全球治理 GLOBAL GOVERNANCE
中国社会科学院世界经济与政治研究所
全球治理研究成果发布

Working Paper No. 202214

Dec. 1, 2022

本文已发表于《中央财经大学学报》2022 年第 9 期

吴国鼎：wugd@cass.org.cn

大股东控制下的债务融资:抑制还是便利了大股东掏空?

【摘要】大股东控制企业的债务融资能够对大股东掏空产生影响。笔者以 2004—2018 年中国沪深 A 股市场中剔除了金融类等特殊类型企业后的上市公司数据，运用中介效应检验方法，从样本总体、区分借款期限以及企业所有制类型三重维度，实证检验了大股东控制企业的债务融资究竟是抑制了大股东掏空还是便利了大股东掏空。从样本总体实证检验发现：大股东控制企业通过增加借款进而导致了大股东掏空的增加。从区分借款期限实证检验发现：缘于还款期限以及对大股东的约束程度不同，短期借款和长期借款呈现不同效应。具体而言，两权分离度越高，企业短期借款越少，大股东掏空相应减少；两权分离度越高，企业长期借款越多，对大股东掏空的限制也越多。从区分企业异质性实证检验发现：由于经营机制以及受监管程度的不同，国有企业与民营企业的债务融资效应存在差异。其中，国有企业中短期和长期借款的中介效应都显著，而民营企业中短期和长期借款的中介效应都不显著。本研究运用中介效应检验方法通过实证检验，证实了大股东控制下的债务融资对大股东掏空所产生的影响。研究结论拓展了企业代理

理论以及债务融资理论，能够为规范中国的债务融资市场和推进国有银行的商业化改革以及提高公司治理水平提供理论依据。

【关键词】 大股东 两权分离度 债务融资 掏空

一、前言

大股东与债权人之间的代理问题是公司中的代理问题之一。股权集中度不同，公司中的主要代理问题也会不同。在股权分散公司中，公司中的主要的代理问题是股东与管理层之间的代理问题（Jensen 和 Meckling，1976[1]）。在股权集中公司中，由于大股东能够控制公司，就容易形成大股东控制。①在大股东控制下，大股东就有动力为了自己的私利而侵害公司整体利益。Johnson 等（2000）[2]把大股东的这种行为称为“掏空”。大股东的掏空行为不仅侵害了中小股东的利益，也侵害了进行了债务融资企业的债权人的利益。这就相应在公司中产生了大股东与小股东、大股东与债权人之间的代理问题（Claessens 等，2002[3]；Faccio 等，2003[4]）。债务融资是中国上市公司的主要融资方式之一，再加上中国上市公司中普遍存在着能够控制公司的大股东，这就使得大股东与债权人之间的代理问题在

①大股东，也指控股股东、实际控制人。大股东控制是指企业中存在一个控股股东或实际控制人，其能够实质上控制公司。

中国上市公司中较为突出。尤其是近年来，由于上市公司债务违约事件频繁发生，使得这一问题引起了越来越多的关注。

大股东控制下公司大股东与债权人之间的代理问题涉及到债务融资在公司治理中能够起到什么作用以及能否发挥作用的问题。传统的债权人理论认为，债务融资对公司来说更多的是一种完善公司治理的机制，其起到了约束债务人的作用。具体来说，由于债务融资具有到期还本付息的特点，再加上债权人有权力对企业进行定期或不定期的监督，这就给作为债务人的借款企业施加了压力，促使其更规范地利用债务资金（Jensen，1986[5]；Fama，1990[6]；Stulz，1990[7]）。需要指出的是，传统的债权人理论是建立在股权分散基础上的。在股权相对集中、存在大股东控制的企业中，由于大股东有足够的权力为自己谋取私利，因此债务融资的治理作用未必就仍然奏效。由于大股东能够控制公司，其会采用多种手段来规避债权人的约束，从而对公司进行掏空。在这种情况下，债务融资不但没有起到约束大股东的作用，反而增加了大股东控制的资源，导致大股东能够进行更大程度的掏空。尤其是在一国法律制度不完备、对债权人合法权益的保护不周全的情况下，这种情形会更加严重（Djankov 等，2008[8]；冯旭南，2012[9]）。因此，考察大股东控制下债务融资的作用，需要结合债务融资的正向治理作用（抑制了大股东掏空）和负向治理作用（便利了大股东掏空）这两个角度进行。

具体到中国，上市公司以银行借款为主的债务融资方式、普遍存在大股东控制以及对债权人保护的法律法规不完善，使得上市公司进行的债务融资具有两方面的效应。一方面，作为主要债权人的银行具有动机和能力对作为债务人的企业进行监督。中国的银行虽然多为国有银行，但是随着银行的商业化改革，银行对

于贷出资金的安全性以及经营效益的要求也越来越高，对于坏账率等的考核也越来越严格。这就使得银行有动力对贷出的资金进行严格监督。再加上银行不同于一般的中小投资者，其具有信息优势，也具有专业的监督技术，这就使得银行有能力对债务人进行监督。银行在贷出资金时会与债务人订立借款合同，在借款合同中规定借款的用途、利息率、还款期限以及违约处罚措施等条款，从而加强对贷款使用情况的监督和对借款企业大股东的约束。另一方面，中国上市公司普遍存在着大股东控制以及法律法规对债权人利益保护的不周全，使得大股东有动力和能力对债权人利益进行侵害。由于中国资本市场发展时间较短以及产权保护制度尚不完善，这使得企业大股东倾向于拥有更多股权，从而导致股权相对集中，形成了大股东控制。虽然中国也出台了多个法规对债权人的利益加以保护，但是由于大股东掏空行为隐蔽且多元化，而且有关部门对于法规的执行力度也有待加强，这都使得法规的治理作用相对有限，从而导致大股东侵害债权人利益的事件频频发生。

银行等债权人的监督作用以及大股东可能进行的掏空导致了债务融资在中国的上市公司中的作用呈现出较大的不确定性。再加上中国对投资者利益保护的有关法规不健全、上市公司中国有企业的大量存在以及银行等债权人的国有主体性质，使得这一问题呈现出更为复杂的局面。现阶段对这一问题的研究尚不够深入。已有的研究或者侧重于研究大股东进行掏空的渠道和影响（Jiang 等，2010[10]），或者侧重于研究债务融资的治理作用（雒敏，2011[11]），至今尚无将两者结合起来给予深入探究的研究成果。为此，本文实证检验大股东控制下债务融资对大股东掏空的影响，检验其究竟抑制或便利了大股东掏空以及债务融资效应

在不同期限类型债务融资结构企业和不同所有制类型企业中的表现。

二、文献综述与研究假设

（一）大股东控制下债务融资对大股东掏空的影响

考察大股东控制下债务融资对大股东掏空的影响，需要从两个层面展开分析。一是企业是否有意愿以及是否能够获得更多的债务融资；二是企业获得的债务融资是抑制还是便利了大股东掏空。

在大股东控制企业中，债务融资可能会产生两方面的作用。一是债务融资使企业获得了更多的可供大股东掏空的资源；二是债务融资使大股东受到了债权人更多的约束。因而，对大股东来说，其一方面希望能够获得更多的债务融资从而控制更多的资源；另一方面又希望减少债务融资以避免受到债权人更多的约束（Faccio 等，2003[4]；马君潞等，2008[12]）。而对银行等债权人来说，其一方面倾向于减少放款以防止大股东进行掏空，另一方面也倾向于发放某种类型贷款而对大股东进行约束。因此，大股东控制下企业的债务融资是债权人和企业两方博弈的结果。至于博弈的结果是企业获得了更多还是更少的债务融资，除了取决于双方的力量对比和合作关系外，还取决于企业所处的债务融资环境。

对于企业获得的债务融资是便利还是抑制了大股东的掏空，按照一般的理论，企业的债务融资能够对大股东发挥积极的制约作用。因为进行债务融资的企业需要定期偿还本息，这就增加了企业的财务压力和破产成本，减少了可供大股东自由支配的资源，从而会抑制大股东掏空（Hart 和 Moore，1995[13]）。另外，债权

人为了减少所贷出资金的风险，会通过多种渠道搜集大股东以及企业的信息，对企业使用资金状况进行调查，这也会约束大股东的掏空（唐跃军和谢仍明，2006[14]）。有观点则指出，债务融资能够发挥治理效应的前提是存在完备的市场机制和健全的法律环境。如果债权人利益无法得到充分保护，企业因为债务违约而导致破产的可能性较低，则债务融资对企业的约束就较少。在这种情况下，债务融资反而增加了大股东能够控制的资源，从而为大股东掏空提供了便利。

对中国来说，一方面，中国资本市场还不够成熟，商业信用体系、偿债保障机制和企业破产机制等都还不健全；另一方面，在国有银行商业化改革不彻底的背景下，银行等机构作为债权人依旧存在着预算软约束。另外，政府的行政权力等非经济因素也会对企业是否能够获得债务融资产生影响。这都导致债务融资发挥其治理功能以减少大股东对债务资金侵占的作用受到限制（肖作平，2009[15]）。

研究这一问题涉及到对大股东控制的衡量问题，也就是如何衡量大股东对企业的控制情况。La Porta 等（1999）[16]提出了用两权分离度这一指标来衡量。两权分离度为大股东对企业的控制权和现金流权的差值。其中控制权为大股东对企业的决策权，现金流权为大股东对企业的所有权。两权分离度越大，说明大股东对企业的控制权超过现金流权的程度也越大，这导致大股东对企业进行掏空的动机也就越大。因此，我们用两权分离度来衡量大股东在多大程度上可能对企业进行掏空。

基于上述分析，我们提出假设 H1。

H1：两权分离度越高，企业的债务融资会越多，进而导致大股东掏空的增加。

（二）大股东控制下短期和长期债务对大股东掏空的影响

大股东控制能够影响企业的债务融资结构，尤其是债务期限结构，进而影响大股东对企业可能的掏空。长期和短期债务由于到期期限不同，在债务契约中对借贷双方的权利和义务的规定也不同，因而对于大股东的约束也会不同。这就会导致大股东和债权人从自身利益出发存在着对不同期限债务的不同偏好。当两权分离度较高时，大股东将具有更强的动机对企业的资源进行侵占。这时债权人将提供更加严格的债务契约对大股东进行约束，而大股东也会采取措施尽量避免债务契约的约束。企业最终的债务期限结构将是债权人和借款企业之间博弈的结果。

具体来说，关于大股东控制下债权人和大股东的融资期限选择偏好以及不同期限的债务融资对于大股东掏空的影响，有两种不同的观点。

一种观点是短期债务具有更强的债务治理作用。该观点认为，短期债务在以下三个方面体现出对企业和大股东更强的约束作用。一是短期债务由于需要在短期内进行偿还，因而增加了企业发生财务危机的可能性，这使得大股东会约束自己的行为以避免发生财务危机；二是由于短期债务到期时间短且经常需要滚动续借，因此企业就会更频繁地受到债权人的监督。这就使得大股东经常地处于债权人的监督之下，因而大股东就会减少对企业的掏空。三是短期债务由于需要经常性地进行偿还，这就减少了企业的自由现金流，从而减少了大股东进行掏空的空间（Jensen，1986[5]）。相比较于短期债务，长期债务由于还款期限较长，企业在短期内遭受财务危机的压力会相对较小，大股东进行掏空的空间也就更大。在这种观点下，对于两权分离度高的企业，债权人更倾向给予债务人短期借款而不是长期借款，而债务人为了规避短期债务的约束，则期望获得长期借款。胡援成和

刘明艳（2011）[17]认为，由于长期债务能够为大股东转移企业资源、获取控制权私有收益的操作赢得时间和空间，因而成为大股东的偏好选择。

一种观点是长期债务具有更强的债务治理作用。该观点认为，由于长期债务的还款期限较长，因而债权人不能如期收回贷款的风险更大。为了减少风险，债权人会在贷出资金前对企业进行更为谨慎地评估，在借款契约中规定更为严格的约束条件，在债务存续期间也会经常地对企业进行监督，这都会制约大股东对长期债务资金进行侵占。而对于短期债务，由于考虑到中国上市公司普遍具有较强的实力，在短期内不能还本付息、发生财务危机的可能性较小，因而债权人就不会在借款契约中规定严格的约束条件，也不会经常地对企业进行监督。再加上企业在短期债务到期后，可以不断进行滚动续借以维持企业的正常经营，这都使得大股东较容易对短期债务资金进行侵占而不易被发现。在这种观点下，对债权人来讲，会更偏好长期债务；而对借款企业来讲，会更偏好短期债务。

具体到中国，借款企业是偏好短期债务还是长期债务，同样也主要是由上述几个方面的因素决定的。我们认为，当大股东两权分离度较高时，企业会倾向于减少短期债务而增加长期债务。一方面，短期债务对企业的流动性要求高；另一方面，两权分离度高的企业，其往往拥有集团内部融资的优势，在其发生财务危机时，企业所在的集团会对其进行资金支持（Friedman 等，2003[18]），因而企业对短期债务的需求也会相应减少。而对于长期债务，由于还款期限较长，这就能够给企业以更大的腾挪空间。再加上中国特殊的债务融资体制（企业和银行的主体国有性质）使得企业能够更容易地获得长期债务，这都导致企业会更偏好长期债务。

基于上述分析，我们提出假设 H2（1）和假设 H2（2）。

假设 H2（1）：两权分离度越高，企业的短期债务会越少，从而导致大股东掏空的减少。

假设 H2（2）：两权分离度越高，企业的长期债务会越多，从而导致大股东掏空的增加。

(三) 大股东控制下国有和民营企业的债务融资对大股东掏空的影响

国有企业和民营企业，由于经营机制不同，获得债务融资的能力不同，受到监管的力度也不同，所以大股东控制下债务融资对大股东掏空的影响在这两类企业的表现也会不同。

国有企业和民营企业的债务融资能力不同。与民营企业相比，一方面，国有企业所处行业主要为垄断性行业且国企经营规模普遍较大（宋铁波和吴小节，2013[19]），还款能力普遍较强，所以银行更愿意为其提供贷款。另一方面，在国有企业普遍为国家重点支持企业且具有预算软约束的情况下，国有企业身份就等同于获得了“隐性担保”。有了这种担保，银行就更愿意为其提供贷款。另外，在一些情况下，国有银行给国有企业提供贷款则是出于政府的要求。企业在经营过程中遇到困难时，政府会进行干预，要求银行为企业提供贷款。这都导致国有企业在进行债务融资时相比民营企业更具有优势（Brandt 和 Li，2003[20]；孙铮等，2005[21]；江伟和李斌，2006[22]）。

在大股东控制下，国有企业和民营企业通过债务融资进行掏空的动力和能力也不同。从掏空的动力来讲，由于国有企业的经营目标更多的是追求社会福利最

大化，其承担了更多的政策性负担，因此国有企业的大股东缺乏动力进行掏空。从掏空能力来讲，国有企业受到有关法规的约束更多，受到国资委等有关部门的监管也更严格。这都使得国有企业大股东对企业进行掏空更加困难（罗党论和唐清泉，2008[23]）。而对于民营企业来说，由于大股东通过掏空获得的利益可以直接归属于大股东，因而其具有更强烈的动机进行掏空。另外，中国对民营企业进行监管的法规体系还不够完善，而且民营企业的控制权往往完全掌握在大股东手中，因此民营企业的大股东更容易对企业进行掏空。

由上述两方面原因，可以看出，对国有企业来说，由于其具有借款优势，所以在两权分离度高时，其仍然能得到较多借款；但是由于其大股东掏空的动机较小，所以其进行较多借款进而进行掏空的意愿又较小。而对于民营企业，由于其具有借款劣势，所以在两权分离度高时，其能得到的借款较少；但是由于其大股东掏空的动机较大，所以其进行较多借款进而进行掏空的意愿又较大。这几种因素结合在一起，导致大股东控制下国有和民营企业中债务融资对大股东掏空的影响呈现出复杂的关系。

基于上述分析，我们提出假设 H3（1）和假设 H3（2）。

假设 H3（1）：两权分离度越高，国有企业会减少债务融资进而导致大股东掏空减少，但由于其具有融资优势，所以其债务融资不会有较大下降。

假设 H3（2）：两权分离度越高，民营企业会增加债务融资进而导致大股东掏空增加，但是由于其融资能力受到限制，所以其债务融资不会有较大增加。

三、研究设计与样本数据

（一）核心变量的度量

1.两权分离度。

如前所述，根据 La Porta 等（1999）[16]以及 Claessens 等（2000）[24]，两权分离度为大股东对企业的控制权和现金流权的差值。其中，控制权为大股东对目标企业每条控制链上各控制层级中最弱的投票权相加之和；现金流权为大股东对目标企业每条控制链上各控制层级中股东持股比例的乘积之和。

我们以华自科技（股票代码：300490）2018 年的股权结构为例计算企业大股东的两权分离度。

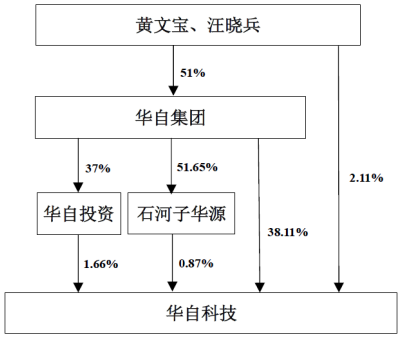

图 1 华自科技的产权及控制关系图

华自科技的大股东（实际控制人）为黄文宝和汪晓兵。从图 1 中看出，大股东对公司有 4 条控制链。按照两权分离度计算方法，则大股东对公司的控制权为：1.66%+0.87%+38.11%+2.11%=42.75%；大股东对公司的现金流权为：51%×37%×1.66%+51%×51.65%×0.87%+51%×38.11%+2.11%=22.09%；两权分离

度为：42.75%-22.09%=20.66%。

2.大股东掏空。

已有的相关研究中使用了多种对大股东掏空的度量方法。但是每种度量方法都存在一定的问题。如有研究使用关联交易指标来度量（周泽将和高雅，2019[25]；杨侠和马忠，2020[26]）。由于关联交易并不一定就意味着大股东进行掏空，所以这一指标也存在一定问题。按照会计规则，大股东对企业资金的占用主要体现在“其他应收款”科目中。因此，借鉴已有的研究（马曙光等，2005[27]；叶康涛等，2007[28]；Jiang 等，2010[10]）等，我们以其他应收款率，也就是其他应收款与企业总资产的比值来度量大股东掏空。

3.债务融资。

企业的债务融资既包括企业借款，也包括商业信用（主要是应收账款）。由于商业信用的治理功能不明显，所以我们只考察企业借款。企业借款主要体现在企业资产负债表中的短期借款和长期借款中。短期和长期借款之和为企业的借款总额。在进行实证分析时，我们分别使用这几个变量与企业总资产的比值作为替代变量。

（二）检验模型

本文考察的内容属于中介效应检验范畴。温忠麟和叶宝娟（2014）[29]介绍的中介效应检验方法是研究者普遍使用的方法。因此，本文使用此方法，通过构建模型来检验大股东控制下企业的债务融资对大股东掏空的影响。

除上述核心变量外，参考相关研究，还有一些其他的因素也会对大股东掏空以及企业债务融资产生影响。包括大股东现金流权、经营规模、盈利能力、成长

性、固定资产比例等。我们在模型中也控制了这些变量。

基于上述分析，本文设定的计量模型为：

$$Orec_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Separation_{it} + \alpha_2 Cash_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 Fixed_{it} + \alpha_6 Roa_{it} + \alpha_7 Growth_{it} + \alpha_8 M_index_{it} + \varphi_i + \eta_t + \sigma_{it} \quad (1)$$

$$Debt_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Separation_{it} + \beta_2 Cash_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Fixed_{it} + \beta_6 Roa_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 M_index_{it} + \varphi_i + \eta_t + \sigma_{it} \quad (2)$$

$$Orec_{it} = \alpha_0 + \gamma_1 Separation_{it} + \gamma_2 debt_{it} + \gamma_3 Cash_{it} + \gamma_4 Size_{it} + \gamma_5 Lev_{it} + \gamma_6 Fixed_{it} + \gamma_7 Roa_{it} + \gamma_8 Growth_{it} + \gamma_9 M_index_{it} + \varphi_i + \eta_t + \sigma_{it} \quad (3)$$

其中，$Orec_{it}$表示其他应收款率；$Debt_{it}$表示债务融资，其又区分为借款总额、短期借款和长期借款，分别以$Loan_{it}$、$Loan_s_{it}$以及$Loan_l_{it}$来表示；$Separation_{it}$表示两权分离度；$Cash_{it}$表示现金流权；$Size_{it}$表示企业规模；Lev_{it}表示资产负债率；$Fixed_{it}$表示固定资产比例；Roa_{it}表示总资产收益率；$Growth_{it}$表示企业成长性；M_index_{it}表示企业所在省份的市场化程度，我们用王小鲁等（2021）[30]等计算出来的指数来表示；φ_i表示企业不随时间变化的变量；η_t表示时间变量；σ_{it}表示随机扰动项。

（三）文中主要变量及定义

根据上述分析，文中的主要变量及定义见表 1。

表 1 文中主要变量及定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	其他应收款率	*Orec*	其他应收款/总资产
解释变量	两权分离度	*Separation*	控制权与现金流权之差
	短期借款	*Loan_s*	资产负债表中的短期借款/总资产
	长期借款	*Loan_l*	资产负债表中的长期借款/总资产
	借款总额	*Loan*	资产负债表中的短期借款与长期借款之和/总资产
控制变量	现金流权	*Cash*	大股东在每条控制链上各控制层级中持股比例乘积的加总
	企业规模	*Size*	企业总资产的对数值
	资产负债率	*Lev*	负债/总资产
	总资产收益率	*Roa*	净利润/总资产
	固定资产比例	*Fixed*	固定资产/总资产
	成长性	*Growth*	营业收入增长率
	地区市场化程度	*M_index*	企业所在省份的市场化指数

（四）样本数据和描述性统计

本文使用的样本为中国沪深 A 股市场中的上市公司，样本区间为 2004-2018 年。参照白云霞和吴联生（2008）[31]、吴国鼎（2019）[32]等，我们按照以下方法对样本进行处理：（1）剔除金融、保险类行业的企业；（2）剔除上市时间不足一年的企业；（3）剔除实际控制人发生 1 次以上变动的企业；（4）剔除集体企业和外资企业。除了两权分离度变量外，文中使用的数据均从 CSMAR 和 WIND 数据库中获得。对于两权分离度变量，我们下载了企业年报，并对每家企业每个年度的该变量值进行了计算。

表 2 是对主要变量进行的描述性统计。

表 2 主要变量的描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
$Orec$	0.000	0.162	0.017	0.026
$Separation$	0.000	0.285	0.049	0.077
$Loan$	0.000	0.543	0.149	0.137
$Loan_s$	0.000	0.441	0.105	0.107
$Loan_l$	0.000	0.361	0.043	0.074
$Cash$	0.059	0.758	0.382	0.164
$Size$	19.699	25.949	21.945	1.234
Lev	0.047	0.883	0.422	0.205
$Fixed$	0.004	0.720	0.229	0.164
Roa	-0.152	0.221	0.049	0.055
$Growth$	-0.472	1.571	0.176	0.310

从表 2 中看出，变量$Orec$的最小值为 0.000，最大值为 0.162。说明一些企业不存在其他应收款，而一些企业却存在较多的其他应收款。变量$Loan$的最小值为 0.000，最大值为 0.543。说明一些企业没有进行借款，而一些企业却进行了较多的借款。变量$Separation$的最小值为 0.000，最大值为 0.285。说明一些企业不存在两权分离，而一些企业的两权分离度则较大。

企业所有制性质是我们考察问题的重要角度，我们也区分国有企业和民营企业对相关变量进行了比较。

表 3 国有企业和民营企业相关变量的比较

	国有企业		民营企业		均值差	中位数差
	均值	中位数	均值	中位数		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(3)-(1)	(6)=(4)-(2)
Orec	0.019	0.009	0.015	0.008	-0.004***	-0.001***
Separation	0.042	0.000	0.055	0.000	0.013***	0.000***
Loan	0.180	0.159	0.125	0.097	-0.055***	-0.062***
Loan_s	0.114	0.085	0.098	0.071	-0.016***	-0.014***
Loan_l	0.065	0.022	0.026	0.000	-0.039***	-0.022***
Cash	0.396	0.388	0.370	0.355	-0.026***	-0.033***
Size	22.350	22.160	21.630	21.540	-0.720***	-0.620***
Lev	0.500	0.512	0.362	0.345	-0.138***	-0.167***
Fixed	0.274	0.237	0.195	0.172	-0.079***	-0.065***
Roa	0.039	0.033	0.057	0.053	0.018***	0.020***
Growth	0.140	0.105	0.204	0.155	0.064***	0.050***

注：* 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。以下表同。

从表 3 中看出，国有企业的两权分离度低于民营企业，但其他应收款率比民营企业更高。国有企业进行了更多的借款，包括短期借款和长期借款，也具有更高的资产负债率。国有企业的经营规模更大，也具有更高的固定资产比例。但是

国有企业的经营绩效，包括总资产收益率以及营业收益增长率都低于民营企业。

由于其他应收款率是我们考察的主要变量，因此我们也图示了该变量在样本期间的变化情况。

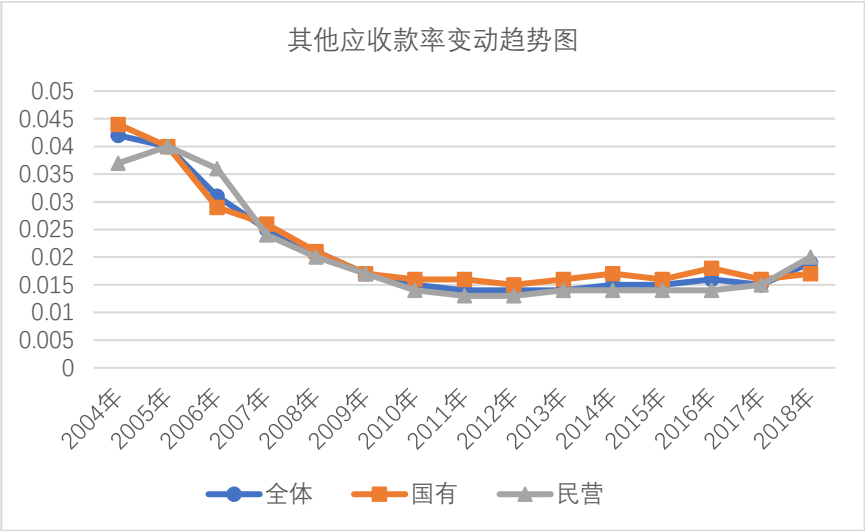

图 2 其他应收款率在样本期间的变化情况

从图 2 中看出，样本企业的其他应收款率在样本期间经历了一个由高到低并逐步平缓的过程。在 2004 年，其他应收款率处于高点，接下来有比较明显的下降趋势，尤其是在 2005 年和 2008 年期间下降得较为明显。这一时期企业的其他应收款率大幅下降的原因主要是由于监管政策的驱动。在 2002 年以及以后几年，中国上市公司中大股东侵占上市公司资金的现象非常严重。为了解决这一问题，证监会、国资委等出台了一系列政策，旨在抑制大股东对上市公司的资金侵占，并要求已经侵占了上市公司资金的大股东限期偿还。这都导致企业的其他应收款率大幅下降。2008 年后企业的其他应收款率维持在较低水平的原因在于：一方

面，受全球金融危机的影响，国内企业经营普遍遇到困难。为克服经营困难，不但大股东普遍减少了对企业资金的侵占，而且还有大股东采取了对企业进行资金输送等支持行为；另一方面，国内对这类问题的监管也继续从严，出台了对未能按期收回被侵占资金的企业实行“其他特别处理”等规定，从而进一步降低了大股东对企业资金的侵占。

三、实证结果

根据模型（1）、（2）和（3）以及中介效应检验步骤，我们分别对各个研究假设进行检验。我们将变量进行了中心化处理。对于模型（1）、（2）和（3），我们均采用固定效应方法进行检验。

（一）假设 H1 的检验结果

根据假设 H1，我们检验大股东两权分离度变化通过借款总额对其他应收款率的影响。检验结果见表 4。

表 4 两权分离度变化通过借款总额对其他应收款率的影响

	(1)	(2)	(3)
	$Orec_{it}$	$Loan_{it}$	$Orec_{it}$
$Separation_{it}$	-0.015**	0.029*	-0.015**
	(0.007)	(0.016)	(0.007)
$Loan_{it}$			0.014***
			(0.003)
$Cash_{it}$	-0.006**	0.026***	-0.007**
	(0.003)	(0.007)	(0.003)

Lev_{it}	0.027***	0.475***	0.021***
	(0.002)	(0.005)	(0.003)
$Fixed_{it}$	-0.028***	0.050***	-0.029***
	(0.003)	(0.006)	(0.003)
Roa_{it}	-0.033***	-0.088***	-0.032***
	(0.004)	(0.010)	(0.004)
$Size_{it}$	-0.001*	0.015***	-0.001**
	(0.001)	(0.001)	(0.001)
$Growth_{it}$	-0.001***	-0.007***	-0.001***
	(0.000)	(0.001)	(0.000)
M_index_{it}	0.004	-0.022	0.004
	(0.013)	(0.032)	(0.013)
企业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
常数项	0.059***	-0.318***	0.063***
	(0.011)	(0.026)	(0.011)
观测值	17,955	17,955	17,955
R^2	0.066	0.474	0.067

注：括号中的数字为回归系数的相应的稳健性标准误。以下表同。

表 4（1）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.015，为负而且显著。说明两权分离度增加会导致企业其他应收款率的下降。表 4（2）中，$Separation_{it}$的回归系数等于 0.029，为正但而且显著。说明两权分离度增加会导致企业借款总额的增加。表 4（3）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.015，为负而且显著；$loan$的回归系数等于 0.014，为正而且显著。这说明，在控制了两权分离度变量的情况下，借款总额的增加会导致其他应收款率的上升。

综合表 4（1）、（2）和（3），根据中介效应检验结果可以判断，借款总额

具有遮掩效应。具体来说，虽然从总体上看，两权分离度的增加能够导致其他应收款率的下降，但是，两权分离度增加能够使借款总额增加，这相应会导致其他应收款率的上升，从而减弱了两权分离度的增加对其他应收款率的负向效应，因而表现为一种遮掩效应。这也就验证了假设 H1。那就是两权分离度增加，能够通过债务融资的增加，导致其他应收款率上升。当然，由于表 4（2）中$Separation_{it}$的回归系数仅在 10%的显著水平上显著，说明两权分离度增加导致借款总额增加的程度并不大，继而也说明两权分离度增加通过借款总额对其他应收款率产生的影响程度也并不大。这也说明有必要区分借款的期限以及企业的所有制类型对这一问题进行进一步考察。

需要解释的是，为什么从总体上看，两权分离度增加，会导致其他应收款率下降。这似乎与理论不符。因为按照一般的理论，两权分离度越大，大股东对企业的掏空程度也越大，因而两权分离度增加，会导致其他应收款率上升。之所以得出本文的结论，可能有两个方面的原因。一是我们的研究区间是 2004-2018 年，而在 2005 年以后，在国家的严格监管下，企业的其他应收款开始大幅下降，在 2009 年已经基本平稳，接下来始终处于一个较低的水平上。二是中国上市公司中存在着大量的国有企业，而国有企业中两权分离度的形成原因以及大股东的行为方式都不同于民营企业。

我们接下来分析其他变量的回归结果。表 4（1）、（3）中，$Cash_{it}$的符号为负而且显著。说明现金流权越大，大股东掏空就越少。现金流权越大，大股东同企业的整体利益就会更加趋向一致，大股东就会减少掏空（Bozec 和 Laurin，2008[33]；白云霞等，2013[34]）。$Fixed_{it}$的符号为负而且显著。说明固定资产比例

越大，大股东掏空就越少。固定资产比例越大，企业可用于掏空的资源就会越少，大股东掏空就会相应地减少。Roa_{it}的符号为负而且显著。说明总资产收益率越高，大股东掏空就越少。企业盈利能力越强，大股东从企业得到的回报也就越高，大股东就会减少对企业的掏空。$Size_{it}$的符号为负而且显著。说明总资产越多，大股东掏空就越少。经营规模越大，企业受到的监管会更严格，也更会受到公众的关注，这就会抑制大股东掏空（Cull 和 Xu，2003[35]；Ge 和 Qiu，2007[36]）。$Growth_{it}$的符号为负而且显著。说明营业收入增长率越高，大股东掏空就越少。成长性越好，企业的发展前景就越好，大股东掏空就会减少（游家兴和罗胜强，2007[37]）。

表 4（2）中，$Cash_{it}$的符号为正而且显著。说明现金流权越大，企业的借款就越多。现金流权越大，在企业违约风险较小的情况下，企业愿意进行更多的借款以便扩大经营规模。$Fixed_{it}$的符号为正而且显著。说明固定资产比例越大，企业的借款就越多。固定资产比例越大，可用于抵押的资产就会越多，企业能够得到的借款就会越多。Roa_{it}的符号为负而且显著。说明总资产收益率越高，企业的借款就越少。盈利能力越强，企业内部资金就越充足，企业就会进行更少的借款。$Size_{it}$的符号为正而且显著。说明总资产越多，企业的借款就越多。经营规模越大，企业抗风险能力就越强，企业就能够得到更多的借款（Rajan 和 Zingales，1995[38]；Du 和 Dai，2005[39]）。$Growth_{it}$的符号为负而且显著。说明营业收入增长率越高，企业的借款就越少。成长性越好，企业内部资金就越充裕，企业就会进行更少的借款。

（二）假设 H2 的检验结果

根据假设 H2，我们区分短期借款和长期借款考察两权分离度变化通过债务融资对其他应收款率的影响。检验结果见表 5。

表 5 区分短期和长期借款考察两权分离度变化通过债务融资对其他应收款率的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$Orec_{it}$	$Loan_s_{it}$	$Orec_{it}$	$Loan_l_{it}$	$Orec_{it}$
	短期借款			长期借款	
$Separation_{it}$	-0.015**	-0.028*	-0.014**	0.056***	-0.013**
	(0.007)	(0.015)	(0.007)	(0.012)	(0.007)
$Loan_s_{it}$			0.032***		
			(0.003)		
$Loan_l_{it}$					-0.025***
					(0.004)
$Cash_{it}$	-0.006**	-0.024***	-0.006*	0.049***	-0.005*
	(0.003)	(0.007)	(0.003)	(0.006)	(0.003)
Lev_{it}	0.027***	0.340***	0.016***	0.134***	0.030***
	(0.002)	(0.005)	(0.002)	(0.004)	(0.002)
$Fixed_{it}$	-0.028***	0.018***	-0.029***	0.030***	-0.027***
	(0.003)	(0.006)	(0.003)	(0.005)	(0.003)
Roa_{it}	-0.033***	-0.074***	-0.031***	-0.014*	-0.033***
	(0.004)	(0.010)	(0.004)	(0.008)	(0.004)
$Size_{it}$	-0.001*	-0.002	-0.001	0.016***	-0.000
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
$Growth_{it}$	-0.001***	-0.009***	-0.001***	0.002**	-0.001***
	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.000)
M_index_{it}	0.004	0.040	0.003	-0.062***	0.003
	(0.013)	(0.030)	(0.013)	(0.024)	(0.013)
企业固定效应	是	是	是	是	是

年份固定效应	是	是	是	是	是
常数项	0.059***	0.066***	0.057***	-0.380***	0.049***
	(0.011)	(0.024)	(0.011)	(0.019)	(0.011)
观测值	17,955	17,955	17,955	17,955	17,955
R^2	0.066	0.346	0.071	0.149	0.068

表 5 中（1）、（2）和（3）是对短期借款中介效应的检验结果。表 5（1）中的结果同表 4（1）中结果一致。也就是说，两权分离度增加对其他应收款率有负向影响。表 5（2）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.028，为负而且显著。表 5（3）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.014，为负而且显著；$loan_s_{it}$的回归系数等于 0.032，为正而且显著。这说明在控制了两权分离度变量的情况下，短期借款越多，其他应收款率也越高。根据中介效用检验方法，表 5 中（1）、（2）和（3）的回归结果说明，短期借款具有中介效应。也就是说，两权分离度增加，导致企业的短期借款减少，进而其他应收款率也相应下降。这就验证了假设 H2（1）。也就是说，由于短期借款能够为企业提供更多的可供大股东掏空的资源，所以短期借款减少，企业可供大股东掏空的资源就会减少，大股东相应地就会减少掏空。实证结果也说明，由于短期借款容易导致大股东掏空，所以对于两权分离度高的企业，大股东希望进行更多的短期借款（利于大股东掏空），而银行则不愿意给予其短期借款（避免大股东掏空）。两种力量进行博弈的结果是，两权分离度越高的企业得到了更少的短期借款，从而导致大股东掏空的减少。

表 5 中（1）、（4）和（5）是对长期借款中介效应的检验结果。表 5（4）中，$Separation_{it}$的回归系数等于 0.056，为正而且显著。说明两权分离度越高，企业的长期借款也越多。表 5（5）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.013，为负

而且显著；$loan_l_{it}$的回归系数等于-0.025，为负而且显著。这说明在控制了两权分离度变量的情况下，长期借款越多，其他应收款率越低。根据中介效用检验方法，表 5 中（1）、（4）和（5）的回归结果说明，长期借款具有中介效应。也就是说，两权分离度增加，导致企业的长期借款增加，进而使得其他应收款率下降。这一结论似乎与假设 H2（2）不符。长期借款越多，其他应收款率就越低，这说明长期借款对大股东掏空所起的更多的是约束作用。或者说，长期借款的增加限制了大股东进行更多的掏空。既然如此，为什么两权分离度越高的企业，长期借款反而越多？这说明，在大股东控制下，即使长期借款能够抑制大股东的掏空，企业仍然愿意进行更多的长期借款。或者说，企业进行长期借款更多的是为了满足企业经营等其他方面的需要，而不是为了大股东进行掏空。当然，这也和中国上市企业中有很大一部分企业是国有企业有关。国有企业的经营机制、受到的监管程度等都和民营企业有很大不同。

（三）假设 H3 的检验结果

根据假设 H3，我们区分国有和民营企业考察两权分离度变化通过债务融资对其他应收款率的影响。我们先不区分长期和短期借款，而是使用借款总额进行考察。检验结果见表 6。

表 6 区分国有和民营企业考察两权分离度变化通过借款总额对其他应收款率的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Orec_{it}$	$Loan_{it}$	$Orec_{it}$	$Orec_{it}$	$Loan_{it}$	$Orec_{it}$
	国有企业			民营企业		
$Separation_{it}$	-0.022*	0.004	-0.022*	-0.010	0.009	-0.010
	(0.011)	(0.026)	(0.011)	(0.009)	(0.021)	(0.009)

$Loan_{it}$			0.020***			0.006
			(0.005)			(0.004)
$Cash_{it}$	-0.010*	0.015	-0.011*	-0.005	0.030***	-0.005
	(0.006)	(0.013)	(0.006)	(0.004)	(0.009)	(0.004)
Lev_{it}	0.027***	0.461***	0.018***	0.025***	0.470***	0.022***
	(0.004)	(0.008)	(0.004)	(0.002)	(0.006)	(0.003)
$Fixed_{it}$	-0.032***	0.058***	-0.033***	-0.024***	0.039***	-0.024***
	(0.004)	(0.009)	(0.004)	(0.003)	(0.008)	(0.003)
Roa_{it}	-0.055***	-0.190***	-0.051***	-0.019***	-0.040***	-0.018***
	(0.009)	(0.020)	(0.009)	(0.005)	(0.011)	(0.005)
$Size_{it}$	-0.000	0.021***	-0.001	-0.001*	0.011***	-0.001*
	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)
$Growth_{it}$	-0.004***	-0.007***	-0.004***	-0.000	-0.006***	-0.000
	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.000)
M_index_{it}	-0.017	-0.011	-0.017	0.016	-0.033	0.016
	(0.026)	(0.059)	(0.026)	(0.014)	(0.036)	(0.014)
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
常数项	0.060***	-0.471***	0.070***	0.050***	-0.220***	0.052***

	(0.018)	(0.042)	(0.018)	(0.014)	(0.034)	(0.014)
观测值	7,651	7,651	7,651	10,304	10,304	10,304
R^2	0.086	0.454	0.088	0.043	0.498	0.044

表 6 中（1）、（2）、（3）是对国有企业的检验结果。表 6（1）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.022，为负而且显著。表 6（2）中，$Separation_{it}$的回归系数等于 0.004，为正但不显著。表 6（3）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.022，为负而且显著；$loan_{it}$的回归系数等于 0.020，为正而且显著。根据中介效应 Bootstrap 检验结果判断，对于国有企业，企业借款不具有中介效应。也就是说，两权分离度的增加，并能导致国有企业增加借款，进而导致其他应收款率提高。究其原因，从回归结果上看，是国有企业的借款总额并不能随着两权分离度的提高而显著增加。两权分离度较高时，虽然国有企业仍然可以得到较多借款，但是由于其大股东进行掏空的动机较小，所以企业不会进行更多的借款以便于大股东进行掏空。

表 6 中（4）、（5）、（6）是对民营企业的检验结果。表 6（4）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.010，为负但不显著。表 6（5）中，$Separation_{it}$的回归系数等于 0.009，为正但不显著。表 6（6）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.010，为负但不显著；$loan_{it}$的回归系数等于 0.006，为正但不显著。根据中介效应检验方法判断，对于民营企业，企业借款不具有中介效应。也就是说，对民营企业来说，两权分离度的增加并不能通过企业借款的增加而使得其他应收款率得以提高。究其原因，从回归结果上看，一方面，是民营企业的借款总额并不能随着两权分离度的提高而显著增加。两权分离度较高时，虽然民营企业进行更多借款以便于大股东掏空的动机较强，但是由于其借款能力受到限制，所以其并不能得到

更多借款。另一方面，两权分离度对民营企业其他应收款率的总体影响也是不显著的，这说明还存在其他因素影响了民营企业中大股东的掏空。

需要进一步解释的是为什么两权分离度越高，国有企业的其他应收款率越低。我们从以下两个方面进行分析。

一是国有企业的两权分离是政府主动简政释权以及为了消弭政治成本所致（田利辉等，2016[40]）。一方面，国有企业改革的目的是为了提高效率，而政府权力下放是一个重要的举措。政府对国有企业进行改革，主动形成金字塔结构（客观上形成了两权分离）有利于放松对国有企业的管制和约束，从而提高经营效率。Aghion 和 Tirole（1997）[41]、程仲鸣等（2008）[42]以及 Fan 等（2013）[43]认为，调整所有权结构，形成金字塔，有助于放松管制，减少政治干预，从而制约了大股东掏空。另一方面，中国的国有资产管理体制下容易产生政治成本（Qian，1996[44]）。为消弭这些政治成本，国有企业有动机通过构建金字塔层级以实现两权分离（胡道勇和裴平，2012[45]）。

二是国有企业的性质决定了其不会进行更多的掏空（Che 和 Qian，1998[46]；Che，2002[47]）。与谋求经济利益最大化的民营企业不同，国有企业同时具有经济目标和政治利益的双重诉求（Bai 等，2000[48]）。Tian 和 Estrin（2008）[49]指出，政府是社会责任的主要承担者，其经营目标应该是社会福利的最大化。因此政府股东没有必要和动力对上市公司进行掏空。徐莉萍等（2006）[50]也指出，政府股东为了维护社会形象，避免被企业其他投资者控告，也会约束对上市公司的掏空。

之所以国有和民营企业中的借款总额均不具有中介效应，这可能和我们没有对借款进行长期和短期借款的区分有关。由前文的研究结论，短期和长期借款所

具有的中介效用方向是相反的。这种相反的效应导致了借款总额不具有中介效应。因此，我们也区分短期和长期借款考察债务融资在国有和民营企业中的效应。检验结果见表 7。为省略篇幅起见，我们只列示主要变量的回归结果。

表 7 国有和民营企业的两权分离度变化通过短期和长期借款对其他应收款率的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$Orec_{it}$	$Loan_s_{it}$	$Orec_{it}$	$Loan_l_{it}$	$Orec_{it}$
	短期借款			长期借款	
国有企业					
$Separation_{it}$	-0.022*	-0.068***	-0.019*	0.075***	-0.020*
	(0.011)	(0.024)	(0.011)	(0.021)	(0.011)
$Loan_s_{it}$			0.043***		
			(0.006)		
$Loan_l_{it}$					-0.024***
					(0.006)
观测值	7,651	7,651	7,651	7,651	7,651
R^2	0.086	0.304	0.093	0.162	0.088
	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
民营企业					
$Separation_{it}$	-0.010	-0.032	-0.010	0.039***	-0.009
	(0.009)	(0.020)	(0.009)	(0.014)	(0.009)
$Loan_s_{it}$			0.020***		
			(0.004)		
$Loan_l_{it}$					-0.030***

					(0.007)
观测值	10,304	10,304	10,304	10,304	10,304
R^2	0.043	0.392	0.046	0.147	0.046

表 7（1）、（2）和（3）是对国有企业短期借款中介效应的检验结果。表 7（1）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.022，为负而且显著。表 7（2）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.068，为负而且显著。表 7（3）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.019，为负而且显著；$loan_s_{it}$的回归系数等于 0.043，为正而且显著。这说明，对于国有企业，短期借款具有中介效应，也就是说，两权分离度的增加，能导致国有企业减少短期借款，进而其他应收款率也相应下降。

表 7（1）、（4）和（5）是对国有企业长期借款中介效应的检验结果。表 7（4）中，$Separation_{it}$的回归系数等于 0.075，为正而且显著。表 7（5）中，$Separation_{it}$的回归系数等于-0.020，为负而且显著；$loan_l_{it}$的回归系数等于-0.024，为负而且显著。这说明，对于国有企业，长期借款具有中介效应。也就是说，两权分离度的增加，能导致国有企业增加长期借款，进而降低了其他应收款率。

表 7（6）、（7）和（8）是对民营企业短期借款中介效应的检验结果。根据中介效应 Bootstrap 检验结果判断，对于民营企业，短期借款不具有中介效应。也就是说，两权分离度的增加，不能导致民营企业减少短期借款，进而影响其他应收款率。表 7（6）、（9）和（10）是对民营企业长期借款中介效应的检验结果。根据中介效应 Bootstrap 检验结果判断，对于民营企业，长期借款不具有中介效应。也就是说，两权分离度增加，不能导致民营企业增加长期借款，进而影响其他应收款率。民营企业中的短期和长期借款都不具有中介效应，进一步说明了民营企业中债务融资对大股东掏空的影响机制更加复杂。

五、研究结论与展望

（一）研究结论

大股东与债权人之间的代理问题是大股东控制下企业中存在的主要代理问题之一。已有的研究对这一问题研究得尚不深入。本文运用中介效应检验方法，从样本总体、区分借款期限以及企业所有制类型等维度研究了大股东控制下大股东是否通过债务融资对企业进行了掏空，得到了以下主要研究结论。

1.大股东控制下企业能够通过增加债务融资进而导致大股东掏空的增加。大股东控制下，大股东具有较强的掏空动机。通过债务融资，企业获得了更多的资金，这就为大股东掏空提供了更多的资源。虽然债务融资对大股东掏空有制约作用，但是这一作用的发挥受到了限制，结果导致了大股东掏空的增加。

2.区分长期和短期借款，则长期借款和短期借款所具有的效应不同。虽然短期和长期借款均具有中介效应，但是两者所具效应的作用机制不同。两权分离度增加，企业减少了短期借款，进而其他应收款率也相应下降；而两权分离度增加，企业增加了长期借款，这也导致了其他应收款率下降。之所以两者所具效应不同，主要原因在于这两者对企业的约束程度不同以及大股东进行掏空的难易程度也相应不同。

3.区分国有和民营企业，则债务融资在这两类企业中所具有的效应也不同。对国有企业来说，无论是短期借款还是长期借款，债务融资均具有中介效应；而对民营企业来说，短期借款和长期借款都不具有中介效应。之所以债务融资在这

两类企业中所具有的效应存在差异，主要原因在于这两类企业的经营机制不同、受到的监管程度不同以及企业获得借款的难易程度不同。

（二）管理启示

第一，大股东控制下大股东能够通过债务融资进行更多的掏空。这说明债务融资治理作用的发挥受到了限制。部分原因在于债权人或债务人的治理机制尚不完善，尤其是国有银行和国有企业，也都还存在着预算“软约束”；也有部分原因在于法律法规对债权人利益的保护程度不够。因此，一方面，应该完善债权人和债务人的治理机制建设；另一方面，应该进一步加大对债务违约企业的惩戒力度，从而更好地发挥债务融资的治理功能。

第二，长期借款和短期借款所具有的效应不同。短期借款导致大股东掏空增加，而长期借款则能抑制大股东掏空。这说明短期借款未能更好地发挥治理作用，因此需要对短期借款设置更严格的条款来对大股东进行约束。在大股东控制下，企业的短期借款减少，长期借款增加，这说明银行等债权人在借贷双方的博弈中也发挥了作用。这也说明，现阶段银行进行的商业化改革是有效的，因此需要进一步坚持银行的商业化改革方向。

第三，债务融资在国有和民营企业中所具有的效应不同。债务融资在国有企业中的中介效应更明显，而在民营企业中的中介效应相对不明显。这说明，应该进一步理顺银行等债权人和民营企业的借贷关系，使得有资质获得借款的民营企业能够得到借款，同时得到借款的民营企业能够得到有效的监督。

（三）局限与展望

本研究考察了大股东控制下债务融资对大股东掏空的影响，丰富了对这一问题的研究。接下来对于本问题的研究，还可以从以下方面进行拓展。

一是从更多的角度考察大股东控制下大股东进行掏空的渠道。本文主要是从大股东和债权人之间的代理问题角度进行的考察，有必要结合大股东与管理层之间的代理问题等其他几个方面的代理问题进行考察。二是进一步考察大股东控制下债务融资影响大股东掏空的渠道。本文主要是从大股东占款渠道进行的考察。大股东掏空的渠道有多种，还包括股利发放、关联交易等（Faccio 等，2001[51]；甄红线和庄艳丽，2015[52]），因此有必要对其他渠道进行研究。三是考察更多的影响大股东通过债务融资进行掏空的因素。可以结合企业与政府的关系、企业所处的金融与市场环境等外部因素对这一问题进行考察。对于这些问题的进一步研究，将有助于更好地揭示大股东控制下大股东的行为及相应的约束机制。

全球治理
GLOBAL GOVERNANCE

全球治理研究团队

任　琳　熊爱宗　吴国鼎　陈兆源　黄宇韬
韩永辉　宋　锦　沈　陈　田　旭　彭　博

研究助理团队

兰馨彤　苏山岳　孟思宇　杨嘉豪