

KONGZHIGUAN

SHIYOU SHOUYI DUI QIYE
TOUZU XINGWEI DE YINGXIANG
YANJIU



控制权私有收益 对企业投资行为 的影响研究

李香梅 / 著



四川大学出版社

NGZHIGUAN

YOU SHIYOU DUF DUYE
DULI KONGWEI DE YINGXIANG
YANJIU

控制权私有收益 对企业投资行为 的影响研究

李香梅 / 著



四川大学出版社

责任编辑:徐 凯
责任校对:李 滢
封面设计:墨创文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

控制权私有收益对企业投资行为的影响研究 / 李香梅著. — 成都: 四川大学出版社, 2013. 12

ISBN 978-7-5614-7438-9

I. ①控… II. ①李… III. ①持投公司—影响—企业—投资—经济行为—研究 IV. ①F276.8②F275.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第308694号

书名 控制权私有收益对企业投资行为的影响研究

著 者 李香梅
出 版 四川大学出版社
地 址 成都市一环路南一段24号(610065)
发 行 四川大学出版社
书 号 ISBN 978-7-5614-7438-9
印 刷 三河市天润建兴印务有限公司
成品尺寸 148 mm×210 mm
印 张 8
字 数 208 千字
版 次 2014 年 4 月第 1 版
印 次 2014 年 4 月第 1 次印刷
定 价 46.00 元

◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065
◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。
◆网址:<http://www.scup.cn>

版权所有◆侵权必究

序

近年来，诸多研究发现世界范围内多数公司股权结构较为集中，这些公司通常存在至少一个相对突出的大股东，甚至控制性股东，大小股东间的“第二类委托代理冲突”逐步取代传统的“第一类委托代理冲突”，成为公司治理研究中的焦点问题。在这一背景下，现金流权与控制权相分离，控制性股东有强烈动机利用其对公司的控制权，通过实施有利于自身利益目标的非效率投资行为，侵害中小股东的合法权益，获取控制权私有收益，大股东控制及控制权私有收益问题也成为现代公司治理下财务决策实证和规范研究关注的热点。

李香梅博士写的这部《控制权私有收益对企业投资行为的影响研究》，突破以往研究，从公司成长性和公司治理角度研究控制权私有收益对企业投资行为的影响，具有较强的理论意义和应用价值。书中，作者在我国上市公司特有的股权结构安排和控制权配置格局下，以大小股东间利益冲突导致的控制权私有收益攫取动机为切入点，首先分析了控制权私有收益对企业投资决策的影响机理，接着结合我国实际情况分析了控制权私有收益以及投资的现状，然后将公司治理对控制权私有收益与投资关系的影响纳入分析框架，选取中国发生控制权转移的非金融类上市公司为研究样本，实证检验不同成长性上市公司中控制权私有收益对投资的影响以及公司治理在控制权私有收



益影响非效率投资过程中的作用，最后根据分析的结果，提出了完善公司治理结构、保护中小股东利益、抑制企业非效率投资、提高资源配置效率的政策建议。

总体上看，该书选题视角新颖，研究思路清晰，研究方法科学，资料数据翔实，论证充分科学，研究内容具有创新性，显示出作者具有扎实的理论功底和较强的科学研究能力。该书的写作也为后期非效率投资方面的研究工作提供了更广泛的研究视角，着实是一部值得一读的著作。

目 录

第一章 导 论	(1)
第一节 问题的提出与研究意义	(1)
第二节 研究方法	(7)
第三节 研究思路与研究内容	(8)
第四节 相关概念界定	(12)
第五节 主要创新点	(17)
第二章 文献综述	(19)
第一节 控制权私有收益相关研究	(19)
第二节 公司治理下企业投资决策相关研究	(32)
第三节 大股东控制下控制权私有收益对企业投资 行为的影响研究	(42)
第四节 文献评论	(52)
第三章 控制权私有收益对企业投资行为影响的机理 分析与模型构建	(56)
第一节 控制权私有收益对企业投资行为影响的理论 基础	(56)
第二节 控制权私有收益对企业投资行为影响的机理 分析	(65)



第三节	控制权私有收益对企业投资行为影响的模型构建与分析	(87)
第四节	本章小结	(95)
第四章	中国上市公司控制权私有收益与投资行为的特征及现状分析	(97)
第一节	控制权私有收益产生的环境分析	(97)
第二节	控股股东获取控制权私有收益的现状	(113)
第三节	非效率投资行为的特征及现状	(120)
第四节	中国上市公司控制权私有收益与投资行为关系现状分析	(127)
第五节	本章小结	(133)
第五章	控制权私有收益对企业投资行为影响的实证设计	(134)
第一节	研究假设	(134)
第二节	数据来源与样本的选取	(146)
第三节	模型的构建	(149)
第四节	本章小结	(166)
第六章	控制权私有收益对企业投资行为影响的实证研究结果分析	(167)
第一节	样本描述性统计及相关性分析	(167)
第二节	企业非效率投资水平的度量	(174)
第三节	控制权私有收益影响非效率投资的实证研究结果分析	(177)
第四节	稳健性检验	(205)

第五节 本章小结·····	(209)
第七章 结论与政策建议·····	(211)
第一节 主要研究结论·····	(211)
第二节 政策建议·····	(214)
第三节 研究局限性及研究展望·····	(220)
参考文献·····	(222)
后记——摸着石头过河与感恩的心·····	(246)

第一章 导 论

第一节 问题的提出与研究意义

一、问题的提出

投资作为公司最重要的三大财务决策之一，不仅涉及资金的筹集，而且与资金的配置密切相关，因此将直接影响公司的融资决策和股利分配等财务政策，进而影响公司的财务状况、经营成果以及未来的发展前景。在某种意义上，投资被认为是影响公司成长的主要动因和未来利润增长的重要基础。最早对投资的研究源于 MM 定理（Modigliani 和 Miller, 1985），该理论认为在完美市场假设条件下，公司的投资决策仅取决于投资项目的净现值，而与筹资方式无关。然而，众多研究表明，在现实世界中，市场的非完美性、信息的非对称性、契约的非完备性以及不同利益主体间的代理冲突都会打破 MM 定理严格的假定，使公司的投资决策偏离最优投资点，导致非效率投资行为的产生。随着研究的不断深入，国内外学者将契约理论、委托代理理论和信息非对称理论等新制度经济学理论和企业理论纳入对公司投资行为的解释和分析中，并取得了丰硕的



成果。^① 目前, 对企业非效率投资行为的研究主要有两种观点: 一种是自由现金流假说 (Free-Cash-Flow Hypothesis) 提出的股东—管理者间的代理冲突引起的一系列过度投资行为^②, 一种是信息不对称理论 (Asymmetric-Information Theory) 下融资约束引起的投资不足现象。^③ 事实上, 这两种非效率投资行为共同存在于现代社会中, 是融资约束和代理成本共同作用的结果, 只不过两者发生作用的渠道不同, 前者主要基于外部资本市场和公司间的信息不对称, 后者主要由于内部股东与经理人间的利益冲突。

几十年来, 众多学者对企业非效率投资行为的研究主要基于股权分散假设下“股东—经理人”以及“股东—债权人”间的代理冲突。^④ 传统委托代理理论认为, 在分散型股权结构下, 由于监督具有较大的外部性特征, 股东缺乏对管理者实施监督的动力, 具有强烈的“搭便车”倾向, 加上利益目标不一致, 管理者会利用手中的控制权通过增加个人消费、构建商业帝国等行为获取更多的私利, 导致企业非效率投资行为的发生。但近年来, 越来越多的学者研究发现, 世界范围内大部分企业出现了股权集中的现象 (La Porta, 1999; Faccio & Lang, 2002; Cronqvist & Nilsson, 2003; Lins, 2003)。股

① 李春红:《上市公司投资行为与控制权配置研究》, 重庆大学博士学位论文, 2008年。

② Jensen MC. “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”. *The American Economic Review*, 1986, 76 (2): pp. 323—329.

③ Myers SC, Majluf NS. “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13 (2): pp. 187—221.

④ Berle A, Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, 1932.

权集中以及大股东的出现,一方面,控股股东有足够的精力去监督管理者的行为,有效避免了分散股权结构下股东的“搭便车”行为;另一方面,控股股东通过金字塔式持股、交叉持股等方式实现控制权与现金流权的分离,以较少的现金流权获取对公司的控制权,实际上控制了公司的董事会和公司的重大决策权,加上大小股东间存在严重的信息不对称,控股股东通过非公允关联交易、转移资产等方式,使公司的投资决策偏离股东或企业价值最大化,产生非效率投资行为,侵占中小股东的利益,获取控股股东独享的控制权私有收益 (Private Benefits of Control)。公司股权只要集中在少数股东手中,大股东就会利用手中的控制权将资源转移到自己手中获取私利。^① 国内外学者的理论和实证研究表明,控股股东会利用手中的控制权采取多种方式和手段侵占公司或中小股东的利益,如支付给高级管理人员过高的报酬 (不仅包括货币薪酬,还包括非货币薪酬)、通过控制的上市公司为自己提供担保获取各项贷款、非公允关联交易、股权稀释、夺取企业的投资机会或者迫使企业投资于对公司价值提高无益但却能增加控股股东利益的项目等,控股股东这种将公司资源转移到自己手中获取不为中小股东分享私有收益的行为被称为“掏空”或“隧道”(tunneling)行为。尤其是在控制权与现金流权分离、对中小股东保护力度较小的情况下,这种“掏空”行为更加严重 (La Porta 等, 1997, 1999; Faccio 等, 2001; Claessens 等, 2002; Lins, 2003)。控股股东的“掏空”行为会导致公司投资所需资金不足,不得不放弃一些能提高公司价值或 NPV 为正的投资项目,造成投

^① Grossman S. J, Hart O. D. "One Share—one Vote and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*. 1988, 20 (1): pp. 175—202.



资不足。控股股东出于对控制权私有收益的追求,会不断通过资本投入扩大企业的投资规模,增加控制性资源或资产,甚至投资于NPV为负但能增加控股股东自身收益的投资项目,导致企业过度投资。这些非效率投资行为不仅会使公司丧失好的投资机会,降低其盈利能力,而且从长期来看还会增加其经营风险,扭曲资源的优化配置,造成对资源的严重浪费,恶化投资环境,最终损害上市公司和外部投资者的长期利益。这样,大股东的出现,公司治理结构中的典型代理问题已经不再是“第一类委托代理”下股东—经理人以及股东—债权人间的代理冲突,控股股东与中小股东间的代理冲突即“第二类委托代理”问题日益成为公司治理研究中的核心问题^①,受此影响,控制权私有收益对企业投资行为的影响研究也日益引起国内外学者的关注,成为现代公司治理下公司决策尤其是投资决策所关注的热点(Demsetz, 1985; Pagano & Roel, 1998)。

我国资本市场和证券市场均属于“新兴”市场,特殊的制度背景决定了我国上市公司的股权结构以及公司治理出现了一些特殊的现象。由于我国绝大多数的上市公司由国企改制而来,国家或法人占据主导地位,他们往往占有公司半数以上的股份,且第二大股东与第一大股东的持股比例相差悬殊,控制权出现向国有大股东单向集中的现象,大小股东间形成了一种委托代理关系,控股股东会代替中小股东进行各种决策(陈信元、陈冬华和朱凯, 2004),这样就为大股东取得控制权私有收益提供了十分有利的机会。近年来,我国资本市场上控股股东利用其掌握的控制权,侵害中小股东和债权人利益的事例层

^① Shleifer A, Vishny RW. "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*, 1997, 52 (2): pp. 737—783.

出不穷,已严重影响了资本市场的健康发展。例如春兰集团利用关联交易进行投资,导致其控股的上市公司春兰股份的经济效益逐年下滑。大股东占用上市公司的大量资金,缩减了上市公司的现金流,影响了公司的投资决策,降低了公司收入和绩效水平,导致上市公司出现经营危机,甚至出现 ST 或退市等严重的后果,严重侵害了中小股东利益的行为。ST 猴王、ST 幸福实业占用了上市公司的大量资金,导致公司所需资金短缺,严重影响公司的正常发展。中国证监会 2002 年年末的数据显示,全部调查公司中 58% 的上市公司存在被控股股东占款的现象,2003 年国家出台了多项治理大股东占款的政策,大股东占款情况虽有所控制,但比例仍高达 55%。在我国,类似大股东占款、不公平的关联交易、提供担保获取贷款等侵占中小股东利益的问题日趋严重,加上我国法律体系不够健全,对中小投资者利益的保护程度较低,滞后且不透明的会计信息披露增加了大股东对小股东利益掠夺行为的可能性。因此,不断完善我国的资本市场,建立健全相关的法律法规,有力保护中小股东的利益已成为我国上市公司亟待解决的问题。

二、研究意义

本书在对国内外有关公司投资决策、控制权私有收益问题现有文献进行归纳和梳理的基础上,以“第二类代理问题”以及股权的异质性为视角,运用公司治理理论和控制权理论,通过理论分析与实证研究的方法探讨大股东控制下控制权私有收益与企业投资行为的关系,深入剖析在我国特殊的制度背景和治理环境下,控股股东攫取控制权私有收益的动机、可能性及其对上市公司投资行为的影响,以期从公司治理的角度监管和规范控股股东通过非效率投资行为侵占中小股东的利益。因



此，本书的研究具有一定的理论和现实意义。

本研究的理论意义主要在于：对控制权私有收益的深入分析有助于推进公司治理理论研究，众多学者对公司治理的研究虽然已经从股权分散模式下股东—经理人间的代理冲突转向股权集中模式下大小股东间代理冲突，但至今未形成一个完整的分析框架，尤其在我国，资本市场还不完善，控股股东采用各种方式攫取控制权私有收益，侵占中小股东的利益，因此，对控制权私有收益的深入研究有助于丰富公司治理理论，为后续研究提供一定的理论基础；研究控制权私有收益对企业投资行为的影响，有助于进一步深入研究“第二类委托代理”理论下企业投资非效率的股权结构动因，将中国的具体背景与上市公司的投资行为紧密结合起来，这不仅对提高我国在特殊市场条件下企业非效率投资决策的解释力具有一定的理论意义，而且能更清楚地认识公司不同利益主体间的冲突与合作关系，为完善和健全公司治理结构，提高公司治理效率提供重要的理论依据。

本研究的现实意义主要在于：根据我国资本市场的特征和上市公司的治理背景，分析控制权私有收益的现状及其对非效率投资行为的影响，有助于确认上市公司控股股东对公司或中小股东利益的侵害状况，为证券市场监管机构的政策制定及法律法规的建立健全提供实证参考，有效监督企业的非效率投资行为，保护中小投资者的利益，促进资本市场健康有序的发展。另外分析公司治理在控制权私有收益影响企业非效率投资行为过程中的作用机理，对于了解和改善我国公司治理结构下的投资决策模式，完善公司治理结构，提高资本配置效率，促进上市公司价值和竞争力的提升，实现企业的可持续成长具有非常重要的现实意义。

第二节 研究方法

本书以发生控制权转移的上市公司为研究对象,采用规范研究与实证研究相结合、定性分析与定量分析相结合以及比较分析等多种研究方法,深入探讨我国上市公司控制权私有收益水平及其对公司投资行为的影响。

一、规范研究与实证研究相结合

规范研究和实证研究是应用经济学领域最常用的两种基本论证方法。规范研究是在一定假设条件基础上通过逻辑推理来具体分析现实中存在的问题,由此得出的结论可能与现实有一定的差距。而实证研究主要是用实际经济活动中的数据来验证提出的各种假设,其结果能够较可靠地反映经济活动的实际情况。本书综合运用了规范研究和实证研究两种方法。一方面,在对相关文献进行综述的基础上,以委托代理理论、信息不对称理论和控制权理论作为理论基础分析了控制权私有收益对企业投资行为的影响机理,并构建了控制权私有收益对投资决策影响的数学模型,经过严密的逻辑推导得到控股股东在控制权私有收益驱动下的投资决策。另一方面,通过定义变量、构建模型,运用描述性统计、相关性分析对样本进行直观的基础分析,然后利用回归分析的方法分析控制权私有收益对投资行为的影响以及对公司治理各变量、控制权私有收益对非效率投资的影响。

二、定性分析与定量分析相结合

定性分析一般是利用文字语言对研究对象进行相关描述,



而定量研究则主要通过数学模型计算出研究对象的各项指标及数值。本书在研究过程中还采用了定性分析和定量分析相结合的方法,以便全面地分析我国上市公司发生非效率投资行为的深层次原因。分析过程中,既有对控制权私有收益和投资行为特征与现状的定性分析,也有对控制权私有收益规模和影响模型的定量分析。前者主要运用委托代理理论、信息不对称等理论对控制权私有收益对投资行为的影响以及两者的现状特征进行定性分析,后者主要通过建立回归模型对公司治理、控制权私有收益与非效率投资行为关系进行定量分析。

三、比较分析法

比较分析法是通过对相同属性的两个以上的事物进行比较,发现其差异,进而分析产生差异的原因,找到解决差异的办法。本书首先构建了控股股东收入模型,分别计算并比较有无控制权私有收益下的最优投资额,发现控制权私有收益是导致公司投资非效率的一个主要原因。其次根据公司成长性的高低以及公司的股权属性进行分组,比较不同成长性以及不同类型的上市公司控制权私有收益对企业投资行为的影响,分析其差异,并根据分析结论归纳出提高我国投资决策效率的具体对策。

第三节 研究思路与研究内容

一、研究思路

中国上市公司控股股东侵占中小股东利益,攫取控制权私有收益现象十分普遍且严重,但关于控制权私有收益的相关问题,许多现有的研究结论远未达成一致。由于在集中股权结构

下,控股股东可以凭借手中的控制权通过各种“隧道挖掘”方式侵占公司和中小股东的利益,从而导致出现各种非效率投资行为,造成资本配置效率低下。因此我们需要用一种全新的思路深入剖析控股股东的价值侵占行为对企业投资或资本配置方式的影响,深刻认识在控制权私有收益驱动下我国上市公司发生的各种非效率投资行为的本质特征。本书试图以我国发生控制权转移的上市公司为研究对象,以委托代理理论、信息不对称理论以及控制权理论等作为理论分析的依据,同时将公司治理在控制权私有收益影响企业投资行为过程中所起的作用纳入分析框架,在广泛研读国内外相关文献及对中国上市公司的控制权私有收益和投资现状及其特征进行充分分析的基础上,采用规范分析和实证研究相结合、定性研究和定量研究相结合以及比较分析等方法,深入探讨控制权私有收益对企业投资行为及其效率的影响。

二、逻辑结构与主要内容

本书共分为七章,按照内容可以分为研究背景与问题的提出、文献综述与述评、理论与现实分析、实证检验与研究结论。

第一章是导论部分。首先提出了研究的主要问题及选题的理论和现实意义;其次总括了本书的研究思路、研究内容和研究方法;再次对文中涉及的主要概念进行了界定;最后概述了本书几个主要创新点。

第二章是文献综述部分,主要对国内外有关控制权私有收益以及投资行为的理论和实证成果进行回顾。首先对控制权私有收益的定义及分类、度量方法及影响因素等相关内容进行回顾;其次对公司治理下不同代理冲突对投资行为的影响进行了