

# 控股股东利益动机、成长期权与投资时机决策<sup>①</sup>

冉戎<sup>1</sup>, 郝颖<sup>2</sup>, 刘星<sup>2</sup>

(1. 重庆大学贸易与行政学院, 重庆 400030; 2. 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

**摘要:** 以控股股东的不同控制权利益动机为切入点, 考察了公司成长期权对控股股东投资时机的影响及其差异, 进而对公司价值产生的影响, 并解释其内在机理。研究结论表明, 成长期权对控股股东投资时机决策的影响会随着控股股东所持利益动机的不同而存在差异。以成本补偿为动机的控股股东, 其投资时机与公司目标较为接近, 偏离程度远小于在利益侵占动机的驱使下的偏离程度。公司所拥有的成长期权对控股股东修正延迟投资行为具有激励作用, 但是这种激励作用在控股股东持成本补偿动机时更为明显。另外, 这种激励作用随着成长因子的增大和控股股东所占股份的增多而更加明显。

**关键词:** 控股股东; 控制权收益; 利益动机; 投资决策

**中图分类号:** F276.6   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2012)07-0086-09

## 0 引言

在所有权集中模式下, 控股股东在控制权利益形成中的财务决策及其对中小投资者利益的侵占不仅成为了公司治理中的主要代理问题, 也是现代公司治理下财务决策研究所关注的焦点<sup>[1-3]</sup>。控制了公司的控股股东有能力左右公司的决策, 这将会对公司及利益相关者的利益产生重大的影响, 公司治理相关研究的热点之一就是针对控股股东投资决策的相关研究<sup>[4]</sup>。以股权分散为背景的前期研究表明, 公司所拥有的成长期权会通过影响经理人而改变公司的投资时机决策。相关研究显示, 由于拥有成长期权, 公司的经理人在投资决策时, 会偏离公司的最优投资时机, 带来延迟投资问题<sup>[5]</sup>, 但如若还受到融资约束和不确定性的影响, 投资时机反而可能提前<sup>[6-7]</sup>。在股权集中框架下, 公司的成长期权对控股股东控制下的公司财务决策产生了多方面的影响。

研究显示, 具有不同成长性的公司对应于高低不同的合理投资水平和相应的公司价值<sup>[8]</sup>, 拥有更多成长机会<sup>②</sup>的公司会保留更多的现金用于有价值的投资机会, 这使得控股股东分配现金股利的激励被弱化<sup>[9]</sup>。不仅如此, 面对不同的成长机会公司的最优资本结构, 负债的正面效果以及公司的经营绩效都会有所不同<sup>[10, 11]</sup>。但是, 针对成长期权如何影响控股股东投资决策的研究还未能在新框架下充分开展。更进一步, 当控股股东在掌握了公司的控制权和决策权, 成为影响公司决策的“主角”后, 虽然控股股东控制公司后的主要目的之一是攫取控制权利益<sup>[12-14]</sup>, 但其攫取动机却存在一定差别。部分控股股东的动机是为利益侵占(后称“利益侵占动机”)。他们将公司目标和利益抛之脑后, 控制公司资源的目的是要攫取私人利益, 其后果是会对公司造成多方面的伤害, 如价值损失, 绩效下降等等<sup>[15]</sup>。但某

① 收稿日期: 2009-07-06; 修订日期: 2011-09-20。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70902030; 71172082; 71102063); 教育部人文社科资助项目(09YJC630242); 国家社科基金资助项目(12XGL020); 重庆市教委人文社科资助项目(10SKL12); 中央高校基金科研业务费资助项目(CDJSK11016; CDJRC10010012)。

作者简介: 冉戎(1978—), 男, 重庆万州人, 博士, 硕士生导师, 讲师。Email: ranrong@163.com

② 公司的成长期权实质上也可看作公司的“成长机会”或“成长性”。

一部分控股股东的动机可能仅是为了获得控制权成本的补偿<sup>③</sup>(后称“成本补偿动机”)。获得合理的控制权成本补偿,有利于控股股东更好的经营管理公司,提升公司业绩<sup>[15-16]</sup>。前者与公司价值最大化目标极大冲突,而后者与公司价值最大化目标比较吻合。那么,在控股股东持不同控制权利益动机的背景下,控股股东的投资决策又是如何受公司成长期权的影响?不同动机之间的投资决策会有什么差异?产生这种差异背后的机理又是什么?从控股股东控制权利益动机角度公司成长期权对控股股东的投资时机决策的影响进行研究,可以对已有研究进行有益的补充,具有一定的理论与现实意义。

## 1 模型假设与模型构建

### 1.1 假设与说明

用  $X$  表示公司的现金流,并满足  $dX_t = \mu X_t \times dt + \sigma \times z_t dz_t, X_0 > 0$ , 其中  $\mu < r, \sigma > 0, z_t, t \geq 0$  为标准 Brown 运动。当公司拥有成长期权时,执行该期权会通过提升现金流量而使公司增值。设用  $\Theta > 1$  表示成长期权能够使公司增长的规模,称为成长因子。成长因子越大,表示该成长期权能够使公司增值的规模就越大。设用  $\tilde{I}$  表示进行投资的成本,公司的融资渠道有股权或债权。设公司存在一个控股股东,控股股东持有公司的股份为  $\varphi > \varphi^*$  ( $\varphi^*$  表示保证成为控股股东的股份下限)。在存在控股股东的公司,控股股东除了左右公司的决策外,还会利用控制权来获取利益,设用  $s$  ( $0 < s < 1$ ) 表示控股股东攫取的控制权利益比例,同时,用  $s_0$  表示控股股东只按照其控制权成本来取得控制权利益时的获取比例。La porta<sup>[17]</sup> 在研究中指出,获取控制权利益是需要付出相应成本的,称为控制权获取成本(后简称“获取成本”),并给出了一种成本函数形式,即  $\frac{\eta s^2}{2} \pi$ , 其中

$\eta > 0$  是法律保护程度,  $\pi(X)$  是公司的净收入, 现有研究多数都直接借用该函数来度量私利成本。但新的理论和实证研究显示,一方面私利成本要受控股股东所占股份的多少的影响。持股多的控股股东获得等量控制权利益需要付出的成本相对要更少<sup>[18]</sup>, 这表明在衡量控股股东获取控制权利益的成本时,应该将控股股东所占股份纳入考虑。另一方面,冉戎<sup>[18]</sup> 的研究指出,控股股东获取控制利益的动机是不同的。一些控股股东是以成本补偿动机去获得控制权利益,而另一些控股股东则是以利益侵占动机去攫取超额控制权利益。在这两种不同动机下,控股股东付出的控制权利益成本是有较大差异的<sup>④</sup>。当控股股东获取合理控制权利益时,仅仅是为了对控制权成本进行合理补偿,这种合理的行为引起的获取成本应该较小。而攫取超额控制权收益在一定程度上是一种“违规”行为,会引起较高的控制权获取成本。这样的差异应该在衡量控股股东控制权利益获取成本时加以考虑。因此,为了更好的度量控股股东的控制权利益获取成本,在此将控股股东持股比例和控股股东获取控制权利益的动机纳入成本函数中考虑,则成本函数形式为

$$C(\beta, \eta) = \begin{cases} 0 & s \leq s_0 \\ \frac{1}{2\Gamma^2} \eta s^2 \pi(x) & s > s_0 \end{cases} \quad (1)$$

其中,法律保护程度用  $\eta > 0$  表示,公司净收入用  $\pi(x)$  表示,用  $\Gamma = \frac{\varphi}{1-\varphi}$  表示控股股东攫取控制权利益的难易度,用  $s_0$  表示控股股东获取的控制权利益比例与控股股东付出的控制权成本相当。也即是说,当  $s < s_0$  时控股股东的利益动机是控制权成本补偿,它与公司价值最大化目标并不冲突;当  $s > s_0$  时控股股东的利益动机是攫取私人利益,它与公司价值最大化目标是相悖的,因此,对成本函数做出如上改进,并在此基础上进一步分析控股股东的投资时机决策。

③ 控制权成本是指大股东获得公司控制权的前后是需要付出各种各样的成本的,控制权利益获取成本是指大股东在攫取控制权利益的过程中所付出的成本,是两个不同的概念。

④ 如果大股东获取控制权利益的动机是控制权成本补偿,那么此时大股东获取控制利益的行为就具有一定的合理合法性,因此此时大股东付出的控制权利益成本应该较低或者可以忽略。反之,大股东则要为获取控制权利益付出各种各样的成本。

### 1.2 公司价值与控股股东价值

在只通过股权渠道进行融资的情况下,投资后获现金流<sup>⑤</sup>记为  $N_t$

$$N_t = \left( \varphi(1-s)(1-\tau) + s - \frac{\eta}{I^2} \frac{(s-s_0)^2}{2} \right) (\Theta X - \dot{I}) \quad (2)$$

在投资后,控股股东会在权衡获取控制权利益的边际成本与边际收益后决定自己的获取比例,并用  $s_1$  表示控股股东攫取控制权利益的比例. 若  $s_1 > s_0$ , 则表明控股股东除了获得控制权成本补偿外,还额外攫取了私人利益,此时控股股东利益动机为“利益侵占动机”. 反之,则控股股东的动机仅是“成本补偿动机”. 进一步,用符号  $\tau$  表示税率,用  $r$  表示无风险贴现率,  $X_{Larg}^E$  表示控股股东在只借助股权融资的情况下,所选择的破产触发点,控股股东价值用函数  $W(X)$  表示. 则控股股东价值函数满足如下 H-J-B 微分方程和边界条件

$$rW^E(X) = \max_{X_{Larg}^E} \left\{ \frac{1}{2} \sigma^2 X^2 W_{XX}^E + \mu X W_X^E + \left( \varphi(1-s)(1-\tau) + s - \frac{\eta}{I^2} \frac{(s-s_0)^2}{2} \right) \Theta X - \varphi \dot{I} \right\} \quad (3)$$

其相应的边界条件为

$$W^E(X) \Big|_{X=\infty} = (\varphi(1-s)(1-\tau) + s - \frac{\eta}{I^2} \frac{(s-s_0)^2}{2}) \frac{\Theta X}{r-\mu} - \varphi \frac{\dot{I}}{r} \quad (4)$$

$$W^E(X) \Big|_{X=X_{Larg}^E} = 0 \quad (5)$$

$$\frac{\partial W^E(X)}{\partial X} \Big|_{X=X_{Larg}^E} = 0 \quad (6)$$

控股股东的价值函数为

$$W^E(X) = \left[ \left( \Omega \frac{\Theta X}{r-\mu} - \frac{\varphi}{r} \right) - \left( \Omega \frac{\Theta X_{Larg}^E}{r-\mu} - \frac{\varphi}{r} \right) \left( \frac{X}{X_{Larg}^E} \right)^{\beta_2} \right] \quad (7)$$

其中,  $\Omega = \left( \varphi(1-s)(1-\tau) + s - \frac{\eta}{I^2} \frac{(s-s_0)^2}{2} \right)$ ,

$$X_{Larg}^E = \frac{1}{\Theta} \frac{1}{\Omega} \frac{\beta_2}{(\beta_2-1)} \frac{r-\mu}{r} \varphi \dot{I}$$

如果公司可以同时进行股权和债权融资,此时,用  $c$  表示债息,用  $X_{Corp}^D$  表示有负债公司价值最大化目标下的破产触发点,有负债情况下的公司股权的价值函数  $E_{Corp}^D(X)$  需满足类似的方程和边界条件,同理有

$$E_{Corp}^D(X) = (1-s) \left[ \Theta \Pi(X) - \frac{(1-\tau)}{r} (c + \dot{I}) - \left( \Theta \Pi \left( \frac{X}{X_{Corp}^D} \right) - \frac{(1-\tau)}{r} (c + \dot{I}) \right) \left( \frac{X}{X_{Corp}^D} \right)^{\beta_2} \right]$$

其中,破产触发点为  $X_{Corp}^D = \frac{1}{\Theta} \frac{r-\mu}{r} \frac{\beta_2}{(\beta_2-1)} (c + \dot{I})$ .

用  $D_{Corp}^D(X)$  表示债券的价值函数,同理有

$$D_{Corp}^D(X) = \frac{c}{r} - \left[ \frac{c}{r} - (1-\alpha) \Theta \Pi \left( \frac{X}{X_{Corp}^D} \right) \right] \times \left( \frac{X}{X_{Corp}^D} \right)^{\beta_2} \quad (8)$$

则负债情况下公司价值函数为

$$V_{Corp}^D(X) = E_{Corp}^D(X) + D_{Corp}^D(X) \quad (9)$$

类似的得到该情况下控股股东价值函数为

$$W^D(X) = \left[ \left( \Omega \frac{\Theta X}{r-\mu} - \frac{(c + \dot{I})}{r} \right) - \left( \Omega \frac{\Theta X_{Larg}^D}{r-\mu} - \frac{(c + \dot{I})}{r} \right) \left( \frac{X}{X_{Larg}^D} \right)^{\beta_2} \right] \quad (10)$$

### 1.3 投资决策

不同的投资目标会导致不同的投资时机选择,为简单起见,本文在控股股东价值最大化和公司价值最大化目标下来讨论不同的投资时机选择问题. 为了分析控股股东在不同利益动机下的投资决策受成长期权影响,要分别计算在不同价值目标下的公司和控股股东期权价值. 首先,公司的期权价值须满足如下方程

$$\frac{1}{2} \sigma^2 X^2 F_{XX} + \mu X F_X - rF = 0 \quad (11)$$

$$F(X) = A_1 X^{\beta_1} + A_2 X^{\beta_2} \quad (12)$$

在公司价值最大化的价值目标下,用  $\bar{X}_{Corp}^D$  表示在该目标下的投资触发点,则期权价值应满足的边界条件如下

$$F(0) = 0 \quad (13)$$

⑤ 瞬时现金流由大股东所得股利、大股东控制权利益和获取私利的成本及大股东担付的部分投资成本构成.

$$F(X) \Big|_{X=\bar{X}_{Corp}^D} = V(\bar{X}_{Corp}^D) - I \quad (14)$$

$$\frac{\partial F(X)}{\partial X} \Big|_{X=\bar{X}_{Corp}^D} = \frac{\partial V}{\partial X} \Big|_{X=\bar{X}_{Corp}^D} \quad (15)$$

有

$$F(X) = (V(\bar{X}_{Corp}^D) - I) \left(\frac{X}{\bar{X}_{Corp}^D}\right)^{\beta_1} \quad (16)$$

同理,当以控股股东价值最大化为目标时,用  $\bar{X}_{Larg}^D$  表示该目标下的投资触发点,有

$$F_{Larg}(X) = [W^D(\bar{X}_{Larg}^D) - \varphi I] \left(\frac{X}{\bar{X}_{Larg}^D}\right)^{\beta_1} \quad (17)$$

## 2 数值模拟结果及解释

### 2.1 投资时机决策分析

在采用实物期权模型进行研究时,常用的方法是通过数值拟来更加直观地反应研究结论,并进行相应的经济解释.在对多组模拟数据的结果进行对比后发现,只要在现实意义允许范围选取参数,具体参数值的大小并不影响模型的分析结论.参考刘星的研究,同时考虑到投资项目回收期一般较长的特点,令  $r = 0.03$ .为了简化计算,取  $x_0 = 1, \mu = 0.01, \sigma = 0.25$ <sup>⑥</sup>,  $\tau = 0.3$ <sup>⑦</sup>,  $\varphi = 0.2$ .参考 La porta 的研究并结合中国实际情况,取  $\eta = 20, I = 5, s_0 = 0.008$ <sup>[17]</sup>.另外,令债券利息  $c = 0.85$  和破产成本  $\alpha = 0.4$ <sup>[19-21]</sup>.

对图1所显示结果的分析可以发现:①当公司存在控股股东时,由于控股股东将自己的利益放在首位,因此公司目标下的理想投资决策很难实现,控股股东的决策总是会与公司目标产生一定的偏离.②成长因子能够缓解控股股东偏离公司目标的延迟投资决策,并且成长因子越大,就越能够使控股股东的投资决策与公司目标一致.③当控股股东执有不同利益动机时,成长因子对控股股东决策产生的缓解作用的程度有较大差别.

成长因子对执有“成本补偿”动机控股股东决策的缓解作用更为有效.

以上结果是由于控股股东的不同利益动机和控股股东对收益和成本不断权衡的双重作用所导致的.一方面,当控股股东以“成本补偿动机”去获取控制权利益时,其本质是为了补偿控制权成本,进而更好的经营管理公司,其目标本身与公司目标是融合的,因此虽然其决策与公司理想投资时机有所偏离,但偏离程度并不大,并且受成长期权影响会较快地修正.反之,当控股股东以“利益侵占动机”去攫取控制权利益时,其本质是为了个人利益,已经将公司利益抛于脑后,其目标本身与公司目标是完全冲突的,因此其决策与公司理想投资时机偏离巨大,成长期权对其影响也不甚明显.另一方面,控股股东会考虑到控制权利益的可持续性问题,在“成本补偿动机”下,如果失去一个能使公司增值的机会,在长期来看,实质上会直接影响控股股东控制权利益的可持续性<sup>⑧</sup>,这当然是控股股东不希望发生的事情.反之,在“利益侵占动机”下,由于控股股东不顾公司的发展,同时还获得了超额的私人利益,因此补偿了失去发展机会带来的机会成本以及控制权攫取成本,故成长期权对该动机下的控股股东影响并不明显.下面,从期权成本损失的角度做进一步分析,以期揭示受成长期权影响时,控股股东产生以上行为模式背后的机理.

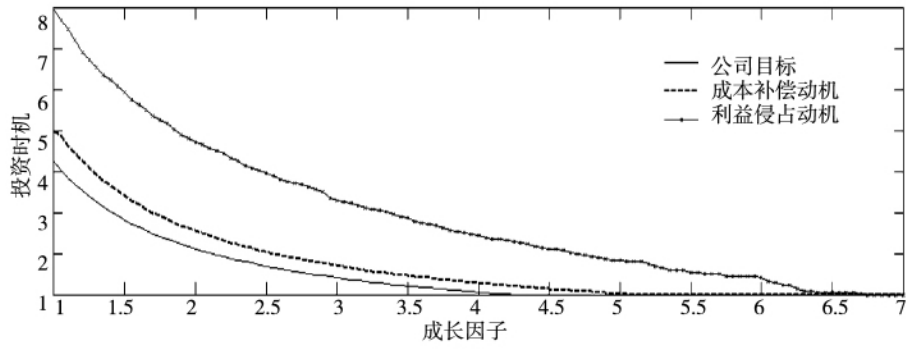
### 2.2 期权损失分析

为了达到提示控股股东行为模式机理的目的,定义期权损失成本  $Cost = |F(\bar{X}_{Corp}^D) - F(\bar{X}_{Larg}^D)|$ ,其中,  $F(\bar{X}_{Larg}^D)$  和  $F(\bar{X}_{Corp}^D)$  分别表示控股股东在公司和控股股东投资点拥有的期权价值,进而得用该指标来度量期权价值损失,并借此揭示控股股东决策行为受成长期权影响时的机理.

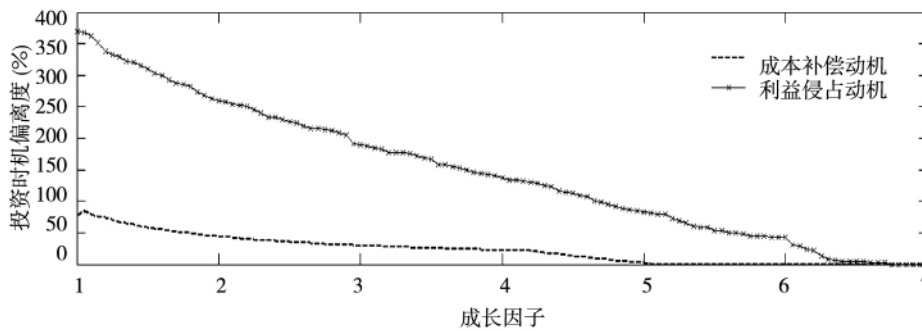
⑥ 该值只是一个初始值,其大小并不影响本文的分析结论.

⑦ 依据我国的《公司法》的规定.

⑧ 此处的持续性不仅是指未来大股东能否获得控制权利益,还指大股东的未来控制权利益的获取量的持续(甚至于稳步增长).



(a)



(b)

图1 不同利益动机下成长因子与投资时机及偏离度

Fig.1 Different motivation, growth factor and investment timing deviation

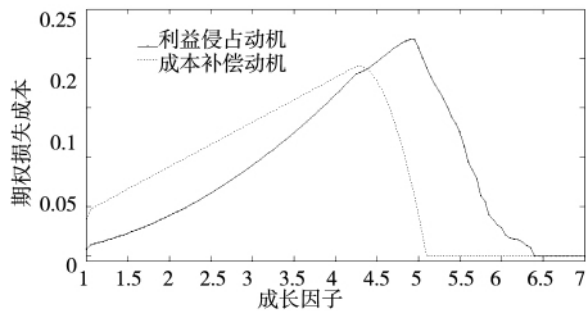


图2 不同利益动机背景下的成长因子与期权损失成本示意图

Fig.2 Growth options factor and option loss costs with different motivations

从图2显示的结果可以看到,控股股东的期权损失成本总体呈现出先上升后下降态势,这样的态势恰好表明了如前节所显示的控股股东投资时机决策与公司目标投资时机表现出趋同效应的机理.首先,当控股股东的投资时机偏离公司目标时,会产生一定的期权价值损失(成本),而且成本损失的变化趋势为先增加后减少.这意味着较小成长因子带来的成本损失还不足影响控股股东的投资决策,因此,控股股东的投资时机或多或少与公司目标有一些偏离.但是,随着成长因子的增大并且超过一临界点时,带来的期权损失将影响

控股股东的决策,使之与公司目标趋近,最终完全一致.第二,虽然期权损失成本表现出的趋势大体一致,但抱有不同利益动机的控股股东,受成长因子的影响程度却有较大差异.当控股股东执“成本补偿动机”时,其投资时机决策原本已与公司目标比较接近,而且控股股东也没有考虑要去侵占更多的利益,也不愿意承担额外的期权损失,所以成长因子略有增加,其缓解效用就已经比较明显.与之相反的是,当控股股东执“利益侵占动机”时,由于控股股东侵占了超额利益,所以虽然蒙受了期权损失成本,但是其攫取的超额控制权利益除了可以弥补该损失外,还能另有“富余”,此时,成长因子的缓解效应不明显,控股股东依然“我行我素”的进行决策.只是当成长因子超过一个较大的临界点后,由于控股股东攫取的超额控制权利益此时也无法弥补巨大的期权价值损失成本,攫取超额利益的控股股东才逐渐调整自己的决策,使之与公司目标一致,以减少损失,同时保证可以继续攫取控制权利益.由以上分析可以看到,在控股股东决策行为的背后,实质上是有期权

损失成本所为其“驱动”力量的,但是由于成长因子对执有不同利益动机的控股股东所起到的缓解作用差异较大,那么在这样的情况下,公司价值会受到什么样的影响呢?下面,进一步分析,控股股东控制下的公司价值变化在不同利益动机下会表现出怎样的差异.

### 2.3 公司价值分析

在本节当中,进一步分析抱有不同动机的控股股东进行投资时机选择时,公司价值的变化情况.一方面,可以揭示在不同利益动机的驱动下,控股股东决策会对公司价值带来什么样的影响;另一方面,通过对公司价值变化的分析,还能反应成长期权的变化对不同利益动机下控股股东决策的影响程度,进而对公司价值的影响程度.

图3显示了不同利益动机下成长因子与公司价值关系,从图上可以发现,首先,“利益侵占动机”下的公司价值显著的低于“成本补偿动机”下的公司价值.这表明,当控股股东以“利益侵占动机”进行决策时,是把超额利益侵占目标放在首位,造成公司价值的巨大损失.与之相对的是,当控股股东以“成本补偿动机”进行决策时,其决策目标与公司目标大体一致,公司价值有明显的提升.第二,从成长因子的变化对公司价值的在不同利益动机下表现出较大差异.在“成本补偿动

机”下,受成长因子影响,控股股东对投资时机的调整更加迅速,公司价值得到提升.在“利益侵占动机”下,由于控股股东的主要目的是掠夺公司资源,达到攫取私人利益的目的.所以,公司价值没有随着成长因子的增长而出现明显的提升,成长因子的缓解效率也较低.所以,在不同的利益驱动下,成长因子的变化对于公司价值的影响在“质”和“量”两方面都存在较大差异.

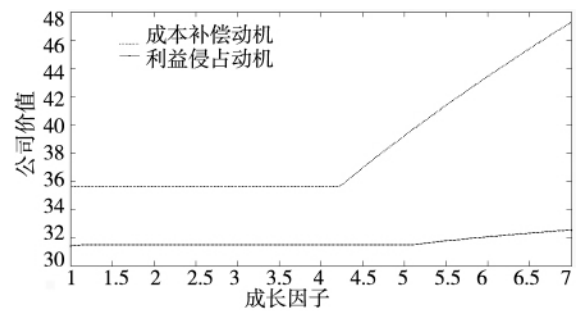


图3 不同利益动机下的成长因子与公司价值分析  
Fig. 3 Growth option and corporation value with different motivations

### 2.4 持股比例影响分析

已有的许多研究都表明,股东持股比例的变化会引起诸如,代理成本<sup>[22]</sup>、公司价值<sup>[23]</sup>、经营业绩<sup>[24]</sup>等的变化.因此,本节着重考察当控股股东持股比例发生变化时,成长期权控股股东投资时机决策影响的变化及异同.

表1 成长因子、不同动机下控股股东股份变化与投资时机

Table 1 Growth factor, shares of controlling shareholder with different motives and investment timing

| 控股股东股份          | 成长因子 | 公司目标    | 成本补偿动机  | 偏离度     | 利益侵占动机   | 偏离度      |
|-----------------|------|---------|---------|---------|----------|----------|
| $\varphi = 0.3$ | 1    | 4.019 4 | 4.804 6 | 0.785 2 | 7.852 2  | 3.832 8  |
|                 | 3    | 1.632   | 1.810 6 | 0.178 6 | 3.226 5  | 0.905 9  |
|                 | 4.5  | 1.041 4 | 1.048 2 | 0.006 8 | 2.074 7  | 0.660 5  |
|                 | 5    | 1       | 1       | 0       | 1.753 4  | 0.753 4  |
|                 | 6    | 1       | 1       | 0       | 1.352 5  | 0.352 5  |
|                 | 7    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |
| $\varphi = 0.6$ | 1    | 2.836   | 2.948 1 | 0.112 1 | 3.926 1  | 1.090 1  |
|                 | 3    | 1.637 4 | 1.702   | 0.064 6 | 2.613 25 | 0.975 85 |
|                 | 4.5  | 1       | 1       | 0       | 1.037 35 | 0.037 35 |
|                 | 5    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |
|                 | 6    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |
|                 | 7    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |
| $\varphi = 0.9$ | 1    | 1.789 1 | 1.804 3 | 0.015 2 | 1.981 4  | 0.192 3  |
|                 | 3    | 1.032 9 | 1.041 7 | 0.008 8 | 1.616 5  | 0.583 6  |
|                 | 4.5  | 1       | 1       | 0       | 1.018 5  | 0.018 5  |
|                 | 5    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |
|                 | 6    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |
|                 | 7    | 1       | 1       | 0       | 1        | 0        |

从表1显示的结果中可以发现,在其它条件不变时,控股股东所持股份越多,成长因子对控股股东投资时机的延迟效应更加的迅速和明显.换句话说,拥有更多股份的控股股东,更易受成长期权的影响.其原因主要是因为当控股股东所持公司股份越多,他的利益目标就与公司越一致,所以,当控股股东持有股份越多时,就更容易受成长期权的影响,也更易于作出与公司目标一致的投资决策.

### 3 结束语

本文对成长期权影响控股股东投资时机决策,以及对公司价值的影响进行了探讨,并进一步分析了该影响在持不同利益动机控股股东间的差别.分析结果表明,第一,成长期权对促进控股股东的调整其延迟投资决策具有激励作用.第二,虽然成长期权对控股股东选择正确的投资时机具有

激励作用,但是这种作用在持有不同利益动机的控股股东之间表现出较大差异.持“成本补偿动机”的控股股东,其投资时机选择偏离公司目标的程度较小,同时成长期权的激励作用表现得更为显著.第三,成长期权的激励作用(或缓解效用)随着成长因子的增大和控股股东持股比例的增加而增大.

由于各种原因,中国的上市公司大多都是由国有企业改制而来,往往都有拥有绝对控制权的控股股东,在控制权利益的利益驱动下,非效率资本配置行为现象相当严重,而且不易治理.想要提高公司的治理水平,需要内外兼修,除了完善相应法律规章制度以外,使公司处于发展机会充裕、市场竞争有序的环境当中,让美好的公司发展前景产生吸引股东正确决策的世大动力,使得公司股东能够培养自身正确的利益动机,更多的站在公司目标上进行决策,最终达到公司与自身利益的双赢局面.

### 参 考 文 献:

- [1] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(02): 737-783.
- [2] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(02): 471-517.
- [3] 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(01-02): 81-112.
- [4] 郝颖, 林朝南, 等. 股权控制、投资规模与利益获取 [J]. *管理科学学报*, 2010, 13(07): 68-87.  
Hao Ying, Lin Chaonan, et al. Ownership control, investment level and control benefit grabbing [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2010, 13(07): 68-87. (in Chinese)
- [5] Grenadier S R, Wang N. Investment timing, agency, and information [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75(03): 493-533.
- [6] Wong K P. The effect of uncertainty on investment timing in a real options model [J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2007, 31(07): 2152-2167.
- [7] 魏锋. 基于融资约束和不确定性的公司最优投资时机选择模型 [J]. *中国管理科学*, 2006, z1(1): 361-365.  
Wei Feng. The best investment timing under financial constrain and uncertainty [J]. *Chinese Journal of Management Science*, 2006, z1(1): 361-365 (in Chinese)
- [8] 杨亦民, 刘星. 公司价值、成长机会与合理投资水平——来自沪深股市的经验证据 [J]. *工业工程与管理*, 2006(03): 114-118.  
Yang Yimin, Liu Xing. Corporate value, growth opportunity and reasonable investment level: The empirical evidence from stock markets of Shanghai and Shenzhen [J]. *Industrial Engineering and Management*, 2006(03): 114-118 (in Chinese)
- [9] 谢军. 股利政策、第一大股东和公司成长性: 自由现金流理论还是掏空理论 [J]. *会计研究*, 2006(4): 51-57.  
Xie Jun. Dividend policy, the largest shareholder and firm growth: Free cash flow vs. tunneling [J]. *Accounting Research*,

- 2006(4): 51-57( in Chinese)
- [10] 连玉君, 程建. 不同成长机会下资本结构与经营绩效之关系研究[J]. 当代经济科学, 2006(2): 97-103.  
Lian Yujun, Cheng Jian. Relationship between capital structure and performance with different growth opportunities [J].  
Modern Economic Science, 2006(2): 97-103( in Chinese)
- [11] Berk J, Green R C, Naik V. Optimal investment, growth options, and security returns [R]. Working Paper. National Bureau of Economic Research, 1998.
- [12] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537-600.
- [13] 刘星, 宋小保. 控股股东代理对负债代理成本的影响——基于实物期权的分析[J]. 系统工程理论与实践, 2007(09): 61-68.  
Liu Xing, Song Xiaobao. Effects of controlling shareholders agency on debt financing agency costs: Analysis based on real options [J]. Systems Engineering: Theory & Practice, 2007(09): 61-68. ( in Chinese)
- [14] 刘星, 杨亦民. 控制性股东, 融资结构与企业投资行为研究[J]. 系统工程学报, 2008(3): 357-361.  
Liu Xing, Yang Yimin. Controlling shareholder, financial structure and corporate investment [J]. Journal of Systems Engineering, 2008(3): 357-361( in Chinese)
- [15] 冉戎, 刘星. 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益——基于中小股东视角的解释[J]. 管理科学学报, 2010, 13(6): 73-83.  
Ran Rong, Liu Xing. Research on reasonable private benefits of control and excessive private benefits of control: Small shareholders' perspective [J]. Journal of Management Sciences in China, 2010, 13(6): 73-83( in Chinese)
- [16] 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释[J]. 经济研究, 2007(2): 85-96.  
Liu Shaobo. The paradox of private benefits of control and excessive benefits of control: A new theoretical explanation of large shareholders' expropriation of small ones [J]. Economic Research Journal, 2007(2): 85-96( in Chinese)
- [17] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Investor protection and corporate valuation [J]. Journal of Finance, 2002, 57(03): 1147-1170.
- [18] 叶勇, 胡培等. 控制权和现金流量权偏离下的公司价值和公司治理[J]. 管理工程学报, 2007(01): 71-76.  
Ye Yong, Hu Pei. Control rights deviate from cash flow rights, corporate value and corporate governance [J]. Journal of Industrial Engineering and Engineering Management, 2007(01): 71-76. ( in Chinese)
- [19] Gilson S C. Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms [J]. Journal of Finance, 1997, 52(1): 161-196.
- [20] 冉戎, 郝颖. 终极控制、利益一致性与公司价值[J]. 管理科学学报, 2011, 14(7): 83-95.  
Ran Rong, Hao Ying. Ultimate control shareholders, coherency of shareholders' benefits and corporate value [J]. Journal of Management Sciences in China, 2011, 14(7): 83-95( in Chinese)
- [21] Huang J, Huang M. How much of the corporate-treasury yield spread is due to credit risk? Working Paper, 2002, SSRN eLibrary.
- [22] 宋力, 韩亮亮. 大股东持股比例对代理成本影响的实证分析[J]. 南开管理评论, 2005(1): 30-34.  
Song Li, Han Liangliang. An empirical analysis of influence on agency costs from holding proportion of large shareholders [J]. Nankai Business Review, 2005(1): 30-34. ( in Chinese)
- [23] 谢军. 第一大股东持股和公司价值: 激励效应和防御效应[J]. 南开管理评论, 2007(01): 21-25.  
Xie Jun. The largest shareholding and corporate valuation: Incentive effect and entrenchment effect [J]. Nankai Business Review, 2007(01): 21-25. ( in Chinese)
- [24] 贺小刚, 李新春. 家庭成员的权力集中度与企业绩效[J]. 管理科学学报, 2011, 14(5): 36-42.  
He Xiaogang, Li Xinchun. Degree of family power concentration and corporation performance [J]. Journal of Management Sciences in China, 2011, 14(5): 36-42. ( in Chinese)



## Large shareholders' motive of private benefits of control, grow options and investmen timing decision

RAN Rong<sup>1</sup>, HAO Ying<sup>2</sup>, LIU Xing<sup>2</sup>

1. College of Trade and Public Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2. Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China

**Abstract:** Under the background of different benefits motives of controlling shareholder, this paper study how and why the growth options of corporation affect controlling shareholders' investment timing decision. The results indicated that effect of growth options on controlling shareholders vary with different benefits motives. Controlling shareholder with benefits tunnelling motive is easy to complicated with more serious delay deferring investment problems, comparable to that cotrolling shareholder with cost compensation motive makes the investment timing decision which is more close to corporation aim. Second, growth options of corporation has incentive effect on the controlling shareholders' deferring investment problems, but the effects is different with vary benefits motivation. Specific as follow: incentive effect of controlling shareholder with cost compenstation movtive is significantly better than controlling shareholder with benefits tunneling motive. Furthmore, the effect of growth option increases with bigger growth factor or more shares of contolling shareholder.

**Key words:** large shareholders; benefits of control; benefits motivation; investment decision

---

## 第七届（2012）中国管理学年会征文启事

代表中国管理学界最高水平的盛会“第七届（2012）中国管理学年会”将于2012年10月13-14日在天津大学举行。本次会议由中国管理现代化研究会主办、天津大学管理与经济学部承办，会议主题为“新经济环境下中国管理变革与范式探索”。现面向国内外学术界和业界征稿。会议优秀论文将推荐在国内管理学和经济学一流刊物公开发表。

本届年会将举办首届“大学校长论坛”、首届“院长论坛”、首届“经管类博士生招聘会”、首届“青年学者论坛”以及“期刊论坛”等，欢迎各界精英参会。

会议详情请见大会官方网站：

<http://www.mam2012.net> (非教育网用户推荐使用)；

<http://mam2012.tju.edu.cn> (教育网用户推荐使用)。

大会官方邮箱：

[mam2012@tju.edu.cn](mailto:mam2012@tju.edu.cn)

欢迎邮件咨询。

第七届(2012)中国管理学年会组委会  
2012-06-13