

董事网络中心度对大股东掏空的影响： 抑制还是加剧？

左雪莲¹，郝云宏²，王淑贤³

(1. 浙江工商大学浙商研究中心，浙江 杭州 310018；2. 浙江工商大学工商管理学院，浙江 杭州 310018；
3. 浙江工商大学杭州商学院，浙江 杭州 310018)

摘 要：从社会网络视角实证分析董事网络对大股东掏空行为的影响机制，并考虑产权性质的权变因素。研究结果表明：董事网络中心度与大股东掏空程度呈显著的U型关系，揭示了董事网络在大股东掏空治理中的“双刃剑”作用，进一步地，把样本分为国有企业和民营企业进行分组回归，发现这种U型关系在民营企业中表现得更为显著。另外，研究还发现，我国上市公司董事网络中心度普遍偏高，存在“过度连锁”的现象。研究为企业及监管部门规范董事兼任行为、抑制大股东掏空、增强投资者保护提供了新的经验证据和实践参考。

关键词：董事网络；网络中心度；掏空；社会资本；产权性质

中图分类号：F276 **文献标识码：**A **文章编号：**1004-4892(2018)11-0085-08

一、引 言

在我国特有的经济背景和制度环境下，大部分上市公司由国有企业演化而来，国有股独占鳌头的局面一直存在，尽管股权分置改革以来，这种状况得到一定程度的改善，但股权集中的现象依然比较普遍。伴随着股权集中现象的产生，随之而来的是大股东利用控制权对中小股东利益的“掏空”，大股东掏空行为损害了投资者利益，给公司和整个资本市场发展带来了不容忽视的负面影响。因此，理论界对公司治理问题的研究焦点也逐步由所有者与管理者之间的利益冲突转向了大股东与中小股东之间的利益冲突。董事会因其监督职能而在抑制大股东掏空方面发挥着重要作用，已有文献表明董事会特征变量，独立董事比例、董事会规模、两职合一等均显著影响了大股东掏空行为^{[1][2][3]}。但这些研究仅仅将董事会成员当作是一个完全独立、理性和自利的个体，而非网络中相互影响的群体成员之一，从而忽视了董事会关系属性的作用。而董事在两个或以上董事会同时任职的情况即董事网络在中国已成为一种普遍现象^{[4][5]}，董事从所处社会网络中获取的社会资本对其治理作用的发挥产生了很大影响^[6]。如，2006年我国著名民营企业复星集团通过连锁董事网络进行关联交易、利益输送，进而掏空其下属公司而备受关注。鉴于此，本文把董事网络纳入大股东掏空问题的研究是极佳的视角和突破点。

国内学者在国外经典理论框架下研究董事网络对我国公司治理效率及其经济效果的影响，形成

收稿日期：2018-01-23

基金项目：浙江省社科规划项目(15JDZS01Z)；国家自然科学基金项目(71272143)；浙江省自然科学基金项目(Y16G020007)；浙江省人文社科基地项目(JYTgs20161101)

作者简介：左雪莲(1983-)，女，安徽宣城人，浙江工商大学浙商研究中心博士生；郝云宏(1962-)，男，陕西宜川人，浙江工商大学工商管理学院教授，博士；王淑贤(1965-)，女，陕西宜君人，浙江工商大学杭州商学院教授。

了丰富的研究成果,主要存在两种观点:一种观点认为董事网络可以为董事和公司带来更多的信息和资源,提高了公司决策效率,董事从网络中获取的社会声誉也促使其更加积极地参与公司治理,进而起到提升企业绩效的作用。田高良等(2011)发现董事网络中心度与公司财务绩效呈显著的正相关关系^[7]。徐二明等(2014)证实连锁董事比例能显著提升企业的社会绩效^[8]。另一种观点则认为,广泛镶嵌于企业间的董事网络容易导致成员之间的共谋,精英圈子的存在催生了他们之间的包容与妥协,从而影响董事治理的有效性^[9]及公司绩效的提高^[10]^[11]。任兵等(2007)指出在治理失灵的情况下,董事网络沦为社会凝聚的工具,董事网络中心度显著降低了企业绩效^[9]。而关于董事网络对大股东掏空行为影响的文献则凤毛麟角,相关研究尚处于初步探索阶段,但越来越多的学者认识到他们之间并非相互孤立,而是相互关联、相互影响。马金城等(2009)分析复星集团对其子公司进行掏空和支持的案例,首次提出董事网络是控股股东掏空公司的手段^[12];陈运森(2012)发现独立董事网络中心度与第二类代理成本之间呈显著的负相关关系^[13];彭正银等(2013)指出连锁董事现象和关联交易并不是孤立存在的,但尚未对董事网络与关联交易之间的关系及相互作用机理做出解释和验证^[14]。

那么,董事网络对大股东掏空行为到底有着怎样的影响,是抑制还是加剧?在我国所特有的制度背景下,不同产权性质对这种影响是否存在差异?由于董事在网络中所处的中心位置不同,其获取社会资本的能力也存在差异,进而导致其公司治理动机、能力及效果也截然不同^[13]。基于此,本文选取2012~2016年A股上市公司为样本,系统验证董事网络中心度对大股东掏空行为的影响,同时考查其不同产权性质下的表现。本文的贡献在于:(1)从董事网络视角系统验证其对大股东掏空行为的影响,把董事的社会关系属性纳入该问题的研究中,为大股东掏空问题的研究提供新视角;拓展了我们对大股东掏空行为影响因素的认知边界。(2)在“董事网络—企业绩效”系列研究的基础上,以社会网络理论为基础,综合资源依赖理论、声誉激励理论、忙碌董事学说等,深入探索董事网络中心度对大股东掏空行为的影响机理,验证董事网络的直接治理效应,丰富和发展了网络治理的经济效果研究,为网络治理相关文献提供了增量证据。(3)与以往文献中验证的线性关系不同,本文通过实证分析发现董事网络中心度与大股东掏空之间并非简单的线性关系,而是呈显著的U型关系,并进一步考查了产权性质这一情境因素的影响。区别于以往文献揭示的正面治理效应或负面影响,本文证实了董事网络的“双刃剑”作用,为我国企业及监管部门规范董事兼任行为、抑制大股东掏空、完善公司治理制度提供了理论参考和实践借鉴。

二、理论与研究假设

(一)董事网络中心度对大股东掏空行为的影响

董事主要通过履行其监督职能来抑制大股东通过各种隐蔽手段来掏空公司的目的。而董事监督职能的有效发挥不仅依赖于其固有的人力资本,更需要丰富的社会资本^[15]。依据资源依赖理论,董事网络是联结企业内外部资源的重要通道,有利于企业间资源共享、信息传递以及经验的积累^[16]。处于网络中的董事,可以凭借其有利的战略位置、较高的活跃程度,更快、更准确地获取各类异质性资源^[17];学习效应又促使他们把这些有价值的信息传递到其监督与决策职能的发挥过程中,提高了董事的治理效率。另外,根据声誉激励理论,处于网络中的董事,由于对涉及治理行为的资源获取更加有效,因而能够形成积极的声誉和更高的声誉价值^[18];出于对声誉资源的重视和维护,董事们倾向于通过更加勤勉和尽职尽责的工作,来避免因自己监督不到位或决策失误而给公司带来不良后果。中心度是衡量董事网络中心位置的关键指标,若公司董事与其他公司董事之间构建了大量的直接关系,则意味着其具有较高的中心度。综合以上分析可以推断:董事网络中心度

越高，越有助于其获取治理大股东掏空的关键性信息，有效降低信息不对称，弥补信息缺失，增强对大股东各种“隐性”机会主义行为的识别和监督能力，进而有效治理大股东掏空行为；根据信号理论^[19]，董事在网络中的中心度越高，其获得的声誉往往也越高，而更高的声誉促使董事具有更强的动机通过有效监督来维护中小股东利益，抑制大股东掏空行为，提升公司价值和市场影响力。

然而，过度连锁（董事连锁的数量超过一定界限）则会削弱董事的治理效应，甚至恶化委托代理问题，主要表现为对董事履职投入度和独立性的损害^[20]。根据委托代理理论，董事应该代表股东和公司利益履行各项职能，但当董事在网络中因其过高的中心位置而掌握了更多的社会资本、获得了更多控制权时，则会导致董事个人利益与公司利益不兼容，此时，董事们对履职获得的回报已并不看重^[21]，因而削弱了其监督大股东掏空行为的积极性；甚至产生机会主义行为，董事借助社会网络捞取个人资本，或与经理层、大股东等进行合谋^[22]，加剧大股东掏空行为的发生。另外，根据“忙碌董事”学说^[23]，董事之间的过度连锁决定了其经常需要面临超额的工作量，忙于应对不同公司的各种事务和会议；鉴于董事个人能力、时间和精力有限性，忙碌董事客观上降低了其治理行为的参与度，削弱了监督效力的发挥^[24]。独立性是董事发挥治理效应的必要条件^[25]，董事网络带来社会资本的同时又不可避免地各个方面影响了董事独立性，过度连锁导致其在履职过程中需考虑不同企业和股东的利益诉求；领导精英圈子的存在，使得董事更多的按照阶层利益思考问题，连锁董事与其他公司董事、高管之间的相互依赖关系也使其在履职过程中变得宽容和中庸，丧失独立性^[26]，进而弱化了对大股东掏空行为的治理作用。综上所述，过度连锁从主观和客观上降低了董事履职的投入度，影响了其独立性，削弱了董事对大股东掏空行为的治理作用，甚至导致“串谋”等机会主义行为，加剧大股东掏空的发生。

综上，本文认为董事网络中心度与大股东掏空行为之间并非简单的线性关系，而是呈显著的 U 型关系，即随着董事网络中心度的提高，董事网络对大股东掏空程度的影响经历了由抑制到加剧的过程。据此提出假设 1：

假设 1：董事网络中心度与大股东掏空水平呈先降后升的 U 型关系。

（二）董事网络中心度、产权性质与大股东掏空

在我国特有的制度环境下，国有企业在上市公司中占有一定的比重，在国民经济中发挥着举足轻重的作用；产权性质不同，董事网络这一重要社会资本对大股东掏空行为的影响也会有所差异。对国有企业而言，政府对董事会的各项干预较大，在国资委及地方政府的影响和控制下，董事会实际权力受到很大约束，董事在决策过程中难以“发声”，董事会往往形同虚设；且国有上市公司的大股东往往更为强势^[13]，他们掌控了公司董事的聘任权，因此，董事往往是大股东的代言人，他们对大股东掏空行为的监督治理作用比较有限，自然也削弱了董事网络中心度对大股东掏空行为的影响。在民营上市公司中，市场化运作机制促使董事会能够更有效地发挥其各项职能，董事会实际权力较大，董事能够从社会网络中更有效的获取治理性信息和资源，同时也为其机会主义行为提供了土壤，因此，相比国有企业，董事网络中心度在民营企业中对大股东掏空行为的影响更为显著。据此提出假设 2：

假设 2：董事网络中心度与大股东掏空行为的 U 型关系在民营企业中表现得更为显著。

三、研究设计

（一）样本选取及数据来源

本文选取了 2012 ~ 2016 年 A 股全样本数据作为研究对象，剔除了符合以下条件的样本：（1）

公司董事资料缺失的样本；(2)相关公司治理指标缺失的样本；(3)金融类企业和 ST 企业，最终共获得 10108 个样本。样本数据主要来源于国泰安数据库。为了获取董事网络相关数据，首先，通过 Excel 表格对样本企业董事会构成原始数据作汇总处理，为保证信息不重复，对董事的个人信息进行核对，包括年龄、学历、工作经历等，将统计信息不同的同名董事进行剔除；最后构建了“A 股全样本董事网络数据库”，主要包括以下内容：公司名称、所在地等基本信息；公司主要财务数据；董事会规模、独立董事人数、两职分离、连锁董事等董事会信息。在实证分析中，采用 UCINET6.0 软件计算董事网络中心度，回归分析使用的是 STATA14.0。

(二) 研究模型及变量定义

本文旨在验证董事网络中心度与大股东掏空之间的 U 型关系，同时考虑在国有企业和民营企业中的差异，因此，设定一个线性模型和一个非线性模型进行对比分析：

$$Tunnel_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Lock - C_{it} + \lambda_n \sum Control_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$Tunnel_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Lock - C_{it} + \beta_2 Lock - C_{it}^2 + \lambda_n \sum Control_{it} + \varepsilon_1 \quad (2)$$

其中 i 代表第 i 种类型的企业，i 可以取 3 个值 0、1、2，其中 0 代表全部企业，1 表示民营企业，2 表示国有企业，t 代表年度。变量解释如下：

1. 被解释变量。被解释变量为大股东掏空 (Tunnel)，大股东掏空行为有很多方式，但最主要最普遍的方式是大股东对上市公司的资金占用，Jiang et al. (2010) 指出以资金占用作为衡量大股东掏空的代理变量非常适合中国情境^[27]。而其他应收款账户年末余额几乎都是大股东侵占上市公司的资金^[28]，所以，我们采用其他应收款/总资产作为大股东掏空行为的测量指标。

2. 解释变量。解释变量为董事网络中心度 (Lock-C)，借鉴相关文献^[29]，选取程度中心度作为董事网络中心度的测量指标，它是指与某公司董事存在直接关系的其他董事数量之和，衡量的是董事活跃程度。其计算公式为：

$$Lock - C_i = \sum_j Y_{ji} / (m - 1) \quad (3)$$

其中 i 为某董事，j 为除 i 之外的其他董事， Y_{ji} 表示由董事联结形成的网络矩阵，若两个董事 (i 和 j) 同在一个或以上企业任职，则 $Y_{ji} = 1$ ，否则为 0，m 为董事总数，(m - 1) 用来消除规模差异的影响。

3. 控制变量。首先，选取了董事会特征变量，独立董事比例 (Indr)、董事会规模 (Board)、两职合一 (Dual) 作为控制变量；其次，选取了股权结构变量，股权制衡 (S)、股权集中度 (Top1) 作为控制变量。最后，根据其他学者的相关研究还采用了公司规模 (Size)、财务杠杆 (Lev) 作为控制变量，同时控制行业和年份。变量定义和测度如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量	代码	定义
大股东掏空	Tunnel	其他应收款/资产总额
董事网络中心度	Lock-C	见公式(3)
两职合一	Dual	董事长和总经理是否两职合一，是为 1，否为 0
独立董事比例	Indr	董事会中独立董事的比例
董事会规模	Board	董事会人数
股权集中度	Top1	第一大股东持股数/总股数
股权制衡度	S	第二大股东至第十大股东持股比例之和
财务杠杆	Lev	公司期末资产负债率
公司规模	Size	公司期末资产的对数
年度	Year	虚拟变量
行业	Industry	虚拟变量

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

变量描述性统计结果如表 2 所示，从各上市公司的掏空程度来看，差别较大，最大值为 0.997，最小值为 0，说明个别企业存在严重的大股东资金侵占现象。董事网络中心度的均值为 0.535，说明董事网络作为一种非正式制度安排在我国企业间已比较盛行，其最大值为 0.712，最小值为 0.041，各企业之间网络中心度存在较大差异，个别企业存在过度连锁的现象。从第一大股东持股比例来看，其均值为 0.358，说明股权分置改革以来，股权集中的现象在我国依然比较普遍；从股权分散度来看，其均值为 0.217，最大值为 0.663，最小值为 0.004，说明我国企业股权分散度不高，还需要更多的主体参与到上市公司治理过程中来。独立董事比例均值为 0.373，已基本达到证监会规定的我国上市公司独立董事比例不得少于三分之一的规定。两职合一的均值为 0.279，表明我国 27.9% 的上市公司存在董事长和总经理兼任的情况。

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
Tunnel	0.081	0.119	0	0.997
Lock-C	0.535	0.066	0.041	0.712
Top1	0.358	0.154	0.022	0.900
S	0.217	0.131	0.004	0.663
Dual	0.279	0.449	0.000	1.000
Board	8.745	1.753	4.000	22.000
Indr	0.373	0.056	0.182	0.800
Lev	0.447	0.337	0.007	13.397
Size	21.856	1.296	14.200	29.200

(二)回归结果分析

在做多元曲线回归分析之前，对自变量做了相关性检验，各相关系数均小于 0.2，说明变量之间基本不存在多重共线性问题。多元回归结果如表 3 所示，模型 1 的全样本结果显示，董事网络中心度与大股东掏空程度在 1% 显著水平上正相关，相关系数为 0.143；在模型 2 中引入董事网络中心度的平方项，发现二次项与大股东掏空在 1% 显著水平上正相关，相关系数为 0.495，且与模型 1 相比，其相关系数与拟合优度 (R^2) 均有了显著的提高，说明模型 2 的 U 型关系能够更好地拟合董事网络中心度与大股东掏空行为之间的关系。即适度的董事网络中心度有助于抑制大股东掏空行为，但过度连锁则会加剧大股东掏空程度，董事网络中心度与大股东掏空之间呈先下降后上升的 U 型关系，假设 1 得到验证；说明董事网络是一把双刃剑，在看到其带来积极治理效应的同时也不可忽视其消极作用和负面影响。这些研究结果与马金城等 (2009)^[12] 在案例研究中提出的连锁董事是大股东掏空手段的结论有所不同；也区别于 Larcker et al. (2013)^[6] 一味呼吁的董事非正式网络关系的正面治理效应。进一步地，在不同产权性质下，董事网络对大股东掏空行为的治理效应是否有所不同？从分组检验结果来看，在民营企业 and 国有企业中，董事网络中心度的平方项与大股东掏空程度均在 1% 显著水平上正相关，相关系数分别为 0.657、0.305，说明它们之间的 U 型关系在国有、民营企业中均是成立的。但是相比民营企业，在国有企业中董事网络的治理效率降低了 53.6% ($(0.657 - 0.305)/0.657$)，并且其拟合优度更低，说明在民营企业中，董事网络中心度与大股东掏空行为之间的 U 型关系更为显著，在国有企业中表现的更弱，假设 2 得到验证。控制变量的回归结果与以往文献的研究结论基本一致，在此不再赘述。

表 3 主要回归结果分析

变量	全样本		民营企业	国有企业
	模型1	模型2	模型2	模型2
Lock-C	0.143 *** (8.73)	-0.282 *** (-4.79)	-0.431 *** (-2.61)	-0.149 ** (-2.06)
Lock-C ²		0.495 *** (7.54)	0.657 *** (4.02)	0.305 *** (3.71)
Top1	0.001 *** (6.36)	0.001 *** (6.60)	0.001 (1.01)	0.002 *** (3.73)
S	-0.001 *** (-6.02)	-0.001 *** (-6.21)	0.000 (0.50)	-0.001 *** (-4.35)
Dual	-0.002 (-0.63)	-0.002 (-0.51)	0.001 (0.12)	0.003 (0.52)
Board	-0.000 (-0.31)	-0.000 (-0.46)	-0.009 *** (-2.95)	-0.006 ** (-2.24)
Indr	0.046 (1.57)	0.040 (1.37)	-0.168 ** (-2.49)	0.105 * (1.78)
Lev	0.015 *** (3.98)	0.015 *** (4.06)	0.016 (1.38)	0.019 *** (3.50)
Size	-0.005 *** (-3.71)	-0.005 *** (-3.13)	-0.065 *** (-12.27)	-0.034 *** (-7.48)
L/Y	控制	控制	控制	控制
截距项	0.113 ** (2.57)	0.182 *** (4.07)	1.739 *** (13.12)	0.880 *** (8.30)
Adj R ²	0.113	0.182	0.201	0.168

注：小括号内数值为 t 值；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 统计水平上显著。

(三) 董事网络中心度与大股东掏空之间 U 型关系的进一步分析

由以上分析可知董事网络中心度与大股东掏空程度之间的关系如图 1 所示，值得注意的是：根据模型 2 的一次项回归系数与二次项回归系数计算出我国董事网络中心度的极值点为 0.285，而从 2012~2016 年的中心度均值来看（见表 2），明显高于该极值点，说明我国企业在构建董事网络时一味注重连锁关系数量的增加，从而容易陷入“过度连锁”的陷阱，这与曲亮等(2014)发现浙江省连锁董事网络构建重“量”不重“质”的结论有异曲同工之处^[30]。也说明我国董事网络中心度对大股东掏空行为的影响主要处于 U 型关系的上升阶段，即董事网络中心度越高，大股

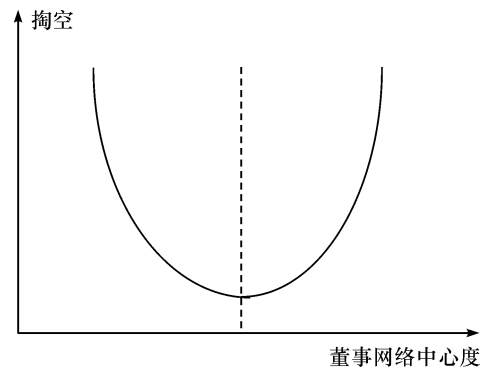


图 1 董事网络中心度与大股东掏空行为关系图

东掏空行为越严重。过度连锁不仅削弱了董事履职的投入度和独立性，也不利于董事个人利益与公司利益的兼容，导致其产生网络寻租的动机，与其他管理层、大股东形成“圈子”来掏空公司，甚至发生窝案、串案，给投资者和整个制度设计带来冲击^[31]；当前一些大型企业腐败案件呈现出集团化、网络化的特征，就是形成依靠权力非法获取利益的“圈子”，比较典型的有中国移动窝案、中国石油窝案等。因此，过度连锁所带来的监督效率弱化和串谋风险不容忽视。

(四) 稳健性检验

为了提高研究结论的稳健性，首先对模型进行了分年度、分行业回归，发现检验结果基本一致。其次，对于解释变量，借鉴相关文献，采用程度中心度、接近中心度及中介中心度的乘积作为董事网络中心度的测量指标，实证结果依然支持前文的主要结论。最后，对于可能存在的内生性问题，以及考虑到董事网络对公司治理影响的滞后性，对解释变量作滞后一期处理，以降低机械相关性，发现回归结果没有实质性改变。因篇幅限制，在文中不再一一展示稳健性检验结果。

五、结论与启示

基于 2012~2016 年 A 股上市公司数据，实证检验了董事网络中心度对大股东掏空行为的影响，研究结果表明：(1) 董事网络中心度与大股东掏空程度之间并非简单的线性关系，而是呈显著的 U 型关系，即董事之间的适当兼任和嵌入有助于其获取丰富的治理性信息，增强治理能力，更高的声誉也促使其具有更强的动机发挥外部治理作用，因而能够有效抑制大股东掏空行为；但过度连锁则

会从主观和客观上削弱董事履职的投入度和独立性，导致董事与大股东合谋等机会主义行为的发生，进而加剧大股东掏空。(2)在不同产权性质下，这种影响机制有所差异，相比国有企业，在民营企业中董事网络中心度与大股东掏空程度的U型关系更为显著。(3)另外，更进一步地发现我国上市公司普遍存在董事网络中心度过高的现象，需重视董事过度连锁所带来的负面效应。

大股东掏空行为的治理，不仅要企业内部股权结构、董事会特征以及企业外部的制度环境出发，更要关注到企业与企业之间的关系层面，连锁董事作为高层管理者在跨组织边界上的网络联结，无疑对企业行为和公司治理效率产生重要的影响。一方面，企业应主动创造构建董事联结的机会，建立起有效的联动机制，充分发挥董事网络外部治理效应，并尽量优化自身在网络中的位置，保证董事能够充分获取和利用嵌入在网络中的信息、资源、知识等各类社会资本。另一方面，也不可忽视由于其过度连锁而带来的负面效应。董事可能出于建立自身关系网络、提升个人声誉价值、增加报酬等动机而在多家上市公司兼任，进而构建了董事网络，而这种网络将更多的服务于连锁董事个体，削弱了企业从中获取的收益。因此，监管部门需适当约束董事之间的兼任行为，对董事兼任数量、企业类型、和地域进行适当限制；明晰连锁董事运行机制，对其工作进行制度化过程考核，以防利用董事网络谋取私利；并制定适当的现代企业激励机制，提高连锁董事参与治理监督的积极性，增强其在监督大股东与管理层、维护利益相关者利益方面的公司治理能力。

从社会网络视角研究大股东掏空问题，为该问题的研究开拓了新视角，丰富和深化了网络治理相关研究；在样本数据的选择上，采用了A股全样本数据，弥补了之前研究在样本量上的不足和片面性，使得研究结论更具说服力。当然，研究还存在着一些不足之处，在数据获取方面，未能获得非上市公司董事网络数据，使得研究结果具有一定的局限性。最后，中国情景下的董事网络构建与西方国家存在很大的差别^[32]，在关注其正面治理机制的同时还需重视可能产生的负面效应，本文只探讨了董事网络对大股东掏空行为的影响，未来还可以从其他方面进行研究和探索。

参考文献：

- [1] Lin Y. H. Overseeing Controlling Shareholders: Do Independent Directors Constrain Tunneling in Taiwan? [J]. San Diego International Law Journal, 2011, 12(2): 363-416.
- [2] Yuan G. S. Can Internal Governance Mechanisms Prevent Asset Appropriation? Examination of Type I Tunneling in China [J]. Corporate Governance An International Review, 2013, 21(3): 225-241.
- [3] 刘慧龙, 吴联生, 王亚平. 国有企业改制? 董事会独立性与投资效率 [J]. 金融研究, 2012, (9): 127-140.
- [4] 田高良, 韩洁, 李留闯. 连锁董事与并购绩效——来自中国A股上市公司的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2013, 6(6): 112-122.
- [5] 卢昌崇, 陈仕华. 断裂与重构: 连锁董事及其组织功能 [J]. 管理世界, 2009, (5): 52-62.
- [6] Larcker D. F., So Eric C. and Wang C. Y. Boardroom Centrality and Firm Performance [J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 55(2): 225-250.
- [7] 田高良, 李留闯, 齐保垒. 连锁董事、财务绩效和公司价值 [J]. 管理科学, 2011, (3): 13-24.
- [8] 徐二明, 衣凤鹏. 上市公司连锁董事对社会绩效的影响 [J]. 经济管理, 2014, (6): 44-56.
- [9] 任兵, 区玉辉, 彭维刚. 连锁董事与公司绩效: 针对中国的研究 [J]. 南开管理评论, 2007, (10): 8-15.
- [10] 刘涛, 朱敏. 动态性环境中企业连锁董事与绩效关系的实证研究 [J]. 软科学, 2009, 23(6): 93-97.
- [11] 陈悦, 朱晓宇, 刘则渊. 董事会资本与企业绩效关系的实证研究 [J]. 大连理工大学学报(社会科学版), 2015, (4): 23-29.
- [12] 马金城, 王磊. 系族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究 [J]. 管理世界, 2009, (12): 157-158.
- [13] 陈运森. 独立董事的网络特征与公司代理成本 [J]. 经济管理, 2012, (10): 67-75.
- [14] 包凤耐, 彭正银, 韩炜. 连锁董事网、关联方网与公司治理绩效的影响 [J]. 天津财经大学学报, 2013, (12): 94-103.
- [15] Johnson S., Schnatterly K., Hill A. D. Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics [J]. Journal of Management Official Journal of the Southern Management Association, 2013, 39(1): 232-262.
- [16] Cai Y., Dan S. D., Kim Y., et al. Board Interlocks and the Diffusion of Disclosure Policy [J]. Review of Accounting Studies, 2014, 19(3): 1086-1119.

- [17] 邓新明, 王惠子, 朱登, 龙贤义. 动态竞争环境下高管团队社会网络、行动进攻性与企业绩效 [J]. 经济与管理研究, 2017, (2): 125-137.
- [18] Filatotchev I., Bishop K. Board Composition, Share Ownership, and ‘Underpricing’ of U. K. IPO Firms [J]. Strategic Management Journal, 2002, 23(10): 941-955.
- [19] Johnson J. L., Daily C. M., Ellstrand A. E. Boards of Directors: A Review and Research Agenda [J]. Journal of Management, 1996, 22(3): 409-438.
- [20] Hambrick D. C., Misangyi V. F., Park C. A. The Quad Model for Identifying a Corporate Director’s Potential for Effective Monitoring: Toward a New Theory of Board Sufficiency [J]. Academy of Management Review, 2015, 40(3): 323-344.
- [21] Ruigrok W., Peck S. I., Keller H. Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies [J]. Journal of Management Studies, 2006, 43(5): 1201-1226.
- [22] 刘诚. 社会关系、董事会合谋与 CEO 薪酬敏感性 [J]. 中央财经大学学报, 2016, (5): 105-112.
- [23] Ferris S. P., Jagannathan M., Pritchard A. C. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments [J]. Journal of Finance, 2003, 58(3): 1087-1111.
- [24] 谢诗蕾, 许永斌, 胡丹丽. 繁忙董事、声誉激励与独立董事监督行为 [J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2016, (5): 147-155.
- [25] 仲伟周, 段海艳. 基于董事个体态度和行为的董事会效率研究 [J]. 管理世界, 2008, (4): 177-178.
- [26] Westphal J. D., Khanna P. Keeping Directors in Line: Social Distancing as a Control Mechanism in the Corporate Elite [J]. Administrative Science Quarterly, 2003, 48(3): 361-398.
- [27] Jiang G., Lee C. and Yue H. Tunneling through Intercompany Loans: The China Experience [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1): 1-19.
- [28] 吕长江, 周县华. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析 [J]. 南开管理评论, 2005, (8): 9-17.
- [29] 谢在阳等. 董事会二元权力结构、网络位置与企业绩效——基于国有企业的实证研究 [J]. 证券市场导报, 2017, (9): 19-25.
- [30] 曲亮, 任国良. “质”的耕耘还是“量”的拓展?——浙江上市公司连锁董事网络对企业绩效的非线性影响 [J]. 浙江工商大学学报, 2014, (7): 91-101.
- [31] 陆瑶, 胡江燕. CEO 与董事间“老乡”关系对公司违规行为的影响研究 [J]. 南开管理评论, 2016, (2): 52-62.
- [32] 李维安, 齐鲁骏. 公司治理中的社会网络研究——基于科学计量学的中外文献比较 [J]. 外国经济与管理, 2017, (1): 68-80.

The Influence of the Director Network Centrality on Large Shareholders Tunneling: Restrain or Intensify?

ZUO Xuelian¹, HAO Yunhong², WANG Shuxian³

(1. Zheshang Research Center, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China; 2. School of Business Administration, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China; 3. Hangzhou College of Commerce, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: This paper empirically analyzes the relationship between the director network and tunneling from the perspective of social network and in light of the moderating effect of property rights. The results of the research indicate that the director network centrality is significantly U-type related to the tunneling level, which reveals the “double-edged sword” function of the director network in the governance of tunneling of major shareholders. When the samples are further divided into state-owned and private-owned enterprises for grouping regression, it is found that the U-type relationship is more significant in private-owned enterprises. In addition, the study also finds that the director network centrality of listed companies is generally of a high level and there exists the phenomenon of “excessive chain”. The study provides new empirical evidence and practical reference for enterprises and regulatory authorities to regulate the behavior of director interlocking, restrain the tunneling of large shareholders and enhance investors protection.

Key words: Director Network; Network Centrality; Tunneling; Social Capital; Property Right

(责任编辑: 闻 毓)