

# 股权控制、投资规模与利益获取<sup>①</sup>

郝颖<sup>1</sup>, 林朝南<sup>2</sup>, 刘星<sup>1</sup>

(1. 重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030 2. 厦门大学会计系, 厦门 361005)

**摘要:** 基于资本投资形成控制权收益的理论阐释, 实证考察了不同国有股权控制特征下资本投资对控制权收益的影响. 1) 整体而言, 投资规模与控制权收益正相关. 2) 资本投资对控制权收益的影响在不同股权控制分类下呈现显著差异, 但对大股东持股比例不敏感; 3) 地方企业集团所控上市公司, 其控制权收益对固定资产和股权投资规模的敏感性最高, 分别为央企上市公司的 10 倍和 6 倍, 为地方国资委上市公司的 3.3 倍和 1.9 倍; 4) 地方企业集团上市公司的资本投资在形成高控制权收益的同时, 侵害了公司价值. 上述研究为进一步完善股权分置改革后的上市模式选择, 加快市场化进程以促进资本投资的私有利益外部化等方面提供了理论和经验依据.

**关键词:** 投资规模; 股权控制; 控制权收益; 公司价值

**中图分类号:** F275 F830.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2010)07-0068-20

## 0 引言

在传统的金融经济学观点看来, 分散的股权结构不仅是现代企业的重要标志, 也是所有权制度和公司治理模式所应信奉的金科玉律. 然而近二十年来, 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, 即使在美、英这两个具有典型伯利—米恩斯 (Berle-Means) 式股权结构的国家, 家族企业的股权集中趋势也很明显<sup>[1]</sup>. 而在世界上的其它国家, 作为公共治理的替代工具和法律制度贫弱的自保抉择, 大股东控制更是普遍的所有权实践形态<sup>[2-3]</sup>. 在股权集中模式下, 大股东控制权收益的形成及其对中小投

资者利益的侵占不仅是公司治理中的主要代理问题<sup>②</sup>, 也是现代公司治理下财务决策研究所关注的焦点.

正如 LLSV<sup>[4]</sup>、Claessens et al<sup>[5]</sup> 的研究所述: 在集中持股结构下, 位于股权控制链顶端的上市公司终极控制者 (Ultimate Controllers) A 通过持股比例  $\alpha$  ( $0 < \alpha < 1$ ) 实现对 B 公司的控制, 而 B 公司又通过持股比例  $\beta$  ( $0 < \beta < 1$ ) 实现对上市公司 C 的控制, 那么终极控制者 A 对上市公司 C 的现金流权等于  $\alpha \cdot \beta$  而 A 对 C 的控制权是  $\min(\alpha, \beta)$ . 由于  $\alpha$  和  $\beta$  的数值大于 0 而小于 1, 因此控制权  $\min(\alpha, \beta)$  是大于现金流权  $\alpha \cdot \beta$  的. 由于公司

① 收稿日期: 2008-12-24; 修订日期: 2010-04-28.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (70902030, 70772100, 70771118); 教育部人文社会科学研究青年基金资助项目 (09JC730006); 重庆大学自主科研面上项目.

作者简介: 郝颖 (1976—), 男, 山东济南人, 博士. Email: cqhaoying@163.com

② 从广义上讲, 控制权利益包含两部分. 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场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实状况, 本文研究所涉及的控制权收益如无特别说明, 则更多地是指控制权私有收益. 股权分散下, 公司治理研究侧重于股东与经营者之间的代理问题<sup>[29-30]</sup>. 尽管大股东参与治理的积极行动可以有效解决小股东的集体行动难题, 但是大股东参与治理却同样带来了大小股东之间的代理问题及其对小股东利益的侵占. 公司治理实践中的这种趋势, 促使学者们改变了在先前“股东—经理”代理冲突分析框架中对股东做同质化 (homogeneity) 处理的做法, 开始认真剖析基于持股地位不同的不同股东之间的行为差异及其对利益关系的影响.

所有权和控制权的不对等, 大股东在按股权比例同外部中小股东共享现金流收益的同时, 通常会利用高于股权比例的控制权实施自利性财务决策, 获取并独占高于其所持股份比例的额外收益, 即控制权私有收益 (PBC)<sup>[2 6-7]</sup>。在控制权利益的驱动下, 大股东一方面从中小投资者手中融入资本, 另一方面将本应按股权比例分派给中小股东的股利变更为投资资本的筹集来源, 通过金字塔式的股权投资和非公司价值目标的资源性投资扩张, 取得不为中小股东所共享的控制性资源和资产, 形成控制权收益的来源<sup>[5]</sup>。正如 Shleifer 和 Vishny<sup>[7-8]</sup>, Dyck 和 Zingales<sup>[9]</sup> 所指出: 固定资产、专用资产、奢华办公设施以及通过股权投资并购的其他运营组织等控制性资源, 不仅是大股东控制权收益的重要来源, 而且在控制性资源上投入的资本规模在很大程度上决定了控制权收益的价值水平。从理论上讲, 尽管居于公司控制权配置中心地位大的股东, 具备了通过企业资本投资追逐自身利益的主观能力和条件, 但由于控制方式和控制层级等股权控制权特征的区别<sup>[1]</sup>, 以及外部公共治理环境、信用水平、契约文化和法律保护程度的差异<sup>[10-11]</sup>, 很可能将导致大股东通过资本投资获取控制性资源、形成控制权收益的动机、能力和实现条件的不同。

以西方的公司治理和控制权理论为基础, 我国学者目前在该领域的研究主要沿着控制权收益的度量<sup>[12-15]</sup> 和大股东利益侵占<sup>[16-18]</sup> 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层面的财务行为, 特别是资本投资行为的研究, 现有文献仍滞留于股权结构下的公司非效率化投资行为这一较为泛化的理论和规范研究层面<sup>[19-22]</sup>, 而以大股东控制权利益获取为目标的进一步深入研究尚未展开。国内现有的研究成果不仅尚未从资本投资视角对控制性资源的获取和控制权收益的形成进行有效阐释, 而且缺乏不同股权控制特征下大股东资本投资规模与利益获取的经验证据。

在转型经济时期, 由政府主导下形成的我国上市公司, 普遍采用了国家控股的所有权模式。企

业的资源配置和财务决策通常处于大股东及其同源代理人的超强控制之下。这样的产权制度安排和股权控制模式, 客观上为大股东通过资本投资聚集控制性资源, 进而获取控制权利益创造了条件。上市公司拥有较高的控制权收益已是不争的事实<sup>③</sup>。一方面, 大股东及其代理人基于自身的控制权利益, 不仅在留存收益和内源现金充裕的条件下, 仍然以配股或增发方式从中小投资者手中融入资金, 实施有利于增加控制权经济价值的股权投资、扩张性投入和募集资金投向变更<sup>[23]</sup>, 而且即使在债务融资规模较高的情况下, 银企同源形成的预算软约束也将导致上市公司的资金滥用与非效率投资决策<sup>[24 25]</sup>, 债务治理机制的弱效降低了大股东通过资本投资获取控制权利益的成本和风险。另一方面, 在国有经济和国有企业的改革进程中, 基于对中央和各级地方经济利益关系的综合权衡, 使得包括上市公司在内的所有国有经济成分均被纳入了分级履行出资人职责的国有资产管理体制框架。国有上市公司的终极控制权不仅呈现出中央和地方分别掌控的鲜明特征, 而且基于对上市公司初始改制模式的路径依赖, 上市公司的实际控制权分别授予了地方国资委(局)、企业集团和资产经营机构等控制主体, 形成了上市公司股权控制特征的多样性。在不同的控制权特征下, 大股东通过资本投资获取控制性资源、形成控制权收益的动机与能力不仅存在差异, 而且中央和各级地方公共治理水平和外部监管措施的参差不齐, 亦将对大股东资本投资的利己行为产生不同程度的影响。

遵循大股东利益动机——资本投资规模——控制权利益形成——股权控制特征差异——控制权收益获取差异这一理论脉络, 本文在分级履行出资人职责的国有资产管理体制背景下, 结合上市公司在中央和地方两级归属下的典型股权控制特征, 通过深入的实证研究系统考察: 1) 资本投资规模与大股东控制权私利的形成之间是否存在相关性? 2) 如果存在相关性, 那么不同股权控制特征下的资本投资控制权私利获取程度是否存在差异? 3) 进一步地, 不同股权控制特

③ 我国学者唐宗明(《经济研究》2002年第4期)、施东晖(《经济科学》2003年第3期)、叶康涛(《经济科学》2003年第5期)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。(标出文献出处)

征下的资本投资利益获取差异对公司业绩的影响怎样?本研究的贡献在于以下方面:第一,沿着转型经济背景下的国有产权制度变迁轨迹,细分不同类型的股权控制模式,提供了资本投资获取差异化控制权收益的经验证据.第二,通过不同类型大股东攫取控制权收益的动机、能力和约束条件分析,从资本投资的视角,丰富了产权安排影响企业财务决策的相关文献,拓展了我国上市公司资本投资问题的研究视角.第三,基于不同股权控制类型下的资本投资利益获取差异,阐释了控制权利益驱使下的资本投资价值侵害效应,增添了公司治理框架下的资本投资研究新内涵.

## 1 理论分析、制度背景与研究假设

本质上,控制权利益源于企业实际控制人所掌控的各类资产和生产运营机构等控制性资源,而资本作为流动和交易功能最强的资产,其投入、购置和转换是形成控制性资源的“本源”和基本途径<sup>[26-27]</sup>.因此,企业投资决策对控制权收益的影响贯穿于漫长的公司治理研究轨迹.

在 Berle 和 Means<sup>[28]</sup> 开创性研究之后的相当长一段时期里,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.由于高度分散的股东具有“搭便车”的行为,导致了控制权实际上掌控在公司管理层的手中.由于公司剩余索取权与控制权的分离,管理层尽管拥有企业资金和收益的配置权,但却不能和公司股东一起按股权比例进行收益的分配.基于自利行为选择<sup>[29]</sup>、人力资本机会成本和经营风险补偿<sup>[8]</sup>的多角驱动,管理层更倾向于通过资本投资将企业资金和收益转换为其可以控制的固定资产或专用资源,进而形成控制权私利的获取来源.正如 Jensen<sup>[30]</sup> 所指出:即使企业已经没有  $NPV > 0$  的优质投资项目,管理者也不愿意将自由现金流返还给投资者,而是投入到可以增加个人私利却可能损害公司价值 ( $NPV < 0$ ) 的项目之中.随后,大量的理论和实证研究均表明:管理层在资本投资决策中普遍存在的过度投资行为、“帝国构建”行为和增购专用资

产行为很大程度上是为了巩固和扩大自身控制权价值所实施的典型财务决策行为<sup>[30-31]</sup>.

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向其他国家的拓展,尽管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,但实际控制人追求控制权收益的财务动机却始终没有改变<sup>④</sup>.在股权集中结构下,上市公司大股东只要拥有半数以上的股权,就可以完全获得公司的控制权,而公司的收益和现金利润则是按股权比例进行分配.因此,除非大股东完全持有公司股权,否则其控制权始终大于现金流分配权<sup>[1,7]</sup>.由于控制权 (control rights) 与现金流权 (cash flow rights) 的非对等,大股东基于自身的利益,倾向于利用其控制权,把本应按股权比例分派给中小股东的股利变更为投资资本的筹集来源,并通过金字塔式的股权投资和追求自利目标而非公司价值目标的固定资产投资扩张,聚集不为小股东所共享的控制性资源,形成了控制权私利的获取来源<sup>[5]</sup>.正如 Shleifer 和 Vishny<sup>[7]</sup> 所指出,当控股股东几乎控制了公司的全部控制权时,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,在考虑资本投资类型和股权控制特征的基础上,有关投资规模与控制权收益获取问题的研究进一步细化.

首先,作为企业投资类型中最普遍与广泛的形态,大股东通过固定资产投资获取控制权私利较早受到了学者们的关注<sup>[2,9,32]</sup>. Xueping Wu<sup>[33]</sup> 将控制权收益因素导入逆向选择模型中,通过模型重构和分析表明,对控制权收益的追逐是引发公司过度投资的主要因素,但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. Alderson 和 Michael<sup>[31]</sup> 基于不同控制权特征和控制方式的研究表明:尽管企业规模、负债水平和帐面市值比等公司特征相似,但整体上市企业与集团控制的上市企业之间的固定资产投资规模和结构存在显著的差异,而这样的差异很大程度上源于不同控制特征下获取控制权利

④ 股东—经理人的代理冲突源于剩余索取权与控制权的分离,大小股东代理问题产生的原因则是控制权与现金流量权的分离,而代理成本的根源都是公司代理框架中两者利益目标的不一致.

益方式的不同, Rui A I 和 N eng W ang<sup>[35]</sup> 发现: 在法律保护程度较弱的国家, 大股东更倾向于采用固定资产投资扩张来形成控制性资源, 并在固定资产的配置、使用和置换等过程中完成控制权私利的攫取。可见, 随着控制权私利问题的研究在获取条件和资产形态两个层面的展开, 对大股东通过固定资产投资获取控制权私利的认识逐步深化。

其次, 作为企业并购与扩张的主要资本配置形式, 大股东通过股权投资获取控制权私利的方式具有较好的隐秘性<sup>[36]</sup>。LLSV<sup>[1]</sup> 的研究表明: 无论是“金字塔”的股权投资控制方式, 还是“交叉持股”的股权投资控制方式, 监管机构对企业集团内部资本投资等财务决策的监控难度更大, 因此大股东通过股权投资形式获取控制权利益的现象均尤为显著。Tim Baldenius<sup>[37]</sup> 的研究表明, 企业集团的控制性股东通常对被并购公司的留存收益投资比对常规资本预算中的项目投资要求更高的回报率, 从而即使在信息非对称和增加代理层次的情况下, 也能够企业内部资本市场的资源配置中, 与被并购公司的管理者形成共享控制权私利的分配机制。J M iguel 和 M assim o<sup>[38]</sup> 基于控制权市场的研究表明: 如果持有公司股票的机构投资者以短期利益为目标, 其监督和谈判的动力不足, 主并公司将更容易通过股权投资获取控制权私利并损害被并购公司的价值。Sirow er 和 Sahn i<sup>[39]</sup> 的模型研究则进一步指出: 如果主并公司大股东与被并公司管理者存在协同与共谋, 那么股权投资对被并公司的价值侵害将更大。E Andrea L 和 Adriano<sup>[40]</sup> 针对企业集团并购资金配置的研究表明: 当被并购公司的管理者对其资产的生产效率具有私人信息时, 主并公司为了与管理者共同分享控制权私利, 不得不增加对管理者的补偿。可见, 尽管大股东通过股权投资获取控制权私利具有较好的隐秘性, 由于股权投资增加了控制的层级、延长了代理关系链, 控制性股东独占被投资公司控制权私利的可能性减少。

基于上述理论分析, 首先提出如下假设。

假设 1 我国上市公司的固定资产投资规模与控制权收益水平正相关;

假设 2 我国上市公司的股权投资规模与控制权收益水平正相关。

尽管从理论上讲, 居于公司控制权配置中心地位的大股东, 具备了通过企业资本投资决策追逐自身利益的能力和条件, 但正如 Dyck 和 Zingales<sup>[9]</sup> 所言: 企业控制人对利益的获取程度及差异, 不仅内生于投资决策所固化的资产规模之中, 而且还取决于企业股权控制结构中对控制人的治理模式设计。具体而言, 由于控制方式和控制层级等股权控制权特征的区别<sup>[1]</sup>, 以及外部公共治理环境和法律保护的制度背景差异<sup>[4, 10]</sup>, 导致了大股东通过资本投资获取控制性资源的动机、能力和利益攫取条件的不同。我国上市公司的所有权安排、股权设置和股权控制模式内生于我国特殊的制度背景, 与西方国家的公司治理环境和模式大相径庭。因此, 要深入考察我国上市公司大股东资本投资规模对控制权私利的影响, 就必须在我国特定的治理背景和股权控制类型下, 进一步对我国上市公司不同类型大股东获取控制权私利的目标差异、比较优势和约束条件进行剖析。

鉴于转型时期的历史性和体制性原因, 我国上市公司的股权结构在股票市场建立之初就被以带有浓厚计划指令色彩的方式划分为国有股、法人股和流通股, 并且国有股权处于绝对控制地位。在 2000 年以来的国有经济和国有企业改革进程中, 由于国有经济存量布局的历史和地域延承性, 以及在国有资本布局结构调整过程中对超产权的中央和各级地方经济利益关系的综合权衡, 使得包括上市公司在内的所有国有经济成分均被纳入了分级控制的体制框架<sup>⑤</sup>。在分级履行出资人职责的国有资产管理体制下, 国有上市公司的终极控制权不仅呈现出中央和各级地方国资委分别履行的鲜明特征, 而且由于对上市之初的分拆、捆绑和整体三种改制模式的路径依赖, 最终形成了中央和各级国资委(局)终极控制下的企业集团控

⑤ 从计划经济体制建立到党的十六大之前, 国有资产管理体制基本上是“国家统一所有, 中央与地方分级管理或分级监管”, 各级国有资产管理权限分布于各级政府的相关经济职能部门之中。党的十六大确定了新的国有资产管理体制框架, 在坚持“国家统一所有”的原则下, 从原来的“分级管理”深化到“分级履行出资人职责”, 并将各级财政部门、经贸委和企业工委的相关国有资产管理职能归并于新组建的国资委, 并由各级国资委统一履行出资人职责。

股、资产经营公司控股和国资委(局)直接控股的三种所有权控制方式<sup>⑥</sup>(图 1)。在这种特定所有权控制特征下,我国上市公司控制性股东通过资本投资获取控制性资源和收益的动机与能力,不仅在很大程度上将取决于两类最终实际控制权主体各自的目标取向和利益要求,而且还将受到不同控制方式和控制层级的影响。

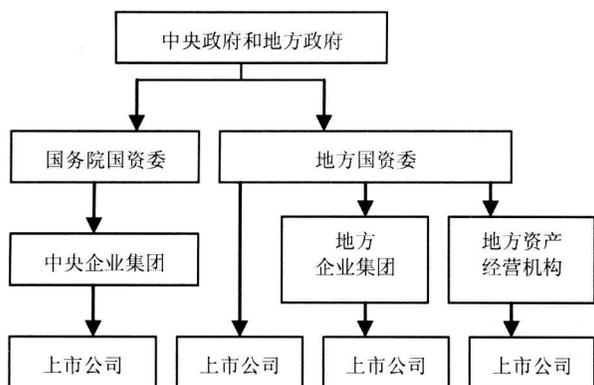


图 1 国有上市公司所有权的控制类别和层级  
Fig 1 Ownership control model and arrangement of national listed company

就中央企业集团控制的上市公司而言,一方面,由于其主要是涉及国民经济命脉、重要自然资源采掘和重大基础设施建设的大型国有企业,中央政府对其财务决策和经营状况的监控力度较大,受到国内外相关媒体关注较多,信息披露的透明度相对较高。另一方面,尽管《公司法》和《证券法》等一系列旨在规范公司治理机制的相关法规在具体实践中依然面对着逐级阻力,但由于中央企业在国有经济布局和国有企业改革中的战略性地位,国家层面上公共治理措施和法律监管制度通常将率先在央企所辖的上市公司中实施,并且将被较好的示范性执行<sup>⑦</sup>。以上两方面均在相当程度上抑制和弱化了央企集团通过资本投资获取控制性资源和收益的动机和能力。因此,提出

假设 3 企所辖上市公司的资本投资规模与控制权收益水平正相关,但控制权收益对资本投资的敏感性低于地方所辖的三类上市公司。

就地方国资委控制的三类上市公司而言(如

图 1所示),在投资驱动型的区域经济发展阶段<sup>[41]</sup>,作为地方经济发展的标志和重要投融资平台,地方政府通常会对其资本投资给予资源配套、地方保护和政策支持,客观上均为三类控制性股东通过更大规模的资本投资聚集控制性资源、获取控制权收益创造了条件。但由于股权控制特征和地方政府干预效果的差异,三类地方上市公司大股东通过资本投资获取控制权利益的约束条件和实现程度各异。

首先,由于地方国资委控制的上市公司直接处于地方政府的控制和干预之下,地方政府的社会稳定目标、公共服务目标和政绩竞争目标<sup>[42]</sup>,将更为直接的内化于上市公司投资决策和经济结果中。相较于通过企业集团和资产经营公司间接控制的公司而言,国资委直接控制的上市公司将在更大程度上承担地方经济转型和维护改革稳定的成本,其通过资本投资所形成的控制性资源具有更大程度的公共和外部属性,客观上压缩了大股东获取私利的资源范围。同时,由于缺少企业集团这一股权控制链的中间层级,大股东资本投资的利益隐藏、操控和回旋空间将显著降低,自利行动更容易被观测和判别,这在相当程度上抑制和约束了大股东资本投资的利益攫取动机。因此,与地方企业集团和资产经营公司相比,地方国资委直接控制的上市公司通过资本投资获取控制权收益的程度较低。

其次,地方企业集团和资产经营公司控制的两类上市公司都具有多层级的股权控制结构,相对复杂的治理结构和委托关系,客观上提高了大股东自利性资本投资行为的隐秘性和利益攫取程度。然而,两类股权控制模式相似的上市公司由于在运营模式上的差异,可能导致大股东攫取控制权私利的能力不同。具体而言,企业集团类的大股东不仅在股权关系上可以对上市公司实施有效控制,而且集团公司大股东可以利用在生产经营领域的行业经验和信息优势,深度介入上市公司的资本运营和投资决策,在更大程度上获取私有收

⑥ 由于中央企业集团的规模通常庞大,直属的二级企业不仅数量众多、地域分布广,而且经营状况参差不齐,因此在改制上市的过程中基本采用了便宜的分拆模式,从而形成了国资委——央企集团——上市公司的典型所有权控制模式。

⑦ 2005年 1月 13日李荣融在全国国有资产监管会议上的讲话:《积极推进国有资产管理体制和国有企业改革》;2005年 6月 2日国务院国资委颁布的《中央企业固定资产投资项目后评价工作指南》。

益。相较而言, 资产经营公司更类似于金融控股集团, 其大股东直接参与上市公司生产运营的能力和行业优势相对较弱, 资本投资的控制权私利获取程度可能较企业集团大股东略低。此外, 尽管企业集团和资产经营公司所属的两类上市公司没有直接受控于地方政府, 但通常与地方政府存在千丝万缕的联系, 地方政府为了维持当地社会经济的稳定, 天然存在使用行政性和指令性的“反哺”方式分享上市公司控制性资源的动机与初衷, 这将在一定程度上削弱两类控制性股东通过资本投资独占控制性资源的程度。

基于上述分析, 假设:

假设 4 地方政府所辖上市公司的资本投资规模与控制权收益水平正相关, 并且由企业集团控制的上市公司, 其控制权收益对资本投资的敏感度最高, 资产经营公司控制的上市公司次之, 国资委直接控制的上市公司最低。

如前所述, 在股权集中模式下, 大股东只要拥有半数以上的股权, 就可以完全获得公司的控制权和投票权, 而公司的收益和现金利润则是按股权比例进行分配。由于收益的分配权通常小于资产的控制权, 大股东从自身的利益出发, 倾向于利用其控制权和决策权, 把融资资金或本应按股权比例分派给中小股东的股利变更为投资资本的筹集来源, 并通过金字塔式的股权投资和追求自利目标而非公司价值目标的固定资产投资扩张, 取得不为小股东所共享的控制性资源, 形成控制权私利的获取来源。与在职消费、非公允关联交易和转移定价等大股东即时掏空的利益获取行为不同, 资本投资是通过控制性资产的投入与积累, 形成控制权利益的获取来源。

因此, 从理论上讲, 企业的资本投资规模对控制性资源具有聚集作用, 同控制性资源所内含的私有收益有着直接的联系。然而囿于控制权收益的隐秘性<sup>⑧</sup>, 要直接取得企业资本投资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。通常情况下, 只有当控制权交易发

生并导致控制权转移时, 原上市公司大股东通过资本投资既已形成的控制性资源及其对应的私利, 才能以具体的溢价形式由新出任的大股东进行支付。至此, 通过新股东的对价支付, 原大股东在控制权交易中获取了其以往资本投资形成的控制权私利; 而新股东则通过股权控制得到了后续投资等决策的控制权。因此, 控制权交易和转移时的溢价高低将同交易之前投入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投资<sup>⑨</sup>。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<sup>⑩</sup>。基于此, 本文将在不同的控制权特征下, 从固定资产投资和非关联性股权投资两个方面考察资本投资对控制权收益的影响。

## 2 研究设计

### 2.1 控制权私利的度量

尽管控制权私利客观存在, 但鉴于控制权私利的隐秘性与企业资产之间的相互偶合性, 要直接分离并测度其对应值却相当困难<sup>[9]</sup>。因此, 对于控制权私利的度量只能通过控制权交易发生时的价格信息, 进行间接估算。其基本思想是: 找到一个合适的基准价格, 然后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私利<sup>[43-44, 32]</sup>。目前控制权私利的度量方法主要有三种。第一种是由 Barclay 和 Holdemess<sup>[44]</sup> 提出, 该方法的理论依据是: 如果公司股东都按照持股比例获取公司利益, 那控制权就没有私人利益; 但大股东如果能通过投票权获得小股东无法获得的利益, 那么大宗股权的交易就应以溢价交易, 而溢价的部分就是大股东的控制权私利。事实上, 大股东

⑧ 正如 La Porta Lopez de Siles 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。

⑨ 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。

⑩ 除了关联性外, 我国上市公司股权并购中的另一个显著特征是同属性, 即上市公司并购的非上市公司通常与上市公司同属一个地方政府管辖。我们之所以没有排除股权并购的同属性, 是因为: 从理论上讲, 若控股股东为国有企业或国家控股的企业, 控股股东的利益可在一定程度上视作地方政府的利益, 或者说控股股东的控制权利益形成很难区分是由于控股股东还是地方政府的动机所致。

除了以股东身份获得经营绩效所带来的共享收益 (the shared benefit) 之外, 还将基于所持股份的投票权和控制性权获得私有收益. 第二种方法是由 Hanouna Sarin 和 Shapiro<sup>[9]</sup> 提出, 该方法以控制性股权交易价格和非控制性股权交易价格的差额来衡量控制权私利. 第三种方法由 Levy H<sup>[43]</sup> 提出, 该方法的研究对象是具有相似或相同的分红权、不同的投票权和具有两种股票的公司, 通过利用股票市场上的两种股票交易价格的差别来度量控制权私利.

由于我国不存在不同投票权的股票, 所以无法通过计算不同投票权的股票交易来测算控制权私利. 唐宗明和蒋位<sup>[12]</sup> 率先借鉴了 Barclay 和 Holdemess<sup>[44]</sup> 的度量方法, 以大宗股权每股转让价格与每股净资产的差额来衡量大股东的控制权私利. 韩德宗和叶春华<sup>[45]</sup> 等沿用了该方法. 但上述研究存在着一个共同的缺陷, 即: 简单的以每股转让价格与每股净资产的差额来衡量控制权私利, 而每股净资产是一个即期财务指标, 它并不包含对公司未来收益的预期, 在模型中如果对这种合理的收益预期不加以扣除, 则包含了控制权的公共收益, 有可能高估了大股东的控制权私利水平. 针对上述度量中可能存在的高估问题, 赵昌文等<sup>[14]</sup> 分别将控制权交易前三年的平均净资产收益率作为公司未来增长的预期和控制权共享收益的近似估计, 从控制权溢价中扣除, 以此修正控制权私利的度量准确度.

施东晖<sup>[13]</sup>, 叶康涛<sup>[15]</sup> 则沿袭了 Hanouna Sarin 和 Shapiro<sup>[32]</sup> 的度量方法, 以非流通股转让交易中控股股份与非控股股份的价差对控制权私利进行测算. 但正如 Dyck 和 Zingales<sup>[9]</sup>, Tim Baldenius<sup>[37]</sup> 所指出: 非控制性股份尽管不可能与控制性股份具有同等的权利, 但非控制性股份持有机构通常拥有比普通个体投资者更为集中的投票权, 可以在股权的制衡以及与大股东的利益博弈中分享到较小比例的控制权私利, 这部分利益将在非控制性股权的交易定价中被体现出来. 因此, 采用控制权交易价格和小额股权交易价格的差异来衡量控制权私利, 则可能低估了大股东的控制权私利水平.

本文首先在吸取 Barclay 和 Holdemess<sup>[44]</sup>

唐宗明和蒋位<sup>[12]</sup> 研究思想的基础上, 进一步对赵昌文等<sup>[14]</sup> 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. 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 ( $R_i$ ) 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:

$$\begin{aligned} CP &= (TP - NA) / NA - EP \\ &= (TP - NA) / NA - \sum_{i=1}^3 R_i * ROE_i / \\ &\quad (R_1 + R_2 + R_3) \end{aligned} \quad (1)$$

$$ROE_t = a_0 + a_1 ROE_{t-1}, \quad (i = 3, 2, 1; t \text{ 为交易当年}) \quad (2)$$

模型 (1) 中, CP 为控制权溢价, 即控制权私利; 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刻画, 权重由模型 (2) 回归结果的相关系数确定.

其次, 在本文的稳健性检验部分, 将采用 Hanouna Sarin 和 Shapiro<sup>[32]</sup>, 施东晖<sup>[13]</sup> 和叶康涛<sup>[15]</sup> 相似的度量方法: 以同一年度内所有非控制性股权交易的平均价格作为基准, 然后以控制性股份交易的价格和此基准价格的差额来度量控制权私利. 度量模型如下:

$$CP = (P_c - \bar{P}_{nc}) / \bar{P}_{nc} \quad (3)$$

模型 (3) 中,  $P_{nc}$  为控制权交易当年所有非控制性股权交易的每股价格,  $P_c$  为控制性股份交易的每股价格.

## 2.2 样本数据及其所有权特征描述

本文选择 2001—2005 年沪深两市 A 股市场发生了非流通股交易的公司作为考察对象. 参考 Dyck 和 Zingales<sup>[9]</sup> 有关控制权私利度量中必须遵循的基本原则, 并结合我国市场的非流通股交易现状, 确定了本文研究样本所需同时满足的条

件: 1) 股权转让后第一大股东发生变更; 2) 公告披露显示为非关联交易并公布转让价格; 3) 交易双方以自愿方式进行股权转让协商; 不包括国家股在国有单位之间的无偿划拨、抵债或被法院公告拍卖; 4) 样本中国有股的转让已得到有关政府管理部门的批准和确认。5) 由于金融类公司的股权转让交易审批程序不同并且财务数据与其他行业的可比性较差, 故研究样本中剔除金融类公司。同时, 为了避免对一家上市公司在同一交易日公告的多笔股权转让交易记录重复计算, 笔者参阅了 2000—2005 年涉及股权转让的所有上市公司的交易公告并对两笔及两笔以上的交易记录进行了归并。国有股权转让交易数据来源于国泰安《中国上市公司治理结构研究数据库》财务数据来源于国泰安《中国上市公司年报财务数据库》以及《中国上市公司财务指标数据库》最后得到符合条件的有效观测值 341 个, 其中中央企业集团控制类观测值 53 个; 地方国资委直接控制类观测值 64 个; 地方企业集团控制类 165 个; 地方国有经营公司控制 59 个。

### 2.3 研究步骤与方法

依据理论分析所提出的研究假设, 本文按中央企业集团控制 (CEC)、地方国资委直接控制 (LGC)、地方企业集团控制 (LEC) 和地方资产经营机构控制 (LAMC) 这四种控制权特征对样本进行分类。在分类基础上, 首先对不同资本投资规模下的控制权收益水平进行描述性分析; 然后, 非参数 Mann-Whitney U 方法, 分别检验: 不同控制特征下的相同资本投资规模对控制权收益的影响差异。最后, 基于面板数据的回归方法, 考察不同控制权特征下资本投资规模对控制权收益的影响程度。

本文分别采用交易前三年固定资产投资、非关联股权投资与资本存量之比的平均值 ( $IK$ ) 和 ( $MA/K$ ) 作为解释变量, 以 CEC、LGC、LAMC 和 LEC 作为股权控制类型哑元变量, 以影响企业控制权收益和交易溢价水平的其他因素<sup>①</sup>、持股比例 (OWN)、股份转让比例 (SHARE)、流通股规模

(STOCK)、企业规模 (SIZE) 和资产负债率 (DEBT) 作为控制变量 (变量描述如表 1), 设立如下回归模型:

#### 模型 4

$$PBC_{it} = \beta_0 + \beta_1(IK)_{it-3} + \beta_2(IK)_{it-3} \times CEC + \beta_3(IK)_{it-3} \times LGC + \beta_4(IK)_{it-3} \times LAMC + \beta_5(IK)_{it-3} \times LEC + \beta_6(IK)_{it-3} \times OWN + \beta_7SHARE_{it} + \beta_8STOCK_{it} + \beta_9SIZE_{it} + \beta_{10}DEBT_{it} + \beta_{11}ROA_{it} + \sum_{i=12}^{\infty} \beta_i ND_i + \sum_{i=27}^{\infty} YEAR_i + \varepsilon_{it}$$

#### 模型 5

$$PBC_{it} = \beta_0 + \beta_1(MA/K)_{it-3} + \beta_2(MA/K)_{it-3} \times CEC + \beta_3(MA/K)_{it-3} \times LGC + \beta_4(MA/K)_{it-3} \times LAMC + \beta_5(MA/K)_{it-3} \times LEC + \beta_6(MA/K)_{it-3} \times OWN + \beta_7SHARE_{it} + \beta_8STOCK_{it} + \beta_9SIZE_{it} + \beta_{10}DEBT_{it} + \beta_{11}ROA_{it} + \sum_{i=12}^{\infty} \beta_i ND_i + \sum_{i=27}^{\infty} YEAR_i + \varepsilon_{it}$$

## 3 实证结果

### 3.1 不同控制特征下的资本投资规模与控制权收益描述性分析

首先, 按股权控制类型分类, 对不同资本投资规模下的控制权收益水平进行了描述性统计, 表 2 和表 3 的统计结果与理论预期基本一致。在五个不同的资本投资规模分布区间内, 地方企业集团所控上市公司的控制权收益平均水平最高, 资产经营公司所控上市公司次之。这两类地方上市公司的控制权收益在固定资产投资分布中的总体均值分别为 29.4% 和 27.3%, 在股权投资分布中的总体均值分别达到了 32.2% 和 30.6%; 地方国资委直接控制的公司居中, 其控制权收益在固定资产投资和股权投资分布中的总体均值分别为 20.9% 和 22.8%; 中央企业集团控制的上市公司控制权收益最低, 在两类投资分布中的总体均值分别为 10.2% 和 10.3%。

<sup>①</sup> Barclay and Holderness (1989), Claessens et al (2002), 施东晖 (2003), 赵昌文 (2004) 等

表 1 变量描述

Table 1 Variable description

被解释变量	PBC	控制权交易并产生转移时的控制权溢价水平
解释变量	I/K	$I_i$ 为资本品投资, 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 $K_{i,t-1}$ 为期初固定资产总额
	MA / K	$MA_i$ 为非关联股权并购交易总额; 资本存量 $K_{i,t-1}$ 为期初固定资产总额
	( I/K ) × CEC	固定资产投资规模与中央企业集团股权控制的交互作用, CEC 为哑元变量
	( I/K ) × LGC	固定资产投资规模与地方国资委股权控制的交互作用, LGC 为哑元变量
	( I/K ) × LAMC	固定资产投资规模与地方资产经营公司股权控制的交互作用, LAMC 为哑元变量
	( I/K ) × LEC	固定资产投资规模与地方企业集团股权控制的交互作用, LEC 为哑元变量
	( I/K ) × OWN	固定资产投资规模与控股比例的交互作用
控制变量	SHARE	转让的非流通股股份占非流通股总数的比例
	SFOCK	上年末流通股份数的自然对数
	SIZE	企业总资产的自然对数
	DEBT	总负债与总资产的比值
	ROA	总资产收益率
	IND	行业虚拟变量
	YEAR	时间虚拟变量

注: 模型 2 中股权投资规模 (M / A) 与股权控制类型 (CEC, LGC, LAMC 和 LEC) 的交互变量描述同固定资产投资类似, 不再赘述。

表 2 不同股权控制特征下的固定资产投资规模与控制收益描述性统计

Table 2 Descriptive statistics of fixed asset investment and control benefit under different ownership control

所有权控制类型	PBC 统计量	固定资产投资规模分布					
		10% 以下	10% ~ 20%	20% ~ 30%	30% ~ 40%	40% 以上	总体
中央企业集团控制 (CEC)	PBC 均值	0 022	0 083	0 110	0 139	0 153	0 102
	PBC 标准差	0 038	0 085	0 092	0 087	0 124	0 0931
地方国资委控制 (LGC)	PBC 均值	0 078	0 121	0 237	0 270	0 342	0 209
	PBC 标准差	0 056	0 092	0 153	0 234	0 308	0 181
地方资产经营公司控制 (LAMC)	PBC 均值	0 119	0 170	0 297	0 349	0 431	0 273
	PBC 标准差	0 076	0 162	0 189	0 305	0 380	0 243
地方企业集团控制 (LEC)	PBC 均值	0 102	0 235	0 267	0 395	0 467	0 294
	PBC 标准差	0 123	0 264	0 231	0 287	0 405	0 280

表 3 不同控制特征下的股权投资规模与控制收益描述性统计

Table 3 Descriptive statistics of equity investment and control benefit under different ownership control

所有权控制类型	PBC 统计量	股权投资规模分布					
		5% 以下	5% ~ 10%	10% ~ 15%	15% ~ 20%	20% 以上	总体
中央企业集团控制 (CEC)	PBC 均值	0 023	0 058	0 126	0 147	0 161	0 103
	PBC 标准差	0 025	0 049	0 069	0 078	0 114	0 078
地方国资委控制 (LGC)	PBC 均值	0 072	0 206	0 218	0 285	0 360	0 228
	PBC 标准差	0 065	0 176	0 250	0 234	0 373	0 237
地方资产经营公司控制 (LAMC)	PBC 均值	0 117	0 279	0 311	0 368	0 453	0 306
	PBC 标准差	0 110	0 227	0 283	0 382	0 426	0 322
地方企业集团控制 (LEC)	PBC 均值	0 120	0 258	0 292	0 447	0 491	0 321
	PBC 标准差	0 122	0 265	0 273	0 387	0 436	0 340

其次,在四类所有权控制方式下,对资本投资规模与控制权利之间的变动趋势进行了比较分析。从如图 2 和图 3 的分析结果可见:整体而言,在资本投资规模的分布区间内,四类股权控制特征下的上市公司控制权收益均随着投资规模的增加而整体攀升,总体上与“资本投资与控制权利益正相关”的理论预期相符。但是,四类股权控制特征下的控制权收益随资本投资规模变动的趋势则呈现出不同程度的分化。具体而言,随着固定资产和股权投资规模的逐步增加,中央企业集团所控上市公司的控制权收益增长相当缓慢,资本投资驱动利益攫取的效应趋弱;相反,地方企业集团和地方资产经营机构控制的上市公司,其控制权收益获取水平随资本投资规模增加而上升的趋势则十分强劲。而地方国资委直接控制的上市公司,其控制权收益获取水平随资本投资规模增加而上升的程度居中,亦呈现出控制权利益对资本投资规模的明显响应趋势。

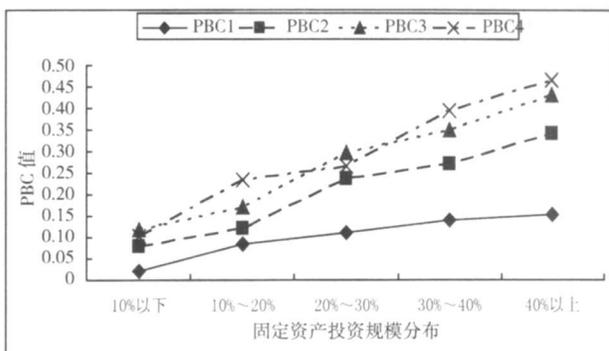


图 2 不同控制特征下的固定资产投资与控制收益变动趋势

Fig. 2 movement of fixed asset investment and control benefit under different ownership control

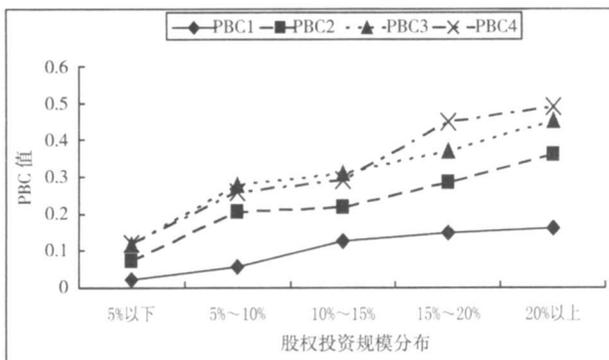


图 3 不同控制特征下的股权投资与控制收益变动趋势

Fig. 3 movement of equity investment and control benefit under different ownership control

综上所述,我国上市公司资本投资决策对控制权利益获取的影响,尽管也因所有权的控制方式而各异,但影响的机制和程度则因我国上市公司特有的控制类型和公共治理环境而有别于 LLSV<sup>[14-10]</sup> 的研究结论。就中央企业集团控制的上市公司而言,作为国民经济战略性布局的支撑点,来自国家层面的公共治理措施、法律监管制度和国内外相关媒体的关注都将更为直接的从企业外部治理渠道有效遏制控制人通过资本投资获取控制权利益的动机,增大控制权利益的获取成本。就地方控制的三类上市公司而言,尽管地方政府均存在为其提供优惠政策和资源配套的支持动力,但相较于地方企业集团和资产经营公司而言,地方国资委直接控制的上市公司,由于缺少企业集团层级的利益索取并直接受控于地方政府,企业将更为直接的服务于地方政府的诸多非经营性目标,在更大程度上承担地方经济转型和维护改革稳定的成本,其通过资本投资所形成的控制性资源将具有更多的政府公共目标属性。因此,与地方企业集团和资产经营公司相比,地方国资委直接控制的上市公司通过资本投资获取控制权收益的程度较低,而地方企业集团和资产经营公司所控制的上市公司,尽管是多层级产权的控制方式,但地方企业集团具有行业管理和人力资源配备上的信息优势和资源优势,能够在更大程度上直接介入和参与上市公司的资本运营和资产配置,因此其资本投资的控制权利益获取程度最高。

### 3.2 不同控制特征下的资本投资规模与控制收益差异检验

为了进一步检验不同股权控制特征下,相同投资规模所形成的控制权收益是否具有显著性差异,我们对相同投资规模分布区间内的控制权收益水平进行了两两的 Mann-Whitney U 检验<sup>②</sup>。从检验结果(表 4)来看:在固定资产投资规模小于 10%、股权投资规模小于 5% 的区间内,不同控制特征下的控制权收益不存在显著性差异;在地方企业集团和资产经营机构控制的两类上市公司之间,相同投资规模下的控制权收益水平基本不存在显著性差异。除此之

② 用于两两比较的检验方法主要有: Mann-Whitney U 检验、Kolmogorov-Smirnov Z 检验和 Wilcoxon 检验等。本文采用 Mann-Whitney U 方法,因为它注重对两个样本分布的平均水平作检验。

外,不同控制特征下的相同投资规模对控制权收益的影响大都在 10% 的置信水平上存在显著性差异.

表 4 不同控制特征下的投资规模分布与控制权收益 Mann-Whitney U 检验结果

Table 4 Mann-Whitney U results of investment level and control benefit under different ownership control

不同控制特征的 PBC 两两比较	固定资产投资规模分布				
	10% 以下	10% ~ 20%	20% ~ 30%	30% ~ 40%	40% 以上
CEC vs LGC	0.128	0.164	0.000**	0.000**	0.000**
CEC vs LEC	0.085*	0.045*	0.000**	0.000**	0.000**
CEC vs LAMC	0.092*	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**
LGC vs LEC	0.231	0.153	0.117	0.085**	0.061†
LGC vs LAMC	0.187	0.004**	0.246	0.002**	0.007**
LEC vs LAMC	0.403	0.089†	0.273	0.197	0.134
不同控制特征的 PBC 两两比较	股权投资规模分布				
	5% 以下	5% ~ 10%	10% ~ 15%	15% ~ 20%	20% 以上
CEC vs LGC	0.290	0.000**	0.038*	0.000**	0.000**
CEC vs LEC	0.131	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**
CEC vs LAMC	0.089*	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**
LGC vs LEC	0.315	0.179	0.065†	0.072*	0.029*
LGC vs LAMC	0.283	0.181	0.051†	0.002**	0.008**
LEC vs LAMC	0.507	0.373	0.437	0.164	0.243

注:\*\*\* 表示在 1% 的水平上显著,\*\* 在 5% 的水平上显著,\* 在 10% 的水平上显著.

综合上述统计分析和差异检验的结果可见: 地方政府所辖上市公司, 不仅通过资本投资获取控制权收益的水平显著高于中央企业所辖的上市公司, 而且在四类不同股权控制方式下, 资本投资规模对控制权收益的影响普遍存在显著性的差异; 其中, 地方企业集团和资产经营机构控制的上市公司, 通过资本投资获取控制权收益的水平较高. 由此可以断定: 上市公司通过资本投资获取控制权收益的动机、能力与实现条件确实受到了其所有权控制方式的影响. 但影响的效果和程度如何, 则有待在不同控制特征下进一步考察资本投资规模与控制权收益之间的敏感性.

### 3.3 不同控制特征下的投资规模与控制权收益回归分析

表 5 和表 6 报告了交易前三年资本投资规模与控制权溢价水平的回归结果. 从样本总体的回归结果来看: 首先, 交易前的投资规模与控制权溢价水平显著正相关, 且未受到其他溢价因素的影响; 其次, 从资本投资规模与股权控制类型的交互变量回归结果来看: 投资规模对控制权收益的聚集作用因股权控制方式的不同而存在显著差异. 在两类资本投资中, 地方企业集团所控上市公司的资本投资对

控制权利益的影响程度显著最大 (1.314 和 2.439), 地方资产经营公司的影响作用次之 (1.150 和 2.044), 地方国资委控制方式的影响作用居中 (0.302 和 0.761), 中央企业控制方式的影响最小 (0.112 和 0.230). 此外, 投资规模与持股比例交互变量对控制权收益有正向作用, 但影响效果不显著. 可见, 在国有上市公司普遍的股权集中状态下, 资本投资的控制权利益获取程度对持股比例已不敏感, 而对不同的股权控制方式则具有显著的敏感性.

从四类不同控制特征的公司样本回归结果来看: 中央企业控制的上市公司, 其资本投资规模与控制权溢价水平的正相关性不显著; 地方所属三组的公司, 不仅投资规模均与控制权溢价水平显著正相关, 而且控制权收益对投资规模的敏感程度均高于中央企业控制的上市公司. 其中, 地方企业集团和资产经营机构控制的两类公司, 其控制权收益对资本投资的敏感性较高, 在固定资产投资回归结果中分别达到了 0.881 和 0.725, 在股权投资回归结果中分别达到了 1.181 和 1.137. 以地方企业集团控制的公司为例, 每增加一个单位固定投资所带来的控制权收益增量是中央企业控制公司的 10 倍以上 (0.881/0.087), 是地方国资委控制公司的

(0.881/0.267) 3 3倍; 每增加一个单位股权投资所形成的控制权收益增量是中央企业控制公司的 6倍 (1.181/0.193), 是地方国资委控制公司的

(1.181/0.607) 1.9倍. 其余控制变量对控制权溢价的影响, 同国内其他相关研究的结论类似, 这里不再赘述.

表 5 不同控制特征下固定资产投资规模与控制权溢价水平的回归检验结果 (模型 4)

Table 5 Regression results of fixed asset investment level and control benefit under different ownership control

解释变量	样本总体		按控制权特征分组			
	未控制组	控制组	中央企业集团控制 (CEC)	地方国资委控制 (LGC)	地方资产经营公司控制 (LAMC)	地方企业集团控制 (LEC)
$(I/K)_{i-3}$	0.523 <sup>*</sup> (2.310)	0.426 <sup>*</sup> (2.028)	8.705E-02 (1.046)	0.267 <sup>†</sup> (1.838)	0.725 <sup>*</sup> (1.985)	0.881 <sup>**</sup> (4.130)
$(I/K)_{i-3} \times$ CEC	0.165 (0.910)	0.112 (0.795)				
$(I/K)_{i-3} \times$ LGC	0.480 <sup>*</sup> (2.142)	0.302 <sup>†</sup> (1.827)				
$(I/K)_{i-3} \times$ LAMC	1.515 <sup>**</sup> (2.650)	1.150 <sup>*</sup> (2.060)				
$(I/K)_{i-3} \times$ LEC	1.819 <sup>**</sup> (4.712)	1.314 <sup>**</sup> (4.582)				
$(I/K)_{i-3} \times$ OWN	0.808 (0.834)	0.653 (0.760)	0.325 (0.581)	0.915 (1.070)	0.821 (0.940)	1.036 (0.816)
SHARE <sub>i+3</sub>		-0.218 (-0.417)	-0.327 (-0.158)	-0.574 <sup>†</sup> (-1.818)	0.385 (0.315)	-0.162 <sup>*</sup> (-2.521)
STOCK <sub>i-3</sub>		-8.375E-02 <sup>*</sup> (-2.038)	-0.110 (-0.631)	-0.203 (-0.131)	-0.123 <sup>*</sup> (-2.407)	9.642E-02 <sup>†</sup> (1.786)
SIZE <sub>i-3</sub>		2.801E-03 <sup>†</sup> (1.710)	4.020E-03 <sup>*</sup> (2.178)	7.387E-03 (0.892)	1.691E-02 <sup>**</sup> (3.012)	5.752E-03 (0.801)
DEBT <sub>i-3</sub>		-0.351 (-0.710)	-0.326 (1.749)	-0.607 <sup>*</sup> (2.093)	-0.304 (-0.251)	-0.293 (-0.609)
ROA <sub>i-3</sub>		0.519 (1.044)	-0.466 (-0.800)	0.627 <sup>†</sup> (1.942)	0.719 (0.344)	0.512 <sup>†</sup> (1.809)
ND		控制	控制	控制	控制	控制
YEAR		控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.190	0.276	0.150	0.201	0.208	0.262
F	15.418	4.352	16.692	16.220	14.522	15.980
DW	1.920	2.208	2.088	2.260	1.847	1.991
VIF	2.764	2.889	2.438	2.013	3.486	3.249
分组回归的组间系数差异 Chow 检验						
(1) C1-C2 ch <sup>2</sup> = 12.13 Prob 值: 0.0073 <sup>**</sup> ;			(2) C1-C3 ch <sup>2</sup> = 7.02 Prob 值: 0.0062 <sup>**</sup> ;			
(3) C1-C4 ch <sup>2</sup> = 16.79 Prob 值: 0.015 <sup>*</sup> ;			(4) C2-C3 ch <sup>2</sup> = 11.17 Prob 值: 0.0071 <sup>**</sup> ;			
(5) C2-C4 ch <sup>2</sup> = 20.70 Prob 值: 0.032 <sup>*</sup> ;			(6) C3-C4 ch <sup>2</sup> = 23.46 Prob 值: 0.085 <sup>*</sup> ;			

注: \*\*\* 表示在 1% 的水平上显著, \*\* 在 5% 的水平上显著, \* 在 10% 的水平上显著, 括号内为 T 值. C1 C2 C3 C4 分别为股权控制特征 CEC, LGC, LAMC 和 LEC 分组中变量 (I/K) 的系数.

表 6 不同控制特征下股权投资规模与制权溢价水平的回归检验结果 (模型 5)

Table 6 Regression results of equity investment level and control benefit under different ownership control

解释 变量	样本总体		按控制权特征分组			
	未控制组	控制组	中央企业集团 控制 (CEC)	地方国资委 控制 (LGC)	地方资产经营公 司控制 (LAMC)	地方企业集团 控制 (LEC)
$(MA/K)_{i-3}$	0.810 <sup>*</sup> (2.304)	0.762 <sup>†</sup> (1.879)	0.193 (0.868)	0.607 <sup>†</sup> (1.731)	1.137 <sup>**</sup> (3.422)	1.181 <sup>**</sup> (3.943)
$(MA/K)_{i-3} \times$ CEC	0.256 (0.813)	0.230 (0.766)				
$(MA/K)_{i-3} \times$ LGC	0.803 <sup>†</sup> (1.729)	0.761 <sup>†</sup> (1.867)				
$(MA/K)_{i-3} \times$ LAMC	2.167 <sup>*</sup> (2.058)	2.044 <sup>*</sup> (2.027)				
$(MA/K)_{i-3} \times$ LEC	2.719 <sup>**</sup> (3.846)	2.439 <sup>**</sup> (3.818)				
$(MA/K)_{i-3} \times$ OWN	1.513 (0.735)	1.473 (0.720)	0.674 (1.106)	1.238 <sup>†</sup> (1.690)	1.141 (0.262)	1.023 (0.580)
SHARE <sub>i+3</sub>		-0.322 (-0.812)	-0.680 (-0.119)	-0.805 <sup>†</sup> (-1.638)	0.647 (0.380)	-0.273 <sup>*</sup> (-2.331)
STOCK <sub>i-3</sub>		-9.032E-02 <sup>*</sup> (-1.987)	-0.138 (-0.429)	-0.305 (-0.271)	-0.176 <sup>**</sup> (-3.215)	7.097E-02 (0.534)
SIZE <sub>i-3</sub>		2.495E-03 <sup>†</sup> (1.773)	5.408E-03 <sup>*</sup> (2.515)	6.124E-03 (0.721)	2.108E-02 <sup>**</sup> (3.162)	6.803E-03 (0.770)
DEBT <sub>i-3</sub>		-0.352 (-1.139)	-0.426 <sup>†</sup> (-1.844)	-0.780 <sup>**</sup> (-3.270)	-0.409 (-0.347)	-0.241 <sup>†</sup> (-1.800)
ROA <sub>i+3</sub>		0.550 (1.021)	-0.570 (-1.007)	0.681 (0.916)	0.809 <sup>*</sup> (2.400)	0.843 (0.579)
ND	—	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	—	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.112	0.265	0.159	0.187	0.228	0.258
F	14.978	3.588	16.045	17.082	19.182	16.315
DW	1.820	2.149	1.943	1.975	2.287	2.125
VF	2.739	2.680	3.366	2.842	1.797	2.420
分组回归的组间系数差异 Chow 检验						
(1) C1-C2 ch2= 11.40 Prob值: 0.0069 <sup>**</sup> ;			(2) C1-C3 ch2= 8.56 Prob值: 0.0065 <sup>**</sup> ;			
(3) C1-C4 ch2= 16.43 Prob值: 0.014 <sup>*</sup> ;			(4) C2-C3 ch2= 21.41 Prob值: 0.047 <sup>*</sup> ;			
(5) C2-C4 ch2= 19.25 Prob值: 0.039 <sup>*</sup> ;			(6) C3-C4 ch2= 22.20 Prob值: 0.073 <sup>*</sup> ;			

注:\*\*\*表示在 1% 的水平上显著,\*\* 在 5% 的水平上显著,\* 在 10% 的水平上显著,括号内为 T 值。C1、C2、C3、C4 分别为股权控制特征 CEC、LGC、LAMC 和 LEC 分组中变量 (MA/K) 的系数。

综上所述:在资本投资规模与控制权收益形成之间具有紧密关系的同时,资本投资对控制权收益的影响效果和程度却因不同控制特征和类型而存在明显的差异。中央企业所控上市公司的投资规模对

控制权收益的影响程度最低,地方国资委直接控制的公司居中,地方企业集团和资产经营机构控制的公司最高。由此可见:尽管我国上市公司的整体治理水平较低,但与地方企业相比,中央企业所受公共治

理层面的约束、监管强度和规范力度较大, 其大股东 避与节制

通过资本投资获取控制权收益的行为很可能受到规 3 4 稳健性检验

表 7 不同控制特征下固定资产投资规模控与制权溢价水平的稳健性检验结果 (模型 4)

Table 7 Robust results of fixed asset investment level and control benefit under different ownership control

解释 变量	样本总体		按控制权特征分组			
	未控制组	控制组	中央企业集团 控制 (CEC)	地方国资委 控制 (LGC)	地方资产经营公 司控制 (LAMC)	地方企业集团 控制 (LEC)
$(I/TA)_{i-3}$	0.790 <sup>*</sup> (2.243)	0.683 <sup>†</sup> (1.925)	0.108 (1.085)	0.464 <sup>*</sup> (2.231)	1.001 <sup>†*</sup> (2.185)	1.122 <sup>**</sup> (3.780)
$(I/TA)_{i-3} \times$ CEC	0.183 (1.030)	0.131 (0.652)				
$(I/TA)_{i-3} \times$ LGC	0.565 <sup>*</sup> (2.114)	0.376 <sup>*</sup> (2.027)				
$(I/TA)_{i-3} \times$ LAMC	1.782 <sup>*</sup> (2.378)	1.355 <sup>†</sup> (1.639)				
$(I/TA)_{i-3} \times$ LEC	2.143 <sup>**</sup> (3.227)	1.467 <sup>**</sup> (3.010)				
$(I/TA)_{i-3} \times$ OWN	0.952 (0.744)	0.769 (0.682)	0.383 (0.534)	1.078 (0.960)	0.967 (0.729)	1.210 (0.539)
SHARE <sub>i-3</sub>		-0.209 (-0.576)	-0.305 (-0.188)	-0.583 <sup>*</sup> (-1.747)	0.429 (0.323)	-0.142 <sup>**</sup> (-2.932)
STOCK <sub>i-3</sub>		-9.601E-02 <sup>*</sup> (-2.287)	-9.149E-02 (-0.753)	-0.215 (-0.151)	-0.156 <sup>*</sup> (-2.121)	0.111 <sup>†</sup> (1.778)
SIZE <sub>i-3</sub>		3.232E-03 <sup>†</sup> (1.673)	4.726E-03 <sup>*</sup> (1.957)	6.631E-03 (1.048)	1.989E-02 <sup>**</sup> (3.837)	5.150E-03 (0.709)
DEBT <sub>i-3</sub>		-0.411 (-0.876)	-0.311 <sup>†</sup> (2.297)	-0.685 <sup>*</sup> (1.902)	-0.358 (-0.293)	-0.263 (-0.742)
ROA <sub>i-3</sub>		0.386 (0.964)	-0.418 <sup>†</sup> (-1.940)	0.710 (0.897)	0.645 (1.405)	0.459 <sup>*</sup> (2.373)
ND		控制	控制	控制	控制	控制
YEAR		控制	控制	控制	控制	控制
Adj- R <sup>2</sup>	0.175	0.255	0.138	0.185	0.192	0.242
F	16.759	4.731	18.144	17.631	15.785	17.371
DW	1.872	2.223	1.928	2.086	1.812	1.937
VIF	2.349	2.967	2.098	1.915	3.011	3.109
分组回归的组间系数差异 chow 检验						
(1) C1-C2 ch <sup>2</sup> = 6.15 Prob 值: 0.0043 <sup>**</sup> ;			(2) C1-C3 ch <sup>2</sup> = 7.28 Prob 值: 0.0057 <sup>**</sup> ;			
(3) C1-C4 ch <sup>2</sup> = 5.21 Prob 值: 0.0030 <sup>**</sup> ;			(4) C2-C3 ch <sup>2</sup> = 23.76 Prob 值: 0.079 <sup>*</sup> ;			
(5) C2-C4 ch <sup>2</sup> = 18.02 Prob 值: 0.027 <sup>*</sup> ;			(6) C3-C4 ch <sup>2</sup> = 19.67 Prob 值: 0.049 <sup>*</sup> ;			

注: \*\*\* 表示在 1% 的水平上显著, \*\* 在 5% 的水平上显著, \* 在 10% 的水平上显著, 括号内为 T 值。C1、C2、C3、C4 分别为股权控制特征 CEC、LGC、LAMC 和 LEC 分组中变量 (I/TA) 的系数。

表 8 不同控制特征下股权投资规模控制与制权溢价水平的稳健性检验结果(模型 5)

Table 8 Robust results of equity investment level and control benefit under different ownership control

解释 变量	样本总体		按控制权特征分组			
	未控制组	控制组	中央企业集团 控制 (CEC)	地方国资委 控制 (LGC)	地方资产经营公 司控制 (LAMC)	地方企业集团 控制 (LEC)
$(MA/TA)_{i-3}$	0.951 <sup>*</sup> (2.067)	0.897 <sup>*</sup> (1.685)	0.260 (0.919)	0.636 <sup>*</sup> (1.827)	1.573 <sup>***</sup> (4.745)	1.634 <sup>***</sup> (5.456)
$(MA/TA)_{i-3} \times$ CEC	0.302 (0.729)	0.271 (0.687)				
$(MA/TA)_{i-3} \times$ LGC	0.946 <sup>*</sup> (2.036)	0.896 <sup>*</sup> (2.199)				
$(MA/TA)_{i-3} \times$ LAMC	2.553 <sup>*</sup> (2.424)	2.408 <sup>*</sup> (2.387)				
$(MA/TA)_{i-3} \times$ LEC	3.203 <sup>***</sup> (4.352)	2.931 (3.425)				
$(MA/TA)_{i-3} \times$ OWN	1.782 (0.866)	1.735 (0.815)				
SHARE <sub>i-3</sub>		-0.396 (-0.859)	-0.527 (-0.353)	-0.750 <sup>*</sup> (-1.712)	0.721 (0.639)	-0.314 <sup>*</sup> (-2.406)
STOCK <sub>i-3</sub>		-7.409E-02 <sup>*</sup> (-2.013)	-0.156 (-0.304)	-0.231 (-0.342)	-0.187 <sup>**</sup> (-2.874)	8.769E-02 (0.640)
SIZE <sub>i-3</sub>		2.600E-03 <sup>*</sup> (1.773)	6.380E-03 <sup>*</sup> (2.251)	7.189E-03 (0.859)	2.490E-02 <sup>**</sup> (3.710)	6.091E-03 (0.865)
DEBT <sub>i-3</sub>		-0.448 (-1.140)	-0.507 <sup>*</sup> (-1.827)	-0.921 <sup>***</sup> (-3.695)	-0.307 (-0.413)	-0.220 <sup>*</sup> (-2.127)
ROA <sub>i-3</sub>		0.493 (0.916)	-0.671 (-1.140)	0.527 <sup>*</sup> (1.822)	0.253 (0.571)	0.332 <sup>*</sup> (1.762)
ND	—	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	—	控制	控制	控制	控制	控制
AdjR <sup>2</sup>	0.103	0.245	0.147	0.173	0.211	0.238
F	16.282	3.900	17.441	18.5686	20.851	17.734
DW	2.180	1.891	2.194	1.823	1.926	2.269
VIF	2.328	2.753	2.793	2.704	3.552	2.316
分组回归的组间系数差异 chow 检验						
(1) C1-C2 ch <sup>2</sup> = 7.83 Prob 值: 0.0070 <sup>***</sup> ;			(2) C1-C3 ch <sup>2</sup> = 6.44 Prob 值: 0.0041 <sup>***</sup> ;			
(3) C1-C4 ch <sup>2</sup> = 8.90 Prob 值: 0.0082 <sup>**</sup> ;			(4) C2-C3 ch <sup>2</sup> = 19.51 Prob 值: 0.042 <sup>*</sup> ;			
(5) C2-C4 ch <sup>2</sup> = 22.53 Prob 值: 0.062 <sup>*</sup> ;			(6) C3-C4 ch <sup>2</sup> = 18.51 Prob 值: 0.034 <sup>*</sup> ;			

注: \*\*\* 表示在 1% 的水平上显著, \*\* 在 5% 的水平上显著, \* 在 10% 的水平上显著, 括号内为 T 值。C1、C2、C3、C4 分别为股权控制特征 CEC、LGC、LAMC 和 LEC 分组中变量 (MA/TA) 的系数。

为了考察上述回归结果的稳健性, 本文进行了如下 两方面的稳健性检验。首先, 采用 Hanouna, Sarin 和

Shapiro<sup>[32]</sup>, 施东晖<sup>[13]</sup> 和叶康涛<sup>[15]</sup> 相似的度量方法: 以同一年度内所有非控制性股权交易的平均价格作为基准, 然后以控制性股份交易的价格和此基准价格的差额来度量控制权私利。然后, 分别采用期末的总资产 (TA) 替代期初固定资产总额 (K), 对模型 (4) 和 (5) 的资本投资规模进行标准化。

从表 7 和表 8 的稳健性检验结果来看: 控制权收益 (PBC) 和资本投资变量替换后的回归结果与前文的结论一致。固定资产投资规模、股权投资规模不仅与控制权溢价水平保持显著的正相关关系, 并且不

同股权控制特征导致的资本投资利益获取差异及敏感性排序与前文检验结果一致。由此可以认为: 一方面, 资本投资对控制权收益的影响具有稳定性; 另一方面, 不同股权控制特征下的控制权收益对投资规模的敏感性差异也具有稳定性。

#### 4 进一步的分析: 不同控制特征下的资本投资对公司价值的影响

表 9 资本投资与公司价值的回归结果

Table 9 Regression results of capital investment level and enterprise value

被解释变量 (1): 净资产收益率 (ROE) <sub>i-3</sub>					
解释变量	样本总体	中央企业集团控制 (CEC)	地方国资委控制 (LGC)	地方资产经营公司控制 (LAMC)	地方企业集团控制 (LEC)
(I/K) <sub>i-3</sub>	- 13.409 (- 0.106)	16.272 (0.951)	- 16.592 (- 0.239)	11.375 (0.634)	- 13.876 <sup>***</sup> (- 2.924)
(MA/K) <sub>i-3</sub>	12.375 (0.349)	16.655 <sup>*</sup> (2.016)	12.030 (0.657)	- 13.597 (- 0.522)	- 12.150 <sup>*</sup> (- 2.529)
EBIT <sub>i-3</sub>	9.581 (0.732)	7.830 <sup>†</sup> (1.870)	8.281 (1.367)	- 8.265 <sup>†</sup> (- 1.661)	- 9.792 <sup>†</sup> (- 1.839)
DEBT <sub>i-3</sub>	9.198 <sup>†</sup> (1.956)	8.534 <sup>*</sup> (2.098)	- 9.823 (- 0.419)	7.830 <sup>†</sup> (1.950)	7.607 (1.507)
SIZE <sub>i-3</sub>	0.317 (0.637)	0.232 (0.592)	- 0.365 (- 0.403)	0.380 (0.711)	0.406 (0.856)
Adj-R <sup>2</sup>	0.175	0.158	0.136	0.115	0.107
F 值	18.505	17.228	21.362	17.470	18.609
被解释变量 (2): 托宾 Q <sub>i-3</sub>					
解释变量	样本总体	中央企业集团控制 (CEC)	地方国资委控制 (LGC)	地方资产经营公司控制 (LAMC)	地方企业集团控制 (LEC)
(I/K) <sub>i-3</sub>	5.080 (0.175)	9.803 <sup>*</sup> (2.110)	9.513 (0.497)	- 6.131 (- 1.131)	- 3.648 <sup>*</sup> (- 2.381)
(MA/K) <sub>i-3</sub>	- 11.771 (- 0.534)	17.032 (0.609)	15.124 (0.313)	- 10.298 (- 0.512)	- 7.483 (- 0.907)
EBIT <sub>i-3</sub>	5.009 (0.867)	3.290 (1.320)	5.836 <sup>†</sup> (1.603)	- 7.304 (- 0.521)	- 5.106 (- 0.745)
DEBT <sub>i-3</sub>	5.371 <sup>†</sup> (1.766)	7.040 <sup>*</sup> (2.210)	- 5.223 (- 1.034)	3.102 <sup>*</sup> (2.375)	4.763 <sup>†</sup> (1.917)
SIZE <sub>i-3</sub>	0.226 (1.937)	0.159 (0.832)	0.270 (1.651)	0.241 <sup>*</sup> (1.715)	0.217 <sup>*</sup> (2.250)
Adj-R <sup>2</sup>	0.161	0.175	0.126	0.118	0.100
F 值	15.730	17.698	18.297	16.624	16.076

注: \*\*\* 表示在 1% 的水平上显著, \*\* 在 5% 的水平上显著, \* 在 10% 的水平上显著, 括号内为 T 值。

表 5和表 6的回归结果均已证实:在不同的股权控制类型下,公司的资本投资规模与控制权溢价水平大都显著正相关.那不同控制特征下的资本投资对公司业绩和价值的影响作用怎样?如果是正相关作用,那么尽管资本投资增加了大股东的控制权收益水平,但仍然通过增加公司价值提高了中小投资者的控制权共享收益;如果是不相关,那么大股东的资本投资决策则在很大程度上是形成其控制权收益的自利行为;如果是负相关,那么大股东资本投资的自利行为不仅挤占了其他投资者的共享利益,而且损害了企业的业绩和价值.

分别以交易前三年的平均固定资产投资和股权投资为解释变量,以滞后一期的三年平均净资产收益率和托宾 Q 为被解释变量,进行回归分析.从表 9 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,均与净资产收益率和托宾 Q 无显著的相关性.在按股权控制特征进行分类的样本回归结果中:中央企业控制的上市公司,其固定资产投资与股权投资分别对托宾 Q 和净资产收益率具有显著的提升作用.而地方国资委和资产经营机构控制的两类上市公司,其资本投资与净资产收益率、托宾 Q 之间无显著的相关性;地方企业集团控制的上市公司,除了股权投资对托宾 Q 的影响不显著外,其余资本投资对企业绩效和价值的影响均为显著负相关.

由此可见:在地方政府所辖的三类上市公司中,资本投资在形成大股东控制权收益的同时,并没有通过提高公司业绩和价值增加其他投资者的共享收益.特别是地方企业集团控制的上市公司,其资本投资对企业绩效和价值具有显著的负相关作用.大股东的自利性资本投资决策不仅挤占了中小投资者的共享利益,而且损害了企业价值.

## 5 结束语

在股权集中模式下,尽管大股东天然具有通过资本投资获取控制性资源、形成控制权收益的动机与能力,但在不同的控制权特征和结构下,大股东资本投资的利益获取水平和实现程度则存在显著的个体差异.同时,公共治理效力、经济发展目标和外部监管力度的不同,也将导致大股东自利性资本投资行为的目标取向、实现条件和投资绩效的差异.

基于大股东资本投资行为形成控制权收益的理

论阐释,在分级履行出资人职责和不同改制模式下,结合中央和各级地方分别掌控上市公司终极控制权的典型特征,本文实证考察了不同控制特征下资本投资规模对控制权收益形成的影响.研究结果表明:

(1)整体而言,资本投资规模与控制权收益获取水平正相关,但资本投资的控制权利益获取程度对持股比例不敏感,而在不同股权控制方式下则呈现显著的差异;(2)由于中央企业在国有经济战略性布局和国有企业改革中的主导地位,中央政府对其监控力度较大,国内外相关媒体关注较多,公共治理措施的执行效力较高,因此央企所辖上市公司通过资本投资获取控制权收益的程度显著低于地方所辖的上市公司;(3)在地方所辖的上市公司中,企业集团和资产经营机构控制的上市公司,尽管也需要为地方经济发展和维护改革稳定而承担资源“反哺”的责任,但由于存在集团层面的利益操控和回旋机制,其通过资本投资获取控制权收益的程度显著大于地方国资委直接控制的上市公司;(4)相较于资产经营公司而言,地方企业集团类的大股东不仅在股权关系上可以对上市公司实施有效控制,而且集团公司大股东可以利用在生产经营领域的行业经验和信息优势,深度介入上市公司的资本运营和投资决策,在更大程度上获取私有收益.(5)进一步的投资价值效应检验发现,央企所控上市公司的资本投资对企业价值具有一定的提升作用,而在地方政府所辖的上市公司,其资本投资在形成较高控制权收益的同时,并没有通过提高公司业绩和价值增加其他投资者的共享收益.特别是地方企业集团控制的上市公司,其自利性资本投资决策不仅挤占了中小投资者的共享利益,而且损害了企业价值.

本文研究结论的启示在于:首先,随着股权分置改革的持续深入,阻碍上市公司治理效率的股权设置难题将逐步破解,监管部门对后续拟上市的企业,应更多采取整体上市的政策导向,减少所有权的控制层级,从而有效规避集团母公司与上市公司之间在资源获取中的投资操控行为.其次,比较中央和地方两类企业集团所上市公司的实证结果可见,尽管都是企业集团控制方式,但两类上市公司大股东通过资本投资获取控制权收益的程度却大相径庭,因此,通过加强地方性公共治理,推进地区市场化进程等外部监管措施,将在一定程度上促进资本投资私有利益的外部化,矫正大

股东资本投资行为的过度自利取向, 提高企业资本投资的效率。

## 参考文献:

- [1] La Porta R F, Lopez de Silanes A S, Vishny R. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54 (5): 471–517.
- [2] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences [J]. *Journal of Political Economy*, 1985, 93(4): 1155–1177.
- [3] Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 20(3): 317–346.
- [4] La Porta R F, Lopez de Salines A S, Vishny R. Investor protection and corporate valuation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(3): 3–27.
- [5] 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(3): 81–112.
- [6] Pagano J, Roel S. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(6): 187–226.
- [7] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(4): 737–783.
- [8] Shleifer A, Vishny R. Management entrenchment: The case of managerial specific investments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(3): 123–139.
- [9] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4): 537–600.
- [10] La Porta R, Lopez de Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(2): 1147–1170.
- [11] 许年行, 赖建清, 吴世农. 公司财务与投资者法律保护研究述评 [J]. *管理科学学报*, 2008, 2(1): 101–111.  
Xu Nianhang, Lai Jianqing, Wu Shiong. Survey of corporate finance and investor legal protection [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2008, 2(1): 101–111. (in Chinese)
- [12] 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(2): 44–52.  
Tang Zongming, Jiang Wei. A study on the expropriation degree of large shareholders of China's listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2002, 4(2): 44–52. (in Chinese)
- [13] 施东晖. 上市公司控制权价值的实证研究 [J]. *经济科学*, 2003, 6(3): 83–90.  
Shi Donghui. A study on the control benefit of China's listed companies [J]. *Economic Science*, 2003, 6(3): 83–90. (in Chinese)
- [14] 赵昌文, 蒲自立, 杨安华. 中国上市公司控制权私有收益的度量及影响因素 [J]. *中国工业经济*, 2004, 6(2): 100–107.  
Zhao Changwen, Pu Zili, Yang Anhua. Measurement and determinants of private benefits of corporate control: Evidence from Chinese listed companies [J]. *China Industrial Economy*, 2004, 6(2): 100–107. (in Chinese)
- [15] 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, 10(5): 61–70.  
Ye Kangtao. Private benefit of corporation control: Evidence from non-exchange-traded share transfer in China [J]. *Economic Science*, 2003, 10(5): 61–70. (in Chinese)
- [16] 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(6): 3–15.  
Li Zengquan, Sun Zheng, Wang Zhivei. Tunneling and ownership structure of a firm: Evidence from controlling shareholder embezzlement of listed company funds in China [J]. *Accounting Research Journal*, 2004, 12(6): 3–15. (in Chinese)
- [17] 江 伟. 我国上市公司控制性股东掏空与支持行为的实证分析 [J]. *经济科学*, 2005, 4(2): 21–33.  
Jiang Wei. A study on tunneling and propping of control shareholder of Chinese listed company [J]. *Economic Science*, 2005, 4(2): 21–33. (in Chinese)

- [18] 廖理, 张学勇. 全流通纠正终极控制者利益取向的有效性—来自中国家族上市公司的证据 [J]. 经济研究, 2008, 8(3): 77-90  
Liao Li, Zhang Xueyong. Split share structure reform and interests of private ultimate controllers: Evidences from China's public trade firms [J]. Economic Research Journal, 2008, 8(3): 77-90. (in Chinese)
- [19] 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, 21(7): 18-31.  
Liu Chaohui. External arbitrage, market reaction and inefficient investment decision making of control shareholders [J]. The Journal of World Economy, 2002, 21(7): 18-31. (in Chinese)
- [20] 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, 9(1): 31-43.  
Pan Min, Jin Yan. Information asymmetry, equity structure design and overinvestment of China's listed enterprise [J]. Journal of Financial Research, 2003, 9(1): 31-43. (in Chinese)
- [21] 欧阳凌, 欧阳令南, 周红霞. 股权制度安排、信息不对称与企业非效率投资行为 [J]. 当代经济科学, 2005, 27(4): 55-67.  
OuYang Ling, OuYang Lingnan, Zhou Hongxia. Equity system, asymmetric information and inefficient investment behavior [J]. Modern Economic Science, 2005, 27(4): 55-67. (in Chinese)
- [22] 王化成, 胡国柳. 股权结构与企业投资多元化关系: 理论与实证分析 [J]. 会计研究, 2005, 8(5): 56-64.  
Wang Huacheng, Hu Guoliu. The relationship between ownership structure and corporate diversification: A theoretical and empirical study [J]. Accounting Research Journal, 2005, 8(5): 56-64. (in Chinese)
- [23] 张光荣, 曾勇. 大股东的支撑行为与隧道行为 [J]. 管理世界, 2006, 8(2): 126-137.  
Zhang Guangrong, Zeng Yong. Big shareholders' propping and tunneling [J]. Management World, 2006, 8(2): 126-137. (in Chinese)
- [24] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理 [J]. 管理世界, 2005, 7(4): 26-37.  
Tian Lihui. Government ownership, soft budget constraints and debt governance of China's listed firms [J]. Management World, 2005, 7(4): 26-37. (in Chinese)
- [25] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 金融发展、预算软约束与企业投资 [J]. 会计研究, 2006, 10(7): 64-73.  
Zhu Hongjun, He Xianjie, Chen Xinyuan. Financial development, soft budget constraints and firm investment [J]. Accounting Research Journal, 2006, 10(7): 64-73. (in Chinese)
- [26] Gikhist S, Himmelberg C. Evidence on the role of cash flow for investment [J]. Journal of Monetary Economics, 1995, 36(5): 541-572
- [27] Stein J C. Agency, Information and corporate investment [J/OL]. NBER Working Paper No. W8342. <http://ssrn.com/abstract=274552> [html] 2001-02-15.
- [28] Berle A, Means G. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Commerce Clearing House, 1932
- [29] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 32(3): 305-360
- [30] Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(3): 323-329.
- [31] Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(5): 131-160
- [32] Hanouna P, Sarin A, Shapiro A. Value of Corporate Control: Some International Evidences [R]. Working Paper, Marshall School, 2002-02-4
- [33] Wu X P, Wang Z. Equity financing in a Myers-Majluf framework with private benefits of control [J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11(2): 945-981.
- [34] Alderson T, Michael J. The specification and power of tests to detect abnormal changes in corporate investment [J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 35(12): 738-760
- [35] Rui A J, Neng Wang. Agency conflicts, investment and asset pricing [J]. Journal of Finance, 2008, 47(15): 1-41
- [36] Xuan Yuhai. Empire building or bridge building? Evidence from new CEO's internal capital allocation decisions [J]. Review of Financial Studies, 2008, 16(2): 320-351.

- [ 37] Tin B. Delegated investment decisions and private benefits of control[ J]. *The Accounting Review*, 2003, 78(3): 909 - 930
- [ 38] Jose M, Pedro M. Shareholder investment horizons and the market for corporate control[ J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 76(4): 35- 67
- [ 39] Srinower J, Sahni G. Avoiding the “ Synergy Trap”: Practical guidance on M&A decisions for CEOs and boards[ J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2006, 18(9): 83- 95
- [ 40] Andrea L, Adriano A. Managerial incentives, capital reallocation and the business cycle[ J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 177- 199
- [ 41] 国家统计局课题组. 中国区域经济非均衡发展分析[ J]. *统计研究*, 2007, (5): 48- 55  
Researching Group of National Bureau of Statistics of China. The analysis of disequilibrium of regional economic development in China[ J]. *Statistical Research*, 2007, (5): 48- 55 ( in Chinese)
- [ 42] 卫 武, 李克克. 基于政府角色转换的企业政治资源、策略与绩效之间的相互影响[ J]. *管理科学学报*, 2009, 12(2): 31- 44  
Wei Wu, Li Keke. Influence among corporate political resource, strategy and performance: Based on the transformation of government role[ J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2009, 12(2): 31- 44 ( in Chinese)
- [ 43] Levy H. Economic valuation of voting power of common stock[ J]. *Journal of Finance*, 1982, 26(7): 79- 93
- [ 44] Barclay J, Holmest C. Private benefits from control of public corporations[ J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(3): 371- 395
- [ 45] 韩德宗, 叶春华. 控制权收益的理论与实证研究[ J]. *统计研究*, 2004, 2(2): 42- 49  
Han Dezhong, Ye Chunhua. The theory of income of controlling right and the relevant experimental research[ J]. *Statistical Research*, 2004, 2(2): 42- 49 ( in Chinese)

## Ownership control, investment level and control benefit grabbing

HAO Ying<sup>1</sup>, LIN Chao-nan<sup>2</sup>, LIU Xing<sup>1</sup>

1. College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China

2. Department of Accounting, Xianen University, Xianen 361005, China

**Abstract** Based on the theory of the capital investment results in control benefit, this paper empirically studies the impact of capital investment on control benefit grabbing under different control characters of national shareholders. The conclusion is: 1) As a whole, the capital investment level is positive relative with the control benefit. 2) The relationship between investment level and control benefit is significant under different control characters, but not significantly sensitive to ownership ratio. 3) The companies controlled by the local group grab most of the control benefits from capital investment, and the control benefit is 10 times and 6 times more than what the central governments grab, 3.3 times and 1.9 times more than what the local governments grab respectively in fixed assets and equity investment. 4) While the capital investment of local groups grabs the maximum control benefit, the enterprise value is damaged. These conclusions and findings provide evidence for improving the mechanism of listing after non-tradable shares reform, and propelling the transparency of the private benefit through marketization.

**Key words** investment level; ownership control; control benefit; enterprise value