

Doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2021.09.002

欢迎按以下格式引用:徐宁,张阳.子公司“自下而上”的制衡:实现路径、弱化因素与作用边界[J].重庆大学学报(社会科学版),2022(3):52-66. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2021.09.002.



Citation Format: XU Ning,ZHANG Yang. Research on the “Bottom-up” balanced effect of subsidiaries: Realization path,weakening factors and function boundary[J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition),2022(3):52-66. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2021.09.002.

子公司“自下而上”的制衡： 实现路径、弱化因素与作用边界

徐宁,张阳

(山东大学管理学院,山东 济南 250100)

摘要:如何有效约束大股东掏空行为是公司治理学术界与实践界共同关注的焦点问题。传统的委托代理框架遵循母子公司“自上而下”的单向治理逻辑,忽视了子公司的自主性及其“自下而上”的制衡能力,难以从根本上解决子公司及其中小股东利益保护问题。尽管单向治理范式已经受到学者的质疑,但子公司通过何种方式对母公司产生制衡亟需进一步探索。文章基于前景理论的核心观点,运用2012—2017年中国上市子公司的平衡面板数据,采用多元回归方法验证了子公司管理者异质性对大股东掏空行为的影响,阐释了子公司“自下而上”制衡作用的实现路径、弱化因素及其作用边界。研究结果表明:上市子公司拥有能力较强的管理团队能够显著抑制大股东掏空行为。一方面,能力较强的管理者可以为大股东带来更多的控制权共享收益,限制了其控制权私有收益的获取,另一方面,也能够更加有效地识别与监督大股东的掏空行为,进而起到对大股东“自下而上”的制衡作用。作为具有双重效应的情境变量,CEO声誉及CEO与母公司关联度在中国情境下的负面效应更为凸显,二者均会弱化管理者能力对大股东掏空行为的制衡作用,即在子公司CEO声誉水平较高、子公司CEO与母公司关联度较强的情境下,子公司管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用较弱。在拓展性研究中,根据子公司股权集中度与股权制衡度进行分组,对不同股权结构下子公司管理者能力的制衡作用进行比较。结果发现,在低股权集中度与高股权制衡度的样本中,子公司管理者能力对大股东掏空行为的抑制效应显著,而在高股权集中度与低股权制衡度的样本中,即在大股东拥有较多的控制权,其他股东对大股东的制衡作用较弱的情况下,子公司管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用难以显现,进一步揭示了子公司管理者能力的作用边界。经过工具变量法、分组回归、替换变量等稳健性检验与内生性处理之后,原结论依旧成

基金项目:国家自然科学基金项目“‘舍利取义’还是‘为名所累’?中国情境下高管声誉的双重治理效应及优化路径研究”(71872103);国家自然科学基金项目“金字塔结构下母子公司‘双向治理’形成机理与协同效应研究”(71872101);山东省社会科学规划重点项目“习近平总书记关于全面深化国有企业改革思想及其实践影响研究”(17BZLJ09)

作者简介:徐宁,山东大学管理学院,Email:xuning305@163.com;张阳(通信作者),山东大学管理学院,Email:zhangyang1084@163.com。

立。研究结论补充和丰富了管理者能力在公司治理领域的研究,突破了传统“自上而下”单向治理理论的观点,验证了子公司“自下而上”制衡机制的可行性,为解决以大股东机会主义为特征的第二类代理问题提供了新的思路与经验证据。

关键词:管理者能力;大股东掏空行为;CEO声誉;CEO与母公司关联度;子公司制衡

中图分类号:F276;F832.51

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2022)03-0052-15

一、问题提出

从子公司“自下而上”的制衡视角出发,拥有较强能力的管理团队能否增强子公司的制衡能力从而减少大股东掏空行为?这种实现路径的弱化因素与边界条件是什么?目前鲜有文献对以上问题进行系统研究。鉴于此,本文突破母子公司“单向治理”观点的局限,对中国情境下子公司“自下而上”制衡的实现路径、弱化因素及边界条件进行理论与实证研究。主要贡献在于:第一,基于管理者能力的异质性,证实了子公司管理者能力对大股东掏空行为的抑制效应,揭示了子公司“自下而上”制衡的实现路径;第二,探究并验证了子公司CEO声誉、CEO与母公司关联度对子公司管理者能力与大股东掏空行为之间关系的弱化作用,阐释了CEO声誉及CEO与母公司关联度的双重性及其负面效应在中国情境中凸显的深层次原因,为子公司高管团队的构建以及激励契约设计提供新的经验证据;第三,在拓展性分析中将股权结构作为情境因素进行分组检验,发现了子公司管理者能力对大股东掏空行为的作用边界。研究结论为中国情境下解决以大股东机会主义为特征的第二类代理问题提供了新的视角与思路。

二、理论分析与研究假设

(一)“自下而上”制衡的实现路径:子公司管理者能力对大股东掏空行为的作用

我国上市公司普遍存在股权集中现象,大股东往往会利用控制权与现金流权的分离谋取私利,损害子公司和中小股东的利益。大股东与中小股东之间的利益冲突成为公司治理的主要问题。

前景理论为分析大股东掏空行为提供了理论视角。该理论认为个人在面对收益与损失时会有不同的表现,在获得收益时会选择规避风险,而在利益受到损失时会偏好于风险寻求^[1]。将前景理论应用到大股东掏空行为中,可以更好地分析大股东面对收益与损失时对子公司的利益侵占程度。大股东的控制权收益主要来自两方面:一方面,大股东可以凭借持有子公司股权获得子公司价值创造带来的利益,即控制权共享收益;另一方面,大股东通过超额控制权从事掏空行为也会获得一部分收益——控制权私人收益。大股东衡量对子公司的掏空程度时,通常以收益作为参照点^[2]。当所得收益大于损失时会选择规避风险,减少利益侵占行为;反之则会强化对子公司的掏空行为。

在众多管理者特质中,管理者团队的能力是促进企业价值增长最重要的因素之一。一方面,管理者拥有较强的能力可以更好地作出有利于公司的决策,有助于实现股东价值的最大化^[3]。更具体地说,高能力管理者有助于提高财务报告质量^[4]、盈余预测准确性^[5]、企业战略适应性等^[6],这些高质量的决策反过来又会提升企业的绩效和价值^[7]。因此,在管理者能力较强的公司中,大股东可以获得更多的控制权共享收益。如果子公司拥有能力较强的管理者,可以为子公司带来更多的价值增值,大股东凭借较高的股权份额可享受到的控制权共享收益会更多。

另一方面,子公司拥有较强能力的管理团队可以有效识别与监督大股东的掏空行为。大股东掏空子公司通常采用比较隐蔽的方式,子公司高管及外部利益相关者往往难以察觉。拥有较强能力的子公司管理者会在公司内部建立合理的规章制度^[8],以加强对大股东掏空行为的监管,管理者凭借其较强的能力也能更好地识别与发现大股东的利益侵占行为。子公司完善的规章制度和管理者的有效监督使大股东通过掏空行为获取控制权私人收益的难度加大。与此同时,随着我国资本市场的不断发展,外部利益相关者的监管机制和中小股东利益保护措施也逐渐完善,使得大股东掏空行为更容易被发现且面临较大力度的惩罚,如昔日“大白马”康得新被大股东疯狂掏空后,实际控制人身陷囹圄,公司也将面临暂停上市的困境。因此,在子公司内部和资本市场双重监管之下,大股东获取私人收益的难度加大,掏空行为被察觉所面临的风险也更大。

根据前景理论,与获得收益相比,个人对于利益损失更加敏感,认为利益损失带来的痛苦大于获得收益带来的满足^[1]。在控制权共享收益增多且私人收益获取难度加大的情况下,大股东以自身收益现状作为参照点,会害怕现有收益损失而倾向于风险规避,减少对子公司的掏空行为。基于以上分析,提出如下假设。

H1:上市子公司管理者能力与大股东掏空行为之间存在显著的负相关关系。

(二)“自下而上”制衡的弱化因素:子公司 CEO 声誉及其与母公司关联度的调节效应

上文主要探讨了具有较强能力的子公司管理者对大股东产生的制衡作用。那么,何种因素影响了子公司管理者制衡能力的发挥呢?CEO作为企业战略的主要决策者,在制定和维护战略以及实现企业绩效方面拥有最终的权力^[9],不仅比一般管理者更熟悉公司运作流程,也深谙公司内部的监管缺陷。因此,本文选择与CEO特质相关的两个关键因素作为调节变量进行研究——CEO声誉及CEO与母公司的关联度。两者均是具有双重效应的公司治理变量,在中国情境之下它们是强化了拥有较强能力的子公司管理者对大股东的制衡作用,还是弱化了这种作用?本文将进一步验证两者对于子公司管理者能力与大股东掏空行为之间关系的调节效应。

1. CEO 声誉的调节效应

CEO声誉是在市场竞争中,通过长期的动态重复博弈建立起来的能力、经验等的信号显示,具有典型的“双刃剑”效用^[10]。根据有效契约假说,高管声誉不仅可以充当信号源降低股东与管理者之间的信息不对称程度,还能有效激励管理者为公司的长期价值考虑,进而对公司长期价值增值具有积极影响^[11]。寻租效应假说则指出,高管具有“损失规避”的特征,有可能为了维持现有声誉水平,产生有损公司长期价值的短视行为^[12]。

鉴于中国特殊的制度与文化情境,CEO声誉对管理者能力与大股东掏空行为之间关系的调节作用可能会更多地受到其“损失规避”效应的显著影响。首先,中小股东等利益相关者在中国既有的法律体系与资本市场框架之下发挥的作用较小,大股东作为核心利益相关者,可以通过管理媒体披露等途径影响媒体关注度和报道倾向^[13],进而操纵高管声誉的形成过程。其次,考虑到中国情境下,爱面子是中国人最典型的心理特征^[14],社会地位比较高的公司高管对面子的需求尤为强烈。声誉是高管在重复博弈中建立起来的市场评价,反映的是面子的一个侧面。为避免长期形成的声誉被损坏,具有较高声誉的CEO可能会选择依赖大股东的声誉操纵,并倾向于把精力放在维护已有声誉上,发生不利于公司长期发展的机会主义行为^[12]。因此,在中国独特的情境之下,高声誉的CEO更倾向于“损失规避”,声誉的制衡能力相应减弱。

同时,大股东为了促使 CEO 对自己妥协,完成掏空行为,也会采取一系列的行动。一方面,大股东会利用隐性激励契约隐蔽性、复杂性和难以辨认性的特征,倾向于用隐性契约替代显性契约分享合谋租金。此时,CEO 会获得大股东提供的非物质报酬与津贴,如通过声誉操纵给予 CEO 较高的知名度、社会地位和高额的在职消费等^[15]。Lovelace 等的研究表明,一旦具有较好声誉的 CEO 认为某种行为有助于维持自己的社会形象和地位,就会继续坚持甚至强化这种行为,致使 CEO 与大股东合谋行为愈演愈烈^[12]。另一方面,掏空行为损害了子公司的利益,可能会导致子公司业绩下滑,进而影响 CEO 的利益获取。研究表明,为了促使合谋行为的发生,大股东会防止 CEO 由于业绩不佳可能带来的薪酬下滑,确保 CEO 不会承受较大的薪酬损失。如李文洲等发现大股东掏空行为降低了薪酬激励有效性^[16];张敏等证实了大股东为了获取私人收益,会降低银行高管薪酬业绩敏感度^[17]。因此,对 CEO 来说,与大股东的合谋行为对薪酬影响不大,却能从中获得更多的收益。

综上所述,能力是管理者内在拥有的,不会由于大股东的行为或者态度而产生损失,因此,能力是子公司管理者对大股东制衡的内在条件。而声誉却不同,它会在一定程度上受到大股东的影响。为了获得持续的声誉收益,维护已有的社会形象,CEO 声誉会弱化拥有较强能力的子公司管理者对于大股东的制衡程度。继而提出如下假设。

H2:上市子公司 CEO 声誉对子公司管理者能力与大股东掏空行为之间的关系具有负向的调节作用。即子公司 CEO 声誉水平越高,管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用越弱。

2. CEO 与母公司关联度的调节效应

CEO 关联及其治理效用成为当前公司治理领域重要的研究主题。现有文献主要关注基于人口统计学特征相似性的关联、基于外部社会网络的关联以及基于雇佣关系的关联三个方面^[18-20]。鲜有研究涉及公司 CEO 与母公司的关联程度,而这种关联度是影响子公司战略决策以及母公司掏空行为的重要因素之一。

CEO 与母公司关联究竟能够降低代理成本,提升公司价值,还是反而加剧了委托代理问题?学术界并未得出一致性观点。支持“CEO 关联可以提升公司价值”观点包括:人口统计学特征的相似性可以带来心理上的认同;社会网络可以带来更多的资源与机会,同时降低信息沟通成本;CEO 通过雇佣其他高管可以促进他人对其决策的认同^[20]。但多数学者还是对其持有怀疑态度,并通过实证研究验证了 CEO 关联的负面效应。比如,社会网络关系会影响公司战略投资决策的合理性^[21],也可能会影响董事选聘等公司治理机制的有效性^[22]。

学者们通过对研究结果进行分析,发现 CEO 关联负面效应产生的原因有以下几点:一是年龄、性别等人口统计学特征相似性可能会影响 CEO 决策的有效性;二是网络关系可能会赋予 CEO 更大的权力,进而导致 CEO 的过度自信和独断专行;三是基于雇佣关系的关联会导致董事会监督效力的弱化,增加 CEO 获取私利的动机与能力。比如,CEO 与董事会之间的关联不仅会降低公司价值^[19],也增加了公司欺诈行为出现的概率,同时加大了欺诈行为被发现的难度^[23]。CEO 与董事之间的老乡关系不仅会降低公司内部治理质量,也削弱了企业抵御风险的能力^[24]。

因此,由于中国企业处于显性契约不够完备的“关系型”社会之中^[25],CEO 与母公司之间的关联度也可能会对子公司 CEO 的主动制衡行为产生负面影响。一方面,子公司 CEO 在母公司任职会导致权力的激增,在子公司决策中缺乏其他治理主体的有效监督,导致决策的非理性甚至不道德行为从而削弱了子公司管理者能力对大股东掏空行为的制衡作用;另一方面,子公司 CEO 与母公司的

关联度增加,会导致其决策的立足点有所偏差,影响其对子公司的忠诚义务,成为母公司在子公司的“代言人”而忽视子公司本身及其利益相关者的利益诉求。基于以上分析,如果 CEO 与母公司具有关联性,很有可能会倾向于与母公司进行合谋从而侵占子公司及其中小股东等利益相关者的利益,弱化子公司管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用。因此提出以下假设:

H3:上市子公司 CEO 与母公司关联度对子公司管理者能力与大股东掏空行为之间的关系具有负向的调节作用。即子公司 CEO 与母公司关联度越强,管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用则越弱。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2012—2017 年深沪两市的 A 股上市子公司作为研究样本,按照以下条件对样本进行筛选:(1)剔除财务数据缺失和异常的样本;(2)剔除证监会行业分类标准(2012 年版本)中,所属行业为金融业的公司样本;(3)剔除变量缺失的样本;(4)剔除 ST 或 *ST 的公司样本。最后得到每年 542 家公司,共计 3 252 个样本的平衡面板数据。管理者能力计算数据来自于万得(Wind)数据库和色诺芬(CCER)数据库,CEO 声誉数据来自 CNKI 中国重要报纸数据库的手工查询,CEO 与母公司关联度数据以及控制变量数据来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二) 变量定义与计算方式

1. 管理者能力(Ability)

参考前人的计算方式,采用 DEA-Tobit 两阶段法计算管理者能力,具体衡量方法如下。

第一阶段,运用数据包络法(DEA)分行业计算公司效率。投入变量选择净研发支出(R&D)、商誉(Goodwill)、除商誉外的无形资产(Intangible)、固定资产净值(PPE)、营业成本(Cost)、净经营租赁费用(Lease)、销售费用与管理费用之和(Fee)七个变量。产出变量为营业收入(Sale)。其中,Sale、Cost、Fee 为本期数据,其余变量为上期期末数据。计算模型为:

$$\text{FirmEfficiency} = \frac{\text{Sale}}{\varphi_1 \text{Cost} + \varphi_2 \text{Fee} + \varphi_3 \text{PPE} + \varphi_4 \text{Lease} + \varphi_5 \text{R\&D} + \varphi_6 \text{Goodwill} + \varphi_7 \text{Intangible}}$$

第二阶段,运用 Tobit 模型估计管理者能力(Ability)。以公司效率为被解释变量,上市年数等企业特征因素为解释变量,运用 Tobit 模型进行分行业回归,并在公司层面聚类,得到的残差为管理者能力的代理变量。该数值越大说明管理者能力越强。回归模型如下:

$$\text{FirmEfficiency} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Oversea} + \beta_3 \text{Concentration} + \beta_4 \text{Firmage} + \beta_5 \text{Cash} + \beta_6 \text{Marketshare} + \text{Year} + \varepsilon$$

其中:Size 为公司规模;Oversea 是公司是否有海外收入的虚拟变量;Concentration 为公司的销售集中度;Firmage 为公司上市年数的自然对数;Cash 为公司是否有正向现金流的虚拟变量;Marketshare 为公司主营业务收入占行业总收入的份额;Year 为年度虚拟变量。

2. 大股东掏空行为(Tunneling)

根据已有文献,大股东掏空行为主要表现为大股东对子公司资金的占用,参考赵国宇^[15]等文献选择用公司年末披露的其他应收款与总资产的比例来衡量大股东掏空行为。

3. 调节变量

本文选择 CEO 声誉、CEO 与母公司关联度为调节变量。CEO 声誉(Reputation)参考

Milbourn^[26]的方式,使用媒体曝光数量来衡量 CEO 声誉。在中国重要报纸数据库中手动搜索 CEO 姓名,筛选出包含 CEO 姓名的积极性新闻报道,以每年度含有 CEO 姓名的积极性报道数量的自然对数为 CEO 声誉的代理变量。CEO 与母公司关联度(Connectedness)采用虚拟变量衡量,如果子公司 CEO 在母公司兼职,记为 1,否则为 0。

4. 控制变量

借鉴以往有关管理者能力、大股东掏空行为及高管激励的相关文献,控制了以下变量:在高管个人层面,由于管理者能力为管理者隐性特质,因此本文控制了高管显性特质 CEO 年龄(Age)、CEO 任期(Tenure);在公司层面,本文控制了公司规模(Size)、资产收益率(ROA)、财务杠杆(Lev)、成长性(Growth)以及上市年限(List);在公司治理层面,CEO 与董事长是否二职合一(Dual)决定了 CEO 的权力结构,而股权集中度(CO)和股权制衡度(Z)关系到子公司股权结构,以上因素均会对大股东掏空行为产生影响。董事会作为公司重要的内部治理主体,其规模(Board)和独立性(Independent)也会影响到大股东掏空行为。各个变量的衡量方式如表 1 所示。

表 1 变量定义与衡量方式

变量类型	变量名称	变量符号	变量衡量方式
被解释变量	大股东掏空行为	Tunneling	其他应收款与总资产之比
解释变量	管理者能力	Ability	采用 DEA-Tobit 两阶段模型计算
调节变量	CEO 声誉	Reputation	中国重要报纸数据库中包含 CEO 姓名的积极报道数量的自然对数
	CEO 与母公司关联度	Connectedness	虚拟变量,CEO 在母公司有兼职记为 1,否则为 0
控制变量	CEO 年龄	Age	CEO 年龄
	CEO 任期	Tenure	CEO 任期年数
	CEO 与董事长二职合一	Dual	虚拟变量,CEO 与董事长为同一人,记为 1,否则为 0
	董事会规模	Board	董事会总人数
	独立董事占比	Independent	独立董事人数占董事会人数比例
	公司规模	Size	总资产的自然对数
	资产收益率	ROA	净利润与总资产之比
	财务杠杆	LEV	负债总额与总资产的比值
	公司成长性	Growth	期末总资产减去期初总资产除以期初总资产
	股权集中度	CO	第一大股东所持股权数量占股权总数的比例
	股权制衡度	Z	第一大股东与第二大股东持股比例的比值
	上市时间	List	公司上市年数的自然对数

(三) 研究方法与模型构建

本文运用 2012—2017 中国上市子公司的平衡面板数据,采用多元回归方法进行实证分析,构建模型如下:

$$\text{Expropriation}_{i,t} = \alpha + b_1 \text{Ability}_{i,t} + b_2 \text{CVs}_{i,t} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Expropriation}_{i,t} = \alpha + b_1 \text{Ability}_{i,t} + b_2 \text{Ability}_{i,t} \times \text{Reputation}_{i,t} + b_3 \text{Reputation}_{i,t} + b_4 \text{CVs}_{i,t} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Expropriation}_{i,t} = \alpha + b_1 \text{Ability}_{i,t} + b_2 \text{Ability}_{i,t} \times \text{Connectedness}_{i,t} + b_3 \text{Connectedness}_{i,t} + b_4 \text{CVs}_{i,t} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, i 为公司个体, t 为时间, CVs 为前文所述的控制变量。模型(1)检验了管理者能力对大股东掏空行为的影响,模型(2)检验了 CEO 声誉的调节作用,模型(3)检验了 CEO 与母公司关联度的调节作用。

四、实证结果分析与讨论

(一) 描述性统计

表 2 列示了各个主要变量的分年度描述性统计结果。上市公司管理者能力 (Ability) 均值在 -0.01 左右,整体波动不大,最小值为 -0.918 5,最大值为 0.435 2,标准差在 0.1 左右,各个公司管理者能力差别较大。CEO 声誉 (Reputation)、CEO 与母公司关联度 (Connectedness) 呈先上升再下降的趋势,在 2014 年数值最大,之后下降并趋于平稳。子公司 CEO 在母公司兼职的比例大概在 23% 左右。大股东掏空行为 (Tunneling) 平均值在 0.02 左右,值得注意的是,2015 年最大值达到 0.65,说明其他应收款占总资产的比例达到了 65%,此类企业中大股东侵占上市子公司及中小股东利益的问题非常严重,亟需充分发挥子公司能动性对大股东掏空行为进行有效制衡。

表 2 主要变量分年度描述性统计

	管理者能力 (Ability)				大股东掏空行为 (Tunneling)				CEO 声誉 (Reputation)				CEO 与母公司关联度 (Connectedness)			
	Mean	Max	Min	Std. Dev	Mean	Max	Min	Std. Dev	Mean	Max	Min	Std. Dev	Mean	Max	Min	Std. Dev
2012	-0.044 0	0.312 6	-0.733 4	0.126 7	0.018 0	0.378 6	0.000 04	0.028 8	0.109 7	4.595 1	0.000 0	0.416 8	0.232 5	1.000 0	0.000 0	0.422 8
2013	-0.015 5	0.346 9	-0.473 7	0.100 4	0.018 3	0.355 5	0.000 10	0.029 8	0.097 9	3.044 5	0.000 0	0.367 7	0.238 0	1.000 0	0.000 0	0.426 3
2014	-0.011 9	0.341 6	-0.543 2	0.099 4	0.017 7	0.242 0	0.000 01	0.025 6	0.132 0	2.708 1	0.000 0	0.422 5	0.243 5	1.000 0	0.000 0	0.429 6
2015	-0.010 0	0.435 2	-0.404 9	0.104 4	0.018 5	0.649 3	0.000 02	0.038 6	0.130 5	3.367 3	0.000 0	0.418 5	0.243 5	1.000 0	0.000 0	0.429 6
2016	-0.014 4	0.356 6	-0.918 5	0.111 4	0.017 2	0.313 6	0.000 04	0.028 4	0.112 3	3.135 5	0.000 0	0.389 1	0.236 2	1.000 0	0.000 0	0.425 1
2017	-0.016 5	0.317 5	-0.858 4	0.108 2	0.016 8	0.347 4	0.000 04	0.030 4	0.091 1	2.995 8	0.000 0	0.337 8	0.219 6	1.000 0	0.000 0	0.414 3

(二) 相关性分析

表 3 列示了变量之间的相关系数。子公司管理者能力与大股东掏空行为显著负相关,初步表明子公司管理者能力越强,大股东掏空行为越弱,支持了假设 1。变量之间的相关系数较小,最大为 0.179 2,说明不存在多重共线性问题。

表 3 变量相关系数表

	Tunneling	Ability	Reputation	Connectedness
Tunneling	1.000 0	-0.084 7***	0.018 5***	-0.058 0***
Ability	-0.043 4**	1.000 0	-0.067 6***	-0.038 5**
Reputation	-0.009 0	-0.054 3***	1.000 0	0.153 8***
Connectedness	-0.041 0**	-0.041 5**	0.179 2***	1.000 0

注: 1. 左下角为 Pearson 相关系数, 右上角为 Spearman 相关系数; 2. ***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

(三) 回归分析结果

管理者能力对大股东掏空行为影响的回归分析结果如表4所示,模型(1)仅包含控制变量和因变量,模型(2)为管理者能力(Ability)对大股东掏空行为(Tunneling)的回归结果。此外,由于其他应收款中包含不属于大股东占款的款项,本文将明显不属于大股东占款的金额扣除后除以总资产作为因变量加入回归,回归结果如模型(3)所示。管理者能力的系数分别在10%和5%的水平上显著为负,证明管理者能力负向影响大股东掏空行为,验证了假设1。

表4 子公司管理者能力与大股东掏空行为

变量	Tunneling					
	(1)		(2)		(3)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
Ability			-0.010 7* (-1.735 9)	-0.009 7* (-1.835 8)	-0.010 9* (-1.774 4)	-0.010 1** (-1.977 1)
Age	0.000 1 (1.202 3)	0.000 1 (1.086 4)	0.000 1 (1.202 5)	0.000 1 (1.097 5)	0.000 2 (1.649 3)	0.000 1 (1.580 8)
Tenure	-0.000 2 (-1.090 9)	-0.000 1 (-0.460 8)	-0.000 2 (-1.090 4)	-0.000 1 (-0.483 2)	-0.000 2 (-1.458 2)	-0.000 1 (-0.747 3)
Dual	-0.000 2 (-0.085 6)	0.000 1 (0.033 4)	-0.000 3 (-0.163 9)	-0.000 1 (-0.042 2)	-0.000 01 (-0.006 5)	0.000 1 (0.059 4)
Size	-0.003 3** (-2.095 1)	-0.002 9*** (-3.531 5)	-0.003 3** (-2.122 6)	-0.003 0*** (-3.604 7)	-0.002 9** (-1.982 9)	-0.002 6*** (-3.273 1)
ROA	0.016 5 (1.594 5)	0.008 9 (0.912 8)	0.022 0** (2.010 2)	0.014 0 (1.359 9)	0.015 9 (1.560 7)	0.008 8 (0.895 0)
LEV	0.013 9** (2.577 8)	0.015 8*** (3.767 4)	0.014 2*** (2.690 0)	0.016 3*** (3.928 5)	0.013 3*** (2.613 3)	0.015 1*** (3.770 9)
Growth	-0.000 3 (-0.336 4)	0.000 1 (0.082 9)	-0.000 02 (-0.032 1)	0.000 3 (0.362 5)	0.000 2 (0.255 2)	0.000 5 (0.588 0)
CO	-0.000 01 (-0.097 5)	-0.000 1 (-1.219 8)	-0.000 01 (-0.070 3)	-0.000 1 (-1.198 3)	-0.000 01 (-0.156 1)	-0.000 1 (-1.305 9)
Z	-0.000 04 (-1.168 4)	-0.000 03 (-1.049 6)	-0.000 04 (-1.205 6)	-0.000 03 (-1.082 5)	-0.000 04 (-1.299 6)	-0.000 03 (-1.198 5)
Board	0.000 1 (0.343 7)	0.000 3 (0.835 9)	0.000 1 (0.296 8)	0.000 3 (0.796 5)	0.000 3 (0.587 4)	0.000 4 (1.022 8)
Independent	-0.009 5 (-0.850 3)	-0.004 7 (-0.551 4)	-0.009 7 (-0.878 3)	-0.004 9 (-0.578 8)	-0.003 5 (-0.307 3)	0.001 3 (0.158 7)
List	-0.000 7 (-0.094 3)	0.001 5 (0.553 0)	0.000 4 (0.046 2)	0.001 6 (0.585 2)	-0.001 6 (-0.202 1)	0.000 8 (0.286 8)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.037 9	0.137 9	0.040 1	0.138 5	0.035 3	0.136 3
Hausman 检验	chi2<0 (选择 RE)		chi2<0 (选择 RE)		chi2<0 (选择 RE)	

注:1. **、*、* 分别表示1%、5%、10%的显著性水平;2. 对 Hausman 设定检验无法判别的模型,采用随机效应模型(RE);3. 本表未报告常数项,以下各表同。

根据实证检验结果可知,子公司管理者能力越强,大股东掏空程度越弱,即子公司选聘能力较强的管理者可以起到对大股东“自下而上”的制衡作用。从前景理论的视角出发,如果子公司管理者能力较强,大股东所获得的控制权共享收益大于控制权私有收益,且在私有收益获取难度加大的情况下,以当前收益为参照点,大股东会倾向于规避风险,减少对子公司的掏空行为。“单向治理”观点认为,母公司对子公司的控制是单向的,子公司缺乏能动性而难以产生对母公司的实际制衡能力。而本文突破了“自上而下”的单向治理视角,从子公司管理者特质的角度出发,通过实证检验了子公司管理者能力的制衡作用,为缓解上市公司第二类代理问题及中小股东的利益保护提供了新的视角。

根据 CEO 声誉、CEO 与母公司关联度调节作用回归分析的结果可知(受篇幅限制,回归结果未在文中列示),以大股东掏空行为为被解释变量,在原有模型中加入 CEO 声誉(Reputation)和管理者能力与 CEO 声誉的交互项(Ability \times Reputation)。管理者能力的系数在 10%的水平上显著为负,说明加入交互项后主效应仍然显著。管理者能力与 CEO 声誉交互项的系数 10%的水平上显著为正,与管理者能力的系数符号相反,说明 CEO 声誉会削弱管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用,假设 2 成立。同样以大股东掏空行为为被解释变量,在原有模型中加入 CEO 与母公司关联度(Connectedness)和管理者能力、CEO 与母公司关联度的交互项(Ability \times Connectedness)。管理者能力对大股东掏空行为的影响系数显著为负,管理者能力、CEO 与母公司关联度的交互项的系数在 1%的水平上显著为正,与管理者能力(Ability)的系数符号相反,说明 CEO 与母公司关联度会削弱管理者能力对大股东掏空行为的抑制作用,假设 3 成立。

本文选择了同样具有双重效应的 CEO 声誉以及 CEO 与母公司关联度作为调节变量,检验两者对子公司管理者能力与大股东利益侵占行为之间关系的调节效应,旨在揭示两者在当前中国情境下独特的作用方式,并能够更加深入地探究子公司管理者能力发挥作用的情境条件以及运作机制。结果表明,两者均具有负向调节效应,即 CEO 声誉水平越高,CEO 与母公司的关联度越大,子公司管理者能力对于大股东掏空行为的抑制作用就越弱。首先,在能力较强的管理者团队中,CEO 如果被授予了更多的声誉等隐性激励契约,会显著弱化子公司管理者能力对集团公司利益侵占行为的治理作用。一方面,在中国的文化背景之下,声誉激励带来的负面效应要强于最优契约效应,也即较好的声誉会使 CEO“损失规避”效应更为凸显,也更容易使其“为名所累”,增加了子公司 CEO 与集团公司之间基于谋求私利的合作倾向,超越了传统委托代理理论的局限,诠释了行为委托代理理论在解释高管行为方面的有效性。另一方面,大股东为了与高管合作,倾向于用隐性契约替代显性契约分享不当合作所带来的利益^[15]。因此,CEO 声誉能够显著弱化子公司管理者能力的治理效用。其次,CEO 与母公司的关联度对子公司管理者能力与大股东掏空行为之间的负向关系也具有弱化作用。正如李小玉等^[20]所提出的观点,CEO 关联是把“双刃剑”,关联度在一定范围内可以有效提高企业效率,但过度关联则会加剧代理问题,影响公司价值。但由本文的实证结论所知,从中小股东利益保护的视角出发,CEO 与母公司的关联程度越高,则更多呈现出权力增大及监督弱化所带来的负面效应。因此,对于能力较强的管理者,应该更加谨慎地处理其与母公司之间的关联关系,以免影响子公司管理者能力对第二类代理问题的治理效用。

(四) 拓展性研究:子公司“自下而上”制衡的作用边界分析

本文探讨了子公司股权结构对子公司管理者能力治理效用的影响,按照股权集中度与股权制

衡度中位数对样本进行分组,回归结果如表5、表6所示。

表5列示了按照股权集中度分组的回归分析结果。在股权集中度较低的公司样本中,管理者能力的系数在10%的水平上显著为负;在高股权集中度样本中,管理者能力的系数并不显著。分组回归结果表明,在股权集中度较低的子公司中,子公司管理者能力对大股东掏空行为具有抑制作用,而在高股权集中度样本中,该抑制效应并不显著。

表5 子公司管理者能力与大股东掏空行为:基于股权集中度的比较

变量	Tunneling			
	低股权集中度样本		高股权集中度样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fixed	Random	Fixed	Random
Ability	-0.016 9* (-1.775 2)	-0.019 3** (-2.507 9)	0.005 8 (0.735 0)	0.003 7 (0.576 5)
Control Variables	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
R ²	0.051 0	0.141 5	0.054 4	0.147 5
Hausman 检验	chi2= 831.80 Prob>chi2 = 0.000 0 (选择 FE)		chi2= 250.27 Prob>chi2 = 0.000 0 (选择 FE)	

注:Control Variables 为前文所述控制变量,以下各表同。

表6列示了按照股权制衡度分组的回归分析结果。在低股权制衡度样本中,子公司管理者能力的制衡作用并不显著;在高股权制衡度样本中,自变量管理者能力的系数在5%的水平上显著为负。分组回归结果表明,在股权制衡度较高的子公司中,管理者能力对大股东掏空行为具有抑制作用,而在低股权制衡度样本中,这种抑制效应并不显著。

表6 子公司管理者能力与大股东掏空行为:基于股权制衡度的比较

变量	Tunneling			
	低股权制衡度样本		高股权制衡度样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fixed	Random	Fixed	Random
Ability	0.005 7 (0.714 4)	0.004 1 (0.608 5)	-0.019 5* (-1.958 8)	-0.016 8** (-1.973 8)
Control Variables	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
R ²	0.045 9	0.152 9	0.062 1	0.141 6
Hausman 检验	chi2= 6.85 Prob>chi2 = 0.999 9 (选择 RE)		chi2= 12.25 Prob>chi2 = 0.995 7 (选择 RE)	

由上述实证结果可知,股权结构特征影响了子公司管理者能力对大股东侵占效应的作用强度。

在子公司股权集中度较高或者股权制衡度较低的情况下,子公司管理者虽然拥有较强能力却无法对大股东掏空行为产生负向影响。只有在股权集中度较低或股权制衡度较高的情况下,子公司管理者能力才能发挥抑制大股东“掏空”的作用。具体而言,倘若股权集中度较高,大股东所拥有的直接控制权也就越大,对子公司董事会构建及运作、CEO 选聘及激励甚至战略选择的影响也就越大。而如果股权制衡度较低,即其他股东无法与对大股东产生制衡作用,大股东所拥有的相对控制权也就越大。在这种两种情形下,即使拥有较强能力的子公司管理者也难以对母公司控制形成有力制衡,子公司自主性发挥的难度增加。反之,如果股权集中度较低,母公司所拥有的绝对直接控制权较低,母子公司权力会在围绕契约参照点博弈的过程中此消彼长,子公司的议价能力则得以提升,对子公司管理者能力治理效应的发挥提供了制度基础。同样,如果股权制衡度较高,大股东掏空行为不仅要受到管理层与外部监管机制的监督,还要受到其他大股东的制衡,被识别的可能性增大,大股东“掏空”行为的边际成本会增加,因此,子公司管理者能力对大股东侵占行为的抑制效应会得以实现。由此可知,子公司管理者能力对大股东侵占行为的抑制效应具有一定的作用边界,在该边界之内,管理者能力会对大股东侵占行为进行制衡,但如若超越了该边界,子公司管理者能力发挥的治理效应则难以实现,需要进一步探寻其他路径来保护中小股东利益。

五、内生性与稳健性检验

(一) 工具变量法

采取两阶段 GMM 法,选取工具变量解决可能存在的内生性问题。工具变量需要与自变量相关,与大股东掏空行为及其他遗漏变量不存在相关关系。首先,本文选取自变量管理者能力的滞后一期(L_Ability)作为第一个工具变量。同时,考虑到高管学历与能力有相关关系,而与因变量无直接相关性,因此选用 CEO 学历作为第二个工具变量。具体而言,设置 CEO 学历水平的虚拟变量(Degree),如果 CEO 学历水平为本科及以上,则虚拟变量赋值为 1,否则为 0。对工具变量进行一系列检验,识别不足检验中, $P=0.00<0.01$,不存在识别不足问题。Cragg-Donald Wald 值为 36.134,大于 10% 偏误下临界值 19.93,不存在弱工具变量问题。Sargan-Hansen 检验中 $P=0.6835$,不存在识别过度问题,所有工具变量均为外生变量。如表 7 模型(2)所示,管理者能力与大股东掏空行为仍然呈现显著的负向关系。解决模型内生性之后,子公司管理者能力负向影响大股东掏空行为,证明了原结论的合理性。

表 7 内生性处理—工具变量法

变量	Ability	Tunneling
L_Ability	0.152 6 *** (6.154 7)	
Degree	0.025 6 * (1.896 5)	
Ability		-0.051 2 * (-1.775 0)
Control Variables	控制	控制
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
R^2	0.209 2	0.016 5

(二) 分组回归法

管理者能力是本文的关键变量,本文将子公司管理者能力按照中位数分为高度组与低度组分别回归,以检验结论的稳健性。实证结果如表 8 所示。两组样本经过回归都选择了随机效应模型,低能力样本组自变量的系数在 5%水平上显著为负,高能力样本组自变量的系数在 10%的水平上显著为负,因此,两组回归的结果都可以说明,管理者能力对大股东掏空行为有显著的负向影响,证实了结论的稳健性。

表 8 稳健性检验—分组回归法

变量	Tunneling			
	低能力样本		高能力样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fixed	Random	Fixed	Random
Ability	-0.021 7* (-1.804 9)	-0.023 9** (-2.388 9)	-0.020 0** (-2.005 9)	-0.015 2* (-1.656 9)
Control Variables	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
R ²	0.034 4	0.166 4	0.079 2	0.128 1
Hausman 检验	chi2<0 (选择 RE)		chi2<0 (选择 RE)	

(三) 替代因变量

以公司年末披露的其他应收款与其他应付款之差与总资产之比来衡量大股东掏空行为,实证结果显示(受篇幅限制,回归结果未列示),管理者能力对因变量的影响系数在 5%的水平下显著为负($P<0.05$),证明子公司管理者能力与大股东掏空行为负相关,与假设 1 相一致,证实了结论的稳健性。

(四) 剔除极端值

为了进一步证明结论的稳健性,本文对所有连续变量进行前后 1%数据的 Winsorize 处理,以排除极端值对统计结果的影响,剔除极端值之后回归结果显示(受篇幅限制,回归结果未列示),管理者能力的系数仍然显著为负,说明结论依旧成立。

六、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文以前景理论为基础,深入分析了子公司“自下而上”制衡的实现路径、弱化因素及边界条件,继而以上市子公司 2012—2017 年的数据作为样本进行实证检验,得出以下结论:第一,上市子公司管理者能力与大股东掏空行为之间存在显著的负相关关系,即子公司选聘能力强的管理者可以有效制衡大股东掏空行为。该结论突破了传统委托代理理论和单向治理的局限,揭示了子公司管理者能力对大股东机会主义行为“自下而上”的制衡作用;第二,子公司 CEO 声誉、CEO 与母公司关

联度对子公司管理者能力与大股东掏空行为之间关系均具有负向调节作用,也即子公司 CEO 声誉水平越高,CEO 与母公司的关联度越强,子公司管理者能力对大股东掏空行为的抑制效应越弱。CEO 声誉以及 CEO 与母公司的关联程度均具有“双刃剑”效应,而在中国情境以及保护子公司中小股东利益这个前提之下,两者的负面效应更为凸显;第三,股权结构特征影响了子公司管理者能力对大股东掏空行为的作用强度。在低股权集中度与高股权制衡度的样本中,子公司管理者能力对大股东掏空行为有显著的负向影响,在高股权集中度与低股权制衡度的样本中,制衡作用并不显著。因此,股权结构特征形成了子公司管理者能力对大股东掏空行为抑制效应的作用边界。

(二) 政策建议

依据以上结论,提出以下政策建议。

第一,建立健全管理者能力的培育及评价机制,充分发挥管理者能力的制衡作用。一方面,企业内部应该通过岗位培训、轮换等形式提高现有管理者的能力,制定合理的管理者能力培育方案,提高现有高管的能力。另一方面,将管理者能力纳入高管评价和选聘标准中,并赋予合理权重,为有能力高管的晋升和引进提供平台。

第二,在子公司高管团队构建过程中应适度考虑 CEO 声誉、CEO 与母公司的关联程度等弱化因素的作用,减少包括权力激增、监督弱化等方面的负面效应,从而避免 CEO 与大股东合作侵占子公司中小股东利益的情况。子公司 CEO 乃至高管团队的激励契约要进行合理设计,通过薪酬、股权等显性契约与控制权、声誉等隐性契约的协同配置从而不断挖掘管理者的潜在能力。

第三,考虑到子公司管理者能力的治理效用存在作用边界,应合理安排公司股权结构,并充分发挥其他利益相关者的制衡作用。从拓展性研究来看,尽管管理者能力可以有效抑制大股东掏空行为进而保护中小股东利益,但这种抑制作用在高股权集中度与低股权制衡度样本中并未得以发挥。在这类企业中,超越了子公司管理者能力的作用边界,子公司自主性的实现有一定的难度,需要进一步借助于机构投资者、债权人、媒体等其他利益相关者对大股东掏空行为进行监督与制衡。

参考文献:

- [1] KAHNEMAN D, TVERSKY A. Prospect theory: an analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47(2): 263-291.
- [2] BAILLON A, BLEICHRODT H, SPINU V. Searching for the reference point[J]. *Management Science*, 2020, 66(1): 93-112.
- [3] SUN L. Managerial ability and goodwill impairment[J]. *Advances in Accounting*, 2016, 32: 42-51.
- [4] DEMERJIAN P R, LEV B, LEWIS M F, et al. Managerial ability and earnings quality[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88(2): 463-498.
- [5] BAIK B, FARBER D B, LEE S. CEO ability and management earnings forecasts[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(5): 1645-1668.
- [6] GOLDFARB A, XIAO M. Who thinks about the competition? Managerial ability and strategic entry in US local telephone markets[J]. *American Economic Review*, 2011, 101(7): 3130-3161.
- [7] LEVERTY J T, GRACE M F. Dupes or incompetents? An examination of management's impact on firm distress[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2012, 79(3): 751-783.
- [8] 何威风, 刘巍. 企业管理者能力与审计收费[J]. *会计研究*, 2015(1): 82-89, 97.

- [9] LOVE E G, LIM J, BEDNAR M K. The face of the firm: The influence of CEOs on corporate reputation [J]. *Academy of Management Journal*, 2017, 60(4): 1462–1481.
- [10] 徐宁, 吴锦玉, 王帅. 动力抑或负担: 高管声誉双重治理效用研究述评与展望 [J]. *外国经济与管理*, 2017(10): 102–113.
- [11] WENG P S, CHEN W Y. Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance [J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2017, 39: 223–240.
- [12] LOVELACE J B, BUNDY J, HAMBRICK D C, et al. The shackles of CEO celebrity: Sociocognitive and behavioral role constraints on “star” leaders [J]. *Academy of Management Review*, 2018, 43(3): 419–444.
- [13] 易志高, 潘子成, 李心丹, 等. 高管政治关联助推公司媒体报道了吗: 来自民营企业 IPO 期间的证据 [J]. *财经研究*, 2018(6): 126–139.
- [14] 陶厚永, 章娟, 刘艺婷. 外部监督、面子需要与企业高管的承诺升级 [J]. *南开管理评论*, 2019(4): 199–211, 224.
- [15] 赵国宇. 大股东控股、报酬契约与合谋掏空: 来自民营上市公司的经验证据 [J]. *外国经济与管理*, 2017(7): 105–117.
- [16] 李文洲, 冉茂盛, 黄俊. 大股东掏空视角下的薪酬激励与盈余管理 [J]. *管理科学*, 2014(6): 27–39.
- [17] 张敏, 刘颢, 张雯. 关联贷款与商业银行的薪酬契约: 基于我国商业银行的经验证据 [J]. *金融研究*, 2012(5): 108–122.
- [18] WESTPHAL J D, ZAJAC E J. Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1995, 40(1): 60–83.
- [19] FALEYE O, KOVACS T, VENKATESWARAN A. Do better-connected CEOs innovate more? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(5/6): 1201–1225.
- [20] 李小玉, 薛有志, 周杰. CEO 关联、内部治理与企业绩效 [J]. *管理科学*, 2017(5): 102–118.
- [21] BURAK GÜNER A, MALMENDIER U, TATE G. Financial expertise of directors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 323–354.
- [22] KUHNEN C M. Business networks, corporate governance, and contracting in the mutual fund industry [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2185–2220.
- [23] KHANNA V, KIM E H, LU Y. CEO connectedness and corporate fraud [J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(3): 1203–1252.
- [24] 陆瑶, 胡江燕. CEO 与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响 [J]. *管理世界*, 2014(3): 131–138.
- [25] 陈运森, 谢德仁. 董事网络、独立董事治理与高管激励 [J]. *金融研究*, 2012(2): 168–182.
- [26] MILBOURN T T. CEO reputation and stock-based compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(2): 233–262.

Research on the “Bottom-up” balanced effect of subsidiaries: Realization path, weakening factors and function boundary

XU Ning, ZHANG Yang

(School of Management, Shandong University, Jinan 250100, P. R. China)

Abstract: How to restrain the tunneling behavior of major shareholders is a focal issue of both academic and practical concerns in corporate governance. The traditional principal-agent framework follows the one-way governance logic of “top-down” parent-subsidary, ignoring the autonomy of subsidiaries and their “bottom-up” checks and balances, which makes it difficult to solve the problem of protecting the interests of subsidiaries and their minority shareholders fundamentally. Although the one-way governance paradigm has been questioned by scholars, the ways through which subsidiaries can provide checks and balances to the parent company need

to be further explored. Based on the viewpoint of prospect theory, this paper uses balanced panel data of Chinese listed subsidiaries from 2012 to 2017, and uses multiple regression method to verify the influence of the heterogeneity of subsidiary executives on tunneling, and explains the realization path, weakening factors and the boundary of the “bottom-up” checks and balances of subsidiaries. The results show that subsidiary executives with strong ability can restrain tunneling significantly. On the one hand, executives with strong ability can bring more shared benefits to the major shareholders, limiting their access to private benefits of control rights. On the other hand, they can identify and supervise tunneling effectively, and then play a “bottom-up” check and balance role for the major shareholders. As situational variables with dual effects, the negative effects of CEO reputation and the CEO connectedness with parent company are more prominent in China, and both of them will weaken the check and balance of managerial ability on tunneling, that is, under the situation that the reputation level of subsidiary CEO is high and the CEO connectedness with parent company is strong, the inhibition effect of subsidiary managerial ability on tunneling is weak. In the expanded research, this paper compares the governance effects of managerial ability under different situational factors by grouping equity concentration and equity balance. The results show that in the samples with low equity concentration and high equity balance, the inhibition effect of subsidiary managerial ability on tunneling is significant, while in the samples with high equity concentration and low equity balance, that is, when major shareholders have more control rights and other shareholders have weak checks and balances on major shareholders, the inhibitory effect of managerial ability on tunneling is not significant, which further reveals the functional boundary of subsidiary managerial ability. After the robustness test and endogenous treatment such as instrumental variable method, grouping regression and substitution variable, the conclusion is still valid. This paper complements and enriches the research of managerial ability in the field of corporate governance, breaks through the traditional “top-down” one-way governance viewpoint, verifies the feasibility of the “bottom-up” check and balance mechanism of subsidiaries, and provides new ideas and empirical evidence for solving the second kind of agency problems characterized by the opportunism of major shareholders.

Key words: managerial ability; tunneling; CEO reputation; CEO connectedness with parent company; subsidiary balanced effect

(责任编辑 傅旭东)