

# 大股东“掏空”动机与企业“存贷双高”之谜

贾凡胜<sup>1,2</sup>, 王晗笛<sup>1,2</sup>, 夏常源<sup>3</sup>

- (1. 中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266100;  
2. 中国海洋大学 中国企业营运资金管理研究中心, 山东 青岛 266100;  
3. 西南财经大学 中国金融研究院, 四川 成都 611130)

**摘要:**文章以2007—2019年中国A股上市公司为样本,从第二类代理问题视角检验我国企业“存贷双高”之谜的内在逻辑及其治理机制。研究发现:大股东两权分离度越高,公司“存贷双高”问题越突出,大股东两权分离度每提高一个单位,企业出现“存贷双高”的概率增加6.33%,表明大股东“掏空”动机可能是企业“存贷双高”的驱动因素;机制分析表明,上述影响在大股东融资压力较大时更强,在上市公司融资约束较低时更强,为公司“存贷双高”是大股东“掏空”动机所致提供了进一步证据;以卖空压力测量外部治理、以内部控制质量测量内部治理研究发现,有效的外部治理和内部治理机制能够抑制大股东“掏空”动机驱动的企业“存贷双高”;“存贷双高”会对公司财务绩效和可持续发展产生严重负面影响。研究结论为我国上市公司“存贷双高”之谜提供了第二类代理问题视角的解释和证据,对于防范与治理实体经济运行面临的潜在风险具有借鉴意义。

**关键词:**两权分离;掏空;代理问题;存贷双高

**中图分类号:**F832.51;F275;F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1009-1505(2023)06-0089-16

**DOI:**10.14134/j.cnki.cn33-1337/c.2023.06.009

## 一、引言

近年来,以企业财务报表中同时存在大额货币资金与大额有息负债的“存贷双高”特征为共性的乐视网、康美药业等上市公司突然崩盘,严重损害了中小股东与债权人的利益,使得“存贷双高”现象成为大众关注的焦点。理论上,企业基于价值最大化,在拥有庞大货币资金存量的情况下,应当在满足

**收稿日期:**2023-06-25

**基金项目:**山东省泰山学者青年专家支持计划“数字化推动中小企业高质量发展的作用机制研究”(tsqn202306097);  
国家社会科学基金重大项目“后疫情时代‘一带一路’沿线国家企业债务问题研究”(21&ZD144)

**作者简介:**贾凡胜,男,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心教授,博士生导师,经济学博士,主要从事制度与公司金融、公司治理研究;王晗笛,女,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心博士研究生,主要从事制度与公司治理、会计与财务管理研究;夏常源(通讯作者),男,西南财经大学中国金融研究院副教授,博士生导师,管理学博士,主要从事风险管理与公司金融研究。

日常现金流量需求的基础上首先选择偿还贷款,“存贷双高”现象显然不是这一企业价值最大化目标导向下的财务决策结果。现实中,财务报表呈现“存贷双高”的企业其流动比率等财务预警指标往往优于其他企业,对投资者而言具有一定迷惑性,在企业估值和风险分析时需要更多大股东融资约束和公司治理等相关信息作为辅助考量<sup>[1]</sup>。但在中小投资者占据主体的中国资本市场中,由于企业信息披露质量难以保证和投资者信息分析能力不足,广大投资者往往难以对“存贷双高”企业的估值和股价崩盘风险做出准确判断。加以“存贷双高”问题涉及银行、大股东和供应链上下游等众多利益相关者,以及复杂的关联交易,所以一旦“存贷双高”型企业出现崩盘,波及群体将十分广泛,从而造成较大的社会不良影响。资本市场中接连出现“存贷双高”型企业的股价崩盘事件也表明了目前我国资本市场对此并没有深刻的认识和有效的防范。因此,针对“存贷双高”之谜,我们有必要探讨其背后的内在逻辑和相应治理措施,为防范和治理其可能带来的潜在风险提供借鉴。

根据现有的案例和业界分析,有关“存贷双高”成因存在两种截然相反的观点:一种观点认为“存贷双高”是行业特殊性导致的正常现象,<sup>①</sup>另一种观点则认为大股东“掏空”导致的财务异象<sup>[2]</sup>。其中,大股东“掏空”是导致“存贷双高”背离企业价值最大化目标、为企业经营带来较大风险的重要因素<sup>[1,3]</sup>。其导致企业产生“存贷双高”的原因主要包括三种:(1)大股东资金占用导致企业实际可用资金很少,使得企业只能通过包括债务融资在内的外部融资形式满足日常生产经营需要,从而导致财务报表呈现“存贷双高”;<sup>②</sup>(2)为了掩盖大股东转移资金和自身经营不佳的事实,企业存在财务造假的动机,导致财务报表中的货币资金虚增;<sup>③</sup>(3)受股权融资限制,大股东持续投资扩张的倾向只能通过长期高负债满足,而这又进一步强化了大股东的持续债务融资动机,致其陷入借新还旧的恶性循环,进而导致“存贷双高”现象<sup>[2]</sup>。大股东“掏空”导致的“存贷双高”表象通常会伴随着业务经营不善、资金链断裂等严重影响上市公司经营的内在问题,这时公司的风险系数将会急剧升高,需要投资者、审计师和分析师保持谨慎和关注。目前,市场以及监管部门虽然已经意识到“存贷双高”可能存在的风险,但却仅仅局限于做出提醒,暂时没有从源头上采取有效措施,其对于“存贷双高”的认识仍停留在表面。现有研究也多局限于案例探讨和业界分析,缺少大样本实证研究,不足以说明和解释“存贷双高”背后的普遍原因。因此,“存贷双高”的深层次原因是什么,如何进行监管与治理成为亟须解决的重要问题。

代理理论认为,两权分离打破了传统的“同股同权”原则,催生了第二类代理问题的出现,使得大股东作为中小股东的代理人所拥有的实际控制权高于其所有权,使大股东产生了利用其控制权攫取私利的动机,即大股东存在“掏空”公司的动机<sup>[3-6]</sup>。正如 Jiang 等(2010)<sup>[7]</sup>研究发现,我国上市公司的大股东“掏空”问题十分严重,而且当大股东的控制权明显高于其所有权,即两权分离度较大时,其“掏空”程度更高。根据我国的统计数据可知,我国上市公司2007—2019年期间的两权分离度均值为13.66%,最大值甚至高达80.35%。这意味着,理论上,当以利益侵占或者转移资金进行再投资的收益

①关于京磁材料科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件的审核问询函的回复,问题10, [https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2\\_AN202210181579248142\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202210181579248142_1.pdf)。

②金花股份案例。2005年10月公司公告称在2005年半年报事后审核要求下的自查中发现,自2004年11月起公司以2.85亿元存单质押的方式为控股股东金花投资及其关联公司提供全额银行承兑保证,该项业务于2005年6月到期,金花投资及关联公司未能如期归还,公司存款2.85亿元被银行扣除。2005年公司半年报显示货币资金3.44亿元,实际可用货币现金仅为0.59亿元。此外以公司名义借贷、由金花投资承担相关财务费用并主要由金花投资保证、以其资产抵押或第三方保证的10笔银行借款共计3.17亿元,由金花投资使用并承担利息,但未在公司账面反映。

③2019年1月16日,在18康得新 SCP001违约后,康得新收到深交所问询函,要求就货币资金受限情形,存在大额货币资金但未能按时兑付的原因等事项做出说明。20日在《关于公司及控股股东、实际控制人、持股5%以上股东被中国证监会立案调查进展暨风险提示公告》中,公司披露“在证券监管部门调查过程中,同时经公司自查,发现公司存在大股东占用资金的情况”表明货币资金中实际存在隐藏的受限情况并未披露,从而造成公司仍然需要从外部大量融资。

高于以留存资金进行再投资的收益时,我国上市公司高度的两权分离环境,将为大股东通过“掏空”行为获取控制权私利提供更为便利的前提条件和成熟的动机<sup>[8-9]</sup>。相应地,我国上市公司因大股东“掏空”而出现“存贷双高”财务异象的可能性也将随之增加。基于此,本文从第二类代理问题的角度出发,以大股东的两权分离度识别其“掏空”动机,实证考察大股东“掏空”动机对上市公司“存贷双高”的影响及内在机理。

本文以2007—2019年中国A股上市公司为样本研究发现,大股东两权分离度越高,公司“存贷双高”问题越突出,表明两权分离下大股东“掏空”动机可能是企业“存贷双高”的驱动因素和深层次原因,该结论经过了反向因果和遗漏变量等一系列稳健性检验后依然成立。机制分析发现,上述影响在大股东融资压力较大时更强,在上市公司融资约束较低时更强,为公司“存贷双高”是大股东“掏空”动机所致提供了新证据;以卖空压力测量外部治理、以内部控制质量测量内部治理研究发现,有效的外部治理和内部治理机制能够抑制大股东“掏空”动机驱动的企业“存贷双高”;进一步分析表明,“存贷双高”将会导致公司未来财务绩效和可持续发展能力降低,严重阻碍了公司的长期高质量发展。

本文的贡献主要体现在以下三个方面。第一,本文从第二类代理问题视角为我国企业“存贷双高”的深层次成因研究提供了大样本实证证据。现有研究对企业“存贷双高”的讨论多停留在监管关注和业界分析。也有少数研究通过案例和实证分析的方式研究发现:微观层面,公司长期以债务再融资满足大股东私利和维系低效率的投资扩张是呈现“存贷双高”财务问题的直接原因<sup>[2]</sup>;宏观层面,宏观经济政策不确定性的加大也会加大企业对于“存贷双高”这一激进的投融资策略的倾向<sup>[10]</sup>。尚未有研究从代理问题的角度出发,探讨我国企业“存贷双高”之谜背后的深层次原因。本文基于第二类代理问题的实证发现,两权分离是我国企业采取“存贷双高”这一激进投融资策略的重要成因,为我国上市公司“存贷双高”之谜提供了第二类代理问题视角的解释和实证证据。

第二,本文为更好地认识大股东“掏空”动机下的企业决策和第二类代理问题的经济后果提供了更多证据。第二类代理问题是公司治理领域的重要问题<sup>[11-13]</sup>,尤其是在中国这种大股东持股比例较高的市场,已有研究发现,大股东对上市公司的利益侵占行为主要表现为关联交易<sup>[14-15]</sup>、资金占用<sup>[8,16]</sup>、多元化经营<sup>[17]</sup>、配股融资<sup>[18-19]</sup>等方式。本文则发现了“存贷双高”这一大股东侵占上市公司利益的新形式,补充了现有领域研究。

第三,本文研究为治理大股东“掏空”、解决我国企业“存贷双高”问题提供了公司治理机制的解释和证据。现实中,中国证监会在《会计监管风险提示第9号》中对“存贷双高”进行了风险提醒,进一步强调了“存贷双高”这一异常问题对于上市公司长期高质量发展的负面影响,但是目前业界与学界对“存贷双高”的成因仍缺乏更为深入的认识,导致难以采取有效的应对措施。本文实证发现,通过健全卖空机制以提升公司外部治理水平、完善内部控制机制以提升公司内部治理水平均有助于缓解大股东“掏空”,进而抑制公司“存贷双高”的产生,为规范大股东行为,并有效治理和应对企业“存贷双高”异常财务现象提供了政策启示,对于防范与治理实体经济运行面临的潜在风险具有借鉴意义。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

### (一) 文献回顾

欧美市场和新兴市场均普遍存在着股权集中的现象,通过金字塔控股结构、交叉持股和超额投票权等方式强化控制权,将会导致两权分离<sup>[12]</sup>。上市公司由于中小股东股权较为分散,不仅存在着更为明显的两权分离现象,而且其大股东对上市公司的控制权往往超过所有权,承担的责任与义务少于其控制的企业资源,大股东因此具备了侵害中小股东利益的条件和动机,且监管难度较大,不利于上市



公司的发展以及资本市场的繁荣,并且在相关法律法规不足、对投资者保护不佳的情况下更加明显<sup>[20]</sup>。两权分离大大提升了大股东“掏空”上市公司的可能性<sup>[21]</sup>。主要表现为大股东的控制权具有负“侵占效应”,所有权具有正“激励效应”,在两权分离程度较高的情况下,大股东侵占中小股东利益的动机更强,成本更低,尤其倾向于采用关联交易等手段进行“掏空”,但是由于相关行为的披露不足或者不及时,大股东存在提供虚假信息或者隐匿重要信息的动机,这加剧了上市公司的信息不对称性<sup>[22-24]</sup>。在这一情况下,当外部投资者预期到大股东有侵占中小股东利益的可能性时,便会考虑到这一投资风险,从而降低对该公司的投资意愿,进而导致该公司的融资成本上升<sup>[12,25]</sup>。

外部市场环境、相关法律制度等公司外部治理机制能够在一定程度上抑制大股东对中小股东利益的侵占行为。例如,Johnson等(2002)<sup>[20]</sup>指出在新兴市场,大股东侵占中小股东利益的情况较为普遍,当上市公司两权分离程度更高时第二类代理问题更为严重;胡凯和漆圣桥(2020)<sup>[26]</sup>指出股权质押制度建设等法律监管是大股东利用控股权优势进行“掏空”的重要约束条件,在法律制度相对健全的情况下,中小股东更容易借助法律索回被侵占的利益,大股东也会受到相应惩罚。公司治理结构等内部治理机制也会对第二类代理问题下的大股东“掏空”产生影响。例如,刘少波和马超(2016)<sup>[27]</sup>研究发现,由职业经理人担任的独立经理和由大股东委派的依附型经理会对大股东“掏空”行为产生有效的抑制作用,由大股东兼任的一体型经理则会使得大股东“掏空”行为更加严重,经理人的独立性能够在一定范围内作为有效的公司治理机制缓解大股东与中小股东之间的第二类代理问题;同样,卢太平和马腾飞(2021)<sup>[28]</sup>还从独立董事薪酬的角度进一步证明了独立董事独立性对抑制大股东“掏空”的重要性。

## (二) 理论分析与研究假设

Berle和Means(1991)<sup>[29]</sup>首先提出了股权分散治理结构下,股东与管理层之间的控制权与所有权两权分离现象。随着科学技术的进步,大规模生产经营下企业的组织形式愈加丰富,不同组织形式的两权分离程度不同。公司制企业的所有者以其出资额为限,聘用或者委派专人管理和经营公司,所有权与控制权存在一定程度分离。尤其是上市公司,其股东人数众多,不可能由全部所有者进行管理决策,这导致上市公司的两权分离程度更高。此时,由于中小股东持股分散、持股比例低,难以参与公司决策,大股东由此成了中小股东的代理人,掌握了实质上的控制权,对公司的决策具有绝对优势。这导致大股东的实际控制权高于所有权,从而大大降低了其侵占中小股东利益的成本,形成了大股东侵害中小股东利益的“掏空”动机。而中小股东无法对大股东的“掏空”行为做到完全监督,进一步加剧了中小股东利益的受损程度。因此,在两权分离程度相对更高的上市公司中,存在着更为严重的第二类代理问题。

随着企业对资金需求的日益增加,为了获取更多资金,越来越多企业选择上市融资,这使得两权分离现象更加普遍,而大规模的社会化生产成为主流也反过来进一步加剧了第二类代理问题。同时,当两权分离导致上市公司大股东以利益侵占或者资金转移进行再投资的收益高于以留存资金再投资的收益时,大股东通过金字塔式股权结构以较低的所有权获得较高控制权后,具备了牟取私利的条件和操纵上市公司决策的空间,产生了更为成熟的“掏空”动机<sup>[8]</sup>。具体而言,两权分离下,大股东一方面采取股权质押等方式占用上市公司的货币资金<sup>[27]</sup>,致使公司存在大量受限资金,实际可用于日常经营的资金严重缺失,导致公司业务经营不善、资金链断裂等严重影响上市公司持续经营的内在问题。公司的风险系数因此而急剧上升。此时,为了向外界传递资金充足、偿债能力良好、财务风险可控的信号,麻痹债权人和相关监督管理部门,从而掩盖大股东资金侵占和自身经营不佳的事实,公司只能通过包括债务融资在内的外部融资方式弥补实际可用资金的不足,甚至通过粉饰财务报表以虚增货币资金,最终使得公司财务报表呈现出货币资金与贷款同期双高的“存贷双高”现象。另一方面,在拥有

融资渠道的条件下,大股东倾向于通过外部融资以增加上市公司的可供“掏空”资金,从而满足其持续投资扩张的目的。而这又进一步强化了大股东通过债务方式持续融资的动机,致使公司陷入借新还旧的恶性循环。由于大量跨期融资的存在,公司财务报表往往直到期末时才会出现大量货币资金,从而导致公司财务报表出现“存贷双高”的异常结果<sup>[2,7,30]</sup>。基于以上分析,本文提出如下假设:

H:其他条件相同时,大股东控制权和所有权分离度越高,大股东“掏空”动机越强,企业的“存贷双高”问题越严重。

### 三、研究设计

#### (一) 数据说明

本文以2007—2019年中国A股上市公司为研究样本,检验大股东“掏空”动机下的企业“存贷双高”问题,样本起始于2007年的原因在于,自2007年1月起新企业会计准则开始实施,部分会计要素的确认和计量规则发生了较大改变。文中的公司财报数据、财务指标数据以及公司治理特征数据均源自国泰安数据库,市场化指数数据源自Wind数据库。一方面,为保证样本之间的可比性,本文剔除了金融类行业的上市公司样本和ST上市公司样本;另一方面,为避免极端值对回归结果的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。最终,研究样本包含3346家上市公司的25037个观测值。

#### (二) 模型与变量

为验证假设,本文构建模型(1)进行回归分析:

$$DHLH_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SEP_{i,t} + \gamma_i Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*代表企业,*t*代表年份。被解释变量  $DHLH_{i,t}$  为“存贷双高”,本文参考窦超等(2022)<sup>[1]</sup>、戴璐(2010)<sup>[31]</sup>的研究,选择以公司货币资金占总资产之比和贷款占总资产之比是否均高于行业中位数或大于20%来分别衡量上市公司是否存在“存贷双高”问题。需要说明的是,鉴于上市公司募集资金遵循专款专用原则的应予以剔除,故本文以剔除了尚未使用的募集资金金额后的货币资金占比进行测量。具体而言,当上市公司当年剔除尚未使用的募集资金金额之后的货币资金占总资产之比大于行业中位数,且贷款占总资产之比大于行业中位数时, $DHLH_{i,t}$ 取值为1,反之取值为0;当上市公司当年剔除尚未使用的募集资金金额(截至本期末尚未使用的募集资金金额)之后的货币资金占总资产之比大于20%,且贷款占总资产之比高于20%时, $DHLH2_{i,t}$ 取值为1,反之取值为0。解释变量  $SEP_{i,t}$  为大股东“掏空”,本文参考Porta等(1999)<sup>[12]</sup>、Claessens等(2002)<sup>[3]</sup>以及潘红波和余明桂(2014)<sup>[6]</sup>等已有研究,以实际控制人拥有上市公司控制权与所有权的两权分离度测量。

表1 主要变量定义

符号	变量定义和说明
$DHLH$	上市公司当年剔除尚未使用的募集资金金额(截至本期末尚未使用的募集资金金额)之后的货币资金占总资产之比大于行业中位数,且贷款占总资产之比大于行业中位数时,取值为1,反之为0。
$DHLH2$	上市公司当年剔除尚未使用的募集资金金额(截至本期末尚未使用的募集资金金额)之后的货币资金占总资产之比大于20%,且贷款占总资产之比高于20%时,取值为1,反之为0。
$DHLH_{adj}$	上市公司当年剔除募集资金专项账户余额(存放于募集资金专项账户的本期末余额)之后的货币资金占总资产之比大于行业中位数,且贷款占总资产之比大于行业中位数时,取值为1,反之为0。
$DHLH2_{adj}$	上市公司当年剔除募集资金专项账户余额(存放于募集资金专项账户的本期末余额)之后的货币资金占总资产之比大于20%,且贷款占总资产之比高于20%时,取值为1,反之为0。
$SEP$	大股东“掏空”:以实际控制人拥有上市公司控制权与所有权两权分离度测量,(实际控制人控制权—实际控制人所有权)/实际控制人控制权。

(续表1)

符号	变量定义和说明
<i>LNSIZE</i>	总资产的自然对数。
<i>LEV</i>	资产负债率:负债总计/资产总计。
<i>ROA</i>	净资产回报率:净利润/资产总计。
<i>SHRZ</i>	股权制衡:第二大股东与第一大股东持股比例之比。
<i>BORAD</i>	董事会规模:董事会人数的自然对数。
<i>INDEP</i>	独立董事比例:独立董事人数与董事会人数之比。
<i>DACC</i>	公司信息不透明度:参考潘越等(2011) <sup>[33]</sup> 的研究以公司盈余质量衡量公司信息不透明度,其中盈余质量通过修正的 Jones 模型在行业一年份层面回归得到的残差并取绝对值来衡量。
<i>PPE</i>	固定资产投资规模:固定资产净额/资产总计。
<i>CFO</i>	自由现金流:经营活动产生的现金流量与总资产之比。
<i>AGE</i>	公司上市年限。
<i>MKT</i>	市场化程度:公司所在省份的樊纲市场化指数总得分的自然对数。

控制变量方面,本文参考樊纲等(2011)<sup>[32]</sup>、潘红波和余明桂(2014)<sup>[6]</sup>、何丽敏等(2022)<sup>[33]</sup>等已有研究,在模型中控制了企业总资产的自然对数(*LNSIZE*)、资产负债率(*LEV*)、净资产回报率(*ROA*)、股权制衡(*SHRZ*)、董事会规模(*BORAD*)、独立董事比例(*INDEP*)、公司信息不透明程度(*DACC*)、固定资产投资规模(*PPE*)、经营活动产生的现金流量与总资产之比(*CFO*)、公司上市年限(*AGE*)和樊纲市场化指数(*MKT*)。具体变量定义见表1。为排除行业间异质性和时间趋势的影响,本文进一步控制了行业固定效应和年份固定效应。

### (三) 描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。“存贷双高”(*DHLH*)的均值为0.2279,说明存在“存贷双高”问题的上市公司在样本公司中的占比为22.79%。以两权分离度衡量的上市公司大股东“掏空”(*SEP*)的均值为0.1366,最小值为0、最大值高达0.8035,说明各上市公司的两权分离度具有较大差异,存在不同强度的大股东“掏空”动机。资产负债率(*LEV*)的最小值和最大值分别为0.0537和1.2919,表明公司之间的偿债能力存在较大差异。资产收益率(*ROA*)的最小值和最大值分别为-0.3894和0.2043,表明公司之间的盈利能力存在较大差异。市场化程度(*MKT*)的最小值和最大值分别为1.3661和2.4882,说明各省份的市场化程度存在一定差异。其余变量与已有文献基本一致。

表2 描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	上四分位数	下四分位数	最大值	观测值
<i>DHLH</i>	0.2279	0.0000	0.4195	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	25037
<i>DHLH2</i>	0.0504	0.0000	0.2188	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	25037
<i>SEP</i>	0.1366	0.0000	0.2121	0.0000	0.0000	0.2494	0.8035	25037
<i>LNSIZE</i>	22.1094	21.9276	1.2906	18.8975	21.1942	22.8324	26.4828	25037
<i>LEV</i>	0.4422	0.4369	0.2083	0.0537	0.2798	0.5964	1.2919	25037
<i>ROA</i>	0.0357	0.0351	0.0642	-0.3894	0.0134	0.0641	0.2043	25037
<i>SHRZ</i>	0.1182	0.0415	0.2140	0.0000	0.0191	0.1129	1.4885	25037
<i>BORAD</i>	2.2592	2.3026	0.1780	1.7918	2.0794	2.3026	2.7726	25037
<i>INDEP</i>	0.3723	0.3333	0.0532	0.0909	0.3333	0.4286	0.5714	25037
<i>DACC</i>	0.0631	0.0426	0.0667	0.0007	0.0190	0.0817	0.3759	25037
<i>PPE</i>	0.2281	0.1949	0.1674	0.0012	0.0972	0.3255	0.7386	25037
<i>CFO</i>	0.0454	0.0451	0.0728	-0.2120	0.0064	0.0867	0.2637	25037
<i>AGE</i>	11.1623	10.0000	6.7158	2.0000	5.0000	17.0000	26.0000	25037
<i>MKT</i>	2.1861	2.2311	0.2316	1.3661	2.0592	2.3730	2.4882	25037

## 四、实证结果与分析

### (一) 主回归

表3是假设1的回归结果。其中第(1)列和第(3)列为未添加控制变量的结果,大股东“掏空”(SEP)的系数达到了0.3306和0.2464分别在1%和5%的水平上显著为正;第(2)列和第(4)列是加入控制变量的回归结果,结果显示大股东“掏空”(SEP)对企业“存贷双高”(DHLH、DHLH2)的回归系数0.2424和0.2075分别在1%和5%显著性的水平上显著为正,说明大股东“掏空”对企业“存贷双高”有显著正向影响。该影响在经济意义上也是显著的,以第(2)列结果为例,大股东“掏空”(SEP)对企业“存贷双高”(DHLH)的回归系数为0.2424,换算为平均边际效用达到了0.0633,即大股东两权分离度指标每提高一个单位,企业出现“存贷双高”的概率就会相应提高6.33%,与样本22.79%的平均值相比具有比较明显的经济意义。以上结果支持了假设1,即两权分离度越高的大股东“掏空”动机越强,上市公司越可能出现“存贷双高”。

表3 大股东“掏空”与存贷双高的回归结果

	DHLH		DHLH2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
SEP	0.3306 *** (0.0741)	0.2424 *** (0.0768)	0.2464 ** (0.1008)	0.2075 ** (0.1055)
LNSIZE		0.0283 (0.0173)		0.0121 (0.0250)
LEV		2.8503 *** (0.1017)		2.1780 *** (0.1427)
ROA		0.8739 *** (0.2286)		0.8658 *** (0.3155)
SHRZ		-0.0904 (0.0688)		-0.1328 (0.0998)
BORAD		0.1172 (0.1086)		0.3898 ** (0.1515)
INDEP		0.2604 (0.3303)		0.8405 * (0.4635)
DACC		-0.3301 ** (0.1647)		0.5691 *** (0.2173)
PPE		-0.6175 *** (0.1144)		-1.2600 *** (0.1561)
CFO		0.2229 (0.1682)		1.0468 *** (0.2237)
AGE		-0.0009 (0.0029)		-0.0010 (0.0044)
MKT		-0.0503 (0.0890)		-0.0699 (0.1151)
CONS	-0.4592 *** (0.0930)	-2.6821 *** (0.4946)	-1.4006 *** (0.1006)	-3.7694 *** (0.7208)
IND, YEAR	YES	YES	YES	YES
Obs.	25,037	25,037	25,037	25,037
Pseudo. R <sup>2</sup>	0.0101	0.1267	0.0239	0.1142

注:括号内为聚类到公司层面的稳健标准误;\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。下同。



## (二) 稳健性检验

1. 工具变量回归。考虑到大股东“掏空”可能内生于企业财务决策<sup>[34-35]</sup>,即“存贷双高”企业的大股东更愿意以高度两权分离的股权安排进行“掏空”,这可能会对本文关于大股东“掏空”与企业“存贷双高”之间的因果关系识别造成干扰。为此,本文选择以工具变量回归的方式排除该干扰因素的影响以确保主要结论的稳健性。首先,借鉴 Bellemare 等(2017)<sup>[36]</sup>、刘玉和盛宇华(2018)<sup>[37]</sup>的研究,本文计算了公司当年所在省份同行业中除本公司以外其他公司的大股东两权分离度均值(*SEP\_iv*),并以此作为工具变量。原因在于以下两点:一是,由于同地域同行业内的企业处在几乎相同的资本市场环境和制度环境之中,彼此之间具有一定的战略同质化特点和相似的行为决策倾向。这使得公司当年所在省份同行业中其他公司的大股东两权分离度与本公司的大股东两权分离度呈正相关关系,满足工具变量的相关性要求。二是,公司当年所在省份同行业中其他公司的大股东并不参与本公司的财务决策,因此其大股东两权分离度与本公司的“存贷双高”之间并不存在直接相关性,满足工具变量的外生性要求。其次,本文借鉴孙轻宇等(2022)<sup>[38]</sup>的研究,以上市公司的流通股占比作为大股东两权分离的另一个工具变量。原因在于以下两点:一是,流通股占比越大,控股股东获得股权的成本则越高,其越倾向于通过减少流通股持有量以降低现金流权的占比,而这将导致该公司的两权分离更加严重,满足工具变量的相关性要求。二是,流通股占比越高越可以反映公司的真实价值,但是与“存贷双高”并无直接的相关性关系,满足工具变量的外生性要求。表4中第(1)列至第(6)列是工具变量回归的结果,可以发现,AR 检验和 Wald 检验表明本文的工具变量选取均有效。表4第(1)列和第(2)列中大股东“掏空”(*SEP*)的系数0.7716和0.0923均在1%的水平上显著为正,验证了工具变量与解释变量之间的正相关关系。第(3)列至第(6)列为工具变量的第二阶段回归结果,*SEP*的系数2.5989、2.2839、3.5399和2.2234均显著为正,依然能够验证本文的研究假设。这些结果表明,在控制可能的互为因果关系影响之后,本文的主回归结果依然是稳健的,为假设1提供了进一步支持。

2. 进一步控制省份固定效应。我国地域辽阔,不同地区的法制环境和市场化发展有明显差异<sup>[2,12,39]</sup>,这无疑对上市公司的公司治理和财务决策有明显影响。虽然在基准模型设计中,我们参考樊纲等(2011)<sup>[32]</sup>的研究加入了地区市场化程度控制变量,但为确保本文结论的稳健性,本文进一步控制了上市公司所在省份的固定效应以保证本文主要发现不受可能遗漏的地区固定特征的影响。回归结果见表5中的第(1)列和第(2)列,可以发现大股东“掏空”(*SEP*)对企业“存贷双高”的估计系数为0.2659和0.2510,分别在1%和5%的水平上显著为正。以上结果表明,在排除省份固定特征的可能干扰之后,本文的主要结论依然成立。

3. 关键变量的替代性测量。(1)被解释变量的替代性测量。根据《上市公司募集资金管理和使用的监管要求》<sup>①</sup>,暂时闲置的募集资金可以在规定情形下用于暂时补充流动资金,且单次补充最长不得超过十二个月,公司应当于到期日之前将该部分资金归还至募集资金专户。这往往会导致期末披露的尚未使用募集资金金额低于募集资金专项账户余额。因此,前文上市公司“存贷双高”变量选择以剔除了尚未使用募集资金金额后的货币资金占比和贷款占比为基础进行衡量,忽略了暂时补充流动资金导致的差异。这可能会因为低估募集资金的存款占用额而高估公司的“存贷双高”水平,从而影响本文回归结论的准确性。为排除此影响,本文选择以上市公司当年剔除募集资金专项账户余额(存放于募集资金专项账户的本期末余额)之后的货币资金占总资产之比为基础,重新构造“存贷双高”哑变量(*DHLH\_adj*和*DHLH2\_adj*),并代入模型(1)重新进行回归。结果如表5第(3)列和第(4)列所示,*SEP*的系数分别在1%和10%的水平上显著为正。以上结果表明,在排除高估公司“存贷双高”水平的可能干扰后,本文的主要结论依然是稳健的。

①上市公司募集资金管理和使用的监管要求, <http://www.csrc.gov.cn>。



表4 稳健性检验1

	IV 一阶段回归		IV 二阶段回归			
	SEP		DHLH		DHLH2	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SEP			2.5989*** (0.9922)	2.2839*** (0.5119)	3.5399** (1.4814)	2.2234*** (0.7718)
SEP_iv	0.7716*** (0.2495)	0.0923*** (0.0112)				
CONTROLS, IND, YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONS	0.5215*** (0.0912)	0.4585*** (0.0918)	-3.8069*** (0.5663)	-3.6810*** (0.3753)	-5.4235*** (0.8440)	-4.7639*** (0.5540)
PROVINCE	NO	NO	NO	NO	NO	NO
Obs.	24973	25037	24973	25037	24973	25037
Adj. R <sup>2</sup>	0.0604	0.0660				
Wald chi2			2729.2800***	2790.3500***	897.8700***	945.4300***
AR test	chi2		7.5900***	21.4500***	6.2500**	8.5600***
Wald test	chi2		6.8600***	19.9000***	5.7100**	8.3000***

表5 稳健性检验2

	添加省份固定效应		替换被解释变量		替换解释变量		标准误聚类至行业层面	
	DHLH_adj	DHLH2_adj	DHLH_adj	DHLH2_adj	DHLH	DHLH2	DHLH	DHLH2
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
SEP	0.2659*** (0.0770)	0.2510** (0.1042)	0.2633*** (0.0774)	0.2051* (0.1055)			0.2424*** (0.0682)	0.2075** (0.1030)
SEP_dum					0.0819** (0.0320)	0.0981** (0.0441)		
CONTROLS, IND, YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONS	-1.6716** (0.8123)	-1.2639 (1.1234)	-2.5563*** (0.4933)	-3.7805*** (0.7196)	-2.6641*** (0.4965)	-3.8018*** (0.7255)	-2.6821*** (0.4935)	-3.7694*** (1.0185)
PROVINCE	YES	YES	NO	NO	NO	NO	NO	NO
Obs.	25037	25037	25037	25037	25037	25037	25037	25037
Pseudo. R <sup>2</sup>	0.1311	0.1259	0.1246	0.1096	0.1263	0.1144	0.1267	0.1142

(2)解释变量的替代性测量。根据潘红波和余明桂(2014)<sup>[6]</sup>的研究,公司的两权分离程度还可以用该公司的两权分离度是否高于所在行业的三分之二分位数来衡量。为了排除两权分离变量测量方式不同对主回归结论的影响,本文进一步通过替换解释变量的测量方式重新对研究假设进行验证。首先,当上市公司当年的两权分离度高于所在行业的三分之二分位数时,SEP\_dum取值为1,反之为0,代入模型(1)重新回归。结果如表5第(5)列和第(6)列所示,SEP\_dum的系数0.0819和0.0981均在5%的水平上显著为正。以上结果表明,在替换了大股东“掏空”的测量方式后本文结论依然具有稳健性。

4. 模型设计方法调整。前文中,本文将公司个体作为聚类依据的目的在于排除各公司不同年份干扰项间可能存在相关性而导致的回归偏误。但是,在公司层面计算聚类标准误的前提是不同公司之间不存在相关性,忽略了同一行业内部公司间可能会因为竞争关系而相互关联的事实。为保证本文结论的稳健性,本文将聚类依据调整为行业层面,以排除模型设计方法偏差对本文结论的影响。结果如表5

第(7)列和第(8)列所示, *SEP* 的系数0.2424和0.2075分别在1%和5%的水平上显著为正。以上结果表明,排除了聚类集群选择不同而可能导致的干扰后,本文的主要结论依然成立,进一步证明了本文结论的稳健性。

## 五、作用机制与进一步分析

### (一) 大股东融资压力、大股东“掏空”与“存贷双高”

本文进一步检验了大股东“掏空”影响企业“存贷双高”的作用机理。已有研究认为,大股东“掏空”上市公司的理论逻辑在于侵占上市公司资金以缓解其融资压力<sup>[27]</sup>,而这一方面源于大股东面临的较高融资压力,另一方面则取决于上市公司能否从市场获得足够的融资渠道。为了在不改变样本量的前提下直接体现大股东融资压力较大和融资约束较强,以及融资压力较小和融资约束较低时,大股东“掏空”对企业“存贷双高”影响的差异,本文参考 Gao 和 Zhang(2017)<sup>[40]</sup>构建虚拟变量双交互项的处理方式对以上两条机制展开分析。

大股东融资压力方面,我们借鉴牛煜皓等(2023)<sup>[41]</sup>以各上市公司三年内未解押的初始市值最大的一笔质押交易所对应的质押压力作为其当年的大股东融资压力衡量标准。其中,以“质押日前20个交易日的复权价均价/会计年度截止到目前20个交易日复权价均价”的比值作为上市公司单笔质押交易的质押压力。具体而言,首先,我们基于上市公司当年所在省份行业的大股东融资压力中位数将各公司的大股东融资压力(*PRS*)拆分为融资压力较高(*PRS\_high*)和较低(*PRS\_low*)两个虚拟变量。当上市公司当年的大股东融资压力高于其所在省份行业的中位数时,*PRS\_high*取值为1且*PRS\_low*取值为0;当上市公司当年的大股东融资压力低于其所在省份行业的中位数时,*PRS\_high*取值为0且*PRS\_low*取值为1。其次,将*PRS\_high*和*PRS\_low*分别与大股东“掏空”(*SEP*)相乘得到一组双交互项(*PRS\_high* × *SEP*、*PRS\_low* × *SEP*)。其中,*PRS\_high* × *SEP*和*PRS\_low* × *SEP*相加等于*SEP*,且二者不为0时分别表示大股东融资压力较高和较低时上市公司的大股东“掏空”动机。最后,将*PRS\_high* × *SEP*和*PRS\_low* × *SEP*一起代替模型(1)中的*SEP*重新回归,结果如表6所示。

表6中第(1)列的结果显示,*PRS\_high* × *SEP*的系数为0.5544在1%的水平上显著为正,*PRS\_low* × *SEP*的系数为0.1451在10%的水平上显著为正,进一步通过系数差异检验可知,*PRS\_high*的系数在1%的水平上显著高于*PRS\_low*的系数。这说明,相比于低融资压力,大股东“掏空”对企业“存贷双高”的影响在高融资压力下要高0.4093,这相当于低融资压力下的2.8倍。第(2)列中,*PRS\_high* × *SEP*的系数0.4629,在1%的水平上显著为正,而*PRS\_low* × *SEP*的系数不显著。该结果说明大股东“掏空”对企业“存贷双高”的影响在融资压力较大时要比融资压力较小时高0.3384,是融资压力较小时的2.7倍。以上结果表示在控制其他变量不变的情况下,面临较大融资压力的上市公司更有可能因为大股东“掏空”而呈现出“存贷双高”的经济异象。

上市公司融资约束方面,我们借鉴 Hadlock 和 Pierce(2010)<sup>[42]</sup>、余明桂等(2019)<sup>[43]</sup>的研究,以 SA 指数衡量上市公司面临的融资约束水平。首先,我们以上市公司当年所在省份行业的融资约束中位数为基础,将公司融资约束(*SA*)拆分为融资约束较高(*SA\_high*)和较低(*SA\_low*)两个虚拟变量。当上市公司当年的融资约束高于省份行业中位数时,*SA\_high*取值为1且*SA\_low*取值为0;当上市公司当年的融资约束低于省份行业中位数时,*SA\_high*取值为0且*SA\_low*取值为1。其次,将*SA\_high*和*SA\_low*分别与大股东“掏空”(*SEP*)相乘得到一组双交互项(*SA\_high* × *SEP*、*SA\_low* × *SEP*)。其中,*SA\_high* × *SEP*和*SA\_low* × *SEP*相加等于*SEP*,且二者不为0时分别表示融资约束较高和较低时上市公司的大股东“掏空”动机。最后,将*SA\_high* × *SEP*和*SA\_low* × *SEP*一起代替模型(1)中的*SEP*重新回归,结果如

表6所示。

表6第(3)列中, $SA\_high \times SEP$ 的系数不显著,而 $SA\_low \times SEP$ 的系数0.3131在1%的水平上显著为正。这说明,融资约束较低时大股东“掏空”对企业“存贷双高”的影响比融资约束较高时高0.1612,这相当于高融资约束下的1.1倍。第(4)列中, $SA\_high \times SEP$ 的系数不显著,而 $SA\_low \times SEP$ 的系数0.2812在5%的水平上显著为正。该结果说明,大股东“掏空”对企业“存贷双高”的影响在融资约束较小时比融资约束较强时高0.1572,这相当于融资约束较强时的1.3倍。这些结果表明,当面临比较严重的融资约束时,上市公司大股东“掏空”导致“存贷双高”的可能性相应比较低;与之对应的是,面临的融资约束较低时,上市公司大股东“掏空”对企业“存贷双高”的加剧作用更加明显。这验证了上市公司能否从资本市场获取融资是决定大股东是否会通过“存贷双高”的财务安排侵占上市公司利益的重要条件。

表6 基于大股东融资压力的作用机理分析

	<i>DHLH</i>	<i>DHLH2</i>	<i>DHLH</i>	<i>DHLH2</i>	<i>DHLH</i>	<i>DHLH2</i>	<i>DHLH</i>	<i>DHLH2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PRS_high</i> × <i>SEP</i>	0.5544 *** (0.1078)	0.4629 *** (0.1422)						
<i>PRS_low</i> × <i>SEP</i>	0.1451 * (0.0811)	0.1245 (0.1156)						
<i>SA_high</i> × <i>SEP</i>			0.1519 (0.0963)	0.1240 (0.1330)				
<i>SA_low</i> × <i>SEP</i>			0.3131 *** (0.0912)	0.2812 ** (0.1253)				
<i>SHORT_yes</i> × <i>SEP</i>					0.1047 (0.1248)	0.1867 (0.1795)		
<i>SHORT_no</i> × <i>SEP</i>					0.2931 *** (0.0822)	0.2147 * (0.1131)		
<i>IC_high</i> × <i>SEP</i>							0.1371 (0.1015)	0.0849 (0.1410)
<i>IC_low</i> × <i>SEP</i>							0.2918 *** (0.0822)	0.2643 ** (0.1151)
CONTROLS,IND,YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>CONS</i>	-2.6756 *** (0.4941)	-3.7672 *** (0.7204)	-2.6776 *** (0.4942)	-3.7708 *** (0.7216)	-2.7720 *** (0.4987)	-3.7824 *** (0.7291)	-2.7349 *** (0.4956)	-3.8318 *** (0.7265)
Obs.	25,037	25,037	25,037	25,037	25,037	25,037	25,037	25,037
Pseudo. R <sup>2</sup>	0.1275	0.1150	0.1269	0.1144	0.1269	0.1142	0.1268	0.1145

## (二) 公司治理、大股东“掏空”与“存贷双高”

前文发现,融资压力和融资约束是大股东通过推动上市公司采取“存贷双高”的财务安排,以侵占公司资金的主要前提条件。那么,是否存在适当的治理机制以有效避免大股东“掏空”动机下的“存贷双高”问题?这对我们更好地认识如何治理企业“存贷双高”有重要意义,故本部分依然参考 Gao 和 Zhang(2017)<sup>[40]</sup>构建虚拟变量双交互项的处理方式,从外部治理和内部治理两个维度对此展开进一步检验。

外部治理机制方面,我们重点考虑市场定价机制的约束作用并以卖空约束进行检验。这是因为卖空压力能够通过阻止企业不当行为,促进价格发现和提升市场运作效率,从而完善企业外部治

理<sup>[44-45]</sup>。由于企业外部治理是缓解第二类代理问题,抑制大股东侵占中小股东利益的重要机制<sup>[20]</sup>,所以在理论上,卖空压力的存在可以使得投资者更加关注上市公司财务报告,加大实际控制人以“存贷双高”的方式“掏空”公司的成本,抑制“存贷双高”问题的出现。根据庞家任等(2019)<sup>[46]</sup>的研究,本文首先以上市公司是否为融资融券标的股来衡量公司面临的卖空压力,进而作为公司外部治理水平的代理指标,并以此为标准构造上市公司卖空压力较大和较小哑变量( $SHORT\_yes$ 、 $SHORT\_no$ )。具体而言,当上市公司为融资融券标的股时, $SHORT\_yes$ 取值为1且 $SHORT\_no$ 取值为0;当上市公司不是融资融券标的股时, $SHORT\_yes$ 取值为0且 $SHORT\_no$ 取值为1。其次,将 $SHORT\_yes$ 、 $SHORT\_no$ 分别与 $SEP$ 相乘得到一组有关外部治理的双交互项( $SHORT\_no \times SEP$ 和 $SHORT\_yes \times SEP$ )。其中, $SHORT\_no \times SEP$ 和 $SHORT\_yes \times SEP$ 相加等于 $SEP$ ,且二者不为0时分别表示卖空压力较大、外部治理水平较高时上市公司的大股东“掏空”动机和卖空压力较小、外部治理水平较低时上市公司的大股东“掏空”动机。最后,将 $SHORT\_no \times SEP$ 和 $SHORT\_yes \times SEP$ 一起代替模型(1)的 $SEP$ 重新回归,结果如表6所示。

如表6所示,第(5)列中 $SHORT\_no \times SEP$ 的系数0.2931在1%的水平上显著为正,而 $SHORT\_yes \times SEP$ 的系数不显著。这说明,没有卖空压力时企业大股东“掏空”对“存贷双高”的影响比有卖空压力时高0.1884,这相当于面临卖空压力企业的1.8倍。第(6)列中, $SHORT\_no \times SEP$ 的系数0.2147在10%的水平上显著为正,而 $SHORT\_yes \times SEP$ 的系数不显著。该结果说明,没有卖空压力时企业大股东“掏空”对“存贷双高”的影响比有卖空压力时高0.0280,这相当于面临卖空压力企业的0.1倍。以上结果说明卖空压力可以有效抑制大股东“掏空”行为,表现为当上市公司面临较大的卖空压力时,大股东“掏空”动机的增强并不会提升“存贷双高”出现的概率,而卖空压力较小时大股东“掏空”对“存贷双高”的加剧作用则较为明显。这证明了通过健全卖空机制以加大公司外部治理是抑制上市公司因大股东“掏空”而产生“存贷双高”问题的重要方式。

内部治理机制方面,已有研究表明,无论是股权制衡、公司治理结构安排还是公司章程设计等内部治理机制,都会对公司第二类代理问题起到一定的抑制作用<sup>[27-28]</sup>。因此,为了验证完善的内部治理机制是否可以缓解大股东“掏空”导致的“存贷双高”问题,首先,本文选择以内部控制指数衡量上市公司的内部治理水平,并以此为标准构造内部控制水平较高和较低哑变量( $IC\_high$ 、 $IC\_low$ )。具体而言,当上市公司内部控制指数得分高于所在省份行业的三分之一分位数时, $IC\_high$ 取值为1且 $IC\_low$ 取值为0;当上市公司内部控制指数得分低于所在省份行业的三分之一分位数时, $IC\_low$ 取值为1且 $IC\_high$ 取值为0。其次,将 $IC\_high$ 、 $IC\_low$ 分别与 $SEP$ 相乘得到一组关于内部治理的双交互项( $IC\_high \times SEP$ 和 $IC\_low \times SEP$ )。其中, $IC\_high \times SEP$ 和 $IC\_low \times SEP$ 相加等于 $SEP$ ,且二者不为0时分别表示内部控制完善、内部治理水平较高时上市公司的大股东“掏空”动机和内部控制不完善、内部治理水平较低时上市公司的大股东“掏空”动机。最后,将 $IC\_high \times SEP$ 和 $IC\_low \times SEP$ 一起代替模型(1)的 $SEP$ 重新回归,结果如表6所示。

如表6所示,第(7)列中 $IC\_low \times SEP$ 的系数0.2918在1%的水平上显著为正,而 $IC\_high \times SEP$ 的系数不显著。这说明,内部控制水平较高时企业大股东“掏空”对“存贷双高”的影响比内部控制水平较低时高0.1547,这相当于内部控制水平较低企业的1.1倍。第(8)列中, $IC\_low \times SEP$ 的系数0.2643在5%的水平上显著为正,而 $IC\_high \times SEP$ 的系数不显著。这说明,内部控制水平较高时企业大股东“掏空”对“存贷双高”的影响比内部控制水平较低时高0.1794,这相当于内部控制水平较低企业的2.1倍。以上结果说明内部控制建设能对上市公司的大股东“掏空”形成有效制约,表现为上市公司内部控制较为健全的情况下大股东“掏空”与企业“存贷双高”的相关性并不明显,而在内部控制质量相对较差时,大股东“掏空”加剧企业“存贷双高”的作用更加明显。这些结果表明,完善内部控制机制以加强公司内部治理,在约束大股东通过“存贷双高”侵占上市公司利益中具有重要作用。



### (三) 基于公司价值的进一步分析

前文研究发现,大股东“掏空”动机对企业“存贷双高”有重要影响,这不符合企业价值最大化的目标<sup>[1]</sup>。故本部分进一步检验了企业“存贷双高”这一激进的投融资策略对公司价值的影响,这将有助于我们更好地理解大股东“掏空”动机下的“存贷双高”异常财务现象。因此,本文从财务绩效和发展绩效两个维度对“存贷双高”的公司价值效应展开检验,具体选取公司下一期的净资产回报率( $ROE_{t+1}$ )测量财务绩效,选取可持续增长率( $SGR_{t+1}$ )<sup>①</sup>测量公司发展绩效。

回归结果如表7所示,第(1)列和第(2)列为企业“存贷双高”对未来一期财务绩效的影响, $DHLH$ 的系数 $-0.0023$ 在5%的水平上显著为负,表示企业“存贷双高”水平每上升一个单位,其未来一期净资产回报率将随之下降0.23%; $DHLH2$ 的系数 $-0.0054$ 在1%的水平上显著为负,表示企业“存贷双高”水平每上升一个单位,其未来一期净资产回报率将随之下降0.54%。第(3)列和第(4)列为企业“存贷双高”对未来一期发展绩效的影响, $DHLH$ 的系数 $-0.0066$ 在1%的水平上显著为负,表示企业“存贷双高”水平每上升一个单位,其未来一期可持续增长率将随之下降0.66%; $DHLH2$ 的系数 $-0.0076$ 在1%的水平上显著为负,表示企业“存贷双高”水平每上升一个单位,其未来一期可持续增长率将随之下降0.76%。以上结果说明,“存贷双高”这一激进的投融资策略会对企业的未来财务绩效和可持续发展水平产生明显的负面影响,不仅会降低企业的长期盈利能力,也会破坏企业的内生增长动力,不利于持续经营和企业价值最大化目标的实现,阻碍了企业的长期高质量发展。

表7 进一步分析

	$ROE_{t+1}$		$SGR_{t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$DHLH$	$-0.0023^{**}$ (0.0010)		$-0.0066^{***}$ (0.0013)	
$DHLH2$		$-0.0054^{***}$ (0.0018)		$-0.0076^{***}$ (0.0026)
CONS	$-0.0481^{***}$ (0.0113)	$-0.0481^{***}$ (0.0113)	0.0039 (0.0142)	0.0049 (0.0142)
CONTROLS, IND, YEAR	YES	YES	YES	YES
Obs.	22,139	22,139	19,775	19,775
Adj. $R^2$	0.2953	0.2954	0.2418	0.2408

## 六、结论与启示

“存贷双高”是企业违背价值最大化目标的非理性选择,是阻碍企业长期健康发展的经济异象。探究产生“存贷双高”的深层次原因对补充和完善我国实体经济运行风险的研究具有重要意义。本文以2007—2019年中国A股上市公司为样本,从第二类代理问题的视角检验了企业“存贷双高”之谜的内在逻辑、经济后果及其治理机制。首先,本文研究发现,大股东两权分离度越高,企业“存贷双高”问题越严重,表明大股东控制权与所有权分离度越高的上市公司,更容易采取“存贷双高”这一激进的投融资策略,该结论在经过一系列稳健性检验后仍然成立。其次,本文通过作用机理分析发现,两权分离度对企业“存贷双高”的促进效应主要源于大股东融资压力,且仅在上市公司融资压力较低时才会发挥

<sup>①</sup>可持续增长率( $SGR$ )的具体测量为:(净利润/所有者权益合计平均余额)×[1-每股派息税前/(净利润本期值/实收资本平均余额)]。

作用。进一步地,本文以卖空压力衡量外部治理、以内部控制衡量内部治理的异质性分析发现,有效的外部治理和内部治理机制能够有效抑制大股东“掏空”、降低企业“存贷双高”水平。最后,大股东“掏空”导致的“存贷双高”将对公司未来经营业绩和市值产生严重负面影响,不利于公司的长期可持续和高质量发展。

自中国证监会在《会计监管风险提示第9号》中对企业“存贷双高”问题做出风险提示以来,业界和学术界一直未能探寻到其产生的根本原因,无法从源头避免其为资本市场运行带来的巨大风险。本文则通过大样本实证的方式为我国企业产生“存贷双高”财务异象的根本成因做出了解答,并为此提供了可借鉴的经验证据。本文的结论让相关研究不再仅仅停留在个案分析和业界讨论上,而为大股东“掏空”动机是导致企业“存贷双高”现象这一观点提供了大样本实证证据,有助于引起资本市场对企业“存贷双高”问题的深度重视,而非只停留在风险提示层面。此外,本文的结论还有助于解释我国实体经济运行风险加剧的原因,并通过公司外部治理和内部治理机制的异质性检验,揭示了完善的公司内、外部治理机制有助于缓解大股东“掏空”动机引致的“存贷双高”的现象,为如何解决企业的“存贷双高”问题提供了借鉴。整体上,投资者和监管机构应当进一步加深对企业“存贷双高”问题的认识和重视程度,重点关注两权分离度较高企业的“存贷双高”问题,对于两权分离度较高与“存贷双高”现象并存的公司,中小投资者应谨慎投资,监管部门应重点关注。进一步地,监管部门应当完善投资者保护相关法律法规,健全卖空机制,优化市场环境和公司内部治理机制以抑制大股东“掏空”行为,这有助于从根源上解决企业“存贷双高”问题,防范实体经济运行风险的累积。

#### 参考文献:

- [1] 窦超,原亚男,白学锦.上市公司“存贷双高”异象与股价崩盘风险[J].中国工业经济,2022(4):174-192.
- [2] 戴璐,汤谷良.长期“双高”现象之谜:债务融资、制度环境与大股东特征的影响——基于上海科技与东盛科技的案例分析[J].管理世界,2007(8):129-139.
- [3] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J P H, et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(6): 2741-2771.
- [4] 李胜楠.民营企业上市方式、两权偏离度与现金持有价值[J].经济管理,2010(3):101-109.
- [5] LIN C, MA Y, MALATESTA P, et al. Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(1): 1-23.
- [6] 潘红波,余明桂.大股东两权分离:代理效应抑或风险分散化效应?[J].经济管理,2014(11):47-57.
- [7] JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1): 1-20.
- [8] 李增泉,辛显刚,于旭辉.金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J].管理世界,2008(1):123-135.
- [9] VILLALONGA B, AMIT R. How Are U. S. Family Firms Controlled? [J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(8): 3047-3091.
- [10] 高敬忠,王天雨,王英允.经济政策不确定性与“双高现象”[J].外国经济与管理,2021(4):3-18.
- [11] MEANS G C. The Separation of Ownership and Control in American Industry[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1931, 46(1): 68-100.
- [12] PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Corporate Ownership Around the World[J]. The Journal of Finance, 1999, 54: 471-517.
- [13] BECHT M, BOLTON P, RÖELL A. Corporate Governance and Control[M]. Amsterdam: Handbook of the Economics of Finance, 2003: 1-109.
- [14] BAE K H, KANG J K, KIM J M. Tunneling or Value Added? Evidence from mergers by Korean Business Groups[J]. The

- Journal of Finance,2002,57(6):2695-2740.
- [15] 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.
- [16] SHLEIFER A, WOLFENZON D. Investor Protection and Equity Markets[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66(1):3-27.
- [17] LEWELLEN W G. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger[J]. The Journal of Finance, 1971, 26(2):521-537.
- [18] 刘俏, 陆洲. 公司资源的“隧道效应”——来自中国上市公司的证据[J]. 经济学(季刊), 2004(1):437-456.
- [19] 王良成, 陈汉文, 向锐. 我国上市公司配股业绩下滑之谜: 盈余管理还是掏空? [J]. 金融研究, 2010(10):172-186.
- [20] JOHNSON S, MCMILLAN J, WOODRUFF C. Property Rights and Finance[J]. American Economic Review, 2002, 92(5):1335-1356.
- [21] 冯旭南, 李心愉, 陈工孟. 家族控制、治理环境和公司价值[J]. 金融研究, 2011(3):149-164.
- [22] PORTA R, LOPEZ F, SHLEIFER A, et al. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3):1147-1170.
- [23] FAN J P H, WONG T J. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, 33(3):401-425.
- [24] 刘星, 刘理, 豆中强. 控股股东现金流权、控制权与企业资本配置决策研究[J]. 中国管理科学, 2010(6):147-154.
- [25] ALMEIDA H V, WOLFENZON D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(6):2637-2680.
- [26] 胡凯, 漆圣桥. 上市公司大股东股权质押是否损害了中小投资者利益? [J]. 兰州大学学报(社会科学版), 2020(1):82-92.
- [27] 刘少波, 马超. 经理人异质性与大股东掏空抑制[J]. 经济研究, 2016(4):129-145.
- [28] 卢太平, 马腾飞. 独立董事薪酬与大股东掏空: 激励还是合谋[J]. 财贸研究, 2021(12):94-105.
- [29] BERLE A A, MEANS G G C. The Modern Corporation and Private Property[M]. New Brunswick (U. S. A.) and London (U. K.): Transaction Publishers, 1991:8-17.
- [30] 姜超, 朱征星. 从康得新债券违约看存贷双高[R]. 海通证券, 2019:1-17.
- [31] 戴璐. “双高”现象、银企博弈与转型经济融资环境的影响[J]. 中国软科学, 2010(2):40-52.
- [32] 樊纲, 王小鲁, 马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究, 2011(9):4-16.
- [33] 何丽敏, 刘海波, 许可. 国有资产管理视角下央企科技成果转化制度困境及突破对策[J]. 济南大学学报(社会科学版), 2022(3):102-110.
- [34] 李妍锦, 冯建. 基于内生性视角的大股东掏空与公司绩效关系研究[J]. 财经科学, 2016(10):81-90.
- [35] 吴国鼎. 大股东控制下的债务融资: 抑制还是便利了大股东掏空? [J]. 中央财经大学学报, 2022(9):104-117.
- [36] BELLEMARE M F, MASAKI T, PEPINSKY T B. Lagged Explanatory Variables and the Estimation of Causal Effect[J]. The Journal of Politics, 2017, 79(3):949-963.
- [37] 刘玉, 盛宇华. 两权分离度与企业技术创新实证研究——兼论产权性质与业绩偏离的调节效应[J]. 科学决策, 2018(3):60-82.
- [38] 孙轻宇, 王云开, 张峰, 等. 家族企业两权分离与跨国并购——基于“掏空”行为视角的机制解释[J]. 南开经济研究, 2022(11):172-188.
- [39] 王小鲁, 樊纲. 中国地区差距的变动趋势和影响因素[J]. 经济研究, 2004(1):33-44.
- [40] GAO H, ZHANG W. Employment Nondiscrimination Acts and Corporate Innovation[J]. Management Science, 2017, 63(9):2982-2999.
- [41] 牛煜皓, 卢闯, 鲍睿, 等. 控股股东股权质押、质押压力与公司违约风险[J]. 中央财经大学学报, 2023(5):63-73.
- [42] HADLOCK C J, PIERCE J R. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. The

Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909-1940.

- [43] 余明桂, 钟慧洁, 范蕊. 民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据[J]. 金融研究, 2019(4): 75-91.
- [44] 李志生, 陈晨, 林秉旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗? ——基于自然实验的证据[J]. 经济研究, 2015(4):165-177.
- [45] BOEHMER E, JONES C M, WU J, et al. What Do Short Sellers Know? [J]. Review of Finance, 2020, 24(6):1203-1235.
- [46] 庞家任, 陈大鹏, 王玮. 融资融券制度与企业投资行为——基于“外部治理”和“信息学习”渠道的分析[J]. 投资研究, 2019(4):4-29.

## Tunneling Behaviors of Large Shareholders and the Phenomenon of “High Deposits and Loans”

JIA Fansheng<sup>1,2</sup>, WANG Handi<sup>1,2</sup>, XIA Changyuan<sup>3</sup>

(1. School of Management, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;

2. China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;

3. Institute of Financial Studies, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

**Abstract:** This paper examines the internal logic and governance mechanism of the “high deposits and loans” mystery of Chinese enterprises from the perspective of type II agency problem, using Chinese A-share listed companies from 2007 to 2019 as a sample. We find that: (1) the higher the degree of separation between the two rights of major shareholders, the more prominent the problem of “high deposits and loans” in the company, for each unit increase in the separation, the probability of “high deposits and loans” increases by 6.33%, indicating that the motivation of major shareholders’ tunneling may be a driving factor for the “high deposits and loans”; (2) the mechanism behind the effect shows that this effect mainly stems from major shareholders’ financing pressure, and only works when the financing constraint of companies is low; (3) further, by measuring external governance by short-sell pressure and internal governance with internal control quality, effective external and internal governance can suppress the “high deposits and loans” of companies driven by large shareholders’ short-sell motives; (4) finally, “high deposits and loans” have serious negative effects on the financial performance and sustainable development of companies. Our findings contribute to explaining the reasons for the increased risk of the real economy in China, and provide empirical evidence for the mystery of “high deposits and loans”.

**Key words:** separation between ownership and control; tunneling; corporate agency problems; high deposits and loans



(责任编辑 孙 豪)