

公司治理与掏空

高雷 何少华 黄志忠*

摘要 本文采用非平衡面板数据模型检验了公司治理机制对控股股东掏空的影响。研究发现,独立董事对控股股东的掏空无监督效果;股权集中加剧了控股股东的掏空;股权制衡对控股股东的掏空无影响;管理者持股与基金持股均能抑制控股股东的掏空;国家控制没有加剧控股股东的掏空;企业集团控制加剧了控股股东的掏空;信息披露透明度和投资者保护均显著影响了控股股东的掏空;产品市场竞争是抑制控股股东掏空的有效机制。

关键词 公司治理, 掏空, 资金占用

一、引言

La Porta et al. (1999a) 指出作为管理者的大股东能够利用金字塔和交叉持股机制掏空公司, 从而剥夺小股东的利益 (Shleifer and Vishny, 1997; Wolfenzen, 1999; Dharwadkar et al., 2000; Johnson et al., 2000; Glaeser et al., 2001; Joh, 2003)。Claessens et al. (2000) 利用亚洲 9 个国家的公司数据证明大股东对小股东利益的剥夺是普遍现象而非特例。Bergstrom and Rydqvist (1990), Barclay and Holderness (1989), Zingales (1994), Bertrand et al. (2002), Bae et al. (2002) 以及 Atanasov (2005) 分别在瑞典、美国、意大利、印度、韩国和保加利亚找到了大股东掏空的证据。在那些商业法律及其执行对小股东保护较弱的国家大股东的掏空更容易发生 (Coffee, 2001; La Porta et al., 1998, 2000)。

尽管有大量证据表明控股股东常常掏空公司, 但是也有证据表明控股股东在一定情况下会支持公司。Friedman et al. (2003) 证明当公司面临中等强度的不利冲击时, 控股股东会支持公司; 但是当不利冲击太大时, 控股股东会掠夺公司并让其倒闭。同时他们的经验证据表明, 尽管具有金字塔式所有权结构的公司更容易遭受掏空, 但是当面临不利冲击时这类公司也更容易受到支持。La Porta et al. (2003) 发现在墨西哥的商业集团内部支持是伴随掏空而存在的。江伟 (2005) 在中国上市公司中找到了证据, 证明控股股东对公司的掏空与支持是对称的。

* 汕头大学商学院。通讯作者及地址:高雷,广东省汕头市大学路243号,515063;电话:(0754)2902383, 传真:(0754)2903882;E-mail:gaoleifinance@163.com 或 Drgaolei@126.com。作者感谢匿名审稿人的评审及香港研究资助局的资助(CUHK4437/04H)。

在国内,已有少量文献检验了所有权结构等公司治理机制对控股股东掏空的影响。李增泉等(2004)从资金占用的角度找到了控股股东掏空的证据。同时他们发现所有权结构是决定控股股东掏空的重要因素,国家控制的和企业集团控制的公司遭受了更严重的掏空。唐清泉等(2005)也发现所有权结构是决定控股股东掏空的因素。而且他们还发现独立董事有助于阻止大股东通过关联交易(关联采购和关联销售)的方式来掏空公司。王琨、肖星(2005)发现机构投资者(证券公司和证券投资基金)持股有助于抑制控股股东的掏空。然而,这些研究存在一个共同的缺陷:没有区分控股股东的掏空与支持行为,而是将两类行为混同。这使得这些研究的可靠性大大下降,研究结论值得置疑。

本文在清晰区分控股股东的掏空与支持行为的基础上,再次检验公司治理机制对控股股东(第一大股东)掏空行为的影响。以前的研究检验过的治理机制,譬如董事会治理、所有权结构、控股股东的产权性质(是否国家控制)、控股股东的存在形式(是否企业集团),将在本文得到更为可靠的检验。同时,一些前人没有检验的公司治理机制,譬如信息披露透明度、投资者利益的法律保护与产品市场的竞争,也被纳入了研究范畴。

本文的贡献在于:(1)系统地分析了公司治理机制与掏空之间的关系,并对相关理论进行了提炼和总结。(2)在我国特殊的制度环境下,首次提供了信息披露、投资者保护与产品市场的竞争等三种治理机制对控股股东掏空行为产生影响的经验证据。此外,本文严格区分了控股股东的掏空与支持行为,并采用了更加可靠的非平衡面板数据模型,这使得本文研究结论的可靠性大大提高。

二、公司治理机制与掏空

Denis and McConnell(2003)认为公司治理是企业内部和外部机制的总和,它们可以促使那些追逐个人利益的公司控制者所做出的决策以公司所有者的利益最大化为原则。前人的研究告诉我们,要彻底解决控股股东剥夺小股东利益的代理问题,需要完善如下两类公司治理机制。第一类是内部机制,主要包括董事会治理的独立性、所有权结构、控股股东的产权性质、控股股东的存在形式与信息披露透明度。第二类是外部机制,主要指投资者的法律保护与产品市场的竞争。

(一) 内部机制

1. 董事会的独立性与掏空

董事会的独立性取决于两个方面,独立董事的比例和首席执行官(或总经理)与董事会主席两职的设置状况。独立董事比例较高的董事会可以通过

发挥其独立董事的声誉维持需要来防止董事会被管理者操纵，从而确保董事会决策的独立性和有效性。Byrd and Hickman (1992) 的研究表明董事会中独立董事的比例与公司绩效正相关。Weisbach (1988) 发现当公司业绩表现差劲时，外部董事的比例与 CEO 更换的频率正相关。Rosenstein and Wyatt (1990, 1997) 发现股票价格对外部董事的任命事件有积极反应。唐清泉等 (2005) 发现在中国独立董事有助于抑制大股东的掏空。但持相反观点的人认为外部董事对企业信息了解不足，因此他们扮演的是非对抗的咨询者而不是关键的监督者 (Agrawal and Knoeker, 1996)。于东智 (2003) 的证据表明在我国独立董事对公司绩效没有显著的影响。因此，我们无法预期独立董事是否有效地监督了控股股东的掏空。

Goyal and Park (2002) 的研究表明，当董事长和总经理两职合一时容易导致董事会丧失独立性。Dayha et al. (2002) 发现当那些遵循了“Cadbury Committee”的建议（将 CEO 和董事会主席两个职位分离）的公司在绩效表现差劲时，CEO 更换的频率更高。然而，于东智 (2003) 的证据表明在我国董事长与总经理两职是否分离并不是影响公司绩效的重要因素。因此我们认为董事长与总经理两职设置状况对控股股东掏空的影响有待检验。

2. 所有权结构与掏空

学者对大股东的作用持两种观点。第一种是监督观，即相对于小股东，大股东有更强的动机和能力监督管理者并改善绩效。Shleifer and Vishny (1986) 认为大股东作为监督者，能够产生由所有股东共享的利益。Grossman and Hart (1988)、Harris and Raviv (1988) 发展了这一观点。Jensen and Meckling (1976) 论证了所有权集中于管理者可以最小化由所有权与控制权分离所导致的代理问题。La Porta et al. (2002) 也得出了类似的结果。Holderness and Sheehan (1988) 的研究支持了监督观。DeAngelo et al. (1984) 也发现大股东与小股东共同分享了 LBO 交易产生的大部分收益。Mitton (2002) 的研究表明在亚洲金融危机期间外部大股东提高了公司绩效。第二种是掏空观，即当控股股东可以获得私人收益时，他们会剥夺本属于小股东的资产并掏空公司。Fama and Jensen (1983) 认为在均衡状态下，由大股东控制的公司是不能作为公开上市交易的公司而存在的。原理是不受约束的大股东能够剥夺公司所有的资产，从而导致小投资者拒绝购买公司股票，最终由大股东拥有全部股份。Burkart et al. (1998) 和 Bennedson and Wolfenzon (2000) 的研究采纳了这种观点。La Porta et al. (1999a) 发现在股权高度集中的国家，大股东与小股东之间的利益冲突是主要的治理问题。后来，La Porta et al. (2002) 发现控制权与现金流量权高度分离的股权结构在世界范围内广泛存在。在这样的公司，当控股股东剥夺公司资产的收益超过成本时，他们会不惜损害其他股东的利益以获取私人收益 (Barclay and Holderness, 1989; Barclay et al., 1993; Nenova, 2002; Dyck and Zingales, 2004; Atanasov, 2005)；当

控股股东参与公司管理时,他们更有可能追求与小股东利益不一致的目标(Claessens et al., 2000)。因此,“监督观”与“掏空观”孰是孰非还有待检验。

一些学者指出控股股东掏空的动机取决于其持股比例。Jensen and Meckling (1976)认为控股股东拥有的股权越少,其掏空的动机越强。一般来说,随着控制权与现金流量权分离程度的增加,控股股东会剥夺更多的资产(Shleifer and Vishny, 1997)。但是, Morck et al. (1988)认为这种效应不能用简单的线性关系来描述。李增泉等(2004)的证据表明在中国控股股东的持股比例与资金占用之间是倒U形关系。另一些文献(Bennedsen and Wolfenzon, 2000; La Porta et al., 1999a; Pagano and Röell, 1998)显示多个大股东的存在可以减轻控股股东的掏空。Volpin (2002)的研究表明,大股东联盟的存在,提高了公司业绩恶化时经理被更换的概率。Maury and Pajuste (2005)则提供了多个大股东的存在与公司价值显著正相关的经验证据。因此,我们预期控股股东的持股比例与掏空是倒U形关系;多个大股东的存在可以产生制衡作用,减少控股股东的掏空。

管理者持股能否激励管理者为所有股东的利益而服务呢?现有的研究有两种相反的观点。一方面, Jensen and Meckling (1976)提出管理者持股协调了两个不同持股群体的利益,因此可减少公司内部的代理成本(利益协同假说)。另一方面 Morck et al. (1988)以及 McConnell and Servaes (1990, 1995)认为,当管理者持股超过一定比例后,他们就不惜损害其他投资人的利益,尽量损公利私(譬如与大股东合谋掏空公司),为自己构筑防御壕沟(堑壕假说)。可见,“利益协同假说”与“堑壕假说”何者成立有待检验。

机构投资者作为公司股东能否积极地监督公司管理者及控股股东的行为是学术界的一个焦点问题。现有的文献中有两种观点:一些学者认为机构投资者能够积极地“用手投票”并监督高级管理层(积极监督假说);另一些学者却持相反的观点,认为机构投资者仅采取“用脚投票”的被动方式应对公司差劲的治理(被动监督假说)。许多经验证据支持了“积极监督假说”。Jarrell and Poulsen (1987)、Brickley et al. (1988)证明机构投资者更可能投票反对减少股东财富的议案。Chung et al. (2002)、Mitra and Cready (2005)证明机构投资者持股比例与管理者机会主义盈余管理负相关。Hartzell and Starks (2003)证明机构投资者能够监督管理者报酬契约的签订。王琨、肖星(2005)的证据证明在我国机构投资者持股有助于抑制控股股东的掏空。McConnell and Servaes (1990)、Smith (1996)以及 Del Guercio and Hawkins (1999)报告机构投资者持股比例与公司绩效之间是正相关关系。而另一些文献坚持“被动监督假说”,认为机构投资者的监督有限,“搭便车”的心理使他们难以采取联合行动(Admati et al., 1994),在公司绩效表现差时他们很可能选择用脚投票而不是积极地采取纠正措施(Coffee, 1991)。Renneboog

(2000) 在比利时股票市场没有找到证据支持机构投资者扮演了有效监督者的角色。Wahal and McConnell (2000) 认为没有证据表明机构投资者对管理者的短视行为有影响。Demsetz and Lehn (1985)、Agrawal and Knoeber (1996)、Karpoff et al. (1996)、Wahal (1996) 以及 Duggal and Millar (1999) 发现机构投资者持股比例与用会计利润和市场回报衡量的公司绩效之间没有关系。因此，“积极监督假说”与“被动监督假说”哪一个成立仍需检验。

3. 国家控制与掏空

作为上市公司的控制者，国家掏空上市公司的原因何在？带着这一问题我们回顾了有关国有企业存在的原因及效率的文献。总结起来大致有三种假说进行了相关的讨论。第一是社会假说。该假说认为，当市场失灵，并且建立国有企业所带来的社会利益超过其成本时，国有企业就被建立 (Atkinson and Stiglitz, 1980)。因此国有企业与私有企业所追求的目标是不同的。前者是为了实现社会目标的最大化，而后者是为了实现企业利润的最大化。第二是代理假说。与社会假说一致，代理假说也认为政府的目的是实现社会福利最大化，同时它还假定政府建立国有企业是为了解决市场失灵。但是它又认为国有企业可能会滋生腐败和扭曲资源的配置 (Banerjee, 1997; Hart, Shleifer and Vishny, 1997)。由于国有企业追求多重目标最大化，而这些目标的实现程度又是难以测量的，由此造成了对管理者的权力激励较低 (Tirole, 1994)。由于存在与国有企业控制有关的激励问题，该假说认为国有企业的效率最终取决于其内部效率与资源配置效率的权衡。因此代理假说预期，通常国有企业为实现社会目标服务，并在市场失灵时发挥其资源配置的功能，但是国有企业内部的代理问题会导致管理者可能会发挥较低程度的努力，或者为了个人的利益而转移国家的资源。第三是政治假说。与其他两个假说存在根本区别，政治假说假定政治家是自利的个体，他们追求个人目标最大化，而非社会福利最大化。国有企业是政治家实现个人目标的机构，譬如通过国有企业为自己的支持者提供就业并为支持自己的企业提供融资 (Shleifer and Vishny, 1994)。由于政治家蓄意地通过政策向其支持者转移资源，因此国有企业是无效率的 (Shleifer, 1998)。该假说预期政治家建立和维持国有企业并不是为了实现经济效率，而是为了实现个人目标最大化。李增泉等 (2004) 发现在我国国家控制的公司遭受了更加严重掏空。但是马曙光等 (2005) 的研究却得出了相反的结论。因此尽管国家控股股东有动机掏空公司，但是很难预期国家控股股东比非国家控股股东对其控制的公司进行了更严重的掏空。

4. 商业集团与掏空

前人的研究表明商业集团（在共同的管理和财务控制下、形式上独立的公司的聚合体）结构对企业价值的影响是混合的。一些学者探讨了在新兴市场上商业集团结构所带来的正面效应（价值增加假说）。在新兴市场附属于商业集团的公司通过利用内部交易和内部资本市场获得了独立公司所不具备的

优势 (Hubbard and Palia, 1999; Khanna and Palepu, 2000)。Khanna and Palepu (1997, 2000) 认为在发展中国家, 商业集团模仿了仅存在于发达经济国家的市场机制的有益功能。当一种具体的市场机制没有形成时, 商业集团通过提供类似的解决方法从而增加企业的价值。Khanna and Palepu (2000) 比较了属于工业集团的印度公司与独立的印度公司之间的利润率差异, 结果发现商业集团增加了公司价值。Shin and Park (1999) 发现由于商业集团存在内部资本市场, 附属于韩国最大的 30 个商业集团的公司较其他公司遭受了较少的融资约束。

但是商业集团结构也可能产生极大的负面效应 (掏空假说)。商业集团的控股股东常常通过间接的金字塔式的持股结构来控制集团成员公司 (La Porta et al., 1999a; Claessens et al., 2000), 从而这些控股股东有很大的动机和多样的方法去掏空公司。由于商业集团的控股股东对其集团成员公司的经营管理具有很大的决定权, 当法律不能有效防止小股东的利益被剥夺时, 他们更容易实现对公司的掏空 (Barclay and Holderness, 1989; Barclay et al., 1993; Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999a; Johnson et al., 2000)。Johnson et al. (2000) 的研究显示在欧洲商业集团的控制者有很强的动机转移成员公司的资源到外部以增加个人财富。Bertrand et al. (2002) 利用 1989—1999 年间的 18600 个印度公司样本检验了商业集团中的掏空行为, 结果发现, 在商业集团中, 金字塔式的股权结构的最终控制者有很强的动机将金字塔底层公司的资产转移到金字塔顶层的公司。Bae et al. (2002) 指出, 在韩国, 属于最大的 30 个商业集团的公司的的小股东普遍在资产重组交易中遭受损失, 但是控股股东却从同样的交易中获益。Chang (2003) 的研究也表明, 在韩国, 控股股东通过集团成员间的内部交易转移利润以增加个人财富。最近, Baek et al. (2004) 发现, 在 1997 年韩国金融危机期间, 由家族集中所有权控制的商业集团公司遭受了巨大的股票价值损失。李增泉等 (2004) 的证据表明, 在我国, 控股股东以企业集团方式存在的公司遭受了更严重的掏空。因此, “价值增加假说”与“掏空假说”孰是孰非还有待检验。

5. 信息披露透明度与掏空

La Porta et al. (1998)、Johnson et al. (2000) 认为会计标准及信息披露透明度是公司治理的重要因素。高的信息披露透明度降低了控股股东与小股东及监管者之间的信息不对称, 从而有利于小股东及监管者监督控股股东的行为。Baek et al. (2004) 发现, 在 1997 年韩国金融危机期间, 信息披露质量越高的公司遭受了越少的股票价格下跌。可见信息披露是抑制控股股东掏空的有效机制。

Aggarwal et al. (2005) 将审计意见作为衡量会计信息披露透明度的代理变量。他们认为获得清洁审计意见的公司有更高的信息披露透明度。Titman and Trueman (1986)、Reed et al. (2000)、Mitton (2002) 以及 Aggarwal et

al. (2005) 已经将“六大”(or“五大”)会计师事务所与更高的审计质量联系在一起。由于“六大”会计公司有更高的声誉维持需要 (Michaely and Shaw, 1995), 可能比当地会计公司有更高的独立性, 或者需要为犯错承担更大的法律责任 (Dye, 1993), 因此他们更有可能确保透明度和消除公司财务报告的错误。Bai et al. (2004) 认为在中国发行 B 股的上市公司必须采用国际会计标准, 因此有更高的财务透明度。本文借鉴前人的研究将审计意见是否清洁、财务报告是否由“五大”事务所审计与是否发行 B 股作为衡量信息披露透明度高低的标准。我们预期获得清洁审计意见的、由“五大”事务所审计的与发行 B 股的公司遭受了更低程度的掏空。

(二) 外部机制

1. 投资者保护与掏空

投资者保护是指商业法律及其执行保护投资者免受公司内部人剥夺利益的程度 (Castro et al., 2004)。La Porta et al. (1997, 1998, 2000) 论述了法律在形成有效的保护投资者利益的公司治理中的作用。他们基于对 49 个国家的数据的分析得出, 普通法国家对投资者利益的保护显著优于大陆法国家, 而且健全的投资者保护法律可以提高会计信息的质量并促进资本市场的发展。La Porta et al. (1999b) 发现大陆法国家的政府对经济活动的干预显著高于普通法国家。基于这一发现, La Porta et al. (2000) 提出在大陆法国家, 政府很可能未将经济决策权授予法院, 而是利用政府权力直接对经济进行干预。这极有可能导致政府权力超越法律的情形出现, 从而极大地削弱法律保护投资者利益的功能, 导致低下的投资者保护。西方文献主要探讨了世界范围内的投资者保护的国家间差异。而樊纲、王小鲁 (2001) 针对国内不同的地区进行了类似的分析, 他们编制了中国各地方政府干预指数。这一指数显示在我国政府对经济的干预程度在地域分布上很不均衡: 与中西部地区相比, 东部地区的政府干预程度较低。根据前文分析, 可以认为地区间的政府干预程度的显著差异会导致地区间投资者保护水平的显著差异。因此本文将采用这一指数研究我国地区间的投资者保护水平的差异对控股股东掏空的影响。可以预期高政府干预会加剧控股股东的掏空。

大量的研究 (Coffee, 2002; Stulz, 1999; Reese and Weisbach, 2002; Doidge et al., 2004) 认为选择跨境到美国上市的公司会缓和控股股东对小股东利益剥夺的代理问题, 因为这些公司必须遵循美国的投资者保护法律。Bai et al. (2004) 认为到香港上市的中国内地公司的投资者保护水平更高。因此我们预期发行 H 股的公司遭受了更低程度的掏空。

2. 产品市场竞争与掏空

Bai et al. (2004) 认为解决各种代理问题的一个重要外部机制是产品市场的竞争。产品市场的激烈竞争增加了控股股东掏空导致公司陷入财务困境的

概率,因此有助于抑制控股股东的掏空。一般来说,在受政府保护的行业经营的公司所面临的产品市场竞争较弱。这是因为受政府保护的行业大多是事关国家经济命脉的高度垄断的行业。因此可以预期在受政府保护的行业经营的公司遭受了更加严重的掏空。

三、研究设计

(一) 数据与样本

本文使用的数据包括控股股东资金占用、公司治理结构与政府干预程度数据。

1. 控股股东资金占用数据

此数据是通过整理年报附注中的“关联方关系及其交易”中的控股股东(第一大股东)与上市公司之间的关联交易所产生的应收应付款项的年末余额数据而得到的。控股股东占用上市公司的资金主要通过如下四个会计科目反映出来,即应收账款、预付账款、其他应收款和其他长期应收款;上市公司占用控股股东的资金情况则主要通过如下四个会计科目反映出来,即应付账款、预收账款、其他应付款和长期应付款。将上市公司向控股股东借出的资金减去从控股股东借入的资金得到控股股东对上市公司的资金净占用额。需要指出的是,我们将第一大股东的终极控制者所控制的其他公司与上市公司之间的资金占用视为控股股东的资金占用。为了控制规模的影响,我们用资金净占用额/总资产作为控股股东对上市公司资金占用程度的度量。

表1列出了我们收集的控股股东对上市公司的资金占用数据的详细情况。表1的前三列描述了控股股东对上市公司的资金净占用为正的样本的特征。可见大约有69.45%的公司遭到了控股股东的掏空,平均资金净占用达到总资产的8.6%。中间三列是控股股东对上市公司的资金净占用为负的样本的特征。可见大约有30.55%的公司得到了控股股东的支持,平均净资金支持达到总资产的2.8%。最后三列是全部样本的描述性特征。可见控股股东对上市公司掏空超过支持,平均资金净占用达到5.2%。

表1 资金占用与支持数据的描述

年度	OCC>0			OCC<0			all		
	均值	标准差	样本数	均值	标准差	样本数	均值	标准差	样本数
1998	0.084	0.087	67.79%	-0.024	0.051	32.21%	0.049	0.092	652
1999	0.081	0.101	73.64%	-0.029	0.055	26.36%	0.052	0.103	698
2000	0.094	0.188	68.34%	-0.030	0.070	31.66%	0.054	0.170	875
2001	0.080	0.135	70.39%	-0.029	0.096	29.61%	0.048	0.135	699
2002	0.092	0.174	67.31%	-0.025	0.067	32.69%	0.054	0.158	722
All	0.086	0.145	69.45%	-0.028	0.070	30.55%	0.052	0.137	3646

2. 治理结构数据与政府干预程度数据

治理结构数据是通过整理 CCER 中国证券市场数据库中的治理结构数据而得到的。政府干预程度数据来源于樊纲、王小鲁（2001）编制的各地区政府干预程度指数。本文以 2000 年的政府干预指数代表各地区 5 年内（1998—2002）的政府干预程度。这与夏立军、方轶强（2005）的处理类似。

最初我们收集了 1998—2002 年间的控股股东与上市公司之间的资金占用数据 3646 个。鉴于本文的主题是检验公司治理机制对控股股东的掏空行为而非支持行为的影响，于是我们剔除了 1114 个控股股东对上市公司的资金净占用为负的样本，然后再剔除缺失数据和极端值的样本 20 个，最后得到用于经验检验的样本 2512 个。

（二）变量定义

1. 因变量

本文模型的因变量是资金占用比例。我们将控股股东对上市公司的资金净占用为正的样本的值赋予该变量。

2. 自变量

（1）董事会独立性

本文采用独立董事的比例和首席执行官（或总经理）与董事会主席两职的设置状况来衡量董事会的独立性。

（2）公司的所有权结构

我们从大股东持股、管理者持股和机构投资者持股等三个方面描述公司的所有权结构。股权集中度与制衡度往往被用来描述大股东持股的特征。“一股独大”代表集中式的股权结构，而“多股同大”则代表制衡式的股权结构。同时，第一大股东的持股比例也被采用以衡量股权集中度，而第二到第十大股东的持股集中度则被用来衡量股权制衡度（白重恩等，2005）。管理者持股比例被用来检验管理者股权激励的有效性。机构投资者（证券投资基金）持股比例被用来检验机构投资者监督的有效性。我们将基金作为公司前十大股东所持股份之和作为机构投资者持股比例，通过查阅年报统计了基金作为公司前十大股东所持股份之和，这与王琨、肖星（2005）的处理方法一致。

（3）控股股东的性质

CCER 中国证券市场数据库将上市公司的第一大股东的终极控制人的性质界定为上市公司控股股东的性质。终极控制人的控制类型包括国有控股、民营控股、外资控股、集体控股、社会团体控股和职工持股会控股等 6 类。我们将国有控股这一类界定为国家控股，其他 5 类均界定为非国家控股。

（4）企业集团

唐清泉等（2005）将国有资产管理局、科研机构、高校、社会团体、银行、保险及投资公司界定为非企业集团，而除此之外的公司均被界定为企业

集团。本文采用了他们的界定方法。

(5) 信息披露透明度

根据前文,我们将审计意见是否清洁、财务报告是否由“五大”事务所审计与是否发行B股作为衡量信息披露透明度高低的标

(6) 投资者保护程度

根据前文,我们将樊纲、王小鲁(2001)构造的政府干预指数与是否发行H股作为投资者保护程度的衡量。

(7) 产品市场的竞争程度

根据前文,我们将公司主营行业是否为受政府保护的行业作为产品市场竞争程度的衡量。借鉴陈冬华等人(2005)对受政府保护行业的界定。本文确定的受政府保护的行业包括:采掘业(B)、石油加工及炼焦业(C41)、黑色金属冶炼及压延加工业(C65)、有色金属冶炼及压延加工业(C67)、电力、煤气及水的生产和供应业(D)。

表2 变量定义

符号	变量含义及计量
OCC	资金占用比例=资金净占用/总资产。
ID	独立董事比例。
DUAL	两职设置,当总经理不是董事时取1,否则取0。
SING	一股独大,当 $TOP > 50\%$ 或者 $(40\% < TOP < 50\% \text{ 且 } TOP > cr2-5)$ 时取1,否则取0。
UNIO	多股同大,当 $10\% < TOP < 50\%$ 且 $top2 > 10\%$ 且 $TOP < cr2-5$ 时取1,否则取0。
DECE	高度分散,当 $TOP < 20\%$ 且 $top2 < 10\%$ 且 $TOP < cr2-5$ 时取1,否则取0。
TOP	第一大股东持股比例。
OC	其他大股东持股集中度,第二到第十大股东持股比例的平方和。
MS	管理者持股,全部董事、监事及高级经理人员的持股之和。
FS	机构投资者持股,基金作为公司前十大股东的持股之和。
STAT	控股股东性质,当控股股东为国家时取1,否则取0
GROU	控股股东存在形式,当控股股东以企业集团形式存在时取1,否则取0
AUDI	审计意见,审计意见类型为标准无保留意见时取1,否则取0。
FIVE	审计师质量,审计师为国际五大时取1,否则取0。
HS	H股发行,发行了H股时取1,否则取0。
BS	B股发行,发行了B股时取1,否则取0。
GOVE	政府干预指数,该变量取值范围为1—10,数值越大,表示政府干预程度越低。
PROT	产品市场竞争,当主营行业是受政府保护的行业时取1,否则取0。

注:top2是第二大股东持股比例,cr2-5是第二到第五大股东持股比例之和。

(三) 研究模型

本文采用了计量非平衡面板数据(unbalanced panel)的PLS(Panel Least Squares)模型(非平衡面板数据模型)。非平衡面板数据模型既克服了简单混合数据横截面回归模型所固有的样本自相关问题,也克服了平衡面板数据模型的样本选择偏差问题(平衡面板数据要求各横截面样本数量完全相同,这导致遗漏一些样本)。

在进行多变量回归分析之前，需要解决多重共线性的问题。我们首先对自变量进行了相关性分析，结果发现绝大多数自变量的相关性不强。当然也有几个例外，譬如 SING 与 UNIO、TOP 与 OC、SING 与 TOP。因此，我们在进行多变量回归分析时将这几对变量分别纳入计量模型。此外，我们本想将资产负债率和总资产等财务指标作为控制变量纳入模型，可是经过检验我们发现它们跟本文的测试变量之间存在的较强的相关性，并导致模型出现共线性问题，因此未将其纳入模型。

(四) 数据描述

表 3 是 1998—2002 年间的 2512 个样本的描述性统计特征。

表 3 自变量的描述性统计特征

	均值	中值	最大值	最小值	标准差
ID	0.058	0.000	0.667	0.000	0.106
DUAL	0.102	0.000	1.000	0.000	0.302
SING	0.576	1.000	1.000	0.000	0.494
UNIO	0.117	0.000	1.000	0.000	0.322
DECE	0.022	0.000	1.000	0.000	0.146
TOP	0.450	0.448	0.886	0.031	0.171
OC	0.016	0.004	0.143	0.000	0.026
MS	0.001	0.000	0.130	0.000	0.004
FS	0.005	0.000	0.143	0.000	0.014
STAT	0.853	1.000	1.000	0.000	0.354
GROU	0.815	1.000	1.000	0.000	0.388
AUDI	0.844	1.000	1.000	0.000	0.363
FIVE	0.044	0.000	1.000	0.000	0.206
HS	0.015	0.000	1.000	0.000	0.120
BS	0.103	0.000	1.000	0.000	0.304
GOVE	6.702	7.380	8.370	3.040	1.354
PROT	0.111	0.000	1.000	0.000	0.315

四、经验分析与结果

(一) 单变量分析

我们对变量进行了相关性分析。限于篇幅，我们报告除 TOP 和 OC 外的自变量与因变量之间相关性分析结果。首先，变量 ID、MS、FS、AUDI、FIVE、HS、GOVE 均与变量 OCC 是显著的负相关关系。可见独立董事比例高、管理者持股比例高、基金持股比例高、清洁审计意见、“五大”事务所、H 股发行、政府干预少均能减轻控股股东的掏空。其次，变量 DUAL、SING、GROU、BS、PROT 均与变量 OCC 是显著的正相关关系。这表明两职分离的控制结构、一股独大的股权结构、控股股东以企业集团形式存在、B

股发行、主营行业是受政府保护的行业均加重了控股股东的掏空。最后,变量 UNIO、DECE、STAT 的检验结果不显著。多个大股东的存在似乎并未产生股权制衡作用。国家控股股东似乎没有对其控制的公司进行了更严重的掏空。

(二) 多变量分析

表 5 是非平衡面板数据 (unbalanced panel) 的 PLS 回归分析的结果。鉴于我们采用了两类不同的变量 (哑变量 SING、UNIO、DECE 与实变量 TOP、OC) 来测量股权集中度和制衡度,我们将这两类变量分别纳入计量模型。考虑到变量 SING 与 UNIO 之间存在较强的相关性,于是本文将它们分别纳入计量模型。这样,我们首先估计了模型 (1) 与模型 (2)。模型 (1) 显示一股独大的股权结构显著增加了控股股东的掏空。这支持了掏空观。模型 (2) 显示多个大股东存在似乎并没有产生制衡效果。这与 Bennedsen and Wolfenzon (2000)、La Porta et al. (1999a)、Pagano and Röell (1998) 的观点不一致。类似地,考虑到变量 TOP 与 OC 之间的强相关性,我们将它们分别纳入计量模型。这样,我们估计了模型 (3) 与模型 (5)。模型 (3) 显示第一大股东持股比例与资金占用比例显著正相关。这与掏空观一致。模型 (5) 显示其他大股东持股集中度与资金占用比例之间无显著关系。这些证据与朱红军、汪辉 (2004)、赵景文、于增彪 (2005) 的结论一致,进一步支持了股权制衡并不能显著改善投资者保护的论点。

Morck et al. (1988) 认为控股股东的持股比例与掏空之间不是简单的线性关系。于是我们将第一大股东持股比例的平方项纳入计量模型,这样,我们估计了模型 (4)。但是我们并没有发现两者之间存在非线性关系。这与李增泉等 (2004) 的证据不一致。而李增泉等 (2004) 的研究没有将资金占用和资金支持的样本区分开来,这可能是导致结果差异的原因。

模型 (1) — (5) 显示,变量 ID 的系数为负但不显著,这表明独立董事对控股股东的掏空没有产生明显的监督效果。这符合于东智 (2003)、于东智、王化成 (2003) 的研究结论。变量 DUAL 的系数全部显著为正,表明两职分离的控制结构非但没有减轻,反而加重控股股东的掏空。对此我们有两种解释,一是两职设置状况不能反映董事会的独立性;二是董事会治理在我国是无效的 (于东智, 2003; 于东智、王化成, 2003)。变量 MS 的系数全部显著为负。这支持了有关管理者持股的“利益协同假说”。变量 FS 的系数表明机构投资者能够显著地抑制控股股东的掏空。这与王琨、肖星 (2005) 的证据一致,支持了有关机构投资者的“积极监督假说”。

根据变量 STAT 的系数,我们发现有很弱的证据证明国家控制减轻了控股股东的掏空。这与李增泉等 (2004) 的证据相反,但与马曙光等人 (2005) 的证据一致。我们认为李增泉等 (2004) 的研究没有区分资金占用和资金支

表4 相关性分析

	OCC	ID	DUAL	SING	UNIO	DECE	MS	FS	STAT	GROU	AUDI	FIVE	HS	BS	GOVE
ID	-0.05 (0.00)														
DUAL	0.06 (0.00)	0.06 (0.00)													
SING	0.08 (0.00)	-0.07 (0.11)	-0.02 (0.11)												
UNIO	-0.02 (0.16)	0.00 (0.44)	0.02 (0.22)	-0.43 (0.00)											
DECE	-0.02 (0.12)	-0.01 (0.35)	0.03 (0.06)	-0.17 (0.00)	-0.05 (0.00)										
MS	-0.10 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.04 (0.04)	-0.05 (0.01)	-0.03 (0.07)	0.01 (0.34)									
FS	-0.13 (0.00)	0.02 (0.14)	-0.01 (0.24)	0.11 (0.00)	-0.03 (0.08)	-0.04 (0.02)	0.02 (0.17)								
STAT	0.02 (0.13)	-0.07 (0.00)	-0.03 (0.06)	0.24 (0.00)	-0.15 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.07 (0.00)							
GROU	0.05 (0.01)	-0.06 (0.00)	0.00 (0.46)	0.12 (0.00)	0.02 (0.17)	-0.03 (0.09)	-0.02 (0.19)	0.08 (0.00)	0.01 (0.23)						
AUDI	-0.24 (0.00)	0.03 (0.05)	-0.04 (0.02)	0.08 (0.00)	-0.08 (0.00)	-0.06 (0.00)	0.05 (0.01)	0.10 (0.00)	0.07 (0.00)	0.06 (0.00)					
FIVE	-0.04 (0.03)	0.12 (0.00)	-0.04 (0.02)	0.06 (0.00)	0.00 (0.50)	-0.03 (0.05)	-0.10 (0.00)	-0.02 (0.14)	0.06 (0.00)	0.05 (0.00)	0.03 (0.05)				
HS	-0.05 (0.01)	0.16 (0.00)	0.04 (0.04)	0.08 (0.00)	-0.02 (0.11)	-0.02 (0.18)	-0.14 (0.00)	0.01 (0.36)	0.05 (0.01)	0.02 (0.21)	0.02 (0.21)	0.33 (0.00)			
BS	0.04 (0.03)	0.00 (0.46)	-0.04 (0.04)	0.01 (0.32)	0.03 (0.09)	-0.03 (0.05)	-0.13 (0.00)	-0.13 (0.00)	0.09 (0.00)	0.02 (0.16)	-0.07 (0.00)	0.25 (0.00)	-0.04 (0.02)		
GOVE	-0.08 (0.00)	0.03 (0.09)	-0.04 (0.03)	-0.05 (0.00)	0.09 (0.00)	0.02 (0.17)	0.03 (0.09)	0.03 (0.06)	-0.05 (0.01)	-0.03 (0.06)	-0.07 (0.00)	0.05 (0.00)	0.03 (0.07)	0.21 (0.00)	
PROT	0.06 (0.00)	0.00 (0.50)	-0.02 (0.16)	0.11 (0.00)	-0.03 (0.08)	-0.01 (0.31)	-0.13 (0.00)	0.01 (0.35)	0.10 (0.00)	0.02 (0.14)	0.05 (0.00)	0.08 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.13 (0.00)

注：表中是 Spearman 检验结果，括号中的数为概率值，该值在区间 $[0, 0.01]$ 、 $[0.01, 0.05]$ 、 $[0.05, 0.1]$ 内分别表示统计检验在1%、5%、10%的水平下显著。

表 5 非平衡面板数据的 PLS 回归分析结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
C	0.184*** (6.507)	0.186*** (6.568)	0.182*** (6.167)	0.178*** (6.167)	0.189*** (5.956)
ID	-0.008 (-0.767)	-0.012 (-1.138)	-0.009 (-0.880)	-0.009 (-0.880)	-0.012 (-1.177)
DUAL	0.027*** (3.627)	0.026*** (3.495)	0.027*** (3.607)	0.027*** (3.607)	0.027*** (3.532)
SING	0.013*** (3.329)				
UNIO		0.004 (0.283)			
DECE	0.031 (1.046)	0.025 (0.903)			
TOP			0.026* (1.896)	0.045 (0.420)	
TOP ²				-0.021 (-0.164)	
OC					-0.014 (-0.126)
MS	-0.935*** (-4.067)	-0.962*** (-4.217)	-0.934*** (-3.806)	-0.937*** (-3.873)	-0.962*** (-3.730)
FS	-0.814*** (-6.146)	-0.817*** (-6.114)	-0.801*** (-5.898)	-0.801*** (-5.898)	-0.805*** (-5.933)
STAT	-0.006* (-1.707)	-0.002 (-0.309)	-0.006 (-1.372)	-0.006 (-1.430)	-0.003 (-0.626)
GROU	0.009** (2.420)	0.011*** (2.959)	0.009** (2.303)	0.009** (2.267)	0.010*** (2.759)
AUDI	-0.098*** (-4.935)	-0.097*** (-4.969)	-0.098*** (-4.862)	-0.098*** (-4.862)	-0.097*** (-4.849)
FIVE	-0.025*** (-8.317)	-0.024*** (-8.421)	-0.024*** (-8.239)	-0.024*** (-8.239)	-0.024*** (-8.687)
HS	-0.023*** (-2.007)	-0.019* (-1.653)	-0.021* (-1.761)	-0.021* (-1.761)	-0.019 (-1.070)
BS	0.029* (1.908)	0.029* (1.932)	0.029* (1.915)	0.029* (1.915)	0.029* (1.878)
GOVE	-0.004*** (-2.963)	-0.004*** (-3.133)	-0.004** (-2.851)	-0.004*** (-2.851)	-0.004*** (-2.847)
PROT	0.007* (1.739)	0.008** (2.195)	0.007* (1.655)	0.007 (1.655)	0.009** (2.194)
R ²	0.076	0.075	0.075	0.075	0.074
CASE	2512	2512	2512	2512	2512

注:表中括号内为双尾 t 统计值,*, **, *** 分别表示 t 检验在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

持两种情况是产生不一致结果的原因之一。

变量 GROU 的系数表明，控股股东以企业集团方式存在的公司遭受了更加严重的掏空。这支持了有关商业集团的掏空假说。

衡量信息披露透明度的两个变量的回归系数显示，高的信息披露透明度（譬如清洁的审计意见与由“五大”会计师事务所审计）能显著抑制控股股东的掏空。发行 H 股的公司较其他公司遭受了更轻的控股股东掏空。这与 Bai et al. (2004) 的观点一致。但是发行 B 股的公司较其他公司遭受了更严重的掏空。这挑战了 Bai et al. (2004) 的有关论点。Bai et al. (2004) 认为发行 B 股的公司必须采用国际会计标准，从而提高公司的财务透明度。但是我们认为发行 B 股的公司治理水平并未得到实质性改善。B 股市场的长期低迷似乎佐证了我们的观点。变量 GOVE 的系数表明政府干预显著加剧了控股股东的掏空。这支持了 La Porta et al. (2000) 的观点。

变量 PROT 的系数表明产品市场的竞争是提高投资者保护的有效机制。在受政府保护的行业经营的公司由于面临更加温和的产品市场竞争，因此这类公司的控制者更加有恃无恐地增加了对上市公司的资金占用。

五、结 论

本文利用 1998—2002 年间的 2512 个样本检验了公司治理机制对控股股东掏空的影响。我们发现：首先，独立董事对控股股东的掏空无明显监督效果，两职分离的控制结构加重控股股东的掏空。这些似乎佐证了我国董事会治理的无效性。第二，集中式的股权结构（譬如“一股独大”的股权结构或者第一大股东持股比例高）显著增加了控股股东的掏空，而制衡式的股权结构（譬如“多股同大”的股权结构或者第二到第十大股东持股集中度高）对控股股东的掏空无显著影响。这些证据支持了有关大股东的“掏空观”。同时控股股东的持股比例与资金占用之间不存在倒 U 形关系，管理者持股比例和基金持股比例均与资金占用显著负相关。这支持了有关管理者持股的“利益协同假说”与有关机构投资者持股的“积极监督假说”。第三，没有明显的证据支持国家控股股东对其控制的公司进行了更严重的掏空的论点。第四，控股股东以企业集团方式存在的公司遭受了更加严重的掏空。这支持了有关商业集团的“掏空假说”。第五，高的信息披露透明度（譬如清洁的审计意见与由“五大”会计师事务所审计）能显著抑制控股股东的掏空。第六，发行 H 股的公司遭受了更轻的掏空，但是发行 B 股的公司却遭受了更严重的掏空。第七，政府干预显著地降低了投资者保护水平，加剧了控股股东的掏空。最后，产品市场的竞争是提高投资者保护水平的有效机制。在受政府保护的行业经营的公司遭受了更严重的掏空。

参考文献

- [1] Admati, Anat R., Paul C. Pfleiderer and Josef Zechner, "Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, 1994, 102(6), 1097—1130.
- [2] Aggarwal, Reena, Leora Klapper and Peter D. Wysocki, "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors", *Journal of Banking and Finance*, 2005(12), 29, 2919—2946.
- [3] Agrawal, Anup and Charles R. Knoeber, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3), 377—397.
- [4] Atanasov, Vladimir, "How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions", *Journal of Financial Economics*, 2005, 76(1), 191—234.
- [5] Atkinson, Anthony B. and Joseph E. Stiglitz, *Lectures on Public Economics*. London, McGraw Hill, 1980.
- [6] Bae, Kee-Hong., Jun-Koo Kang and Jin-Mo Kim, "Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *Journal of Finance*, 2002, 57 (6), 2695—2740.
- [7] Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang and Kyung Suh Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(2), 265—313.
- [8] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜, "中国上市公司治理结构的实证研究", 《经济研究》, 2005 第 2 期, 第 81—91 页。
- [9] Bai, Chong-En, Qiao Liu, Joe Lu, Ming Song and Junxi Zhang, "Corporate Governance and Market Valuation in China", *Journal of Comparative Economics*, 2004, 32 (4), 599—616.
- [10] Banerjee, Abhijit, "A Theory of Misgovernance", *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112 (4), 1289—1332.
- [11] Barclay, Michael and Clifford Holderness, "Private Benefits from Control of Public Corporation", *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(2), 371—395.
- [12] Barclay, Michael, Clifford Holderness and Jeffery Pontiff, "Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-end Firms", *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(3), 263—291.
- [13] Bennedsen, Morten and Daniel Wolfenzon, "The Balance of Power in Closely-Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2), 113—139.
- [14] Bergström, Clas and Kristian Rydqvist, "Ownership of Equity in Dual-Class Firms", *Journal of Banking and Finance*, 1990, 14(2/3), 255—269.
- [15] Bertrand, Marianne, Paras Mehta and Sendhil Mullainathan, "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117(1), 121—148.
- [16] Brickley, James A., Ronald C. Lease and Clifford Smith, "Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2), 267—291.

- [17] Burkart, Mike, Dennis Gromb and Fausto Panunzi, "Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(1), 172—204.
- [18] Byrd, John and Kristin Hickman, "Do Outside Directors Monitor Managers: Evidence from Tender Offer Takeover Bids?" *Journal of Financial Economics*, 1992, 32(2), 195—221.
- [19] Castro, Rui, Gian Luca Clement and Glenn MacDonald, "Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 2004, 119(3), 1131—1175.
- [20] Chang, Sea Jin, "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-affiliated Companies in Korea", *Academy of Management Journal*, 2003, 46(2), 238—253.
- [21] 陈冬华、陈信元、万华林, "国有企业中的薪酬管制与在职消费", 《经济研究》, 2005 第 2 期。
- [22] Chung, Richard, Michael Firth and Jeong-Bon Kim, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8(1), 29—48.
- [23] Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2), 81—112.
- [24] Coffee, John, "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review*, 1991, 91(6), 1277—1368.
- [25] Coffee, John, "Racing Towards the Top? The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance", *Columbia Law Review*, 2002, 102(7), 1757—1831.
- [26] Coffee, John, "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control", *Yale Law Journal*, 2001, 111, 1—82.
- [27] Dayha, Jay, John J. McConnell and Nickolaos G. Travlos, "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, 2002, 57(1), 461—484.
- [28] DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Edward Rice, "Going Private: Minority Freeze outs and Stockholder Wealth", *Journal of Law and Economics*, 1984, 27(2), 367—401.
- [29] Del Guercio, Diane and Jennifer Hawkins, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(3), 293—340.
- [30] Demsetz, Harold and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 1985, 93(6), 1155—1177.
- [31] Denis, Diane K. and John J. McConnell, "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1), 1—36.
- [32] Dharwadkar, Ravi, Gerard George and Pamela Brandes, "Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective", *Academy of Management Review*, 2000, 25(3), 650—669.
- [33] Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi and Rene M. Stulz, "Why are Foreign Firms Listed in the U. S. Worth More?" *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(2), 205—238.
- [34] Duggal, Rakesh and James A. Millar, "Institutional Ownership and Firm Performance: the Case of Bidder Returns", *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5(2), 103—117.
- [35] Dyck, Alexander and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: an International Comparison", *Journal of Finance*, 2004, 59(2), 537—600.

- [36] Dye, Ronald, "Auditing Standards, Legal Liability, and Auditing Wealth", *Journal of Political Economy*, 1993, 101(5), 887—914.
- [37] Fama, Eugen F. and Michael Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 1983, 88(2), 301—325.
- [38] 樊纲、王小鲁,《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》。北京:经济科学出版社, 2001。
- [39] Friedman, Eric, Simon Johnson and Todd Mitton, "Propping and Tunneling", *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(4), 732—750.
- [40] Glaeser, Edward, Simon Johnson and Andrew Shleifer, "Coase versus the Coasians", *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(3), 853—900.
- [41] Goyal, Vidhan K. and Chul W. Park, "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8(1), 49—66.
- [42] Grossman, Sanford J. and Oliver Hart, "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2), 1175—1202.
- [43] Harris, Milton and Artur Raviv, "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2), 203—235.
- [44] Hart, Oliver, Andrew Shleifer and Robert W. Vishny, "The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons", *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(4), 1127—1162.
- [45] Hartzell, Jay C. and Laura T. Starks, "Institutional Investors and Executive Compensation", *Journal of Finance*, 2003, 58(6), 2351—2375.
- [46] Holderness, Clifford G. and Dennis P. Sheehan, "The Role of Majority Shareholders in Publicly-Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2), 317—346.
- [47] Hubbard, R. Glenn and Darius Palia, "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: an Internal Capital Markets View", *Journal of Finance*, 1999, 54(3), 1131—1152.
- [48] Jarrell, Gregg A. and Annette B. Poulsen, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Anti-takeover Amendments Since 1980", *Journal of Financial Economics*, 1987, 19(1), 127—168.
- [49] Jensen, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305—360.
- [50] 江伟, "我国上市公司控制性股东掏空与支持行为的实证分析", 《经济科学》, 2005年第2期, 第77—85页。
- [51] Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997—1998", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2), 141—186.
- [52] Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes and Andrew Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2000, 90(2), 22—27.
- [53] Joh, Sung Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(2), 287—322.

- [54] Karpoff, Jonathan M., Paul H. Malatesta and Ralph A. Walkling, "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(3), 365—395.
- [55] Khanna, Tarun and Krishna Palepu, "Why Focused Strategies may be Wrong for Emerging Markets", *Harvard Business Review*, 1997, 75(4), 41—51.
- [56] Khanna, Tarun and Krishna Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets: An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Journal of Finance*, 2000, 55(2), 867—891.
- [57] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes and Andrew Shleifer, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 1997, 52(3), 1131—1150.
- [58] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes and Guillermo Zamarripa, "Related Lending", *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(1), 231—269.
- [59] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrew Shleifer and Robert W. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113—1155.
- [60] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrew Shleifer and Robert W. Vishny, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 1999a, 54(2), 471—517.
- [61] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrew Shleifer and Robert W. Vishny, "The Quality of Government", *Journal of Law, Economics and Organization*, 1999b, 15(1), 222—279.
- [62] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrew Shleifer and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1), 3—27.
- [63] La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrew Shleifer and Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 2002, 57(3), 1147—1170.
- [64] 李增泉、王志伟、孙铮, "‘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》, 2004 第 12 期, 第 3—13 页。
- [65] Maury, Benjamin and Anete Pajuste, "Multiple Large Shareholders and Firm Value", *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29(7), 1813—1834.
- [66] 马曙光、黄志忠、薛云奎, "股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策", 《会计研究》, 2005 年第 9 期。
- [67] McConnell, John J. and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2), 595—613.
- [68] McConnell, John J. and Henri Servaes, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*, 1995, 39(1), 131—157.
- [69] Michaely, Roni and Wayne H. Shaw, "Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?", *Financial Management*, 1995, 24(4), 15—30.
- [70] Mitra, Santanu and William M. Cready, "Institutional Stock Ownership, Accrual Management, and Information Environment", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2005, 20(3), 257—286.
- [71] Mitton, Todd, "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(2), 215—241.

- [72] Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1/2), 293—315.
- [73] Nenova, Tatiana, "The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 2002, 68(3), 325—352.
- [74] Pagano, Marco and Ailsa Röell, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public", *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(1), 187—225.
- [75] Reed, Brad, Mark Trombley and Dan Dhaliwal, "Demand for Audit Quality: the Case of Laventhol and Horwath's Auditees", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2000, 15(2), 183—198.
- [76] Reese, William and Michael Weisbach, "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 2002, 66(1), 65—104.
- [77] Renneboog, Luc, "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange", *Journal of Banking and Finance*, 2000, 24(12), 1959—1995.
- [78] Rosenstein, Stuart and Jeffery Wyatt, "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(2), 175—192.
- [79] Rosenstein, Stuart and Jeffery Wyatt, "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 1997, 44(2), 229—250.
- [80] Shin, Hyun-Han and Young S. Park, "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols'", *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5(2), 169—191.
- [81] Shleifer, Andrei, "State versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4): 133—150.
- [82] Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3), 461—488.
- [83] Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Politicians and firms", *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4), 995—1025.
- [84] Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 1997, 52(2), 737—783.
- [85] Smith, Michael P., "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", *Journal of Finance*, 1996, 51(1): 227—252.
- [86] Stulz, Rene, "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999, 12(3), 8—25.
- [87] 唐清泉、罗党论、王莉, "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2期。
- [88] Tirole, Jean, "The Internal Organization of Governments", *Oxford Economic Papers*, 1994, 46(1), 1—29.

- [89] Titman, Sheridan and Brett Trueman, "Information Quality and the Valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, 1986, 8(2), 159—172.
- [90] Volpin, Paolo F., "Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(1), 61—90.
- [91] Wahal, Sunil, "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(1), 1—23.
- [92] Wahal, Sunil and John J. McConnell, "Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?", *Journal of Corporate Finance*, 2000, 6(3), 307—329.
- [93] 王琨、肖星, "机构投资者持股与关联方占用的实证研究", 《南开管理评论》, 2005年第2期。
- [94] Weisbach, Michael S., "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1—2), 431—460.
- [95] Wolfenzon, Daniel, "A Theory of Pyramidal Ownership", Working Paper, University of Michigan Business School, 1999.
- [96] 夏立军、方轶强, "政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据", 《经济研究》, 2005年第5期, 第40—51页。
- [97] 于东智, "董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析", 《中国社会科学》, 2003年第3期。
- [98] 于东智、王化成, "独立董事与公司治理:理论、经验与实践", 《会计研究》, 2003年第8期。
- [99] 赵景文、于增彪, "股权制衡与公司经营业绩", 《会计研究》, 2005年第12期。
- [100] 朱红军、汪辉, "'股权制衡'可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究", 《管理世界》, 2004年第10期。
- [101] Zingales, Luigi, "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange experience", *Review of Financial Studies*, 1994, 7(1), 125—148.

Corporate Governance and Tunneling

LEI GAO SHAOHUA HE ZHIZHONG HUANG

(Shantou University)

Abstract This paper uses unbalanced panel data to test the impact of corporate governance mechanism on tunneling. Our research outcome suggests that independent board members and balance of stockholding have no monitoring effect on tunneling. Concentration of stockholding significantly increases tunneling and stocks held by corporate managers and funds decrease tunneling. There is no obvious evidence supporting the claim that firms controlled by the state suffer more from tunneling than other types of firms. In addition, firms

with corporate groups as controlling shareholders suffer more from tunneling, and information disclosure and legal protection of investors significantly affect tunneling. Lastly, competition in the product market is one effective mechanism to prevent tunneling.

JEL Classification G38, G34, C23