



**Murdoch**  
UNIVERSITY

**MURDOCH RESEARCH REPOSITORY**

<http://researchrepository.murdoch.edu.au>

*This is the author's final version of the work, as accepted for publication following peer review but without the publisher's layout or pagination.*

**Zheng, G., Lin, D. and Zhang, F.F. (2014) Corporate Governance in firms with financially distressed controlling shareholders. Management World, 05 . pp. 157-168.**

<http://researchrepository.murdoch.edu.au/22228>

Copyright © The Authors

It is posted here for your personal use. No further distribution is permitted.

# 大股东财务困境、掏空 与公司治理的有效性\*

——来自大股东财务数据的证据

□郑国坚 林东杰 张飞达

**摘要:**目前国内外关于大股东掏空的文献存在的一个重要缺陷是,往往集中于关注被掏空方,对掏空方(控股股东)的关注严重不足,仅仅是简单地从一些静态的结构特征(如家族、国企、控制权、现金流量权等)去刻画其动机,这在很大程度限制了该文献对现实世界的解释力。本文在国内首次基于掏空方的财务状况这一动态的、更直接的视角分析其掏空行为,并实证检验各种常见的治理机制在公司处于非正常状态(即大股东面临财务困境时)的有效性。借助1999~2008年全国工业企业数据库关于上市公司第一大股东的2637个独特财务数据并定量判定其财务状况,本文提供了有力的证据表明:面临财务困境时,大股东对上市公司的非法资金占用行为异常明显,显示其强烈的掏空动机;此时各种治理机制在抑制大股东掏空行为的有效性方面存在系统性差异:法制监管的治理作用非常明显,且不受其他治理因素的影响,外部审计、大股东所有权和董事持股只能在一定范围内发挥作用,其他治理机制(其他股东制衡和独立董事比例等)均未奏效。

**关键词:**大股东财务困境 掏空 资金占用 公司治理

## 一、引言

自从Johnson等(2000)开创性地提出“掏空(tunneling)”的概念及相关理论之后,近十几年,大股东掏空及其后果一直是公司治理领域的热门话题,涌现出了大量的研究成果(Bae et al., 2002; Bertrand et al., 2002; Baek et al., 2006; Cheung, 2006; Jian and Wong, 2010; Jiang et al., 2010; Peng et al., 2011)。这些文献主要集中于三方面的研究:(1)如何衡量“掏空”行为;(2)如何刻画“掏空”动机;(3)公司治理机制对“掏空”行为的抑制作用。

第一,在如何衡量“掏空”行为问题上,现有文献取得了较大的进展,提出了各种间接、直接的指标和模型。早期的文献多使用间接的做法,如通过集团内部的并购行为(Bae et al., 2002)和私人证券发行(Baek et al., 2006)、集团成员企业之间利润的敏感性(Bertrand et al., 2002)等方法验证大股东在集团内部的利益输送现象。后期的文献则多采用更为直接的方法,如考察大股东与上市公司各种形式的关联交易(Jian and Wong, 2010; Peng et al., 2011)、关联交易事件公告的市场反应(Cheung, 2006)以及更直接的资金占用(Jiang et al., 2010)等。

第二,在如何刻画“掏空”动机问题上,现有的文献大多基于一些静态、间接的治理结构指标去刻画大股东的动机,包括大股东的所有权与控制权(Bae et al., 2002; Bertrand et al., 2002; Claessens et al., 2002; Jensen and Meckling, 1976; La Porta et al., 1997, 1998, 1999; Shleifer and Vishny, 1997),另外一组常用的静态指标也单独或伴随着所有权一起出现在大股东文献中,如大股东的组织形式(集团控制)(Chang, 2006; Kim and Yi, 2006)和上市公司改制上市

\*本文得到国家自然科学基金项目(71002057; 71002058; 71272199; 71272198)、高校基本科研业务费2009年中山大学青年教师培育项目(09wkp17)以及财政部“全国会计领军(后备)人才培养项目”的资助和支持。文责自负。

的模式(Deng et al., 2010)等。然而,采用这些指标衡量大股东的掏空动机存在一些重要的缺陷。例如,大股东的所有权和组织形式等特征通常是静态的、较少变动的,但大股东的掏空动机却经常是动态的、变化的。少数文献开始基于动态的视角去刻画大股东的动机。如Peng等(2011)在Friedman等(2003)理论模型的基础上,认为上市公司的财务状况可以反映大股东的掏空动机,上市公司财务状况越好,大股东越有动机从上市公司获取利益。侯晓红等(2008)的研究也发现上市公司的盈余能力不同,大股东的占款行为会发生变化。郑国坚等(2013)则发现,当大股东将上市公司股权进行质押时,大股东明显增加了对上市公司资金的占用,这表明,大股东的股权质押可能暗示其面临较大的融资约束,进而有较强的掏空动机。

然而,这些文献仍然无法对大股东的掏空动机做出更直接有效的衡量。究其原因,无论是所有权的静态指标还是动态的财务状况指标,都是基于被掏空方(上市公司)视角去间接推断掏空方(大股东)的动机,真正反映掏空方动机的是其自身的财务和经营状况,而后者往往受制于大股东数据的缺失而很难付诸研究。

第三,在公司治理机制对掏空行为的抑制作用问题上,现有文献取得的成果最多。根据这些研究,诸如法律监管、市场环境、审计师等外部治理机制,以及股权结构、董事会结构、管理层激励等内部治理机制均在不同程度上有助于解决企业各种代理问题(高雷等,2006;郝颖、刘星,2009;李增泉等,2004;申明浩,2008;肖作平、廖理,2007;辛清泉、谭伟强,2009;叶康涛等,2007;郑国坚,2011;等)。但是,上述研究绝大部分是基于常态下的研究,回答的是在正常状态下,哪些治理机制有助于抑制各种代理问题的发生。但是,这些治理机制在非正常状态下(比如,大股东面临严重的财务危机,上市公司处于非持续经营状态等)是否依然有效?当大股东面临严重治理危机而对上市公司虎视眈眈的时候,哪些治理机制可以成为有效的灭火器?进一步,不同治理机制之间是否存在“替代关系”或“互补关系”?这个问题并没有在现有文献中得到很好的解答。而众多资本市场的案例表明,恶性的大股东掏空行为经常是在大股东或实际控制人发生财务或经营危机等非正常状态下发生的。因此,研究何种治理机制可以有效

抑制危机状态下的大股东行为,显然更有意义!

本文的主要贡献集中于解决上述公司治理和大股东文献存在的后两个缺陷。第一,缺乏对掏空方特征的关注大大限制了大股东文献的解释力。我们首次借助1999~2008年全国工业企业数据库中上市公司第一大股东的2637个独特观察样本,及时、动态和准确地反映掏空方自身的财务状况,借此对掏空方的动机进行了更直接、有效地刻画,并显著解释了掏空方的行为,从而为现有大股东文献提供一个新的分析视角和实证工具。第二,我们在大股东发生财务困境的特殊背景下,考察了各种治理机制对制约大股东掏空行为的有效性及其相互制约关系,丰富了我们对于常见治理机制在非正常态下作用的认识。在目前全球金融危机的背景下,我们的研究很有借鉴意义,也为政府部门监管上市公司大股东行为、保护中小股东利益提供直接的经验证据和参考价值。

本文余下内容安排如下:第二部分在理论分析的基础上提出本文的研究假设;第三部分为研究设计;第四部分报告了本文的实证结果和稳健性检验;最后是本文的研究结论。

## 二、研究假设

### (一)大股东财务困境与掏空

在我国资本市场中,诸多制度安排决定了上市公司第一大股东普遍拥有上市公司的相对或绝对控制权。借此控制权,大股东可以轻易地对上市公司实施各种掏空性和支持性的行为以实现某种目的。根据Friedman等(2003)的理论分析和Peng等(2011)的经验研究,大股东对上市公司采取何种行为,取决于特定的状态和约束条件。在我国,由于一些上市前的历史遗留问题,加上法律和监管方面的缺陷,约束条件较弱,大股东对上市公司的行为经常表现为利益侵占。其中,占用上市公司资金是大股东掏空上市公司的主要手段(Jiang et al., 2010;叶康涛等,2007)。从前几年的“济南轻骑”和“猴王集团”,到2008年的“中捷股份”和“九发股份”,再到2010年1月的“ST锦化”,我国证券市场几乎每年都会发生大股东严重挪用、占用上市公司资金的恶性事件。

我们认为,当大股东陷入财务困境时,其破产清算的概率和控制权丧失的概率增加,高管层的考

核压力加大,员工福利也受影响。在这种背景下,一方面,大股东需要寻求外部支持以缓解或解决其自身的财务压力、经营困难和员工福利等问题;另一方面,此时的大股东与上市公司相比,在财务状况和员工福利等方面的比较劣势加大,出于大股东与上市公司两大体系内部和谐和公平待遇等问题的考虑,大股东寻求上市公司帮助的动机也可能更强烈。结合以上两方面,加上大股东通常直接或间接控制上市公司的管理层,陷入困境的大股东往往具有更强的动机通过关联交易等方式从上市公司获取资源或机会,帮助自身渡过难关。据此,本文提出如下假设。

H1:在其他条件一定的情况下,当大股东处于财务困境时,越可能对上市公司进行利益侵占。

## (二)大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性

从现有文献来看,公司治理与大股东掏空的研究成果非常丰富,大量文献检验了不同治理机制与大股东掏空之间的经验关系。但上述文献的研究结论存在着一定的争议和不一致性。总的来说,文献在分析法律监管、制度环境等外部治理机制所得出的结论比较一致,而对股权结构和董事会结构等内部治理机制的研究结论分歧较大。

不仅如此,上述文献几乎无一例外地基于上市公司的角度从正常状态下去考察大股东的行为,以及在此基础上各种治理机制的有效性,并没有区别大股东的不同情况。显然,当大股东面临财务困境这一非正常状态时,其行为动机和目标函数可能发生变化。由于大股东在很大程度上渗透了上市公司的整个治理系统,因此,发生财务危机的大股东将在一定程度上改变上市公司的治理系统,包括从正式的组织结构到非正式的管理文化(如同一系统内管理层和员工的心态)都可能发生变化,使之从正常状态变成非正常状态,这种改变反过来将或多或少地影响该系统下不同治理机制的功能和效果。但是,不同层次的治理机制受到大股东状况的影响程度可能存在差异。下面,我们分别从外部治理和内部治理两个角度分析大股东财务困境下治理机制的有效性。

### 1. 大股东财务困境、掏空与外部治理的有效性

大量研究表明,外部治理因素对企业的行为和价值观有着显著的影响。其中,法律监管作为最重要的一种外部治理机制,发挥着基础性的治理作用

(La Porta et al., 1997, 1998)。刘峰等(2004)认为,如果站在控股股东利用控制权优势来转移上市公司利益并可能侵害中小股东利益的角度,那么,对控股股东的主要约束条件来自法律风险,特别是:事后当小股东发现控股股东利用控制权侵犯了他们的利益时,小股东能否很容易地通过法律索回这部分利益,同时,给控股股东施加惩罚性赔偿。

关于法律监管治理作用的实证检验,国内已有不少研究。比如,夏立军和方轶强(2005)发现,地区的治理环境越好,体现在法律监管越强,政府干预越小时,当地上市公司的价值越大。罗党论和唐清泉(2007)的研究则发现,政府干预市场越少、金融市场越发达的地区,上市公司越少发生大股东掏空行为。王鹏(2006)通过构建各地区投资者保护水平指标,发现较高的投资者保护水平能够降低大股东资金占用;辛清泉和谭伟强(2009)发现,我国各地区市场化改革的进程会促进管理层薪酬契约的完善,降低代理成本。郑国坚(2011)则发现,地区市场化改革明显缓解了大股东通过关联交易对上市公司进行掏空的后果;连燕玲等(2012)从动态的外部环境出发,发现在经济危机这个恶劣环境的冲击下,大股东监督企业的管家意识增强,掏空行为减少。也部分学者从深入的案例分析中得出结论,在我国,由于缺乏强有力的法律约束和风险,大股东滥用控制权谋取私利、损害小股东利益的事件层出不穷(刘峰等,2004;刘峰等,2007;贺建刚等,2008;贺建刚等,2010),这从另一个角度支持了法律监管作为一种外部治理机制的重要监督功能。

尽管上述研究结论的得出是基于常态下的公司治理,但是,法律监管等外部治理机制不仅仅是单个公司的治理系统要素,也是所有公司共同的外部环境和约束力量,所以相对于大股东自身的状态、动机和能力来说,外部环境具有外生性,其治理作用较少可能受到大股东状态改变的影响。因此,即使大股东处于财务困境,掏空动机强烈,其行为可能仍然受到这些法制监管环境的钳制。

因此,我们提出如下假设。

H2a:在其他条件一定的情况下,当大股东处于财务困境时,法律监管作为一种外部治理机制可以有效地抑制大股东的掏空行为。

在传统文献中,外部审计也被认为是一种重要的外部治理机制(Fan and Wong, 2005; Wang et al.,

2008;等)。关于外部审计的治理作用。研究已经涌现出了不少文献。其中,洪金明等(2011)研究发现,信息披露质量与大股东占用资金负相关,并且信息披露质量高的公司倾向于选择高质量的审计师,而高质量的审计师反过来会进一步减少大股东资金占用,高强和伍利娜(2007)研究发现,大股东占款越严重的公司,越倾向于选择高质量的审计师;周中胜和陈汉文(2006)研究发现,审计师在出具审计报告时会考虑大股东的资金占用情况,大股东资金占用越严重,越有可能被出具非标审计意见,表明审计师在一定程度上能够抑制大股东行为。然而,也有部分文献指出外部审计在我国当前背景下的监督功能可能不存在。例如,岳衡(2006)则研究发现被出具非标审计意见的公司,其被大股东资金占用的情况更加持续,认为审计师对大股东占用资金的监督意义不大。

根据上述研究,理论上,由于大股东掏空会带来公司经营和财务上的风险,从而给外部审计师带来一定的审计风险,因此,理论上,高质量的外部审计师应该会对此做出反应,如通过加强与管理层和大股东的沟通,提高审计收费,甚至直接威慑或退出等方式阻止或减缓后者的机会主义行为,从而降低自身的风险。从这个意义上,当大股东面临财务困境从而掏空行为更猖獗时,审计师应该更有敏感性,外部审计的监督作用应该更明显。但是,在我国背景下,已有研究表明,外部审计在审计师的选择和审计过程等环节都受到大股东及其背后政府等制度因素的明显干扰,从而很难真正保持其独立性(Wang et al., 2008)。面临财务困境的大股东可能更有动机发起对企业控制权的争夺以确保其利益,其中,就可能包括施加对外部审计整个过程的影响力,从而使得外部审计的监督作用打折扣。

因此,我们提出如下假设。

H2b: 在其他条件一定的情况下,当大股东处于财务困境时,外部审计作为一种外部治理机制能够在一定程度上抑制大股东的掏空行为,但作用有限。

#### 2. 大股东财务困境、掏空与内部治理的有效性

传统的内部公司治理机制通常包括所有权结构、董事会与高管激励等,现有的公司治理文献也主要围绕这些话题展开研究。但是,与关于外部治理尤其是法制监管机制的研究不同,关于内部治理的研究存在的争议和不一致性较大。

作为一种重要的内部治理机制,所有权结构是影响大股东掏空动机和行为的重要因素。Jensen和Meckling(1976)认为,只拥有企业部分股权的所有者并不必为其代理行为承担全部责任。从而,当股权集中于某一大股东时,客观上就可能存在着由此带来的“大股东成本”(Shleife and Vishny, 1997),即大股东可能以牺牲中小投资者利益为代价实现自己的利益最大化。但是, Morck等(1988)和Claessens等(2002)进一步指出,大股东带来的负面效应并不一定与其所有权正相关,在一定的持股范围内,大股东股权比例的提高可能增强其掏空的动机和能力(即大股东控制权的“壕沟防御效应”)。但如果大股东已经实现对企业的控制地位,则股权的增加可能会导致其承担更多的“大股东成本”,从而削弱其掏空的动机(“利益协同效应”)。国内学者,如李增泉等(2004)对我国上市公司大股东所有权与资金占用的研究有力地验证了上述假说。

其他制衡股东的存在也会影响大股东的掏空行为。研究表明,制衡股东可以对大股东行使控制权实施有效的监督和威胁,包括在资本市场上的“用脚投票”和在股东大会上与其他股东联盟形成集中的股权(La Porta et al., 1999)。因此,其他股东的制衡可能会抑制大股东的“掏空”行为(Faccio et al., 2001)。多数学者发现股权制衡改善公司治理和提升业绩,如徐丽萍等(2006)、陈晓和王琨(2005)、洪剑峭、薛皓(2009)分别从业绩、关联交易和会计信息质量角度的考察。也有学者发现股权制衡可能带来公司治理的恶化(汤谷良、戴璐, 2006;赵景文、于增彪, 2005;朱红军、汪晖, 2004;等)。

传统的公司治理理论认为,董事会作为企业最重要的内部治理机制,被认为是企业中一组契约的最高内部监督者(Fama and Jensen, 1983),在公司治理中起着核心作用。而在没有监事会或监事会无法发挥实际作用的情形下,独立董事对管理层的监督则是董事会发挥治理机制作用的核心。一般认为,在董事会构成中,独立董事或外部董事的比例越高,董事会被内部人控制的可能性也就越低(Beasley, 1996)。随着全球公司治理研究的拓展,第二类代理问题被系统地提出并验证,独立董事开始被赋予了监督大股东、防止其损坏小股东利益的义务和职能。在我国,学术界更多的是在第二类代理问题中研究独立董事。部分研究发现,独立董事

在我国发挥其作用的主要途径包括:对董事会提案发表异议,遏制大股东对小股东的恶意侵占(叶康涛等,2007);征集小股东的委托投票权,代表小股东参加股东大会,针对大股东侵害小股东的行为投反对票等(刘素芝,2007)。但是,更常见的情况是,由于各种原因,董事会要么给大股东所控制,要么为经理所控制,董事会被架空的现象已经成为现代股份公司的普遍现象,在我国也概莫能外(谭劲松,2003)。大量研究支持了这种观点,如张光荣、曾勇(2006)、唐清泉等(2005)和高雷等(2006)等文献均未发现独立董事对大股东掏空的抑制作用。

作为解决管理层代理问题的重要机制,以股权激励为核心的管理层激励是一种将股东利益和管理层利益有机结合、减少代理成本的一种长期激励机制(Jensen and Murphy, 1990)。因此,学术界对股权激励的定位和研究主要基于第一类代理问题的视角。抛开国外大量的研究不谈,目前为止,国内学者对股权激励机制治理作用的认识还远未形成一致。有学者认为,股权激励能够在一定程度上缓解管理层与股东的冲突,激励管理层努力经营,抑制非效率投资行为(吕长江、张海平,2011),提高企业价值(王华、黄之俊,2006);也有学者发现相反的结果,如苏冬蔚和林大庞(2010)从盈余管理的角度发现,我国上市公司的股权激励具有负面的公司治理效应。

综上所述,学术界对内部治理机制的有效性一直存在争议。一方面,大量的国外文献和部分国内文献均发现,大股东所有权、以独立董事为核心的董事会监督以及管理层持股等传统内部治理机制能够在不同程度上解决第一类和第二类代理问题。另一方面,同样有很多针对我国企业的研究指出,由于诸多制度层面的缺陷,上述治理机制的有效性一直无法或没有完全发挥。

我们认为,导致上述争议的原因,除了我国当前客观上尚未建立一整套完善的公司治理体系与之配套的制度建设、导致相关治理机制无法发挥应有的作用之外,还有一个重要原因,是各种内部治理机制均与大股东密切相关。与法制监管等外部治理因素相比,上市公司治理系统中诸如股权结构、董事会、高管股权激励等内部治理机制,本身在很大程度上就内生于大股东的能力和需要,受其影响较大(如大股东决定股权和股东的安排,派遣代表在董事会中任要职,指派高管或实际上主导独立

董事的选择,等等)。当大股东自身的状态发生变化时(如发生财务困境),大股东的动机从而对上市公司的控制方式可能发生变化,进而导致各种内部机制的作用随之改变。因此,当我们观察到关于各种内部治理机制不一致的监督效果时,可能是大股东的状况变化所致。基于这种理解,我们认为,当大股东发生财务困境时,掏空动机加强,由此可能导致大股东影响或改变上市公司的治理系统,削弱相关治理机制的有效性。

因此,本文提出如下假设。

H3:在其他条件一定的情况下,当大股东处于财务困境时,由于受到大股东的干扰较大,总体上内部治理机制(制衡股东、独立董事和管理层持股)无法有效地抑制大股东的掏空行为。

### 三、研究设计

#### (一)模型与变量定义

为了检验本文提出的假设1,我们建立如下回归模型:

$$\begin{aligned} Tunnel_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 FD_{i,t-1} + \alpha_2 State_{i,t} \\ & + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Roa_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Age_{i,t} \quad (1) \\ & + \sum Indus\ tr\ y_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \epsilon \end{aligned}$$

模型各变量定义见表1。其中,*Tunnel*为被解释变量,衡量大股东掏空行为。Jiang等(2010)、杨德明等(2009)和叶康涛等(2007)的研究中,采用上市公司大股东及关联方占用上市公司其他应收款来衡量大股东掏空行为,本文使用该方法来衡量大股东掏空行为。

*FD*为关键解释变量,我们从不同角度,即净利润为负(*FD1*)、Altman的Z指数(*FD2*)、亏损程度(*FD3*)、亏损时间(*FD4*)、经营活动现金流为负(*FD5*)构建衡量大股东财务困境的指标,具体定义如下。

(1)*FD1*(净利润):参考Andrade和Kaplan(1998)研究,如果大股东净利润为负,则为1,否则为0。

(2)*FD2*(Z指数):Altman的Z指数计算公式为:Z指数=1.2×营运资金/总资产+1.4×留存收益/总资产+3.3×息税前利润/总资产+0.6×股票总市值/负债账面价值+0.999×销售收入/总资产。然而上市公司大股东属于非上市公司,没有股票总市值数据,不能直接参考姜付秀等(2009)的做法,将Z指数小于

表1 变量定义表

变量类	变量名	变量定义
因变量	<i>Tunnel</i>	上市公司的母公司,以及与上市公司受同一母公司控制的其他企业占用上市公司其他应收款占上市公司期末总资产比重。
	<i>FD1</i>	如果大股东净利润为负,则为1,否则为0。
	<i>FD2</i>	根据大股东财务数据计算得到的Altman Z指数从小到大平均分为五组,当Z指数位于得分最低的第一组时,定义 <i>FD2</i> 为1;当Z指数位于其他组时, <i>FD2</i> 为0。
	<i>FD3</i>	如果大股东净利润小于0,则 <i>FD3</i> =-净利润/总资产;若净利润大于0,则 <i>FD3</i> 为0。
	<i>FD4</i>	大股东前3年净利润为负的次数除以3。
解释变量	<i>FD5</i>	如果大股东经营活动现金流小于利息支出,则为1,否则为0。
	<i>Law</i>	樊纲和王小鲁历年(2003,2004,2006,2008,2010)编制的中国市场化指数中的市场中介发育和法律制度环境得分。
	<i>Big4</i>	如果上市公式的外部审计师是国际四大事务所,取1,否则取0。
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例。
	<i>Top1<sup>2</sup></i>	第一大股东持股比例的平方。
	<i>Balance</i>	第二至第十大股东比例之和,除以第一大股东持股比例。
	<i>Ind_per</i>	独立董事人数除以董事人数。
	<i>Dir_holding</i>	董事持股数量除以总股本。
	<i>Top2_10</i>	第二至第十大股东持股比例之和。
	<i>State</i>	最终控制人是否为国有,如果是国有,则为1,否则为0。
控制变量	<i>Size</i>	期末总资产自然对数。
	<i>Roa</i>	总资产收益率,等于当期净利润除以期末总资产。
	<i>Lev</i>	资产负债率,等于期末负债除以期末总资产。
	<i>Industry</i>	行业虚拟变量,行业按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准),共有21个行业虚拟变量。
	<i>Year</i>	年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响。

1.8认为处于财务困境。同时,Altman(2000)研究表明美国企业Z指数临界值为1.81,低于该阈值的公司约占样本总数的1/5。结合上述情况,我们尝试将总资产账面价值替代股票总市值,并计算出Z指数,将Z指数从小到大分为五组,当公司Z指数位于得分最低的第一组时,认为公司面临困境,*FD2*为1;当Z指数位于其他组时,认为大股东财务状况较好,赋值*FD2*为0。

(3)*FD3*(亏损程度):如果大股东净利润小于0,则*FD3*=-净利润/总资产;若净利润大于0,则*FD3*为0。该指标从亏损程度角度衡量大股东财务困境,*FD3*值越大,表示大股东亏损越严重。

(4)*FD4*(亏损时间):等于大股东前3年净利润为负的次数除以3。该指标衡量大股东陷入财务困境的时间长期,*FD4*值越大,表示陷入财务困境的时间越长。

(5)*FD5*(现金流量):Dahiya等(2003)将财务困境定义为公司没有足够的现金流支付到期债务,我们参照其定义,如果大股东经营活动现金流小于利息支出,则为1,否则为0。由于工业企业数据库只有2003~2007年的现金流量表数据,而总体样本的数据期间为1999~2008年,因此使用该变量时的样本期间为2003~2007年。

模型的控制变量参照现有文献的常用设定,在

回归模型中加入最终控制人性质(*State*)、总资产规模(*Size*)、总资产收益率(*Roa*)、资产负债率(*Lev*)、上市年限(*Age*),在回归模型中亦控制了行业 and 年份的影响。

对于假设2和3,我们设立以下回归模型进行检验:

$$\begin{aligned}
 Tunnel_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Cor_{i,t} \times FD_{i,t-1} \\
 & + \alpha_2 FD_{i,t-1} + \alpha_3 Cor_{i,t} + \alpha_4 State_{i,t} \\
 & + \alpha_5 Size_{i,t} + \alpha_6 Roa_{i,t} + \alpha_7 Lev_{i,t} \quad (2) \\
 & + \alpha_8 Age_{i,t} + \sum Indus tr y_{i,t} \\
 & + \sum Year_{i,t} + \epsilon
 \end{aligned}$$

模型各变量定义见表1。*Tunnel*为被解释变量,衡量大股东掏空行为,*FD*衡量财务困境。*Cor*为公司治理代理变量,我们分别从外部与内部治理两个方面探讨大股东财务困境下公司治理机制的有效性。

首先,我们选取了法制监管环境(*Law*)和外部审计(*Big4*)作为外部公司治理机制代理变量。其中,参考夏立军和方轶强(2005)等的做法,我们将樊纲和王小鲁历年编制的中国市场化指数中的市场中介发育和法律制度环境指数作为衡量法制监管环境强弱的变量;对于外部审计,我们采用国际上常用的做法,以是否聘请国际四大(*Big4*)审计师作为衡量外部审计质量的替代变量。在内部治理方面,我们选取了如下的常用指标:第一大股东持股比例一次项及其平方项(*Top1*、*Top1<sup>2</sup>*)、股权制衡(*Balance*)、独立董事比例(*Ind\_per*)和董事持股(*Dir\_holding*)。

我们将公司治理机制变量(*Cor*)与滞后一期的大股东财务困境变量(*FD*)交乘(*Cor*×*FD*),分析每一种治理机制对大股东在财务困境下掏空上市公司行为的抑制作用,如果该交乘项的系数显著为负,则说明该机制能够有效抑制大股东财务困境下的掏空行为。

(二)样本和数据

本文所用的上市公司大股东数据来自国家统计局的全国大中型工业企业数据库。该数据库包括绝大部分的国有工业企业和销售收入在500万元以上的非国有工业企业。因此,该数据库理论上包括了大部分上市公司第一大股东的数据库。但是,由于部分大股东为投资控股公司或实际上不从事实业经营的空壳公司,或者不属于工业企业或者大股

表2 大股东样本的选取

年份	研究样本	上市公司总样本	百分比
1999	216	918	23.53%
2000	256	1053	24.31%
2001	278	1129	24.62%
2002	293	1191	24.60%
2003	295	1252	23.56%
2004	299	1342	22.28%
2005	306	1341	22.82%
2006	230	1398	16.45%
2007	231	1499	15.41%
2008	233	1575	14.79%
总计	2637	12698	20.77%

东名称不规范导致难以匹配成功等因素,通过手工精确查找,我们只能找到每年约200~300家上市公司的大股东(绝大部分是集团公司)样本,数据主要包括资产负债表、利润表、现金流量表和其他基本信息。据此,我们可以定量地分析大股东的财务状况。这样,就形成本文区别于以往文献的独特研究样本:上市公司与其第一大股东的组合样本。手工搜集得到样本后,剔除金融、保险行业和所需数据缺失的数据,最后从1999~2008年数据库中共获得2637个观测值(如表2所示),占各年上市公司总数的20.77%。必须承认,这样的样本数据并不能代表全体上市公司,有一定的局限性。但这些上市公司的大股东往往为大型工业企业和集团公司,是传统公司治理文献的主要研究对象,具有较好的代表性。参照通常的做法,本文对所有连续变量的上下1%分位逐年进行winsorize处理。

## 四、实证结果

### (一)描述性统计

表3为主要变量的描述性统计。表3显示,大股东及关联股东平均占用上市公司的资金占其总资产(*Tunnel*)的1.5%。大股东净利润为负(*FD1*)和现金流量不足的情况(*FD2*)分别占样本的17.1%和26%,大股东的亏损程度(*FD3*)平均为0.007,前3年平均发生亏损的次数(*FD3*)为0.164次。其中,由于*FD4*需要大股东前3年净利润的数据,而工业企业数据库中只有2003~2007年的现金流量表数据,因此,*FD4*和*FD5*的观测值分别只有1553和1302个。此外,由于CSMAR数据库提供的董事会持股数据始于2003年,董事持股变量*Dir\_holding*的观测值只有1847个。其他控制变量的分布与现有文献基本一致,不再赘述。

在回归分析之前,我们先根据大股东是否发生财务困境对其占款行为进行分组检验,结果均显示,当大股东处于财务困境时,占用上市公司资金比例明显高于非财务困境组,并且T检验和Z检验均在1%的水平上显著(如表4所示),这初步支持了假设1。

### (二)实证分析

#### 1.大股东财务困境与资金占用

表5列示了大股东财务困境与资金占用的回归结果,实证结果显示,无论采用何种财务困境的衡量指标,变量*FD*的系数均在1%的水平上显著为正,表明大股东处于财务困境时具有强烈的资金占用倾向,本文的假设得到了强有力的支持。

表3 主要变量描述性统计

变量	观测样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Tunnel</i>	2637	0.015	0.000	0.059	0.000	0.731
<i>FD1</i>	2637	0.171	0.000	0.377	0.000	1.000
<i>FD2</i>	2637	0.200	0.000	0.400	0.000	1.000
<i>FD3</i>	2637	0.007	0.000	0.028	0.000	0.502
<i>FD4</i>	1553	0.164	0.000	0.293	0.000	1.000
<i>FD5</i>	1302	0.260	0.000	0.439	0.000	1.000
<i>Law</i>	2637	5.612	4.990	2.841	1.150	16.610
<i>Big4</i>	2637	0.061	0.000	0.239	0.000	1.000
<i>Balance</i>	2637	0.430	0.215	0.489	0.005	2.667
<i>Top1</i>	2637	0.467	0.475	0.159	0.118	0.847
<i>Top1<sup>2</sup></i>	2637	0.243	0.226	0.149	0.014	0.717
<i>Ind_per</i>	2637	0.279	0.333	0.131	0.000	0.556
<i>Dir_holding</i>	1847	0.003	0.000	0.017	0.000	0.196
<i>Top2_10</i>	2637	0.143	0.101	0.122	0.004	0.470
<i>State1</i>	2637	0.705	1.000	0.456	0.000	1.000
<i>Size</i>	2637	21.382	21.318	0.965	18.898	24.943
<i>Roa</i>	2637	0.025	0.030	0.072	-0.475	0.230
<i>Lev</i>	2637	0.479	0.479	0.188	0.064	1.794
<i>Age</i>	2637	6.024	6.000	3.390	1.000	17.000

表4 大股东财务困境与占款的分组检验

	按 <i>FD1</i> 分组	按 <i>FD2</i> 分组	按 <i>FD5</i> 分组
财务困境组			
样本量	451	530	338
平均值	0.039	0.032	0.029
中位数	0.000	0.000	0.000
标准差	0.107	0.092	0.087
非财务困境组			
样本量	2186	2107	964
平均值	0.009	0.010	0.005
中位数	0.000	0.000	0.000
标准差	0.041	0.046	0.025
T检验(双尾)	9.925***	7.578***	7.612***
T检验(双尾)	5.961***	6.530***	6.475***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%统计水平显著。

表5 大股东财务困境与资金占用

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>FD=FD1</i>	<i>FD=FD2</i>	<i>FD=FD3</i>	<i>FD=FD4</i>	<i>FD=FD5</i>
<i>Cons</i>	0.0795* (1.801)	0.0910* (1.940)	0.0958** (2.082)	0.0876 (1.635)	0.108* (1.881)
<i>FD</i>	0.0204*** (3.719)	0.0128*** (2.614)	0.194*** (3.217)	0.0277*** (2.843)	0.0172*** (3.583)
<i>Law</i>	-0.00112** (-2.316)	-0.00117** (-2.405)	-0.00116** (-2.359)	-0.00100 (-1.636)	-0.00142*** (-2.818)
<i>Big4</i>	0.00218 (0.411)	0.00181 (0.348)	0.00216 (0.409)	0.00606 (0.741)	-0.000688 (-0.087)
<i>Top1</i>	0.0256 (0.359)	0.0304 (0.425)	0.0276 (0.390)	0.0605 (0.676)	0.0302 (0.304)
<i>Top1<sup>2</sup></i>	-0.0228 (-0.299)	-0.0198 (-0.260)	-0.0188 (-0.248)	-0.0441 (-0.449)	0.00573 (0.049)
<i>Balance</i>	-0.0166* (-1.851)	-0.0153* (-1.714)	-0.0153* (-1.747)	-0.0181 (-1.535)	-0.000878 (-0.103)
<i>Ind_per</i>	0.0317 (1.268)	0.0300 (1.197)	0.0299 (1.189)	0.0476 (0.910)	-0.00373 (-0.151)
<i>Top2_10</i>	0.0443 (1.159)	0.0457 (1.190)	0.0450 (1.171)	0.0550 (1.098)	-0.00518 (-0.132)
<i>State</i>	-0.000989 (-0.192)	-0.000459 (-0.087)	-0.000466 (-0.088)	-0.00214 (-0.373)	-0.00629 (-1.286)
<i>Size</i>	-0.00263 (-1.274)	-0.00334 (-1.530)	-0.00349 (-1.602)	-0.00384 (-1.501)	-0.00410 (-1.488)
<i>Roa</i>	-0.220*** (-4.255)	-0.233*** (-4.302)	-0.234*** (-4.332)	-0.243*** (-4.157)	-0.132*** (-3.949)
<i>Lev</i>	0.00781 (0.889)	0.00475 (0.535)	0.00706 (0.778)	0.0104 (0.893)	0.0105 (0.856)
<i>Age</i>	0.000672 (1.245)	0.000803 (1.539)	0.000887 (1.628)	0.000551 (0.842)	0.00129** (2.542)
<i>Industries</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Years</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2637	2637	2637	1553	1302
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.155	0.146	0.148	0.176	0.121

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%统计水平显著,括号内为稳健Z值,时间序列依赖性(time series dependence)经公司层面的Cluster修正(Rogers, 1994; Petersen, 2009)。



2. 大股东财务困境、公司治理与资金占用

表6列示了大股东财务困境下治理机制有效性的实证结果,限于篇幅,我们报告了大股东财务困境指标净利润为负( $FD1$ )的回归结果<sup>①</sup>。根据我们前面的预测,若滞后一期的财务困境指标 $FD$ 与公司治理机制的交乘项的系数显著为负,则表明该项治理机制能够抑制大股东在财务困境下的掏空行为。

第(1)列报告了大股东财务困境下外部法制监管力量对掏空行为的治理作用。结果显示,交乘项( $Law \times FD1$ )的系数在1%的水平上显著为负,表明当外界法制监管力度加强的情况

下,即便大股东发生财务困境,其掏空行为也会受到有力的约束。

第(2)列显示,外部审计与财务困境变量的交乘项( $Big4 \times FD1$ )在5%的水平上显著为负。这表明,当大股东发生财务困境时,外部审计作为一种外部治理机制能够在一定程度上抑制大股东掏空行为。

第(3)列报告了大股东财务困境下其持股比例与掏空行为的关系。结果显示,大股东财务困境变量与大股东持股比例一次方和二次方的交乘项( $Top1 \times FD1$ 和 $Top1^2 \times FD1$ )分别显著正相关和显著负相关,意味着在大股东发生财务困境下,其资金占用行为随着第一大

大股东持股比例呈现先上升,后下降的线性关系。这说明,随着大股东持股比例的增加,其与上市公司利益联合效应的增强,其掏空动机逐渐减弱,这与李增泉等(2004)研究的结论一致。

第(4)列报告了大股东财务困境下股权制衡的治理作用。结果显示,股权制衡与财务困境变量的交乘项( $Balance \times FD1$ )的系数为负,但不显著,表明其他股东在抑制来自大股东财务困境下的掏空行为这方面作用有限。

第(5)列报告了大股东财务困境下独立董事的治理作用,结果显示独立董事比例与财务困境变量的交乘项( $Dir\_holding \times FD1$ )的系数不显著,表明独立董事并不能够有效防止大股东在财务困境下占用上市公司资金,这与现有大部分文献的研究一致。

第(6)列报告了大股东财务困境下董事持股的治理作用<sup>②</sup>。结果显示,董事持股比例与财务困境变量的交乘项( $Dir\_holding \times FD1$ )的系数显著为负。这表明,当大股东发生财务困境时,董事持股能够在一定程度上抑制大股东占用上市公司资金。

3. 进一步分析: 内外治理机制的互补性和替代性

上述结果初步表明,面对大股东财务困境下的非正常状态,不同层次的治理机制表现出了不同的有效性。接下来,我们进一步进行分组回归分析,尝试回答如下问题:在大股东财务困境下,不同治理机制作用的发挥是否存在相互依存或替代关系?

首先,我们按照法制监管力度( $Law$ )的中位数划分为强法制监管和弱法制监管两组样本,

表6 大股东财务困境下治理机制的有效性

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Cons</i>	0.0755* (1.709)	0.0778* (1.761)	0.0801* (1.850)	0.0725* (1.690)	0.0791* (1.794)	0.0869* (1.686)
<i>Law</i> × <i>FD1</i>	-0.00467*** (-2.972)					
<i>Big4</i> × <i>FD1</i>		-0.0281* (-1.948)				
<i>Top1</i> × <i>FD1</i>			0.329* (1.914)			
<i>Top1</i> <sup>2</sup> × <i>FD1</i>			-0.340* (-1.749)			
<i>Balance</i> × <i>FD1</i>				-0.0114 (-1.293)		
<i>Ind_per</i> × <i>FD1</i>					0.0243 (0.685)	
<i>Dir_holding</i> × <i>FD1</i>						-0.373* (-1.664)
<i>FD1</i>	0.0447*** (3.675)	0.0215*** (3.749)	-0.0494 (-1.552)	0.0257*** (3.709)	0.0136 (1.134)	0.0216*** (3.638)
<i>Law</i>	-0.000463 (-1.007)	-0.00112** (-2.307)	-0.00113** (-2.339)	-0.00111** (-2.291)	-0.00110** (-2.306)	-0.00137*** (-3.313)
<i>Big4</i>	0.00228 (0.432)	0.00499 (0.925)	0.00224 (0.424)	0.00223 (0.421)	0.00217 (0.412)	0.00371 (0.554)
<i>Top1</i>	0.0344 (0.488)	0.0265 (0.370)	-0.00597 (-0.094)	0.0375 (0.500)	0.0247 (0.348)	0.0208 (0.247)
<i>Top1</i> <sup>2</sup>	-0.0316 (-0.418)	-0.0239 (-0.313)	0.0145 (0.222)	-0.0342 (-0.433)	-0.0220 (-0.290)	-0.000577 (-0.006)
<i>Balance</i>	-0.0154* (-1.764)	-0.0169* (-1.870)	-0.0101 (-1.099)	-0.0114 (-1.100)	-0.0168* (-1.875)	-0.00546 (-0.704)
<i>Ind_per</i>	0.0319 (1.288)	0.0308 (1.232)	0.0340 (1.363)	0.0327 (1.305)	0.0274 (1.094)	-0.0144 (-0.491)
<i>Top2_10</i>	0.0395 (1.063)	0.0453 (1.184)	0.0262 (0.672)	0.0350 (0.856)	0.0451 (1.188)	-0.00380 (-0.109)
<i>State</i>	-0.000493 (-0.095)	-0.000823 (-0.159)	-0.000979 (-0.198)	-0.000678 (-0.133)	-0.00110 (-0.214)	-0.00741 (-1.557)
<i>Size</i>	-0.00270 (-1.309)	-0.00257 (-1.243)	-0.00234 (-1.147)	-0.00246 (-1.227)	-0.00255 (-1.245)	-0.00277 (-1.251)
<i>Roa</i>	-0.217*** (-4.278)	-0.220*** (-4.263)	-0.219*** (-4.258)	-0.220*** (-4.248)	-0.221*** (-4.258)	-0.131*** (-4.747)
<i>Lev</i>	0.00845 (0.967)	0.00797 (0.908)	0.00534 (0.620)	0.00701 (0.808)	0.00756 (0.861)	0.0107 (1.121)
<i>Age</i>	0.000770 (1.479)	0.000673 (1.247)	0.000674 (1.230)	0.000705 (1.284)	0.000650 (1.225)	0.00102** (2.355)
<i>Dir_holding</i>						0.175*** (3.631)
<i>Industries</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Years</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2637	2637	2637	2637	2637	1847
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.160	0.155	0.158	0.156	0.155	0.136

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%统计水平显著,括号内为稳健Z值,时间序列依赖性(time series dependence)经公司层面的Cluster修正(Rogers, 1994; Petersen, 2009)。

结果如表7所示。外部审计与财务困境变量的交乘项( $Big4 \times FD1$ )、董事持股的交乘项( $Dir\_holding \times FD1$ )在强法律监管组中显著为负,而在弱法律监管组中则不显著,且系数明显较小。这说明,只有在较强的法制监管环境下,“四大”的外部监督机制和内部的董事持股机制才能有效地发挥作用。这个结果表明,一方面,外部审计和董事持股在抑制大股东掏空方面的作用有限;另一方面,法制监管与外部审计和董事持股等机制之间存在一种互补关系。

其次,我们根据外部审计变量( $Big4$ )把样本分为高审计质量和低审计质量低两组样本,结果如表8所示。我们发现,法制监管的交乘项( $Law \times FD1$ )在不同审计质量的样本中均显著为负,表明法制监管在抑制大股东掏空行为方面始终发挥着重要作用,

较少受制于其他因素的影响。但是,其他治理机制则不同。其中,大股东持股比例与掏空行为之间的明显倒U型关系只存在于审计质量低组中。同时,董事持股与财务困境的交叉项( $Dir\_holding \times FD1$ )也同样只有在审计质量低组中才发挥其正向激励作用。上述结果表明,内部人(大股东和董事)持股所带来的激励效果与外部审计之间存在替代关系,即当外部审计较弱时,内部人的持股可以在一定程度替代缺失的外部审计,发挥一定的激励作用。

## (二)稳健检验

高雷和张杰(2009)、侯晓红等(2008)、申明浩(2008)将上市公司大股东及关联方占用上市公司其他应收款与其他应付款之差来衡量大股东掏空行为;高雷等(2006)、李增泉等(2004)认为大股东还

表7 大股东财务困境下治理机制的有效性(按法制监管力度分组)

	强法制监管组					弱法制监管组				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>Cons</i>	0.0766* (1.722)	0.0773* (1.767)	0.0706* (1.686)	0.0800* (1.786)	0.0942 (1.539)	0.0503 (0.493)	0.0690 (0.716)	0.0508 (0.502)	0.0447 (0.436)	0.0632 (0.702)
$Big4 \times FD1$	-0.0368*** (-3.548)					0.00483 (0.236)				
$Top1 \times FD1$		0.235 (1.367)					0.436 (1.596)			
$Top1^2 \times FD1$		-0.240 (-1.210)					-0.441 (-1.409)			
$Balance \times FD1$			-0.0109 (-1.308)					-0.0123 (-0.870)		
$Ind\_per \times FD1$				-0.00550 (-0.155)					0.0827 (1.379)	
$Dir\_holding \times FD1$					-1.000** (-2.383)					-0.219 (-1.317)
<i>FD1</i>	0.0195*** (3.043)	-0.0327 (-1.125)	0.0226** (2.562)	0.0192 (1.630)	0.0213*** (2.672)	0.0186** (2.439)	-0.0763 (-1.458)	0.0244*** (3.036)	-0.00319 (-0.163)	0.0222*** (3.499)
<i>Big4</i>	0.00732 (1.011)	0.00351 (0.522)	0.00343 (0.509)	0.00344 (0.507)	0.00525 (0.645)	-0.00411 (-0.471)	-0.00402 (-0.460)	-0.00390 (-0.441)	-0.00395 (-0.448)	-0.00721 (-1.158)
<i>Top1</i>	0.0259 (0.365)	0.00667 (0.107)	0.0375 (0.502)	0.0254 (0.357)	0.0138 (0.146)	0.0272 (0.108)	-0.0562 (-0.248)	0.0303 (0.120)	0.0276 (0.110)	0.00681 (0.033)
$Top1^2$	-0.0122 (-0.154)	0.0125 (0.183)	-0.0222 (-0.270)	-0.0106 (-0.134)	0.000536 (0.005)	-0.0266 (-0.116)	0.0551 (0.276)	-0.0305 (-0.133)	-0.0247 (-0.108)	0.0338 (0.150)
<i>Balance</i>	-0.00565 (-0.784)	0.000631 (0.073)	0.000240 (0.026)	-0.00529 (-0.734)	-0.00484 (-0.535)	-0.0221 (-0.852)	-0.0210 (-0.808)	-0.0188 (-0.685)	-0.0222 (-0.859)	-0.00343 (-0.208)
<i>Ind_per</i>	-0.00838 (-0.316)	-0.00507 (-0.197)	-0.00651 (-0.248)	-0.00625 (-0.243)	-0.0633 (-1.506)	0.0954** (1.999)	0.0979** (2.063)	0.0970** (2.036)	0.0803* (1.701)	0.0893 (1.551)
$Top2_{-10}$	0.00913 (0.288)	-0.00774 (-0.212)	-0.00264 (-0.073)	0.00813 (0.257)	0.00690 (0.178)	0.0628 (0.771)	0.0566 (0.704)	0.0598 (0.726)	0.0648 (0.810)	-0.0277 (-0.580)
<i>State</i>	-0.00533 (-1.334)	-0.00531 (-1.333)	-0.00521 (-1.341)	-0.00554 (-1.374)	-0.00505 (-1.034)	0.0116 (0.949)	0.0108 (0.962)	0.0119 (1.002)	0.0112 (0.935)	-0.0113 (-1.038)
<i>Size</i>	-0.00283 (-1.213)	-0.00269 (-1.215)	-0.00268 (-1.207)	-0.00300 (-1.280)	-0.00282 (-1.044)	-0.00200 (-0.628)	-0.00187 (-0.578)	-0.00208 (-0.657)	-0.00170 (-0.536)	-0.00343 (-1.248)
<i>Roa</i>	-0.0943*** (-4.331)	-0.0932*** (-4.288)	-0.0948*** (-4.255)	-0.0936*** (-4.255)	-0.0905*** (-3.547)	-0.418*** (-3.762)	-0.416*** (-3.771)	-0.417*** (-3.750)	-0.422*** (-3.798)	-0.200*** (-3.690)
<i>Lev</i>	0.0178** (2.024)	0.0159* (1.895)	0.0161* (1.878)	0.0172** (1.971)	0.0133 (1.296)	-0.00407 (-0.178)	-0.00878 (-0.391)	-0.00425 (-0.187)	-0.00529 (-0.233)	0.0141 (1.034)
<i>Age</i>	0.00110** (2.279)	0.00110** (2.315)	0.00112** (2.334)	0.00114** (2.337)	0.00129** (2.220)	0.000356 (0.337)	0.000438 (0.394)	0.000472 (0.414)	0.000243 (0.239)	0.000625 (0.993)
<i>Dir_holding</i>					0.110*** (2.640)					0.274 (1.584)
<i>Industries</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Years</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1677	1677	1677	1677	1226	960	960	960	960	621
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.107	0.106	0.105	0.103	0.103	0.251	0.254	0.252	0.254	0.210

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%统计水平显著,括号内为稳健Z值,时间序列依赖性(time series dependence)经公司层面的Cluster修正(Rogers, 1994; Petersen, 2009)。

表8 大股东财务困境下治理机制的有效性(按外部审计质量分组)

	审计质量高组					审计质量低组				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>Cons</i>	0.158* (1.796)	0.190** (2.165)	0.148 (1.591)	0.160 (1.597)	0.201** (2.105)	0.0808* (1.737)	0.0856* (1.884)	0.0772* (1.712)	0.0844* (1.816)	0.0910* (1.715)
<i>Law</i> × <i>FD1</i>	-0.00681* (-1.712)					-0.00458*** (-2.878)				
<i>Top1</i> × <i>FD1</i>		1.019 (1.042)					0.344* (1.932)			
<i>Top1</i> <sup>2</sup> × <i>FD1</i>		-0.932 (-0.915)					-0.355* (-1.771)			
<i>Balance</i> × <i>FD1</i>			-0.00488 (-0.147)					-0.0114 (-1.278)		
<i>Ind_per</i> × <i>FD1</i>				-0.0826 (-1.033)					0.0244 (0.661)	
<i>Dir_holding</i> × <i>FD1</i>					0.785 (0.834)					-0.424* (-1.931)
<i>FD1</i>	0.0426 (1.593)	-0.261 (-1.143)	0.00970 (0.818)	0.0303 (1.376)	0.000191 (0.009)	0.0450*** (3.638)	-0.0515 (-1.568)	0.0265*** (3.783)	0.0144 (1.152)	0.0220*** (3.685)
<i>Law</i>	0.000944 (1.087)	0.000837 (0.924)	0.000423 (0.494)	0.000329 (0.442)	-0.000187 (-0.158)	-0.000517 (-1.070)	-0.00118** (-2.347)	-0.00116** (-2.304)	-0.00116** (-2.322)	-0.00151*** (-3.533)
<i>Top1</i>	-0.0323 (-0.138)	-0.0759 (-0.306)	0.0254 (0.088)	0.0185 (0.070)	-0.0844 (-0.438)	0.0665 (0.877)	0.0216 (0.317)	0.0691 (0.855)	0.0553 (0.725)	0.0628 (0.707)
<i>Top1</i> <sup>2</sup>	0.0213 (0.119)	0.0472 (0.254)	-0.0249 (-0.112)	-0.0220 (-0.110)	0.0550 (0.329)	-0.0675 (-0.825)	-0.0167 (-0.237)	-0.0699 (-0.815)	-0.0566 (-0.689)	-0.0444 (-0.425)
<i>Balance</i>	-0.0340 (-1.258)	-0.0371 (-1.286)	-0.0291 (-0.934)	-0.0293 (-0.917)	-0.0218 (-0.835)	-0.00977 (-1.034)	-0.00417 (-0.417)	-0.00579 (-0.513)	-0.0114 (-1.170)	0.00218 (0.291)
<i>Ind_per</i>	-0.0177 (-0.308)	-0.00667 (-0.121)	-0.0151 (-0.271)	-0.00176 (-0.035)	0.0129 (0.329)	0.0424 (1.630)	0.0442* (1.694)	0.0432 (1.644)	0.0378 (1.440)	0.00546 (0.189)
<i>Top2_10</i>	0.115 (1.406)	0.116 (1.386)	0.108 (1.257)	0.106 (1.168)	0.0346 (0.501)	0.0123 (0.290)	-0.00238 (-0.054)	0.00773 (0.166)	0.0183 (0.422)	-0.0408 (-1.158)
<i>State</i>	-0.00162 (-0.207)	0.000226 (0.028)	-0.00138 (-0.182)	-0.00199 (-0.242)	-0.00118 (-0.252)	-0.000350 (-0.063)	-0.000740 (-0.139)	-0.000463 (-0.085)	-0.000910 (-0.165)	-0.00770 (-1.520)
<i>Size</i>	-0.00405 (-1.014)	-0.00488 (-1.189)	-0.00433 (-1.131)	-0.00473 (-1.153)	-0.00219 (-0.771)	-0.00316 (-1.425)	-0.00275 (-1.259)	-0.00287 (-1.336)	-0.00297 (-1.354)	-0.00364 (-1.567)
<i>Roa</i>	-0.0792 (-1.421)	-0.0553 (-0.983)	-0.0738 (-1.222)	-0.0799 (-1.315)	-0.00215 (-0.041)	-0.220*** (-4.090)	-0.222*** (-4.078)	-0.223*** (-4.066)	-0.224*** (-4.074)	-0.131*** (-4.630)
<i>Lev</i>	-0.00216 (-0.086)	0.00422 (0.179)	-0.00190 (-0.085)	-0.00955 (-0.327)	-0.000913 (-0.050)	0.00954 (1.059)	0.00642 (0.717)	0.00810 (0.907)	0.00860 (0.950)	0.0138 (1.523)
<i>Age</i>	-0.000151 (-0.131)	-0.000704 (-0.060)	-0.0000221 (-0.018)	0.0000760 (0.063)	-0.000165 (-0.168)	0.000684 (1.254)	0.000554 (0.967)	0.000593 (1.036)	0.000539 (0.971)	0.000921** (2.062)
<i>Dir_holding</i>					-0.00355 (-0.032)					0.186*** (3.756)
<i>Industries</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Years</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	160	160	160	160	105	2477	2477	2477	2477	1742
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.093	0.085	0.086	0.089	0.230	0.170	0.169	0.166	0.165	0.158

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%统计水平显著,括号内为稳健Z值,时间序列依赖性(time series dependence)经公司层面的Cluster修正(Rogers, 1994; Petersen, 2009)。

可能通过应收账款、预收账款等方式占用上市公司资金。参照他们的做法,我们重新定义大股东占款变量,将上市公司的母公司,以及与上市公司受同一母公司控制的其他企业占用上市公司的其他应收款,减去其他应付款之差额,再除以期末总资产作为第二个衡量大股东占款指标(*Tunnel2*),将上市公司的母公司,以及与上市公司受同一母公司控制的其他企业占用上市公司的各类应收款之和除以期末总资产(*Tunnel3*)作为第三个指标来衡量大股东占款;将上市公司的母公司以及上市公司受同一母公司控制的其他企业占用上市公司的各类应收款减去各类应付款之差,再除以期末总资产(*Tunnel4*)作为第四个指标来衡量大股东占款。其中,各类应付款包括应付资金类、应付账款类、应付票据类、应收

账款类、应付利润类、应付负债类、其他应付账款类,各类应收、应付款的数据来自于CSMAR数据库。根据上述新的大股东占款变量重新进行上述回归分析,实证结果(未报告)没有发生实质变化。

## 五、结论

大股东掏空是我国乃至新兴市场经济国家公司治理研究中的核心领域之一,但该领域对掏空方(大股东)动机的刻画存在一些重要缺陷。本文利用1999~2008年全国工业企业数据库上市公司第一大股东的独特财务数据,在国内首次基于掏空方的财务状况这一动态的、更直接的视角刻画其掏空动机,分析该动机下的掏空行为,并检验各种常见的治理机制在公司处于非正常状态(即大股东面临财

务困境时)的有效性问题的。

我们的实证研究提供了有力的证据表明,处于财务困境的大股东,越有动机占用上市公司的资金。并且,针对大股东财务困境下的掏空行为,不同层次的治理机制表现出了不同的有效性。外部治理方面,法制监管能够有效抑制财务困境下的大股东掏空行为,且不受其他治理因素的干扰。外部审计的监督效果有限,只有在法律监管环境较强的情况下才能有效发挥作用。内部治理方面,大股东所有权和董事持股等激励机制只能在特定情况下发挥其治理作用。其中,大股东所有权与外部审计机制之间存在替代关系,外部审计较弱时,大股东所有权才发挥其激励作用。董事持股一方面与法制监管之间存在互补关系,即只有在较强的法制监管环境下,董事持股机制才能有效地发挥作用;另一方面,与外部审计之间存在替代关系,即当外部审计较弱时,董事的持股可以在一定程度替代缺失的外部审计机制,发挥一定的激励作用。此外,我们的结果还表明,其他内部治理机制(如其他股东的制衡、独立董事等)均不能有效抑制大股东财务困境下的掏空行为。

综上所述,一方面,我们的研究较早从大股东(即掏空方)的角度刻画并检验大股东的掏空动机和行为,并得到了实证结果的有力支持;另一方面,我们检验并比较了不同公司治理机制在大股东发生财务困境这一非常态下的有效性问题,发现各种内外公司治理机制之间有效性的差异及其相互依赖关系。以上研究为现有的公司治理文献提供了重要的补充检验和新的分析视角,也为政府部门监管上市公司大股东行为、保护中小股东利益提供直接的经验证据和参考价值。

(作者单位:中山大学管理学院;责任编辑:尚增健)

#### 注释

①我们同时做了其他4个财务困境指标的回归结果,发现总体上与FD1的结果(表6、表7和表8)不存在明显差异。

②由于CSMAR数据库提供的董事持股数据始于2003年,为了尽量保全样本,只有在分析董事持股的作用时,才将董事持股(Dir\_holding)变量放入回归方程中。

#### 参考文献

- (1)陈晓、王琨:《关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据》,《经济研究》,2005年第4期。
- (2)高雷、何少华、黄志忠:《公司治理与掏空》,《经济学(季刊)》,2006年第3期。
- (3)高雷、张杰:《公司治理、资金占用与盈余管理》,《金融

研究》,2009年第5期。

(4)高强、伍利娜:《大股东资金占用与审计师选择的再检验》,《审计研究》,2007年第5期。

(5)郝颖、刘星:《资本投向、利益攫取与挤占效应》,《管理世界》,2009年第5期。

(6)贺建刚、孙铮、李增泉:《难以抑制的控股股东行为:理论解释与案例分析》,《会计研究》,2010年第3期。

(7)贺建刚、魏明海、刘峰:《利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究》,《管理世界》,2008年第10期。

(8)洪剑峭、薛皓:《股权制衡如何影响经营性应计的可靠性——关联交易视角》,《管理世界》,2009年第1期。

(9)洪金明、徐玉德、李亚茹:《信息披露质量、控股股东资金占用与审计师选择——来自深市A股上市公司的经验证据》,《审计研究》,2011年第2期。

(10)侯晓红、李琦、罗炜:《大股东占款与上市公司盈利能力关系研究》,《会计研究》,2008年第6期。

(11)姜付秀、张敏、陆正飞、陆才东:《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,《经济研究》,2009年第1期。

(12)李增泉、孙铮、王志伟:《“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年第12期。

(13)连燕玲、贺小刚、张远飞、周兵:《危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析》,《管理世界》,2012年第9期。

(14)刘峰、贺建刚、魏明海:《控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究》,《管理世界》,2004年第8期。

(15)刘峰、钟瑞庆、金天:《弱法律风险下的上市公司控制权转移与“抢劫”——三利化工掏空通化金马案例分析》,《管理世界》,2007年第12期。

(16)刘素芝:《我国征集股东委托书法律制度的实证分析》,《法学评论》,2007年第1期。

(17)罗党论、唐清泉:《市场环境与控制股东“掏空”行为研究——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》,2007年第4期。

(18)吕长江、张海平:《股权激励计划对公司投资行为的影响》,《管理世界》,2011年第11期。

(19)申明浩:《治理结构对家族股东隧道行为的影响分析》,《经济研究》,2008年第8期。

(20)苏冬蔚、林大庞:《股权激励、盈余管理与公司治理》,《经济研究》,2010年第10期。

(21)谭劲松:《独立董事与公司治理——基于我国上市公司的研究》,中国财政经济出版社,2003年。

(22)汤谷良、戴璐:《国有上市公司部分民营化的经济后果——基于“武昌鱼”的案例分析》,《会计研究》,2006年第9期。

(23)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1期。

(24)王华、黄之骏:《经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析》,《管理世界》,2006年第9期。

(25)王鹏、周黎安:《控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据》,《金融研究》,2006年第2期。

(26)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。

(27)肖作平、廖理:《大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择——来自中国上市公司的经验证据》,《管理世界》,2007年第10期。

- (28) 辛清泉、谭伟强:《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》,《经济研究》,2009年第11期。
- (29) 徐莉萍、辛宇、陈工孟:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》,2006年第1期。
- (30) 杨德明、林斌、王彦超:《内部控制、审计质量与大股东资金占用》,《审计研究》,2009年第5期。
- (31) 叶康涛、陆正飞、张志华:《独立董事能否抑制大股东的“掏空”?》,《经济研究》,2007年第4期。
- (32) 岳衡:《大股东资金占用与审计师的监督》,《中国会计评论》,2006年第1期。
- (33) 张光荣、曾勇:《大股东的支撑行为与隧道行为——基于托普软件的案例研究》,《管理世界》,2006年第8期。
- (34) 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。
- (35) 郑国坚、林东杰、林斌:《股权质押视角下的大股东财务约束、掏空与企业价值》,《管理科学学报》,2013年,待发表。
- (36) 郑国坚:《市场化改革的微观作用机制:关联交易视角》,《中国会计评论》,2011年第9期。
- (37) 周中胜、陈汉文:《大股东资金占用与外部审计监督》,《审计研究》,2006年第3期。
- (38) 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。
- (39) Altman E. I., 2000, “Predicting Financial Distress of Companies”, <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>.
- (40) Andrade G. and S. N. Kaplan, 1998, “How Costly is Financial (Not Economic) Distress?: Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, *Journal of Finance*, Vol. 5, pp. 1443-1493.
- (41) Bae K., J. Kang and J. Kim, 2002, “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”, *Journal of Finance*, Vol. 57(6), pp.2695-2740.
- (42) Baek J., J. Kang and I. Lee, 2006, “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols”, *Journal of Finance*, Vol. 61(5), pp.2415-2449.
- (43) Beasley, M. S., 1996, “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *The Accounting Review*, vol. 71(4), pp.443-465.
- (44) Bertrand M., P. Mehta and S. Mullainathan, 2002, “Fettering Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117(1), pp.121-148.
- (45) Cheung Y., P. R. Rau and A. Stouraitis, 2006, “Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82(2), pp.343-386.
- (46) Claessens, S., Simeon Djankov, J. P. H. Fan and L. H. P. Lang, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 57, pp.2741-71.
- (47) Claessens S. and J. P. H. Fan, 2002, “Corporate Governance in Asia: A Survey”, *International Review of Finance*, Vol. 3(2), pp.71-103.
- (48) Dahiya, S., A. Saunders and A. Srinivasan, 2003, “Financial Distress and Bank Lending Relationship”, *Journal of Finance*, pp.375-399.
- (49) Deng Jianping, Jie Gan and Jia He, 2010, “Political Constraints, Organizational Forms and Privatization Performance: Evidence from China”, Working Paper.
- (50) Faccio, M., L. H. P. Lang and L. Young, 2001, “Dividends and Expropriation”, *American Economic Review*, 91, pp.54-78.
- (51) Fan, Joseph P. H., Wong, T. J., 2005, “Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia”, *Journal of Accounting Research*, 43(1), pp.35-72.
- (52) Fama, E. and M. C. Jensen, 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-325.
- (53) Friedman E., S. Johnson and T. Mitton, 2003, “Propping and Tunneling”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31(4), pp.732-750.
- (54) Jensen M. C. and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), pp.305-360.
- (55) Jian M. and T. Wong, 2010, “Propping through Related Party Transactions”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 15, pp.70-105.
- (56) Jensen M. C. and K. J. Murphy, 1990, “Performance Pay and Top-Management Incentives”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98(2), pp.225-264.
- (57) Jiang G., C. M. C. Lee and H. Yue, 2010, “Tunneling through Intercorporate Loans: The China Experience”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 98(1), pp.1-20.
- (58) Johnson S., R. La Porta and F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, 2000, “Tunnelling”, *American Economic Review*, Vol. 2(90), pp.22-27.
- (59) Kim Jeong-Bon, Cheong H. Yi, 2006, “Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status and Earnings Management: Evidence from Korea”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, pp.427-64.
- (60) La Porta R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, 1997, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, Vol. 52(3), pp.1131-1150.
- (61) La Porta R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, 1999, “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 54(2), pp.471-517.
- (62) La Porta R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer and R. W. Vishny, 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106(6), pp.1113-1155.
- (63) Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, 1988, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- (64) Peng W. Q., K. C. J. Wei and Z. Yang, 2011, “Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17(2), pp.306-325.
- (65) Petersen M. A., 2009, “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22(1), pp.435-480.
- (66) Rogers W., 1994, “Regression Standard Errors in Clustered Samples”, *Stata Technical Bulletin*, Vol. 3(13).
- (67) Shleifer A. and R. W. Vishny, 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52(2), pp.737-783.
- (68) Wang, Qian, Wong, T. J., Xia, Lijun, 2008, “State Ownership, the Institutional Environment, and Auditor Choice: Evidence from China”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 46, No. 1, pp.112-134.