

上市公司大股东控制下的资本配置行为研究*

——基于控制权收益视角的实证分析

郝颖, 刘星, 林朝南

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘要:基于控制权收益^①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导致的控制权分配格局,文章从固定资产投资和股权投资两个方面,对形成我国上市公司控制权收益的资本配置行为进行了实证研究。研究结果表明:(1)控制权收益水平与资本配置规模显著正相关;(2)控制权收益水平越高,则增加等量控制权收益所需的资本配置规模就越大;(3)较固定资产投资而言,通过股权并购方式取得控制权收益的代价较低,但控制性股东占有被并购公司控制权收益的比例也较低;(4)上市公司资本配置行为在形成控制权收益的同时并没有通过提高公司业绩而增加控制权的共享收益,资本配置决策在很大程度上是大股东控制下的自利行为。

关键词:大股东控制;控制权收益;固定资产投资;股权并购

中图分类号:F275, F830.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)08-0081-13

近20年来,世界范围内越来越多的研究证实了大多数公司中控制性股东的存在(La Porta等,1999)。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。由于公司所有权相对集中所导致的现金流权和控制权分离,大股东在同外部中小股东共享现金流收益的同时,通常会得到高于其所持股份比例的额外收益,这部分额外的收益来源于大股东控制权所产生的经济价值,并由大股东独占,即控制权私有收益(PBC)(Demsetz, 1985; Shleifer、Vishny, 1997; Pagano、Roel, 1998, 等)。居于公司主导地位的大股东及其代理人,一方面从中小投资者手中融入资本,通过金字塔式的股权投资和追求自利目标而不是公司价值目标的资源性投资扩张,取得了大量的超过现金流

收稿日期:2006-04-07

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70372041)

作者简介:郝颖(1976—),男,山东济南人,重庆大学经济与工商管理学院博士生;

刘星(1956—),男,河南镇平人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士生导师;

林朝南(1975—),男,福建泉州人,重庆大学经济与工商管理学院博士生。

价值的控制性资源(La Porta 等,1999;Claessens 等,2002),另一方面则是在既定的控制性资源下,通过转移价格、非公允关联交易等手段将资源向控制性股东转移,侵占外部投资者的既有利益(Johnson 等,2000)。综上所述,控制权收益的形成很大程度上依赖于大股东财务决策下控制性资源的获取,而控制权收益的攫取实质上是大股东在使用控制权实现自身利益集团福利最大化过程中,对控制性资源和中小投资者财富的重新分配。

以西方的公司治理和控制权理论为基础,国内学者目前在该领域的研究主要沿着控制权收益的度量(唐宗明、蒋位,2002;叶康涛,2003)和大股东利用控制权侵占中小投资者利益(李增泉、孙铮,2004)这两条主线展开。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方面^②,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(刘朝晖,2002;潘敏,2003;欧阳凌,2005),而以大股东及其内部人治理模式的主要特征——控制权为切入点的进一步深入研究尚未展开。此外,在研究方法上,大多采用理论模型和规范分析,缺乏上市公司大股东控制下资本配置行为的经验证据。

在渐进式的改革路径选择和转型期的特定背景下,肩负着国有企业改革重任的我国上市公司,普遍采用了国家控股的所有权模式,企业的资源配置通常处于大股东及其内部代理人的交替超强控制之下。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。在目前我国股权分置改革进程尚未完成、监管措施和法律保护体系尚不健全、治理水平较低的状况下,上市公司拥有较高控制权收益已是不争的事实^③。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。这客观上为形成控制性资源,攫取控制权收益创造了条件,同时也为考察我国上市公司控制权收益形成中的财务行为提供了较为充分的经验研究条件。本文将从获取企业控制性资源的资本配置行为入手,通过系统深入的实证研究分别考察:控制权收益的形成是否与上市公司固定资产投资和股权并购之间存在相关性;控制权收益驱使下的两种资本配置方式是否存在差异;不同控制权收益水平下的资本配置规模差异程度如何;控制权收益形成中的资本配置行为与公司业绩之间的关系如何。通过对控制权收益形成中资本配置问题的分析,以期对我国上市公司控制权问题的研究提供经验证据。

一、理论回溯与文献评述

公司控制权通常是在特定的所有权安排下,公司的治理结构和治理机制中各利益相关者(股东、债权人和管理者等)目标冲突和利益分配所形成的均

衡结果。因此,公司控制权对企业财务行为的影响作为治理结构影响财务决策的主要特征,随着治理结构中不同利益主体间的主要矛盾和表现形式的演化而不断被赋予新的研究内涵。

在 Berle 和 Means(1932)的开创性研究之后的相当长的一段时期里,有关公司治理的研究一直集中在管理者与股东之间的代理问题上。管理层在资本配置决策中普遍存在的过度投资行为、“帝国构建”行为和盲目多元化行为在很大程度上是为了扩大和巩固自身控制权所实施的典型财务决策行为(Jensen,1976,1986,1993; Shleifer、Vishny,1989; Stulz,1990)。

20 世纪 80 年代以来,随着公司治理研究从具有典型股权分散结构的美国转向其他国家时,控制性股东与中小股东之间的股权代理冲突逐步取代了股权分散下的传统委托代理冲突,成为公司治理研究中的重点问题。大股东控制作为公司内部治理机制的基本特征,不仅决定了公司剩余索取权和剩余控制权的分配格局,而且深刻地影响着公司的财务决策行为。正如 Shleifer、Vishny(1997)所指出,当控股股东几乎控制了公司的全部控制权时,他们更倾向于通过资本投入扩大企业的控制性资产,从而形成不为中小股东所共享的控制权私有收益。其后,有关控制权收益对公司资本配置行为影响的研究进一步细化, Tim Baldenius(2003)针对控制权私有收益与股东代理人投资决策之间的关系进行了研究,其结果表明,控制性股东通常对留存收益的投资比对常规资本预算中的项目投资要求更高的回报率,从而即使在大多数信息非对称的条件下,也能够与管理者形成共享控制权收益的内部分配机制。Rajesh(2003)在最优契约框架下研究了控制权对公司的投资和绩效的影响,由于控制权收益和控制权成本(替代风险)的同时存在,控制权私有收益驱动的过度投资和控制权私有收益获取成本导致的投资不足将同时对公司绩效产生不同程度的影响。Dyck、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的公司资源,并在很大程度上影响着公司的财务决策行为。在控制权价值,包括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中考虑的重要因素。Xueping Wu(2005)将控制权收益因素导入 Myers(1984)的逆向选择模型中,通过模型重构和规范分析表明,控制权收益是驱动公司过度投资的主要因素,但少量适度的控制权收益则可以缓解控制性股东的投资不足行为,并有利于提升公司价值。

二、背景分析与研究假设

鉴于转型时期的历史和体制原因,我国上市公司的股权结构在股票市场建立之初就带有浓厚的计划指令色彩,股权划分方式为国有股、法人股和流通股。在这一特定而复杂的股权结构背景下,公司控制权影响其资本配置行为的作用机制将与西方成熟市场的研究结论存在显著差异。

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(徐信忠等,2006)。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,由于长期的股权结构二元设置和流通股规模的偏小,客观上导致了股票市场中控制权接管功能的缺失,控制性股东基本不存在市场替代风险^④。因此,其资本配置决策取向将更多地考虑扩大控制性资产的规模,而非规避替代风险的投入不足。最后,由于上市公司内部人和控制性股东存在普遍的同源特征,控制权收益形成中资本配置决策的信息非对称程度较低,利益目标的协同程度更高。综上,在控制性股权具有较高非流动性成本、控制性股东无市场接管之忧、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,我国上市公司不仅很可能在控制性资源的获取中投入更大规模的资本,而且这样的资本配置很大程度上是较高控制权收益形成的重要来源。

尽管从理论上讲,企业的资本配置规模同控制性资源及其所形成的控制权收益有着直接的联系,但囿于控制权收益的隐秘性^⑤,要直接取得企业资本配置与其所形成的控制权收益在同一时间截面上的经验证据存在相当的困难。在通常情况下,只有当控制权交易发生并导致控制权转移时,既已形成的控制权收益才能以具体的溢价形式显现。但控制权收益的形成并非发生在控制权交易的即时,而是在控制权交易之前伴随着控制性资源的获取已逐步形成。因此,控制权交易和转移时的溢价高低将同交易之前配置于控制性资源上的资本规模具有相应的依存关系。从企业运营资源的基本属性来看,在控制性资源获取中所投入的资本主要涉及固定资产投资与非关联性股权并购^⑥,而关联性股权投资很大程度上是对既有控制权利益在大股东控制的集团内部的重新分配,并不形成新的控制性资源。基于上述分析,并考虑到控制性资源获取中的资本配置规模同样遵循边际效用递减规律,本文提出以下假设。

假设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;假设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;假设3:控制权溢价水平越高,则增加等量控制权收益所需的固定资产投资规模越大;假设4:控制权溢价水平越高,则增加等量控制权收益所需的非关联股权并购规模越大。

三、研究设计

(一)控制权收益的度量

基于本文的研究目的和考察重点,首先需要对大股东控制权收益(即控制权交易的溢价水平)进行度量。其基本思想是:找到一个合适的基准价格,通过比较控制权交易价格与基准价格二者之间的差额来计算控制权收益。

由于我国特殊的 market 环境和特有的股权二元设置,使得直接套用成熟市场的控制权收益度量方法缺乏匹配的制度和市场条件。

我们在吸取 Barclay、Holderness(1989)研究思想的基础上,充分考虑我国股票市场控制权交易定价的特殊性,对唐宗明(2002)和叶康涛(2003)的度量方法进行了相应的改进。以控制权交易前三年净资产收益率的加权平均值来反映公司未来增长的预期,并将其作为控制权公共收益的近似估计,从控制权溢价中扣除。这样不仅较好地规避了唐宗明和叶康涛研究中对控制权公共收益的混同,而且也克服了施东晖研究中配对样本较少的缺陷。具体方法如下:首先,以控制权交易发生当年的净资产收益率为被解释变量,分别以过去三年各年度的净资产收益率为解释变量进行回归分析;然后,分别以回归结果中各自的相关系数与三个相关系数之和的比值作为相应年度净资产收益率的权重;最后,以过去三年净资产收益率的加权平均值作为公司未来增长预期的估计值。具体的度量模型和权重确定模型如下:

$$CP = (TP - NA) / NA - EP$$

$$= (TP - NA) / NA - \sum_{i=1}^3 R_i \times ROE_i / (R_1 + R_2 + R_3) \quad (1)$$

$$ROE_t = a_0 + a_1 ROE_{t-1} \quad (i=3, 2, 1, \text{指交易前的三个年度}; t \text{ 为交易当年}) \quad (2)$$

在模型(1)中,CP为控制权溢价,即控制权收益;TP为发生了控制权转移的大宗股权转让中的每股价格;NA为转让股份的每股净资产;EP为并购方对目标企业的合理预期,用购并前三年的加权平均净资产收益率来表示,其权重由模型(2)回归结果中的相关系数确定。

(二)样本特征与数据来源

本文选择2001~2004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^⑦。我们参考了Dyck、Zingales(2004)有关控制权收益度量中必须遵循的基本原则,结合我国市场的非流通股交易现状,剔除了国家股在国有单位之间无偿划拨、抵债的样本和财务数据可比性较差的金融类公司样本,并对两笔及两笔以上的交易记录进行了归并,得到符合上述条件的有效样本286个。其中,有212个样本公司在控制权转移之前三年中有过一次以上的非关联性股权并购交易。国有股权转让交易数据、财务数据和市场数据均来源于国泰安CSMAR系列研究数据库(2005)。

(三)变量选取与检验模型

为了消除企业规模对固定资产投资的影响,本文采用交易前三年各年度的资本品投资与资本存量之比(I/K)的平均值来表征企业投资规模。类似地,我们采用交易前三年各年度的非关联股权并购总额与资本存量之比(MA/K)的平均值来衡量股权投资规模。除了控制权收益驱动企业资本配置行为以外,国内外的大量理论与经验研究表明:影响企业投资行为的因素主

要包括现金流(CF)、公司价值(托宾 Q)、企业销售额(S)和内部人控制(D)等^⑧;而影响企业股权并购规模的因素则主要包括:现金流量(CF),主营业务增长率($\Delta S/S$)和总资产增长率($\Delta TA/TA$)等^⑨。我们将上述影响因素分别作为回归分析中的控制变量,变量描述如表 1。

表 1 变量描述

被解释变量	I/K	I 为期末资本品投资,具体指资产负债表中固定资产原价、工程物质以及在建工程三项之和的增加值;资本存量 K 为期初固定资产总额
	MA/ K	MA 为期末非关联股权并购交易总额;资本存量 K 为期初固定资产总额
解释变量	PBC	控制权交易并产生转移时的控制权溢价水平
控制变量	Q	托宾 Q 值,本文用公司权益市场价值加上公司负债面值之和,同公司总资产账面价值的比值表示。在模型中,Q 值是为了控制潜在投资机会对投资决策的影响
	CF/K	期末经营活动现金 CF 与期初固定资产总额 K 之比
	D	内部董事在董事会中所占的比例,即内部人控制制度
	S/K	主营业务收入与期初固定资产总额之比
	$\Delta S/S$	主营业务收入增长率
	$\Delta TA/TA$	总资产增长率

由于样本观测值中的资本配置规模可能存在显著的行业差异,我们采用广义最小二乘法(GLS)进行回归估计,方差权重的选取以资本配置规模的行业差异为依据。我们首先检验控制权溢价水平与交易前三年的平均固定资产投资规模和平均股权并购规模之间的相关性;然后将两类样本按控制权溢价水平从低到高划分为五类,分别检验不同控制权溢价水平下,控制权收益与企业固定资产投资和股权并购规模之间的敏感性。回归模型如下:

$$(I/K)_{it-3} = \alpha_0 + \alpha_1 PBC_{it} + \alpha_2 Q_{it-3} + \alpha_3 (CF/K)_{it-3} + \alpha_4 D_{it-3} + \alpha_5 (S/K)_{it-3} + \epsilon_{it-3} \quad (3)$$

$$(MA/K)_{it-3} = \alpha_0 + \alpha_1 PBC_{it} + \alpha_2 (CF/K)_{it-3} + \alpha_3 (\Delta S/S)_{it-3} + \alpha_4 (\Delta TA/TA)_{it-3} + \epsilon_{it-3} \quad (4)$$

在回归模型(3)和(4)中,除了 PBC 变量外,其余控制变量均与被解释变量对应,取交易前三年的平均值,并以下标 $t-3$ 表示。

四、实证结果

(一)不同控制权溢价水平下的资本配置规模描述性统计和差异检验

我们首先在不同的控制权溢价水平下,分别对控制权交易前三年的公司投资规模和非关联股权并购规模进行了描述性统计。从表 2 的统计结果可以看到:控制权转移时溢价水平较高的公司,其交易前三年均具有较高的资本配置规模;并且随着控制权溢价水平的上升,交易前的资本配置规模亦呈整体攀

升态势。溢价水平高一档次的样本公司比低一档次的样本公司，其固定资产投资规模分别高出：4.71%、4.36%、6.06%和3.58%；具非关联股权并购规模分别高出：0.84%、2.48%、4.74%和6.96%。

表2 不同控制权溢价水平下的公司资本配置规模描述性统计 单位：%

固定资产投资规模统计(样本 n=286)					
PBC 分类	PBC(低)	PBC(较低)	PBC(中)	PBC(较高)	PBC(高)
交易前三年投资规模均值	13.10	17.81	22.17	28.23	31.81
交易前三年投资规模中位数	12.87	16.02	23.43	26.74	32.15
交易前三年投资规模标准差	7.32	6.75	9.67	10.31	9.04

非关联性股权并购规模统计(样本 n=212)					
PBC 分类	PBC(低)	PBC(较低)	PBC(中)	PBC(较高)	PBC(高)
交易前三年股权并购均值	3.19	4.03	6.51	11.25	18.21
交易前三年股权并购中位数	3.31	4.27	6.46	11.03	17.22
交易前三年股权并购标准差	0.78	1.62	2.95	5.10	8.43

注：(1)按286个样本公司控制权交易溢价分组的PBC区间。PBC(低)：-18.1%~6.3%；PBC(较低)：6.3%~21.7%；PBC(中)：21.7%~37.0%；PBC(较高)：37.0%~52.4%；PBC(高)：52.4%~162.9%。(2)按212个样本公司控制权交易溢价分组的PBC区间。PBC(低)：-20.5%~7.2%；PBC(较低)：7.2%~23.1%；PBC(中)：23.1%~41.3%；PBC(较高)：41.3%~57.6%；PBC(高)：57.6%~182.9%。

为了进一步检验上述资本配置规模的差异性是否显著，我们对不同控制权溢价水平下的资本配置规模进行了两两Mann-Whitney U检验(见表3)。从表3的检验结果来看：在投资规模的两两比较中，除了PBC中间组和较低组，PBC中间组和较高组之间的投资规模不存在显著性差异外，其余不同控制权溢价水平下的投资规模都在10%的显著性水平下存在差异；股权并购规模的两两比较情况类似，除了PBC最低组和较低组，PBC较低组和中间组，PBC中间组和较高组以外，其余不同控制权溢价水平下的股权并购规模都在10%的显著性水平下存在差异。

表3 不同控制权溢价水平下公司投资规模两两比较的Mann-Whitney U检验结果

公司投资规模的两两比较				
PBC 分类	PBC(低)	PBC(较低)	PBC(中)	PBC(较高)
PBC(较低)	0.037**			
PBC(中)	0.009***	0.401		
PBC(较高)	0.000***	0.071*	0.113	
PBC(高)	0.000***	0.006***	0.009***	0.023**

非关联性股权并购规模的两两比较				
PBC 分类	PBC(低)	PBC(较低)	PBC(中)	PBC(较高)
PBC(较低)	0.285			
PBC(中)	0.051*	0.182		
PBC(较高)	0.000***	0.079*	0.164	
PBC(高)	0.000***	0.000***	0.003***	0.025**

注：***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平显著。PBC分组区间同表2注(1)。

综合上述统计和差异检验结果可以看到:具有较高控制权溢价水平的公司,在发生控制权转移前通常具有更高的资本配置规模,而且不同控制权溢价水平下的资本配置规模普遍存在显著性的差异。

(二) 回归结果分析

1. 控制权溢价水平与交易前三年平均固定资产投资规模的回归分析

表 4 报告了控制权溢价水平与交易前三年平均投资规模的回归结果。从样本总体的回归结果来看:控制权溢价水平与交易前的投资规模显著正相关,且未受到其他控制变量的影响。这表明大股东控制下的企业投资规模确实与控制性资源的获取以及控制权收益的形成具有密切的关系,并且控制权转让时的溢价水平每增加 1 个百分点,意味着交易前三年的平均投资规模增长了 0.865%。从回归模型的拟合优度来看,交易时的控制权溢价水平对交易前企业投资规模的解释度达到了 12.9%,高于引入其他变量后的联合解释度(21.2%—12.9%=8.3%)4.6%。可见,在我国上市公司大股东及其内部人控制的治理结构下,控制性资源的获取和控制权收益的形成是解释企业投资规模的一个重要因素。

表 4 控制权溢价水平与交易前三年平均投资规模的回归检验结果

总体样本回归结果								
被解释变量(I/K) _{it-3}	PBC _{it}	Q _{it-3}	(CF/K) _{it-3}	D _{it-3}	(S/K) _{it-3}	Adj-R ²	F	D. W.
样本总体 (n=286)	0.865*** (3.430)					0.129	29.480	1.845
样本总体 (n=286)	6.907E-02** (2.429)	-4.117E-03 (-0.725)	-0.222 (-1.402)	0.151*** (4.612)	-1.416E-03 (-1.197)	0.212	5.225	1.923
分类样本回归结果								
被解释变量(I/K) _{it-3}	PBC _{it}	Q _{it-3}	(CF/K) _{it-3}	D _{it-3}	(S/K) _{it-3}	Adj-R ²	F	D. W.
PBC(低) (n=58)	1.437E-02* (1.667)	3.032E-03 (0.238)	0.195* (1.843)	0.392* (1.700)	-1.150E-03 (-0.683)	0.193	15.301	2.132
PBC(较低) (n=57)	2.818E-02*** (3.461)	-1.372E-03 (-0.794)	0.192 (0.915)	0.768* (1.919)	-1.338E-03 (-0.786)	0.182	14.716	2.177
PBC(中) (n=57)	0.161** (2.031)	-5.454E-03* (1.742)	-0.187 (-0.420)	0.579 (0.683)	1.427E-03 (0.840)	0.177	13.510	1.971
PBC(较高) (n=57)	0.238* (1.825)	9.244E-03 (0.690)	-7.501E-02 (-0.682)	1.315* (1.928)	4.956E-04 (0.281)	0.192	12.763	1.941
PBC(高) (n=57)	0.442 (0.239)	8.438E-04 (0.151)	-8.285E-02 (0.617)	1.187** (2.096)	1.179E-03* (1.950)	0.203	15.479	1.962

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平显著,括号内为 T 值。PBC 分组区间同表 2 注(1)。

从分类样本的回归结果看:在五类不同控制权溢价水平的公司样本回归结果中,除了控制权溢价水平最高组以外,其余四组样本的控制权溢价水平与交易前三年的企业投资规模均为正相关,且回归系数均在 10% 以上的水平显著。再从不同控制权溢价水平的纵向比较看:控制权溢价水平越高,则要增加等量控制权收益所需的固定资产投资规模越大。在控制权溢价水平较高的组中,每增加一个单位的控制权收益所需增加的投资规模是控制权溢价最低组的 16.56 倍(0.238/0.01437)。这一方面说明在控制权收益较高的情况下,扩

大投资规模对增加控制权收益的作用已不明显；另一方面也说明尽管我国上市公司治理水平相对较低，法律保护体系尚有待进一步完善，但在一定的程度和范围内对控制权收益的过度膨胀已产生了制约作用。

另外，从其他控制变量的回归结果中我们发现：内部人控制制度在大多数分组样本公司的回归结果中均与企业投资规模显著正相关。这表明在大股东控制和操纵下，上市公司中普遍存在的同源内部董事（来自控股公司）不仅对企业的投资行为具有显著影响，而且这样的影响很可能源于增加控制权价值的利益协同驱动。

2. 控制权溢价水平与交易前三年平均非关联股权并购规模的回归分析

表5报告了控制权溢价水平与交易前三年平均非关联股权并购规模的回归结果。同表4投资规模的回归结果类似，控制权溢价水平与交易前的股权并购规模显著正相关，但其对交易前股权并购规模的解释度低于对交易前企业投资规模的解释度（ $8.7\% < 12.9\%$ ）。这很可能是由于股权并购增加了公司的控制层次，引入了控制性股东与新并购公司之间的代理问题，控制性股东独占被并购公司控制权收益的可能性减少，从而在新并购公司的控制权收益占有中存在一定程度的让度或利益损失。同时，从控制权溢价水平的纵向比较来看，溢价水平越高，则增加等量控制权收益所需的股权并购规模也越大。在控制权溢价水平较高组中，每增加一个单位的控制权收益所需增加的股权并购规模是控制权溢价最低组的6.96倍（ $0.157/0.02254$ ）。但与固定资产投资中的同类回归结果比较，增加等量控制权收益所需增加的股权并购投入较少。这很大程度上是因为股权投资所取得的控制性资源较固定资产投资形成的公司资源具有更高的不易观测性，因此通过股权并购这一资本配置方式取得控制权收益的代价相对较低。

表5 控制权溢价水平与交易前三年平均股权并购规模的回归检验结果

总体样本回归结果							
被解释变量(MA/TA) _{it-3}	PBC _{it}	(CF/K) _{it-3}	(ΔS/S) _{it-3}	(ΔTA/TA) _{it-3}	Adj-R ²	F	D. W.
样本总体 (n=212)	0.311*** (2.686)				0.087	22.843	1.861
样本总体 (n=212)	8.091E-02* (1.823)	-9.352E-03 (-0.198)	-1.436E-03 (-0.732)	2.747E-03* (1.701)	0.165	6.071	2.140
分类样本回归结果							
被解释变量(MA/TA) _{it-3}	PBC _{it}	(CF/K) _{it-3}	(ΔS/S) _{it-3}	(ΔTA/TA) _{it-3}	Adj-R ²	F	D. W.
PBC(低) (n=43)	2.254E-02*** (2.752)	0.112** (2.018)	-1.543E-02 (-0.845)	-8.133E-03 (-0.317)	0.110	21.157	2.065
PBC(较低) (n=43)	4.891E-02** (2.457)	-0.120 (-0.615)	-7.349E-03 (-0.765)	2.127E-02** (1.970)	0.135	18.909	1.996
PBC(中) (n=42)	0.115* (1.907)	4.646E-02** (2.439)	-4.133E-02 (-0.156)	-2.774E-02 (-0.214)	0.092	23.438	2.116
PBC(较高) (n=42)	0.157*** (3.059)	-0.107 (-0.752)	-0.1349 (-0.093)	3.873E-03* (1.927)	0.087	20.621	2.039
PBC(高) (n=42)	0.356 (0.521)	-5.343E-02 (-0.508)	9.349E-03** (2.093)	-0.113 (-0.301)	0.157	16.755	1.975

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平显著，括号内为 T 值。PBC 分组区间同表 2 注(2)。

总体而言,股权投资对形成控制权收益具有双向效应。一方面,尽管上市公司控制性股东通过股权并购获取了被并购公司的资源,但同时也增加了控制链的层级,控制性股东独占被并购公司控制权收益的可能性减少;另一方面,由于被并购公司资源性质的多样性,客观上增加了外部观测和评估的难度,控制性股东从中抽取收益的可组合方式更多,隐蔽性更好。

(三)进一步的分析

表4和表5的回归结果均已证实了控制权溢价水平与交易前三年的资本配置规模显著正相关。那么,资本配置规模对公司业绩是否也产生了正向的促进作用?如果是,资本配置规模与控制权溢价水平正相关,资本配置行为仍然提高了控制权的共享收益;如果不是,资本配置决策则在很大程度上是受控制权收益驱动的控制性股东的自利行为。

我们分别以交易前三年的平均固定资产投资和股权并购规模为解释变量,以滞后一期的三年平均净资产收益率为被解释变量,进行回归分析。从表6的回归结果可以看到,总体上无论是固定资产投资还是股权投资,均与净资产收益率无显著的相关性,且两个样本总体的回归方程都未通过显著性检验($F=0.020, 0.482$)。在控制权溢价的分类样本回归结果中,两类资本配置方式对净资产收益率的作用正负相间,并未呈现较为一致的趋势。并且,两者的相关性在五组回归结果中大多不显著。

表6 资本配置规模与公司业绩的回归结果

被解释变量:净资产收益率(ROE) _{it-3}						
PBC分类	总体	PBC(低)	PBC(较低)	PBC(中)	PBC(较高)	PBC(高)
解释变量(I/K) _{it-3}	-1.527E-03 (-0.140)	-1.498E-03** (-2.325)	4.556E-03 (0.178)	-1.206E-02 (-0.545)	3.134E-02* (1.717)	-2.363E-02 (-0.901)
Adj-R ²	-0.003	0.005	-0.019	-0.014	0.007	0.004
F	0.020	2.105	0.032	0.298	3.080	0.812
解释变量(MA/TA) _{it-3}	1.118E-02 (0.694)	3.968E-02* (1.762)	-1.383E-02** (-2.342)	2.214E-02 (0.694)	-1.599E-02 (-0.822)	3.020E-02 (0.991)
Adj-R ²	0.004	0.015	0.021	-0.011	-0.008	0.002
F	0.482	2.128	2.117	0.481	0.675	0.983

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平显著,括号内为T值。PBC分组区间同表2。

上述资本配置规模与公司业绩回归结果的非相关性说明:同样的资本配置规模并没有通过提高公司业绩增加中小投资者的控制权共享收益。结合资本配置规模与控制权溢价的回归结果,可以认为资本配置决策在很大程度上是控制权收益驱动的控制性股东自利行为。

五、结 论

从理论上讲,当公司陷入财务困境时,控制性股东可以通过金字塔式的控制权结构对公司进行各种支持以避免其陷入破产境况,从而为维护中小股东和其他相关者的利益提供一种保障机制。

但是,在我国股权分置改革进程尚未完成、监管措施和法律保护体系尚不健全、上市公司治理水平较低的状况下,客观上市场接管、法规监管和内部治理三个方面对控制性股东自利行为的制约机制都较为薄弱。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背景及其导致的控制权分配格局,本文从固定资产投资和股权并购两个方面对形成控制权收益的资本配置行为进行了实证研究。

研究表明:(1)控制权收益驱动了大股东的资本配置行为,并且资本配置的规模与控制权收益水平显著正相关;(2)控制权收益水平越高,则增加等量控制权收益所需的资本配置规模越大;(3)相比固定资产投资,通过股权并购方式取得控制权收益的代价较低,但控制性股东占有被并购公司控制权收益的比例也较低;(4)上市公司资本配置行为在形成控制权收益的同时并没有通过提高公司业绩而增加控制权的共享收益,资本配置决策在很大程度上是大股东控制下的自利行为。

本文研究结论的政策含义在于:(1)通过股权分置改革的深入,逐步形成基于市场自身流动机制的控制权接管模式;(2)积极改善比例集中和性质集中的股权分布结构,形成控制权的内部有效制衡;(3)不断提高监管水平和完善中小投资者法律保护体系,进一步提高外部治理的有效性。上述三个方面的综合改进,将是制约控制性股东过度自利性资本配置行为的有效途径。

* 本文为刘星教授主持的国家自然科学基金项目“现代公司治理结构下的企业投资优化理论与方法研究”的阶段成果。

注释:

- ①从广义上讲,控制权收益包含两部分:一部分是以其他股东的利益为代价并由大股东独享的控制权私有收益;另一部分是大股东通过提高公司绩效和市值价值给所有股东带来的控制权共享收益。鉴于我国上市公司治理效率较低和股权代理冲突较大的现状,本文所涉及的控制权收益如无特别说明,均指控制权私有收益。
- ②从已有的相关文献来看(Shleifer、Vishny, 1989, 1997; Dyck、Zingales, 2004 等),对企业的经营管理具有决定性影响力的控制性资源主要包括:固定资产、隶属的分支机构以及通过股权纽带控制的其他生产运营组织等,它们是产生控制权收益的重要来源,并且控制性资源的获取规模在很大程度上决定着控制权收益形成的价值水平,而对于控制性资源的获取方式,主要是通过固定资产投资、股权并购等企业资本配置决策行为来实现。因此,基于已有的相关研究成果,我们将这两种动因和特征不完全相同的企业资本投向和企业资源转换方式,一并纳入企业资本配置行为这一表征范畴。
- ③根据 Dyck 和 Zingales(2004)对新兴市场和发达市场控制权私有收益的比较研究,在 22 个新兴市场中,平均私有收益为 18.1%,而在 16 个发达市场中,平均私有收益仅为 3.8%。我国学者唐宗明(2002)、施东晖(2003)、叶康涛(2003)等的研究均证实了我国上市公司控制权收益的存在,并且具有 24%~30%的较高溢价水平。
- ④我国上市公司的控制权交易基本上都是交易双方以自愿方式进行股权协商转让。

- ⑤正如 La Porta, Lopez-de-Silanes(1997, 2000)所指出:控制权收益的内生性决定了只有在私有收益难以确认或不易观测时,控制者才能通过某种方式获取。否则就会受到外部股东的阻止,甚至会因此被诉诸法律。
- ⑥本文所指的并购,特指上市公司收购兼并非上市公司的行为。
- ⑦之所以没有选择 2001 年以前发生控制权转移的公司,主要基于两方面的考虑:一方面,国有股减持和上市流通消息的发布,导致 2000 年 6 月后的非流通股转让价格明显升高,此后市场对非流通股的流动性溢价预期发生了显著变化;另一方面,如果研究样本的时间跨度过大,其企业投资的行业特征难免会因经济发展阶段和所属产业结构的调整而发生较大变化。
- ⑧Fazzari, Hubbard, Peterson(1988), Kaplan, Zingales(1997), Cleary(1999), 冯巍(1999), 郝颖(2005), 童盼(2005)。
- ⑨Jensen(1986), Franks, Harris(1988), Berkovitch, Elazar(1993), Andrade(2001)。

参考文献:

- [1]刘朝晖. 外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策[J]. 世界经济, 2002, (7): 71~80.
- [2]李增泉, 孙铮, 王志伟. 掏空与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究, 2004, (12): 3~7.
- [3]潘敏, 金岩. 信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资[J]. 金融研究, 2003, (1): 36~45.
- [4]施东晖. 上市公司控制权价值的实证研究[J]. 经济科学, 2003, (6): 83~85.
- [5]唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2002, (4): 45~48.
- [6]叶康涛. 公司控制权的隐性收益: 中国非流通股转让市场的研究[J]. 经济科学, 2003, (5): 61~63.
- [7]徐信忠, 黄张凯, 刘寅, 等. 大宗股权定价的实证检验[J]. 经济研究, 2006, (1): 101~105.
- [8]Barclay M J, C G Holderness. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25: 371~395.
- [9]Demsetz Harold, K Lehn. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93: 1155~1177.
- [10]Dyck A, L Zingales. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59: 537~600.
- [11]Erwan. Capital structure, investment, and private benefits of control[EB/OL]. Working paper, <http://www.ssrn.com>, 2004-09-14.
- [12]Johnson, LaPorta R, F Lopez-De-Silanes, et al. Tunnelling[J], American Economic Review, 2000, 90: 22~27.
- [13]LaPorta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, et al. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999, 54: 471~517.
- [14]Rajesh K. Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and manage-

rial incentives [EB/OL]. Working paper, <http://www.ssrn.com>, 2003-06-10.

[15] Shleifer A, R Vishny. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 737~783.

[16] Tim Baldenius. Delegated investment decisions and private benefits of control[J]. The Accounting Review, 2003, 78: 909~930.

[17] Wu Xueping, Wangzheng. Equity financing in a Myers-Majluf framework with private benefits of control[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11: 915~945.

A Research of the Capital Allocation Behavior under the Large Shareholders' Control in Listed Companies

——Empirical Evidence Based on the Control Benefit

HAO Ying, LIU Xing, LIN Chao-nan

(School of Economics and Business Administration,
Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: Based on the theory of control benefit driving capital allocation and the assignment of control in Chinese listed companies under their special equity structure, this paper initially conducts the empirical study on these companies' capital allocation behaviors which will result in control benefit from the perspective of fixed assets investment and equity mergers. The conclusions are: (1) Control benefit is significantly positive with the scale of capital allocation; (2) The higher the control benefit is, the more capital it will be used to obtain a same level of benefit; (3) Compared with the fixed asset investment, the equity merger has a lower cost for obtaining control benefit, but leads to relatively lower benefit proportion for the control shareholder; (4) Although capital allocation results in control benefit, it does not increase public control benefit by improving corporate performance, so decision-making for capital allocation is more likely to be the self-beneficial behaviors of the control shareholder.

Key words: control shareholder; control benefit; fixed asset investment; equity merger and acquisition

(责任编辑 金 澜)