.012	60	0.991	-1.50E-04	1.301E-02	-2.6E-02	2.59E-02
	Equal Variances not assumed			-0.012	59.928	0.991	-1.50E-04	1.301E-02	-2.6E-02	2.59E-02
董事会人数	Equal Variances assumed	0.608	0.439	-0.958	60	0.342	-0.42	0.44	-1.30	0.46
	Equal Variances not assumed			-0.958	55.197	0.342	-0.42	0.44	-1.30	0.46
监事会人	Equal Variances assumed	0.016	0.899	-0.247	60	0.806	-9.68E-02	0.39	0.88	0.69
	Equal Variances not assumed			-0.247	57.281	0.806	-9.68E-02	0.39	0.88	0.69
董事会平均年龄	Equal Variances assumed	0.023	0.879	-0.699	60	0.487	-0.6400	0.9156	-2.4715	1.1915
	Equal Variances not assumed			-0.699	60.000	0.487	-0.6400	0.9156	-2.4715	1.1915
3 高管薪	Equal Variances assumed	5.026	0.029	-0.708	60	0.482	-86712.33	122466.87	-331683	158257.9
	Equal Variances not assumed			-0.708	47.574	0.482	-86712.33	122466.87	-333005	159580.8
研究生以上学历	Equal Variances assumed	0.329	0.568	1.949	60	0.056	0.10329733	5.300E-02	-2.7E-03	0.2093202
	Equal Variances not assumed			1.949	59.988	0.056	0.10329733	5.300E-02	-2.7E-03	0.2093202
沿海	Equal Variances assumed	9.608	0.003	1.639	60	0.106	0.19	0.12	-4.27E-02	0.43
	Equal Variances not assumed			1.639	58.425	0.107	0.19	0.12	-4.28E-02	0.43
内部人控制 *沿海	Equal Variances assumed	1.173	0.283	-2.700	60	0.009	-0.2349499	8.700E-02	-0.4089852	-6.1E-02
	Equal Variances not assumed			-2.700	59.846	0.009	-0.2349499	8.700E-02	-0.4089944	-6.1E-02

图 7 董事会相关变量的 T 检验

从图 6、图 7 可以看出, 当置信区间为 95% 时, 违规公司相比较样本公司, 除二次变量 (内部人控制 * 沿海) 有显著的差异, 其他各变量均无显著性差异。

$$b_8 * IC + e_i$$

得到的结果如图 8。

由回归结果可知, 该模型对解释高管人员违规原因方面有较强的说服力。董事会人数、高管人员学历、是否位于沿海、二次变量 (内部人控制 * 沿海) 均十分显著, 通过检验, 表明原假设成立。

从分析结果可以看出, 董事会人数变量的系数

3. 逻辑回归模型的建立

$$FRAUD_i = b_0 + b_1 * RID_i + b_2 * NB_i + b_3 * NS_i + b_4 * ABB_i + b_5 * S_3_i + b_6 * RAP_i + b_7 * COAST_i +$$

为 0.355 显著性水平为 0.067 故假设 1 成立。即董事会的规模越大则高管越容易违规。

Variables in the Equation

	B	SE	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step RID	-6.014	7.118	0.714	1	0.398	0.002
1 ^a NB	-0.355	0.194	3.345	1	0.067	0.701
NS	-0.042	0.203	0.044	1	0.834	0.958
AAB	-0.012	0.098	0.016	1	0.900	0.988
SB	0.000	0.000	0.1869	1	0.172	1.000
RAP	3.340	1.638	4.156	1	0.041	28.223
COAST	2.224	0.852	6.815	1	0.009	9.247
IC	-2.283	0.982	5.408	1	0.020	0.102
Constant	5.003	5.160	0.940	1	0.332	148.810

a. variable(s) entered on step 1: RID, NB, NS, AAB, SB, RAP, COAST, IC

图 8 逻辑回归的结果

独立董事比例变量的系数为 -6.014 显著性水平为 0.398 该指标不是显著,同时其符号与我们假设的相反。即独立董事的增加,不仅对抑制高管人员的违规没有很显著的作用。在一定程度上,反而助长了高管人员的违规行为。存在这种现象,首先因为独立董事本身性质所决定的,独立董事作为上市企业从外部聘请的人员,在获取信息上受到了很大的限制,由于这种信息的不对称,独立董事人数的增加并不能带来监管效率的增加。从另一方面来看,随着独立董事人数的增加,真正做出批评、说出反对意见的人少了,大多数人“搭便车”都在一定程度上保持缄默,不做出有实质性内容的建议。

监事会比例变量的系数为 -0.042 显著性水平

为 0.834 不能够通过检验,但是其符号与假设相反,即随着监事会人数的增加,也没有对高管人员的违规产生抑制作用。我国《公司法》规定上市公司必须设立监事会,但是,监事会在法律上只是被赋予了有限的监督权利,没有罢免董事的权利,缺乏足够的制约董事会行为的手段。实践中,监事会成员大多数由公司内部人员担任,在行政上置于总经理的领导之下,缺乏独立性,因此,监事会的监督权通常流于形式。相反,一些发生上市高管违规的上市公司,为了掩盖其舞弊行为,反而设立了一个大规模的监事会。

董事会人员的平均年龄,该变量的系数为 -0.012 显著性水平为 0.900 不能通过检验,故拒绝原假设。董事会人员的年龄越大,并不容易发生违规问题。反而,董事会人员越年轻,其自控能力会较差,其不会深刻地考虑到违规行为的严重后果,因而造成了高管年龄越轻,越容易违规的局面。

前三名高管人员的薪酬水平,我们可以看到该变量的显著性水平为 0.172,当置信区间为 80%时,该变量通过检验,原假设成立。即高管人员的收入水平的提高,能在一定程度上满足他们对维持自己体面生活的最基本的需要,消除他们的后顾之忧,不用冒巨大的风险,采取违规行为。研究表明,加大对高管人员的“灰色收益”的查处力度和适当增加他们的正常收益以及提供股权激励也是一个防止违规行为发生的手段(和致源、陈娇娇,2005)^[18]。

Correlation Matrix

	Constant	RID	NB	NS	AAB	SB	RAP	CONAST	IC
Step Constant	1.000	-0.428	-0.147	0.086	-0.757	0.098	-0.125	0.232	-0.051
1 RID	-0.428	1.000	0.273	-0.068	-0.090	-0.117	-0.223	-0.078	0.135
NB	-0.417	0.273	1.000	0.081	-0.072	0.075	-0.014	-0.293	0.288
NS	0.086	-0.068	0.081	1.000	-0.292	0.740	0.065	-0.052	0.040
AAB	-7.57	-0.090	-0.720	-0.292	1.000	-0.081	0.114	-0.193	-0.184
SB	0.098	-0.117	0.075	0.074	-0.081	1.000	-0.340	-0.420	-0.189
RAP	-0.125	-0.223	-0.014	0.065	0.114	-0.340	1.000	0.260	-0.053
COAST	0.232	-0.078	-0.293	-0.052	-0.193	0.420	0.260	1.000	-0.184
IC	-0.051	0.135	0.288	0.040	-0.184	-0.189	-0.053	-0.184	1.000

图 9 各变量的相关系数矩阵

董事会研究生以上学历的比例指标,系数为 3.34 显著性水平为 0.041 高度显著,因此我们假设董事会人员的学历越高,其自控能力也就越高,能够充分衡量违规行为的利弊,从而做出正确的决策。

沿海变量的系数为 2.224 显著性水平为 0.009 高度显著。因此我们的假设,当上市公司位于沿海

时,由于其开放程度,公司治理程度及信息的透明度都相对内地较高,因此高管人员不容易出现问题。而处于内陆地区的上市公司,由于其存在的环境对它的监督作用很小,所以容易产生违规。

最后,我们来分析二次变量(内部人控制*沿海),该变量的系数为 -2.283 显著性水平为 0.020 即该变

量通过检验,但是与我们的假设正好相反,内部人控制和沿海的二次效应越低,高管人员越容易出现违规。因为,当内部人控制程度很高时,高管人员很容易利用手中的职权为己谋取私利,同时当上市公司位于内陆时,监管的环境比较差,更加有利于上市公司高管人员肆无忌惮地违规。

五、简要结论

本文通过实证分析发现股权集中度、董事会治理与上市公司高管违规有密切关系。国有股、法人股占比过高一方面导致股权相对集中,同时也对公司高管有内含的约束作用。适当控制董事会适度规模和合理结构,提高独立董事、监事的监督作用,高管人员的薪酬激励、提高董事的文化素质,也能抑制上市公司高管的违规行为的发生。

本文结论的主要政策含义是:在全流通股改中,优化股权结构的同时应注意国有股流通后其内在监督约束作用弱化趋势,通过增强监事会、媒介监督等手段发挥替代作用。对于控制和避免上市公司高管违规落马事件的频繁发生,监督管理机构应调整监管思路,除了监管市场和信息披露方面外,更应指导上市公司构建良好公司治理结构,将上市公司高管行为及早纳入监管视野。事后处罚不力、违规成本低是高管问题屡禁不止的另一个原因,上市公司违规和上市公司高管违规后尚未与退出机制挂钩,实际上威慑作用有限。在全流通改革的背景下,注重公司内部监督切实改进董事会和监事会的作用,减少内部人控制,促进中国上市公司治理结构的完善和治理效果的提升。

虽然本文通过逻辑回归模型对上市公司高管违规行为做出尝试性分析,不足之处也非常明显,如上市公司高管违规程度没有转化为数理指标衡量,采集样本数量偏少,样本时间序列跨度较小等。

参考文献:

[1] 陈晔. 1个月 12位高管落马,上市公司内部监管令人堪忧[N]. 财经时报, 2005-02-05(2-3).

[2] Jensen Michael C Meckling William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics 1976 3: 305-360

[3] Himmelberg Charles P Hubbard R Glenn Palia Darjus. Understanding the determinants of managerial ownership

and the link between ownership and performance[J]. Journal of Financial Economics 1999 53(3): 353-384

[4] Shleifer Andrei Vishny Robert W. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance 1997 52(2): 737-783

[5] 冯根福. 双重委托代理理论: 上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路[J]. 经济研究, 2004(12): 16-25

[6] Parrino Robert. CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis[J]. Journal of Financial Economics 1997 46(2): 165-197

[7] Huson Mark R Parrino Robert Laura T Starck. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-term Perspective. The Journal of Finance 2001 LVI(6): 2265-2297

[8] Beasley Mark S. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud[J]. Accounting Review 1996 71(4): 443-465

[9] 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告(2004)——董事会独立性与有效性[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2004: 35-42

[10] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2002(4): 44-50

[11] 李增泉, 等. 掏空、支持与并购重组——来自上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(1): 8-15

[12] 刘立国, 刘莹. 公司治理与会计信息质量关系的实证研究[J]. 会计研究, 2003(2): 28-36

[13] 苏卫东, 陈超. 上市公司股权结构与经营者腐败[J]. 南方金融, 2005(3): 47-49

[14] 孙永祥. 公司治理结构: 理论语实证研究[M]. 上海: 上海三联书店、上海人民出版社, 2002: 37-39

[15] Sterling Jennifer. How Do You Know Whether to Hire a CEO? [N]. Wall Street Journal 2003 March 17 R6

[16] 巴曙松, 贾蓓. 上市公司“问题高管”现象与公司治理改进[N]. 中国经济时报, 2003-11-24(5).

[17] 何浚. 上市公司治理结构的实证分析[J]. 经济研究, 1998(5): 50-57

[18] 和致源, 陈娇娇. 博弈框架下的上市公司高管人员行为及对策分析[J]. 南开管理评论, 2005 8(3): 32-36

责任编辑、校对: 郭燕庆

Ownership Structure, Board of Directors' Governance and Top Management Fraud in Listed Companies—Empirical Analysis Based on Chinese Cases

ZHOU Hao-wei, LI Ji-jian, LU Ting-ting

(1. School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061, China

2. School of Law and Commerce, Guangxi Normal University, Guilin 541001, China)

Abstract: Numerous top management frauds have attracted extensive attention in Chinese listed companies. This paper examines the relation between top management fraud, ownership structure and board of directors' governance. Based on selected 31 cases from fraud companies through 2004-2006, we conduct an empirical study with binary Logistic Regression. We find that equity concentration has a positive correlation with top management fraud, that board scale, top management salary, education background and internal control have significant relation with fraud. The paper gives some theoretic explanation and proposes a tentative solution.

Key words: Listed companies; Ownership structure; Board of directors' governance; Top management fraud

A Literature Survey on Agent Theory and Corporate Governance

YAN Bing

(School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061, China)

Abstract: Agent theory is the main analysis framework for corporate governance and important tool in designing corporate governance mechanism. Traditional corporate governance researches focus on ways to release information inequality between shareholders and managers. However, the reality shows that hidden proxy between major and minor shareholders exists. This article surveys the evolution and rationale of corporate governance in agent theory and outlooks the future directions of it.

Key words: Proxy; Corporate governance; Major stockholder

Research on Competition and Ownership in Natural Monopoly Industries in Transitional Economy

ZHANG Hui

(School of Management, Jinan University, Guangzhou 260034, China)

Abstract: Competition and ownership reform typically characterize the natural monopoly industries. However, current theories and experiences have been targeted at developed economies while no literature on this aspect for transitional economies. Thus this article focuses on the possibility to introduce competition in natural monopoly industries and ownership reform options for transitional economies. We find that the introduction of competition is feasible considering management cost, that the reform process depends on the market degree and initial reform conditions of the country involved, that mixed ownership is appropriate for such reform.

Key words: Transitional economy; Natural monopoly; Social welfare; Ownership

Toward the Effect of Commerce Clusters—Analysis based on Informatics

WEI Jian-feng

(School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061, China)

Abstract: Commerce cluster is prevalent and important in distribution sector. The cluster of small and medium commercial firms produces cluster effect and consequent competitiveness. This article constructs a information transmission model and analyzes the information transmission relationships among trading agents. We