

# 终极控制、资本投向与配置绩效<sup>①</sup>

郝颖, 李晓欧, 刘星

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

**摘要:** 基于终极股东自利动机与资本投向选择差异的理论阐释, 实证考察了终极控制下的资本投向结构分布及其对总体投资绩效的影响. 研究发现: 1) 终极股东的现金流权越低, 越有增加固定资产、无形资产和股权并购的资本投入, 以及削减 R&D 投资的动机; 2) 随着现金流权的降低, 地方企业集团的固定资产投资规模和增速增大, 地方资产公司的股权投资增长趋势更为强劲, 这与两类地方国有终极股东的运营模式和谋利能力密切相关; 3) 由于获取特许和垄断性使用权的难度较大, 民营终极股东自利动机对无形资产投资的影响不显著; 4) 终极股东自利动机下的投资选择, 不仅降低了整体的资本配置绩效, 而且导致投资结构的异化. 上述研究结论, 对于从产权角度来理解中国经济高速增长背后的微观投资的非效率成因具有重要意义, 也为进一步改善技术创新投资的产权激励机制提供了理论依据.

**关键词:** 终极控制; 资本投向; 投资结构; 投资绩效

**中图分类号:** F275 F830.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2012)03-0083-14

## 0 引言

改革开放以来, 中国的经济增长速度一直位居世界前列, 但经济高速增长的背后却存在“高投资率—低投资效率”、“重复建设—投资结构异化”、“宏观好—微观不好”等问题<sup>[1-2]</sup>. 因此, 如何通过企业层面提升资本投资的效率和改进投资结构, 以促进整体的资本配置效益<sup>②</sup>, 就成为推动经济持续、健康发展的重要途径.

作为价值创造和资源配置的微观基础, 企业的资本投资并不能在新古典的完美市场均衡条件下, 自动提高效率与优化结构. 资本投向的选择权和收益索取权, 不仅因所有权制度安排的差异与

演进内生于相应的公司治理机制之中<sup>[3]</sup>, 而且以代理成本的形式贯穿于漫长的公司治理研究轨迹<sup>[4]</sup>. Jensen<sup>[3]</sup>指出: 即使企业已经没有  $\langle NPV \rangle > 0$  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 ( $\langle NPV \rangle < 0$ ) 的项目之中. 在股权集中模式下, 金字塔式股权结构是大股东控制的主要方式, 也是大股东利益集团与中小投资者代理冲突的根源<sup>[5]</sup>. 在金字塔式股权结构下, 上市公司终极控制权 (ultimate control rights) 与现金流权 (cash flow rights) 的不对等, 导致终极控制者投资的利益取向与企业价值投资不一致, 终极控制者会为了获取集团利益或私人利益,

① 收稿日期: 2010-01-12; 修订日期: 2011-01-18.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70902030; 71172082), 教育部人文社会科学资助项目(09YJC630242); 重庆大学中央高校基本科研业务费资助项目(CDJSK11002).

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

② 国家发改委最近披露了党中央、国务院在扩大内需和改善民生背景下的4万亿元投资的投向构成: 其中, 廉租住房、棚户区改造等保障性住房投资达4000亿元, 农村水电路气房等民生工程和基础设施达3700亿元, 铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造达15000亿元, 医疗卫生、教育文化等社会事业发展1500亿元, 节能减排和生态建设工程2100亿元, 自主创新和产业结构调整3700亿元, 汶川地震灾后恢复重建1万亿元. [http://news.xinhuanet.com/fortune/2009-05/22/content\\_11415869.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2009-05/22/content_11415869.htm)

不惜作出损害上市公司整体价值的投资决策<sup>[6]</sup>。Dyck 和 Zingales<sup>[7]</sup> 的研究证实, 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控制性资源, 不仅是集团大股东从上市公司谋取控制权收益的重要来源, 而且随着大股东终极控制权与现金流权的分离程度增大, 大股东将更倾向于增加上述资产的投资规模, 减少 R&D 投资和其他技术性资产的长期投资。综上所述, 上市公司终极控制者基于集团利益和自利动机的资本投向选择, 一方面会因投资规模的非合理性而损害企业的投资效率, 另一方面, 在不同投向上的资本分布规模非合理性所导致的投资结构异化, 将进一步扭曲企业的总体投资效率。

鉴于我国上市公司普遍被终极控制者以金字塔结构控制的现实, 本文将着重探究终极股东与集团利益动机下的投资选择和投向差异, 以及资本在不同投向上的分布对投资结构和效率的影响。具体而言, 本文首先分别考察终极股东的所有权特征、控制权 - 现金流权分离对不同资本投向的影响及程度差异。然后, 进一步考察不同所有权控制特征下, 终极股东的控制权 - 现金流权分离对不同资本投向的影响差异。最后, 探求不同资本投向的结构分布对总体投资绩效的影响。本文的特点在于以下方面: 第 1, 沿着终极股东控制 —— 控制权 - 现金流权分离 —— 资本投向利益差异 —— 投资结构异化 —— 投资效率损失的理论逻辑, 在细分资本投向类型的基础上, 提供了终极股东自利动机影响资本在不同投向上分布的经验证据。第 2, 基于我国上市公司的终极控制特征分类, 从资本投向这一更系统的视角, 丰富了代理成本影响企业投资决策的理论。第 3, 通过控制权 - 现金流权分离对不同资本投向的影响差异分析, 探究企业资本投向选择背后的利益动机、驱动力量和约束条件, 针对经济高速增长背后的企业投资结构异化和效率损失, 阐释企业层面可能影响宏观投资效率的治理因素, 具有重要的现实意义。

## 1 理论分析、制度背景与研究假设

### 1.1 终极控制、资本投向与集团利益: 理论分析

尽管从理论上讲, 上市公司的所有权控制层级越多, 现金流权比例越低, 终极股东通过投资途径将可分配现金转换为控制性资产的利益侵占动机就越大。然而, 一方面, 由于不同类型投资资产本身在形态、功能和价值上的差异, 以及法律保护 and 监管制度等外部约束条件的差异, 导致了终极股东和企业集团通过不同资本投资谋求利益的多样性与复杂性。

#### 1.1.1 终极控制与固定资产投资

作为企业投资类型中最普遍的形态, 固定资产投资具有建设周期长、用途易判断和价值易评估的特征。终极股东通过固定资产投资扩张规模、谋取私利受到了普遍关注<sup>[8]</sup>。然而, 由于固定资产具有天然的有形性特征, 外部利益相关者对固定资产的规模界定、用途判断和价值评估相对容易和清晰。因此, 随着固定资产购置规模的逐步增大, 终极股东的非效率投资特征容易受到监管部门的审查<sup>[9]</sup>。综合权衡私有利益、监管约束与转换成本, 终极股东在固定资产上的非效率投资规模将在达到一定程度后收敛。对于中国上市公司的固定资产投资而言, 一方面, 过度投资是我国上市公司非效率投资行为的主要特征<sup>[10-11]</sup>, 且固定资产的非效率扩张与公司治理机制的弱效休戚相关<sup>[12]</sup>。另一方面, 随着国家层面的投融资体制与监管部门治理措施陆续出台<sup>③</sup>, 监管机构对上市公司的募集资金用途、投资决策程序和投资损失责任追究的监控力度逐步增大。终极股东通过扩大固定资产投资规模获取集团控制权收益的成本和约束条件将持续增加。

#### 1.1.2 终极控制与无形资产投资

与固定资产投资的利益谋取机制相异, 无形资产的“无形”特征与终极股东集团利益的“隐秘”特征具有天然的一致性。因此, 在所有权控制

③ 《关于加强中央企业收购活动监管有关事项的通知》(国务院国资委 2004); 《关于加强中央企业重大投资项目管理有关问题的通知》(国务院国资委 2005); 《中央企业固定资产投资项目后评价工作指南》(国务院国资委 2005); 《中央企业资产损失责任追究暂行办法》(国务院国资委 2008)

结构和法律保护体系相似的情况下,终极股东通过无形资产投资谋取利益的成本较低<sup>[8]</sup>。然而,也正是由于无形资产“可视性”较低、隐秘性较高的特征,不仅监管机构和外部投资者对其界定和评估存在模糊和困境,而且控股股东在投资和处置无形资产等环节中,也存在价值判定和评估的较大风险,故终极股东通过无形资产谋取收益的不确定性明显增加<sup>[13]</sup>。我国上市公司无形资产主要是各类使用权,其中土地使用权的比重达到了50%左右,而技术性资产的比重仅在10%左右<sup>[14]</sup>。在我国人均资源稀缺的背景下,相对于固定资产投资所形成的实物资产而言,这些排他性物权无疑是更具有垄断价值的珍贵资源,上市公司终极控制者通过对使用权类无形资产的投资,可以获得更高的集团利益和私有收益。

#### 1.1.3 终极控制与股权投资

股权投资不仅与终极股东的控制权—现金流权分离具有内在统一性,而且是企业集团形成的主要资本配置形式<sup>[15]</sup>。对产业集团而言,由于金融集团不仅在资本运作上具有经验优势,而且不涉及企业的经营管理与激励监督,股权投资的意愿更强<sup>[16]</sup>,而产业集团由于要直接参与企业的生产经营,股权投资在增加控制层级的同时,也增加了终极股东与金字塔内部股权关系的代理成本<sup>[16]</sup>。然而,产业集团内部股东与管理者的代理问题,很可能激发终极股东通过持有高额现金来降低股权融资成本,以弥补代理冲突中的股权投资收益损失<sup>[17]</sup>。我国上市公司控股股东的并购财富效应因所有权性质和市场动机而存在差异。一方面,并购能显著增加收购公司股东的财富,特别是对国家股和法人股比重较大的收购公司<sup>[18]</sup>。另一方面,卫武和李克克<sup>[19]</sup>从企业政治资源视角的研究表明:并购企业借助政府了解被兼并企业生产经营情况,可以减少并购企业双方的盲目性,为兼并活动争取更多政治利益和经济效益,提高企业市场份额。

#### 1.1.4 终极控制与研发投资(R&D)

鉴于R&D产出在一定程度上具有公共产品的非排斥和非专有特征,R&D投资有别于终极股东自利动机下的其它类型投资决策<sup>[20]</sup>。尽管持续

的R&D投入有利于提升企业竞争力,取得长期稳定绩效,增加全体股东的共享收益。然而,在控制利益的驱使下,企业实际控制者具有通过固定资产投资、股权并购等投资方式获取更多资源、构建“企业帝国”的动机,而这样的扩张动机抑制并削减了R&D投资,进而导致企业投资结构的异化和效率的降低<sup>[21]</sup>。我国企业的产权性质和控制权结构不仅对R&D投资强度和绩效产生了不同程度影响,而且伴随着市场化进程的循序渐进,R&D投资带有显著转轨经济特征<sup>[22]</sup>。与国有控股企业从事R&D活动更多地依赖政府投入不同,民营企业进行R&D投资的激励更强,尤其是在市场化进程较快的地区<sup>[23]</sup>。

#### 1.2 所有权安排与终极控制特征: 制度背景分析

鉴于转型时期的历史性和体制性原因,在股票市场建立之初,上市公司国有股权就处于绝对控制地位。一方面,国有上市公司的终极产权呈现出中央和各级地方分别履行的鲜明特征,而且由于上市之初大多采用了分拆和捆绑两种改制模式,进而形成了中央企业集团、各级地方企业集团和资产经营公司3种国有上市公司的金字塔控制方式。另一方面,民营和私有产权控股的上市公司日益成为中国转型经济中的重要推动力量,最终形成了中央企业集团、地方企业集团、地方资产经营公司和民营产权控制的4类金字塔控制方式。

就中央企业集团控制的上市公司而言,一方面,国家层面的新型产业投资和监管治理措施,不仅将率先在央企上市公司中示范性实施与执行,而且在项目投资和运作过程中,中央政府对其决策程序和经营状况的监控力度较大,制度规范和内控建设相对较好。另一方面,随着央企国际化与开拓海外市场战略的实施,中央企业的投资与并购肩负着代表中国参与全球范围内资源优化配置的国家重任,将直接面对国际与多边的激烈竞争,这客观上对央企的投资效率和结构改进提出了更高的要求。

就地方所属的两类上市集团而言,首先,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,客观上提高了终极股东自利性资本投资行为的隐秘程度。其次,基于就业、稳定与政绩目标的综合权衡,地方政府更倾向于利用上市公司的投融资平台完成可视性好、易宣传、见效快的项目。最后,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,可能导致终极股东自身投资取向与牟利能力的不同。具体而言,企业集团类的终极股东可以利用在生产经营领域的行业经验和信息优势,深度介入上市公司具体的生产管理和投资选择,特别在固定资产、专用资产购置和基建投资中可以深入专营并更大程度上获取收益。相对而言,资产经营公司更类似于金融控股集团,其终极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,但股权投资和资本运作的的能力较强,因此,在股权投资中更能发挥比较优势并获取更高的权益投资收益。

最后,就民营上市公司而言:一方面,作为新兴的经济力量,民营上市企业的行业优势和经营实力依然偏弱,“先做大、后做强”的发展需求更具有固定资产、股权投资的扩张动机,却鲜有自主创新的R&D投资;另一方面,相对于国有上市企业而言,民营上市公司天然处于国有经济体系的自保系统之外,在垄断性和专营性资产上的投资机会可能较少,进入门槛较高。这在相当程度上提高了民营终极股东通过垄断性无形资产投资谋求私利的成本。

基于以上理论与制度背景分析,本文提出如下研究假说。

**假设1** 终极股东的现金流权比例越低,越有动机增加固定资产、无形资产和股权并购上的自利性资本投入,并且削减具有公益性和共享性特征的R&D投资;

**假设2** 随着终极股东现金流权比例的降低,地方企业集团所控上市公司的固定资产投资规模和增速增大;地方资产公司所控上市公司的股权投资增长趋势最为强劲;现金流权与各资本投向之间的敏感程度高低,因终极股东的产权类型而存在差异。

**假设3** 中央企业上市公司的资本投向受

终极股东控制层级的影响较弱;民营上市公司由于获取特许和垄断性使用权的难度较大,其终极股东自利动机对无形资产投资的影响不显著。

## 2 研究设计

### 2.1 终极控制者控制权和现金流权的计量方法

参考关于控制权和现金流权的定义和最终控制者的原则<sup>[5-6]</sup>,确定控股股东及其控制权和现金流权的计算原则如下:1) 控股股东为终极控制者,即不再为其它股东所控制;2) 终极控制者对上市公司的最终控制权以金字塔链条上最小的持股份额来度量;3) 如果终极控制者与上市公司之间存在直接和间接的多条控制链,则将每条控制链上的控制权相加作为最终控制权;4) 计算出每条控制链(包含直接控制和间接控制)中控制权的乘积,然后将此乘积相加,得到现金流权;5) 将现金流权/控制权的值作为分离度。

### 2.2 样本数据及其分类描述

选择2001-2005年沪深两市A股市场的所有公司作为考察对象,剔除了金融类上市公司、最终控制者不详和无股权投资记录的样本观测值。我国上市公司2001年开始于年报中披露股权控制关系,终极控制者的控制权和现金流权数据从上市公司年报中手工整理而得。同时,R&D投资数据亦采用手工方法,分别从样本公司年报附注的“长期待摊费用”、“预提费用”和“与经营活动相关的现金流量”3个项目中进行筛选和记录,并剔除记录不详的公司。为消除极端值的影响,对于所使用到的主要连续变量,剔除了极端值样本。

上市公司的财务数据和其他相关数据来源于国泰君安《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3977个,其中中央企业集团控制类观测值656个;地方企业集团控制类观测值1643个;地方资产经营公司控制类观测值821个;民营和私有产权控制857个。样本的现金流权/控制权分离描述如表1。

表 1 样本企业现金流权 / 控制权分离度的分类描述  
Table 1 Systematic description of  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  deviate

分离度	观测值	最小值	最大值	平均值	标准差
总体样本分离度	3 977	0.103	1	0.371	0.163
央企样本分离度	656	0.157	1	0.460	0.205
地方企业集团样本分离度	1 643	0.124	1	0.401	0.187
地方资产公司样本分离度	821	0.090	1	0.353	0.160
民营产权样本分离度	857	0.078	1	0.312	0.143

2.3 研究的步骤、模型与方法

2.3.1 终极控制与资本投向选择

首先,基于控制权 - 现金流权分离度的排序,按中央企业集团控制(CEC)、地方企业集团控制(LEC)、地方资产经营机构控制(LAC)和民营控制(PCR)这4种控制权特征的样本分类,对不同控制权 - 现金流权分离度下的各资本投向水平进行计量统计分析.然后,基于面板数据的GLS回归方法,考察不同控制权特征下的控制权 - 现金流权分离度对各资本投向规模的影响程度,其中GLS回归方差权重的选取以控制权收益的行业差异为依据.

$$\left(\frac{\langle \Delta INV \rangle}{\langle INV \rangle}\right)_{it} = \beta_0 + \left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_{it} (\beta_1 + \beta_2 \langle CEC \rangle + \beta_3 \langle LEC \rangle + \beta_4 \langle LAC \rangle + \beta_5 \langle PRC \rangle) + \beta_6 \langle CF \rangle_{it} + \beta_7 \langle LEV \rangle_{it} + \beta_8 \langle DIV \rangle_{it} + \beta_9 \langle SIZE \rangle_{it} + \beta_{10} \langle EBIT \rangle_{it} + \beta_{11} \langle ROA \rangle_{it} + \beta_{12} \langle TA \rangle_{it} + \beta_{13} \langle SAL \rangle_{it} + \beta_{14} \langle OWN \rangle_{it} + \beta_{15} D_{it} + \sum_{i=16}^{31} \beta_i \langle IND \rangle_i + \sum_{i=32}^{36} \langle YEAR \rangle_i$$

其中  $\left(\frac{\langle \Delta INV \rangle}{\langle INV \rangle}\right)_{it}$  分别代表  $\left(\frac{\langle \Delta FIX \rangle}{\langle FIX \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta MA \rangle}{\langle MA \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta INT \rangle}{\langle INT \rangle}\right)_{it}$  和  $\left(\frac{\langle \Delta R\&D \rangle}{\langle R\&D \rangle}\right)_{it}$ .

2.3.2 资本投向的结构分布对总体投资绩效的影响

在考察了终极股东控制特征影响资本投向选择的基础上,进一步分析上述资本投向的结构分布对总体投资绩效的影响.本文采用滞后1期的总投资回报率  $\langle ROI \rangle$  作为被解释变量,以  $\left(\frac{\langle \Delta FIX \rangle}{\langle FIX \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta MA \rangle}{\langle MA \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta INT \rangle}{\langle INT \rangle}\right)_{it}$  和  $\left(\frac{\langle \Delta R\&D \rangle}{\langle R\&D \rangle}\right)_{it}$  4类资本投向作为解释变量.在控制财务杠杆  $\langle LEV \rangle$ 、企业规模  $\langle SIZE \rangle$  和行业特征  $\langle IND \rangle$  的条件下,设立回归模型,考察不同资本投向及其分布结构对总体投资绩效的影响.模型

在回归分析中,分别采用固定资产投资、股权投资、无形资产投资、R&D投资与存量之比  $\left(\frac{\langle \Delta FIX \rangle}{\langle FIX \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta MA \rangle}{\langle MA \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta INT \rangle}{\langle INT \rangle}\right)_{it}$ 、 $\left(\frac{\langle \Delta R\&D \rangle}{\langle R\&D \rangle}\right)_{it}$  作为表征各资本投向的被解释变量.以控制权 - 现金流权分离度  $\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}$  和股权控制类型 ( $\langle CEC \rangle$ 、 $\langle LEC \rangle$ 、 $\langle LAC \rangle$  和  $\langle PRC \rangle$ ) 作为解释变量.以各资本投向的公司特征和公司治理因素: 现金持有量  $\langle CF \rangle$ 、负债比例  $\langle LEV \rangle$ 、股利分配率  $\langle DIV \rangle$ 、企业规模  $\langle SIZE \rangle$ 、息税前收益  $\langle EBIT \rangle$ 、内部人控制制度  $D$  和持股比例  $\langle OWN \rangle$  作为控制变量,设立如下回归模型 1

$$\langle ROI \rangle_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{\langle \Delta FIX \rangle}{\langle FIX \rangle}\right)_{t-1} + \alpha_2 \frac{\langle \Delta MA \rangle}{\langle MA \rangle} + \alpha_3 \frac{\langle \Delta INT \rangle}{\langle INT \rangle} + \alpha_4 \frac{\langle \Delta RD \rangle}{\langle RD \rangle} + \alpha_5 \langle SIZE \rangle_{t-1} + \alpha_6 \langle LEV \rangle_{t-1} + \sum \langle IND \rangle + \varepsilon$$

上述模型各变量的具体定义和计算见表 2.

3 实证结果与分析

3.1 终极控制权 - 现金流权分离与资本投向的描述性统计与差异性检验

首先,基于终极控制类型和相应的控制权 - 现金流权分布,对各资本投向的规模进行了统计考察和组间差异检验(表 3).从固定资产和股权投资描述性统计来看,除了中央企业集团控制(CEC)类型外,其余 3 类终极控制特征下的上市

表2 变量定义

Table 2 Variable description

被解释变量	$\langle \Delta FIX \rangle / \langle FIX \rangle$	固定资产投资规模. $\langle \Delta FIX \rangle$ 为当年的资本品投资, 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 3 项之和的净值改变量. $\langle FIX \rangle$ 为期初固定资产存量.
	$\langle \Delta MA \rangle / \langle MA \rangle$	股权投资规模. $\langle \Delta MA \rangle$ 为当年的股权投资额. $\langle MA \rangle$ 为期初股权投资存量.
	$\langle \Delta INT \rangle / \langle INT \rangle$	无形资产投资规模. $\langle \Delta INT \rangle$ 为当年的无形资产投资, 具体指各类使用权(土地使用权、特许使用权等)、技术性资产(专利、软件、专有技术等)的净值改变量. $\langle INT \rangle$ 为期初无形资产存量.
	$\langle \Delta R\&D \rangle / \langle R\&D \rangle$	$\langle R\&D \rangle$ 投资规模. $\langle \Delta R\&D \rangle$ 为当年研究开发费用的净增量, $\langle R\&D \rangle$ 为期初研发投入存量.
	$\langle ROI \rangle$	投资回报率. 期末利润总额与期初投资总额之比
解释变量	$\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$	控制权 - 现金流权分离度. $\langle CTR \rangle$ 为控制权, $\langle CSR \rangle$ 为现金流权
	$\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle \times \langle CEC \rangle$	控制权 - 现金流权分离度与中央企业集团股权控制的交互作用, $\langle CEC \rangle$ 为哑元变量
	$\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle \times \langle LEC \rangle$	控制权 - 现金流权分离度与地方企业集团股权控制的交互作用, $\langle LEC \rangle$ 为哑元变量
	$\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle \times \langle LAC \rangle$	控制权 - 现金流权分离度与地方资产公司股权控制的交互作用, $\langle LAC \rangle$ 为哑元变量
	$\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle \times \langle PRC \rangle$	控制权 - 现金流权分离度与民营集团公司股权控制的交互作用, $\langle PRC \rangle$ 为哑元变量
控制变量	(1) $\langle CF \rangle$ ; (2) $\langle LEV \rangle$	(1) 期末经营活动现金 $CF$ 与期初固定资产总额之比; (2) 资产负债率. 总负债与总资产的比值
	(3) $\langle DIV \rangle$ ; (4) $\langle SIZE \rangle$	(3) 股利支付率. 普通股每股股利与每股收益之比; (4) 企业总资产的自然对数
	(5) $\langle EBIT \rangle$ ; (6) $\langle ROA \rangle$	(5) 为本年度税前利润、利息费用、折旧费之和与期初总资产账面价值之比; (6) 总资产收益率
	(7) $\langle TA \rangle$ ; (8) $\langle SAL \rangle$ ; (9) $D$	(7) 总资产增长率; (8) 主营业务增长率; (9) 内部董事在董事会中所占的比例. 即内部人控制度

表3 控制权 - 现金流权分离下的资本投向规模统计检验

Table 3 Descriptive statistics of investment allocation under CSR-CTR deviation

所有权控制类型	$\langle FIX \rangle$ 与 $\langle INT \rangle$ 统计量	控制权 - 现金流权分离度分布值			$\langle MA \rangle$ 与 $\langle R\&D \rangle$ 统计量	控制权 - 现金流权分离度分布值		
		1 ~ 1/3	1/3 ~ 1/5	1/5 以下		1 ~ 1/3	1/3 ~ 1/5	1/5 以下
样本总体	$\langle FIX \rangle$ 均值	0.178	0.261	0.323	$\langle MA \rangle$ 均值	0.167	0.267	0.341
	$\langle INT \rangle$ 均值	0.113	0.189	0.244	$\langle R\&D \rangle$ 均值	0.199	0.121	0.090
中央企业集团控制(CEC)	$\langle FIX \rangle$ 均值	0.211	0.242	0.269	$\langle MA \rangle$ 均值	0.198	0.213	0.234
	$\langle INT \rangle$ 均值	0.135	0.155	0.151	$\langle R\&D \rangle$ 均值	0.167	0.160	0.143
地方企业集团控制(LEC)	$\langle FIX \rangle$ 均值	0.217	0.384	0.483	$\langle MA \rangle$ 均值	0.189	0.368	0.423
	$\langle INT \rangle$ 均值	0.139	0.279	0.365	$\langle R\&D \rangle$ 均值	0.290	0.174	0.104
地方资产公司控制(LAC)	$\langle FIX \rangle$ 均值	0.201	0.358	0.401	$\langle MA \rangle$ 均值	0.204	0.394	0.510
	$\langle INT \rangle$ 均值	0.129	0.260	0.303	$\langle R\&D \rangle$ 均值	0.257	0.162	0.096
民营和私有产权控制(PRC)	$\langle FIX \rangle$ 均值	0.186	0.326	0.387	$\langle MA \rangle$ 均值	0.175	0.335	0.409
	$\langle INT \rangle$ 均值	0.125	0.117	0.129	$\langle R\&D \rangle$ 均值	0.240	0.148	0.086
Kruskal-Wallis H 非参数检验 Chi-Square $\langle FIX \rangle$ 与 $\langle INT \rangle$		86.89* (0.081)	154.75*** (0.000)	294.19*** (0.000)		49.63** (0.045)	151.43*** (0.000)	239.90*** (0.000)
Kruskal-Wallis H 非参数检验 Chi-Square $\langle MA \rangle$ 与 $\langle R\&D \rangle$		37.23* (0.092)	151.53*** (0.000)	290.94*** (0.000)		48.77** (0.035)	142.85*** (0.000)	275.89*** (0.000)
Mann-Whitney U 非参数检验 (两两比较)		$\langle CEC \rangle - \langle LEC \rangle$	0.000***	0.000***	$\langle CEC \rangle - \langle LAC \rangle$	0.026**		
		$\langle LEC \rangle - \langle LAC \rangle$	0.486	0.000***	0.000***	$\langle LAC \rangle - \langle PRC \rangle$		
						$\langle FIX \rangle - \langle MA \rangle$	$\langle FIX \rangle - \langle INT \rangle$	$\langle FIX \rangle - \langle R\&D \rangle$
						0.081*	0.052*	0.000***
						$\langle MA \rangle - \langle INT \rangle$	$\langle MA \rangle - \langle R\&D \rangle$	$\langle INT \rangle - \langle R\&D \rangle$
						0.201	0.000***	0.000***

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.

公司的固定资产和股权投资规模均随控制权 - 现金流权分离度的增加而整体攀升。但是, LEC、LAC 和 PRC3 类终极控制特征下的资本投资规模随控制权 - 现金流权分离度增加而扩大的趋势则呈现出不同程度的分化。地方企业集团( LEC) 和资产公司( LAC) 分别在固定资产和股权投资中交替最大化。这与两类终极股东的运营模式和谋利能力密切相关。企业集团( LEC) 的终极股东即或原先不属于工商产业范畴, 入行后也具有行业的持续生产和运营经验, 具有通过深度介入上市公司固定资产投资来谋求控制权利益的比较优势。相对而言, 资产公司( LAC) 更类似于金融控股集团, 其终极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, 但却更擅长于股权投资与资本运作。此外, 民营和私有产权控制( PRC) 的上市公司, 其固定资产和股权投资水平随控制权 - 现金流权分离度增加而上升的程度居中。

其次, 无形资产和 R&D 投资规模统计结果的差异化特征体现为两个方面。一方面, 不同终极控制类型下的 R&D 投资规模与控制权 - 现金流权分离度呈负向关系, 即随着控制权 - 现金流权分离度的增加, 大股东体现出逐步削减 R&D 投资的动机。另一方面, 尽管地方企业集团( LEC) 和资产公司( LAC) 终极控制下的无形资产投资水平均与控制权 - 现金流权分离度呈正相关关系, 但民营终极控制下的无形资产投资则未表现出控制权 - 现金流权分离下的利益谋求动机。对于民营控股( PRC) 的上市公司而言: 首先, 土地使用权和特许使用权作为无形资产中稀缺和垄断程度最高的资源, 民营企业基本上不可能在中央和地方两级公共资源配置体系内与国有企业享受同等的待遇和机会获取这些独占权利。其次, 尽管民营企业专利权等技术类无形资产的绝对体量和规模偏小, 但在无形资产总量中所占比例较大。

在描述性统计的基础上, 分别进行了 Kruskal Wallis H 非参数的组间检验和 Mann-Whitney U 的两两检验, 结果发现不同类型终极股东的相同类型投资规模存在显著性差异。在不同控制权 - 现金流权分离度下, 固定资产投资、无形资产投资、股权投资和 R&D 投资规模大都存在显著性差异。

### 3.2 回归结果分析

表4 报告了终极控制对固定资产和股权投资两类资本投向的影响及程度。首先, 从样本总体的

回归结果来看: 终极股东控制权 - 现金流权分离  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  均与固定资产投资、股权投资规模显著正相关。其次, 从控制权 - 现金流权分离  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  的分类回归结果来看, 终极控制对固定资产和股权投资的影响表现出两方面的特征。一方面, 在 3 个分离度分布区间内,  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  不仅对固定资产和股权投资具有显著的正向推动作用, 而且随着终极股东现金流权的减少, 尽管  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  对投资规模的影响程度逐步上升, 但影响的边际贡献率却逐步降低。在固定资产投资中,  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  的影响程度从 1.165 上升到 2.130, 增加了 1.83 倍; 在股权投资中,  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  的影响程度从 1.283 上升到 2.080, 增加了 1.6 倍。另一方面, 从终极股东类型  $\langle CEC \rangle$ 、 $\langle LEC \rangle$ 、 $\langle LAC \rangle$  和  $\langle PRC \rangle$  与分离度  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  共同作用的回归结果来看(表2) 央企集团终极股东的现金流权变化与固定资产投资、股权投资均无显著的相关性。在地方企业集团控制的公司中, 终极股东现金流权对固定资产投资的敏感性最高, 在 3 组回归结果中分别达到了 2.680、4.353 和 4.641, 高于地方资产公司 12%  $\ominus$  21%, 高于民营和私有公司 10%  $\ominus$  27%。在地方资产公司中, 终极股东现金流权对股权投资投资的敏感性最高, 在 3 组回归结果中分别达到 2.827、4.375 和 4.561, 高于地方企业集团 6%  $\ominus$  22%, 高于民营和私有公司 48%  $\ominus$  105%。最后, 对于民营和私有产权控制的上市公司, 尽管其固定资产投资和股权投资规模对现金流分离度  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle \times \langle PRC \rangle$  具有显著的敏感性, 但敏感程度均低于两类地方国有产权上市公司。

表5 则报告了终极控制对无形资产和 R&D 投资两类资本投向的影响及程度。与固定资产和股权投资的回归结果不同, 终极股东控制权 - 现金流权分离  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  与样本总体的无形资产投资规模显著正相关, 而与 R&D 投资规模则显著负相关。进一步从终极股东的类型 CEC、LEC、LAC 和 PRC 与分离度  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  的共同作用来看, 央企集团的终极控制特征  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle \times \langle CEC \rangle$  对无形资产和 R&D 投资的影响不显著, 而民营产权的分离度  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  则对无形资产投资无显著影响。地方企业集团终极控制下的分离度  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  对累积无形资产和削减 R&D 投资的作用最大。在相同分离度  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  下, 地方企业集团终极股东聚集无形资产的程度比地方资产公司高 7.3%; 削减

R&D 投资的程度分别比地方资产公司和民营产权 高 22% 和 62%.

表 4 终极控制与固定资产投资、股权投资回归结果

Table 4 Regression results of fixed asset investment and equity investment under ultimate control

	被解释变量 $\langle \Delta FIX \rangle / \langle FIX \rangle$				被解释变量 $\langle \Delta MA \rangle / \langle MA \rangle$			
	样本总体	分离度			样本总体	分离度		
		1 ~ 1/3	1/3 ~ 1/5	1/5 以下		1 ~ 1/3	1/3 ~ 1/5	1/5 以下
截距	2.476* (1.852)	-0.731 (-0.934)	1.451* (1.720)	-2.523 (-0.781)	-0.639 (-0.940)	1.080 (0.471)	-0.506 (-0.800)	0.792* (1.865)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i$	1.252** (2.316)	1.165*** (3.150)	1.943* (1.702)	2.130*** (3.687)	1.166* (1.673)	1.283** (2.302)	1.825* (1.835)	2.080*** (3.970)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle CEC \rangle$	1.324 (0.438)	3.856 (0.860)	2.300 (0.825)	2.182* (1.720)	-1.927 (-0.703)	-3.501 (-0.400)	2.161* (1.750)	2.313 (0.801)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle LEC \rangle$	2.914** (1.992)	2.680* (1.897)	4.353*** (2.980)	4.641*** (4.209)	2.026** (2.107)	2.316** (2.002)	4.169*** (3.109)	4.267*** (2.721)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle LAC \rangle$	2.393** (2.100)	2.315* (1.811)	3.822*** (2.870)	4.110*** (3.314)	2.341** (2.383)	2.827*** (2.923)	4.375*** (3.027)	4.561*** (3.673)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle PRC \rangle$	2.451* (1.690)	2.102** (2.368)	3.635** (2.344)	4.030*** (3.752)	1.965* (1.761)	1.380** (2.175)	2.816** (2.151)	3.083*** (4.411)
$\langle CF \rangle_i$	-0.161 (-0.830)	0.253 (0.760)	-9.485 × 10 <sup>-2</sup> ** (-2.373)	0.304** (1.979)	0.245 (0.583)	-0.321 (-0.602)	0.231 (0.850)	8.261 × 10 <sup>-2</sup> ** (2.181)
$\langle LEV \rangle_i$	-0.325** (-2.350)	-0.223* (-1.630)	0.242 (0.855)	-0.324 (-0.840)	-0.461** (-2.149)	-0.358* (-1.705)	-0.375 (-1.383)	-0.531 (-0.904)
$\langle DIV \rangle_i$	-1.218 (-0.240)	1.323 (0.642)	-0.724* (-1.922)	1.499 (0.417)	0.875 (0.601)	-0.863** (-2.157)	0.640 (0.803)	-0.532** (-2.103)
$\langle SIZE \rangle_i$	0.004124** (2.059)	0.006704* (1.761)	0.005809 (0.800)	0.002839*** (2.970)	0.003209 (1.504)	-0.005237 (-0.806)	0.005321*** (3.501)	0.003143 (0.821)
$\langle EBIT \rangle_i$	0.390 (0.805)	0.403 (0.641)	0.716* (1.949)	0.505 (0.732)				
$\langle ROA \rangle_i$					0.281** (1.949)	0.326** (2.429)	0.438 (0.821)	0.516 (0.688)
$\langle OWN \rangle_i$	-0.318 (-0.820)	-0.561* (-1.828)	0.396 (0.919)	-0.453 (-0.780)	0.275 (0.649)	0.390 (0.635)	0.272 (0.830)	-0.315* (-1.595)
$D_i$	0.517* (1.903)	0.351** (2.146)	0.243** (2.438)	0.501** (2.186)	0.430 (0.831)	-0.276 (-1.001)	0.414*** (2.817)	0.420 (0.972)
$\langle IND \rangle$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$\langle YEAR \rangle$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.172	0.204	0.195	0.216	0.194	0.241	0.275	0.250
F	32.214	34.956	39.238	32.761	33.440	61.648	64.525	54.824
$\langle DW \rangle$	1.848	2.205	1.936	2.495	1.760	2.203	1.921	2.153
$\langle VIF \rangle$	3.277	3.428	2.036	3.845	3.003	4.625	2.141	3.907

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, 并经 White 异方差稳健性修正.

表 5 终极控制与无形资产投资、R&D 投资回归结果

Table 5 Regression results of intangible asset investment and R&D investment under ultimate control

解释变量	被解释变量 $\langle \Delta INT \rangle / \langle INT \rangle$				被解释变量 $\langle \Delta R\&D \rangle / \langle R\&D \rangle$			
	样本总体	分离度			样本总体	分离度		
		1 ~ 1/3	1/3 ~ 1/5	1/5 以下		1 ~ 1/3	1/3 ~ 1/5	1/5 以下
截距	-0.182** (-2.151)	2.104 (0.723)	1.030 (0.421)	-0.657 (-0.740)	1.207 (0.389)	-1.322*** (-2.792)	1.694* (1.733)	0.163 (0.260)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i$	0.911* (1.740)	1.047 (1.210)	1.750** (1.963)	2.135*** (3.294)	-0.456 (-0.827)	-0.725 (-1.323)	-1.016*** (-2.731)	-1.701*** (-3.109)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle CEC \rangle$	2.416 (0.552)	-2.315 (-0.620)	2.332 (1.327)	2.651** (2.050)	1.373 (0.162)	2.672 (0.815)	1.411 (1.202)	-1.834** (-2.505)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle LEC \rangle$	1.917* (1.835)	2.124** (2.250)	3.755*** (4.310)	3.934*** (2.978)	-1.941* (-1.700)	-1.140** (2.415)	-2.201** (-2.105)	-3.148** (-2.180)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle LAC \rangle$	1.787* (1.641)	1.805 (0.730)	3.250*** (4.202)	3.405*** (3.962)	-1.199* (-1.712)	-0.932* (-1.827)	-1.414*** (-6.160)	-2.727*** (-3.280)
$\left(\frac{\langle CSR \rangle}{\langle CTR \rangle}\right)_i \times \langle PRC \rangle$	-1.512 (-0.390)	2.109* (1.850)	-2.073* (-1.945)	-2.314 (-0.898)	-1.468 (-0.761)	0.610 (0.723)	-2.152** (-1.961)	-3.060*** (-4.217)
$\langle CF \rangle_i$	0.157** (2.312)	-9.156 × 10 <sup>-2</sup> ** (-2.034)	0.164 (0.515)	0.305*** (3.313)	-9.273 × 10 <sup>-2</sup> ** (-2.304)	-8.728 × 10 <sup>-2</sup> * (1.693)	-0.126** (-2.546)	-0.101*** (-4.125)
$\langle LEV \rangle_i$	0.287 (1.260)	0.232 (0.610)	0.523** (2.192)	0.256 (0.831)	-0.196 (-0.338)	-0.146* (-1.705)	-8.272 × 10 <sup>-3</sup> * (-1.924)	-7.170 × 10 <sup>-3</sup> ** (2.456)
$\langle DIV \rangle_i$	-0.632* (-1.720)	0.408 (0.385)	-0.515* (-1.941)	0.703 (1.210)	-0.407* (-1.680)	0.353 (0.190)	-0.232** (-2.156)	-0.414* (-1.761)
$\langle SIZE \rangle_i$	4.400 × 10 <sup>-3</sup> * (1.832)	3.425 × 10 <sup>-3</sup> (0.495)	6.460 × 10 <sup>-3</sup> (0.611)	7.092 × 10 <sup>-3</sup> *** (3.134)	5.161 × 10 <sup>-3</sup> (0.707)	-4.032 × 10 <sup>-3</sup> (-0.327)	2.627 × 10 <sup>-3</sup> *** (3.904)	1.435 × 10 <sup>-3</sup> (0.810)
$\langle EBIT \rangle_i$	0.532 (0.404)	0.310 (0.918)	0.624 (0.433)	-1.210* (-1.753)				
$\langle ROA \rangle_i$					0.146 (0.940)	0.127* (1.897)	-0.201 (-0.149)	-0.166* (-1.830)
$\langle OWN \rangle_i$	0.301 (0.512)	0.390** (2.416)	-1.202** (-2.527)	-0.651* (-1.723)	0.167 (0.780)	-9.479 × 10 <sup>-3</sup> ** (-2.130)	-0.115*** (-2.752)	8.298 × 10 <sup>-3</sup> (0.527)
$D_i$	0.316** (1.967)	0.305 (0.519)	0.509** (2.544)	0.298* (1.902)	-9.304 × 10 <sup>-3</sup> ** (-2.361)	0.141 (0.650)	-8.298 × 10 <sup>-3</sup> *** (-5.030)	-0.181 (-0.635)
$\langle IND \rangle$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$\langle YEAR \rangle$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.213	0.221	0.251	0.238	0.207	0.263	0.234	0.252
F	32.605	73.931	74.913	65.359	40.822	48.071	63.883	79.476
$\langle DW \rangle$	1.849	2.492	1.806	2.381	1.704	2.33	1.901	2.131
$\langle VIF \rangle$	2.927	3.864	2.492	4.270	3.860	4.157	2.373	3.414

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, 并经 White 异方差稳健性修正。

从控制权 - 现金流权分离  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  的 终极控制对无形资产和 R&D 投资的影响表现出 分组回归结果来看, 对固定资产和股权投资而言, 两方面的差异化特点. 首先, 在 5 个分离度分布区

间内,在民营企业之中  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  对无形资产投资并无正向推动效果.可见,由于天然处于国有经济的体系之外,民营产权在“采矿权、特许经营权和土地使用权”等稀缺性、垄断性无形资产的投资竞争处于“边缘化”地位.对于这些领域的无形资产投资,民营产权长期以来更多只能选择等待或退出.其次,随着终极股东现金流权的减少,  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  对 R&D 投资规模的削弱程度不仅逐步上升,而且削弱的边际效果也逐步增大.在  $\langle R \& D \rangle$  投资中,  $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$  的削弱程度增

加了 2.3 倍(从 -0.425 上升到 -1.701).由此可见,由于缺乏刚性效力的  $\langle R \& D \rangle$  投资要求和创新制度保障,随着现金流权的减少,终极股东有更大的动力,并且无所顾虑地削减对其控制权收益无贡献的  $\langle R \& D \rangle$  投资.

### 3.3 终极控制下的资本投向配置绩效

表 6 报告了资本投向的结构分布对总体投资绩效的影响.从样本总体的检验情况来看,固定资产投资和股权投资对总体的投资绩效具有负面作用,但影响的效果不显著.

表 6 终极控制下的资本投向结构分布与总体投资绩效回归结果

Table 6 Regression results of different capital allocation and investment performance under ultimate control

被解释变量	解释变量	控制权 - 现金流权分离度 $\langle CSR \rangle / \langle CTR \rangle$ 分布						
		样本总体	1 ~ 1/2	1/2 ~ 1/3	1/3 ~ 1/4	1/4 ~ 1/5	1/5 以下	
投资收益率 $\langle ROA \rangle_{it}$	样本总体	$(\langle \Delta FIX \rangle / \langle FIX \rangle)_{it-1}$	-0.406 0 (-0.792)	0.256* (1.590)	0.152 (0.728)	-0.483** (-2.341)	-0.301*** (-2.832)	-0.245** (-2.527)
		$(\langle \Delta MA \rangle / \langle MA \rangle)_{it-1}$	-0.243 0 (-0.616)	0.091 (0.742)	0.370 (1.189)	-0.479*** (-3.687)	-0.072* (-1.810)	-0.115* (-1.727)
		$(\langle \Delta INT \rangle / \langle INT \rangle)_{it-1}$	0.324 (0.606)	0.183 (0.127)	0.406 (0.896)	-0.482** (-2.169)	-0.128** (-2.414)	-0.070*** (-3.516)
		$(\langle \Delta R \& D \rangle / \langle R \& D \rangle)_{it-1}$	0.651** (2.165)	0.072* (1.604)	0.065*** (3.467)	0.159** (2.327)	0.093** (2.230)	0.520*** (3.351)
		$\langle LEV \rangle_{it-1}$	-0.321 (-0.376)	-0.419* (-1.832)	0.432 (0.536)	-0.523 (-0.830)	0.565* (1.707)	0.475 (0.628)
		$\langle SIZE \rangle_{it-1}$	0.004610 (1.493)	0.004629 (0.728)	-0.003912*** (-2.730)	0.005608 (0.799)	0.003910 (0.803)	0.004346** (1.816)

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.

进一步综合分组样本的回归结果可以发现(见表 7)地方性两类国有企业终极股东自利动机下的固定资产过度投资和股权并购扩张,可能降低了样本企业总体的资本配置效率.无形资产投入对投资绩效的正向贡献不显著,R&D 投资对资本配置绩效具有显著的促进作用.在控制权 - 现金流权的分组回归中发现,固定资产投资、股权投资和无形资产投资对总体资本配置绩效的负向影响程度,均随控制权 - 现金流权分离程度的增大而同步增加,而增加 R&D 投资在投向分布中的比例,则有助于提升资本配置的绩效.再从终极控制类型的分类样本回归结果来看,在央企集团最终控制的上市公司中,资本投向分布没有损害整体的资本配置绩效,而且提升 R&D 投资的强度可

以进一步提高总体效率.与中央企业上市公司相反,地方企业集团和资产公司控制的两类上市公司,其固定资产投资、股权投资和无形资产投资均与总体投资绩效显著负相关.而 R&D 投资与总体投资收益的显著正相关表明,增加 R&D 投资整体上有利于提升资本投资的总体效率,并抑制终极股东自利动机下的投资结构异化.最后,就民营上市公司而言,其资本在固定资产和股权投资中的分布对总体资本配置绩效的作用效果与地方国有产权的公司类似.而无形资产投资正如本文理论背景部分所述,因其资产构成的非特许和非垄断性,民营终极股东通过无形资产投资获取控制性资源的难度较大,成本较高,因此其无形资产投资对投资效率未产生损害效应.

表 7 不同终极控制类型下的资本投向结构分布与投资绩效回归结果

Table 7 Regression results of different capital allocation and investment performance under different ultimate control

被解释变量	解释变量	控制权 - 现金流权分离度 $\langle \text{CSR} \rangle / \langle \text{CTR} \rangle$ 分布						
		样本总体	1 ~ 1/2	1/2 ~ 1/3	1/3 ~ 1/4	1/4 ~ 1/5	1/5 以下	
投资收益率 $\langle \text{ROA} \rangle_{it}$	中央企业 集团控制 $\langle \text{CEC} \rangle$	$(\langle \Delta \text{FIX} \rangle / \langle \text{FIX} \rangle)_{it-1}$	0.163 (0.821)	0.170** (2.467)	0.168* (1.892)	0.285 (0.710)	0.322 (0.342)	-0.103 (-1.016)
		$(\langle \Delta \text{MA} \rangle / \langle \text{MA} \rangle)_{it-1}$	0.210* (1.816)	0.535* (1.805)	-0.643 (-0.326)	-0.412 (-0.725)	-0.468 (-0.802)	0.251 (2.217)
		$(\langle \Delta \text{INT} \rangle / \langle \text{INT} \rangle)_{it-1}$	0.123 (0.308)	0.407* (1.892)	0.418 (0.342)	-0.491 (-0.235)	0.570 (0.713)	-0.369* (-1.701)
		$(\langle \Delta \text{R\&D} \rangle / \langle \text{R\&D} \rangle)_{it-1}$	0.310* (1.851)	0.632*** (2.718)	0.357** (2.492)	0.561** (2.323)	0.480** (2.201)	0.387** (2.269)
		$\langle \text{LEV} \rangle_{it-1}$	0.350** (2.161)	0.314 (0.702)	-0.407 (-0.725)	-0.382* (-1.873)	0.282 (0.591)	0.496 (0.972)
		$\langle \text{SIZE} \rangle_{it-1}$	0.003460** (2.387)	0.005615 (0.845)	0.006491*** (3.940)	0.003145 (0.716)	0.006238 (0.932)	0.005106** (2.372)
	地方企业 集团控制 $\langle \text{LEC} \rangle$	$(\langle \Delta \text{FIX} \rangle / \langle \text{FIX} \rangle)_{it-1}$	-0.238** (-2.317)	0.061 (0.783)	-0.157** (-2.094)	-0.434*** (-3.290)	-0.230* (-1.756)	-0.092*** (-3.151)
		$(\langle \Delta \text{MA} \rangle / \langle \text{MA} \rangle)_{it-1}$	-0.523** (-2.197)	0.602 (1.240)	-0.338*** (-4.316)	-0.215** (-2.382)	-0.159** (-2.105)	-0.063** (-2.314)
		$(\langle \Delta \text{INT} \rangle / \langle \text{INT} \rangle)_{it-1}$	-0.380** (-2.120)	0.052 (0.834)	-0.472* (-1.921)	-0.528*** (-2.691)	-0.243* (-1.830)	-0.089** (-2.321)
		$(\langle \Delta \text{R\&D} \rangle / \langle \text{R\&D} \rangle)_{it-1}$	0.711** (2.370)	0.520* (1.812)	0.632* (1.906)	0.738** (2.187)	0.356*** (3.272)	0.497** (2.216)
		$\langle \text{LEV} \rangle_{it-1}$	0.216** (2.030)	0.368 (0.761)	0.462** (2.324)	0.417 (0.623)	-0.518 (-0.845)	0.403** (2.137)
		$\langle \text{SIZE} \rangle_{it-1}$	-0.005161* (-1.920)	0.003794 (0.550)	-0.005950** (-2.456)	0.006107 (1.082)	0.004182 (0.726)	-0.006516** (-2.273)
	地方资产 经营公司 控制 $\langle \text{LAC} \rangle$	$(\langle \Delta \text{FIX} \rangle / \langle \text{FIX} \rangle)_{it-1}$	-0.139* (-1.783)	0.251 (0.815)	-0.413** (1.867)	-0.363** (-2.161)	-0.129*** (-3.891)	-0.067** (-2.530)
		$(\langle \Delta \text{MA} \rangle / \langle \text{MA} \rangle)_{it-1}$	-0.497** (-2.320)	0.523 (0.705)	-0.410 (1.116)	-0.213*** (-3.893)	-0.126*** (-3.290)	-0.402*** (-3.764)
		$(\langle \Delta \text{INT} \rangle / \langle \text{INT} \rangle)_{it-1}$	-0.377 (-0.903)	0.418 (1.215)	-0.480* (-1.816)	-0.253*** (-3.262)	-0.138** (-2.340)	-0.516*** (-4.587)
		$(\langle \Delta \text{R\&D} \rangle / \langle \text{R\&D} \rangle)_{it-1}$	0.515*** (3.210)	0.430*** (3.027)	0.618** (1.831)	0.407** (2.340)	0.234** (2.376)	0.493*** (4.208)
		$\langle \text{LEV} \rangle_{it-1}$	0.285 (0.429)	0.237 (0.816)	0.380* (1.815)	0.461* (1.565)	0.363 (0.982)	0.479* (1.723)
		$\langle \text{SIZE} \rangle_{it-1}$	0.004156* (1.830)	0.005120** (2.534)	0.003918 (0.837)	-0.002694 (-0.906)	0.006019** (2.423)	0.004320 (0.925)
	民营和 私有产 权控制 $\langle \text{PRC} \rangle$	$(\langle \Delta \text{FIX} \rangle / \langle \text{FIX} \rangle)_{it-1}$	0.410 (0.921)	0.095* (1.685)	0.319 (0.943)	-0.412*** (-3.572)	-0.082** (-2.316)	-0.497*** (-3.510)
		$(\langle \Delta \text{MA} \rangle / \langle \text{MA} \rangle)_{it-1}$	0.259 (0.831)	0.171* (1.708)	0.450 (1.278)	-0.463*** (-2.910)	-0.401** (-2.153)	-0.161*** (-3.122)
		$(\langle \Delta \text{INT} \rangle / \langle \text{INT} \rangle)_{it-1}$	0.201** (2.278)	0.641* (1.635)	0.572* (1.812)	0.160 (0.431)	0.498 (0.808)	0.463 (0.592)
		$(\langle \Delta \text{R\&D} \rangle / \langle \text{R\&D} \rangle)_{it-1}$	0.083** (2.346)	0.092* (1.809)	0.156*** (3.275)	0.149** (2.516)	0.231** (2.182)	0.071*** (3.176)
		$\langle \text{LEV} \rangle_{it-1}$	0.385** (2.243)	-0.316 (-0.901)	0.427* (1.901)	0.390* (1.627)	-0.432 (-1.167)	0.241* (1.834)
		$\langle \text{SIZE} \rangle_{it-1}$	0.006050 (0.819)	0.005121 (1.071)	0.004074*** (2.726)	0.006.82** (2.061)	0.003467 (0.851)	0.005182* (1.795)

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。

### 3.4 稳健性检验

为检验上述回归结果的稳健性,本文进行了如下的敏感性分析.首先,以控制权比例与现金流权比例之差,即〈CRT〉与〈CST〉之差来衡量终极股东的控制权-现金流权分离度.其次,分别采用期末的固定资产、股权投资、无形资产和R&D投资的存量之和〈GIN〉,替代相应的期初值,对各资本投向的增量指标进行标准化.最后,在各资本投向分布对总体投资绩效的检验中,采用固定资产、股权投资、无形资产和R&D投资的存量之和〈GIN〉作为分母,对各资本投向的度量指标进行标准化.上述变量替换后的回归结果与前文的结论一致.基于上述敏感性分析,本文认为,前文的结论是比较稳健的.

## 4 结束语

基于终极股东自利动机与资本投向选择差异的理论阐释,在我国上市公司特定的所有权制度背景和终极控制类型下,本文实证考察了终极控制下的资本投向结构分布及其对总体投资绩效的影响.研究表明:1)整体而言,终极股东的现金流权比例越低,越有动机增加固定资产、无形资产和股权并购上的自利性资本投入,并且削减具有公益性和共享性特征的R&D投资;2)终极控制对资本投向的影响因所有权控制特征的不同存在差异.首先,就地方控制的两类上市公司而言,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,客观上均为两类终极股东通过更大规模的资本投资聚集控制性资源、谋取控制权收益创造了条件.一方面,随着终极股东控制权-现金流权分离度的逐步增加,地方企业集团(LEC)所控上市公司的固定资产投资规模和增速最大,固定资产的谋利动机和控制权价值效应明显;另一方面,地方资产公司(LAC)控制的上市公司,其股权投资水平随控制权-现金流权分离度增加而上升的趋势最为强劲.地方企业集团(LEC)和资产公司(LAC)分别在固定资产和股权投资中的交

替最大化,与两类终极股东的运营模式和谋利能力密切相关.其次,相对于国有上市企业而言,民营上市公司天然处于国有经济的互济系统之外.对于无形资产中稀缺和垄断程度最高的土地使用权、特许使用权和采矿权等资源,民营企业基本上不可能在中央和地方两级公共资源配置体系内与国有企业享受同等的待遇和机会获取这些独占权利.因此,在垄断和稀缺资源的限入门槛下,民营上市公司终极股东的现金流权与无形资产投资规模无关;3)终极股东在固定资产、股权和无形资产上的自利性投入,不仅损害了整体的资本配置绩效,而且导致了资本投资结构的异化.增加资本在R&D上的投入,减少自利性的资本投向投入,可以达到提升资本配置绩效的作用;而如果将固定资产投入、股权投入和无形资产投入中形成私有收益的部分直接转换到R&D投资上,则可以实现促进投资效率的叠加效应.

本文研究结论的政策启示在于:首先,进一步完善各级土地使用权、采矿权和特许使用权等垄断性资源的市场化交易机制.通过国家投资计划实施中的制度配套建设,设计公平竞争与合理的激励机制,以抑制地方上市企业在垄断性无形资产投资上的私有收益谋取.其次,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,减少控制权与现金流权的分离度.通过提高终极股东的现金流权比例,矫正终极股东资本投向选择中的过度自利动机,以规避因投资结构异化对投资效率的损害.最后,较地方企业集团控制的上市公司而言,中央企业上市公司尽管也是企业集团控制,也具有较高的控制权与现金流权分离度,但其终极股东通过各类资本投向谋取私有收益的效果并不明显.因此,加大地方性公共治理力度,针对地方性企业所涉及的国家配套投资,设计相应的外部监管措施.根据产业特征将不同类型的R&D投资纳入相应的企业控制人业绩评价框架,将在一定程度上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]经济增长前沿课题组. 高投资、宏观成本与经济增长的持续性[J]. 经济研究, 2005, (10): 12-23.  
Economic Growth Frontier Subject Team. High growth of investment, macro-cost and the sustainability of economic growth [J]. Economic Research Journal, 2005, (10): 12-23. (in Chinese)
- [2]Wei Shangjin, Wasted Capital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China[R]. IMF, 2007, 9: 21-37
- [3]Jensen M C. Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(3): 323-329.
- [4]Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(4): 737-783.
- [5]LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54(5): 471-517.
- [6]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.
- [7]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59(4): 537-600.
- [8]Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(4): 1155-1177.
- [9]Lu T, Haresh S. Auditor conservatism and investment efficiency[J]. The Accounting Review, 2009, 84(6), 1933-1958.
- [10]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)
- [11]杨培鸿. 重复建设的政治经济学分析: 一个基于委托代理框架的模型[J]. 经济学(季刊), 2006, 5(1): 179-190.  
Yang Peihong. The political economy of repetitive investment: A model [J]. China Economic Quarterly, 2006, 5(1): 179-190. (in Chinese)
- [12]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, 11(1): 101-111.  
Xu Nianhang, Lai Jianqing, Wu Shinong. Survey of corporate finance and investor legal protection [J]. Journal of Management Sciences in China, 2008, 11(1): 101-111. (in Chinese)
- [13]Gu Feng, Wang Weimin. Intangible assets, information complexity, and analysts' earnings forecasts [J], Journal of Business Finance & Accounting, 2005, 32(6): 1673-1703.
- [14]邵红霞, 方军雄. 我国上市公司无形资产价值相关性研究——基于无形资产明细分类信息的再检验[J]. 会计研究, 2006, (12): 25-33.  
Shao Hongxia, Fang Junxiong. Study on intangible asset value correlation of Chinese listed company [J]. Accounting Research Journal, 2006, (12): 25-33. (in Chinese)
- [15]Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [J]. Journal of Finance, 1993, 48(3): 831-880.
- [16]Walker M D. Industrial groups and investment efficiency [J]. Journal of Business, 2005, 78(5): 1973-2002.
- [17]Kevin C, Chen Zhihong, Wei K C. Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 36(2): 54-63.
- [18]李善民, 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究, 2002, (11): 28-37.  
Li Shanmin, Chen Yugang. Study on wealth effects of M&A of listed companies [J]. Economic Research Journal, 2002, (11): 28-37. (in Chinese)
- [19]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)

[20] Guellec D, van Pottelsberghe B. Does government support stimulate private R&D? [J]. *OECD Economic Studies*, 1997, 2(29): 96 - 122.

[21] Kim Hicheon, Kim Heechun, Lee Peggy M. Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments [J]. *Organization Science*, 2008, 19(3): 404 - 418.

[22] 吴延兵. 市场结构、产权结构与 R&D——基于中国制造业的实证研究 [J]. *统计研究*, 2007, 10(5): 52 - 63.

Wu Yanbing. Market structure, ownership structure and R&D—An empirical study on Chinese manufacturing industry [J]. *Statistics Research Journal*, 2007, 24(5): 60 - 66. (in Chinese)

[23] 李丹蒙, 夏立军. 股权性质、制度环境与上市公司 R&D 强度 [J]. *财经研究*, 2008, 8(4): 93 - 105.

Li Danmeng, Xia Lijun. Ownership type, the institutional environment and R&D intensity of Chinese listed firms [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2008, 8(4): 93 - 105. (in Chinese)

## Ultimate control, capital allocation and investment performance

*HAO Ying, LI Xiao-ou, LIU Xing*

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

**Abstract:** Based on the theory of ultimate shareholders' self-interest motivation and the selection difference over capital allocations, this paper empirically studies the capital allocation structure and its influence on the overall investment performance in the situation of ultimate control. Here are the conclusions: (1) The lower the cash flow right of ultimate shareholders has, the bigger their motivation to increase investment on fixed asset, intangible asset, equity merge and cut R&D investment will be; (2) With the lowering of the right of cash flow, the fix asset investment scale and speed of local enterprise groups increase, and the equity investment of local asset enterprises have a stronger growth trend, which is closely related to the operation model and profit capability of the two kinds of local state ultimate shareholders; (3) Since it is too difficult to obtain privilege and monopoly right, the impact of private ultimate shareholders' self-interest motivation on intangible assets investment is not obvious; (4) Under the ultimate shareholders' self-interest motivation, the investment choices not only reduce the over-all capital allocation performance, but also lead to the dissimilation of the capital investment structure. These findings are very valuable in understanding the reason of inefficiency on microcosmic investment behind the high growth of Chinese economy from the property right angle, and provide evidence for improving the property right inspiring system of innovative technique investment theoretically and empirically.

**Key words:** ultimate control; capital allocation; investment structure; investment performance