

第二类代理问题、大股东制衡与 公司创新投资

左晶晶¹, 唐跃军², 眭悦²

(1. 上海理工大学 管理学院, 上海 200093; 2. 复旦大学 管理学院, 上海 200433)

摘 要:文章基于终极控制权理论和来自中国上市公司的经验证据研究发现:(1)被第二类代理问题左右的控股股东缺乏进行持续高水平公司创新投资的动力;(2)提高其他大股东持股比例有助于推动上市公司更多地进行研发和创新投资;(3)民营上市公司其他大股东制衡有助于提高研发与创新投资,而国有控股上市公司的其他大股东则未能发挥其应有的监督与制衡作用。

关键词:第二类代理问题;两权偏离;大股东制衡;创新投资;终极控制权

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)04-0038-10

一、引 言

进入 21 世纪之后,不断提升自主创新能力、建设创新型国家逐步成为中国国家发展战略的共识,而作为微观主体的企业则是其中的核心环节。这意味着要从根本上提升国家创新能力,必须提高企业的自主创新能力。然而,目前大批中国企业依然无法摆脱研发投入水平过低、创新能力较差的困境。Wind 资讯的数据显示,作为中国“十二五”高端装备制造业的两大“标杆”企业,生产铁路机车的中国南车(仅在 2010 年略超均值)和中国北车虽然一度被作为技术创新的典范,但其研发投入却明显不及所在行业或市场平均水平,甚至有些年份仅为所在行业或全部上市公司均值的 50%左右,这与中国高铁突飞猛进的“中国速度”显然极不相称。

另一方面,与欧美成熟市场的公司治理主要基于第一类代理问题不同,在中国等新兴市场,股东和经理之间的第一类代理问题实际上并不严重,在股权

收稿日期:2012-09-19

基金项目:国家自然科学基金项目(70802015);上海市教育委员会科研创新重点项目(13ZS009)

作者简介:左晶晶(1981—),女,河南沈丘人,上海理工大学管理学院讲师,博士;

唐跃军(1978—),男,湖南武冈人,复旦大学管理学院副教授,博士;

眭悦(1990—),女,江西吉安人,复旦大学管理学院硕士研究生。

结构高度集中且控股股东控制权和现金流权严重偏离(La Porta 等,1999)的情况下,处于优势地位的控股股东和中小股东之间经常出现严重的利益冲突,公司治理的主要方面是控股股东与中小股东之间的第二类代理问题(La Porta 等,1999)。而这使合理有效的大股东制衡与监督变得颇为重要(Bennedsson 和 Wolfenzon,2000;Cronqvist 和 Nilsson,2003;Maury 和 Pajuste,2005)。正如唐跃军和左晶晶(2010)、唐跃军等(2012)所指出的那样,中国公司治理的关键问题之一可能在于第二类代理问题及其引致的大股东制衡。这意味着在欧美成熟市场环境 and 公司治理模式下,虽然研发与创新主要受到第一类代理问题的影响,但在中国等新兴市场环境和公司治理模式下,在相当大的程度上,控股股东及其操控的管理层掌控公司治理与管理的主要方面。因此,第二类代理问题以及与此相关的大股东制衡机制对公司研发与创新可能存在相当重要的影响。

有鉴于此,本文基于终极控制权理论(Ultimate Control Right)(La Porta 等,1999),从第二类代理问题与大股东制衡角度,检验控股股东控制权和现金流权偏离、其他大股东制衡与研发投入之间的关联,目的是从公司治理层面揭示微观治理机制对公司研发与创新的影响,进而为完善中国公司治理机制、提高研发投入水平与公司创新能力提供科学的决策思路和切实可行的政策建议。

二、理论分析与研究假设

虽然第二类代理问题及其引致的大股东制衡是中国公司治理的关键问题之一(唐跃军和左晶晶,2010;唐跃军等,2012),对公司创新投资可能存在重要影响,但目前相关领域的研究依然集中讨论所有权性质对公司研发与创新的作用。研究者均认为,在新兴加转轨的中国市场,所有权性质不同的公司(以民营企业和国有企业为代表)所有权结构、经营环境、经营理念和经营目标等不尽相同,导致其公司治理和公司管理机制存在显著差异,进而可能对公司研发投入和创新产生重要影响。不过,目前研究者并未达成一致意见。一方面,部分研究者认为(姚洋和章奇,2001;Zhang 等,2003;周黎安和罗凯,2005;张宗益和张湄,2007),具有强烈政府色彩的国有企业市场监督与竞争不足,激励机制不完善,难以摆脱行政化体制的束缚,缺乏在研发与创新方面进行大量且持续投入的动机,而民营企业面临的经营环境更加市场化,管理层激励机制较为合理,受政府行政化体系的影响相对较小,更愿意进行较高水平的研发投入,积极推动公司创新;另一方面,部分学者则坚持不同的观点,认为所有权性质对公司研发与创新没有显著影响(吴延兵,2006),抑或认为国有企业拥有优越的外部条件(如更强的融资、投资能力和更好的技术条件),更有可能进行持续高水平的研发投入(解维敏等,2009;李春涛和宋敏,2010)。

诚然,所有权性质是企业极为重要的特征,但是上述研究者局限于对所有权性质的讨论,强调国有企业和民营企业的浅层差异,未能深入讨论并检验潜藏在所有权性质背后的公司治理机制对公司创新投资的影响,难以提供来自微观层面、较为可靠的解读。因此,我们尝试从第二类代理问题与大股东制衡的视角,揭示微观治理机制对公司创新投资的影响。

(一)第二类代理问题与公司创新投资

La Porta 等(1999)发现,金字塔结构、交叉持股和发行复式表决权股票造成了控制权和现金流权的偏离,使终极控股股东可以以较小的现金流权获得较大的控制权。这意味着控股股东控制的资本要远大于他们自身的资金投入,控股股东有动机攫取其他中小股东和利益相关者的利益。同时,控股股东还广泛参与公司的实际运营与管理,更为其攫取行为提供了现实的可能。Johnson 等(2000)研究发现,控股股东通过金字塔式持股可以将公司(或者说中小股东)的资源转移到自己手中,而实现这种转移的方法多种多样,并且大多数方法均是合法且隐蔽的;Attig 等(2003)发现,最终控制人偏向于将业绩不佳的公司置于金字塔结构的底层,这样可以尽可能地减少在攫取私利时对自己产生的不良影响;Almeida 等(2006)亦发现,金字塔式持股可以使控股股东在与中小股东分享股权收益的同时控制公司的留存收益,因此,在公司股权收益较低而外部融资渠道受限的情况下,金字塔式持股现象会十分常见。可见,控股股东借助金字塔结构使控制权和现金流权偏离,不仅可以攫取远超现金流权比例的超额收益,而且有效降低了自身成本与风险。

在投资者和其他利益相关者保护较弱的东亚国家,股权高度集中且普遍采用金字塔结构控股,控制权与现金流权偏离现象更严重,控股股东与中小股东的代理冲突也更剧烈,主要表现为壕沟效应,公司价值可能更低(Claessens 等,2000、2002;Fan 和 Wong,2002;Lins,2003;Villalonga 和 Amit,2006)。Claessens 等(2002)研究东亚地区控股股东对公司价值的影响时发现,东亚地区超过三分之一的公司被单一控股股东控制(Claessens 等,2000),而且存在严重的控股股东控制权与现金流权偏离现象;同时,由于公司经理人大多与控股股东存在密切关系,股东与经理人之间的第一类代理问题不明显,而控股股东与中小股东之间的第二类代理问题对东亚地区的公司存在重要影响,当控股股东控制权超过现金流权时,公司价值会显著降低。Yeh 和 Woitke(2005)研究认为,家族控股股东控制权与现金流权偏离程度越高,其隧道效应动机越强烈。

实际上,正如 Bebchuk 等(1999)所指出的那样,金字塔结构、交叉持股以及发行复式表决权股票三种控股方式导致现金流权和控制权偏离、代理成本上升,进而使控股股东在规模扩张、项目选择和控制权转移等方面做出不利于外部股东的决策。随着控股股东的现金流权减少,控制权和现金流权偏离度

增大,终极控股股东侵害中小股东利益的动机增强,代理成本将以指数方式上升(Bebchuk等,1999)。再加上研发创新需要巨额资金资源支持,而研发结果却常常难以预料并伴随巨大风险,被第二类代理问题左右的控股股东(实际控制人)及其操控的公司管理层可能缺乏持续进行高水平公司创新投资的意愿。因此,本文提出如下假设:

H1:控股股东控制权和现金流权偏离度越高,公司研发投入水平越低。

(二)大股东制衡与公司创新投资

与控股股东不同,其他大股东可能主要扮演监督和制衡的角色。正如Shleifer和Vishny(1986)通过理论建模所证明的那样,公司其他大股东对控股股东的制衡是保护外部投资者利益的一种重要机制,多个大股东的存在可以起到互相监督和制衡的作用(Pagano和Roel,1998; Bennedsen和Wolfenzon,2000; Cronqvist和Nilsson,2003; Maury和Pajuste,2005)。同时,在一定程度上,其他大股东力量越强,越有利于引入外部监管对控股股东进行有效监督和约束(唐跃军和左晶晶,2010)。唐跃军和左晶晶(2010)研究发现,其他大股东制衡度越高,越倾向于在董事会中增加独立董事人数,以便引入外部监管制衡控股股东;而张宗益和张涓(2007)研究发现,独立董事对高新技术企业的研发投资存在显著的正面影响。因此,构建良好的大股东制衡机制,提升其他大股东的治理能力,促使其积极参与公司治理对控股股东进行监督与制衡,可能有助于降低第二类代理问题所引致的代理成本,推动上市公司更多地进行研发和创新投资。基于此,本文提出如下假设:

H2:其他大股东持股比例和制衡度越高,公司研发投入水平越高。

三、模型、变量与数据

(一)研究模型

为了检验假设H1和H2,我们构建如下研究模型,其中 $CI_{i,t+1}$ 分别为 $t+1$ 期 $RDIN_{i,t+1}$ ($t+1$ 期研发费用 $\times 100/t$ 期营业收入)和 $RDOC_{i,t+1}$ ($t+1$ 期研发费用 $\times 100/t+1$ 期营业成本),用以衡量上市公司创新投资。考虑到OSH和O/V之间高度相关,我们分别引入两个自变量,以避免多重共线性的影响。

$$\text{Model 1: } CI_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \times Dev_{i,t} + \beta_2 \times OSH_{i,t} + \beta_c \times CV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 2: } CI_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \times Dev_{i,t} + \beta_2 \times O/V_{i,t} + \beta_c \times CV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(二)研究变量

1.因变量。因变量是衡量上市公司创新投资的RDIN和RDOC,在此,与Zhang等(2003)、吴延兵(2006)和解维敏等(2009)不同,我们采用相对比例而非研发费用绝对值,以消除规模因素可能造成的偏误,同时亦可以互相作为稳健性测试。变量说明如表1所示。

表 1 变量说明

变量类型		变量名称	变量代码	变量含义及说明
被解释变量	Dep	公司创新投资	RDIN	$t+1$ 期研发费用/ t 期营业收入
		CI	RDOC	$t+1$ 期研发费用/ $t+1$ 期营业成本
解释变量	实验变量	第二类代理问题	Dev	t 期控股股东(实际控制人)控制权和现金流权的偏离程度, $Dev = \text{控制权比例} / \text{现金流权比例} = VR / CFR$
		大股东制衡	OSH O/V	t 期其他大股东持股比例, $OSH = \text{年度股东大会出席率} - VR$ t 期大股东制衡度 = 其他大股东持股比例/控股股东(实际控制人)控制权比例, 即 $O/V = OSH / VR = (\text{年度股东大会出席率} - VR) / VR$
	控制变量 CV	所属行业	Indusi	哑变量, 1 为 t 期隶属该行业的上市公司, 0 为其他 ($i = 1, 2, \dots, 20$)
		实际控制人类别	SOEs	哑变量, 1 表示 t 期实际控制人类别为国有控股, 0 为其他
		管理层持股	Lnms	t 期管理层(包括董事、监事和高管)的持股数量+1 的自然对数
		领导结构	Duality	哑变量, t 期董事长兼总经理由一人兼任时为 1, 其他为 0
		管理层薪酬	LnAMC	t 期管理层平均薪酬(= 管理层总薪酬/(管理层人数 - 不领薪的管理层人数))的自然对数
		独立董事比例	RID	t 期董事会独立董事比例(= $100 \times (\text{独立董事人数} - (\text{董事会规模} \times 1/3 \text{ 后再向上取整})) / \text{董事会规模}$)(参考唐跃军、左晶晶(2010)的处理方法)
		产品市场竞争	SFIN	t 期销售费用率 = $100 \times t$ 期销售费用/ t 期营业收入
		现金流	NCPS	t 期每股现金流量净额
		盈利能力	OPR	t 期营业利润率 = $100 \times t$ 期营业利润/ t 期营业收入
		公司规模	Lnem	上市公司 t 期员工总人数的自然对数

注: VR 又称表决权或投票权, 采用 La Porta 等(1999)的计算方法, 即为实际控制人与上市公司股权关系链或若干股权关系链中最弱的一层或最弱的一层总和; CFR 又称所有权, 是指实际控制人通过一致行动、多重塔式持股、交叉持股等方式拥有的上市公司所有权, 采用 La Porta 等(1999)的计算方法, 即将实际控制人与上市公司股权关系链每层持有比例相乘或实际控制人与上市公司每条股权关系链每层持有比例相乘之总和。

2. 自变量。一般而言, 可以通过控股股东控制权和现金流权偏离程度 ($Dev = \text{控制权} / \text{现金流权} = VR / CFR$) 衡量第二类代理问题的严重程度, 以检验假设 H1。而大股东制衡机制则可以用其他大股东持股比例 (OSH) 和制衡度 (O/V) 来反映, 用以检验假设 H2。考虑到中国上市公司中小股东的治理能力有限且治理成本相对较高, 不一定会积极参与公司治理, 从而对控股股东进行制衡, 在此利用上市公司年度股东大会出席率来计算 OSH 和 O/V, 即 $OSH = (\text{年度股东大会出席率} - VR)$, $O/V = OSH / VR$ 。一般情况下控股股东控制的上市公司股东将会出席年度股东大会, 因此, 用年度股东大会出席率减去控股股东控制权比例即可得到参加股东大会的其他中小股东的投票权比例, 这部分投票权将可能在相关决策过程中对控股股东形成较为现实可靠的制衡。

3. 控制变量。为了控制公司特征和其他相关因素对因变量的影响, 特设置如下变量: 所属行业 (Indusi)、实际控制人类别 (SOEs)、管理层持股 (Msh)、管理层薪酬 (LnAMC)、领导结构 (Duality)、独立董事比例 (RID)、产品市场竞争 (SFIN)、现金流 (NCPS)、营业利润率 (OPR) 和公司规模 (Lnem)。

(三) 研究数据

本文选用非金融保险类 A 股上市公司作为研究样本, 数据主要来源于国泰安中国上市公司治理结构数据库、国泰安中国上市公司财务报表数据库和 Wind 资讯中国金融数据库。由于 2006 年前只有极少数公司披露研发费用信

息,因此我们选用 2006—2010 年的数据总计 2 148 个样本观测值,其中 2006 年 212 个、2007 年 308 个、2008 年 409 个、2009 年 453 个、2010 年 766 个。

四、实证结果分析

由于可能存在的滞后效应,我们采用滞后一期和滞后两期的 RDIN 和 RDOC,同时亦可互为稳健性测试。在 10% 的显著性水平上,如表 2 和表 3 所示,回归结果支持研究假设 H1 和 H2,据此可以认为,在 10% 的显著性水平上,终极控制人控制权与现金流权偏离程度(Dev)越高,即第二类代理问题越严重,上市公司滞后一期和滞后两期的 RDIN 和 RDOC 越低,被第二类代理问题左右的控股股东代理成本高企(La Porta 等,1999;Bebchuk 等,1999;Johnson 等,2000;Yeh 和 Woitdtk,2005),缺乏进行持续高水平创新投资的动力;其他大股东持股比例(OSH)越高,上市公司滞后一期和滞后两期的 RDIN 和 RDOC 越高。因此,加强其他大股东制衡机制有助于对控股股东形成较为有效的监督与制衡(Pagano 和 Roel,1998;Bennedsen 和 Wolfenzon,2000;Cronqvist 和 Nilsson,2003;Maury 和 Pajuste,2005),降低第二类代理问题所引致的代理成本,推动上市公司更多地进行研发和创新投资。此外,虽然其他大股东制衡度(O/V)的回归系数亦为正,但在统计上不显著,未能支持假设 H2。

表 2 两权偏离、大股东制衡与公司创新投资(滞后一期)

变量	RDIN _{t-1}					RDOC _{t-1}				
Indusi	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
SOEs	-0.836*** (-4.843)	-0.495*** (-2.844)	-0.626*** (-3.605)	-0.655*** (-3.646)	-0.772*** (-4.328)	-1.195*** (-2.929)	-0.634 (-1.524)	-0.851** (-2.056)	-0.928** (-2.157)	-1.113*** (-2.614)
Lnmsb	0.063*** (5.407)	0.064*** (5.334)	0.067*** (5.556)	0.056*** (4.656)	0.059*** (4.808)	0.116*** (4.169)	0.119*** (4.176)	0.124*** (4.343)	0.106*** (3.644)	0.110*** (3.761)
Duality	0.433** (2.246)	0.550*** (2.751)	0.597*** (2.981)	0.519*** (2.593)	0.566*** (2.821)	1.423*** (3.122)	1.792*** (3.749)	1.862*** (3.900)	1.746*** (3.643)	1.817*** (3.794)
LnAMC	0.505*** (4.791)	0.469*** (4.357)	0.501*** (4.649)	0.480*** (4.463)	0.511*** (4.743)	0.975*** (3.910)	0.945*** (3.669)	0.995*** (3.869)	0.969*** (3.763)	1.016*** (3.950)
RID	0.015 (0.910)	0.008 (0.469)	0.007 (0.440)	0.007 (0.446)	0.007 (0.418)	-0.008 (-0.215)	-0.020 (-0.501)	-0.020 (-0.518)	-0.020 (-0.523)	-0.021 (-0.539)
SFIN	0.056*** (4.849)	0.054*** (4.651)	0.053*** (4.593)	0.053*** (4.632)	0.053*** (4.560)	0.290*** (10.714)	0.285*** (10.321)	0.284*** (10.285)	0.284*** (10.293)	0.283*** (10.245)
NCPs	0.273*** (3.730)	0.144* (1.659)	0.147* (1.687)	0.141 (1.625)	0.144* (1.657)	0.493*** (2.853)	0.333 (1.604)	0.337 (1.620)	0.327 (1.577)	0.332 (1.598)
OPR	0.000 (0.866)	0.000 (0.915)	0.000 (0.819)	0.000 (0.921)	0.000 (0.839)	0.001 (0.629)	0.001 (0.617)	0.001 (0.551)	0.001 (0.621)	0.001 (0.566)
Lnem	-0.485*** (-6.823)	-0.427*** (-5.763)	-0.456*** (-6.161)	-0.404*** (-5.450)	-0.431*** (-5.798)	-0.611*** (-3.632)	-0.528*** (-2.981)	-0.576*** (-3.258)	-0.487*** (-2.743)	-0.529*** (-2.985)
Dev	-0.221*** (-3.356)			-0.219*** (-3.327)	-0.222*** (-3.295)	-0.407*** (-2.621)			-0.407*** (-2.588)	-0.407*** (-2.528)
OSH		0.019*** (3.702)		0.020*** (3.884)			0.029** (2.270)		0.031** (2.423)	
O/V			0.076 (0.783)		0.138 (1.391)			0.049 (0.211)		0.168 (0.710)
截距	-0.083 (-0.068)	-0.952 (-0.763)	-0.816 (-0.651)	-0.780 (-0.626)	-0.670 (-0.535)	-5.835** (-2.036)	-7.512** (-2.518)	-7.273** (-2.434)	-7.235** (-2.425)	-7.049** (-2.358)
R ²	0.278	0.255	0.249	0.259	0.254	0.245	0.227	0.225	0.230	0.228
Adj.R ²	0.267	0.242	0.237	0.246	0.241	0.233	0.214	0.212	0.217	0.215
F	24.798	20.460	19.880	20.231	19.663	20.904	17.621	17.401	17.301	17.077
N	1963	1828	1828	1826	1826	1963	1828	1828	1826	1826

表 3 两权偏离、大股东制衡与公司创新投资(滞后两期)

变量	RDIN _{t+2}					RDOC _{t+2}				
	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Indusi	-0.672***	-0.195	-0.336	-0.366	-0.483**	-0.600	0.242	0.048	-0.101	-0.254
SOEs	(-2.990)	(-0.857)	(-1.477)	(-1.565)	(-2.082)	(-0.988)	(0.377)	(0.075)	(-0.153)	(-0.389)
Lnmsb	0.074***	0.083***	0.085***	0.075***	0.077***	0.121***	0.136***	0.140***	0.120***	0.122***
	(4.907)	(5.345)	(5.505)	(4.791)	(4.877)	(2.960)	(3.121)	(3.208)	(2.728)	(2.752)
Duality	0.162	0.508*	0.571**	0.484*	0.549**	1.710**	2.565***	2.667***	2.517***	2.621***
	(0.652)	(1.940)	(2.179)	(1.856)	(2.103)	(2.555)	(3.467)	(3.612)	(3.407)	(3.556)
LnAMC	0.485***	0.427***	0.465***	0.436***	0.469***	0.592	0.582	0.637	0.599	0.644
	(3.420)	(2.963)	(3.216)	(3.033)	(3.256)	(1.545)	(1.429)	(1.565)	(1.472)	(1.587)
RID	0.020	-0.000	0.000	-0.000	0.000	-0.034	-0.068	-0.067	-0.068	-0.068
	(0.948)	(-0.009)	(0.014)	(-0.001)	(0.007)	(-0.603)	(-1.128)	(-1.119)	(-1.125)	(-1.126)
SFIN	0.050***	0.051***	0.048***	0.050***	0.048***	0.347***	0.348***	0.345***	0.347***	0.344***
	(3.317)	(3.313)	(3.155)	(3.298)	(3.137)	(8.454)	(8.084)	(8.000)	(8.079)	(7.993)
NCPs	0.268***	0.147	0.153	0.150	0.155	0.431*	0.313	0.322	0.318	0.326
	(3.232)	(1.425)	(1.478)	(1.456)	(1.502)	(1.922)	(1.073)	(1.102)	(1.093)	(1.117)
OPR	0.028***	0.026***	0.027***	0.025***	0.027***	0.094***	0.090***	0.092***	0.088***	0.090***
	(4.844)	(4.566)	(4.740)	(4.429)	(4.617)	(5.985)	(5.510)	(5.622)	(5.407)	(5.526)
Lnem	-0.533***	-0.482***	-0.518***	-0.455***	-0.484***	-0.587**	-0.545**	-0.597**	-0.492*	-0.528*
	(-5.683)	(-4.920)	(-5.287)	(-4.646)	(-4.934)	(-2.313)	(-1.971)	(-2.165)	(-1.773)	(-1.905)
Dev	-0.239***			-0.215***	-0.225***	-0.444**			-0.431**	-0.465**
	(-3.250)			(-2.983)	(-3.030)	(-2.233)			(-2.117)	(-2.218)
OSH		0.019***		0.020***			0.031*		0.033*	
		(2.965)		(3.136)			(1.712)		(1.828)	
O/V			0.061		0.141			0.169		0.333
			(0.575)		(1.287)			(0.564)		(1.081)
截距	0.247	-0.586	-0.433	-0.407	-0.280	-2.730	-4.825	-4.615	-4.465	-4.298
	(0.155)	(-0.360)	(-0.265)	(-0.251)	(-0.172)	(-0.635)	(-1.050)	(-1.003)	(-0.972)	(-0.935)
R ²	0.349	0.322	0.316	0.328	0.323	0.279	0.256	0.254	0.260	0.258
Adj.R ²	0.332	0.302	0.296	0.308	0.302	0.260	0.234	0.232	0.237	0.235
F	19.984	16.249	15.807	16.125	15.709	14.433	11.765	11.640	11.555	11.454
N	1110	986	986	986	986	1110	986	986	986	986

五、进一步讨论与检验

在新兴加转轨的中国市场,国有企业和民营企业在公司治理等重要方面存在显著差异(姚洋和章奇,2001;Zhang等,2003;周黎安和罗凯,2005;张宗益和张湄,2007;解维敏等,2009;李春涛和宋敏,2010),之前研究发现,所有权性质对研发投入存在重要影响。因此,我们从总样本中抽取国有上市公司和民营上市公司分别进行讨论。

如表4所示,基于民营控股上市公司样本的回归分析结果与全样本的分析结果基本一致,虽然民营控股的上市公司控股股东控制权和现金流权偏离在一定程度上损害公司创新,但是民营控股上市公司其他大股东制衡机制显著优于国有控股上市公司,有助于提高公司研发与创新投入(OSH系数的显著程度较之前略有提升);基于国有控股上市公司样本的回归模型显示,虽然在10%的显著性水平上,国有控股上市公司的终极控制人控制权与现金流权偏离程度对滞后一期的RDIN没有显著影响,但是其他大股东持股比例的回归系数不再显著或者仅在10%的水平上显著(之前在1%的水平上显著)。这意味着国有控股上市公司的其他大股东至少在推动公司创新投资方面可能仅是摆设,在控制权高度集中、“一股独大”的情况下,国有控股上市公司可能成了控股股东的“一言堂”,其他大股东制衡机制难以发挥应有作用。

表 4 终极控制人所有权性质与公司创新投资

变量	国有控股				民营控股			
	RDIN _{t+1}		RDIN _{t+2}		RDIN _{t+1}		RDIN _{t+2}	
	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Indusi	0.028 [*]	0.027 [*]	0.045 ^{**}	0.045 ^{**}	0.063 ^{***}	0.076 ^{***}	0.084 ^{***}	0.097 ^{***}
Lnmsb	(1.851)	(1.807)	(2.324)	(2.287)	(3.008)	(3.602)	(2.935)	(3.371)
Duality	1.028 ^{***}	1.048 ^{***}	0.937 ^{***}	0.991 ^{***}	-0.008	0.007	-0.251	-0.215
	(3.890)	(3.964)	(2.747)	(2.909)	(-0.023)	(0.020)	(-0.569)	(-0.483)
LnAMC	0.330 ^{***}	0.338 ^{***}	0.388 ^{**}	0.403 ^{***}	0.759 ^{***}	0.813 ^{***}	0.691 ^{**}	0.754 ^{**}
	(2.883)	(2.953)	(2.522)	(2.619)	(3.276)	(3.476)	(2.127)	(2.306)
RID	0.005	0.005	-0.016	-0.017	-0.024	-0.024	-0.012	-0.007
	(0.315)	(0.289)	(-0.724)	(-0.760)	(-0.689)	(-0.701)	(-0.275)	(-0.146)
SFIN	-0.020	-0.021	-0.024	-0.026	0.110 ^{***}	0.105 ^{***}	0.111 ^{***}	0.102 ^{***}
	(-1.147)	(-1.159)	(-1.074)	(-1.163)	(5.975)	(5.650)	(4.286)	(3.928)
NCPS	0.016	0.017	0.128	0.128	0.234	0.254	0.168	0.206
	(0.179)	(0.188)	(1.175)	(1.169)	(1.254)	(1.349)	(0.788)	(0.955)
OPR	0.009 ^{***}	0.009 ^{***}	0.017 ^{***}	0.018 ^{***}	0.000	-0.000	0.024 ^{**}	0.025 ^{**}
	(2.598)	(2.673)	(2.720)	(2.812)	(0.087)	(-0.097)	(2.063)	(2.137)
Lnem	-0.411 ^{***}	-0.417 ^{***}	-0.525 ^{***}	-0.535 ^{***}	-0.459 ^{***}	-0.530 ^{***}	-0.245	-0.319
	(-5.169)	(-5.250)	(-4.883)	(-4.968)	(-2.915)	(-3.353)	(-1.193)	(-1.551)
Dev	-0.134	-0.115	-0.008	0.028	-0.181 [*]	-0.192 ^{**}	-0.202 ^{**}	-0.214 ^{**}
	(-0.936)	(-0.804)	(-0.040)	(0.137)	(-1.932)	(-1.970)	(-2.032)	(-2.045)
OSH	0.010		0.014 [*]		0.036 ^{***}		0.029 ^{**}	
	(1.515)		(1.743)		(3.814)		(2.508)	
O/V		0.139		0.195		0.133		0.086
		(0.808)		(0.898)		(0.914)		(0.548)
截距	0.936	0.923	0.693	0.640	-4.260 [*]	-3.811	-5.245	-4.923
	(0.686)	(0.675)	(0.396)	(0.365)	(-1.662)	(-1.471)	(-1.437)	(-1.336)
R ²	0.154	0.153	0.226	0.223	0.347	0.334	0.404	0.393
Adj R ²	0.131	0.129	0.190	0.187	0.318	0.303	0.354	0.342
F	6.539	6.472	6.261	6.151	11.789	11.081	8.082	7.717
N	1068	1068	583	583	672	672	350	350

六、结论与建议

本文旨在从公司治理层面揭示微观治理机制对公司创新投资的影响。实证研究发现：(1)控股股东控制权与现金流权偏离程度越高，即第二类代理问题越严重，上市公司研发投入越低，被第二类代理问题左右的控股股东代理成本高企，缺乏进行持续高水平创新投资的动力。(2)其他大股东持股比例越高，上市公司研发投入越高，加强其他大股东制衡机制，有助于对控股股东形成较为有效的监督与制衡，降低第二类代理问题所引致的代理成本，推动上市公司更多地进行研发和创新投资。(3)民营控股上市公司控股股东控制权和现金流权偏离在一定程度上有损公司创新，但民营企业其他大股东制衡机制优于国有企业，民营上市公司其他大股东制衡有助于提高研发与创新投入；而国有控股上市公司的其他大股东在推动公司创新投资方面未能发挥应有的监督与制衡作用。

基于上述研究结论，为了提高中国企业研发与创新投入，进而提升企业和国家的自主创新能力，我们建议，推动民营企业整体上市，限制利用金字塔结构等控股方式导致控股股东控制权和现金流权严重偏离而滋生第二类代理问题，并推动公司（特别是国有企业）的其他大股东积极参与公司治理，发挥对控股股东应有的制衡作用，借由微观治理机制的作用提高公司创新投资，促进中

国企业的研发与创新;同时,除部分特殊领域需要维持国有控股之外,进一步深化中国国有企业产权改革,消除政企不分、权责不清的现象,防范国有控股对公司研发与创新的负面作用。

主要参考文献:

- [1]李春涛,宋敏.中国制造业企业的创新活动[J].经济研究,2010,(5):55—67.
- [2]唐跃军,左晶晶.终极控制权、大股东治理战略与独立董事[J].审计研究,2010,(6):93—99.
- [3]唐跃军,宋渊洋,金立印,左晶晶.控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角[J].管理世界,2012,(2):82—95.
- [4]吴延兵.中国工业产业创新水平及影响因素——面板数据的实证分析[J].产业经济评论,2006,(2):155—171.
- [5]解维敏,唐清泉,陆珊珊.政府 R&D 资助、企业 R&D 支出与自主创新——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2009,(6):86—99.
- [6]姚洋,章奇.中国工业企业技术效率分析[J].经济研究,2001,(10):13—19.
- [7]张宗益,张涓.关于高新技术企业公司治理与 R&D 投资行为的实证研究[J].科学学与科学技术管理,2007,(5):23—26.
- [8]周黎安,罗凯.企业规模、市场力量与创新[J].经济学季刊,2005,(3):623—638.
- [9]Almeida H, Campello M, Liu C. The financial accelerator: Evidence from international housing markets[J]. Review of Finance, 2006, 10: 321—352.
- [10]Attig N, Gadhoun Y, Lang L. Bid-ask spread, asymmetric information and ultimate ownership[R]. The Chinese University of Hong Kong, Working Paper, 2003.
- [11]Bebchuk L, Kraakman R, Triantis G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights [R]. NBER Working Paper, 1999.
- [12]Bennedsen M, Wolfenzon D. The balance of power in closely held corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1—2): 113—139.
- [13]Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1—2): 81—112.
- [14]Claessens S, Djankov S, Fan J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. Journal of Finance, 2002, 57(6): 2741—2771.
- [15]Cronqvist H, Nilsson M. Agency costs of controlling minority shareholders[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(4): 695—719.
- [16]Fan J, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, 33(3): 401—425.
- [17]Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22—27.
- [18]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471—517.

- [19] Lins K V. Equity ownership and firm value in emerging markets[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1): 159—184.
- [20] Mauury B, Pajuste A. Multiple large shareholders and firm value[J]. Journal of Banking and Finance, 2005, 29(7): 1813—1834.
- [21] Pagano M, Roel A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(1): 187—225.
- [22] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461—488.
- [23] Villalonga B, Amit R. How do family ownership, control, and management affect firm value? [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(2): 385—417.
- [24] Yeh Y H, Woidtke T. Commitment or entrenchment: Controlling shareholders and board composition[J]. Journal of Banking & Finance 2005, 29(2): 1857—1885.
- [25] Zhang A, Zhang Y, Zhao R. A study of the R&D efficiency and productivity of Chinese firms[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(3): 444—464.

Type II Agency Problem, Blockholders Counterbalance and Corporate Innovation Investment

ZUO Jingjing¹, TANG Yue-jun², SUI Yue²

(1. Business School, University of Shanghai for Science and Technology,
Shanghai 200093, China; 2. School of Management, Fudan University,
Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on the theory of ultimate control right and empirical evidence from listed companies in China, it reaches conclusions as follows: firstly, controlling shareholders involved in type II agency problem are deficient in the motivation for consistent high-level innovation investment; secondly, the increase in the shareholding of other large shareholders is beneficial to the promotion of R&D and innovation investment in listed companies; thirdly, other large shareholders counterbalance in private listed companies is contributive to the increase in R&D and innovation input and other large shareholders in state-owned listed companies can not play their due supervision and counterbalance roles.

Key words: type II agency problem; deviation of controlling right and cash flow right; blockholders counterbalance; innovation investment; ultimate control right

(责任编辑 喜 雯)