

硬约束、可转债发行与大股东的行为

刘春¹ 孙亮² 刘娥平³

(1.中山大学 国际商学院 519082; 2,3.中山大学 管理学院 510275)

摘要: 在将债务区分为直接债和间接债的基础上,本文讨论了债权人对于公司大股东掠夺行为的治理功能。研究发现,与直接债的软约束特质不同,作为间接债的可转换债券因其硬约束特质,能够有效抑制上市公司中大股东的掠夺行为。本文的研究结论表明,积极发展债券市场和加快多层次资本市场体系建设,将有利于提高我国上市公司的治理质量,进而提高对中小投资者利益的保护。

关键词: 间接债; 可转换债券; 大股东掠夺

Abstract: this paper discussed that the creditor could inhibit the big shareholders from plundering. The study found that, different from the soft constraint of direct debt, the convertible bonds could effectively restrain the robbery of the listed company shareholders because of its hard constraint characteristics. The results is helpful for improving the governance quality on listed companies in China, and enhancing the small investors' interests.

Keywords: indirect debt; convertible bonds; big shareholders plunder

作者简介: 刘春,管理学博士,经济学博士后,中山大学国际商学院讲师,研究方向:公司财务和财务会计。孙亮,中山大学国际商学院讲师,管理学博士。刘娥平,中山大学管理学院财务与投资系教授,博士生导师。

中图分类号: F830.91 **文献检索码:** A

问题的提出

债权人是公司治理结构中的重要组成部分。对于债权人的治理功能,Shleifer等(1997)^[1]在其经典回顾中论述到,与股东一样,债权人也会对公司投入大量资金,希望能够确保资金安全并得到预期的回报。于是,他们便有足够的激励对公司内部人的行为实施监督。来自日本、德国和美国的证据也都支持债权人可以发挥有效的监督功能(Gilson等,1990;^[4]Kaplan等,1994;^[8]Gorton等,2000^[5])。具体到我国,尽管《商业银行法》规定我国商业银行不能对企业进行直接投资,但从理论上说,通过债务契约中的限制性条款,或者通过当公司陷入债务危机时主导其债务重组过程等手段,债权人仍然应当有能力去抗衡公司大股东对其控制权的滥用(钱颖一,1995)^[11]。

然而,我国的现实情况却远比理论预期复杂。林毅夫等(2004)^[10]就曾经指出,我们的国有企业存在严重的预算软约束问题。出于对控股公司的父爱关怀,政府往往倾向于要求银行放弃预算硬约束下对企业的惩戒,甚至迫使银行向亏损公司继续贷款,以维持其正常运作和支付雇员工资(田利辉,2005)^[13]。显然,这种软约束的特质会极大降低负债的治理效应。越来越多的经验证据也证实了这一点。例如,田利辉(2004)^[12]的研究表明,银行贷款不仅不能够起到公司治理的作用,反而增加了公司的代理成本。而Chen等(2010)^[7]也发现,国有银行贷款比例的提高反而对应着公司更加不稳健的会计信息。

我们注意到，上述对于负债治理功能的讨论都建立在直接债的基础之上，如果我们将视野拓展到间接债，情况会有很大的不同。具体而言，地方政府对于债权人的干预无疑有其必需的成本。其中，非常重要的一个组成部分就是地方政府在债权人和债务人之间斡旋所引致的交易成本。与直接债不同，间接债多数可以在二级市场中流通，所以，其债权人不仅数量众多，而且流动性也非常强。于是，要辨认所有债权人的具体身份并与其展开债务契约的再谈判，成本十分高昂。并且，这些债权人中的多数可能来自其他地区甚至其他国家，这意味着地方政府也难以依靠单纯的行政力量来干预他们正常行使附着于债务契约中的合法权力。因此，与直接债相比，间接债的履约过程更可能超出地方政府的控制。

于是，便自然的引出一个待检验的实证命题。给定间接债高契约再谈判成本的特征，既然地方政府之父爱所不能及，那么，与直接债的软约束特质不同的是，间接债更可能对公司构成一种硬约束。鉴于改变我国资本市场中直接债的软约束特质需要一个相对较长的过程，间接债是否可以成为当前形势下债务治理的主要工具？带着这种硬约束的特质，我国资本市场中的间接债是否具备有效的公司治理功能？更具体的，我们感兴趣的是，间接债的发行，是否可以抑制我国上市公司中大股东的掠夺行为？

本文可能的贡献主要体现在以下两个方面。首先，本文与考察我国上市公司债务治理功能的一系列文献有关（汪辉，2003；^[14]田利辉，2004、2005；^[12,13]谢德仁等，2009^[15]）。与上述文献将负债作为一个整体展开讨论不同的是，我们将负债进一步区分为直接债和间接债，并在此基础上讨论了间接债在制约公司大股东掠夺行为方面的重要作用。第二，本文与讨论我国上市公司中大股东掠夺行为及其治理机制的一系列文献也有关（罗党论等，2007；^[9]叶康涛等，2007；^[16]Jiang等，2010^[6]）。在之前的文献中，研究者们主要考虑审计师、机构投资者、独立董事以及市场化程度等因素对于大股东掠夺行为的影响。与此不同的是，我们的研究表明，间接债同样也可以成为抑制大股东掠夺行为的有效治理工具，因而为该领域的研究增添了新的知识。

研究设计

一、样本选择与数据来源

考虑到公司债在我国资本市场中的发展历程还很短，因此，我们在具体检验过程中主要关注可转换债券的治理功能。本文所涵盖的样本期间为 2001-2008 年，但由于检验中需要使用滞后一期的数据，所以我们的实际数据期间为 2000-2008 年。具体的，我们以 2000-2008 年间所有发行可转换债券的 A 股上市公司作为实证检验的初始样本。之后，我们还执行了以下样本筛选程序：（1）剔除存在行业特殊性的金融类上市公司；（2）剔除 2000-2008 年间资料不全的公司。

本文所使用的可转换债券信息全部来自 Wind 金融研究数据库，公司金字塔结构的层级数来自我们对上市公司公开披露的年度报告所进行的手工整理。其他数据均来自 CSMAR 金融研究数据库。对于有疑问的数据，我们将来自 CSMAR 的信息和来自 Wind 的信息进行了

核对。本文的数据处理全部采用 Stata 10.0 计量分析软件进行。

二、刻画大股东的掠夺行为

大股东的掠夺行为可以用公司间借贷的规模来衡量（Jiang等，2010）^[6]。公司间的借贷规模反映到财务报表上就是年末其他应收款的账面余额。通过比较年末其他应收款的账面余额与部分可以从公司财务报表附注中确认的大股东及其关联单位欠款余额之间的关系，以及分析年末其他应收款的账面余额与2006年深沪交易所官方发布的掏空行为最严重的上市公司名单之间的相关性，Jiang等（2010）认为，其他应收款与公司总资产或公司市值之间的比值，可以很好的刻画上市公司受大股东掠夺的程度。基于此，我们也采用这一指标来刻画公司大股东的掠夺行为。

统计结果显示，2001~2008年间，我国上市公司大股东占款的比例始终处于一个比较高的水平，平均占总资产的比例为4.11%。如果以同期样本公司总资产的平均余额来计算，每家上市公司被大股东占用的资金达到1.56亿元。图1更直观描述了2001-2008年间大股东占款比率的变化趋势。不难发现，大股东占款比例在2006年后有较为明显的下降，但远未完全消除¹。单独看2007-2008年子样本期间的情况，上市公司大股东占款的平均比例为2.14%，如果以同期样本公司总资产的平均余额来计算，每家上市公司被大股东占用的资金仍然高达1.38亿元²。

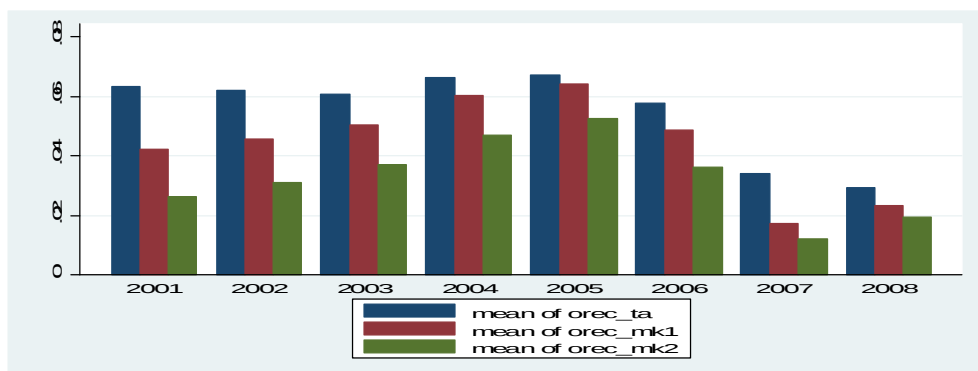


图1 大股东掠夺行为的分年度变化情况

三、模型设定和主要变量的定义

我们使用以下回归模型（1）以考察可转换债券发行前后大股东掠夺行为的变化：

$$Orec_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * after_{i,t-1} + b_j * X_{i,t-1} + fixed\ effects + \xi \quad (1)$$

其中，Orec 表示公司大股东的掠夺程度。after 是虚拟变量，当发行公司处于可转换债券发行后年度时取值为 1，否则取值为 0。在模型（1）中，我们最关心的是 after 的符号和统计显著性。如果可转换债券能够有效抑制公司大股东的掠夺行为，模型（1）中 after 的回归系数 α_1 应显著小于零。X 是控制变量的向量集，参照 Jiang 等（2010）的研究，X 包括公司规模、主营业务利润率、资产负债率、第一大股东持股比例、金字塔层级数以及产权性质。

fixed effects 是指行业和年度的固定效应。检验时，考虑到自变量对因变量的影响可能存在时滞，我们全部使用 t-1 期的自变量来对第 t 期的因变量进行回归。

除对可转债发行公司发行前后的情况进行自我比较，我们也使用配对样本方法对此进行检验。当使用配对样本方法时，我们使用以下回归模型（2）：

$$Orec_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * cb_{i,t-1} + b_j * X_{i,t-1} + fixed\ effects + \xi \tag{2}$$

其中，cb是虚拟变量，当样本公司属于可转债发行公司时取值为1，当样本公司属于配对公司时取值为0。除此之外，模型（2）的设定与模型（1）都是相同的。在模型（2）中，我们最关心的是cb的符号和统计显著性。如果可转换债券能够有效抑制公司大股东的掠夺行为，模型（2）中cb的回归系数 α_1 应显著小于零。本文所涉及的主要变量的定义和衡量方法如表1所示。

表 1 主要变量定义

	变量描述	变量符号	变量说明
被解释变量	大股东掠夺行为	orec_ta	年末其他应收款余额÷年末总资产余额
		orec_mk1	年末其他应收款余额÷年末公司市场价值
		orec_mk2	年末其他应收款余额÷年末公司市场价值 ¹
解释变量	可转债发行之后	after	处于可转债发行后年度取值为 1，否则为 0
	可转债发行公司	cb	样本公司属于可转债发行公司取值为 1，否则为 0
控制变量	公司规模	size	年末总资产余额的自然对数
	主营业务利润率	adjROA	年度主营业务利润÷年末总资产余额
	资产负债率	lev	年末负债总额÷年末总资产余额
	第一大股东持股比例	top1	公司第一大股东持股比例
	金字塔层级数	layer	控制链条的长度，计算方法同 Fan 等（2009）
	公司产权性质	owner	公司属于国有企业时取值为 1，否则为 0
	行业	industry	归属于某 CRSC 行业时取值为 1，否则为 0
	年度	year	归属于某样本年度时取值为 1，否则为 0

可转换债券与大股东的掠夺行为

一、发行前后的自我比较

我们首先针对发行公司本身，考察可转债发行前后大股东掠夺行为的变化。不难发现，在可转债发行之后，无论大股东占款占总资产的比例，或是大股东占款占市场价值的比例，都有着非常明显的下降。

表2提供更为正式的多元回归结果。在此，我们最关心的关键解释变量after是虚拟变量。

¹ orec_mk1 和 orec_mk2 在计算中的区别在于，计算公司年末市场价值时，前者使用净资产账面价值衡量公司非流通股的价值，后者使用流通股的市场价格近似计算公司非流通股的价值。

在检验时，我们将分析期间限定在可转债发行的前后3年。回归（1）（2）均以orec_ta为被解释变量。与回归（1）不同的是，回归（2）使用2000~2006年的子样本期间对回归（1）的结果进行稳健性测试。回归（3）（4）分别以orec_mk1和orec_mk2为被解释变量。主要控制变量都是参考Jiang等（2010）的研究而设置的。回归中控制了行业和年度的固定效应，统计检验时使用White稳健标准误对可能的异方差问题进行了调整。多元回归的结果与图2的直观描述完全一致，可转债发行后，大股东对上市公司的掠夺行为得到了显著的抑制。并且，上述结果是比较稳健的，既未受选择被解释变量的影响，也未随样本期间的变化而变化。这意味着，可转换债券能够有效制约公司大股东的掠夺行为。

表2 可转债与大股东的占款行为

	(1)	(2)	(3)	(4)
	orec_ta	orec_ta	orec_mk1	orec_mk2
after	-0.0063** (-2.43)	-0.0048** (-2.02)	-0.0058** (-2.30)	-0.0037* (-1.95)
size	0.0034* (1.88)	0.0039* (1.77)	0.0034* (1.93)	0.0027** (2.04)
lev1	0.0017 (0.25)	0.0025 (0.29)	0.0009 (0.15)	0.0020 (0.43)
adjROA1	-0.0535* (-1.93)	-0.0747* (-1.93)	-0.0577** (-2.16)	-0.0450** (-2.22)
owner	0.0021 (0.75)	0.0013 (0.32)	0.0016 (0.61)	0.0012 (0.60)
layer	-0.0029** (-2.04)	-0.0026* (-1.70)	-0.0025* (-1.88)	-0.0021** (-2.01)
Top1	0.0188* (1.88)	0.0230* (1.80)	0.0193* (1.91)	0.0110 (1.49)
_cons	-0.0631 (-1.49)	-0.0760 (-1.42)	-0.0637 (-1.57)	-0.0482 (-1.60)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	251	202	251	251
adj. R ²	0.085	0.097	0.086	0.076

注：表中数值为各自变量的回归系数，系数下方的括号内为根据White稳健标准误所得到的t值，回归中不存在需要引起关注的共线性问题。*表示在10%水平上显著，**表示在5%水平上显著，***表示在1%水平上显著。

二、配对样本方法

为了得到更加稳健的研究结论，我们也考虑使用配对样本的方法。具体来说，我们使用PSM方法对可转债发行公司以1配2的规则进行配对。此时，我们最关心的关键解释变量是虚

拟变量cb。同样的，我们将分析期间限定在可转债发行的前后3年。表4报告多元回归的结果。可以发现，在四个回归中，cb均显著小于零。这与之之前采用发行前后自我比较的方法所得到的结果是一致的，与配对公司相比，可转债发行公司的大股东占款比例显著更低，表现出可转债对于公司大股东掠夺行为的有效抑制。

表3 发行公司与配对公司的比较

	(1)	(2)	(3)	(4)
	orec_ta	orec_ta	orec_mk1	orec_mk2
cb	-0.0106*** (-4.48)	-0.0118*** (-4.08)	-0.0096*** (-4.21)	-0.0076*** (-4.10)
size	-0.0001 (-0.04)	0.0018 (0.67)	0.0012 (0.67)	0.0013 (0.89)
lev1	0.0251** (2.35)	0.0213 (1.65)	0.0250** (2.35)	0.0233** (2.57)
adjROA1	-0.0941** (-2.27)	-0.1518** (-2.47)	-0.1023** (-2.46)	-0.0902** (-2.51)
owner	0.0036 (1.05)	0.0045 (1.02)	0.0035 (1.08)	0.0035 (1.34)
layer	0.0012 (0.49)	0.0023 (0.77)	0.0017 (0.69)	0.0005 (0.27)
Top1	0.0044 (0.50)	0.0051 (0.46)	0.0066 (0.75)	0.0013 (0.18)
_cons	0.0245 (0.52)	-0.0144 (-0.22)	-0.0092 (-0.21)	-0.0131 (-0.36)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	714	583	714	714
adj. R ²	0.149	0.149	0.152	0.154

注：表中数值为各自变量的回归系数，系数下方的括号内为根据White稳健标准误所得到的t值，回归中不存在需要引起关注的共线性问题。*表示在10%水平上显著，**表示在5%水平上显著，***表示在1%水平上显著。

我们也注意到，对于表3的结果，还有另外一种可能的解释。具体而言，如果在可转债发行之前，发行公司大股东掠夺行为的程度就显著低于配对公司，那么，就很难将表4中所发现的这种差别归结为可转换债券的治理效应。为了缓解这种担忧，我们又分别对发行前后的期间做进一步的检验（检验结果略）。经检验发现，发行公司与配对公司之间在可转债发行前的大股东占款比例并无显著差别。而在可转债发行后，发行公司大股东占款比例开始显著低于配对公司。这说明发行公司与配对公司之间其他不可观测的因素对我们研究结果的影响并不严重，也再一次说明可转换债券具有治理功能，它能够有效抑制大股东的掠夺行为。

硬约束与可转债的治理功能

以上结果已经表明，可转债能够有效制约大股东的掠夺行为。但是，这还不能充分说明可转债的上述治理功能就是来自其硬约束的特质。为了印证这一点，我们将可转债的发行公司分成国企和民企两组，以检验在这两组样本中可转债的治理作用是否存在差别。如前所述，与直接融资负债相比较，可转换债券的发行和转股更倾向于是一种市场化的行为。由于趋于无穷大的契约再谈判成本，可转换债券在持有人转换成股份之前，对于公司的债务压力更倾向于是一种硬约束。那么，如果这种硬约束的特质是可转债对大股东掠夺行为制约能力的主要来源，我们可以合理预期的是，可转换债券的治理功能应主要体现在直接融资负债具有强烈软约束特质的国企当中，而可转换债券对于民企的治理功能则不明显。表4报告区别发行公司所有权性质后的回归结果。可以看到，仅在国企样本组中，可转债具有制约大股东掠夺行为的治理功能。而在民企中，可转债发行后，大股东的掠夺程度甚至有显著的提高。这与我们的猜想是一致的，说明对于国企来说，可转债的硬约束特质与直接融资负债的软约束特质有很大的差别，而正是这种差别，显著的抑制了国企大股东的掠夺行为。

表4 区别公司的产权性质：发行前后的比较

	(1)SOE orec_ta	(2) NSOE orec_ta	(3) SOE orec_mk1	(4) NSOE orec_mk1	(5) SOE orec_mk2	(6) NSOE orec_mk2
after	-0.0066** (-2.45)	0.0051* (1.90)	-0.0061** (-2.34)	0.0044* (1.88)	-0.0040** (-2.03)	0.0035* (1.89)
size	0.0042** (2.45)	-0.0197*** (-9.39)	0.0040** (2.39)	-0.0161*** (-10.08)	0.0032** (2.51)	-0.0125*** (-10.17)
lev1	-0.0031 (-0.52)	0.0434*** (4.30)	-0.0026 (-0.47)	0.0296*** (3.46)	-0.0005 (-0.11)	0.0215*** (3.38)
adjROA1	-0.0758** (-2.40)	-0.0066 (-0.30)	-0.0766** (-2.45)	-0.0166 (-0.90)	-0.0587** (-2.47)	-0.0255 (-1.77)
layer	-0.0024* (-1.67)	-0.0057 (-1.40)	-0.0020 (-1.48)	-0.0056 (-1.62)	-0.0018 (-1.61)	-0.0043 (-1.66)
Top1	0.0184* (1.80)	0.0097 (1.17)	0.0188* (1.82)	0.0118 (1.65)	0.0103 (1.35)	0.0082 (1.55)
_cons	-0.0759* (-1.95)	0.4291*** (9.43)	-0.0748* (-1.96)	0.3555*** (10.20)	-0.0564** (-1.99)	0.2775*** (10.35)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	229	22	229	22	229	22
adj. R ²	0.106	0.853	0.105	0.843	0.096	0.843

注：表中数值为各自变量的回归系数，系数下方的括号内为根据White稳健标准误所得到的t值，回归中不存在需要引起关注的共线性问题。*表示在10%水平上显著，**表示在5%水平上显著，***表示在1%水平上显著。

配对样本方法下区别样本公司所有权性质后的分组检验结果（数据略）显示，与表4的结果相似的是，配对样本方法下，可转换债券对于公司大股东掠夺行为的治理功能同样仅存在于国企样本组中。这说明我们的上述发现是比较稳健的。

我们也注意到，由于可转债的发行公司多为国有企业，所以，分组检验时，民营组的样本量非常小。这可能会降低统计检验的效力，从而增加研究中犯第一类错误的概率。为了缓解这种担忧，我们在使用标准的OLS回归程序的同时，也采用Sefcik等（1986）所推荐的非参数bootstrap方法³，以期获得更为稳健的检验结果。

表5报告使用bootstrap程序后的多元回归结果。回归（1）-（3）是使用发行可转债的民营公司为样本进行发行前后自我比较的结果，回归（4）-（6）是配对样本方法下针对民营企业样本的回归结果。可以看到，在对原回归系数进行重复抽取1万次以后，统计检验的结果仍然没有发生实质性的变化。这表明我们的研究结果是比较稳健的，并未受到样本量偏小的严重困扰。

表5 使用bootstrap程序

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	orec_ta	orec_mk1	orec_mk2	orec_ta	orec_mk1	orec_mk2
after	0.0046 (1.57)	0.0043* (1.77)	0.0038* (1.84)			
cb				-0.0072 (-0.96)	-0.0050 (-0.77)	-0.0020 (-0.40)
size	-0.0173** (-2.40)	-0.0143** (-2.51)	-0.0112*** (-2.59)	-0.0253*** (-3.23)	-0.0195*** (-2.95)	-0.0123*** (-2.92)
lev1	0.0307 (1.31)	0.0201 (1.06)	0.0134 (0.91)	0.0926*** (3.07)	0.0755*** (2.81)	0.0577*** (3.12)
adjROA1	-0.0026 (-0.06)	-0.0125 (-0.36)	-0.0204 (-0.71)	-0.0581 (-1.13)	-0.0659 (-1.39)	-0.0504 (-1.54)
layer	-0.0131** (-2.30)	-0.0113** (-2.48)	-0.0086** (-2.48)	-0.0056 (-1.12)	-0.0064 (-1.49)	-0.0061* (-1.78)
Top1	0.0242** (2.07)	0.0232** (2.41)	0.0174** (2.27)	0.0197 (1.00)	0.0181 (1.02)	0.0068 (0.55)
_cons	0.3810** (2.45)	0.3193*** (2.59)	0.2521*** (2.69)	0.5349*** (3.19)	0.4146*** (2.93)	0.2624*** (2.84)
Year	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Industry	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	22	22	22	65	65	65
adj. R ²	0.720	0.735	0.725	0.637	0.649	0.675

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。表中数据为各自变量的估计系数，括号内根据稳健标准误在bootstrap程序下所得的z值。回归中不存在需要引起关注的共线性问题。

结论和讨论

在一个股权结构相对集中的世界里面（Faccio等，2002；^[3]Holderness，2007^[2]），给定公司存在一个自利的大股东，如何抑止其为攫取控制权私人收益而对其他利益相关者所展开的掠夺行为，成为公司治理的核心问题之一。本文探讨了我国资本市场中债权人对此的治理功能。在政府对经济的干预依然广泛存在的情况下，我国的直接债带有明显的软约束特质，而间接债则与此不同，相对市场化的运作模式使得间接债更可能对公司的行为构成硬约束。以可转换债券为例，本文提供了支持上述推断的经验证据。以2000-2008年间我国所有发行可转换债券的A股上市公司为样本，我们发现，可转债发行后，无论相对于发行前公司自身的情况，或是相对于发行前并无显著差异的配对公司，发行公司大股东的掠夺行为均得到了明显的抑制。进一步的检验还表明，可转换债券对大股东掠夺行为的治理功能主要源自其市场化操作模式下的高契约再谈判成本所带来的硬约束特质。

本文的研究具有重要的政策含义。一方面，中共中央关于十二五规划的建议中，首次明确提出要积极发展债券市场，以加快多层次资本市场体系建设的主张。我们的研究表明，可转换债券的发行可以有效提高上市公司的治理质量，抑制大股东的掠夺行为，这为中央十二五规划建议中的上述主张提供了直接的经验支持，也彰显其紧迫性。另一方面，在我国资本市场中，大股东掠夺上市公司的现象非常普遍。尽管证监会为此制定了非常严厉的监管政策，但任何监管都有成本，并且，监管者与被监管对象之间的契约也是不完全的，因而不可能穷尽现实中所有的掠夺行为。因此，现实呼唤能够自我约束大股东掠夺行为的治理工具。我们的研究表明，可转换债券可以有效降低我国上市公司大股东与中小股东之间代理冲突。这对于更好的保护中小投资者的利益也有着重要的实践意义。

[本文受到国家自然科学基金项目“可转换债券融资下的委托代理与公司价值研究（70872116）”、“股东关系的形成与股权交易中股东合谋研究（70972075）”、教育部人文社会科学研究项目（12YJC630112）和中山大学青年教师起步计划（3281401）的资助。]

注释

1 证监会在2006年对大股东占用上市公司资金的情况进行了非常严厉的打击，要求大股东限时清偿。然而，这并不能解决全部的问题。很显然，大股东只需通过其他关联公司稍加过渡，便可轻易绕过证监会的相关规定。

2 样本公司在2007-2008年间的资产规模有非常显著的增加。2001-2008年全样本期间，样本公司的平均资产规模约为3790亿元，而2007-2008年子样本期间内，样本公司的平均资产规模达到了6450亿元。

3 具体来说，bootstrap p-value的计算过程如下：1、针对待分析的数据集A（R1, R2, …… Rn），分别进行独立有放回的随机抽样得到（R*1、R*2、……R*n），产生新的数据集B。2、利用数据集B进行OLS估计，得到新的估计量，新的估计量由每次随机抽样后进行的OLS估计所产生的回归系数、标准差、标准误等统计量所组成。3、依次执行上述（1）（2）两个步骤，并重复执行10,000次。4、单侧检验的bootstrap p-value=1万次有放回重复抽样后OLS回归系数估计值大于（或当回归系数为负时小于）使用原始样本A进行OLS回归所得系数估计值的数量÷10000，双侧检验的bootstrap p-value=2×单侧检验的p-value。

参考文献:

- [1] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny,1997, A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2:737-783.
- [2] Clifford G. Holderness,2007, The Myth of Diffuse Ownership in the United States, The Review of Financial Studies,22:1377-1408.
- [3] Faccio M., H. P. Lang,2002,The Ultimate Ownership of Western European Countries. Journal of Financial Economics,65:365-95.
- [4] Gilson, Stuart, Kose John, Larry Lang, 1990, Troubled debt restructurings: an empirical study of private reorganization of firms in default, Journal of Financial Economics 27:315-355.
- [5] Gary Gorton, Frank A. Schmid, 2000, Universal banking and the performance of German firms, Journal of Financial Economics, Volume 58, Issues 1-2:29-80.
- [6] Guohua Jiang, Charles M.C. Lee, Heng Yue, 2010, Tunneling through intercorporate loans: The China experience, Journal of Financial Economics, 98:1-20.
- [7] HanWen Chen, Jeff ZeYun Chen, J. Lobo, YanYan Wang, 2010, Association Between Borrower and Lender State Ownership and Accounting Conservatism, Journal of Accounting Research, Vol. 48 No. 5:973-1014.
- [8] Kaplan, Steven, Bernadette Minton, 1994, Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers, Journal of Financial Economics 36: 225-257.
- [9] 罗党论, 唐清泉. 市场环境与控制股东掏空行为研究. 会计研究, 2007, (04).
- [10] 林毅夫, 李志. 政策性负担、道德风险与预算软约束. 经济研究, 2004, (02).
- [11] 钱颖一. 中国的公司治理结构改革和融资改革, 载于《转轨经济中的治理结构: 内部人控制和银行的作用》(青木昌彦, 钱颖一主编), 中国经济出版社: 北京, 1995.
- [12] 田利辉. 杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效. 经济学季刊, 2004, (03).
- [13] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理. 管理世界, 2005, (07).
- [14] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值. 经济研究, 2003, (08).
- [15] 谢德仁, 陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应. 经济研究, 2009, (05).
- [16] 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, (04).