

Contemporary

Accounting Review

当代会计评论

第6卷 第2期 (总第12期)

2013年12月

Volume 6 Number 2

December 2013

主 编:曲晓辉

执行主编:傅元略

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院



科学出版社

当代会计评论

Contemporary Accounting Review

第 6 卷第 2 期

(总第 12 期)

2013 年 12 月

Volume 6 Number 2 December 2013

主 编：曲晓辉

执行主编：傅元略

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本期内容包括研究论文和综述以及缅怀本刊名誉主编葛家澍教授的短文。研究论文主要涉及沙普利-舒贝克权力指数与控制权和过度投资、资本结构动态调整、企业融资约束的外部环境因素、所得税会计方法与会计信息定价功能、基金经理更换及其治理效应、国家治理与政府审计职能拓展、合并报表会计准则趋同及信息披露等方面。

本期刊登的文章以原创性实证学术论文为主,反映学科前沿和应用研究的最新进展,适于从事本学科学术研究的人员阅读,可作为本学科博士生、硕士生教学内容,也适合会计准则制定者和证券监管者参考。

图书在版编目(CIP)数据

当代会计评论.第6卷.第2期/曲晓辉主编.--北京:科学出版社,2014

ISBN 978-7-03-041957-6

I.①当… II.①曲… III.①会计学—丛刊 IV.①F230-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第220512号

责任编辑:张 宁 江 薇/责任校对:吴美艳
责任印制:霍 兵/封面设计:陈 敬

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

三河市骏杰印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2014年10月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2014年10月第一次印刷 印张:9

字数:213 000

定价:52.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

当代会计评论
第 6 卷第 2 期
2013 年 12 月

Contemporary Accounting Review
Vol. 6 No. 2
December 2013

目 录

主编的话

- 1 缅怀本刊名誉主编葛家澍先生
曲晓辉

追思

- 2 仁慈·睿智·宽厚
刘峰

论文

- 6 股东控制权、Shapley-Shubik 权力指数与过度投资——基于中国民营上市公司的经验证据
常莹莹 杜兴强
- 32 我国上市公司资本结构动态调整研究——目标资本结构行为或均值回归行为
郝以雪 阮萍
- 46 企业融资约束的外部环境因素分析——基于宏观经济和政府调控的视角
易奉菊 黄志忠 谢军
- 59 不同所得税会计方法比较视角下会计信息定价功能研究
孙雪娇
- 73 基金经理更换及其治理效应研究——来自开放式基金的证据
肖继辉 张谦
- 95 国家治理与政府审计职能拓展
唐滔智 朱锦余
- 106 两岸三地合并报表会计准则趋同及信息披露的差异分析
黄友仁 徐佩琳 杨漪 许朝晖

会议综述

- 123 财务会计概念框架、内部控制与资本市场相关问题研究——中国会计学会会计基础理论专业委员会 2013 年学术研讨会综述
张林 杨忠海 张劲松

当代会计评论
第 6 卷第 2 期
2013 年 12 月

Contemporary Accounting Review
Vol. 6 No. 2
December 2013

CONTENTS

From the editor

- 1 Memory of Professor Jiashu Ge, the Honorary Editor
Xiaohui Qu

Memorial

- 2 A Benignity, Sagaciousness and Generousness Person
Feng Liu

Articles

- 6 Shareholder Control Rights, Shapley-Shubik Power Indices, and Over-Investments: Evidence from Chinese Non-State-Owned Listed Companies
Yingying Chang and Xingqiang Du
- 32 Research on the Dynamic Adjustment of Capital Structure of Chinese Listed Companies: Capital Structure Target Behavior or Mean Reversion Behavior
Yixue Hao and Ping Ruan
- 46 Macro-economy, Regulations, and Corporate Financing Constraints: Evidence from Corporate Investments
Fengju Yi, Zhizhong Huang and Jun Xie
- 59 The Value Relevance of Accounting Information Under Different Accounting Methods for Income Taxes
Xuejiao Sun
- 73 The Consequences of Mutual Fund Manager Turnovers: Evidence from Open-Ended Funds
Jihui Xiao and Qian Zhang
- 95 Extensions of the Government Audit Function under the Framework of National Governance
Taozhi Tang and Jinyu Zhu
- 106 A Comparative Analysis of Accounting Standards for Consolidated Financial Statements and Long-Term Investments in Mainland, Taiwan, Hong Kong of China
Youren Huang, Peilin Xu, Yi Yang and Zhaohui Xu

Conference Summary

123 On the Issues Related to the Conceptual Framework of Financial Accounting, Internal Control and Capital Markets: 2013 Accounting Symposium of Fundamental Accounting Theory Major Committee of China Accounting Society

Lin Zhang, Zhonghai Yang and Jinsong Zhang

当代会计评论
第6卷第2期
2013年12月

Contemporary Accounting Review
Vol. 6 No. 2
December 2013

缅怀本刊名誉主编葛家澍先生

2013年11月25日凌晨3时40分,本刊名誉主编,著名会计学家、经济学家、管理学家、教育家葛家澍教授安详辞世,享年93岁。

先生治学严谨,学贯中西,潜心研究,注重创新,为中国会计理论和实务的发展做出了卓越贡献。先生的学术成果彰显传承与创新,为后学树立了典范。

先生主攻会计理论的创新和会计准则的建立与发展,以开阔的胸襟、战略的眼光、主帅的气势和智者的思维致力于会计学术和会计教育。

先生作为国务院学位委员会学科(经济学科)评议组第一届和第二届成员、全国首批经济学(会计学)博士研究生导师,在全国会计学科发展、国家重点学科培育和博士学位点建设方面,全无门户之见,更无孤芳自赏,而是身体力行并与兄弟院校携手共进。

先生一直非常关注和关心会计学术期刊的建设。在本刊创刊之前至少五年时间内,先生亲自组织、协调、推动申请会计学术期刊刊号。在无法新增刊号的情况下,时值教育部支持教育部人文社科重点研究基地举办电子期刊,先生大力支持本刊前身电子期刊《当代会计评论》的建设,提供许多指导意见,并不吝赐稿。2008年本刊正式采取以书代刊的形式出版发行,先生将其文章交与本刊第1卷第1期和第2卷第1期发表,为本刊组稿奠定了学术高地。

学科建设是学术界承载的历史责任,科学研究是学术发展的必由之路,学术期刊是原创性科研成果不可或缺的平台,特别是在目前国内会计学术理论性期刊资源稀缺的情况下,会计学术界有责任办好现有期刊,创立新的期刊,帮助学者们成为像先生自喻的“科研长河里的一滴水”,“把我国的会计理论与实务推向前进”。

先生的学术精神、治学风范和师德典范值得我们永远敬重和怀念。

曲晓辉
2013年11月

仁慈·睿智·宽厚

刘峰

(厦门大学管理学院/会计发展研究中心, 福建 厦门 361005)

1983 年, 我以安徽省文科考生几乎垫底的成绩, 进了厦门大学会计与企业管理系会计专业; 大学四年, 成绩平平。毕业那年, 蒙本科论文指导教师林志军教授的推荐, 带着大学四年唯一一本可以拿出手的《会计学基础》课堂笔记本, 在一个星期天的上午, 去拜见葛老师。现在已经记不清楚当时的细节了, 但那种诚惶诚恐之感, 仍然记忆犹新。

在问了我的学习情况、家庭情况等之后, 葛老师表示, 愿意接受我当他的科研助手。当然, 如果我的同班同学何凡不能顺利考取研究生, 由于他的成绩比我好, 这个科研助手就由他来担任。谢谢何凡, 他成功考取研究生, 我也就顺利地留下来, 担任葛老师的科研助手。

从 1987 年 7 月留校报到、正式担任葛老师的科研助手算起, 到葛老师 2013 年 11 月仙逝, 我跟随葛老师的时间, 超过 26 年。尽管期间出国、去中山大学任教等种种事情, 让我见到老师的机会没有那么频繁, 但心理上和老师的距离一直很近。在我心中, 葛老师不仅是我的博士生导师, 也是我从一个莽撞少年成长为大学教授的主要人生导师, 这种亦师亦父的感情, 永存心底。

下面, 我仅就记忆, 叙述二三事。

一、仁慈的长者

我 1987 年时跟随葛老师做助手, 对老师的生活习惯、日常工作一无所知, 前前后后, 大错不多、小错不断。但葛老师从来没有批评过我, 只是在适当的时候, 给我一些提醒或忠告。

1987 年, 葛老师还住在凌峰楼, 厦门大学派出所后边的山上, 每天进出不是很方便, 自行车不能用。我经常把资料攒着, 隔天去一次。有一次, 自己因事耽误了时间, 回到厦大, 已经是中午近一点; 到老师家, 大约在中午一点半左右了。敲门, 等了会, 老师开门, 才发现他已经在午睡了。但当时老师没有任何不快或不悦, 照常收下相应的资料, 还叮嘱我: 天气热, 慢一点。之后才知道, 老师从 60 年代起就睡眠不好, 开始

吃安眠药。中午吃完安眠药入睡，如果被吵醒，可以肯定，就再也没有办法睡了。我也从此尽量避免在休息时间去打扰老师。

记得1988年，应当时安徽财经学院周舜臣教授的邀请，葛老师去安徽财经学院主持硕士毕业生论文答辩；之后，在主人的陪同下去黄山游览。当时我们住在黄山慈光阁。我把行李提上楼后，看到是里外两个房间，外间大床，没有电话；里间相对比较安静，有电话。在当时的条件下，家庭装电话，还是比较奢侈的事情。我想也没想，就跟葛老师说：“里间有电话，安静，您住里面，我住外面。”等到下了黄山，在火车上，葛老师问我：“知道这个地方曾经住过什么人？”我说：“知道，看简介，说邓小平、董必武都在此住过，慈光阁三个字，还是董必武写的，墙上也挂了不少领袖字画。”葛老师又问：“一般这些人出来，是不是要带勤务员或秘书？”我说是；老师冲我笑笑说：“一般是秘书接电话，还是首长接电话？”我一听乐了，原来我让葛老师住在里面那个带电话的小房间，是秘书房间；我自己住在采光、风景都绝佳的大房间。很多年后，提起这件事，我还问葛老师：当初为什么不纠正我？葛老师笑笑说，都是睡觉、休息，哪儿都一样，里面那间还更安静些。

二、睿智的导师

我担任葛老师助手的前几年里，陆续抄写了包括《会计基础知识》（上海人民出版社）、《会计学导论》（上海立信会计出版社）、《会计学》（四川人民出版社）等多部教材，以及这一时期葛老师的一些论文。这是我对会计学和会计理论系统学习的开始。同一时期，我还以助教身份，旁听了多轮葛老师为硕士研究生和博士研究生开设的会计理论课程。这一过程中，我先后尝试写过多篇论文。对其中个别我比较满意的论文，认真誊写后交给葛老师，希望他能够帮我看看，当然，作为一个初学者，更多地希望得到来自老师的肯定。

我已记不清楚自己交了几篇论文，但每篇都是石沉大海，没有听到老师的任何评价。我不敢冒昧去问，只好暗自猜测，或许是老师太忙，忘记了吧。

大约是在1992年，当时会计界都在讨论会计准则，我也在做着一个社科基金青年项目，关于会计准则与会计准则国际化的课题。我尝试着写了一篇关于会计准则国际化的三种含义，并从演进角度对它们加以分析的文章。并再一次把这篇自认为还满意的论文誊抄整齐，交给了老师。

当年我住在厦门大学凌云一号楼七楼，全楼只有一部公用电话，由一个叫老吴的管理员负责看管。通常我都不会下楼接电话，但那天下午老吴直接喊：刘峰，电话，葛老师打来的。于是我快速冲到一楼，气喘吁吁中听到葛老师说，小刘，你这篇文章写得不错，傍晚有空到我家来一趟。听到这个消息我高兴不已，赶快上楼换了衣服，直接去了老师家。

到了老师家，葛老师拿出改得密密麻麻的稿子，先是问了我对文章的大致想法，也

谈了他对文章的修改建议,并把文字改动部分跟我作了解释。我平复了激动的心情,希望能够得到葛老师的许可,请他也一道署名,葛老师愉快地答应了,并说:“尽管你现在的文章,总体思路 and 观点与我对国际会计准则以及会计准则国际化的观点并不完全一致,但我还是愿意作为这篇论文的共同作者,以示支持。”

受到这篇文章的鼓舞,我后来完成了一个关于会计准则制定的研究报告,并增订出版,葛老师为我作序,他口述,我记录,其中涉及他当年写《必须替借贷记账法恢复名誉》一文的大背景,让我获益良多,自己独立科研的能力,特别是信心,因此大增。我也由此体会到老师对我的耐心与点拨。当我之前的论文,老师觉得没有办法修改时,他不是直言告诉我论文不行,回去好好学习,而是“忘了”;等到我有点进步、论文还有修改的基础后,他立即给予肯定。愿意共同署名,且是在观点并不完全一致的前提下,这也是教师对学生的有形支持。我生性愚笨,加之性格中急的成分较多,没有办法学会葛老师那种耐心与智慧,但我也在尽力模仿,如对我所指导的博士生,尽量都带着他们写一篇论文,修改后,共同署名发表,也算是老师对学生的一种支持与肯定。

三、宽厚的智者

最近在看一本关于凯恩斯与哈耶克论战的书籍,其中关于凯恩斯和哈耶克,作者都认为他们智商超群,辩论常常咄咄逼人。而葛老师给我的印象,则是另外一种完全不同的智者形象。

没有人会否认葛老师是一个智者。他记忆力究竟有多好,我不敢妄言。但当年葛老师在主持读书会时,曾经指定我读 Edwards 和 Bell 所著的 *The Theory and Measurement of Business Income* 一书(1961年)。我把前几章看完、大概纲要整理出来后,其余内容对付着就翻过去了。报告时,我说到他们关于会计计量属性的讨论,葛老师立即说出他们对现行成本的讨论与定义,并告诉我这些内容的具体章节位置。然后他有点失望地说,当年写通货膨胀会计时看过,记得不太清楚了。报告会结束后,我又认真地读了一遍,对老师记忆力的崇拜程度,又加一等。

对于这样一个记忆力超群、在经济学(特别是政治经济学)和会计学领域浸润多年的学者而言,能够很容易看出别人论文的逻辑、观点、表述等的不足。但是葛老师身上完全没有任何咄咄逼人的成分。他在学界人缘好是公认的。无论南派北派,最后坐到一起,只有葛老师与他同时代的所有学者都交往较深且没有个人之间的恩怨,甚至出现个别场合座位不好安排,让葛老师坐中间、两位有矛盾的教授分坐左右的现象。

在“文革”期间,葛老师也同样受到冲击,当年批斗他的一些人,“文革”后仍然在厦门大学工作。20世纪80年代厦门大学成立学术委员会,葛老师就一直担任文科学术委员会主任的职位,负责全校文科各专业教师职称的评定。葛老师在这个职位上,除了尽力保持公平、公正外,对当年批斗他的那些同事,以德报怨,个别的还通过帮助编写教材或著作的形式,间接帮助他们通过职称评审。也正是因为葛老师有如此胸襟,厦门大

学会计系才能够在 20 世纪 80 年代中期有一支力量雄厚的师资队伍，两次在全国高校重点学科评审中位居前列。

2010 年夏天，我和苏锡嘉教授原本设想为葛老师整理一个回忆录。苏锡嘉师兄博古通今，是我们这一拨师兄弟中能够跟葛老师聊明清史、淮扬菜、老上海民俗、京剧的唯一一人。我们曾经与葛老师聊了一整天，从葛老师幼年失恃，一直说到一起在加拿大的趣闻轶事。趁着老师谈兴正浓，我问了葛老师一个问题：“文革”期间，厦门大学谁批您批得最凶？我和苏锡嘉保证这个话出门就不说了。为了表示郑重，我还特意把录音笔关掉。葛老师看着我们，笑了笑，说了两个字：忘了。

葛老师那种安静、安详的笑容，在当今节奏快、压力大、浮躁高的社会，是一种能够让人静下来、慢下来、用心思考的力量。尽管葛老师已仙逝，但葛老师留给我的财富，将会永存。

股东控制权、Shapley-Shubik 权力指数与过度投资 ——基于中国民营上市公司的经验证据^{*}

常莹莹 杜兴强

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

【摘要】 本文针对投资过热现象, 以我国 A 股市场 2003~2010 年民营上市公司为研究对象, 采用基于海洋博弈模型的沙普利-舒贝克权力指数 (Shapley-Shubik power indices) 对上市公司的股权结构进行了重新度量, 实证检验了大股东控制权的分散程度与过度投资之间的关系。过度投资水平使用超效率数据包络分析 (DEA) 法进行测度。本文研究发现: 大股东控制权分散程度越大, 过度投资水平越高; 进一步引入外部审计、法律制度环境等外部监督机制, 发现高质量的外部审计和完善的法律制度环境能有效降低大股东控制权分散导致的过度投资, 这为探索股东控制权结构对过度投资的影响进一步提供了经验证据的支持。

【关键词】 Shapley-Shubik 权力指数 控制权 过度投资 数据包络分析

一、引言

在宏观经济层面, 投资与内需、出口等一直被视为拉动中国经济发展的关键因素, 以加大基础设施建设来刺激经济增长更成为中国政府常用的调控手段之一, 但过分依赖投资拉动内需产生的高增长往往伴随着低效率、重复建设, 投资过热问题饱受争议。在微观经济层面, 中国的民间资本已经成为投资的主要力量。2012 年全国固定资产投资实际增长 19.3%, 其中 62.1% 属于民间资本固定资产投资, 而民间资本最重要的来源则是民营企业。但我国民营企业寿命之短令人惊讶, 据有关统计, 美国企业的平均寿命

^{*} 常莹莹, 博士研究生, E-mail: chang5ying@126.com; 杜兴强, 教授, E-mail: xqdu@xmu.edu.cn。本文为国家自然科学基金“制度环境、政治联系、会计信息质量与审计行为”(71072051)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“政治联系与会计信息的相关性与可靠性: 数据挖掘与实证研究”(13JJD790027)、福建省社科重点项目“政治联系、过度投资与公司价值”(2010A012)的阶段性研究成果。

长达 40 年,而中国民营企业的平均寿命仅为 2.9 年,这与其日益增长的投资规模形成鲜明对比。其中一个重要原因在于民营企业投资的非效率,尤其是总体表现为追求规模效益的过度投资行为。面对激烈的市场竞争环境时,企业盲目扩张、跟风投资、低水平重复建设,不结合自身条件对市场进行可行性分析,而随意进入不熟悉的行业或领域,以及对资金的流动和使用缺乏长远规划均导致了投资过度。此外,试图通过规模扩张降低成本,在价格战中扩大市场份额的低成本竞争战略也为投资失败带来风险。过度投资严重侵蚀、浪费了我国稀缺有限的资本,成为股权筹资的制度成本。企业尤其是民营企业作为经济发展的核心细胞,其过度投资行为值得我们关注。

现代管理理论认为,管理的重心在经营,经营的重心在决策(余绪缨 2006)。企业的价值或绩效作为衡量管理质量好坏的重要指标,正是源于过去决策行为产生的资产及未来现金流的现值。而根据合作博弈理论,企业决策行为的产生又与股东控制权结构有着直接、复杂的关系。因此先前大量有关股权结构对公司治理的作用及效率的研究,主要集中在探讨其对公司绩效的影响上。但直接分析股权结构与企业绩效等会计指标关系的不足之处在于将企业决策过程视为“黑匣子”,认为特定的股权结构自动对应相关决策,进而影响企业绩效,至于股东控制权的构成如何影响企业决策行为则避而不谈。事实上,依据《中华人民共和国公司法》的相关规定,股东大会正是决定公司重大决策的权力部门,包括“决定公司的投资计划”以及“选举和更换董事,决定有关董事的报酬”等权力,这种权力的产生则源于现有的投票机制。在议案达成协议过程中各股东通过行使表决权(或投票权)对投票结果施加影响,因此对“组织或个人所拥有的通过法定权力或施加影响,选举董事以及多数董事的权力”(Berle and Means 1932)的分析实质上是对股东表决权(或投票权)对决策影响力的分析。基于以上缘由,本文择取股权结构中大股东控制权分散程度与过度投资行为的关系进行研究。同时,公司的投资效率在很大程度上内生于其所处的外部制度环境,本文进一步引入外部审计、法律制度环境等外部监督机制实证检验其对上述关系的影响。至于股东对投票结果的影响力,一直以来人们普遍将其与股东持股份额等同,认为持股份额越多的股东对表决结果的影响力越大,尤其是在“少数服从多数”和“一股一票”的表决制度下。但按照 Shapley 和 Shubik(1954)提出的计算投票权力分布的方法,以高乐股份(002348)2009 年 12 月 31 日各股东持股为例,持股比例分别为 42%、29%、27%的前三大股东尽管持股比例不同,但其对决议的影响力相同,权力占比 1/3,而持股比例为 1%的剩余股东权力指数为 0,即不能对公司决策施加任何影响力,这说明股东所持有股份对决策的影响力与其所持有的份额并不能总是保持一致。从该意义来看,使用权力指数而不是持股份额来刻画股东对决策施加的相对影响力(控制权)更为恰当。本文将进一步采用 Milnor 与 Shapley(1978)搭建的海洋博弈模型,区分对待大股东和小股东在投票过程中的不同影响机制,以期揭露我国民营上市公司各股东持股份额背后的控制权分布状况和交互关系。本文可能的贡献在于利用沙普利-舒贝克权力指数(Shapley-Shubik power indices)描述上市公司的大股东控制权分散程度的基础上加入外部审计、法律制度环境等外部制度环境因素,为探索股东控制权结构对过度投资的影响进一步提供了经验证据的支持。

本文的其余内容做如下安排:第二部分回顾了过度投资的相关文献、进行理论分析

并提出研究假设；第三部分为本文的研究设计，包括模型构建、变量定义和数据来源，其中着重介绍基于海洋博弈模型的 Shapley-Shubik 权力指数对股东控制权分散程度的测度方法和度量过度投资水平的超效率数据包络分析 (data envelopment analysis, DEA) 法；第四部分为描述性统计和变量的相关性分析；第五部分为实证研究结果及分析；最后为本文的研究结论及进一步研究方向。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

权力问题构成了一切组织理论的核心问题，现代公司中控制权的分配对公司的组织结构和效率有重要影响。但股权结构是如何影响公司的决策及效率的呢？归根结底要追溯到现代治理理论的逻辑起点——委托代理理论。不同的股权结构决定了不同的代理问题类型。自 Berle 和 Means(1932)论述了现代公司所有权与控制权高度分离以来，诸多公司治理的研究主要集中在股权高度分散导致的管理者与股东之间的代理冲突。Jensen (1986)在委托代理成本的基础上提出了“自由现金流假说”，发现企业存在大量自由现金流量时，管理者为了增加自身的效用，会更倾向于浪费行为和不明智地使用自由现金流量，尤其是投资在那些并非最优的投资项目上，进而导致投资边际效率降低。但随着股权集中到某一程度，公司控制权的掌控和分配决策更大程度上取决于控股股东，交叉持股和金字塔结构造成公司控制权与现金流权的背离，公司治理需要解决的首要问题已转向控股股东和中小股东的利益冲突。但结合我国民营上市公司的现状，现实股权结构并不是一个大股东和多个小股东的简单结合，往往存在多个大股东分权的现象，因此企业的决策行为更大程度上体现为多个大股东之间的博弈结果。

小股东由于人数众多、持股比例低、流动性强，出于“搭便车”的动机往往放弃行使投票权；随着股东持股比例的增加，权力指数的上升，他们更有能力、也更有可能通过行使投票权来实现自身的利益，或阻止其他股东使用资源或相互设置障碍。当存在多个能对公司投资决策实施重大影响的股东时，任何大股东均不能单独决定投资决策，大股东之间可能存在以下两种博弈情形：①大股东之间形成制衡机制，既可以监督管理层行为提高经营效率，又可以防止大股东“掏空”上市公司，这将有利于缓解第Ⅱ类代理问题，抑制公司的过度投资；②多个控股大股东之间相互勾结，形成股东联盟，共同控制公司的投资行为决策，从而攫取控制权私有收益，导致过度投资。股权制衡模式看似完美，但并不能提高我国民营上市公司的治理效率，反而易被某个大股东完全控制，引起大股东之间激烈争夺公司控制权的局面(朱红军和汪辉 2004)，保护中小股东利益更无从谈起；而且大股东之间若要形成稳定的股东联盟与合谋关系，必须付出股东联盟的形成和维系成本，并且在联盟内部形成稳定的成本和收益分摊机制或契约(Leech 1987)，因此这种稳定的关系并不总能有效地形成。按照合作博弈理论，还应当普遍存在第三种博弈情形，即参与博弈的各大股东出于自身控制权私有收益的考虑，在当期博弈中为了避免其他大股东日后的对抗、报复或恶性竞争，而同时“心照不宣”地选择做出合作的姿

态。对任何大股东而言,均不能单独决定通过任何投资方案,各大股东为使某项投资决议得以通过,也会投票通过有利于其他大股东控制权私有收益的投资方案以“招揽”有效的投票权,这样一来,只要有利于大股东控制权私有收益的投资决策大部分将得以通过,大股东的控制权私有收益将会形成一种博弈均衡。从谬误的逻辑也会得到相同的结果:如果某个大股东违反了这种“潜规则”或“默契”,将会受到其他大股东的报复,他所支持的投票方案也会被否决,最终导致没有任何一个投资方案得以通过,于是发生“反公地悲剧”(tragedy of anti-commons)。由此推断,出于自身利益的考虑,大股东不仅会避免与其他大股东形成对立,还可能会形成相互依赖的关系,大股东会依赖其他大股东的投票来保证有利自身的投资决策得以通过,包括那些对公司价值而言并非最优的投资机会,进而导致过度投资,损害中小股东的利益。而且随着大股东权力分散程度的加大,投票权和现金流权的分散导致大股东形成能决定公司决策的有效联盟所需的股权减少,信息不对称条件下少数大股东之间的讨价还价博弈在一定程度上加剧(Bennedsen and Wolfenzon 2000),由此本文提出如下假设:

假设 1: 限定其他条件,大股东控制权分散程度越大,公司的过度投资水平越高。

关于上市公司过度投资的制约机制,国内外学者已从内部治理机制展开了众多研究,但值得注意的是:企业外部治理环境与内部治理机制相互作用、相互补充,共同构成了公司治理生态环境的整体。实际上,公司的投资效率在很大程度上内生于其所处的外部制度环境,主要包括市场化程度、市场中介组织和资本市场的发育程度、相关法律体系及执行力度、对投资者保护程度、政治联系以及其他社会历史环境等诸多方面。例如,杜兴强等(2011)研究发现,政治联系与我国上市公司过度投资的概率显著正相关,即政治联系的强度越大,过度投资的概率越大。鉴于我国经济发展的区域不均衡,各地民营上市公司在经济发展水平、自然资源条件、文化习惯等方面存在差异,制度环境对过度投资起到很大的影响,其中地区市场中介组织(如审计市场)的发育、法律制度环境、对投资者权利的保护等都是外部治理环境与制度安排重要考察的因素。

延续前述的假设,大股东控制权分散程度越大,公司的过度投资水平越高。虽然大股东在现有股权安排下短期内实现了控制权私有收益最优,但“理智的冷漠”(rational apathy)引发的过度投资长期来看将有损企业的价值,进而影响大股东财富,因此大股东有动机引入外部监督机制来规范公司的投资决策。审计被视为公司代理问题的治理机制,是能够约束机会主义行为的制度安排(Jensen and Meckling 1976)。对审计的作用Wallace(1987)这样归结:降低信息不对称、监督作用和保险作用。独立审计作为为投资者提供有关信息披露可靠性的第三方确认,其质量是具有信息含量的,高质量的审计具有“信号传递”功能,能有效减轻中小股东和债权人等利益相关者信息不对称问题,有助于利益相关者监督诉求,对投资风险起到一定的预警作用。高质量的审计由于对公司资产质量、现金流等财务信息的审查更为严格,能为中小股东和债权人提供更高质量、更低风险的会计信息,从而有助于中小股东和债权人更好地监督或约束大股东之间基于控制权私有收益的博弈过程,进而通过“用脚投票”、债务治理机制等手段来改变投票格局,以保护自身利益。反过来,考虑到外部审计引发的中小股东和债务治理机制等对投资决策的潜在制约或限制,大股东在前期投资方案的提出和投票过程中,也会降低对公

司而言并非最优投资机会的通过概率,以保证企业的价值。按照这种逻辑,高质量的审计会对大股东控制权分散导致的过度投资具有调节作用,由此提出如下假设:

假设2:限定其他条件,高质量的外部审计能降低大股东控制权分散导致的过度投资。

La Porta 等(1998)以来的“法与金融”学派研究指出,法律对于投资者权利的保护差异成为各国形成不同公司治理模式的内在根本原因。Faccio 等(2001)研究发现,各国法律对投资者利益的保护程度不同,股东之间博弈的效果也将不同。法律制度环境作为企业存在的依据和边界,其对投资者权利的保护决定了上市公司决策行为趋利避害的运行路径,法律对投资者的保护可以成为抑制大股东利益侵占的关键制约机制。我国正处于新兴市场高速发展和市场经济转轨的阶段,区域市场化程度与法律制度环境存在较大差异,对应投资者权利保护程度和对大股东利益侵占行为的监督与约束也存在显著不同。市场化发展水平较高的地区,针对大股东利益侵占行为,通过制定地区法律层面的约束和惩处条款来改善契约和监督,加大对投资者利益的保护程度,大股东基于控制权私有收益侵占投资机会的成本也更高,进而有助于约束公司激进的投资行为,缓解过度投资。因此,法律制度环境的完善能弱化股东权力分散导致的过度投资,鉴于此,本文引入樊纲等(2011)市场中介发育和法律制度环境指数作为法律制度环境的替代变量。提出如下假设:

假设3:限定其他条件,完善的法律制度环境能降低大股东控制权分散导致的过度投资。

三、研究设计

(一)模型与变量

1. 控制权分散程度与过度投资

为了检验假设1,即“限定其他条件,大股东控制权分散程度越大,公司的过度投资水平越高”,本文构建了如下的普通最小二乘法(ordinary least square, OLS)模型(1):

$$\begin{aligned} \text{OINV}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{SSD} + \beta_2 \text{DUAL} + \beta_3 \text{INDR} + \beta_4 \text{BOARD} + \beta_5 \text{MANGSHR} \\ & + \beta_6 \text{TOBINQ} + \beta_7 \text{FCF} + \beta_8 \text{PPE} + \beta_9 \text{LNSIZE} + \beta_{10} \text{LEV} \\ & + \beta_{11} \text{LISTAGE} + \lambda \text{IND} + \omega \text{YEAR} + \delta \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 OINV 是通过超效率数据包络技术计算获得的过度投资水平,等于投资效率的倒数。大股东控制权分散程度 SSD 即是主要的解释变量,使用第二至第五大股东 Shapley-Shubik 权力指数之和与第一大股东 Shapley-Shubik 权力指数的比值来替代。显然,若 β_1 的系数显著为正,则说明假设1被经验证据支持。

2. 监督、大股东控制权分散程度与过度投资

为了检验假设 2“限定其他条件,高质量的外部审计能降低大股东控制权分散导致的过度投资”,以及假设 3“限定其他条件,完善的法律制度环境能降低大股东控制权分散导致的过度投资”,本文引入外部监督变量 MON 及其与大股东控制权分散程度的交乘项 $SSD \times MON$,构建了如下的 OLS 模型(2):

$$\begin{aligned} OINV_t = & \beta_0 + \beta_1 SSD + \beta_2 SSD \times MON + \beta_3 MON + \beta_4 DUAL + \beta_5 INDR \\ & + \beta_6 BOARD + \beta_7 MANGSHR + \beta_8 TOBINQ + \beta_9 FCF \\ & + \beta_{10} PPE + \beta_{11} LNSIZE + \beta_{12} LEV + \beta_{13} LISTAGE \\ & + \lambda IND + \omega YEAR + \delta \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)中的外部监督变量 MON 分别对应市场中介组织发育与法律制度环境指数(INDEXLAW)和高质量的外部审计(BIG10)。其中 INDEXLAW 用来度量地区金融法律的保护水平(法律制度环境),源于樊纲等(2011)《中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告》数据中市场中介组织的发育和法律制度环境指标。BIG10 为虚拟变量,若公司聘请的会计师事务所排名前十[根据中国注册会计师协会(The Chinese Institute of Certified Public Accountants, CICPA)每年公告的《会计事务所综合评价前百家信息》提供的官方排名],则令 BIG10 为 1(高质量的外部审计),否则为 0(低质量的外部审计)。

模型(2)中预测较完善的法律制度环境、高质量的外部审计将会调和大股东控制权分散程度与过度投资之间的正向关系。因此,模型(2)的预测结果应该如下:① $SSD \times INDEXLAW$ 交乘项的系数显著为负;按照法律制度环境均值分组,低法律制度环境相比高法律制度环境下的 SSD 正向系数将更为显著;② $SSD \times BIG10$ 交乘项的系数显著为负;按照是否聘请前十大会计师事务所分组,未聘请前十大会计师事务所审计的公司相比聘请前十大会计师事务所审计的公司,SSD 的系数将更为显著。

模型(1)与模型(2)中的控制变量定义相同,详见表 1 中各变量解释说明,此处不再赘述。鉴于股东控制权和过度投资的度量为本文研究假设的核心,就其具体方法,本文将做如下详细阐述。

表 1 变量及定义

变量	变量定义
OINV	过度投资水平。根据超效率数据包络技术计算,等于投资效率的倒数
SSD	大股东权力分散程度。等于“第二至五大股东 Shapley-Shubik 权力指数之和/第一大股东 Shapley-Shubik 权力指数”
DUAL	董事长与总经理两职合一的虚拟变量,若两职合一,则 DUAL=1,否则为 0
INDR	独立董事比例,等于“独立董事人数/董事会总人数”
BOARD	董事会规模(董事会人数的自然对数)
MANGSHR	管理层持股比例
TOBINQ	(流通股×年末收盘价+非流通股×每股净资产×20%+负债总额)/企业总资产的账面价值,用以衡量企业的投资机会(Bai et al. 2004, Chung and Pruitt 1994)