

大股东

控制下的资本配置行为 及其挤占效应研究

A Study of the Capital Allocation Behavior and
it's Occupy Effect under the
Large Shareholder's Control in
Listed Companies

彭程 代彬 李瑞◎著



大股东

控制下的资本配置行为 及其挤占效应研究

A Study of the Capital Allocation Behavior and
it's Occupy Effect under the
Large Shareholder's Control in
Listed Companies

彭程 代彬 李瑞◎著



西南交通大学出版社

• 成 都 •

图书在版编目 (C I P) 数据

大股东控制下的资本配置行为及其挤占效应研究 / 彭程, 代彬, 李瑞著. —成都: 西南交通大学出版社, 2012.9

ISBN 978-7-5643-1982-3

I. ①大… II. ①彭… ②代… ③李… III. ①上市公司—投资行为—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 220091 号

大股东控制下的资本配置行为及其挤占效应研究

彭 程 代 彬 李 瑞 著

责任编辑	秦 薇
特邀编辑	孟秀芝
封面设计	墨创文化
出版发行	西南交通大学出版社 (成都二环路北一段 111 号)
发行部电话	028-87600564 87600533
邮 编	610031
网 址	http://press.swjtu.edu.cn
印 刷	四川锦祝印务有限公司
成品尺寸	148 mm × 210 mm
印 张	3.937 5
字 数	150 千字
版 次	2012 年 9 月第 1 版
印 次	2012 年 9 月第 1 次
书 号	ISBN 978-7-5643-1982-3
定 价	20.00 元

图书如有印装质量问题 本社负责退换

版权所有 盗版必究 举报电话: 028-87600562

前 言

近二十年来，公司治理研究在世界范围内的深入和公司财务理论的兴起，不仅重塑和发展了传统公司财务研究的理论假设，而且越来越呈现出在治理机制与财务决策主体行为特征相结合的框架内探索企业投资行为机理的崭新研究视角。随后该领域内有大量学者从不同角度进行了相关研究。与国外相比，国内在这一领域的研究成果较少。而且，近年来，我国上市公司的投资行为呈现出投资效率和效益低下，这些都引起了学者的浓厚兴趣。他们从不同角度对上市公司的投资行为进行了剖析，但鲜有文献从资本配置行为的角度对该问题进行研究。

本书充分借鉴公司治理理论和公司财务理论的最新研究成果，立足于我国上市公司特有的股权制度安排和控制权结构现状，以转型时期大股东及其代理人的利益动机和行为特征作为研究的切入点，以投资相关论作为展开分析的依据，深入探讨大股东控制下的上市公司投资行为特征及其效率问题。

首先，基于控制权收益驱动公司资本配置行为的理论阐释，结合我国上市公司特有的股权结构及其控制权分配格局，从固定资产投资、股权投资和研发投资三方面，对三种资本配置方式与我国上市公司控制权收益关系进行了实证研究。研究发现：① 控制权交易的溢价水平与交易前三年的平均固定资产投资规模正相关；② 控制权交易的溢价水平与交易前三年的平均非关联股权并购规模正相关；③ 控制权溢价水平与交易前三年的平均研发投入规模负相关。

其次，以大股东控制下的上市公司的业绩（ROE）为被解释变量，以固定资产投资规模、非关联股权并购规模和研发投入规模为

解释变量进行多元回归分析。研究结果表明：① 从绝对数量上来讲，固定资产投资和非关联股权投资在三种资本配置方式中所占比重很大，研发投入占比很小；② 固定资产投资和非关联股权投资与净资产收益率相关关系不显著，研发投入却和净资产收益率呈显著的正相关关系；③ 结合资本配置规模与控制权溢价的回归结果，在大股东的控制下，资本配置决策在很大程度上是大股东为了获取控制权收益而增加固定资产投资和非关联股权投资的规模的自利行为，从而挤占了研发投入的份额，影响了企业后续发展能力、盈利能力，降低了所有投资者的共享收益，损害了中小股东的利益。

由于作者水平及时间所限，书中难免有疏漏之处，望读者批评指正！

作 者

2012 年 6 月

目 录

1	绪 论	001
1.1	理论与现实意义	001
1.2	研究内容与研究方法	004
1.3	研究特色和创新	006
1.4	基本概念界定	007
2	相关理论与评述	011
2.1	企业的所有权与控制权	011
2.2	委托代理理论	019
2.3	企业投资理论	021
2.4	本章小结	038
3	中国上市公司资本配置行为的制度背景分析	039
3.1	转轨经济时期的基本特征	039
3.2	我国投融资体制的历史演进与投资决策环境分析	041
3.3	中国上市公司的控制权特征	057
3.4	本章小结	064
4	大股东控制下的自利动机与资本配置行为的实证研究	066
4.1	文献回顾与问题提出	066
4.2	理论分析与研究假设	071
4.3	实证研究	073

4.4 本章小结	080
5 大股东控制下的资本配置行为的挤占效应研究	082
5.1 三种配置方式的描述性统计和差异检验	082
5.2 三种资本配置方式和公司业绩的实证研究	089
5.3 本章小结	093
6 对策建议	094
6.1 完善公司内部治理机制	095
6.2 健全法律体系与投资者保护	099
6.3 改善政府治理机制	101
6.4 持续深入地推进股权分置改革	103
6.5 转变监管思路, 完善监管机制	104
7 结 论	107
参考文献	110
后 记	120

1 绪 论

1.1 理论与现实意义

自从 Berle 和 Means (1932) 的开创性研究以来, 有关公司治理的研究一直集中在传统的代理问题上, 即由于股权高度分散而导致的管理者与外部股东之间的代理问题。最近的研究发现, 除美国和英国等少数几个国家外, 世界上大部分国家的股权不是分散而是相当集中的 (Claessens, Djankov, Fan, Lang, 2000; Faccio, Lang, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999)。股权集中在少数大股东手中, 导致另一类代理问题的产生, 即控股股东掠夺小股东 (Shleifer, Vishny, 1997)。因为控股股东一旦控制了企业, 他们常常利用企业的资源谋取私利, 损害其他股东的利益。La porta (1998, 1999, 2000) 以及 Claessens (1999, 2000) 等人的一系列研究结果表明, 在世界的大部分国家和地区, 大股东对小股东的侵害是一个普遍问题。公司治理的核心是解决控制性股东与中小股东之间的利益冲突, 即控制权收益已成为企业的主要代理问题。虽然大股东和小股东都拥有公司的剩余控制权和剩余索取权, 但两者之间有本质的区别: 大股东的剩余控制权是一种扩大的控制权, 其表现在大股东不但在股东大会中处于主导地位, 而且通过对董事会的控制间接获得决策控制权, 甚至在某些情况下, 直接向企业委派经营者从而将决策管理权也收入自己手中。大股东“用手投票”和“用脚投票”均是积极维护自身利益的手段。而小股东因所持的投票



权比例小而无法改变控制性股东的任何决策，因此可以认为小股东的控制权形同虚设，只有“用脚投票”的一种消极权力。大股东拥有实际的控制权，其剩余控制权的实现不但有保障，而且具有追逐控制权私有收益的动机。

Demsetz (1985)、La Porta et al (1997, 1998, 1999)、Morck (1988) 等人认为控股股东和小股东之间经常出现严重的利益冲突，控股股东可能以牺牲小股东的利益为代价来追求自身利益。Shleifer 和 Vishny (1997) 以及 Pagano 和 Roel (1998) 指出，控股股东可以利用小股东无法分享的控制权，通过侵害小股东利益来获取私利。Johnson 等 (2000) 把控股股东利用金字塔式的股权结构将底层公司的资金通过证券回购、资产转移、利用转移定价进行内部交易等方式转移到控股股东手中，从而使底层公司小股东利益受到侵害的行为称为“隧道效应 (Tunneling)”。在股权集中模式下，大股东控制及其对中小股东利益的侵占不仅是公司治理研究中的核心问题，也是现代公司治理下财务决策研究所关注的焦点。

作为转轨经济过程中引入的制度安排，中国上市公司控制权特征非常复杂：

(1) 中国上市公司的出现不是古典企业制度发展的自然结果，而主要是在否定、改造计划经济企业制度的过程中被嫁接到企业中去，并被赋予改革国有企业的使命。为了不动摇公有制的主导地位，政策设计者在股权结构安排上引入了国有股、法人股和公众流通股，其中国有股处于绝对控股的地位。在这种特殊的股权结构下，公司治理的核心不仅仅包括管理层和股东之间的利益冲突，更多的是控股大股东和广大中小股东之间的利益冲突。

(2) 中国上市公司的治理又带有转轨经济的共同特性，即在对数量众多、规模庞大的国有企业进行改造和重组时，由于法律体系缺乏和监督力度的薄弱，经理层利用计划经济解体后留下的真空对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为实际的企业所有者，出现内部人控制现象。这样的股权制度安排客观上为公司大股东获取

控制性资源、截取控制权收益提供了可能。首先,由于国有股和法人股的非流通性,处于控制地位的非流通股股东长期以来难以得到资本增值和流动性溢价带来的资本利得收益,其控制性股权具有相当高的非流动性成本。基于自身利益的权衡,控制性股东就有更大的动力通过扩大控制性资源的规模来抵补较高的不流动性成本。其次,在控制性股权具有较高非流动性成本、股权制衡能力差、控制性股东及其同源代理人资源扩张目标一致的内外动因驱动下,我国上市公司不仅在控制性资源的获取中很可能投入更大规模的资本,而且这样的资本配置在很大程度上成为较高控制权收益形成的重要来源。

Dyck 和 Zingales (2004) 针对控制权收益进行跨国研究后认为,控制权收益不仅源于公司资源,而且在很大程度上影响着公司的财务决策行为。控制权价值,包括在控制权精神价值的驱动下,获取并控制更大规模的资源,将是控制性股东财务决策时考虑的重要因素。结合我国上市公司特有的股权结构及其控制权分配格局,在现实的财务决策中,相当一部分上市公司的大股东及其代理人通常以减少现金股利,增加留存利润,甚至在内部现金充裕时,仍然以配股或增发的方式从中小投资者手中融入股本金,实施有利于增加控制权的股权投资和扩张性固定资产投资。而相对固定资产投资和非关联股权投资来说,由于研发投资的风险性和控制性资源较少的特点,大股东及其代理人很可能削弱对研发的投入。我国的一些上市公司也出现了一些业绩下滑等耐人寻味的现象。有研究发现(程宏伟,张永海,常勇,2006;梁莱歆,张焕凤,2005): R&D 投入与企业的业绩正相关; R&D 投入比重太低,不足以推动业绩的持续增长。

如果我们把企业的固定资产投资、非关联股权投资和研发投资的总和看作一个整体,一般来说,在一定的时期内企业的投资规模是个定值。在控制权收益的驱动下,如果更多地投资于固定资产和股权并购投资,势必挤占企业研发投资的份额,使得企业的后续发展能力不足,限制企业的成长性,降低企业在市场中的竞争能力,降低企业的盈利能力。因此,在我国特殊制度背景下,对中国上



上市公司中控股股东的资本配置行为及其挤占效应进行研究，便成了一个极具现实意义的问题，对于了解和改善我国公司治理环境，提高资本配置效率，提升企业的竞争力和后续发展能力具有非常重要的现实意义。

1.2 研究内容与研究方法

1.2.1 研究内容

本书主要选择 2005—2009 年沪深两市 A 股市场发生非流通股交易的公司作为考察对象，研究在控制权收益的驱动下大股东的资本配置行为及其挤占效应研究，具体包括以下五个部分：

第一部分是绪论。主要探讨了研究意义、研究内容和研究思路，最后简要介绍了研究方法和研究特色。

第二部分是相关的基本理论的介绍。主要包括企业的所有权和控制权理论、委托代理理论、企业投资理论等。主要是对这些相关的基本理论进行回顾和总结，为之后的展开做好铺垫。

第三部分是我国上市公司大股东控制下的资本配置行为特殊的制度背景介绍。中国上市公司存在一种特殊的制度环境：独特的股权结构和控制权结构、投资者法律保护不健全、资本市场发展不平衡、公司治理机制有缺陷等。现有的大量研究表明，目前我国资本市场存在严重的制度性缺陷并由此引发了机制扭曲、结构失衡和效率损失。此部分内容将针对转轨时期我国公司资本配置行为面临的制度背景做简要分析。

第四部分是实证研究。主要包括大股东控制下的资本配置行为及其挤占效应研究两部分。

我国上市公司的资本配置效率不高，一个重要的原因就在于股权制度不合理，本节在我国上市公司特有的股权结构及其导致的控

制权分配格局下，从固定资产投资、股权投资和研发投资三个方面对资本配置行为的特征、现状进行描述性统计，并对大股东控制和资本配置的关系进行实证研究。

大股东控制下的资本配置行为的挤占效应研究部分结合我国上市公司特有的股权结构及其控制权分配格局，对固定资产投资、股权投资和研发投资之间的挤占效应展开研究。在现实的财务决策中，相当部分上市公司的大股东及其代理人通常以减少现金股利，增加留存利润，甚至在内部现金充裕时，仍然以配股或增发的方式从中小投资者手中融入股本金，实施有利于增加控制权的股权投资和扩张性固定资产投资。一般来说，在一定的时期内一个企业的资产规模是个定值。如果更多地投资于固定资产和股权并购，势必挤占企业的研发投资（R&D）的份额，使得企业的后续发展能力不足，限制企业的成长性，降低企业在市场中的竞争能力。

第五部分是提高资本配置效率的对策建议和结论。根据上述分析的结果，对我国上市公司特有的股权结构及其控制权分配格局下的资本配置行为进一步考察，了解资本配置效率低下的机理，从而提出优化我国上市资本配置行为的对策，并对全书进行总结。

1.2.2 研究方法

本书研究采用理论和实证相结合的方法，以实证研究为主，以理论研究为辅。本书的实证研究，对大股东控制下的公司资本配置行为与大股东控制的关系和资本配置行为的挤占效应进行分析，通过引用我国上市公司的具体数据，利用多元回归分析的方法，揭示我国大股东控制下资本配置行为及其挤占效应背后的动因。

1.2.3 逻辑结构

同研究内容相呼应，本书的研究框架从层次上可分为绪论、理论基础、现实背景分析、实证研究及对策建议和结论五个部分，其



基本研究框架如图 1.1 所示。

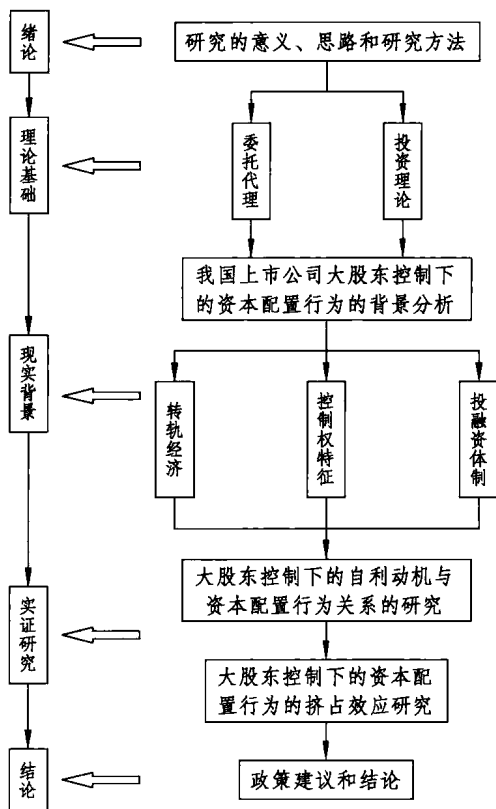


图 1.1 本书的研究框架

1.3 研究特色和创新

与国内外的相关研究比较，本书的特色和创新之处主要在于：

本书将主要尝试对大股东控制下的资本配置行为及其挤占效应进行分析。对于控制性资源的获取和控制权收益形成中的财务决策行为，特别是资本配置行为的研究，现有文献还停留在股权结构下

的公司非效率化投资行为这一较为泛化的研究层面上，而本书尝试将资本配置行为细分为三个方面——固定资产投资、股权投资和研发投资——进行研究。并在此研究的基础之上，对这三种资本配置方式之间的挤占效应进行研究。

1.4 基本概念界定

1.4.1 所有权 (Ownership)

经济学一般从剩余索取权和剩余控制权角度界定公司的所有权概念。剩余索取权是指对企业收入在扣除所有固定的契约支付（如原材料成本、固定工资、利息等）后的余额（利润）的要求权。按照企业契约理论，公司控制权可以分为特定控制权和剩余控制权。特定控制权是指那种能在事前通过契约加以明确规定的控制权权力，如公司法和公司章程中规定的重大决策权、聘任总经理和解聘总经理的权力、公司合并和清算的权力等。剩余控制权则是指那种事前没在契约中明确界定如何使用的权力，是决定资产在最终契约所限定的特殊用途以外如何被使用的权利。剩余索取权和剩余控制权之所以存在，是因为企业契约的不完备性。一个完备的契约意味着所有的“收益权”和“控制权”都合同化了，没有“剩余”存在，进而也就不存在企业所有权问题了。哈特认为，剩余控制权是控制权的关键内容，谁拥有公司剩余控制权，谁就拥有了公司所有权，剩余控制权应该成为公司所有权的核心，在企业所有权中居支配地位。因此，有人将公司所有权概念定义为剩余索取权（Residual Claim）和剩余控制权（Residual Rights of Control）。这种定义的不足之处是将特定控制权排除在所有权范畴之外。因为，控制权不是剩余控制权的简称，它既包括剩余控制权，也包括特定控制权。

基于上述分析，本书将公司所有权界定为剩余索取权和控制权。



现实中, 由于信息的不完全、不对称, 合约的不完备, 剩余控制权至关重要, 剩余索取权和剩余控制权的对称分布是控制权安排的基本原则。

1.4.2 控制权 (Control Rights)

在研究大股东控制权收益驱动下的资本配置之前, 首先必须界定什么是控制权? Berle 和 Means (1932) 认为, 与所有权相分离的控制权是指无论是通过行使法定权利还是通过施加压力, 实际上有权选择董事会成员或其多数成员的权力。但这一经典定义只局限于理论领域, 从各国立法实践来看还没有哪个国家为控制权进行过概括性界定, 大部分都是针对母子公司之间、控股公司与子公司之间的关系作列举式的界定。中国证监会于 2002 年 12 月 1 日正式实施的《上市公司收购管理办法》第六十一条规定: 收购人有下列情形之一的, 构成对一个上市公司的实际控制: ① 在一个上市公司股东名册中持股数量最多的, 但是有相反证据的除外; ② 能够行使、控制一个上市公司的表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东的; ③ 持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过 30% 的, 但是有相反证据的除外; ④ 通过行使表决权能够决定一个上市公司董事会半数以上成员当选的; ⑤ 中国证监会认定的其他情形。显然, 同国外的做法一致, 我国《上市公司收购管理办法》对控制权概念也是通过列举方式进行界定。按照控制权的定义, 在股份公司中, 存在一个契约控制权的授权过程, 即作为财产所有者的股东, 把本应由其拥有的契约控制权在保留必要内容的基础上, 其余绝大部分授予了董事会, 而董事会在保留一部分权能之后, 又把一部分授予了经营层, 但最终的控制权仍由财产所有者的股东享有。股东的这种控制权在公司的治理中表现为直接或间接地拥有一个企业半数以上 (或数额较大) 的具有表决权的股份, 借此来决定公司董事人选, 进而决定公司的经营方针, 并在公司的经营活动中,

掌控对盈余进行分配等方面的权力。本书所定义的控制权，是指能对公司的所有可供支配和利用的资源进行控制和管理的决策权力的总称。

1.4.3 控制权私利 (Private Benefits of Control, PBC)

控制权私利(PBC)这一概念最早是由 Grossman 和 Hart(1988) 提出的，他们认为控股股东的收益包括两部分，一部分是其现金流价值，即共享收益 (Public Benefits)，如企业利润等；另一部分是经营者所享有的私人收益，称之为控制权私利。而后， Shleifer 和 Vishny (1997) 将控制权私利区分为货币性收益与非货币性收益，货币性收益通常指控制性股东通过剥夺的方式转移资产所获取的收益，如关联交易、操纵股价等；非货币性收益则是指控制性股东在经营过程中过度在职消费、闲暇享受等。Dyck 和 Zingales (2004) 则进一步将控制权私利定义为“控制性股东排他性占有而其他中小股东所无法分享的利益”。本书中的控制权私利 (PBC)，指的是只能由控股股东或在位经理所享有，而中小股东不能分享的利益。我们的定义基本沿用了 Dyck 和 Zingales(2004) 的思想。由于我国上市公司的很多高级管理人员往往由控股股东派出自己的代表担任或由控股股东亲自担任，因此本书对控股股东和公司高级管理人员获取的控制权私利不加以区分，都作为本书的研究对象。另外，对于控制权私利的界定问题，有部分学者认为控制权私利是一种精神上的享受，虽然在现实中确实存在这种情况，但由于无法度量，本书所指控制权私利不包括这种表现形式。国内学者对“Private Benefits of Control”采用了多种不同的译法，如控制权隐性利益、控制权私有收益、控制权私人收益等，本书对这些概念不作过多地区分，但主要以“控制权私利”为主。



1.4.4 控股股东 (Controlling Shareholders)

在西方国家资本市场,大股东往往会通过金字塔持股、交叉持股结构等控制方式以分离现金流量权和投票权,从而达到控制上市公司的目的,在英文文献中把这种大股东称为“Controlling Shareholders”。中国上市公司的股东很少通过金字塔结构和交叉持股方式分离现金流量权和投票权(刘芍佳,等,2003)。但国内学者研究时沿用了“Controlling Shareholders”这一概念。

“Controlling Shareholders”在国内文献中常被翻译为“大股东”“控股股东”或“控制性股东”。在本书中,“大股东”、“控股股东”或“控制性股东”会替换使用,都指代公司第一大股东。尽管理论上公司第一大股东不一定是控股股东,但由于本研究中采用的样本全部来自国有控股公司,第一大股东(国有非流通股)的所有权比例往往很高,绝大部分都拥有公司的控制权。