

# 公司委托代理研究综述

罗冬玲

广州大学管理学院, 广东 广州

收稿日期: 2021年11月5日; 录用日期: 2021年12月7日; 发布日期: 2021年12月15日

## 摘要

公司委托代理理论是公司治理的一个重要研究话题。学者们从股权结构、股权分置改革、董事会结构和大股东等视角对公司委托代理背后的生成机制展开富有成效的研究, 同时从公司价值、财务重述、盈余管理和股价崩盘风险等方面开展经济后果研究。本文首先梳理Jensen和Meckling 1976年提出的委托代理理论, 并分析从传统的委托代理理论到双重委托代理中间的关系和顺承, 接着回顾了关于公司委托代理的形成机制与经济后果的相关讨论, 最后对公司委托代理进行总结和评述并提出展望。

## 关键词

委托代理, 两权分离, 掏空

# A Summary of the Research on Company Principal-Agent

Dongling Luo

School of Management of Guangzhou University, Guangzhou Guangdong

Received: Nov. 5<sup>th</sup>, 2021; accepted: Dec. 7<sup>th</sup>, 2021; published: Dec. 15<sup>th</sup>, 2021

## Abstract

Principal-agent theory is an important research topic of corporate governance. Scholars have carried out fruitful studies on the generation mechanism behind principal-agent of companies from the perspectives of ownership structure, reform of non-share structure, board structure and major shareholders, and at the same time carried out studies on the economic consequences from the aspects of corporate value, financial restatement, earnings management and stock price crash risk. This paper first sorts out the principal-agent theory proposed by Jensen and Meckling in 1976, and analyzes the relationship and succession from the traditional principal-agent theory to the dual principal-agent theory. Then it reviews the relevant discussions on the formation mechanism and

economic consequences of the principal-agent of the company. Finally, it summarizes and comments on the principal-agent of the company and puts forward the prospect.

## Keywords

Principal-Agent, Separation of Ownership and Control, Tunneling

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

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

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



Open Access

## 1. 引言

1976年 Jensen 和 Meckling 共同撰文《公司理论：经理行为、代理成本和所有权结构》。在文章中，他们综合代理理论、产权理论和财务理论，创新性地定义了由外部股权和债权的存在而产生的代理成本的概念，揭示了它和所有权与控制权分离问题的关系，首次提出一种所有权结构理论[1]。在这篇经典文献的直接启发下，越来越多学者开始加入到区别于以往市场理论的公司委托代理理论和所有权结构理论的研究，涉及形成机制、影响机制和经济后果等诸多方面，形成了关于公司委托代理研究的一个巨大浪潮。

根据 Jensen 和 Meckling 1976年的定义，代理关系是在合同约束下，委托人聘用代理人代替自己完成某些工作，包括授权代理人行使一些事务的决策权。基于委托人和代理人都是效用最大化者和所有权与控制权的分离，代理成本就是委托人为防止代理人损害自己利益而付出的监督成本(激励成本)、代理人利用职务之便为获取非货币性收益而损害的公司价值(担保成本)和使用不称职代理人的机会成本(剩余损失)。但当股权太集中，大股东能够有效控制公司时，他们通常会通过不支付现金股利或关联交易来侵占中小股东的利益(Shleifer and Vishny, 1997; LaPorta *et al.*, 2000) [2] [3]。Claessens *et al.* (2002)使用东亚9个国家的数据进行研究后发现，在东亚地区，股权集中度高，大股东对中小股东的利益侵占成为最主要的代理问题[4]。

回溯公司委托代理的源起、发展与勃兴，其研究从西方传统委托代理理论拓展到双重委托代理，并成为我国公司治理突出要解决的问题。学者们从股权结构、股权分置改革、董事会结构和大股东等视角对公司委托代理背后的生成机制展开富有成效的研究，同时从公司价值、财务重述、盈余管理和股价崩盘风险等方面开展经济后果研究。

## 2. 从传统委托代理到双重委托代理

传统委托代理理论主要由 Coase (1993)、Jensen 和 Meckling (1976)以及 Fama 和 Jensen (1983a)等提出 [1] [5] [6]，是解决如何设计一个为保证代理人按照委托人利益行事的最优治理结构问题的理论，是一种公司治理问题分析框架。该理论源于英美国家，是针对英美国家上市公司提出的，而这些上市公司显著的特征是股权分散。股权分散意味着所有权与控制权分离，股东与经营者作为单独的效用最大化者，存在利益冲突，比如经营者会为获取非货币性福利去损害公司价值，而股东需要保证经营者不窃取他们的投资或不将投资投入到非常差的项目中等等(Shleifer and Vishny, 1997) [2]。

除英美国家外，Faccio 和 Lang (2002)发现西欧其他国家的股权普遍较为集中[7]；Claessens *et al.* (2002)在9个东亚国家和地区的2980家上市公司的样本数据中，发现东亚国家和地区的股权较为集中，其中三

分之二的公司都拥有单一控股股东[4]。作为东亚国家之一，中国绝大部分上市公司股权毫不意外地呈现高度集中的特征(冯根福等，2002) [8]。公司治理所要解决的突出问题取决于上市公司股权的分散与集中程度。在德日等国，股权相对集中的上市公司存在大股东侵占中小股东利益的代理问题(Rajan, 1992) [9]，而发展中国家或投资者保护法不完善的国家和地区的上市公司，股权比德日等发达国家更集中，大股东侵占中小股东利益的代理问题更为严重(唐宗明和蒋位，2004) [10]。区别于西方传统的单委托代理理论，冯根福(2004)构建了一种新的上市公司治理问题分析框架——双重委托代理理论，以更好地解决包括中国在内的股权集中的国家或地区的上市公司的实际代理问题，更有效地降低代理成本和实现全体股东利益最大化[11]。国美电器的控制权之争是中国公司治理的经典案例，国美电器中最为突出的委托代理问题就是大股东与管理层之间的控制权之争(祝继高和王春飞，2012) [12]；透过五粮液“虹吸”中小股东案例，控股股东滥用控制权和经营权侵害中小股东利益的问题浮出水面，成为国内公司治理中突出的要解决的代理问题(刘峰等，2004) [13]。

### 3. 委托代理的行成机制与经济后果

#### 3.1. 委托代理的形成机制

##### 1) 股权结构与委托代理

公司的股权结构无疑是决定公司委托代理问题最本质的因素。股权的分散或集中程度决定了公司所要解决的突出的委托代理问题。如前一节所述，在股权分散的国家或地区第一类代理问题更加突出，在股权集中的国家或地区第二类代理问题更加突出。从鸿仪系“掏空”旗下上市公司和“复星系”系族企业控制人对旗下上市公司的掏空与支持行为的案例来看，大股东的掏空行为受到股权结构的影响，股权结构的不合理容易导致控制性股东违背商业伦理和诚信义务的不道德控制行为的发生(黎来芳，2005；马金城和王磊，2009) [14] [15]；股权相对集中可以降低股权代理成本，即第一类代理成本(李明辉，2009) [16]；企业集团也可以降低内部资本市场经理人代理成本和抑制大股东财富转移问题(叶康涛和曾雪云，2011) [17]；同时在家族企业这种特殊的企业组织形态下，与家族控股股东单一控股的家族企业不同的是，家族关联大股东的持股和在董事会或董监高中所占席位的比例越大，家族股东侵占中小投资者利益行为越严重(魏明海等，2013) [18]。

##### 2) 股权分置改革与委托代理

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。在1000多家上市公司中，三一重工成为了首批4家试点公司之一，并于5月10日率先公布了股权分置改革方案。股权分置的完成使公司控制权转让在技术上成为可能，能有效降低双重代理成本。廖理和张学勇(2008)通过中国家族上市公司股权分置改革前后的季度时间数据，发现股权分置会导致持有非流通股的公司控制者利益取向与公司市场价值背离，从而产生严重的代理成本并阻碍我国资本市场的健康发展[19]。股权分置改革之后家族终极控制者掏空上市公司的程度显著下降。姜付秀等(2015)以股权分置改革事件作为退出威胁的替代变量，发现大股东退出威胁显著降低了控股股东的私利行为，同时加强了经理人的薪酬-业绩敏感性，即缓解了股东经理人的利益冲突，提升了企业业绩[20]。陈海声(2010)对中国2004~2007年有关并购后所有权转移的191家上市公司样本进行研究，发现并购后控股股东掏空动机整体较之前有所降低，对中小投资者的保护较之前有所加强，控制权与现金流权分离程度的敏感性也大于前期。同时资金占用会激化大股东与管理层之间的冲突，也常用来做代理成本的替代变量。大股东资金占用越多，管理层人员变更的可能性越大[21]。梁上坤和陈冬华(2015)发现资金占用与管理层人员变更的关系仅存在于股权分置改革之前，股权分置改革之后消失[22]。总的来说，股权分置

改革有效地缓解了委托代理问题。

### 3) 董事会特征与委托代理

作为连接公司股东和管理层的桥梁，董事会特征一直是公司治理机制研究的核心内容(Hermalin and Weisbach, 1998) [23]。有效的董事会能对管理层起到良好的监督和咨询作用，从而减少信息不对称和降低委托代理成本(Jensen, 1993) [24]。董事可以有以下三种分类：独立董事、非执行董事和执行董事，控股股东董事和非控股股东董事，外部董事和内部董事。独立董事由于其独立性，可以有效地对控股股东和管理层进行监督，降低代理成本；同时在业绩差的公司独董更可能投出反对票，表现出很强的风险规避倾向(祝继高等, 2015) [25]。非执行董事独立于管理层，一般直接由大股东和其他有重要影响的股东推举委派，对管理层有一定的治理效果；非执行董事在管理层进行盈余平滑时有明显地抑制作用，且在非国有企业抑制作用更明显(陆正飞和胡诗阳, 2015) [26]。区别于控股股东董事，非控股股东董事投反对票的概率更大，且在业绩差的企业和国有企业中更明显(祝继高等, 2015) [25]。董事会中内部董事比例和第一大股东选派的外部董事的比例都会随着第一大股东持股比例的增加而增加，随着第二大股东持股比例的增加而减少；且终极控制为国有性质时，内部董事和第一大股东选派的外部董事比例更大，反而独董比例较少(段云等, 2011) [27]。公司章程也会影响大股东的掏空行为，比如分层董事会的设立、绝对多数条款和累积投票制条款都能够显著降低控股股东的掏空动机，从而发挥保护中小投资者的作用，且在非国有上市公司和控股股东持股比例越大的公司这种投资者的保护作用更大(李善民等, 2016) [28]。

### 4) 大股东与委托代理

大股东对管理层的监督成本是代理成本中重要的一部分，所以大股东有效地发挥治理作用，能够缓解控股股东与中小股东之间的代理冲突。这里所论述的大股东是指除控股股东以外的其他大股东，他们可以委派董事或高管参与公司运营和管理，能够获得公司私有信息，用董事会或股东大会等治理机制“用手投票”来约束控股股东和管理层的私利行为，同时也可以卖出股票“用脚投票”，用股价下跌来威胁控股股东，有效抑制控股股东私利行为。国外关于大股东治理作用的研究发现大股东可以通过向管理层提交提案、与管理层协商谈判和向媒体披露管理层不利信息等方式来监督管理层，降低代理成本(姜付秀, 2015) [20]；同时多个大股东的存在也能降低代理成本，提升公司价值，肯定了大股东在公司治理中的积极作用(Laeven and Levine, 2008; Attig et al., 2009) [29] [30]。基于中国上市公司数据多个大股东相互制衡能够抑制控股股东私利行为也得到了检验(李增泉等, 2004; 徐莉萍等, 2006; 陈德萍和陈永圣, 2011) [31] [32] [33]。以上研究大多从大股东积极参与公司治理的角度影响委托代理问题，除此之外，大股东还可以通过退出威胁来约束经理人，降低股东与经理人之间的代理冲突(Bharath et al., 2013; Edmans et al., 2013) [34] [35]。在中国股权集中度较高的股权结构下，大股东退出威胁显著降低了控股股东的私利行为，提升了企业业绩，同时控股股东持股比例更高，非控股股东持股比例更少及法律环境较差地区和非四大审计的公司，这种退出威胁更为有效(姜付秀, 2015) [20]。大股东退出威胁在于退出行为会向市场传递不利信号，股价下跌，直接损害控股股东和管理层利益。而大股东也存在于控股股东合谋的现象，操纵公司信息披露，在减持前披露好消息，拉升股价，减持后再披露坏消息，实现减持收益最大化，与控股股东一起掏空中小股东利益(吴育辉和吴世农, 2010) [36]。

## 3.2. 委托代理的经济后果

### 1) 委托代理与公司价值

代理成本中管理层获得非货币性薪酬而损害的企业价值被定义为代理人所要承担的担保成本，同时股东为防止管理层损害公司价值需要付出的监督成本以及剩余损失(Jensen and Meckling, 1976) [1]。从代理成本的定义来看，企业价值无疑是委托代理最直接的经济后果。在目前大多数国家的大公司中最主要



的代理问题是大股东侵占中小股东利益的现象下,发现大股东与控股股东达成共谋分享控制权收益,损害公司价值。同时大股东追求控制权私有收益时明显对市县级政府和非政府所属上市公司的投资收益产生了消极影响(刘星和安灵, 2010) [37]。刘少波和马超(2016)将经理人做了异质性分类,发现独立型和依附型经理有效抑制了大股东掏空,增加了企业价值,而一体型经理则会激励大股东掏空,损害了公司价值[38]。现金股利是大股东掏空行为的一种方式,股利支付公司的价值受损,形成股利折价;但监管迎合动机下的现金股利会增加公司价值(马鹏飞和董竹, 2019) [39]。两权分离是导致第二类代理问题的内在因素。我国家族上市公司现金流权与控制权的分离率平均为 62%,在东亚最高;家族上市公司两权分离度越高,控股股东的“掠夺性分红”行为越严重,关联交易行为越严重,公司价值越低;但也发现终极所有权和控制权的分离程度和公司价值呈现倒 U 型关系(谷祺等, 2006; 魏明海等, 2013) [40] [41]。

### 2) 委托代理与财务重述

大股东能够对财务报告政策的操控,实现转移上市公司资源和侵占外部投资者利益。已有文献也提供了经验证据支持(Fan and Wong, 2002; 王化成和佟岩, 2006) [42] [43]。在后萨班斯法案(SOX)时代,市场广为关注的财务报告重述行为是财务报告决策的重要组成部分。财务重述意味着前期披露的财务报告存在纰漏,质量较低,可信度不高,而管理层自利动机是引起财务重述的根源。高芳(2016)用管理费用率作为管理层的自利机会促使其进行盈余管理,如采取激进的会计政策或会计估计以提高公司业绩和抬升股价,并从中谋利,进而引发公司的财务重述[44]。周春生和马光(2005)发现集中控股和发达地区对我国上市公司财务重述的发生具有显著促进作用[45]。媒体关注降低了大股东在股改对价支付中的私利获取(徐莉萍和辛宇, 2011) [46],有助于遏制财务报告重述的发生。

### 3) 委托代理与盈余管理

会计盈余作为一种最重要、最综合、投资者最为关心的信息,盈余质量是会计信息质量的一个典型代表(魏明海, 2005) [41]。会计盈余质量是一种重要的经济后果,不同程度的关联交易对盈余质量有一定影响(佟岩和程小可, 2007) [47]。而在大股东控制下的关联交易对上市公司盈余质量之间是一种直线关系,关联交易程度越高,盈余管理程度越大(郑国坚, 2009) [48]。同时金字塔结构、交叉持股以及双重股权导致的现金流权与控制权的分离会进一步激化公司内部控股股东与外部中小投资者之间的冲突,加大公司的代理成本,终极控制人通过关联交易等渠道影响上市公司的盈余管理行为(高燕, 2008) [49]。

### 4) 委托代理与股价崩盘风险

股价崩盘会严重损害股东利益,动摇投资者对资本市场的信心,不利于金融市场稳定健康发展,甚至造成资源错配,危及实体经济的发展。股价崩盘源于公司内部人长期隐瞒坏消息,当坏消息被释放时,对股价中造成巨大冲击,股价剧烈下跌。王化成等(2015)认为基于第二类代理问题,大股东持股会通过“监督效应”和“更少掏空效应”影响股价崩盘风险[50]。

## 4. 结束语

公司委托代理是上个世纪发展至今仍具有强大生命力的一个研究课题,他最早可以追溯到上世纪 30 年代,美国经济学家伯利和米恩斯在探讨企业所有者兼具经营者的做法存在很大弊端时,提出了“委托代理理论”,后续很多学者对其进行研究,典型地将该理论发展到公司层面的是 Jensen 和 Meckling 在 1976 年所发表的文章。究其根本,公司委托代理关系产生于企业所有权与经营权分离,其本质上是一种契约关系。公司委托代理的产生也必须具备两个基本特征:一是委托方与代理方之间必须存在利益冲突,作为经济人,两者均致力于追求各自的利益最大化;二是两者之间存在信息不对称。总结学术界近二十年的讨论和碰撞,学者们在以下三个方面达成了比较一致的结论:

第一,委托代理问题由单一委托代理演变到双重委托代理。像英美国家,公司的股权比较分散,第

一类股东与管理层之间的委托代理问题更加凸显；而像欧洲大陆和东亚大部分国家或地区，公司的股权相对集中，第二类大股东与中小股东之间的委托代理问题更加突出。第一类代理问题源于所有权和经营权的分离，而第二类代理问题是由于控制权和现金流权的分离。国内学者大多在探讨第二类代理问题，即大股东侵占中小股东利益的问题，也被称为掏空行为，主要是大股东一般会通过关联交易、资金占用、股票减持、派发现金股利和过度担保等方式，转移上市公司的资源，掏空上市公司，侵占中小股东的利益。

第二，在公司委托代理的成因上，诸如股权结构、股权分置改革、董事会结构和大股东等会对公司委托代理产生不同的显著的影响。具体表现在股权集中可以降低第一类代理成本但太集中反而增加第二类代理问题；股权分置的完成使公司控制权转让在技术上成为可能，能有效降低双重代理成本，缓解代理问题；独董、非执行董事、非控股股东董事和外部董事以及分层董事会的章程制定都能一定程度上缓解代理问题；大股东与控股股东之间存在监督和合谋两种效应，制衡控股股东侵占中小股东利益和共谋一起侵占中小股东利益并存，都导致信息不对称程度增加，加剧了第二类代理问题。

第三，在公司委托代理的后果上，主要是直接导致代理成本增加，降低了公司价值；从管理层自利动机促使激进的会计政策和估计被采取从而加剧财务重述的发生；由于关联交易导致盈余管理程度增加；控股股东和管理层自利导致坏消息长期被隐瞒，而大量的坏消息突然被释放，会直接增加股票崩盘风险。

除了上述研究外，其实委托代理模型也在快速发展着，同样值得未来研究做进一步探讨。目前围绕信息不对称、道德风险、代理人参与约束、激励相容约束等概念范畴，他已经由“状态空间模型”到“参数化的分布函数模型”，再到最抽象的“一般分布模型”；由静态分析拓展到动态分析，模型的落脚点基本上是委托人如何进行契约设计才能实现利益最大化。

## 参考文献

- [1] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *SSRN Electronic Journal*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [2] Shleifer, A. and Vishy, R.W. (1997) A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [3] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., et al. (2000) Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27. <https://doi.org/10.2139/ssrn.183908>
- [4] Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L.H.P. (2000) The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- [5] Coase, R. (1937) The Nature of the Firm. *Economics*, 4, 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- [6] Fama, E. and Jensen, M. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- [7] Faccio, M. and Lang, L.H.P. (2002) The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-396. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- [8] 冯根福, 韩冰, 闫冰. 中国上市公司股权集中度变动的实证分析[J]. *经济研究*, 2002(8): 12-18+93.
- [9] Rajan, R. (1992) Insiders and Outsiders: The Choice between Relationship and Arms-Length Debt. *Journal of Finance*, 47, 1367-1400. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04662.x>
- [10] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. *经济研究*, 2002(4): 44-50+94.
- [11] 冯根福. 双重委托代理理论: 上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路[J]. *经济研究*, 2004(12): 16-25.
- [12] 祝继高, 王春飞. 大股东能有效控制管理层吗?——基于国美电器控制权争夺的案例研究[J]. *管理世界*, 2012(4): 138-152+158.
- [13] 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[J]. *管理世界*, 2007(12): 106-116+135.
- [14] 黎来芳. 商业伦理诚信义务与不道德控制——鸿仪系“掏空”上市公司的案例研究[J]. *会计研究*, 2005(11): 8-14.

- [15] 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): 150-163.
- [16] 李明辉. 股权结构、公司治理对股权代理成本的影响——基于中国上市公司 2001-2006 年数据的研究[J]. 金融研究, 2009(2): 149-168.
- [17] 叶康涛, 曾雪云. 内部资本市场的经济后果: 基于集团产业战略的视角[J]. 会计研究, 2011(6): 63-69+96.
- [18] 魏明海. 会计信息质量经验研究的完善与运用[J]. 会计研究, 2005(3): 28-35+93.
- [19] 廖理, 张学勇. 全流通纠正终极控制者利益取向的有效性——来自中国家族上市公司的证据[J]. 经济研究, 2008(8): 77-89.
- [20] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J]. 管理世界, 2015(5): 147-159.
- [21] 陈海声, 梁喜. 投资者法律保护、两权分离与资金占用——来自中国 2006 年度公司法调整前后的并购公司数据[J]. 南开管理评论, 2010(5): 53-60.
- [22] 梁上坤, 陈冬华. 大股东会侵犯管理层利益吗?——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据[J]. 金融研究, 2015(3): 192-206.
- [23] Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S. (1998) Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *American Economic Review*, **88**, 96-118.
- [24] Jensen, M.C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, **48**, 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- [25] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事? [J]. 经济研究, 2015, 50(9): 170-184.
- [26] 陆正飞, 胡诗阳. 股东-经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 管理世界, 2015(1): 129-138.
- [27] 段云, 王福胜, 王正位. 多个大股东存在下的董事会结构模型及其实证检验[J]. 南开管理评论, 2011, 14(1): 54-64.
- [28] 李善民, 许金花, 张东, 陈玉罡. 公司章程设立的反收购条款能保护中小投资者利益吗——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2016, 19(4): 49-62.
- [29] Laeven, L. and Levine, R. (2008) Complex Ownership Structures and Corporate Valuations. *The Review of Financial Studies*, **21**, 579-604. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- [30] Attig, N., El Ghouli, S. and Guedhami, O. (2009) Do Multiple Large Shareholders Play a Corporate Governance Role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research*, **32**, 395-422. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2009.01255.x>
- [31] 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[J]. 会计研究, 2004(12): 3-13+97.
- [32] 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[J]. 经济研究, 2006, 41(1): 90-100.
- [33] 陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007-2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(1): 38-43.
- [34] Bharath, S.T., Jayaraman, S. and Nagar, V. (2013) Exit as Governance: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, **68**, 2515-2547. <https://doi.org/10.1111/jofi.12073>
- [35] Edmans, A., Fang, W. and Zur, E. (2013) The Effect of Liquidity on Governance. *Review of Financial Studies*, **26**, 1443-1482. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht012>
- [36] 吴育辉, 吴世农. 股票减持过程中的大股东掏空行为研究[J]. 中国工业经济, 2010(5): 121-130.
- [37] 刘星, 安灵. 大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J]. 会计研究, 2010(1): 69-78+96.
- [38] 刘少波, 马超. 经理人异质性与大股东掏空抑制[J]. 经济研究, 2016(4): 129-145.
- [39] 马鹏飞, 董竹. 股利折价之谜——基于大股东掏空与监管迎合的探索[J]. 南开管理评论, 2019, 22(3): 159-172.
- [40] 谷祺, 邓德强, 路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2006(4): 30-36+94.
- [41] 魏明海, 黄琼宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 管理世界, 2013(3): 133-147+171+188.
- [42] Fan, J.P.H. and Wong, T.J. (2002) Corporate Ownership Structure and Informativeness of Accounting Earnings in East

Asia. *Journal of Accounting and Economics*, **33**, 401-425. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00047-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00047-2)

- [43] 王化成, 佟岩. 控股股东与盈余质量[J]. 会计研究, 2006(2): 66-74.
- [44] 高芳. 公司治理、管理者代理问题与财务重述研究[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3): 168-177.
- [45] 周春生, 马光. 中国上市公司的股权结构与财务报表更正[J]. 金融研究, 2005(11): 82-92.
- [46] 徐莉萍, 辛宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 南开管理评论, 2011(6): 36-47+94.
- [47] 佟岩, 程小可. 关联交易利益流向与中国上市公司盈余质量[J]. 管理世界, 2007(11): 127-138+172.
- [48] 郑国坚. 基于效率观和掏空观的关联交易与盈余质量关系研究[J]. 会计研究, 2009(10): 68-76+95.
- [49] 高燕. 所有权结构、终极控制人与盈余管理[J]. 审计研究, 2008(6): 59-70.
- [50] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015(2): 45-57+187.