

大股东资金占用研究

杨合力

(清华大学 经管学院, 北京 100084)

摘要: 大股东资金占用在我国上市公司中普遍存在, 本文研究股改后大股东资金占用情况。本文选用 2008 年上市和深市上市公司数据, 构建线性模型进行回归分析。研究发现, 股改后资金大幅减少但占用依然存在, 控股股东占用上市公司资金与第一大股东持股比例之间存在负相关的线性关系, 而不是倒 U 型关系; 高负债的资本结构、较大规模的董事会有助于改善资金占用情况; 独立董事的监督起到一定的监督作用; 与其他企业相比, 控股股东为私人的公司资金侵占情况更严重。该结果对于政府和股东认识股改后大股东资金占用情况提供帮助。

关键词: 大股东; 资金占用; 股改; 公司治理; 负相关

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

1 引言

本文研究我国上市公司股改后大股东资金占用情况。股权分散情况下, 企业的控制权会转入管理者的手中, 企业的所有者被贬到仅仅是资金提供者的地位, 根本原因在于企业所有权和管理权分开导致的代理问题。大股东的出现时缓解了代理问题, 同时也出现了大股东侵占中小投资者利益问题。大股东侵占中小股东利益的方式很多, 在 2005 年股改前资金占用成为一个主要的侵占方式。那么股改之后情况怎样那? 本文就是基于这样的背景下进行研究。

国外较早开始对大股东侵占研究。1997 年, Shleifer 和 Vishny^[1]的研究发现, 当大股东掌握公司的控制权时, 如何防止大股东对其他股东利益的侵占成为公司主要的代理问题。2000 年, Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer^[2]用“隧道挖掘”的概念来对此进行描述: 是指将企业的资产和利润转移到自己手中各种合法和不合法的行为。

2003 年中国证券报统计表明, 2002 年 6 月至 2003 年 6 月之间, 沪深两市 1175 家上市公司中, 676 家存在被大股东占用巨额资金现象, 占用资金达 966.69 亿, 比例高达 57%, 而 2002 年证券市场新发募集资金仅为 560 亿, 平均每家公司被侵占 1.43 亿。与此同时, 国内出现了大量关于资金占用的研究。

唐清泉, 罗党论和王莉(2004)^[3]研究表明, 在我国存在大股东的隧道挖掘行为; 研究发现, 在大股东的持股比例较低的情况下, 大股东的隧道挖掘行为明显, 但在持股比例较高(超过 50%)的情况下并不明显。高雷、何少华(2006)^[4]研究表明, 资金侵占作为大股东隧道挖掘行为的一种, 在我国已经成为一种非常严重的公司治理问题。

李增泉, 王志伟和孙铮(2004)^[5], 以我国沪深 A 股上市公司为样本, 对第一大股东持股比例和资金占用之间关系研究, 发现两者之间有显著的非线性关系: 持股比例和资金侵占存在先上升后下降的非线性关系; 研究还发现, 与其他股东的持股比例存在严格的负相关。研究还发现, 国有企业控股的公司资金占用高于被国有公司的资金占用。

对大股东资金占用制约因素的研究相对较少。罗党论、王莉(2005)^[3]研究表明, 大股东资金占用受到其他股东的制约。王琨、肖星研究表明, 前十大股东中存在机构投资者的上市公司被关联方占用的资金显著少于其它公司, 同时机构投资者持股比例的增加与上市公司被关联方占用资金的程度呈显著负相关。王俊秋(2006)^[6]发现独立董事并没有发挥其应有的作用。研究结果也有相互冲突的。王鹏、周黎安(2006)^[7]通过研究得出, 独立董事能够抑制大股东的资金占用行为。

综上所述, 影响大股东资金占用的因素很多, 包括股权结构、股权性质、内部治理结构等, 上述研究大多就某一方面因素展开研究, 同时考虑多个因素影响的比较少。于此同时, 2005 年中国启动上市公司股权改革, 市场环境和法律环境有较大的变化。那么股改之后, 大股东资金占用情况怎样那? 本文就是基于这样的疑问展开研究。

2 大股东资金侵占研究

2.1 资金占用理论分析

1) 契约关系

由于所有权和管理权的分离，代理理论被广泛关注。代理问题的解决，一个重要的方法就是契约的建立，通过契约形成一种彼此认可的契约关系。这里着重说明的是大小股东之间的契约关系(高雷，何少华，黄志忠，2006)^[8]。

契约可以是显性、明确的，也可以使隐形、暗含的。比如，在大股东股改承诺中，报表意见的承诺、资产注入的承诺、不退市的承诺、公允的关联交易的承诺等等。这些都属于契约的部分。这种承诺约定了大小股东的共同利益。

然而，承诺并没有约定资金是否可以被占用，没有约定资金的占用程序、使用期限、占用费用等信息。对于有些承诺虽然约定了，但是承诺的执行缺乏有效的监督，很难获得有效的执行。

这种契约关系为大股东侵占小股东利益提供了空间。比如，资金占用方面，一些约定由于缺乏执行的有效监督变成了空谈。

契约关系有效性的另一个决定因素是法律环境(黎来芳，王化成，张伟华，2008)^[9]。契约没有获得有效实现，为维护契约损失一方的利益，可以通过法律途径来获得补偿。如果企业相关的法律不能有效、或是不够完善，那么当大股东违背诺言谋取自己私利的时候，小股东无法通过法律途径获得利益保护。

正是因为契约监督和惩罚机制不完善，我国中小股东的维权一直很难。

2) 信息不对称

契约的执行和监督都需要信息来支持，然而大股东和小股东之间信息的不对称注定了契约执行和监督的困难(王化成，佟岩，2006)^[10]。

大股东和小股东之间存在信息不对称。大股东一般参与公司的董事会组成，这保证了大股东对公司重大决策的参与，同时确保了对公司经营诸多信息的获取(Petra, 2007)^[11]。然而，小股东几乎没有资格参与董事会，更少有参与公司的重大决策。在信息方面，获得的信息质和量都远远低于大股东，时间方面也没有大股东的信息及时。小股东本身占有的股份就少，也缺乏动机去收集这些信息(Benkell, Mather and Ramsay, 2006)^[12]。久而久之，搭便车成了小股东大多数的选择，对大股东的监管就成看空谈。

甚至有的大股东操纵董事会，故意隐瞒重要信息发布，或是发布不完整的信息，或是推迟信息的发布。致使小股东获得的信息在质和量方面都无法与大股东媲美，信息不对称严重。

严重的信息不对称导致小股东无法确知公司经营举动、信息发布、公司决策等事项的真实意图，只能去揣测这种信息背后的动因(Davidson, Stewart, Kent, 2005)^[13]。难以想象，以揣测的信息作为判断和决策的依据，导致最终的决策和真实的信息决策大相径庭。

关联交易使得信息不对称更加严重。彭晓杰(2005)^[14]研究表明，频频发生的关联交易使得其定价的公允性对远离公司经营运作的小股东而言很难判断，其中还不存在一些股东隐瞒真实身份进行关联交易。研究表明，信息不对称为大股东控制权私利的提供了非常好的掩护作用。

信息不对称需要引起注意。信息发布的时间、质和量都成为制约信息不对称程度的重要因素。信息的及时、准确、易懂的发布对于弥补信息不对称起到很大作用。近年来，证券监管部分不断加强上市公司信息的披露对于遏制信息不对称导致的大股东侵占行为方面起到了重要的作用。

3) 机会主义

机会主义被认为是一种狡诈的自私自利行为倾向。契约的一方处于自身利益最大化的目的，利用信息不对称，不惜以损害别人利益为代价而获取利益的行为。机会主义行为是源于信息不对称导致的监督无效或者约束无效（Liu and Lu, 2007）^[15]。

大小股东之间存在利益的不同，而两者获得信息的不对称为大股东实现自己利益最大化创造了条件。尤其是在中国市场背景下，大股东大多是政府控制的上市公司，在信息方面具有绝对的优势，“一股独大”在中国司空见怪。虽然一股独大不一定导致大股东的利益侵占，但是“一股独大”为大股东利益侵占提供了动机和工具。

2005年股改的目的之一是股票的全流通。在股改之前，由于不少大股东股票不能在二级市场上流通，无法享有股票市值上升的红利，导致大股东通过其他途径获取利益。对上市公司占用行为就是其利益获取的重要途径之一，资金占用、违规担保等等。

那么股改之后，这种资金占用的冲动是否消失了？根据国有企业控股的要求，即使实现了全流通，控股股东还有大量的股份不会去流通，依然无法从二级市场上获得股价上涨的红利，运用非法手段侵占其他股东利益的冲动仍然存在。

4) 监督的缺乏

作为股东的代表，大股东负责对公司管理层进行监督，维护股东们的利益（Cornett, Marcus, Tehranian, 2008）^[16]。同时，需明白，大小股东之间利益也是不统一，大小股东之间存在着隐形的契约并且需要监督。监督需要成本，由于信息的不对称，单个投资者去监督大股东需要其自己去承担相应的全部监督成本，而收益归全部股东所有，监督成本和收益不对称，小股东“搭便车”现象再次出现。

小股东另一个监督大股东的办法就是集体行动。然而，这与小股东自身特点相矛盾。小股东本身就股份少、股权分散，人数众多。组织起来去集体监督，共同承担成本、共享收益似乎很难。且不说数量，但地域的分散就让这一方法很难付诸实施（王俊秋，张奇峰，2007）^[6]。

政府监督，是另一条途径帮助小股东对大股东实施监督。政府在协调群体利益的时候具有优势，政府既可以借助大量的机构去做组织，同时具有法定的权利去执行意见的一致。政府能够将小股东组织起来，做集体的监督。

小股东的搭便车习惯和集体行动的困难，是导致小股东对大股东侵占他们利益的漠视和监督的无效。最终的解决办法是，通过政府的管制来提高对小股东利益的保护。通过政府的管制来维护小股东的利益需要一个长期的法律完善和协调的问题，但作为可能保护小股东利益的角度考虑，这种解决办法还是值得期待。

2.2 研究假设

1) 大股东持股比例

大股东持股比例对于大股东行为具有重要的影响。大股东之所以占用上市公司，重要原因之一就是上市公司利益与大股东利益不完全一致。虽然利益掏空也对大股东造成一定损害，但是如果这种损害低于占用行为获得收益，那么大股东还是会选择占用。相反，如果这种占用获得的利益小于占用举动获得收益，那么大股东会放弃占用行为。上市公司与大股东利益一致性程度有多少？这取决于大股东占有上市公司股份比例的多少。

持股比例的高低有两种不同的效应，沟壑效应（Trench Effect）和协同效应（Alignment effects）。股权分散的时候，由于小股东存在搭便车行为，而无法对管理层进行监督；这时，大股东持股比例的提高有助于监督能力的增强和公司效益的提高。与此同时，在监督不完善的时候，大股东持股比例的提高增加了其占用公司资产的能力。股权集中的时候，大股东持股比例的提高增加了大股东利益和公司利益的一致性，

任何影响公司价值的事项也会对大股东产生相对大的影响，能够约束大股东机会主义行为，表现出利益的协同（Alignment effects）。Claessens（2002）^[17]研究表明，大小股东之间的利益冲突伴随着大股东控制权与现金流权的分离程度而变化。大股东在上市公司持股比例越大，其控制权与现金流权越一致，也表明大小股东利益越一致。当大股东控制权比例下降，导致控制权和现金流权分离，其侵占小股东动机增强，表现出沟壑效应。

上述分析可以得出，在大股东持股比例低的情况下，大股东利益和小股东利益分离显著，沟壑效应明显，大股东资金占用与持股比例正相关；而在持股比例较高区间，协同效应明显，存在负相关关系。

假设 1：大股东资金占用与大股东持股比例存在先升后降的倒 U 型关系。

大股东资金占用与持股比例之间倒 U 型关系的形成是沟壑效应和协同效应交替影响。然而中国上市公司普遍存在大股东绝对控股地位，大股东持股比例相当高，而这时候持股比例的增加对于大股东地位的影响相对较小。结果是，在大股东持股比例较低的情况下，持股比例的增加，大股东协同利益增强，沟壑效应不明显，协同效应明显，大股东资金占用倾向随着持股比例的增加而减少，呈现负相关关系，不是之前的随着大股东持股比例的增加，资金占用先增后减的关系。

因此，本文提出第二个假设。

假设 2：大股东持股比例与资金侵占负相关。

2) 有效的监督

对上市公司进行监督的有很多，主要包括股权所有者、债权人、政府机构。政府监督需要通过完善市场法律法规，完善上市公司信息发布制度等法律体系的建设。另外，对违法违规的查处和惩罚力度，这一点对所有上市公司基本一致，属于市场环境。

股权所有者。股权所有者由于股权性质不同，监督会有差异。按照国别来分，控股股东分为国外和国内。国外股东大多数属于西方市场经济发达的国家，具有相对完善的市场监管体系和制度。国内，市场监管不完善，惩罚力度欠缺。

因此，本文提出假设。

假设 3：国外公司控股的上市公司被资金侵占程度低于国内控股的公司

与公司相比，对个人的约束和监管更加困难。公司经营需要遵守国家公司法和其他相关法律，需要公司向相关利益人定期提供报告，需要面对公众。相比之下，公众对个人的信息关注的就较少。个人没有必要定期发布自己经营的公告，也很少会引起公众的关注。所以，对于个人控股的上市公司，大股东更容易侵占上市公司的资产，因为相对缺乏公众的监督。

根据分析，给出第四个假设。

假设 4：控股股东是个人的上市公司被资金侵占程度高于非个人控股的公司

2.3 实证检验

1) 样本及数据来源

为避免年度影响，本文选取沪深 A 股上市公司 2008 年度的数据作为研究样本。目前取得到的最新数据为 2008 年及以前股改公司 1292 家。为避免股改当年数据存在操纵的可能，剔除 2008 年股改的公司 33 家，剩余 1259 家。剔除数据不全的样本 82 家，最终获得 1177 家。本文用到的数据来源于 CSMAR 数据库，数据包括财务数据、股本结构、股改信息。最终数据为，截止 2008 年 1 月 1 日前股改的公司，在 2008 年度的数据。

2) 变量定义和描述

表1 变量定义

变量性质	变量名称	解释
因变量	ZJZY	资金占用比例，采用其他应收款占用比例计算，ZJZY=年末其他应收款/年末总资产
自变量	FIRST	第一大股东持股比例
	FIRST ₁	当第一大股东持股比例小于等于K时，FIRST ₁ =FIRST；当第一大股东持股比例大于k是，FIRST ₁ =K。其中，K为某一特定值。
	FIRST ₂	当第一大股东持股比例小于等于K时，FIRST ₂ =0；当第一大股东持股比例大于k是，FIRST ₂ = FIRST-K。其中，K为某一特定值。
	FOR	实际控制人为外资企业或外商企业（港澳台、外商独资、外国企业）时，为1；其余为0。
	PER	实际控制人为私营或个人（民营企业，自然人）时为1；其余为0。
	LEV	资产负债率，LEV=年末负债/年末总资产
控制变量	NINE	前10大股东，除第一大股东外，总持股比例
	SIZE	年末总资产自然对数
	BOARD	董事会规模，董事会人数自然对数
	IDB	独立董事占全体董事比例

说明：本文K取20%，25%，35%，50%等值分别检验。

表2 重要变量描述性统计

	均值	标准差
ZJZY	0.02919687	0.055520464
FIRST	0.35557656	0.154168267
NINE	0.26508057	0.170917399

表1为变量的定义。本文因变量1个，自变量4个，控制变量4个。因变量，本文用其他应收款来表示被占用的资金，其他应收款与总资产的比表示大股东资金侵占情况。自变量中FIRST为第一大股东持股比例，FIRST₁和FIRST₂是为验证假设1而设计的。

表2是变量的描述性统计。本文对中国A股上市公司2001-2004期间资金占用计算，ZJZY为8.17%。表2统计表明，2008年控股股东资金占用均值为2.92%，相比之前是大幅度下降。第一大股东平均持股比例是

35.57%，说明中国上市公司一股独大的局面非常明显。NINE表明第二大股东到第10大股东总共持股比例，均值26.51%。前10大股东持股比例均值62.18%，股权非常集中。这一点可以说明本文假设2的事实依据。

2.4 模型与回归结果

1) 为验证大股东资金侵占与持股比例成U型关系，本文建立如下模型：

$$ZJZY = \alpha + \beta_0 \text{FIRST}_1 + \beta_1 \text{FIRST}_2 + \beta_2 \text{FOR} + \beta_3 \text{PER} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{NINE} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{BOARD} + \beta_8 \text{IDB} + \epsilon_i \quad (1)$$

相关参数的定义和说明，参照表1。

表3 回归结果 -1

	K=35%		
	系数	t	Sig
(Constant)	.152	7.478	.000
FIRST ₁	-.043	-3.221	.001
FIRST ₂	.009	-.107	.915

FOR	-.011	-1.327	.185
PER	.006	3.077	.002
LEV	.030	7.575	.000
NINE	-.006	-1.297	.195
SIZE	-.005	-6.526	.000
BOARD	-.008	-1.696	.090
IDB	-.002	-.082	.935
F 值	13.700		.000
调整 R 值	.123		

容易看出,表3是K=35%回归的结果, FIRST₂系数不显著。本文另取 K=20%, K=25%, K=50%, 进行回归, FIRST₂系数也不显著。限于篇幅, 结果未在文中列示。为此, 我们对模型进行了简单的调整, 来检验假设 2。

2) 修正的模型

$$ZJZY = \alpha + \beta_0 \text{FIRST} + \beta_1 \text{FOR} + \beta_2 \text{PER} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{NINE} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{BOARD} + \beta_7 \text{IDB} + \epsilon_i \quad (2)$$

相关参数的定义和说明, 参照表 1。

表 4 回 归 结 果

	系数	t	Sig
(Constant)	.246	7.588	.000
FIRST	-.035	-3.369	.001
FOR	-.012	-.733	.464
PER	.006	1.790	.074
LEV	.008	3.5	.000
NINE	-.014	-1.598	.110
SIZE	-.009	-6.579	.000
BOARD	-.015	-1.843	.066
IDB	-.069	2.219	.27
F 值	18.886		.000
调整 R 值	.108		

3) 结果分析

表 3-4 是模型回归的结果。结合回归结果, 分析本文最初的假设。

从表 3 可以看出, FIRST₂系数不显著。模型 1 中 FIRST₁和 FIRST₂的设计是为检验假设 1, 即大股东资金占用与大股东持股比例呈先负相关、后正相关的, 倒 U 型关系。变量 FIRST₂ 系数虽然为正, 显著性水平最低为 57.5%, 距离最基本的 10%较远, 假设 1 未能通过检验。

为验证假设 2, 本文构建模型 2。模型 2 不再将大股东持股比例分开成两个变量, 而是作为一个变量带入模型。表 4 是模型 2 的回归结果。大股东持股比例 FIRST 系数为负, 在 1%的显著水平上通过检验。假设 2 成立。

对于假设 3 的检验, 从回归结果看, FOR 系数均为负, 与本文的假设想符合。显著性检验未通过。本文进一步做一个简单的对比分析。控股股东为国外企业的资金占用比例为 0.01164, 低于其他类型的资金占用比例 0.02936。控股股东为个人的, 资金占用比例为 0.042485, 高于控股股东非个人的情况 0.023032, 假设 4 获得支持。同时, 表 4 也对假设 4 给出支持, PER 的系数为负, 且 10%的水平上显著。从表 3 的结果看, PER 的系数也为负, 且分别在 2%和 3%的显著性水平下通过检验。假设 4 成立。

从表 3 到表 4, 还得出一些有意思的结论。第 2 到第 10 股东持股 NINE 系数均为负, 但是没有通过显著性检验, 说明其他大股东对大股东资金侵占的制衡作用有限, 这可能与中国普遍存在的大股东“一股独大”有关。公司规模 SIZE 系数为负, 且均通过低于 5%的显著性检验, 说明公司规模越大, 控股股东的资

金占用越少,这可能是因为公司规模大了获得了更多监管部门的监管,大股东资金占用较难实现。董事会规模变量 BOARD 系数为负且显著,说明董事会规模的增大对于大股东具有监督作用,可能是因为董事会规模的增大,使得控股股东在进行资金占用决策的时候需要和更多的非控股股东董事协商,增加了资金侵占的难度;董事会规模的扩大,增加了对管理层的监督,也增加了对大股东行为的监督。独立董事比例变量 IDB 系数为负,但没有通过检验,说明独立董事的设立并不能有效制约大股东的资金侵占行为。虽然设立了独立董事,但大多数是由于法规的规定,并没有真正起到监督作用。

3 结论

截止 2008 年初,96%参与股改的公司完成了股改,剩余的未完成股改的也将于 2010 年 3 月份之前完成。股改在解决大股东资金占用问题起到了重要的作用,股改后大股东资金占用大幅度下降,却没有消失。本文以 2008 年中国上市公司为样本,对我国股改后大股东资金侵占行为进行了实证分析。研究发现,大股东资金占用与大股东持股比例负相关、与公司规模负相关;控股股东为个人的上市公司资金占用情况比非个人控股股东严重。

参考文献:

- [1] Shleifer A. , R.W. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J] Journal of Finance,1997. 4: 1-80.
- [2] Shleifer A. , R.W. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J] Journal of Finance,1997. 4: 1-80.
- [3] 唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量—来自中国市场的经验证据[J].中国会计评论,2005,6: 64-80.
- [4]高雷,张杰.公司治理、机构投资者与盈余管理[J].会计研究,2008,9: 64-72.
- [5]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: 3-14
- [6] 王俊秋 , 张奇峰 . 治理环境、治理机制与披露质量—来自深交所的证据 [J].《当代经济管理》,2007,3: 111-114.
- [7] 王鹏,周黎安.控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J].金融研究,2006,308: 88-98.
- [8] 高雷,何少华,黄志忠.公司治理与掏空,《经济学(季刊)》[J].2006,4: 1160—1173.
- [9] 黎来芳,王化成,张伟华.控制权、资金占用与掏空—来自中国上市公司的经验证据。《中国软科学》[J].2008,8: 123-126.
- [10] 王化成,佟岩.控股股东与盈余质量—基于盈余反应系数的考察 [J].《会计研究》,2006,2: 67-73.
- [11] Petra S. The Effects of Corporate Governance on the informativeness of earnings [J]. Economics of Governance, 2007, 8: 129-152.
- [12] Benkel M., Mather P. and Ramsay A. The Association between Corporation Governance and Earnings Management: the Role of Independent Directors [J]. Corporate Ownership & Control, 2006, 4: 65-75.
- [13] Davidson R., Stewart G.J., Kent P. Internal governance structures and earnings management [J]. Accounting and Finance, 2005, 45: 241-267.
- [14] 彭晓洁.信息不对称与非公平关联交易的透视[J].会计研究,2005,8: 67-71.
- [15] Liu Q. and Lu Z. Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective [J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 13: 881-906.
- [16] Cornett M.M., Marcus A.J., Tehranian H. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management [J].Journal of Financial Economics, 2008, 87:357-373.
- [17] Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H. and Lang L.H.P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings [J]. Journal of Finance , 2002, 6: 2741-2271.

Occupation of large shareholder

YANG Heli

(School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China)

Abstract: Occupations by large shareholder are prevalent in China listed companies. This paper studies occupations

situation after capital restructuring. This paper uses the Shanghai listed and Shenzhen listed companies' data in 2008 to make a linear model regression. Study finds substantial reduction of fund occupation after the share reform, but occupation still exist. There is a negative correlation between the occupation and the proportion owned by the largest shareholders, rather than inverted U shaped relationship. High debt capital structure and the larger board help to reduce the financial occupancy. The supervision of independent directors plays a supervisory role. Comparing with other enterprises, the occupation of the private controlling shareholder is even more serious. The results are helpful for Government and shareholders to understand the situation of occupation by the major shareholders after capital restructuring.

Key words: large shareholders; capital appropriation; share reform; corporate governance; negative correlation