

Research on Influence of Large Shareholders to
Financial Decisions for Agri-Listed Companies

大股东行为对农业上市公司 财务决策影响研究

刘莹/著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Research on Influence of Large Shareholders to
Financial Decisions for Agri-Listed Companies

大股东行为对农业上市公司 财务决策影响研究

本书获山东青年政治学院第八届学术专著出版基金资助

刘莹/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东行为对农业上市公司财务决策影响研究/刘莹著.—北京：经济管理出版社，
2018.12

ISBN 978-7-5096-6241-0

I. ①大… II. ①刘… III. ①农贸企业—上市公司—股东—影响—财务决策—研究—中国 IV. ①F324

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第286017号

组稿编辑：宋娜

责任编辑：范美琴

责任印制：黄章平

责任校对：董杉珊

出版发行：经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦A座11层 100038)

网 址：www.E-mp.com.cn

电 话：(010) 51915602

印 刷：三河市延风印装有限公司

经 销：新华书店

开 本：720mm × 1000mm/16

印 张：12.5

字 数：205千字

版 次：2019年6月第1版 2019年6月第1次印刷

书 号：ISBN 978-7-5096-6241-0

定 价：98.00元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街2号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

前 言

大股东是相对于中小股东的投资人，其出资额更多，同时承担的责任也更大，从理论上讲二者之间没有绝对界限，但实际上二者在公司的地位却因不严格遵守“同股同权”原则而有很大的差异。研究显示，股权集中和占主导地位的大股东侵权现象越来越普遍存在于各类上市公司，大股东掌握着上市公司的实际控制权，具有追求控制权收益最大化的倾向，损害了公司价值和中小股东的利益。财务决策的制定和执行贯穿公司价值实现的全过程，是现代财务管理的核心，因此，在大股东对公司价值影响这一研究领域，本书选择了大股东行为对公司融资、投资、利润分配三大财务决策影响的研究视角，以股权集中度比较高的农业上市公司为样本，来研究这种现象背后的规律，为上市公司治理提供依据。

本书试图以委托代理理论、信息不对称理论、公司治理理论、博弈论等作为理论指导，以结构方程法、多元回归分析法、博弈模型、激励监督模型为分析工具，系统总结我国农业上市公司的财务特征和公司治理特征；发掘大股东侵害行为存在的事实以及对财务决策影响的路径；得出大股东行为对融资决策、投资决策、利润分配决策产生影响的具体形式；对大股东行为进行内部和外部制衡因素分析；在此基础上，提出优化大股东行为的政策建议。

本书撰写思路和得到的主要结论如下：

第一，梳理委托代理理论、信息不对称理论、公司治理理论等相关理论基础，界定大股东行为、公司财务决策等基本概念，分析大股东实施侵害行为的原因。大股东与中小股东效用函数不同，在公司运营过程中存在信息不对称，导致二者委托代理问题的产生。由于中小股东对大股东行为监督的事实缺位和债权人利益实质性保障的缺失，给大股东实施侵害行为

提供了机会。

第二，使用描述统计方法对我国农业上市公司进行特征分析，认为公司规模特征、财务特征和公司治理特征各项指标水平令人担忧，通过公司治理提升绩效水平迫在眉睫。首先，从财务特征来看，我国农业上市公司盈利能力距离沪深两市上市公司均值有很大差距，指标离散性明显，整体规模偏小。偿债能力指标表现虽然比较令人满意，但国家近几年融资惠农政策并未让所有农业上市公司受益。由于资产管理策略制定不合理，资产营运效率不高，对盈利能力和偿债能力带来负面影响。在销售总额逐年稳步增长的同时，净利润并没有表现出令人满意的业绩。其次，从公司治理特征来看，第一大股东的控制权优势越来越明显，对公司及财务决策的控制能力在增强。

第三，使用结构方程法研究大股东行为对公司财务决策的影响路径，发现大股东往往从个人私利出发，对公司财务决策产生负面影响，这其中既有直接影响，又有通过董事会治理机制和公司高管治理机制产生的间接影响。之所以负面影响普遍存在，源于其他大股东对第一大股东的制衡机制以及董事会对大股东的约束机制尚未发挥应有的作用。高管治理机制对公司财务决策的影响为负，说明由于我国农业上市公司中高管持股数量相当少，高管激励机制并未在公司治理中发挥应有的积极作用。

第四，以我国35家农业上市公司面板数据为样本，使用多元线性和非线性回归模型确定股权集中、股权制衡、股权性质等股权制度安排对融资偏好、投资效率、现金股利分配比率影响的具体形式，发现：①股权越集中，大股东侵害行为越容易发生；②其他股东制衡能力越强，公司内部对大股东监督的动机和能力也就越高，内部股权制衡是优化大股东行为的有效途径之一；③独立董事制度对大股东的约束机制缺失，甚至是产生负面影响；④公司高管持股比例均值接近于零，高管激励机制并未在公司治理中发挥应有的积极作用。

第五，使用博弈模型和激励监督模型对大股东行为进行了制衡因素分析，找到治理大股东行为的关键因素。

第六，根据内部制衡因素分析中进化博弈均衡解，外部制衡因素分析中外部监管者激励监督模型解和外部监管机构纳什均衡解的研究结果，结合我国农业上市公司的特征，对抑制大股东的侵害行为、保护中小股东的合法利益提出政策建议。

本书的独特性主要体现在以下两方面：第一，在已有公司治理研究中，激励监督模型只应用在第一类委托代理关系中，虽然大股东在身份上只是出资额比较高，与中小股东没有本质区别，但是本书分析发现，大股东的控制权削弱了中小股东对公司事务的管理权力，取而代之由大股东代替中小股东实施监督权和管理权，从法律义务来看，大股东对中小股东负有诚信义务，二者符合激励监督模型的要求。因此，本书通过一个对大股东的激励监督模型，将第二类委托代理关系纳入这一模型中进行定量分析，寻找到能够优化大股东行为的有效机制。第二，前人在研究中普遍提出应加大对违规大股东的惩罚力度，增加对中小股东的赔偿，但是对于赔偿额度应该怎样确定，什么类型的赔偿是有效的却少有研究。本书通过法经济学中的“惩罚系数”模型，对这一问题进行了补充。

本书理论性和实用性并重，以“理论基础—技术方法—实践应用”为框架，结构合理、清晰；重视大股东对公司财务决策影响机理和基本原理的介绍和分析；对公司治理的应用实践体现充分。

感谢教育笔者多年的师长，感谢笔者的同仁给予的帮助和支持；感谢出版社同仁为本书出版付出的辛勤劳动。由于笔者水平有限，编写时间仓促，虽几经改稿，书中错误和缺点在所难免，欢迎广大读者不吝赐教。

刘 莹

二〇一八年八月

目 录

1 导 论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 国内外研究文献综述	4
1.2.1 大股东侵占行为对公司价值的影响	4
1.2.2 大股东行为对公司财务决策的影响	5
1.2.3 大股东行为的治理研究	11
1.2.4 国内外相关研究评价与启示	14
1.3 研究主题与研究目标	16
1.3.1 研究主题	16
1.3.2 研究目标	17
1.4 全书结构与研究方法	17
1.4.1 论文结构	17
1.4.2 技术路线	18
1.4.3 研究方法	20
1.5 主要创新点	23
2 相关概念界定与研究的理论基础	25
2.1 农业上市公司	25
2.1.1 概念	25
2.1.2 特征分析	31
2.2 大股东行为	42
2.2.1 大股东	42
2.2.2 大股东行为	44
2.3 公司财务决策	45
2.4 研究的理论基础	46
2.4.1 委托代理理论	46
2.4.2 信息不对称理论	48

2.4.3	公司治理理论	50
2.4.4	博弈论	53
3	大股东行为对上市公司财务决策的影响机理分析	56
3.1	大股东侵害行为发生的原因分析	56
3.1.1	中小股东制衡缺失	56
3.1.2	债权人利益的法律保护力不足	61
3.2	大股东行为对财务决策的影响路径分析	62
3.2.1	研究框架	63
3.2.2	设定变量	64
3.2.3	模型建立	68
3.3	小结	77
4	大股东行为对上市公司财务决策影响的实证分析	78
4.1	大股东行为对融资偏好的影响分析	78
4.1.1	研究假说	78
4.1.2	回归分析	81
4.2	大股东行为对投资效率的影响分析	89
4.2.1	研究假说	90
4.2.2	回归分析	92
4.3	大股东行为对现金股利分配比率的影响分析	99
4.3.1	研究假说	101
4.3.2	回归分析	102
4.4	大股东行为影响公司决策的对比分析	106
4.4.1	研究框架	106
4.4.2	研究方法和数据来源	107
4.5	小结	109
5	上市公司大股东行为的制衡因素分析	111
5.1	内部制衡因素分析	111
5.1.1	进化博弈的基本思想	112
5.1.2	第一大股东与其他大股东之间的进化博弈分析	113
5.2	外部制衡因素分析	120
5.2.1	外部监督者对大股东行为的制衡因素分析	121
5.2.2	外部监管机构对大股东行为的制衡因素分析	126
5.2.3	独立董事对大股东侵害行为的制衡因素分析	130

5.3 小结	132
6 政策启示	133
6.1 完善法律制度,加大监管力度	133
6.2 提高上市公司信息披露质量	134
6.2.1 加强审计功能,避免会计工作的主观性	135
6.2.2 量化信息披露失真的惩罚金额	135
6.3 提高中小股东的监督意识	136
6.4 给予大股东适当的合理控制权收益	137
6.5 进一步发挥独立董事的监督作用	137
6.5.1 健全完善独立董事产生程序和聘任方式	138
6.5.2 切实提高独立董事的话语权	138
6.5.3 建立科学有效的独立董事激励约束机制	138
7 结论与展望	139
7.1 主要结论	139
7.2 对未尽研究的展望	141
附 录	142
参考文献	178

1 导 论

1.1 选题背景及意义

自贝利（Berle）和米恩斯（Means）的经典论著《现代公司与私有产权》于1932年问世以来，企业的所有权结构在公司治理中的效率问题就成为公司财务研究领域长盛不衰的焦点研究问题之一。很多学者围绕这一问题展开了富有成效的研究，谁对公司实施终极控制、如何控制是研究的重点。贝利和米恩斯认为，公司控制权就是股东通过行使法定权利或通过其他途径能够对董事会大部分成员施加影响，对他们具有实际权力。公司控制权应当属于公司最高权力机构股东大会及其代理人，拥有公司控制权即能够对股东大会、董事会、监事会和经理层进行控制，大股东可以凭借自身的股权优势控制股东大会，对董事会、监事会以及经理层的任命和决策产生影响，进而会对公司融资活动、投资活动、利润分配活动等环节的财务决策产生影响甚至控制。

从20世纪末开始，高度集中的股权结构，以及大股东对公司的控制现象在各种类型的公司中越来越明显，逐步取代了股权分散性的公司治理特征，成为世界公司治理领域的新趋势。研究者在公认的股权高度分散的美国和欧洲企业中也证实了控制性大股东的广泛存在。我国上市公司股权相对集中，大股东及其内部代理人交替控制着公司的重大决策和资源配置，这样的股权制度安排，加之大股东与中小股东之间严重的利益冲突，为我国上市公司大股东通过对公司财务决策施加影响，攫取控制权私有收益提供了条件，客观上也侵害了公司价值和中小股东的利益。

在进行定量分析时，本书均选择我国农业上市公司作为研究样本，这

是因为农业是我国最大、最重要的产业，是国民经济的基础。农业上市公司是农业企业较高层级的组织形式，也是资本市场上资本运作的重要载体。

农业上市公司作为农业类型企业中的龙头和代表性企业，在带动农业加快发展及推动农业现代化、标准化、集约化经营等方面具有天然的优势，也是推进我国现代农业建设的重要主体和关键环节。与非农公司相同，农业上市公司既要按照现代企业制度要求努力追求企业的价值最大化，又要承担带动农业产业转型升级、促进农业可持续发展、提高农业及农民可支配收入、保障食品健康等重要的社会责任。但总体来看，当前我国农业上市公司的表现并未达到预期，存在的部分突出问题表现为：农业各子行业发展不均衡，生产效益呈逐年下滑趋势；部分农业上市公司经营业绩堪忧，有的上市不久即被ST甚至PT，个别甚至退市；部分农业上市公司经营脱离主业，转向非农行业如房地产开发、办学、开采矿山等行业，逐渐背离了国家对农业上市公司带动农业产业化经营这一目标定位（邹彩芬，2007）；部分农业上市公司股权结构和治理结构不合理，甚至造假丑闻频出，严重影响到农业上市公司的可持续发展能力和市场竞争能力。上述问题的存在，使农业上市公司部分脱离了“三农”本质，弱化了上市公司对农业板块的带动作用，也使其成为上市公司中备受争议的一个板块。若不能采取有效措施及时优化我国农业上市公司的治理结构，提高公司业绩，将会影响农业产业化进程，甚至阻断农业可持续发展进程。可以说，稳步提高我国农业上市公司的公司绩效，是引领农业企业稳步发展的核心。

已有研究（南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组，2006；向朝进和谢明，2003；陈昀，2008）显示，公司治理效率与公司绩效之间存在显著的正相关性，公司治理效率的提升往往带来公司绩效的显著提高。经济合作与发展组织在《公司治理结构原则》中给出的公司治理定义是：“公司治理是一种据以对工商公司进行管理和控制的体系”。李维安和张维迎分别从狭义和广义两个方面对公司治理的外延提出了自己的观点。李维安（2001）认为，“狭义的公司治理，是指公司所有者（主要是股东）对经营者的一种监督与制衡机制”，这显然是从委托代理关系角度进行的描述。张维迎（2005）认为，“广义地讲，公司治理是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排，这些安排决定公司

的目标，谁在什么状态下实施控制、如何控制，风险和收益如何在不同企业成员之间分配这样一些问题”，并认为“广义的公司治理结构是企业所有权安排的具体化”。从以上两位学者的主要观点来看，公司治理明确规定了诸如董事会、经营者、股东等公司各个利益相关者的权利和责任，这一观点是站在产权关系角度进行的分析。无论从哪一个角度界定公司治理的外延，在大股东控制越来越明显的现代企业中，公司治理的核心均落脚在了对大股东行为的治理上。

从公司的经营和决策过程来看，大股东主要通过绝对股权优势控制股东大会，进而通过股东大会对董事会、监事会的任命权以及董事会、监事会对管理层的监督权操控公司，影响公司财务决策，侵犯公司及中小股东利益。由此可见，大股东并不直接参与公司的日常财务决策，对财务决策的影响有直接的，也有间接的。因此，有必要将大股东与中小股东之间的第二类委托—代理矛盾带入到公司财务决策中，这将有助于我们更好地了解大股东治理机制的内在机理和效率，为上市公司治理提供依据。

因此，将我国农业上市公司的现状与大股东行为对公司财务决策的影响相结合，具有以下理论意义和现实意义：

（1）研究的理论意义。

对上市公司中大股东行为的研究，将有助于进一步完善和解释所有权集中条件下，企业所有权结构和控制权配置与企业财务行为的关系；有助于了解大股东侵害行为发生的原因、路径和具体方式，通过有效规制优化大股东行为，减少价值损失。

（2）研究的现实意义。

农业上市公司是我国促进农业产业化的桥梁，通过对农业上市公司大股东侵占行为的约束规制，提高公司治理效率，从而提升农业上市公司的绩效，将关乎我国农业和整个国民经济的发展，对我国促进农业产业结构调整、加快农业现代化等都具有积极的推动作用。

综上所述，本书的研究目的就是以大股东行为对公司财务决策的影响为落脚点，通过对上市公司大股东行为的治理提升公司治理效率，以公司治理效率的提升改善目前我国农业上市公司规模小、绩效差的现状。

1.2 国内外研究文献综述

寻找到大股东行为对公司决策产生影响的路径和具体形式，通过内部、外部制衡因素分析，进一步优化外部监管者和大股东的行为，提升公司治理效率，实现公司价值最大化，改善我国农业上市公司财务绩效，是本书的主线。

1.2.1 大股东侵占行为对公司价值的影响

大股东控制、私有收益和掠夺效应等问题受到国内外学者的广泛关注，研究大股东行为如何影响公司价值可将公司治理问题带入一个新的研究阶段。

控制权收益在分析大股东治理行为中起着重要作用。这一概念最早由 Grossman 和 Hart (1999) 提出，后续研究者将其分为控制权共享收益和控制权私有收益。控制权共享收益是指大份额持股而带来的决策权和股东财富效应驱使大股东监督管理者提高公司价值并使自己获得的收益 (Holder-ness, 2003)；控制权私有收益则是指大股东通过行使其投票权而占用公司资源使自己获得小股东无法获得的收益。控制权收益的提出明确了大股东的持股动机，同时也揭示了大股东与中小股东的不同目标。

大多数西方国家，大公司往往是家族式运营，Yves Bozec 和 Claude Laurin (2008) 以家族所有权为例，解释了大股东侵占行为发生的三个条件，分别是侵占动机、侵占激励和侵占机会。集中的股权结构和自利天性为大股东提供了侵占动机；投票权与现金流权之间的分离为大股东追逐控制权私有收益提供了强有力的激励；当缺乏内部制衡和外部监管时，侵占机会便出现了。

大股东行为对公司价值的影响主要从股权集中度和股权制衡度两个维度予以论证。已有研究对股权集中度与公司价值之间的关系有三种结论：正相关论 (Claessens, 1997; Thomsen 和 Pedersen, 2000; 陈小悦和徐晓东, 2001; 刘星和刘伟, 2007; 等等)、负相关论 (Lehmann 和 Weigand, 2000; Johnson, 2000; 高明华和杨静, 2002; 等等)、无关论 (Demsetz 和 Lehn, 2001; Mehran, 1995; 朱武祥和宋勇, 2001; 于东智, 2001; 等等)。股权制衡度与公司价值之间的关系也存在两种观点：第一，股权制

衡度对公司价值存在正面影响,大部分研究者持有这种观点,如Pagano和Roell(1998),Gomes(2001),Henrik Cronqvist和Mattias(2001),徐向艺和张立达(2015),等等。第二,股权制衡度对公司价值存在负面影响,朱红军和汪辉(2004)得出了这一结论,但这一结论是以中国民营上市公司为样本,具有行业依赖性,至于其他行业是否也会得出相同的结论还不置可否。

可见,国内外研究者产生了较大分歧,甚至得出了相悖的结论,对此,徐丽萍等(2006)将原因归结如下:第一,指标选取的差异,包括公司价值、股权集中度和股权制衡度等指标的选取。第二,大股东行为的外生化。将大股东的行为当作既定外生变量排除在系统之外,未考虑多个大股东并存时大股东之间的竞合关系(刘慧龙,2009)。第三,大股东侵占的路径。钟海燕、冉茂盛和文守逊(2010)认为,大股东行为对公司价值的影响并不都是直接的,而是有可能通过其他公司治理机构产生间接影响。第四,行业选取的差异也会造成结果的不一致。

Duha Al-Kuwari(2012)认为,股权集中度和股权制衡度对公司价值的影响程度、影响方向均受股权性质即大股东类型的影响,这也为解释以上研究结论的差异提供了另一个视角。已有研究对股权性质的划分使用了两种标准:第一种,根据大股东的身份划分为国有股、机构股和个人股(Duha Al-Kuwari,2012);第二种,根据终极产权论区分(刘星等,2010)。通过在模型中加入大股东性质这一控制变量,可以反映股权性质对公司价值的影响。

1.2.2 大股东行为对公司财务决策的影响

Henri和Rudiger Fahlenbrach(2009)指出,出于攫取控制权私人收益的目的,大股东总是会通过对企业的实际控制权,使企业高层做出满足其“隧道挖掘”行为的财务决策,从而对企业的融资、投资和利润分配等决策行为产生影响。

(1) 对公司融资决策的影响。虽然大多数上市公司保持了较低的资产负债率,但仍把股权再融资作为首要融资方式,几乎没有上市公司主动放弃进行股权再融资的机会,黄少安(2001)将这种现象定义为股权融资偏好。Ettore Croci、John A. Doukas和Halit Gonenc(2011)使用“控制动机”一词指出,上市公司的所有权结构和大股东控制动机会对公司融资决

策产生影响。张祥建和徐晋（2005）认为，大股东利用股权再融资这种“隧道行为”可以获得中小股东无法得到的隐性收益。造成大股东股权融资偏好的原因很多，与大股东行为有关的研究主要有以下两点：

第一，债务对大股东行为的治理效应。Williamson（1988）认为，在市场经济条件下，负债资本不仅是重要的资金来源，企业还可以凭借负债进行有效的公司治理。Lang等（1996）、McConnell和Servaes（1995）、Ahn等（2006）和Aivazian（2005）利用美国和加拿大上市公司的财务数据研究了债务对大股东的约束效应。他们认为，迫于债务还本付息的法定义务，大股东不得不对侵占行为予以收敛。Ettore Croci、John A. Doukas和Halit Gonenc（2011），雒敏（2011）均将负债看成是对“大股东堑壕效应”的治理手段之一，债务作为一种治理工具，具有还本付息的硬约束，此时，债务可以发挥治理功能，对大股东的行为进行有效监督。债务融资的治理作用提高了大股东通过侵占行为获取私有收益的难度，大股东控制下的上市公司在进行融资决策时不可避免地会放弃融资有序假设中的融资顺序，代之以股权融资偏好。

第二，股权融资为大股东带来控制权私有收益。与西方成熟证券市场相比，在我国，股票发行是一种稀缺资源，股票发行的市盈率普遍较高，投资者不愿意参与高溢价股票认购的问题已经不再是股权再融资的障碍，这为我国上市公司选择通过发行高溢价股票进行股权融资提供了便利。高价配股或增发之后，大股东利用手中的控制权以占用资金等方式从上市公司手中转移资产和利润，从而“掏空”上市公司，侵害中小股东的利益（Johnson La Porta和JLLS，2000；章卫东和王乔，2003）。在众多筹资方式中，企业之所以更倾向于股权再融资，根本原因在于大股东的股权再融资偏好。大股东掌握公司控制权，由于高价配股或增发中获取的收益远远超过公司正常业绩增长带来的绩效，大股东往往出于追求控制权私有收益最大化的考虑，更加热衷于股权融资，（Zwiebel，1995；Ettore Croci，John A. Doukas和Halit Gonenc，2011；张祥建和徐晋，2005），甚至形成联盟来分享私有收益，造成资产负债率在低水平徘徊（Gomes和Novaes，2005）。

大股东行为对公司融资决策影响的定量研究主要有建模推导和多元回归两种方法体系。张祥建和徐晋（2005）根据大股东现金流权和控制权的分离状况，参考并改进了Filatotchev和Mickiewicz（2001）提出的效用函

数模型与推导模式，分析了我国上市公司股权再融资偏好与大股东实施侵害行为之间的关系。更多研究者采用了多元回归模型，所不同的是变量选取和变量之间函数关系的差异。比较有代表性的有：Salla Pöyry 和 Benjamin Maury (2010) 使用负债总额与股权的市场价值加负债的账面价值之比 (TD/MV) 作为债务比率；雒敏 (2011) 以其他应收款占总资产的比重作为因变量，以资产负债率等债务指标作为解释变量，均印证了大股东通过降低债务融资比例达到资金占用目的的结论。

(2) 对公司投资决策的影响。投资决策是企业三大核心财务决策之一，上市公司的非效率投资问题也一直是国内外公司治理关注的焦点。

前人研究分别从“委托代理问题”“大股东与经营者的合谋”“信息不对称带来的逆向选择行为”三个方面讨论了大股东行为对投资决策产生影响的原因。

第一，委托代理问题。委托代理理论认为，代理人目标与组织目标不一致是产生利益侵占动机的前提条件 (张维迎, 2011)。股权融资契约和债权融资契约就分别引起了股东与经营者之间以及股东与债权人之间的委托代理关系 (Yuan Yuan, 2012)，以上两种委托代理关系产生的问题成为研究者与实践和理论研究中的两个关注点。大量学者对以上两种委托代理问题进行了研究 (Yuan Yuan, 2012; Milton Harris 和 Artur Raviv, 2010; David A. Butz, 1994; 杨兴全, 2014; 陈耿等, 2012; 冯根福, 2004; 等等)。

Jensen 和 Meckling (1976) 从股东和债权人的委托代理成本角度解释了非效率投资。Green 和 Talmor (1986) 将这一委托代理关系称为股东的风险转移动机 (Risk-Shifting Incentive or Asset Substitution Problem)。当债权债务关系发生时，双方有合同相互约定，该笔借款只能用于某个或某类项目，因此股东使用该笔资金超出债权人合同约定的预期做投资时，必然征得债权人的同意，但是，事实往往相反。Julie Byrne 和 Thomas O' Connor (2012)，Jens Hilscher 和 Elif Şişli-Ciamarra (2013) 均指出，一旦获得了债权人的资金，股东往往会背弃债务融资时向债权人做出的低风险投资项目的承诺。如果债务资金投放的高风险项目成功，股东可以获得全部超过低风险投资项目的剩余收益，债权人只能获得固定利息部分；如果投资失败，由于股东只承担出资额部分的有限责任，额外损失则悉数转移给债权人，这大大增加了债权人的风险。正如 Thomas Schmid (2013) 与

Paul Brockman 和 Emre Unlu (2009) 所指出的, 在风险转移动机下, 股东将具有强烈的动机去从事那些很难投资成功, 但是一旦成功收益颇丰的投资项目。这样, 就产生了股东投资风险专业动机下的投资过度的低效率问题。

Tirole (2006) 则从股东和经营者的委托代理成本角度解释了非效率投资。他认为, 企业的投资对于经营者而言是存在私人成本的, 经营者付出的金钱、精力和管理才能只能得到部分补偿, 因此, 管理者会放弃部分净现值 (NPV) 为正的投资项目, 从而导致投资不足。与之相反, 由于经营者的权力与公司规模正相关, 而且可以通过建造企业帝国来增加自己被替代的成本 (Hart, 1995), 因此, 经营者有强烈动机使投资高于最优投资规模, 将本应分给股东的钱用于 NPV 有可能为负的项目以获取更多的私利, 这就是投资过度, 也是经营者和股东之间代理成本的主要形式。

第二, 大股东与经营者的合谋。在某些情况下, 少数控股股东倾向于受到经营者投资行为的影响 (Morck 等, 2005), 即控股股东与经营者合谋, 以至于引起大股东与中小股东之间的利益冲突。杨水利 (2001) 使用灰色评价模型对 10 家国有企业的经营者业绩进行了评价, 发现我国上市公司中大股东和经营者合谋侵占中小股东利益的现象是比较普遍的。当大股东与经营者之间的利益一致时, 企业有可能出现投资过度, 也可能出现投资不足, 但多数是投资过度 (罗进辉等, 2008; 窦炜等, 2011; 唐跃军, 2014), 因为在大股东与经营者共同终极控制公司以谋取私人收益的情况下, 只要新的投资项目能够使大股东充分受益, 企业就会做出接受投资项目的决策, 而不管这个项目的现金流入现值之和是否大于现金流出现值之和。

第三, 信息不对称带来的逆向选择行为。资本结构理论指出, 当大股东比外部投资者掌握了更多企业信息时, 为了降低自身风险, 理性的股东和债权人都不愿意向企业注入资金, 此时必要报酬率提高 (Myers, 1984; Myers 和 Majluf, 1984; Frank 和 Goyal, 2004)。由于大股东无法达到债权人要求的必要收益率, 不得不放弃某些投资项目, 从而引起投资不足。同时, 如果理性债权人预期到股东的风险转移动机, 这种道德风险导致的逆向选择行为会进一步导致必要投资率提高带来的投资不足。

何源、白莹和文翘翘 (2007) 根据产权理论、公司价值及代理理论构