



高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校社会科学
发展研究中心资助出版

控股股东 与上市公司股利政策

Controlling Shareholders
and the Listed Companies' Dividend Policies

李春玲 © 著



人民出版社



高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校社会科学
发展研究中心资助出版

控股股东 与上市公司股利政策

李春玲 © 著



人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

控股股东与上市公司股利政策 / 李春玲著. —北京: 人民出版社, 2009
(高校社科文库)

ISBN 978-7-01-008512-8

I. 控… II. 李… III. 上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 214113 号

控股股东与上市公司股利政策

KONGGU GUDONG YU SHANGSHI GONGSI GULI ZHENGCE

李春玲 著

策划编辑:刘智宏

责任编辑:彭友 刘智宏

封面设计:阳洪燕

出版发行:人民出版社

地址:北京市朝阳区门内大街 166 号

邮编:100706

邮购电话:(010)65250042/65289539

印刷:北京京都六环印刷

经销:新华书店

版次:2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月北京第 1 次印刷

开本:730 毫米×970 毫米 1/16

印张:11

字数:205 千字

书号:ISBN 978-7-01-008512-8

定价:26.00 元

著作权所有 侵权必究

序

上市公司的股利政策是利益在各相关方之间进行均衡的关键环节。尽管证监会已经将现金分红作为公司上市和增发新股的约束条件,但是在上市公司的实际分配过程中,股利政策仍然极不规范。这种分配状况使股利政策失去信号作用,带来很多不良后果:一方面,广大流通股股东即便获得公司发展的真实信息,也不能从中获得期望的收益,只好通过买卖股票差价获得资本利得,从而使得证券市场上投资气氛淡薄而投机气氛浓郁;另一方面,债权人出于对风险的考虑而对贷款持谨慎态度,造成市场资金短缺,这也是我国证券市场发展缓慢和运行不规范的重要原因。

目前,关于上市公司股利政策的影响因素的研究已较为丰富,但是多数是基于公司财务指标,而很少涉及控制权问题。事实上,公司的控制权结构,具体地说,是控股股东的特征,从本质上决定了包括股利政策在内的公司财务决策。

我国上市公司普遍存在控股股东,股利政策也必然存在严重的控股股东利益导向。这本专著从最终控制人的角度出发,通过博弈分析、实证研究和案例研究等方法,研究了终极控股股东对上市公司股利政策的影响,揭示了上市公司股利政策的最实质性的影响因素。该选题不仅在学术上有较高的研究价值,而且对于研究所有权和控制权分离导致的“第二类”委托代理问题、客观评价控股股东收益、科学维护中小股东利益以及重新认识上市公司的理财目标都具有比较重要的指导意义。

纵观全书,本人认为这本专著的创新之处体现在以下几个方面:(1)从最终控制人角度研究上市公司的股利政策问题,研究中突出问题实质,有较强的针对性。

(2)从培养中小股东的投资意识,培育健康发展的资本市场的角度,提出了中小股东利益的发展观和全局观,指出考察中小股东利益应该从发展的角度出发,关注在上市公司整个存续期间内流通股股东的整体财富变化。(3)从股利分配的角度提出了控股股东利益最大化的财务管理目标假说,并通过一系列研究结论对该假说进行了验证。在控股股东控制机制下,该假说为进一步研究上市公司的股利分配政策、合理评价控股股东的行为提供了理论支持和研究素材。(4)在研究结果的基础上,提出了一系列规范控股股东行为、优化上市公司资本运营行为的政策措施。这些政策建议将有助于指导监管部门制定政策促进资本市场健康发展、上市公司加强公司治理提升企业价值以及中小投资者和债权人保护自身权益。

这本专著是在李春玲的博士论文的基础上,结合其最新的研究成果,经过修改而成的。作者扎实的理论功底、渊博的学识、流畅的文笔和严谨的写作态度,使得这本专著兼具专业性和易读性。

将控制权引入股利分配问题的研究中,是公司财务管理的一个新的研究领域,这本专著在这方面进行了很好的尝试。诚然,在该领域中,还有很多理论和实务问题需要进一步研究。希望李春玲博士在今后漫长的学术生涯中,再接再厉,坚持不懈,取得更多的研究成果。

王化成

2009年6月于中国人民大学

目 录

CONTENTS

序(王化成) 1

导 论 1

- 一、研究背景 1
- 二、研究目的和意义 19
- 三、研究问题的界定 21
- 四、研究方法和研究思路 23

第一章 控股股东与上市公司的所有权和控制权 26

- 一、所有权理论 26
- 二、控制权理论 31

第二章 控股股东与股利政策 41

- 一、股利政策理论的发展 41
- 二、股利政策影响因素研究综述 54
- 三、控股股东与股利政策之间的关系 57
- 四、本书的研究契机 61

第三章 控股股东对股利分配政策影响的博弈分析 63

- 一、博弈方法选择 63
- 二、股利分配过程博弈 63
- 三、股利分配监管博弈 70
- 四、本章小结 83

第四章 控股股东对股利分配政策影响的实证研究 85

- 一、控股股东特征描述 85
- 二、控股股东对股利分配倾向影响的实证研究 90
- 三、控股股东对股利分配力度影响的实证研究 100
- 四、本章小结 110

第五章 控股股东对股利分配政策影响的案例研究 115

- 一、案例研究方法选择 115
- 二、佛山照明股利分配案例研究 116
- 三、青鸟系股利分配案例研究 135
- 四、本章小结 151

第六章 研究结论及展望 154

- 一、主要研究结论与政策建议 154
- 二、研究的局限性及进一步研究的方向 159

主要参考文献 162

后 记 166

导 论

一、研究背景

20 世纪 80 年代以来,世界各国上市公司的股权集中度越来越高,公司控制权也越来越集中,各种类型的公司中都普遍出现了控股股东。控股股东与上市公司的关系问题也成为公司治理的一个特殊内容。控股股东是在实质上掌握公司控制权的大股东,控股股东的存在对上市公司的财务决策产生了重要的决定性作用,这其中包括财务活动的重要环节——股利分配。多项研究均发现,控股股东具有以自身利益最大化为导向制定财务决策的动机。^①我国上市公司的股利分配政策很不规范,控股股东利益导向严重,流通股股东和上市公司利益往往被忽视。而关于控股股东对股利政策的影响方面的理论研究目前尚处于起步阶段,无论是国内还是国外,研究成果都较少。基于以上背景,本书选取“控股股东与上市公司股利政策”为题目,旨在通过多种研究方法,从不同的角度分析控股股东对上市公司股利分配政策的决定作用,以及由此导致的对上市公司本身、中小股东和其他利益相关方的影响。

① 如斯图尔兹(Stulz, 1988),霍尔德内斯(Holderness)和希恩(Sheehan)(1988),迈克尔森(Mikkelsen)和帕奇(Parth)(1989),霍尔德内斯、克罗兹纳(Kroszner)和希恩(1999),巴克曼(Backman, 1999),章卫东和王乔(2003)等人的研究表明,控股股东会根据自身利益决定上市公司的融资决策。而霍尔德内斯和希恩(1988)、赵明铉(Myeong-Hyeon Cho)(1998)、刘朝晖(2002)等人的研究表明控股股东对上市公司的投资决策具有重要影响。控股股东对股利政策的影响作用见本书第二章的相应内容。

(一) 控股股东存在的普遍性

伯利(Berle)和米恩斯(Means)提出了著名的所有权与控制权的分离理论,^①该理论是建立在公司股权极为分散、股东和经理分别掌握公司的所有权和控制权的经济背景之下的。该理论对后来几十年的学术研究和管理实践发挥了重要的导向作用。四十余年后,詹森(Jensen)和迈克林(Meckling)在他们的一篇关于代理理论的文章中还应用该理论分析了分散股东与职业经理之间的矛盾问题。^②随后的几年内,公司控制权问题得到了充分的讨论。1983年的 *Journal of Financial Economics* 中有16篇文章均涉及公司控制权问题。但是,这一时期的文章几乎都没有涉及控股股东或管理者持股。然而,随着这些文章的发表,人们逐渐认识到,在很多大公司中股权都越来越集中。20世纪80年代,一些学者开始质疑所有权分散的广泛性和现实性。德姆塞茨(Demsetz)、里恩(Lehn)、施莱费尔(Shleifer)和维施尼(Vishny)等的研究都发现,并不是所有公司的所有权结构都是分散的,在美国的一些大公司也存在所有权集中的现象。^③即使在《财富500》和纽约证交所的上市公司中,最大股东的平均持股比例也高达15.4%。^④英国的情况与美国相似,最大股东的平均持股比例为14.4%;而欧洲大陆国家股份公司的股权结构更为集中,德国最大股东的平均持股比例为49.6%,奥地利最大股东的平均持股比例为52.4%,西班牙为40.09%;^⑤日本的交叉持股及主银行持股使得股权高度集中,而东南亚的金字塔式股权结构使得这些地区的股权更为

-
- ① A. A. Berle and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Press, 1932.
 - ② M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.
 - ③ H. Demsetz, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, pp. 375-390; H. Demsetz and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985, pp. 1155-1177.
 - ④ M. C. Jensen and J. B. Warner, "The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 3-24.
 - ⑤ 夏冬林:《我国上市公司股东大会功能分析》,《会计研究》2000年第3期,第12~17页。

集中。^①大量的所有权集中的经验证据使学者们开始意识到:在许多国家的大公司中,重要的代理问题并不是伯利和米恩斯提出的分散的外部股东和管理者之间的冲突,而是外部投资者与控股大股东之间的矛盾。

控制权源于所有权,所有权的集中必然带来控制权的聚积,控股股东就会自然出现。控股股东的普遍存在,对公司治理以及财务决策等诸多方面产生了深刻的影响。

(二) 控股股东在公司治理中的作用

控股股东对公司治理的影响作用主要体现在两个方面,即治理机制和治理效率。

1. 控股股东的公司治理机制

控股股东治理的主要机制包括:(1)直接控制。控股股东往往利用持有的大额投票权和在公司董事会的绝对优势对公司施加直接影响。日本的主银行制、德国的全能银行制、东南亚国家(地区)的家族企业以及中国的国有企业都是控股股东直接控制的典型代表。(2)提交议案。控股股东议案所获得的支持率会远高于其他投资者。吉兰(Gillan)和斯塔克斯(Starks)的研究表明,控股股东议案的支持率是个人投资者议案支持率的1.75倍。(3)通过监督向管理层施加压力或者替换管理者。施莱费尔和维施尼、格罗斯曼(Grossman)和哈特(Hart)均发现控股股东的持股比例越高,董事会成员的更换速度就越快。^②

2. 控股股东对公司治理效率的影响

控股股东对公司治理效率的影响包括正面影响和负面影响。

正面影响主要表现在控股股东治理有利于解决所有权与经营权分离引起的

① A. Shleifer and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, 1997, pp. 461-488; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, 1999, pp. 471-517; S. Claessens, S. Djankov, and L. H. P. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 81-112.

② A. Shleifer and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, 1986, pp. 461-488; S. Grossman and O. Hart, "The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical Integration", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, pp. 361-385.

代理问题。形成这种状况的原因,一方面是因为控股股东的利益更多地与公司利益相关,普遍存在的监督甚至控制对管理者的激励会使管理人员的行为更多地满足股东利益最大化的需要,这样,控股股东对自身利益的主观追求就会导致代理成本减少的客观结果,即产生了控股股东治理的“利益趋同效应”。另一方面是因为对管理者的监督是一种公共物品,即对管理者的监督成本不能按照股东所持股份分担但是获得的收益却可以按照持股比例分享,所以小股东往往考虑到监督成本与收益的配比关系从而放弃监督,采取“搭便车”的行为,只有大股东的持股比例达到一定程度,即进行监督的收益超过监督成本时,大股东才会提供这种公共物品。赞成大股东控制的学者从理论和实证的角度论证了控股股东控制型公司治理的效率。霍尔德内斯和希恩分析了 1978 ~ 1984 年期间美国的 114 家^①第一大股东所有权大于 50% 但小于 100% 的上市公司,在这 114 家大公司中,有 27 家是在 1978 ~ 1984 年期间成为控股股东治理型企业的,但只有 13 家在相同期间内不再是控股股东治理型企业。因此,大公司中控股股东的所有权几乎没有净流出,表明控股股东控制的公司控制权结构符合市场自身的选择。也就是说,作为一种有效的公司组织形式,控股股东治理具有生命力。他们的研究还表明,控股股东不仅仅监督公司的经营,而且还会亲自经营公司。^② 因此,施莱费尔和维施尼、约翰逊(Johnson)等、伯卡特(Burkart)等认为,在那些对中小股东的利益缺乏有效法律保护措施的国家,股权的集中是保护中小股东的一种补充和替代方式。^③

控股股东治理的负面影响主要表现在控股股东具有侵害(Expropriate)其他投资者利益的倾向,即产生了控股股东治理的“利益侵占效应”,导致存在控股股东的公司外部融资发生困难,尤其是债务融资的困难,使得控股股东失去了债务的硬约束。另外,中小股东也会由于与控股股东在控制权和投票权等方面的悬殊而

-
- ① 这些样本公司必须在连续两年内存在满足要求的控股股东,而且只有在存在满足要求的控股股东存在的年份内才会被选中。
- ② Clifford G. Holdress and Dennis P. Sheehan, “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 317-346.
- ③ A. Shleifer and R. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 95, 1986, pp. 461-488; S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Tunneling”, *American Economic Review*, Vol. 90, 2000, pp. 22-27.

失去参与公司治理的积极性。再有,控股股东治理的公司会由于控股股东的意志而使得公司的并购接管等产生困难,使得公司丧失一些有利的发展机会。如哈特指出,只要控股股东不持有 100% 的股份,他就不会全力进行监督和干预,而且控股股东可能会利用投票权以牺牲小股东利益为代价来为自己谋取私利。^① 霍尔德内斯和希恩也指出,由于控股股东的投资行为不易被监督,所以控股股东很可能会通过投资活动侵害其他股东的利益,如果缺乏对控股股东行为的约束,市场上的投资者就会减少向该公司的投资。^②

拉波特(La Porta)、莫克(Morck)以及克莱森斯(Claessens)等人研究了控股股东和中小股东之间的利益冲突以及控股股东侵占中小股东利益的方式。他们认为,当控股股东有效地控制了公司,则控股股东的决策可能会对中小股东的利益造成侵蚀,如不支付股利,随意使用公司的资产而只支付很少的或根本不支付任何价格,将公司的利润转移到控股股东所控制的其他公司,利用公司合并重组等资本运营方式来实际上增加控股股东对公司资产和收益的相应求偿权而减少中小股东的求偿权等。^③ 克莱森斯、扬可夫(Djankov)和郎(Lang)等人研究了亚洲一些国家和地区的家族控股企业,他们的结论表明,在亚洲国家,大股东的侵蚀问题已成为企业中主要的代理问题。^④

3. 控股股东对公司价值的影响

公司价值是衡量公司治理效率的一个主要指标。

目前关于控股股东与公司价值之间关系的研究,主要集中在控股股东持股比例与公司价值之间的关系上。现有的研究结果体现出三种观点,即控股股东持股

① O. Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford: Clarendon Press, 1995.

② Clifford G. Holdress and Dennis P. Sheehan, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 317-346.

③ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, Vol. 7, 2002, pp. 1147-1170; R. Morck, A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: A Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 293-316; S. Claessens, S. Djankov, J. Fan, and L. H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57, 2002, pp. 2379-2408.

④ S. Claessens, S. Djankov, and L. H. P. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 81-112.

比例与公司价值正相关、负相关和不相关。

最早阐释控股股东与公司价值关系的学者是莫克、施莱费尔和维施尼。他们检验了1980年《财富500》中的371个样本公司后发现,公司内部控股股东^①的持股比例低于5%时,公司价值随着控股股东持股比例的增加而上升;公司内部控股股东的持股比例介于5%~25%之间时,公司价值随着控股股东持股比例的增加而下降;公司内部控股股东的持股比例超过25%之后,公司价值又会随着控股股东持股比例的增加而缓慢上升。他们用同样的方法对外部控股股东的持股比例与公司价值之间的关系进行了检验,得到了同样的锯齿形的结果。^②

麦康奈尔(McConnell)和瑟韦斯(Servaes)用与莫克、施莱费尔和维施尼同样的方法,对在纽约证券交易所和美国证券交易所上市的公司进行了检验,他们的研究表明:当内部大股东的持股比例低于40%~50%时,托宾Q值是单调递增的;当内部大股东的持股比例超过40%~50%时,托宾Q值缓慢下降。他们还发现托宾Q值与是否存在外部大股东及其持股比例无显著关系。^③

科尔(Kole)通过新的数据,利用和莫克、施莱费尔和维施尼及麦康奈尔和瑟韦斯同样的回归方法,得到了与莫克、施莱费尔和维施尼类似的结果。^④而迈赫兰(Mehran)的研究却表明公司的价值与控股股东的持股比例没有显著的相关性。^⑤类似地,希默尔伯格(Himmelberg)、哈伯德(Hubbard)和伯利亚(Palia)采用了不同的研究方法得出控股股东的持股比例对公司价值没有显著影响的结论。^⑥德姆塞茨和里恩以及霍尔德里斯和希恩也得出了类似的股权结构与公司价值无

① 所谓的内部控股股东是指既是公司控股股东又作为公司管理者的股东。外部控股股东指不担任公司管理工作的控股股东。

② R. Morck, A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: A Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 293-316.

③ John J. McConnell and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990, pp. 595-612.

④ Stacey R. Kole, "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, 1995, 413-435.

⑤ H. Mehran, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 1995, pp. 163-184.

⑥ Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard, and Darius Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, 1999, pp. 353-384.

关的结论。^①

国内学者在这方面的主要研究成果如下:孙永祥、黄祖辉认为企业价值是第一大股东持股比例的二次函数,随着第一大股东持股比例的提高,公司的托宾 Q 值先是开始上升,当第一大股东的持股比例超过 50% 后,托宾 Q 值开始下降。^②徐晓东、陈小悦以 1997 年以前在中国上市的 508 家上市公司 1997 ~ 2001 年 5 年间的 2540 个观察值为样本,研究了第一大股东的所有权比例与企业业绩之间的关系,发现上市公司的第一大股东的持股比例与企业业绩之间存在着较为显著的 M 形“区间效应”,并且这种区间效应及规律存在于不同所有制的企业,具有相当的稳定性。^③

(三)控股股东在上市公司财务决策中的作用

1. 控股股东对上市公司投资决策的影响

控股股东对公司投资政策的影响主要研究成果集中在以下几个方面:

(1) 股权集中度与投资规模之间的相关性

占据管理层或董事会成员位置的控股股东可以利用其控制权影响公司的投资政策。霍尔德内斯和希恩对此问题的研究结果表明:拥有控股股东的公司通常在广告费、研发费上投入较多的资金,但这一实证研究结果并不具有统计上的显著性。他们据此得出的结论是:拥有控股大股东的公司,其投资政策与其他公司并无不同,即控股大股东对投资政策无实质性影响。^④

里(Peggy M. Lee)和休(Hugh)分析对比了美国和日本公司股权结构对研发费用投资的影响。经验证据显示,股权集中度的水平以及它对投资政策的影响在

① H. Demsetz and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985, pp. 1155-1177; Clifford G. Holdress and Dennis P. Sheehan, “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 317-346.

② 孙永祥、黄祖辉:《上市公司的股权结构与绩效》,《经济研究》1999 年第 12 期,第 23 ~ 30 页。

③ 徐晓东、陈小悦:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》2003 年第 2 期,第 64 ~ 74 页。

④ Clifford G. Holdress and Dennis P. Sheehan, “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 317-346.

各个国家是不同的,这种差异主要是由于动机和激励上的不同。在美国,股权集中度与公司的研发费用投资正相关,说明代理理论在美国公司中是适用的,增加的股权集中度平衡了股东和自利的经理的力量。而在日本,增加的股权集中度并不会影响到研发费用的投资水平,其原因是其大股东担任了管家的角色,他们监督经理,提供资本(债务和股权),提供和获得信息,甚至还是公司的供应商。大股东能够很好地获得公司内部信息,并积极地参与公司决策。所以,管理政策和公司治理的影响必须放在特定的文化和制度环境中考虑,这种文化和制度环境创造了管理政策和公司治理的交互关系和路径依赖。

国外的研究还表明,当公司的控股股东没有对经营管理层采取实质性的监督,公司政策就可能出现内部人控制。对于现代公司采取什么样的资本支出决策原则,存在颇多争议。其中代理理论认为,管理者的声望、未来的收入流、对企业的控制权、可获得的私人利益等与企业规模相关。企业进行投资决策的出发点并不是为最大化企业市场价值,而是寻求最大化企业规模,从而可能导致企业过度投资。也就是说,管理者确定的投资水平会超过投资资金的边际收益率刚好等于市场要求的投资收益率时的投资水平。资本支出的代理理论观点也常被人们称为资本支出的“最大化企业规模假设”,其代表人物主要有詹森和斯图尔兹。

詹森认为,在所有权与控制权相分离的现代企业,管理者有动机引致企业成长超过其最优规模,从而导致管理者与股东之间的利益冲突,而在有大量自由现金流量的企业中,这种冲突更为严重。管理者之所以可能以股东的利益为代价追求企业规模的扩大,原因在于:一是企业增长可增加管理者可控制的资源从而增加其权力;二是管理者的报酬也与企业增长相联系,因为管理者的报酬变化与企业销售增长正相关;三是企业通过职位晋升而不是年复一年的奖金激励中层管理者的趋势也创造了一个强大的倾向于增长的组织偏见,以为这种以晋升为基础的激励体系提供激励中层管理者所需要的职位。^①

斯图尔兹认为,如果满足以下三个条件,管理者就会有动机以不与股东财富最大化一致的方式行事:①管理者能使用企业的投资最大化个人投资组合;②企业规模越大,管理者的声望越高;③随着企业规模的扩大,他们能获得更高的薪水

① M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, pp. 323-329.

和更多的在职消费。尽管这些理由中的任何一个足以引致管理者偏离股东财富最大化目标,但斯图尔兹认为,通常的理由是管理者对更大的在职消费机会的渴望。更为明确的是,每一单位投资被假设为给管理者带来一个正的非随机的在职消费额。斯图尔兹进一步假设,管理者获得固定的工资和在企业没有其他投资。根据这些假设,斯图尔兹认为管理者可能将所有可获得的资金,包括企业现有资产产生的资金和通过外部融资渠道筹集的资金,投资于所有可获得的新投资机会。当然,管理者将首先偏好投资于 NPV 为正的投资项目,但也会将任何内部产生的资金的剩余部分和他通过外部融资渠道所能筹集到的资金投资于坏项目。如斯图尔兹将投资于 NPV 为负的投资项目称为管理者操控性过度投资成本(The Overinvestment Cost of Managerial Discretion)。^①

国内方面,刘朝晖通过建立控股股东与证券市场之间相互博弈的微观经济模型讨论控股股东非效率投资的动因和模式,并以五粮液的非效率投资和 ST 棱光的亏损机制为典型案例对模型进行了检验。他指出,控股股东通过自身与上市公司之间的关联交易进行外部套利的行为动机来自于实现自身利益最大化,而控股股东对外部收益的追求将导致上市公司进行非效率投资,并最终走向崩溃。^②

(3) 控股股东对投资多元化的影响

从理论上讲,已有的理论观点认为,对股东而言,公司投资多元化(Corporate Diversification)既有潜在的收益,也存在潜在的成本。投资多元化的潜在收益主要表现在其可能创造有效率的内部资本市场和经济的经营规模,提高债务承受能力,从而增加企业价值。这方面的代表人物主要有韦斯顿(Weston)、威廉森(Williamson)、卢埃林(Lewellen)、钱德勒(Chandler)和斯泰因(Stein)。投资多元的潜在成本主要表现在其可能导致无效率的横向补贴、自由现金流量滥用、管理者寻租行为和资源分配中的内部权力斗争,从而破坏企业价值。这种观点的支持者主要有詹森、梅耶尔(Meyer)、伯格(Berger)、拉蒙(Lamont)、希恩(Shin)和斯图尔兹、沙尔夫斯泰因(Scharfstein)和斯泰因以及拉詹(Rajan)等。

① R. Stulz, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 25-54.

② 刘朝晖:《外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策》,《世界经济》2002年第7期,第71~79页。

从实证角度看,郎、斯图尔兹、伯格和奥菲克(Ofek)、希恩(Shin)以及拉詹等学者的实证研究结果显示,投资多元化导致企业价值打折。虽然,马斯基莫维克(Maskimovic)和菲利普斯(Phillips)对上述学者的研究结论提出了质疑,但是,丹尼斯(Denis),陈(Chen)和万(Wan)认为,平均而言,投资多元化成本超过投资多元化收益。

如果投资多元化与企业价值减少相联系(平均而言),企业为什么要保持多元化?代理理论认为,投资多元化也许对管理者有利,即管理者从投资多元化中获得的私人收益超过他们的私人成本,因此管理者有个人动机这样做。如詹森认为,投资多元化使管理者有机会进行帝国建设、增加支出和减少雇佣风险,管理者的权力及声望与其管理的企业规模相联系;詹森和墨菲(Murphy)认为,管理者报酬与企业规模相联系;阿米胡德(Amihud)和列弗(Lev)认为,多元化投资减少管理者不可分散的个人投资组合风险;施莱费尔和维施尼认为,投资多元化帮助管理者成为企业不可缺少的人物。结果是,即使投资多元化减少股东财富,管理者仍然维持多元化战略。在这一假设下,管理者只有遇到来自内部或外部监督压力时,才会降低投资多元化水平。所以,控股股东的存在,会在一定程度上抑制管理者的投资多元化行为。^①

国外许多学者对投资多元化的代理理论假设进行了检验,如阿米胡德和列弗发现,管理者控制型企业与至少拥有一个大股东的企业相比,投资更多元化。他们认为,没有受到监督的管理者趋向于采用非盈利的投资多元化战略,这种战略是以股东利益为代价而用来减少风险的手段。^② 希尔(Hill)和斯内尔(Snell)发现,管理者持股比例与公司投资多元化战略之间存在负的相关关系。^③ 列伯斯凯德(Liebeskind)和奥普勒(Opler)发现私人企业与可比的公众企业相比,投资多元化

① Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, pp. 323-329; A. Shleifer and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, 1986, pp. 461-488.

② Y. Amihud and B. Lev, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, 1981, pp. 605-617.

③ Charles W. L. Hill and Scott A. Snell, "External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research Intensive Industries", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 1988, pp. 577-590.