

委托理财与公司治理：基于中国上市公司数据的实证研究*

林小驰 严斌 欧阳婧 伍利娜

北京大学 100871

摘要：通过对2002年中国上市公司委托理财的实证研究，我们发现，独立董事的比例、控股股东的持股比例能够显著降低上市公司委托理财的概率，而地方国资委控制的公司则更倾向于进行委托理财；而董事会的规模、机构投资者的持股比例及具有财务背景的董事比例则同上述公司是否进行委托理财没有统计意义上的显著关系。最后，从上述实证结果出发，本文提出了具有针对性的政策建议。

关键词：委托理财 公司治理 独立董事 实际控制人

联系作者：

林小驰，博士生，北京大学光华管理学院会计系

电话：13810097807 电子信箱：linxiaochi@gsm.pku.edu.cn

伍利娜，管理学博士，北京大学光华管理学院会计系副教授。

电话：010-62756261, 13601319086 电子信箱：wln@gsm.pku.edu.cn

* 本文得到了国家自然科学基金课题“产权保护导向的会计”的资助。感谢北京大学光华管理学院会计论坛对本文的批评与建议。

委托理财与公司治理：基于中国上市公司数据的实证研究*

摘要：通过对2002年中国上市公司委托理财的实证研究，我们发现，独立董事的比例、控股股东的持股比例能够显著降低上市公司委托理财的概率，而地方国资委控制的公司则更倾向于进行委托理财；而董事会的规模、机构投资者的持股比例及具有财务背景的董事比例则同上述公司是否进行委托理财没有统计意义上的显著关系。最后，从上述实证结果出发，本文提出了具有针对性的政策建议。

关键词：委托理财 公司治理 独立董事 实际控制人

一、问题提出

委托理财又称委托资产管理，是指委托人将自己的资产交给受托人，由受托人对其资产进行专业管理的资产运作方式。本文研究的上市公司委托理财是指上市公司作为委托方将公司的货币资金按照某一协议委托给一家或者数家证券公司、投资公司或其他类型的法人企业（即受托方），由后者将其主要用于证券市场的投资，以获取投资收益。

由于1999~2000年期间中国股市的大牛市行情，众多上市公司将大量的资金委托给专业机构进行投资，委托理财业务得到迅猛的发展，成为券商等专业投资机构扩大利润的有效工具，也为上市公司带来丰厚的收益。然而，随着市场的不断调整，委托理财的风险也逐步显露出来，成为不少上市公司与专业投资机构的历史包袱。2004年年初，南方证券被接管后，多家上市公司披露委托理财资金遇险。5月份后，德隆事件爆发，拖累的委托理财上市公司有十几家。此后闽发证券、汉唐证券、大鹏证券、申银万国等相继东窗事发，又使多家上市公司在委托理财事务上“触雷”。2004年共有67家上市公司涉足委托理财，金额高达60.67亿元，而目前仅收回本金16.82亿元。

在这些因为委托理财而导致的法律纠纷案件中，受影响的不仅仅有上市公司，还有众多的券商，当然损失最大的还是无辜的股东。在这种情况下，证监会首先要求上市公司自2001年中报公布起披露委托理财事件，证监会及其下属证监局等单位每年都对上市公司进行巡检，重点

* 本文得到了国家自然科学基金课题“产权保护导向的会计”的资助。感谢北京大学光华管理学院会计论坛对本文的批评与建议。

关注上市公司委托理财以及募集资金使用等信息，也数次通报批评数家上市公司的违规委托理财行为，对于券商的委托理财业务也多次要求规范，更是在2004年下半年对券商的委托理财业务整体上进行了彻查。

除了监管部门的关注外，委托理财行为同时也引起了许多学者的关注。然而，大多数相关的研究都侧重于分析委托理财行为给上市公司带来的风险效应，少有研究尝试对上市公司委托理财的原因进行分析，而利用实证的方法来对委托理财分析的研究就更少了。

在一篇讨论中国上市公司的“圈钱游戏”的文章中，巴蜀松（2001）指出，中国上市公司治理结构上的严重缺陷使得进行委托理财的决策变得非常容易。那么，公司治理结构到底是不是影响上市公司进行委托理财决策的最重要的一个因素呢？公司治理结构中那些特征会对公司的委托理财活动有显著性的影响呢？本文试图通过对2002年有委托理财行为的上市公司及其匹配样本的公司治理结构特征的分析，来回答这个问题。

本文试图回答的另一个问题是：上市公司的委托理财行为对其业绩是否有显著的影响。大量的事例表明，上市公司委托理财行为会影响公司的业绩。如果研究发现上市公司的委托理财行为对其业绩确实有影响，或至少是业绩发生显著变化的信号，这无疑将是一个很有意义的发现。至少，我们对于上市公司未来业绩的判断又会多出一种很有效的途径。

二、文献回顾

关于委托理财的动机，陈湘永、丁楹（2002）指出，上市公司进行委托理财的基本动机可分为三种：（1）获得投资收益，提升公司业绩；（2）参与“做庄”行为，牟取非法收益；（3）在委托理财中谋取个人收益。巴蜀松（2001）则指出：上市公司治理结构存在严重的缺陷以及对于上市公司随意变更募集资金用途行为缺乏必要的市场约束，最终导致了上市公司的大量委托理财行为。

而关于委托理财中存在的问题和带来的风险，何燎原（2004）通过对深市上市公司委托理财特征的分析，发现中国上市公司的委托理财行为存在信息披露不充分、对委托理财行为缺乏有效的监控、相关的法律制度不健全、受托方的诚信风险较大等问题。陈湘永（2002）撰文认为上市公司委托理财具有以下四大风险效应：1. 委托资金投资回报面临极大的不确定性；2. 对上市公司的主营和长远发展造成负面影响；3. 扭曲证券市场资源配置功能并放大二级市场的波动风险；4. 对直接融资和间接融资之间的合理格局形成潜在的破坏性。夏斌（2003）则从监管

的角度提出委托理财监管存在政出多门的局面，而事实上目前我国有关委托理财的法规与制度建设并不健全。

然而，大多数关于委托理财的研究仅仅停留在描述分析的阶段，少有实证方面的发现。在为数不多的关于委托理财的研究中，欧阳辉（2004）通过对上市公司委托理财动机及其后果的实证分析，指出：我国上市公司委托理财的产生和其实业经营能力差极度相关，而委托理财最终又造成了上市公司实业经营能力进一步下降。但该文并没有深入地讨论上市公司除实业经营能力之外的特征对公司委托理财行为的影响。

三、研究假说

1、控股股东持股比例

大量的案例、评论及欧阳辉（2004）均指出，在公司进行委托理财的前后，业绩会发生大幅度的下降。这种业绩滑坡，毫无疑问将损害公司的利益，进而损害股东的权益。而控股股东在公司中持有的权益越多，其利益受到的损失也就会越大。因此，我们提出的第一个假说为：

假说1：控股股东持股比例和上市公司实施委托理财行为的概率负相关。

2、机构投资者持股比例

通常认为，机构投资者有着专业的知识和丰富的经验，能够积极地参与到公司治理之中，有效地监督上市公司的管理人员。Jarrell, Poul sen (1987)和Brickley, Lease, Smith (1988)都指出机构投资者倾向于反对上市公司采取会使股东利益受到损害的行为。Shleifer 和 Vishny, McConnell, Servaes (1986)发现，机构投资者的确有效地约束了公司的管理人员，使他们以公司的真实业绩为目标，减少管理者人为的投机行为。Chung, Firth, Kim (2002)指出机构投资者的存在有效地制约了公司的盈余管理行为。Bushee (1998)的研究则指出，机构投资者持股比例高的公司，利用削减研发支出来提高利润的行为较少。江向才（2004）对中国上市公司的研究表明机构投资者持股的上市公司治理结构和信息透明度都相对较好。肖星和王琨（2005）也发现，机构投资者的存在减轻了上市公司资金被关联方侵占的情况。因此，我们认为机构投资者能够起到保护上市公司、保护投资者的作用。同时，机构投资者作为专业的证券投资机构，对委托理财所隐含的市场风险应当更为了解。因此，我们提出的第二个假说为：

假说2：机构投资者持股比例和上市公司实施委托理财行为的概率负相关。

3、董事会特征

Fama和Jensen (1983)认为董事会是负责监督管理层行为的关键的内部控制机制，并且董事会的人员构成是影响董事会监督管理层有效程度的重要因素。二者进一步的研究显示，拥有更高独立董事比例的董事会，在监督管理层方面更加有效。我们认为，对于上市公司的资金进入证券市场，从事委托理财这种高风险的行为，独立董事会从上市公司以及股东的利益出发加以反对。

除了独立董事的比例外，董事会的规模和非独立董事的背景也是本文关心的问题。Ocasio (1994)认为，董事会规模较大，有利于治理效率的提高，Zahra (1989)、Jensen (1993)则提出，董事会规模太大时，董事会就不是管理层行为的有效监督者。因此，本文希望探讨董事会会在上市公司委托理财的决策中到底发挥了什么样的作用。

此外，大多数相关的研究着重于讨论外部独立董事的职业背景，关于内部董事的职业背景对董事会监管效果的影响，人们知之甚少。从委托理财的角度来看，有财务背景的内部董事会更清楚地了解委托理财所包含的极大风险；而没有财务背景的内部董事则可能低估委托理财带来的风险，从而支持委托理财。因此本文提出如下假说：

假说3A：上市公司独立董事的比例和上市公司实施委托理财行为的概率负相关。

假说3B：董事会的规模和上市公司实施委托理财行为的概率有关。

假说3C：有财务背景的董事比例和上市公司实施委托理财行为的概率负相关。

4、公司最终控制人

中国的上市公司存在着各种类型的最终控制人：中央国资委，地方国资委，国有法人，非国有法人，自然人等。不同类型的最终控制人出于不同的激励动机，在公司决策中会有不同的表现。中央国资委为最终控制人的上市公司，往往规模较大且属于国民经济的支柱产业，因此这类公司在资金投向、进入股市等方面都会受到中央国资委严格的监管。而地方国资委的监管力度通常不如中央的有力，地方国资委最终控制的上市公司，由于监管缺位，在实际上更有可能造成“内部人控制”的局面，从而进行高风险的委托理财活动。而对于最终控制人为国有法人的上市公司而言，相对前两者而言，这类公司其内部的决策制定、投资行为等更是以公司的利益为导向的，也就更有可能规避委托理财的行为。因此，我们提出如下假说：

假说4A：公司实际控制人为中央国资委时，上市公司不倾向于实施委托理财行为。

假说4B：公司实际控制人为地方国资委时，上市公司倾向于实施委托理财行为。

假说4C：公司实际控制人为国有法人时，上市公司不倾向于实施委托理财行为。

四、研究方法数据来源

1、研究方法

由于2001年中股市开始持续走低，因此我们选择2002年作为本文的研究年度，考察当年上市公司新进行的委托理财的行为。对于委托理财行为发生时间的判定，我们以委托理财合同的签订日期为标准，即本文研究的是2002年同受托方签订合同的委托理财行为。为了探讨公司治理特征对委托理财行为的影响，本文采用匹配样本的方法。每一个有委托理财行为的上市公司所对应的匹配样本为与其处在同行业且规模最接近于该公司的公司(An Industry-Size Match)。对于有委托理财行为的上市公司和匹配的样本，我们使用如下逻辑回归模型，研究上文提出的假设1至假设4：

$$\text{ENTRUST} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONTROL} + \beta_2 \text{INSTITUTE} + \beta_3 \text{OUTDIR} + \beta_4 \text{BOARDSIZE} + \beta_5 \text{FINBOARD} + \beta_6 \text{NATIONAL} + \beta_7 \text{LOCAL} + \beta_8 \text{SOE} + \beta_9 \text{ROE} + \beta_{10} \text{LNSIZE} + \beta_{11} \text{LEVERAGE}$$

模型中各变量定义见表1。

2、数据来源

本研究中所有关于上市公司委托理财的数据以及董事是否有财务背景的情况都来自新浪网(finance.sina.com.cn)提供的各公司2002年年度报告中相关事项的说明，由作者手工收集而得。机构投资者持股比例来自中国经济中心色诺芬(Sinofin)证券市场数据库中前十大股东及前十大流通股东持股比例的数据，由作者将其中的机构投资者持股比例加总得到。实际控制人数据由作者根据色诺芬数据库中披露的实际控制人进行了分类。其他数据均直接来自色诺芬数据库。

五、实证分析结果

1、描述统计

我们发现，在本文的研究期间2002年中，共有62家上市公司新签订了97笔委托理财合同。62家公司的委托理财金额共近60亿元，委托理财最多的一家公司金额达到了5亿元，公司委托理财金额的中位数也有5500万元。

在2002年度上市公司的97次委托理财活动的相关信息披露中，其中57次有关于管理费用的说明。我们可以将管理费用分为四类：A 若委托理财收益小于委托金额的一定百分比，受托方不收取管理费；若超过该百分比，对于超过部分收取部分或者全部作为管理费用，共24次。B 若委托理财收益小于委托金额的一定百分比，受托方补偿委托方该差额；若超过该百分比，对于超过部分收取部分或者全部作为管理费用，共24次。C 无论委托理财收益为多少，受托方按照委托资金的一定百分比收取管理费，共7次。D 其他，共2次。委托理财情况的描述统计和具体的分布情况见表2及表3。

表4分别报告了全部样本公司、实施委托理财行为的公司和控制样本公司的各变量的描述统计结果。从中我们可以看到，实施委托理财行为的公司相对控制样本公司而言，独立董事的比例、控股股东的持股比例都较小，前者的实际控制人为地方国资委的较多，为国有企业的则较少。而后者的净资产回报率和负债率则相对较高。

表5报告了变量间的Pearson相关系数表。从表中可以看到，公司是否进行委托理财同独立董事的比例、实际控制人是否为国有企业呈显著的负相关，而同实际控制人是否为地方国资委则呈显著的正相关。此外，是否进行委托理财还同公司的资产负债率呈显著的负向关系。

2、回归结果分析

表6的结果显示，控股股东的持股比例与上市公司进行委托理财的概率负相关，且在0.05的水平上显著。表明控股股东能够意识到委托理财活动中存在的风险，因此，当其在上市公司中所占的股份越高时，就越不倾向于让公司进行委托理财。

独立董事的比例与上市公司进行委托理财的概率负相关，且在0.1的水平上显著。表明独立董事在委托理财的问题上，发挥了较好的监督、制约的作用，防止上市公司从事此类高风险的活动。同时，这也为监管部门约束上市公司的委托理财行为提供了一条可行的途径。

在最终控制人方面，最终控制人是否为地方国资委，与上市公司进行委托理财的概率负相关，且在0.1的水平上显著。表明实际控制人为地方国资委的公司，更倾向于实施委托理财的行为。而最终控制人是否为中央国资委和国有企业，则同上市公司委托理财的概率没有显著的关

系。

机构投资者的持股比例与上市公司进行委托理财的概率负相关，但在统计意义上不显著。这有可能是因为机构投资者囿于持股比例的限制，无法在治理机制中发挥更大的作用，影响公司的行为。

董事会的规模、具有财务背景的董事比例均与上市公司进行委托理财的概率正相关，但在统计意义上不显著。表明董事会并非上市公司委托理财的决定因素，而具有财务背景的董事在委托理财的问题上没有起到我们预想中的抑制作用。

在控制变量方面，资产负债率与上市公司进行委托理财的概率负相关，且在0.05的水平上显著。表明负债较多的公司不倾向于进行委托理财。一方面，负债多的公司资金可能较为紧张，无力抽出资金参与理财活动；另一方面，这类公司也可能受到了债权人较为严格的贷前或贷后监督，因此无法进行委托理财。净资产收益率与上市公司进行委托理财的概率负相关。表明绩优公司不倾向于进行委托理财。此外，公司的规模与上市公司进行委托理财的概率正相关。

八、结论与政策建议

通过对2002年我国上市公司委托理财行为的研究，我们发现，上市公司在进行委托理财后，业绩相对理财之前有显著的下降。从公司治理的角度来看，控股股东的持股比例、独立董事的比例与上市公司进行委托理财的概率显著负相关，实际控制人为地方国资委则与上市公司进行委托理财的概率显著正相关。此外，资产负债率与上市公司进行委托理财的概率显著负相关。

上市公司进行委托理财，不仅是对经济资源的一种浪费¹，在当前股市持续低靡的情况下，还对上市公司、进而对股东的利益造成了严重的损失。因此，为了遏制上市公司委托理财的行为，从本文的研究结果出发，我们建议，应将委托理财事项纳入独立董事应当发表独立意见的上市公司重大事项范畴，由其向董事会或股东大会发表独立意见。此外，还应当将国有上市公司委托理财的行为与国有资产的保值增值相联系，加强地方国资委对所控制的上市公司的监督。

参考文献：

¹ 上市公司的资金是属于股东的，即使上市公司进行委托理财获得了较好的回报，该过程也不是效率最优的；因为股东完全可以将其资金直接委托给专业的理财机构，而不必经过上市公司这一“中介”。

巴曙松，圈钱游戏中的“恶庄”与委托理财，现代管理科学，2001年第3期

陈湘永，丁楹，我国上市公司委托理财的实证分析，管理世界，2002年第3期

何燎原，深市上市公司委托理财专题研究，证券市场导报，2004年11月号

夏斌，张承惠，委托理财：政出多门可以休矣，财经日报，2003年5月24日

欧阳辉，我国上市公司委托理财的实证分析，北京大学硕士论文，2004

江向才，公司治理与机构投资人持股之研究，南开管理评论，2004，(1): 33-40.

肖星，王琨，证券投资基金：投资者还是投机者？清华大学经管学院工作稿，2004.

钟田丽，贾立恒，杜淑洁，独立董事比例与上市公司自愿披露程度的相关性，东北大学学报（自然科学版）第26卷第8期

Biao Xie, Wallace N. Davidson III, Peter J. DaDal t. . Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee, Journal of Corporate Finance, 9 (2003) 295 – 316

Bushee, B. . The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior , The Accounting Review, 1998, (73): 305-333.

Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith. 1988. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. Journal of Financial Economics 20 (1-2), 267-291.

Chung, R., Firth, M., Kim, J.B. . Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management, Journal of Corporate Finance, 2002, (8): 29-48.

Fama E. F., Jensen M C. . Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301—325.

Jarrell, G. A., and A. B. Poul sen. Shark Repellents and Stock-Prices - the Effects of Antitakeover Amendments since 1980. Journal of Financial Economics , 1987 , 19 (1), 127-168.

Jensen, M. C. . The modern industry revolution, exit and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 1993 , 48 : 831 - 880

Ocasio, William. Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960-1990 , *Administrative Science Quarterly* , 1994 , 39 (2): 285 - 313

Shleifer, A. , Vishny, R. . Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 1986, 94: 461-488.

Webb, R. , M. Beck, R. McKinnon. . Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance, *Institutional Investor Participation*, 2003, 11: 65-73.

Zahra , Shaker A. , Pearce , John A. . Boards Of Directors And Corporate Financial Performance , *Journal of Management* , 1989 , 15 (2): 291 - 335

表 1 变量名称及定义

变量名称	定义
因变量	
ENTRUST	在 2002 年是否有新的委托理财的行为；哑变量，有为 1，没有为 0
自变量 - 研究变量	
CONTROL	控股股东持股比例
INSTITUTE	机构投资者持股比例
H5	Herfindal_5 指数，前 5 大股东持股比例的平方和
OUTDIR	独立董事在董事会中的比例
BOARDSIZE	董事会人数
FINBOARD	具有财务背景的董事人数在董事会中的比例
NATIONAL	实际控制人是否为中央国资委；哑变量，有为 1，没有为 0
LOCAL	实际控制人是否为地方各级国资委；哑变量，有为 1，没有为 0
SOE	实际控制人是否为一般国有企业；哑变量，有为 1，没有为 0
自变量 - 控制变量	
LNSIZE	总资产的对数值
LEVERAGE	资产负债率，总负债/总资产
ROE	净资产收益率，净利润/净资产

表 2 上市公司委托理财描述统计表

Panel A：数量	
发生委托理财的公司数量	62
发生委托理财的次数	97
Panel B：金额（单位：万元；按公司统计）	
总计	596316
平均值	9618
中位数	5500
最小值	100
最大值	50000
25%分位数	3000
75%分位数	12875
Panel C：管理费用支付方式（按次数统计）	
A类	24
B类	24
C类	7
D类	2

注：2002年度上市公司共有97次委托理财活动发生，其中57次有关于管理费用的说明。我们可以将管理费用分为四类：A 若委托理财收益小于委托金额的一定百分比，受托方不收取管理费；若超过该百分比，对于超过部分收取部分或者全部作为管理费用。B 若委托理财收益小于委托金额的一定百分比，受托方补偿委托方该差额；若超过该百分比，对于超过部分收取部分或者全部作为管理费用。C 无论委托理财收益为多少，受托方按照委托资金的一定百分比收取管理费。D 其他

金额（百万）	1-70	70-140	140-210	210-280	280-350	350-420	420-500
公司数	37	12	7	1	3	1	1

表3 上市公司委托理财金额分布表

表 4 变量描述统计表

统计量	CONTROL	INSTITUTE	OUTDIR	BOARDSIZE	FINBOARD	NATIONAL	LOCAL	SOE	ROE	LNSIZE	LEVERAGE
全部样本											
样本数	122	122	122	122	122	122	122	122	122	122	122
均值	46.75	3.26	0.24	10.18	28.69	0.16	0.44	0.28	0.21	21.18	0.39
中位数	50.31	1.35	0.22	10.00	25.00	0.00	0.00	0.00	0.18	21.12	0.39
标准差	17.70	5.60	0.10	2.15	19.11	0.36	0.50	0.45	0.16	0.85	0.17
最小值	14.80	0.00	0.00	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.25	19.39	0.07
最大值	83.75	30.06	0.50	16.00	100.00	1.00	1.00	1.00	0.82	23.69	0.83
四分之一位数	29.64	0.41	0.18	9.00	14.29	0.00	0.00	0.00	0.11	20.58	0.27
四分之三位数	60.83	3.24	0.29	11.00	40.71	0.00	1.00	1.00	0.27	21.61	0.51

表 4 变量描述统计表 (续)

统计量	CONTROL	INSTITUTE	OUTDIR	BOARDSIZE	FINBOARD	NATIONAL	LOCAL	SOE	ROE	LNSIZE	LEVERAGE
发生委托理财的公司											
样本数	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
均值	45.68	2.67	0.22	10.36	29.02	0.16	0.56	0.18	0.18	21.18	0.36
中位数	50.30	1.01	0.22	10.00	25.00	0.00	1.00	0.00	0.14	21.12	0.34
标准差	17.01	4.62	0.09	2.03	21.08	0.37	0.50	0.39	0.14	0.87	0.17
最小值	16.72	0.00	0.00	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	19.39	0.07
最大值	73.11	24.87	0.44	16.00	100.00	1.00	1.00	1.00	0.61	23.65	0.74
四分之一位数	28.71	0.28	0.18	9.00	12.50	0.00	0.00	0.00	0.10	20.57	0.22
四分之三位数	59.16	2.69	0.27	11.00	36.93	0.00	1.00	0.00	0.21	21.59	0.46
未发生委托理财的公司											
样本数	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
均值	47.83	3.85	0.26	10.00	28.37	0.15	0.33	0.38	0.24	21.17	0.43
中位数	51.85	1.89	0.22	9.00	25.00	0.00	0.00	0.00	0.21	21.12	0.41
标准差	18.45	6.42	0.10	2.27	17.09	0.36	0.47	0.49	0.18	0.83	0.17
最小值	14.80	0.00	0.00	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.25	19.52	0.08
最大值	83.75	30.06	0.50	15.00	57.10	1.00	1.00	1.00	0.82	23.69	0.83
四分之一位数	30.30	0.50	0.18	9.00	14.84	0.00	0.00	0.00	0.13	20.58	0.30
四分之三位数	62.97	4.19	0.33	11.00	43.65	0.00	1.00	1.00	0.30	21.62	0.54

表 5 变量间 Pearson 相关系数表

	ENTRUST	CONTROL	INSTITUTE	OUTDIR	BOARDSIZE	FINBOARD	NATIONAL	LOCAL	SOE	ROE	LNSIZE	LEVERAGE
ENTRUST	1	-.061	-.106	-.200**	.084	.017	.023	.231***	-.219**	-.018	.010	-.206**
CONTROL		1	-.197*	.027	.073	-.107	.101	.138	-.087	.228**	.155*	-.328***
INSTITUTE			1	.089	.134	-.147	.174*	-.126	-.089	-.193**	.251***	.148
OUTDIR				1	-.510***	.133	.033	.016	-.062	.055	.007	-.060
BOARDSIZE					1	-.108	.154*	-.129	.033	-.039	.202**	-.023
FINBOARD						1	.032	-.125	.111	.144	-.061	.105
NATIONAL							1	-.383***	-.267***	.020	.100	-.099
LOCAL								1	-.554***	.070	.050	-.113
SOE									1	.001	-.112	.144
ROE										1	.263***	-.212**
LNSIZE											1	.020
LEVERAGE												1

*表示在 0.1 的水平下显著；**表示在 0.05 的水平下显著；***表示在 0.01 的水平下显著

表 6 回归结果

被解释变量：是否参与委托理财，是为 1，否为 0				
解释变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
CONSTANT	-1.484	-.395	-1.522	2.611
CONTROL	-.026**	-.025**	-.026**	-.027**
INSTITUTE	-.064	-.055	-.058	
OUTDIR		-4.232*		-4.929**
BOARDSIZE	.075			
FINBOARD			.005	
NATIONAL				.670
LOCAL				1.169*
SOE				-.227
ROE	-2.289*	-1.908	-2.524*	-1.615
LNSIZE	.173	.205	.205	.035
LEVERAGE	-2.627**	-3.009**	-2.631**	-2.825**
Loglikelihood	155.106	151.770	155.580	144.730
样本量	122	122	122	122

*表示在 0.1 的水平下显著；**表示在 0.05 的水平下显著