

中大管理研究

China Management Studies

2007年 第2卷 (2)



经济科学出版社

中大管理研究

China Management Studies

第2卷 (2)



经济科学出版社

2007年

图书在版编目 (CIP) 数据

中大管理研究. 2007 年第 2 卷. 2/ 李新春主编. - 北京: 经济科学出版社, 2007.6

ISBN 978-7-5058-6336-1

I. 中... II. 李... III. 企业管理—文集 IV. F270-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 070530 号

(S) 卷 2

责任编辑: 文远怀 卢元孝

技术编辑: 潘泽新

中大管理研究 (2007 年第 2 卷 -2)

李新春 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 10 印张 165 000 字

2007 年 6 月第一版 2007 年 6 月第一次印刷

ISBN 978-7-5058-6336-1/F.5597 定价 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《中大管理研究》学术委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈工孟	上海交通大学
陈信元	上海财经大学
Michael Firth	香港岭南大学
黄俊英	高雄 中山大学
贾建民	香港中文大学
李维安	南开大学
刘常勇	高雄 中山大学
陆正飞	北京大学
毛蕴诗	广州 中山大学
钱共鸣	香港中文大学
Joachim Schwalbach	柏林洪堡大学
王重鸣	浙江大学
汪寿阳	中国科学院
吴世农	厦门大学
张 华	香港中文大学
赵曙明	南京大学



中大管理研究

2007年 第2卷(2)

主 编 李新春

副 主 编 (按姓氏拼音字母排序)

范辛亭 辛 宇 徐莉萍

编辑委员会 (按姓氏拼音字母排序)

范辛亭 兰 宇 石凤波 苏 琦

吴佩勋 辛 宇 徐莉萍 张书军

目 录

- 1 公共治理、公司治理与大股东的内部市场
——基于我国上市公司的实证研究
郑国坚 魏明海
- 22 业绩评价信息使用者的认知与判断
——以平衡计分卡为背景的实验研究
张朝宓 张 宇 陈 晶
- 48 基于平衡记分卡的企业绩效实证研究
刘丁己 褚荣伟 陈柏彰
- 65 预约披露日变更特征与时机选择：一项实证研究
石水平 徐 舜
- 89 上市公司股利政策与盈余质量关系的实证研究
李 卓 宋 玉
- 111 中国证券市场 β 系数稳定性：一个大样本的检验
袁 皓
- 125 横向竞争、垂直分离与产业集群
马鸣萧 张元智
- 135 企业非市场行为与规范化研究
高勇强

CONTENTS

- 1 Public Governance, Corporate Governance and Large Shareholder's Internal Markets
Zheng Guojian Wei Minghai
- 22 Employing Performance Evaluation Information: The Experimental Research Based on Balanced Scorecard
Zhang Chaomi Zhang Yu Chen Jing
- 48 An Empirical Study of Corporation Performance Evaluation: Base on Balance Scorecard
Liu Tingchi Matthew Chu Rongwei Chen Pochang Bryant
- 65 Precontracted Disclosure Date Change Characters and Timing Alternation: An Empirical Research
Shi Shuiping Xu Shun
- 89 An Empirical Research on Relationship Between Dividend Policies of Listed Company and Its Earnings Quality
Li Zhuo Song Yu
- 111 A Research on the Stationarity of β Coefficients in China Security Market
Yuan Hao
- 125 Horizontal Competition, Vertical Disintegration and Industrial Cluster
Ma Mingxiao Zhang Yuanzhi
- 135 Theoretical Study on Normality of Corporate Nonmarket Action
Gao Yongqiang

公共治理、公司治理与大股东的内部市场

——基于我国上市公司的实证研究

郑国坚 魏明海^①

摘要：我国 20 多年来的市场化改革虽然整体上大大提高了各地的市场化程度，但上市公司与其大股东的内部市场运作依然普遍。本文从内部市场的公共治理和公司治理功能双重视角分析这一现象背后的根本原因。对我国 2000-2005 年 6271 家上市公司样本的实证研究发现：内部市场运作与其所在地区市场环境的不发达程度、大股东的集团控制和一股独大等特征及其与对地方政府的重要程度显著正相关，效率促进、大股东掏空以及地方政府公共治理是大股东内部市场形成和发展的重要因素。这说明，大股东的内部市场同时具有公司治理和公共治理功能。进一步发现，公共治理功能在内部市场中是第一位的，公司治理从属于公共治理。

关键词：内部市场、大股东、公共治理、公司治理、交易成本、掏空

JEL: G32, G34, G38

^① 郑国坚，博士生，中山大学管理学院；魏明海，教授，博士生导师，中山大学管理学院。本文是国家自然科学基金重点项目（批准号：70532005）的阶段性成果。感谢香港中文大学 T. J. Wong 教授、P. H. Fan 教授和张田余博士以及 Carnegie Mellon 大学 Z. Y. Gu 教授的重要建议，但文责自负。

一、引言

改革开放以来,我国各地区的市场化进程取得了举世瞩目的成就。依照经典的交易成本理论,制度决定的交易成本是企业组织形成的根本原因。外部市场越发达,市场交易成本越低,内部市场的相对效率优势就会逐渐缩小,甚至消失。因此,随着市场化改革的不断深入,内部市场运作应逐渐减少。但根据我们的统计,我国上市公司的大股东中仍有 81% 为集团公司,并且超过 2/3 的公司与大股东及其控制的其他企业(统称“大股东”^①)在产品、资金、管理人员以及其他经营要素上存在内部交易。如图 1 所示,我们把上市公司大股东(主要是企业集团)与上市公司之间在产品、资金、管理以及其他经营要素等方面形成的各种内部交易关系、渠道和组织结构的总和统称为“大股东的内部市场”^②。其中,我们对 2000~2005 年全体上市公司的统计表明,上市公司与大股东之间平均的内部产品购销和资金往来分别达到 10% 和 5%。

主要针对亚洲和拉美地区新兴市场经济国家的研究表明,外部市场不发达是许多发展中国家新兴市场经济的典型特征。在这些国家,由于外部市场的不完善增加了企业的交易成本,促进经济发展的重要途径之一就是透过企业集团的内部网络进行投资和经营(Khanna 和 Palepu, 2000)。我国的市场化改革虽然取得了重大进展,但各地区的市场化进程却很不均衡,市场环境存在较大差异(樊纲、王小鲁, 2004)。在落后地区,依靠外部市场的交易成本依然很大。因此,在这些地区,出于降低交易费用的考虑,大股东与上市公司更倾向于内部市场交易。与此同时,最近全球性的公司治理研究则

① 本文对“大股东”的定义均局限于第一大股东,但并不局限于上市公司的直接第一大股东,它还包括第一大股东的控股股东乃至其终极控制人,并且,第一大股东的控股股东及其终极控制人控制的其他企业也属于我们所理解的“大股东”的范畴。

② 表面上,内部市场与关联交易似乎是两个相同的概念,但本文认为:内部市场一方面代表了一种组织形式,即内部交易的渠道和网路,此时它是关联交易的载体;另一方面,内部市场代表了一种内部交易关系,其中绝大多数体现为关联交易关系,但除此之外,内部市场还包括内容管理人员安排、劳动力分配以及某些利益的分配等内容,此时它可能超出关联交易的内涵。因此,内部市场在内涵上大于关联交易。基于本文的研究目的,我们采用了内部市场这个概念,但在很多时候(如文献回顾),我们仍然交替使用这两个概念,并且在实证研究中也把关联交易作为内部市场的替代变量。

表明,企业集团及其内部市场为大股东转移财富、实现自身利益提供了可能 (Claessens 和 Fan, 2003; Denis 和 McConnell, 2003)。由于特殊的股票发行制度以及法律和监管缺陷,大股东通过内部关联交易为自己输送利益的现象在我国也普遍存在 (Jian 和 Wong, 2005; Aharony 等, 2006; 陈晓、王琨, 2005)。因此,内部市场的形成也可能是受大股东掏空动机的驱使。最后,目前我国 72% 的上市公司被各级政府所最终控制,其中地方国企占了 77%,地方重点国企占 22%,超过一半的国企在 80 年代之前就已经成立。这表明,地方政府不仅控制了大部分上市公司,而且其中不少企业对地方政府甚为重要。既然内部市场可以为大股东输送利益,自然而然也可能满足大股东背后各级地方政府的公共治理需要。因此,内部市场的形成也可能是地方政府公共治理的产物。

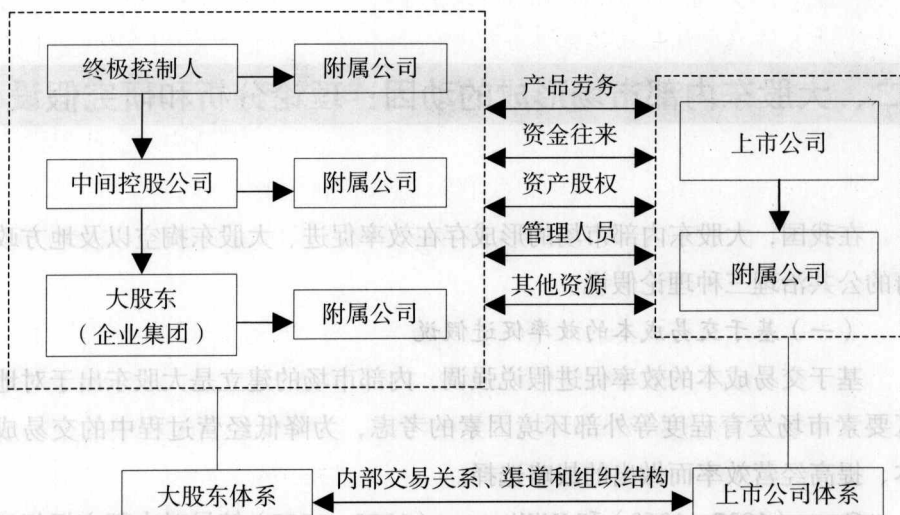


图1 大股东内部市场的界定

在我国整体市场化改革不断推进的过程中,为什么内部市场仍普遍存在?内部市场是否具有公共治理功能?如果有,公共治理和公司治理功能在内部市场中的相互地位如何?这些都是很有意义的实证命题。遗憾的是,迄今我国尚无直接的文献对上述问题进行实证研究,本文试图弥补这一不足。基于我国特殊的制度背景,本文对我国企业内部市场的形成提出了效率促进、大股东掏空和地方政府公共治理三种假说。透过对 2000~2005 年 6911 家上市公司样本的实证研究,我们发现:地区市场环境越差,大股东与上市公司在产品购销和资金往来方面的内部交易越密切。同时,大股东的集团公

司形式、一股独大、政府控制、地方重点国企身份以及设立时间长短等，均与其内部市场的发达程度显著正相关。此外，内部市场中效率促进功能的发挥还受到了公共治理功能的限制，因此在大股东的内部市场中，公共治理功能是第一位的，公司治理（主要体现为效率促进）功能从属于公共治理。本文的研究实证分析了我国内部市场的形成机制，考察了公共治理和公司治理的互动关系，丰富了新兴市场经济中地方政府、企业集团和内部市场角色的研究成果。

本文余下的内容安排如下：第二部分提出我国市场化进程中大股东内部市场形成动因的理论假说和相应的实证研究假设；第三部分介绍本文的研究设计；第四部分是实证结果的描述和分析；最后，归纳本文的研究结论。

二、大股东内部市场形成的动因：理论分析和研究假设

在我国，大股东内部市场的形成存在效率促进、大股东掏空以及地方政府的公共治理三种理论假说。

（一）基于交易成本的效率促进假说

基于交易成本的效率促进假说强调，内部市场的建立是大股东出于对地区要素市场发育程度等外部环境因素的考虑，为降低经营过程中的交易成本、提高经营效率而做出的战略选择。

Coase (1937, 1960) 和 Williamson (1975, 1985) 较早对内部市场相对于外部市场的优势根据进行讨论，在这些经典文献中，他们始终强调组织结构在降低各种要素市场中交易成本的作用。因此，“内部市场具有降低交易成本的效率促进功能”这个观点一直被广泛认可。具体来说，内部市场的效率促进作用主要体现在以下几个方面：

第一，内部市场可以替代缺失的外部市场和机制，企业集团本身可以代替某些缺失的制度 (Khanna, 2000)。研究表明，外部市场不发达是许多发展中国家新兴市场经济的典型特征，它集中体现为在有组织的经济活动中缺少必要的基础服务 (Khanna 和 Palepu, 2000)。在发达市场经济中，这些基础服务通过产品、资金、技术和人力资源等各种成熟的市场及其定价机制

来完成。处于新兴市场中的企业,外部市场的不完善增加了其获取必要生产要素的成本。在这种背景下,促进经济发展的重要途径之一就是透过企业集团的内部网络进行投资和经营(Khanna 和 Palepu, 1997)。以产品市场为例,如果企业生产经营所需要素的正常获取由于市场不健全或根本没有而存在困难,则企业集团凭借自身的规模和多元化经营,自行生产投入品或者通过其遍布各地的内部网络从其他地方获取低成本的投入品,交易费用将大大降低。再以资本市场为例,当从外部市场获取资本的难度较大时,内部资本市场能够更有效的配置资本(Stein, 1997)。企业集团通过与上市公司在供、产、销等环节上形成密切的往来,本身就可以借助调整往来款项的支付期限实现日常经营资金的融通。某些情况下,在发生业务往来的成员企业之间通过担保或直接拆借也可以满足资金的需求。有时,大股东内部市场的融资成本和资金获取难度还可能较低(Kim, 2003)。此外,通过集团的内部调度可以把高素质的经理人安排到严重缺乏经理人的落后地区或者实行内部经理人轮换,从而避免落后地区高级管理人才的空缺。

第二,即使不考虑外部环境的影响,内部市场也“天然”地具备某些效率优势。存在很多交易在企业集团的内部市场中进行有助于降低交易过程中的信息不对称和障碍(如搜寻价格和交易者),克服执行产权和契约等对生产必不可少之过程中的各种困难(如违约风险和机会主义行为)。同时,与关联方进行交易,还可以在外部市场环境发生不利变化时确保日常交易的稳定性,包括保持投入品价格和数量的稳定性,减少契约重新修订和谈判的成本。此外,内部市场增强了企业避开法规限制及避税等方面的能力,提高企业的适应性。因此,企业集团和内部市场是一种有助于交易进行和降低交易成本的制度安排(Coase, 1937; Claessens 和 Fan, 2003; Khanna 和 Palepu, 1997; Williamson, 1975)。

改革开放以来,我国各地区的市场化在得到巨大进展的同时,也表现出不平衡的特点。在某些省市,特别是在东部沿海省市,市场化已经取得了决定性的发展,而在中、西部的一些省市,经济中的非市场因素还占有重要的地位。对企业来说,不同的地区市场环境可能意味着不同的要素获取代价、不同的交易成本。在市场化程度较低的地区,产品市场不完善,融资成本也较高。在这些地区从事生产经营可能意味着较高的交易成本,因此大股东更有可能出于降低交易成本的动机与上市公司建立内部市场。因此,提出假设 1:

假设 1: 地区市场化程度与大股东内部市场的发达程度负相关。

(二) 大股东“掏空”假说

大股东“掏空”假说强调,上市公司大股东自身的微观特征决定了其特定时期的目标函数和激励动因。这些目标函数的实现,要求大股东在上市公司与其他关联企业之间进行各种利益的输送。而大股东与上市公司在重要经营环节上建立密切的业务关系和各种内部交易渠道有助于其“掏空”动机的实现。因此,建立发达的内部市场是大股东为实现其目标函数所作的理性选择。

从大股东的组织形式看,如果上市公司被集团公司控制,而不是由自然人或非经营性的投资性公司掌握控制权,以下原因可能导致大股东更有能力和动机进行利益输送:第一,由于集团自身从事实业经营且规模较大,子公司众多,上市公司更可能在日常经营过程中与集团其他成员形成包括产品、服务、资金往来在内的各种内部要素市场。这种“天然”的交易渠道不但使集团类大股东通过内部交易实现其机会主义目的变得轻而易举,而且名正言顺;第二,在不具备整体上市条件的情况下,我国绝大多数上市公司都由集团公司大股东采取剥离主要或部分经营性资产的方式设立上市。这种上市方式可能会导致两种结果:一是剥离主要资产后母公司自己保留了大量的非经营性或者盈利能力较差的资产,而上市公司则通常拥有集团的主营业务,拥有核心技术和核心竞争力,成为集团战略发展的重点和重要支撑,由此导致上市公司与大股东截然不同的创利能力,迫使大股东随后设法从上市公司寻求补偿;二是上市公司即使获得母公司的主要或部分经营性资产,但往往不能完全独立经营,在经营的某些环节上可能仍需依赖母公司,导致后者有能力通过内部交易从前者获取回报。基于以上原因,国内外大量的研究表明,集团公司是获取大股东利益的一种重要途径。由于缺少外部市场对资源分配的监督,在集团各附属企业之间复杂的所有权和控制权结构基础上建立起来的内部市场,可能与更严重的利益侵占行为相联系,因为通过集团内部的关联交易,现金和利润可以从集团成员企业转移到母公司的口袋或经营困难的其他成员,实现大股东的机会主义目的(Jian 和 Wong, 2005)。

作为一种重要的内部治理机制,所有权结构也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 和 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。在新兴市场经济国家,通过与上市公司的关联交易进行掏空就是大股东的常

见做法 (Claessens 和 Fan, 2003; Denis 和 McConnell, 2003)。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”)。当然, 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 等, 1999)。因此, 其他股东的制衡可能会抑制大股东的“掏空”行为 (Faccio 等, 2001)。基于以上分析, 提出假设 2:

假设 2a: 集团公司控制与大股东内部市场的发达程度正相关。

假设 2b: 大股东的持股比例与与其内部市场的发达程度呈倒 U 型关系。

假设 2c: 其他股东的持股比例与大股东内部市场的发达程度负相关。

(三) 地方政府的公共治理假说

目前我国仍然具有“大政府, 小市场”的特点。随着中央政府与地方政府之间分权改革的深化, 特别是分税制后, 地方政府获得了明确的地方收益, 同时也被赋予较大的独立事权, 承担了更大的地区社会管理责任 (周业安、赵晓男, 2002)。我们将地方政府对所辖地区进行经济管理、解决社会福利、确保政治与社会稳定的过程和职能统称为地方政府的公共治理。并且, 地方政府的公共治理以及政府间的竞争均要求地方政府提供高质量的公共产品, 但在集权制下, 地方可运用的政策工具非常有限。由于税收立法权归中央, 地方政府无法通过税收政策保障公共产品的供给。在这种情况下, 地方只能通过扩大财政支出和直接介入微观经济活动满足上述需要, 而财政支出扩张的范围终归受制于地方的财政收入。

分权化改革后地方政府在本地企业中拥有比过去更多的利益来源。地方财政预算很大一部分来自地方国企的收入, 地方预算支出也有较大部分用于地方国企的投资, 反过来, 这又成为扩大地方收入来源和增加地方预算收入的主要途径 (张曙光, 2005)。不仅如此, 诸如地区经济发展、社会福利、社会稳定以及地区间竞争等政绩目标的实现甚至地方领导的个人晋升和寻租机会等, 都可能通过地方企业得以实现。因此, 地方政府有能力也有动机要求地方企业纳入其公共治理的重要渠道。另一方面, 对地方企业来说, 持

续经营和发展壮大也需要与地方政府建立长期稳定的关系,周雪光(2005)将其称为“关系产权”。在这种关系下,地方政府可在一定程度上影响企业的决策权、收入支配权和转让权,而企业则以弱化或出让部分产权以换取一个有利的经营环境,从而获得更多的“政府庇护”,如获得更多的财政补贴、税收和银行贷款优惠,以及在地区经济规划和政策制定中得到额外关照等。所有这些“关系产权”带来的好处将诱使地方企业“自愿”地融入地方政府的公共治理过程。

因此政府分权改革的后果,是地方企业顺理成章地成为地方政府进行公共治理的重要地盘。但是,企业对地方政府的重要性因产权性质、政企关系的不同而存在差异,从而导致企业承担着不同的公共治理责任。首先,相对于非国有企业,由于政府效用函数的多元化,国有企业的政府干预普遍存在,国有企业普遍承受着来自各级政府不同程度的政策性负担(Lin等,1998)。即使改制上市也没有改变国企的这一弊端,作为实际控制人的各级政府仍然有能力也有足够的动机将其包括经济发展战略、税收、就业、社会福利和稳定等多元社会性目标通过大股东转移到上市公司,从而导致大股东的行为偏离上市公司的目标函数(夏立军、方轶强,2005)。进一步看,重要性不同的国企对于地方政府而言也具有不同的公共治理功能。其中,是否地方重点国企以及企业设立的时间是这种重要性的重要体现。对于地方政府重点扶持或者历史悠久的大型国企来说,它们或者经营着关系国计民生的重要产业和当地的支柱产业,成为显示地方经济实力的重要力量,或者成立于国家“一五”、“二五”计划期间,承担着特殊的历史使命,具有重要的战略意义。不仅如此,这些企业在上缴利润和税收、解决就业、保持社会稳定方面也发挥着一般国企不能比拟的作用。有时候,这些老牌国企的历史遗留问题也可能更多,需要政府更多的扶持。总之,这些企业承受的政策性负担(包括社会性负担和战略性负担)可能要远远大于一般的企业,在地方公共治理过程中具有举足轻重的地位^①。这样,发达的内部市场为大股东与上市公司架起便利通畅的交易渠道,成为大股东的资源分配中心。当地方政府伸出“掠夺之手”、要求大股东承担其公共治理功能时,通过这一渠道可以为大股东履

^① 如2004年上市的“六国化工”(股票代码600470)在其招股说明书中这样介绍其大股东:“1996年以来,铜陵化学工业集团有限公司先后被安徽省定为省级扶优扶强重点支持的56家企业、40户国有重点骨干企业、15户重点企业集团之一,被国家定为特大型企业和重点支持的512家国有企业之一。”这种地方重点国企对于地方政府的重要性显然不同于一般的国企。

行责任提供低成本的资源。而在大股东面临困境而要求地方政府伸出“援助之手”时内部市场也可以避免政府自掏腰包。因此,内部市场不但可以成为大股东输送利益的渠道,而且可能成为地方政府与大股东之间实现“关系产权”的重要途径。

基于以上分析,提出假设3:

假设 3a: 政府控制与大股东内部市场的发达程度正相关。

假设 3b: 重点国有企业控制与大股东内部市场的发达程度正相关。

假设 3c: 大股东设立的时间与其内部市场的发达程度正相关。

三、研究设计

(一) 模型和变量

根据前面的理论分析和研究假设,我们构造了如下的基本回归模型:

模型 1:

$$\begin{aligned} IPMi / ICMi = & \beta_0 + \beta_1 Indexi + \beta_2 Group + \beta_3 Top1_A + \beta_4 Top1_B \\ & + \beta_5 Top2_5 + \beta_6 Soe + \beta_7 Ksoe + \beta_8 Age + \beta_9 Eps_{t-1} + \beta_{10} Cashps_{t-1} \\ & + \beta_{11} Leverage_{t-1} + \beta_{12} Lnsiz + \beta_{13} Ind + \beta_{14} Year + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

模型主要变量的定义如下:

因变量: 尽管内部市场可能同时涉及产品、资金和其他经营要素的往来,但是,从交易的频率和重要性来看,内部产品(中间产品和最终产品)和劳务以及资金往来方面的关联交易应该是内部市场的主要交易关系。事实上,分拆上市的制度安排主要就是在母公司和上市公司之间针对主营业务资产的重组和包装。与其他内部交易相比,产品和劳务交易往往需要某些稳定存在的交易渠道(如采购和营销机构)等。与此同时,只要存在内部交易,内部的资金往来就可能发生,因此,产品劳务和资金交易通常属于内部市场的经常性交易。从而内部市场的发达程度主要体现为内部产品和资金交易的程度,本文对内部市场的衡量也只包括内部产品市场 *IPM* 和内部资本市场 *ICM* 两类。其中, *IPM* 表示上市公司与大股东购销商品或接受的年度发生情况,其中 *IPM1* 和 *IPM2* 分别表示购买金额/主营业务成本和销售金额/主营业务收

入, $IPM3$ 为 $IPM1$ 与 $IPM2$ 之和; ICM 用上市公司与大股东之间债权债务(应收款项、应付款项、其他应收款项和其他应付款项)的年末余额来衡量。 $ICM1$ 为债权债务的年末余额之和/总资产; $ICM2$ 为债权余额(应收款项+其他应收款项)/流动资产+债务余额(应付款项+其他应付款项)/流动负债; $ICM3$ 则是债权年末余额除以总应收款项+债务年末余额除以总应付款项。

解释变量: $Index_i$ 分别代表 $Index_Mar$ 和 $Index_Fin$ 个地区市场环境指数, 它们均来自《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》。其中, $Index_Mar$ 是各省市的市场化程度总体评分; $Index_Fin$ 则是选取子项目“要素市场的发展”中的明细项目“金融业的市场化”的得分。当因变量是 $IPMi$ 时, $Index$ 是 $Index_Mar$, 而 $Index_Fin$ 则用于对 $ICMi$ 的回归。由于该报告只包括了 2000~2002 年的地区市场化数据, 而本文的样本公司期间为 2000~2005 年, 因此, 对 2002~2005 年、2001 年和 2000 年的样本公司, 我们分别使用了该报告中 2002 年、2001 年和 2000 年的数据。

$GROUP$ 是集团控制的虚拟变量, 上市公司大股东或其终极控制人为集团公司或者实际上充当集团公司职能的公司时取 1, 否则取 0。为了考察大股东在不同区间的持股比例对其动机的影响, 我们参照 Morck 等(1988)的做法, 设置了 $Top1_A$ 和 $Top1_B$ 两个变量。其中, $Top1_A$ 取值原则是: 如果大股东持股比例超过 50%, 则取值为 50%, 否则取值为大股东持股比例; $Top1_B$ 取值原则是: 如果大股东持股比例超过 50%, 取值为大股东持股比例与 50%之差, 否则取 0。 $Top2_5$ 是第 2~5 股东的持股比例之和。

Soe 和 $Ksoe$ 分别代表国企和地方重点国企。其中, 如果上市公司终极控制人为各级政府部门或机构, 则 Soe 取值 1, 否则取 0。其中, 非政府控制公司包括第一大股东为民营、外资、乡镇集体所有制的上市公司。如果上市公司的大股东为 1998 年国家经贸委确定的 520 家重点国企的地方重点国有企业, $Ksoe$ 取值 1, 否则取 0。最后, Age 表示大股东的设立时间, 其取值原则是: 如果大股东于 1949 年后成立, 其年龄为样本年度(如 2005)与成立年度之差, 如果于 1949 年前成立, 则年龄一律取值 57。在相关性和回归分析时, 采用其平方根形式。

控制变量: Eps_{t-1} 、 $Cashps_{t-1}$ 和 $Leverage_{t-1}$ 分别为前一年年末的每股收益、每股现金流量和资产负债率, $Lsize$ 为当年年末总资产的自然对数。年度变量以 2000 年为基准, 设置了 5 个年度虚拟变量; 行业按证监会的分类标准, 共有 20 个行业虚拟变量。