

# CEO的学术经历能否抑制大股东给掏空行为？

陈 叶，许为宾

贵州大学管理学院，贵州 贵阳

收稿日期：2022年11月11日；录用日期：2023年1月27日；发布日期：2023年2月6日

## 摘 要

本文以2008~2019年我国A股上市公司为初始研究样本，实证检验CEO学术经历是否会抑制控股大股东的掏空行为，研究发现，具有学术经历的CEO可以有效抑制控股大股东的掏空行为，进一步分析大股东持股比例显著削弱了CEO的学术经历与控股大股东掏空行为间的关系，机构持股比例显著强化了CEO的学术经历与控股大股东掏空行为之间的关系。

## 关键词

CEO的学术经历，掏空行为，高层梯队理论

## Can CEO's Academic Experience Inhibit the Tunneling Behavior of Major Shareholders?

Ye Chen, Weibin Xu

School of Management, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Nov. 11<sup>th</sup>, 2022; accepted: Jan. 27<sup>th</sup>, 2023; published: Feb. 6<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

This paper takes China's A-share listed companies from 2008 to 2019 as the initial research sample, and empirically tests whether CEO academic experience can inhibit tunneling behavior of controlling large shareholders. The study finds that CEOs with academic experience can effectively inhibit tunneling behavior of controlling large shareholders, and further analyzes that the shareholding ratio of large shareholders significantly weakens the relationship between CEO academic experience and tunneling behavior of controlling large shareholders. The institutional sharehold-

**ing ratio has significantly strengthened the relationship between CEO's academic experience and tunneling behavior of controlling shareholders.**

## Keywords

**CEO's Academic Experience, Tunneling Behavior, Upper Echelons Theory**

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

在现代企业制度建立的过程中,出现了一种典型的现象即所有权和经营权分离。所有权和经营权的分离促使委托者和受托者之间产生委托代理问题,受托者是会根据委托者的要求认真管理企业,还是会为满足自己的一己私欲,侵占企业利益,这成为企业治理中的一个重要问题,即第一类代理问题,而大股东和中小股东也会因为利益不一致而产生第二类代理问题,即控股大股东侵占中小股东利益的现象,这一现象被学者称为掏空行为。对于掏空行为,学者们已经有了较为深入的研究,分别从企业内外部环境对掏空行为进行研究,有学者基于经济政策不确定性对掏空行为进行研究,发现经济政策不确定性越大,大股东掏空程度越高;还有学者研究发现,企业内部控制质量越高,大股东掏空程度越低[1];也有部分学者研究了董事的特征对掏空行为的影响,发现女性董事、独立董事的声誉均可以抑制大股东的掏空行为[2]。然而,控股大股东掏空行为的实现,在一定程度上依赖于高管的配合,这是因为在所有权和经营权分离的情况下,控股股东并不会经常参与企业的日常经营,公司内部事务完全处于职业经理人的管控之下,大股东要想进行掏空,管理层的配合就成为了关键,高管是否愿意与大股东合谋,对于大股东的掏空行为就显得至关重要。在现有研究掏空行为的文献中,仅有部分学者从薪酬契约的角度,对高管合谋意愿进行了研究[3],但少有文献从高管个人特征角度去研究合谋意愿。

高层梯队理论,认为高管的年龄、性别、工作经历等个体特征会对高管的认知模式和价值观念产生影响,进而影响公司的决策活动。在这些个体特征中,工作经历对高管的人格特征、思维模式和价值观念产生更加持久的影响。在高管的工作经历当中,学术经历值得特别关注。自改革开放以来,我国形成了独具中国特色的“文人下海”现象。大批曾在高等院校或科研机构任职的人员放弃体制内的工作,转而“下海”经商或自主创业。从事学术工作,会影响从业者的性格特征、思维模式和价值观念,学者往往有更高的自律意识,社会责任感以及更高的声誉需要[4]。

学者的这些特质在面对控股大股东合谋侵占中小股东利益时,是否会起着作用呢?因此,本文以2008~2019年我国A股上市公司为初始研究样本,实证检验CEO学术经历是否会抑制控股大股东的掏空行为,研究发现,具有学术经历的CEO可以有效抑制控股大股东的掏空行为,这种效应在控股大股东持股比例较低,未实现绝对控股以及机构投资者持股比例低的情境下,更为显著。在经历替换因变量测量方式、psm得分倾向匹配一些列稳健性检验后,本研究的结论依然成立。

本研究的贡献在于:第一,本研究在一定程度上丰富CEO学术经历后果方面的研究,在现有关于CEO学术经历的研究中,多从企业创新、在职消费、企业避税、企业价值这些角度对CEO学术经历进行研究,本文从掏空行为这一视角出发,扩展了关于CEO学术经历的研究;第二,本文从CEO学术经历这一角度出发,扩充了关于控股大股东掏空行为的研究。

## 2. 理论分析与研究假设

高层梯队理论认为, 管理者并非完全理性的, 其个体特征会影响自身的认知能力、思维能力以及价值观念, 进而会因为不同的个体特征做出不同的企业决策。与性别、年龄、受教育程度等个体特征相比, 管理者的工作经历对其认知能力、思维能力及价值观念产生更大的影响。学术研究工作具备有长期性、复杂性和创造性等突出特点, 会对工作者的心智发展产生影响[5]。因此, 具有学术经历的 CEO 可能会因为学术经历给其心智发展产生影响, 进而影响其作出决策[6]。

学术经历能够增强 CEO 的自律意识和道德责任感, 从而能够抑制控股大股东的掏空行为[7]。教书育人和科学研究是学术工作者一生的使命, 教书育人要求学者严于律己、以身作则; 科学研究工作则要求任职者坚守信仰、兢兢业业, 面对金钱的诱惑做到无动于衷, 将追求真理、探索未知作为毕生奋斗的目标[8]。学术工作者的使命使其养成自律而诚信的精神品质, 其自我约束性会更高[9]。中国传统的儒家文化中, 一直认为师者是道德典范, 要求学者为人师表, 须以高尚的道德情操成为世人的楷模和表率, 因而, 社会各阶层都对学者有着很高的道德要求[10], 因此, 学者的社会责任感更强。大股东侵占中小股东利益在一定程度上是不符合社会道德的, 在面临大股东合谋侵占中小股东利益的请求时, 具有学术经历的 CEO 会因为其较强的自我约束性, 以及较强的社会责任感, 拒绝控股大股东的合谋请求, 从而抑制控股大股东侵占中小股东利益的掏空行为。

其次, 侵占中小股东利益有着较高的声誉成本, 社会各阶层对学者有着很高的道德要求, 为了满足社会的期待和维护个人声誉, 具有学术经历的 CEO 更有可能抑制控股大股东的掏空行为。侵占他人利益为在普世价值观中具有不道德性, 当企业控股大股东侵占中小股东利益被曝光后, 会给企业以及 CEO 带来声誉风险。由于学者被视作道德楷模, 具备学术经历的 CEO 与控股大股东合谋侵占中小股东利益的声誉成本可能更高。

因此, 具备学术经历的 CEO 可能会因为其较强的自我约束性、较高的社会责任感以及对个人声誉的维护, 在面临控股大股东合谋侵占中小股东利益的请求时, 更可能选择拒绝合谋, 从而抑制控股大股东的掏空行为。

然而学术经历是否会使其从业者有较强的自我约束性、较高的社会责任感以及对个人高声誉的追求是一个值得深思的问题。近些年来, 学者们的学术造假行为屡见不鲜, 学者并非都是道德高尚的人, 其功利心态也在不断上涨。例如, 国内首款自主知识产权高端芯片“汉芯一号”被曝作假, 该项目骗取了国家上亿元科研经费。有越来越多的学者为了金钱做出伤风败俗的事。因此, 学者是否具备较强的自我约束性、较高的社会责任感依然有待考证。

基于上述分析, 本文提出如下两个待检验的假设

H1a: 在其他条件相同的情况下, CEO 的学术经历有助于抑制控股大股东的掏空行为。

H1b: 在其他条件相同的情况下, CEO 的学术经历有助于促进控股大股东的掏空行为。

## 3. 研究设计

### 3.1. 样本选择与数据来源

本研究采用 2008~2019 年我国 A 股上市公司的数据为初始研究样本, 并对样本数据进行以下处理: 1) 剔除金融类上市公司; 2) 剔除已退市的上市公司; 3) 剔除样本期内被 ST 或 PT 的上市公司; 4) 剔除相关数据缺失的上市公司等。5) 对相关连续变量进行 1% 的 Winsorize 处理, 最终获得 17,298 个公司年度观测值。

在本研究中, CEO 学术背景资料来自于国泰安(CSMAR)中国上市公司人物特征研究数据库, 并根据新浪财经、百度百科、等媒体资料进行补充, 其他财务和公司治理数据来自于国泰安数据库。

### 3.2. 变量界定

#### 1) 因变量

掏空行为(Rpt)。采用关联交易衡量。本文选取上市公司公开披露的各类关联交易总额来度量, 并使用总资产对其进行标准化处理。

#### 2) 自变量

CEO 学术经历(Academic): CEO 具有学术经历取值为 1, 否则为 0。本研究将曾在高校从事教学与科研工作, 曾在专业性的非营利科研机构或学术性组织和团体从事科研工作视为拥有学术经历。

#### 3) 控制变量

本研究控制变量包括: 企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、资产收益率(Roa)、企业现金流量(Cashflow)、董事会规模(Boards)、董事会独立性(Indep)、两职合一(Dual)、产权性质(SOE)、企业年龄(FirmAge)、CEO 性别(Gender)、CEO 年龄(Age)、CEO 受教育程度(Edca), 此外还控制了年份和行业效应。表 1 陈列了具体的变量定义及变量测量方法。

**Table 1.** Variable definition table

**表 1.** 变量定义表

变量名称	符号	变量定义
掏空行为	Rpt	采用关联交易衡量(详见文中论述)
CEO 学术经历	Academic	CEO 具有学术经历取值为 1, 否则为 0
大股东持股	Top1	第一大股东的持股比例
机构投资者持股	INST	以机构投资者持股比例来衡量
企业规模	Size	企业总资产的自然对数
资产负债率	Lev	企业负债总额与总资产之比
资产收益率	Roa	净利润/总资产
企业现金流	Cashflow	经营活动产生的现金流量除以总资产
董事会规模	Board	董事会人数取自然对数
董事会独立性	Indep	独立董事人数除以董事会人数
两职合一	Dual	董事长兼任总经理取值为 1, 否则为 0
产权性质	SOE	国有企业取值为 1, 否则为 0
企业年龄	FirmAge	公司创立年度到样本年度的年限取自然对数
CEO 性别	Gender	CEO 为男性取值为 1, 否则为 0
CEO 年龄	Age	CEO 当年的实际年龄取自然对数
CEO 受教育程度	Edca	1 = 中专及中专以下, 2 = 大专, 3 = 本科, 4 = 硕士研究生, 5 = 博士研究生, 6 = 其他
行业虚拟变量	Ind	行业虚拟变量
年份虚拟变量	Year	年份虚拟变量

## 4. 实证结果与分析

### 4.1. 描述性统计

本研究主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。控股股东“掏空行为”(Rpt)的均值为 0.179, 标准差为 0.200。说明在不同企业中, 其大股东掏空行为是存在一定差异的。CEO 学术经历(Academic)的均值为 0.174, 标准差为 0.376, 表明在样本区间中, 有 17.0%的 CEO 具有学术经历。机构投资者持股(INST)的均值为 0.359, 标准差为 0.233。大股东绝对控股(Top1)的均值为 0.339, 标准差为 0.144。其余变量情况见表 2。

**Table 2.** Descriptive statistics of main variables

**表 2.** 主要变量描述性统计

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Academic	17,298	0.170	0.376	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Rpt	17,298	0.179	0.200	-0.000	0.023	0.106	0.268	0.997
INST	17,298	0.359	0.233	0.000	0.154	0.355	0.538	0.985
Top1	17,298	0.339	0.144	0.030	0.225	0.318	0.430	0.900
Size	17,298	22.005	1.278	19.679	21.088	21.823	22.681	26.164
Lev	17,298	0.429	0.210	0.053	0.261	0.419	0.584	0.918
ROA	17,298	0.041	0.063	-0.238	0.014	0.039	0.072	0.215
Cashflow	17,298	0.040	0.072	-0.191	0.002	0.040	0.082	0.234
Board	17,298	2.136	0.206	1.386	1.946	2.197	2.197	2.996
Indep	17,298	0.373	0.054	0.091	0.333	0.333	0.429	0.750
Dual	17,298	0.278	0.448	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
SOE	17,298	0.324	0.468	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
FirmAge	17,298	2.761	0.394	0.693	2.565	2.833	3.045	3.912
Gender	17,298	0.935	0.247	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Age	17,298	3.901	0.136	3.258	3.829	3.912	3.989	4.407
Edca	17,298	3.362	0.831	1.000	3.000	3.000	4.000	6.000

### 4.2. 相关性分析

各变量之间的相关系数如表 3 所示, CEO 学术经历(Academic)与大股东掏空行为(Rpt)呈显著负相关关系, 初步验证了本文的假设  $H_1$ , 但具体情况还需要进行进一步回归分析。

### 4.3. 单变量差异检验分析

主要变量的单变量检验结果如表 4 所示。从检验结果看 CEO 有学术经历样本组的大股东掏空行为(Rpt)均值, 中位数分别为 0.150, 0.081, CEO 无学术经历样本组的大股东掏空行为(Rpt)均值, 中位数分别为 0.185, 0.112。可以发现 CEO 有学术经历样本组的大股东掏空行为均值和中位数显著低于 CEO 无学术经历样本组, 初步验证了本文的假设  $H_1$ 。

**Table 3.** Pearson correlation coefficient of main variables  
**表 3.** 主要变量 Pearson 相关系数

	Rpt	Academic	Top1	INST	Size	Lev	ROA
Rpt	1.000						
Academic	-0.066***	1.000					
Top1	0.053***	-0.039***	1.000				
INST	0.048***	-0.058***	0.225***	1.000			
Size	0.080***	-0.061***	0.081***	0.422***	1.000		
Lev	0.339***	-0.113***	0.016**	0.201***	0.499***	1.000	
ROA	-0.190***	0.055***	0.120***	0.065***	-0.025***	-0.366***	1.000

**Table 4.** Single variable difference test results  
**表 4.** 单变量差异检验结果

	CEO有学术经历样本组			CEO无学术经历样本组			差异检验	
	样本量	均值	中位数	样本	均值	中位数	Meandiff	Diff
Rpt	2947	0.150	0.081	14351	0.185	0.112	0.035***	61.257***

#### 4.4. 统计检验结果与分析

表 5 陈列了 CEO 学术经历对大股东“掏空行为”的影响结果。可以明显地看出, CEO 学术经历 (Academic)与大股东“掏空行为”(Rpt)的估值系数分别为-0.035、-0.010, 均在 1%的水平下显著; 加入行业和年份控制变量后, 如表 5 第(3)列所示 CEO 学术经历(Academic)与大股东“掏空行为”(Rpt)的估值系数为-0.015 在 1%的水平下显著。上述结果表明, CEO 学术经历对大股东“掏空行为”具有显著的负向影响, 这意味着 CEO 学术经历对大股东“掏空行为”的削弱效应得到验证, 本文的研究假设 H<sub>1a</sub> 得到支持。

**Table 5.** CEO's academic experience and “tunneling behavior” of controlling shareholders  
**表 5.** CEO 学术经历与控股大股东的“掏空行为”

	(1)	(2)	(3)
变量	Rpt	Rpt	Rpt
常数项	0.185*** (111.121)	0.654*** (12.734)	0.574*** (10.526)
Academic	-0.035*** (-8.698)	-0.010*** (-2.610)	-0.015*** (-3.709)
Size		-0.017*** (-11.829)	-0.016*** (-10.342)
Lev		0.345*** (39.708)	0.376*** (41.473)
ROA		-0.138*** (-5.364)	-0.090*** (-3.476)

Continued

Cashflow		-0.043**	-0.085***
		(-2.065)	(-3.967)
Board		-0.063***	-0.037***
		(-7.297)	(-4.235)
Indep		-0.126***	-0.098***
		(-4.092)	(-3.237)
Dual		0.004	0.003
		(1.046)	(0.742)
SOE		0.021**	0.027**
		(6.193)	(7.693)
FirmAge		0.023***	0.016***
		(6.115)	(3.738)
Gender		0.007	0.003
		(1.197)	(0.455)
Age		-0.037***	-0.049***
		(-3.378)	(-4.475)
Edca		-0.000	0.002
		(-0.247)	(1.238)
Ind/Year	未控制	未控制	控制
F	75.66	209.4	75.84
Adj-R <sup>2</sup>	0.004	0.135	0.163
N	17,298	17,298	17,298

注: \* p &lt; 0.1, \*\* p &lt; 0.05, \*\*\* p &lt; 0.01。

## 5. 稳健性检验

为了保证上述结论的可靠性, 本文在前述一系列检验的基础上重新进行了检验。一是替换因变量, 本文将剔除可能存在一定噪音后的上市公司与实际控制人及其关联方发生的交易与总资产的比值作为因变量, 其他变量的设定与前文一致, 然后重新回归, 结果如表 6 第(1)、(2)列所示。二是为了避免样本选择性偏误和遗漏所导致的内生性问题, 采用 PSM 倾向匹配得分方法进行重新回归, 结果如表 6 第(3)、(4)所示。在经历重新回归检验后, 结果没有发生实质性改变, 即本文的研究结论是稳健的。

Table 6. Robustness test

表 6. 稳健性检验

变量	替换因变量		PSM 匹配	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rpt	Rpt	Rpt	Rpt
常数项	0.645***	0.561***	0.715***	0.717***
	(12.563)	(10.288)	(9.770)	(9.250)

## Continued

Academic	-0.010 <sup>***</sup> (-2.619)	-0.015 <sup>***</sup> (-3.693)	-0.011 <sup>***</sup> (-2.763)	-0.015 <sup>***</sup> (-3.659)
Size	-0.016 <sup>***</sup> (-11.453)	-0.015 <sup>***</sup> (-9.909)	-0.018 <sup>***</sup> (-9.325)	-0.019 <sup>***</sup> (-8.999)
Lev	0.346 <sup>***</sup> (39.842)	0.377 <sup>***</sup> (41.565)	0.354 <sup>***</sup> (29.236)	0.382 <sup>***</sup> (30.228)
ROA	-0.140 <sup>***</sup> (-5.438)	-0.093 <sup>***</sup> (-3.586)	-0.145 <sup>***</sup> (-4.146)	-0.102 <sup>***</sup> (-2.891)
Cashflow	-0.046 <sup>**</sup> (-2.213)	-0.088 <sup>***</sup> (-4.131)	-0.069 <sup>**</sup> (-2.378)	-0.110 <sup>***</sup> (-3.683)
Board	-0.062 <sup>***</sup> (-7.232)	-0.036 <sup>***</sup> (-4.191)	-0.065 <sup>***</sup> (-5.531)	-0.039 <sup>***</sup> (-3.286)
Indep	-0.127 <sup>***</sup> (-4.134)	-0.099 <sup>***</sup> (-3.277)	-0.089 <sup>**</sup> (-2.169)	-0.059 (-1.444)
Dual	0.004 (1.097)	0.003 (0.796)	0.003 (0.799)	0.002 (0.493)
SOE	0.021 <sup>***</sup> (6.126)	0.027 <sup>***</sup> (7.548)	0.022 <sup>***</sup> (4.362)	0.027 <sup>***</sup> (5.068)
FirmAge	0.022 <sup>***</sup> (5.892)	0.016 <sup>***</sup> (3.708)	0.023 <sup>***</sup> (4.559)	0.015 <sup>***</sup> (2.708)
Gender	0.006 (1.099)	0.002 (0.337)	0.009 (1.159)	0.007 (0.922)
Age	-0.038 <sup>***</sup> (-3.430)	-0.049 <sup>***</sup> (-4.506)	-0.046 <sup>***</sup> (-2.961)	-0.063 <sup>***</sup> (-4.051)
Edca	-0.001 (-0.324)	0.002 (1.205)	0.001 (0.438)	0.002 (1.025)
Ind/Year	未控制	控制	未控制	控制
F	211.4	76.51	108.9	38.84
Adj-R <sup>2</sup>	0.137	0.164	0.134	0.156
N	17,298	17,298	9039	99,039

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

## 6. 进一步分析

### 6.1. CEO 学术经历、大股东持股与控股大股东掏空行为

大股东持股比例的多少一定程度上决定其掏空的能力, 当大股东持股比例较高时, 大股东已经能够对高管实施完全控制, 没有必要再和高管组成利益联盟, 因此合谋不会发生。当大股东的持股比例较低时, 大股东不能对公司施加足够影响, 需要 CEO 合谋配合才能实现掏空的目的。因此, 大股东持股比例



较低, 未实现绝对控股时, 尽管控股大股东有着一定的控制权, 但其掏空行为依然需要 CEO 的配合才能实现, CEO 是否愿意与控股大股东合谋就成了控股大股东实现掏空行为的关键[3]。在这一情景下, 控股大股东与 CEO 合谋侵占中小股东利益的意愿更加强烈, CEO 的学术经历能够抑制大股东的掏空行为这一效应也会更加强烈。

基于上述分析, 本文认为对于大股东持股比例较高(实现绝对控股)的企业, 在大股东持股比例较低(未实现绝对控股)的企业中, CEO 学术经历对大股东掏空行为的影响更为强烈。

为检验 CEO 学术经历与大股东“掏空行为”间的关系是否会受到大股东持股比例的影响, 本文参考赵国宇(2017) [3]的研究, 将大股东持股比例低于 30% 的视为大股东未实现绝对控股, 将大股东持股比例大于等于 30% 视为大股东实现了绝对控股, 并假设  $H_1$  放置在大股东实现绝对控股样本组以及大股东未实现绝对控股样本组中, 回归结果如表 7 第(2)、(3)列所示。在大股东实现绝对控股样本组中, 表 7 第(2)列, CEO 学术经历(Academic)与大股东“掏空行为”(Rpt)的估值系数为-0.004 ( $t = -0.702, P > 0.1$ ); 在大股东未实现绝对控股样本组中, 表 7 第(3)列, CEO 学术经历(Academic)与大股东“掏空行为”(Rpt)的估值系数为-0.024 ( $t = -4.240, P < 0.01$ )。同时, 在表 7 第一列全样本回归中, CEO 学术经历(Academic) \* (大股东持股比例) Top1 交乘项的系数为 0.056, 在 5% 的水平下显著, 说明大股东持股比例削弱了 CEO 学术经历与大股东掏空空间的关系。进一步系数差异检验发现, CEO 学术经历与大股东“掏空行为”的负向关系, 在大股东未实现绝对控股样本组更为显著, 假设  $H_2$  得到验证。

**Table 7.** CEO's academic experience, shareholding of large shareholders and tunneling behavior of controlling large shareholders

**表 7.** CEO 学术经历、大股东持股与控股大股东掏空行为

变量	(1)	(2)	(3)
	Rpt	Rpt	Rpt
	全样本	实现绝对控股样本组	未实现绝对控股样本组
常数项	0.185*** (111.121)	0.654*** (12.734)	0.574*** (10.526)
Academic	-0.012*** (-3.060)	-0.004 (-0.702)	-0.024*** (-4.240)
Academic * Top1	0.056** (1.993)		
Top1	0.116*** (10.475)		
Size	-0.017*** (-11.396)	-0.017*** (-8.015)	-0.016*** (-7.170)
Lev	0.377*** (41.750)	0.392*** (30.120)	0.359*** (28.150)
ROA	-0.120*** (-4.634)	-0.102** (-2.506)	-0.086** (-2.537)
Cashflow	-0.095*** (-4.448)	-0.050* (-1.718)	-0.143*** (-4.477)

## Continued

Board	-0.029 <sup>***</sup> (-3.359)	-0.028 <sup>**</sup> (-2.338)	-0.036 <sup>***</sup> (-2.879)
Indep	-0.098 <sup>***</sup> (-3.251)	-0.125 <sup>***</sup> (-3.030)	-0.045 (-0.996)
Dual	0.001 (0.425)	0.001 (0.237)	0.003 (0.606)
SOE	0.020 <sup>***</sup> (5.677)	0.024 <sup>***</sup> (4.894)	0.022 <sup>***</sup> (4.073)
FirmAge	0.022 <sup>***</sup> (5.007)	0.030 <sup>***</sup> (5.125)	0.005 (0.806)
Gender	0.003 (0.614)	0.012 (1.561)	-0.010 (-1.165)
Age	-0.047 <sup>***</sup> (-4.368)	-0.011 (-0.705)	-0.085 <sup>***</sup> (-5.441)
Edca	0.003 (1.639)	0.003 (1.323)	0.003 (0.981)
Ind/Year	未控制	未控制	控制
F	76.42	44.00	36.16
Adj-R <sup>2</sup>	0.170	0.170	0.168
N	17298	9477	7821
Academic 系数差异		0.020	
Chi2		7.19	
P-Value		0.007 <sup>***</sup>	

注: \* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01。

## 6.2. CEO 学术经历、机构投资者持股与控股大股东掏空行为

机构投资者持股作为企业的一种外部治理机制,可以起着一定的监督作用。对于大股东的掏空行为有着一定的抑制作用,这一抑制作用的效果与机构投资者持股比例的多少有关。机构投资者持股比例低时,机构投资者仅仅是追求短期利益的投机者,而不是积极介入公司治理追求长期收益,其对大股东“掏空”行为可能不会产生抑制作用,随着机构投资者持股比例的升高,其对大股东掏空行为不满时可以采取代理投票权、同管理层直接协商等方式来制止,因此机构投资者能够有效抑制大股东的“掏空”行为[5]。在机构投资者持股比例较高时,大股东的掏空行为会受到机构投资者的抵制,在这一情境下,控股大股东要想继续侵占中小股东的利益,与CEO合谋就成了必要条件,其与之合谋的意愿也更加强烈,CEO的学术经历能够抑制大股东的掏空行为这一效应也会更加强烈。

基于上述分析,本文认为对于机构投资者持股比例较低的企业,在大股东持股比例较高的企业中,CEO学术经历对大股东掏空行为的影响更为强烈。

为检验CEO学术经历与大股东“掏空行为”间的关系是否会受到机构投资者持股的影响,首先,

本文将机构投资者持股比例按行业-年份中位数指标进行分组,处于中位数之上则赋值为1,表明机构投资者持股比例较高,处于中位数以下赋值为0,表明机构投资者持股比例较低。进一步,本文将H<sub>1</sub>放置在机构投资者持股比例高和机构投资者持股比例低样本组中。数据如表8第(2)、(3)列所示。在机构投资者持股比例高样本组中,表8第(2)列,CEO学术经历(Academic)与大股东“掏空行为”(Rpt)的估值系数为-0.025(t=-4.197,P<0.01);在机构投资者持股比例低样本组中,表8第(3)列,CEO学术经历(Academic)与大股东“掏空行为”(Rpt)的估值系数为-0.006(t=-1.128,P>0.1)。同时,在表8第一列全样本回归中,CEO学术经历(Academic)\*机构投资者持股INST交乘项的系数为-0.075,在1%的水平下显著,说明机构投资者持股强化了CEO学术经历与大股东掏空空间的关系。进一步系数差异检验发现,CEO学术经历与大股东“掏空行为”的负向关系,在机构投资者持股比例高样本组更为显著,假设H<sub>3</sub>得到验证。

**Table 8.** Adjustment effect of institutional investors' shareholding

**表 8.** 机构投资者持股的调节效应

变量	(1)	(2)	(3)
	Rpt	Rpt	Rpt
	全样本	机构投资者持股高样本组	机构投资者持股低样本组
常数项	0.617*** (11.039)	0.586*** (7.412)	0.573*** (7.175)
Academic	-0.016*** (-4.106)	-0.025*** (-4.197)	-0.006 (-1.128)
Academic*INST	-0.075*** (-4.618)		
INST	0.034*** (4.581)		
Size	-0.017*** (-10.867)	-0.017*** (-8.029)	-0.014*** (-5.919)
Lev	0.377*** (41.602)	0.359*** (26.698)	0.390*** (31.497)
ROA	-0.095*** (-3.662)	-0.196*** (-4.765)	-0.019 (-0.564)
Cashflow	-0.087*** (-4.087)	-0.050 (-1.607)	-0.106*** (-3.547)
Board	-0.037*** (-4.328)	-0.040*** (-3.297)	-0.033*** (-2.644)
Indep	-0.096*** (-3.168)	-0.083* (-1.906)	-0.097** (-2.250)
Dual	0.003 (0.752)	-0.007 (-1.328)	0.011** (2.366)

## Continued

SOE	0.025*** (6.901)	0.034*** (7.278)	0.008 (1.450)
FirmAge	0.016*** (3.737)	0.019*** (2.812)	0.015*** (2.623)
Gender	0.002 (0.370)	0.015* (1.729)	-0.009 (-1.203)
Age	-0.050*** (-4.601)	-0.048*** (-2.905)	-0.053*** (-3.682)
Edca	0.002 (1.092)	0.002 (0.592)	0.002 (1.033)
Ind/Year	未控制	未控制	控制
F	73.39	39.08	39.07
Adj-R <sup>2</sup>	0.164	0.165	0.165
N	17298	8649	8649
Academic 系数差异			-0.019
Chi2			6.18
P-Value			0.012**

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

## 7. 研究结论

本文研究发现: 1) 相比于无学术经历的 CEO 的公司, 具有学术经历的 CEO 所在公司更能够抑制大股东的掏空行为。2) 进一步分析发现, CEO 学术经历对大股东掏空行为的抑制作用在大股东未实现绝对控股和机构投资者持股比例较高的公司中更加显著。以上研究结论表明, CEO 的学术经历能够赋予其较高的自我约束意识、较高的社会责任感、较强的声誉追求, 在 CEO 面临控股大股东合谋侵占中小股东利益请求时, CEO 学术经历带来的特质能够帮助其拒绝控股大股东的合谋请求, 抑制控股大股东的掏空行为, 从而维护中小股东的利益。

研究结论扩充了控股大股东掏空行为的影响因素, 拓展了 CEO 学术经历经济后果的研究文献, 同时, 也为防范控股大股东的掏空行为提供了参考。

## 参考文献

- [1] 张新民, 葛超, 杨道广. 内部控制能否抑制避税所引起的大股东掏空风险? [J]. 南京审计大学学报, 2021, 18(6): 61-69.
- [2] 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, 32(12): 94-105.
- [3] 赵国宇. 大股东控股、报酬契约与合谋掏空——来自民营上市公司的经验证据[J]. 外国经济与管理, 2017, 39(7): 105-117.
- [4] 张晓亮, 文雯, 宋建波. 学者型 CEO 更加自律吗?——学术经历对高管在职消费的影响[J]. 经济管理, 2020, 42(2): 106-126.
- [5] 文雯, 张晓亮, 宋建波. 学者型 CEO 能否抑制企业税收规避[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(6): 110-124.

- 
- [6] 姜付秀, 张晓亮, 郑晓佳. 学者型 CEO 更富有社会责任感吗?——基于企业慈善捐赠的研究[J]. 经济理论与经济管理, 2019(4): 35-51.
- [7] 徐铁祥, 郭文倩. 学者型高管对企业真实盈余管理行为的影响[J]. 经济与管理评论, 2020, 36(6): 76-87.
- [8] 曹越, 郭天泉. 高管学术经历与企业社会责任[J]. 会计与经济研究, 2020, 34(2): 22-42.
- [9] 陈兴宇, 伍中信. 学者型 CEO 降低了股价同步性吗?——基于研发信息披露视角[J]. 财会通讯, 2022(2): 33-39.
- [10] 南星恒, 田静. CEO 学术经历能抑制企业真实盈余管理吗? [J]. 财会通讯, 2022(6): 29-33+61.