股权分置改革能抑制控股股东过度投资行为吗？

黄 晶[1]，陈工孟[1]，包文卿[1]，陈峥嵘[2]
(1. 上海交通大学 安泰经济与管理学院，上海 200052；
2. 海通证券股份有限公司 研究所，上海 200001)

摘 要：文章基于上市公司投资行为的视角研究了控股股东侵占与公司治理问题，特别考察了股权分置改革是否有助于缓解控股股东过度投资。基于 Richardson(2006)预期投资模型，文章的研究结果显示控制权与现金流权分离度对过度投资有显著的正向影响，而股权分置改革能够显著弱化这种分离度与过度投资之间的正向关系。政府控股公司比私人控股公司的过度投资更为严重，而改善外部治理环境在一定程度上可以抑制过度投资。文章为控股股东侵占行为提供了证据，同时表明股权分置改革有效缓解了过度投资。

关键词：控股股东；过度投资；公司治理；股权分置改革

中图分类号：F271 **文献标识码**：A **文章编号**：1001-9952(2011)10-0026-11

一、引 言

La Porta 等(1999)的开创性研究表明，除了英、美等少数国家，股权集中是世界范围内普遍存在的现象。学术界对公司治理研究关注的焦点也从早期的股权分散型公司中管理者与股东之间的代理冲突转向股权集中型公司中控股股东与外部中小股东之间的代理冲突。尽管这两类代理问题的性质有很大差异，但它们存在一些共同点，即掌握了公司经营决策控制权的内部人(管理者或控股股东)其控制权与现金流权有很大程度的分离，内部人有很强的动机采取机会主义行为，攫取控制权私人收益但无须为这些私人收益付出多少成本，其后果是侵占了公司资源、损害了外部人(其他投资者)利益。国际上控股股东保持对公司控制权的方式主要有发行二元股份、金字塔持股结构和交叉持股三种，每种方式都使控股股东对公司的控制权和现金流权发生了分离。

收稿日期：2011-06-07
基金项目：国家自然科学基金项目(70872073)
作者简介：黄 晶(1977—)，男，湖南长沙人，上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生；
陈工孟(1964—)，男，浙江温州人，上海交通大学安泰经济与管理学院教授；
包文卿(1983—)，男，上海人，上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生；
陈峥嵘(1969—)，男，江苏南京人，海通证券股份有限公司研究所高级分析师。

控股股东侵害外部中小股东的渠道多种多样，通常包括股利政策（Faccio 等，2001）、关联交易（Bae 等，2002）和过度投资（杨华军等，2007）等。

在公司投资行为上，控股股东与中小股东的代理冲突可能导致公司以高于市场均衡水平的价格购买控股股东所掌控的其他公司资产或投资于使控股股东所掌控的其他公司在生产上能获得协同效应的产业，控股股东从中能够获得私人收益。尤其是当公司的自由现金流非常充裕时，控股股东有强烈的动机将其投入到能提高其私人利益而非使股东价值最大化的项目上。控股股东有可能为了追求自身的控制权私利，利用其对公司经营决策的掌控权消耗公司自由现金流等资源，这会扭曲公司的投资行为，进而降低公司价值并损害中小股东利益。

在计划经济向市场经济转型过程中，中国上市公司形成了特殊的股权结构：首先，股权集中度非常高，平均而言，第一大股东持股比例在 40%左右；其次，许多上市公司由国有企业转制而来，政府是许多上市公司的实际控制人；最后，股权分置改革前存在流通股和非流通股并存的股权分置结构。股权集中促使我们从控股股东与中小股东代理冲突的角度思考公司治理问题。政府控制和股权分置实际上都是使控股股东的控制权和现金流权发生分离的方式。就政府控制的国有企业而言，其所有者是泛化的全体国民，而掌握控制权的是各级政府委派的政府官员；就股权分置制度而言，掌握上市公司控制权的是非流通股股东，但他们相对于流通股股东缺失了一项很重要的现金流权——资本利得权。综合以上因素，中国的控股股东与中小股东代理冲突尤为严重。2005 年启动的股权分置改革消除了非流通股和流通股的差别，这在一定程度上降低了控股股东控制权和现金流权的分离度，因而股权分置改革应当能够缓解控股股东和中小股东之间的代理冲突。

二、文献回顾和理论分析

自 La Porta 等（1999）以来，公司治理研究的重点从股权分散型公司中管理层与股东之间的矛盾转向了股权集中型公司中控股股东与中小股东的矛盾。Johnson 等（2000）将控股股东利用控制权侵占公司资源的行为喻为“隧道行为”（或“掏空行为”）。从具体的掏空方式看，Faccio 等（2001）从股利政策角度研究了控股股东的侵占行为，发现法制环境越落后股利发放率越低。Cheung 等（2006）通过关联交易数据对香港上市公司的控股股东掏空行为进行了实证研究，发现关联交易是控股股东掏空的重要手段。在国内，高雷等（2006）和王化成等（2007）分别从控股股东占用上市公司资金和股利政策角度研究了掏空问题。王鹏（2008）发现控股股东持股比例对公司价值具有激励效应和侵占效应，而且控股股东控制权侵占效应随着投资者法律保护程度的增强而减弱。

国外经典文献对过度投资的解释主要基于管理层和股东之间的代理冲突

而展开。自由现金流量假说(Jensen,1986)认为,在企业缺乏成长机会的情况下,如果企业现有资产的现金流量超过了适度投资所需要的现金流水平,则在公司治理机制缺失的情况下,管理者容易利用自由现金流量进行过度投资。这是因为企业的扩张能够放大管理者手中的权力,增加管理者的固守程度,管理者能从中获取私利。Richardson(2006)基于预期投资模型,在控制了成长机会和融资约束等因素后研究了在股权分散的美国市场中公司治理对过度投资的影响,发现管理层控制权私利的存在导致了公司过度投资。国内对过度投资的研究主要考虑到我国特殊的制度环境。杨华军和胡奕明(2007)借鉴Richardson(2006)的方法考察了我国制度因素对自由现金流过度投资的影响。研究发现,地方政府控制和地方政府干预显著提高了自由现金流的过度投资,而金融发展则显著降低了自由现金流的过度投资。魏明海和柳建华(2007)的研究表明国有上市公司的低现金股利政策促进了过度投资,并且公司内部治理结构和外部治理环境的改善会制约国企的过度投资行为。张栋等(2008)以1999-2005年中国上市公司为样本,考察了治理机制与过度投资之间的关系。结果表明第一大股东持股比例与企业过度投资水平呈倒U型关系,国家控股上市公司过度投资倾向更明显,董事会治理与过度投资无显著关系,市场化程度高的公司过度投资水平较低。但上述文献均未从控股股东和股权分置改革的角度考察公司过度投资行为。

基于我国特殊的制度背景,潘敏等(2003)的理论模型表明即使不考虑信息不对称问题,我国上市公司同股不同权、非流通股比例过高的股权制度安排下股票市场价值过高而偏离企业资产价值以及股东行为目标差异等因素也会导致企业利用股权融资实施投资项目时发生过度投资行为,这也是我国上市公司过度投资行为普遍发生的一个主要原因。我国股权分置导致的股东目标差异越大企业过度投资发生的可能性也越大。欧阳凌等(2005)指出,在股权分置情形下流通股的流通权价值不仅增加了国有股折算溢价,而且这种高溢价激励国有股东过度投资,这是我国证券市场资源配置效率和投资效率低下的重要原因,因此有必要实行全流通的股权安排。上述两篇文献从理论上指出了股权分置会加剧过度投资,那么股权分置改革是否会缓解控股股东与中小股东代理冲突所引发的过度投资?这有待于进一步的实证研究。我们认为,理论上股权分置改革有助于控股股东获得资本利得权,得到更为充分的现金流权,也就降低了控制权与现金流权的分离度,进而缓解控股股东与中小股东的代理冲突,这应当有助于抑制控股股东的过度投资倾向,下面展开具体的实证分析并给出相应的结论。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源。本文数据主要包括三部分:第一部分是2003

—2008 年终极控股股东数据，包括终极控股股东性质、现金流权和控制权水平，这些数据通过 CSMAR 数据库和 CCER 色诺芬数据库对照整理得到，并与上交所和巨潮网站上市公司年报进行了抽样核对。其中，控股股东的定义参照 La Porta 等(1999)的拥有上市公司超过 10%控制权(投票权)的终极控制人。现金流权和控制权水平的定义和计算参照 La Porta 等(1999)。控股股东的性质可分为国家、私人和其他，其中国家包括中央政府和地方政府，私人控股包括终极控制人为个人或家族等形式。我们剔除了终极控股股东发生变动的上市公司。第二部分是 2003—2008 年相关财务数据，包括投资、资产负债率、经营性现金流量和股票收益率等，均来自 CSMAR 数据库，并且剔除了金融业、ST 股票和其他数据不全的样本，最终获得 2003—2008 年 1086 家上市公司 6230 条记录。第三部分是外部公司治理环境情况，我们采用广泛接受的樊纲等(2007)的相关数据，选取各地区市场化指数作为外部治理环境的度量指标，外部治理环境越好此指标值越大。该报告仅提供了 2001—2005 年数据，我们直接采用其中 2003—2005 年数据；考虑到治理环境的相对稳定性和连续性，我们以 2001—2005 年各地区市场化指数平均增幅为 2005—2008 年各年的增长幅度，从而获得 2006—2008 年各地区外部治理环境数据。

(二)过度投资的测度。Vogt(1994)在投资模型中加入自由现金流与投资机会的交互项，根据该交互项系数符号判断样本企业整体表现为过度投资还是投资不足，但该模型无法度量样本中每个企业在某个年份的过度投资水平。Richardson(2006)通过计量模型估算企业正常的资本投资水平，并用该模型的回归残差作为投资过度和投资不足的代理变量，考察了自由现金流量对过度投资的影响。我们也采用 Richardson(2006)的模型计量过度投资程度。企业的总投资包括维持性投资和实际新增投资。实际新增投资与正常投资水平之差为正就是过度投资。企业正常的资本投资水平估计模型如下：

$$INV_t = a_0 + a_1 growth_{t-1} + a_2 lev_{t-1} + a_3 cash_{t-1} + a_4 age_{t-1} + a_5 size_{t-1} + a_6 ret_{t-1} + a_7 INV_{t-1} + \sum ind + \sum year + \varepsilon \quad (1)$$

其中，因变量 INV_t 为 t 年资本投资量；$growth_{t-1}$ 表示企业增长机会，企业的增长机会越多其资本投资量应越大，我们使用 t—1 年的销售收入增长率作为增长机会的代理变量；lev_{t-1}、$cash_{t-1}$、age_{t-1}、$size_{t-1}$、ret_{t-1} 和 INV_{t-1} 分别表示企业 t—1 年末的资产负债率、现金持有量、公司年龄、公司规模、股票收益和 t—1年的资本投资。根据相关文献，$cash_{t-1}$、$size_{t-1}$、ret_{t-1} 和 INV_{t-1} 将对投资量产生正面影响，而 lev_{t-1} 和 age_{t-1} 与资本投资量负相关。此外，模型中还加入行业变量 ind 和年度变量 year，以充分控制行业效应和年度效应。

通过采用上市公司的数据对上述模型进行回归，我们可以得到各企业各年预期的资本投资量，然后用各企业实际投资量减去预期投资量就可以得到各企业各年的剩余投资量。如果该剩余投资量大于 0，该值便为过度投资。

表1 变量定义与说明

变量名称	符号	定义与说明
总投资	I_t	投资活动净现金流量的相反数/总资产
维持性投资	I_m	(折旧+摊销)/总资产
新增投资	I_n	总投资-维持性投资
预期新增投资	I_e	根据 Richardson(2006)计算的预期投资
过度投资	I_o	实际新增投资-预期新增投资
自由现金流	fcf	(息前税后利润+折旧与摊销-营运资本增加-资本支出)/总资产
现金流权	cfr	终极控股股东现金流权
控制权与现金流权分离度	div	控制权/现金流权
股权集中度	large	第一大股东持股比例
董事会独立性	bind	独立董事占董事会的比例
市场化指数	market	樊纲等(2007)市场化指数
成长性	growth	公司成长性
资产负债率	lev	负债/总资产
股票收益率	ret	股票年回报率
现金持有水平	cash	货币资金/年末总资产
公司年龄	age	公司 IPO 以来上市年限
公司规模	lnsize	总资产的自然对数
股权分置改革	ref	若已发生股改则为1,否则为0
年度	year	若在该年则为1,否则为0
行业	ind	若是该行业公司则为1,否则为0,按证监会行业分类共22个行业

(三)股权分置改革、公司治理与过度投资。在通过预期投资模型获得预期投资、过度投资和自由现金流的基础上,我们进一步研究股权分置改革、控股股东和公司治理机制对过度投资的影响,解释变量包括控制权与现金流权分离度、自由现金流、控股股东性质、现金流权水平、股权分置改革哑变量、控股股东持股特征的交互项和内外部公司治理机制等。实证模型如下:

$$I_{over}=\beta_0+\beta_1 large+\beta_2 ref\times large+\beta_3 cfr+\beta_4 ref\times cfr+\beta_5 div+\beta_6 ref\times div+\beta_7 state+\beta_8 fcf+\beta_9 bind+\beta_{10} mgsh+\beta_{11} market+\varepsilon \quad (2)$$

其中将 large、cfr、div 和股权分置改革的交互项分别引入模型中,以相互印证股权分置改革对控股股东(大股东)行为的影响(汪昌云等,2010)。如果股权分置改革能够抑制控股股东的过度投资,那么股权分置改革应当能提升控股股东现金流权的激励效应,反映在模型上就是股权分置改革哑变量与控股股东现金流权的交互项系数为负;同样,股权分置改革也应当能够降低控股股东控制权与现金流权分离造成的壁垒效应,反映在模型上就是股权分置改革哑变量与控股股东控制权和现金流权分离度的交互项系数也为负;股权分置改革能够提升第一大股东的激励效应,纠正其行为偏差,反映在模型上就是股权分置改革哑变量与第一大股东持股比例的交互项系数为负。

state 表示控股股东性质。自20世纪80年代以来,地方官员的晋升标准由政治指标转变为经济绩效指标,尤其是地方经济增长的绩效(Li 和 Zhou,2005)。在此逻辑下,地方官员的升迁竞争主要集中在政绩竞争,政绩竞争的核心是经济增长竞争,经济增长竞争主要靠投资推动,而投资竞争最终要依靠

各类金融资源的支撑(巴曙松等,2005)。夏立军等(2005)也指出,尽管国有企业通过改制上市,其治理结构和监管环境发生了很大变化,但是政府尤其是地方政府,它们既有动机又有能力将其自身的社会性目标或政治性目标引入其控制的上市公司中,利用其控股股东地位或经济干预能力推动和诱导上市公司过度投资。

fcf 表示公司自由现金流。一般来说,自由现金流较高的企业其投资水平更高。Opler 等(2001)发现,有过量现金的企业资本支出更大,也常常花费更多的现金用于收购活动,而且这种活动与投资机会无关。

market 表示市场化程度。在市场化程度较高的地区,政府干预能力相对较弱,金融发育程度较高,市场对资源的配置能力较强,价格能够较充分地反映资源的稀缺程度。因此,市场化程度较高的地区其过度投资水平应当较低。

bind 和 mgsh 分别表示董事会独立性和管理层持股,以考察这两种内部治理机制对过度投资的治理作用是否有效。

四、实证结果与分析

我们基于 Richardson(2006)的预期投资理论模型,在计算预期投资、过度投资和自由现金流的基础上,研究公司治理、自由现金流与过度投资关系问题,其中的核心是研究控股股东或大股东持股结构(现金流权、控制权与现金流权的分离度、第一大股东持股比例)和股权分置改革对过度投资的影响。

(一)描述性统计分析。表 2 提供了主要变量的描述性统计结果。从表 2 可知,终极控股股东拥有上市公司 33.25%的现金流权,控制权与现金流权分离度为 1.54,说明中国证券市场两权分离现象较为严重;同时分离度最小为 1,最大则达到 48.27,说明不同公司间分离度具有较大的变异性。此外,公司规模、现金持有和股票年回报率等指标在不同公司间均具有较大差异。

表 2　主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
cfr	33.254	18.007	0.502	92.000
div	1.536	1.564	1.000	48.265
large	38.952	15.812	4.490	85.230
mgsh	0.084	1.102	0.000	36.793
bind	0.349	0.050	0.000	0.600
ref	0.554	0.497	0.000	1.000
lev	0.528	0.393	0.008	16.329
market	8.183	2.156	0.790	12.503
lnsize	21.392	1.070	17.318	27.346
cash	0.145	0.106	0.000	0.863
fcf	0.054	0.158	−2.940	2.132
ret	0.389	1.177	−0.909	16.119

（二）预期投资与过度投资。基于预期投资方程采用固定效应模型对公司预期投资进行估计，同时对实证结果进行异方差调整，结果如表3所示。从表3可知，考虑融资约束及其他可能影响预期投资的因素，投资机会的影响系数为正但不显著，其原因在于用过去一年销售收入平均增长率无法全面反映公司面临的全部投资机会。股票年收益率在一定程度上体现了未来投资机会对公司投资有显著为正的影响。同时，公司持有的现金对公司投资有显著的正面影响，而财务杠杆对企业投资具有一定的约束作用但不显著。公司年龄对投资的影响显著为负，说明成熟的公司投资机会相对较少。公司规模及上一期投资对本期投资活动的影响显著为正，这与Richardson（2006）一致。这也说明控股股东倾向于维持投资决策已经形成而当前即使经营业绩不佳也不终止的项目，因为终止项目将表明控股股东以往投资决策的失败。可见，基于固守控制权的考虑，控股股东很可能基于过去的投资项目进行过度投资。

表3　预期投资的回归方程

变量	模型1	P值
INV_{t-1}	0.22	0.00
	[15.89]	
lnsize	0.01	0.00
	[7.27]	
ret	0.004	0.01
	[2.82]	
cash	0.17	0.00
	[14.46]	
growth	0.003	0.89
	[0.13]	
lev	−0.002	0.60
	[−0.52]	
age	−0.003	0.00
	[−5.12]	
截距项	−0.2	0.00
	[−7.12]	
年度	控制	
行业	控制	
R^2	0.25	

注：括号内为t值。下同。

（三）股权分置改革、公司治理与自由现金流的过度投资。Hausman检验结果显示不能拒绝原假设，因此我们采用随机效应模型估计，结果如表4所示。从模型（2）看，控股股东控制权与现金流权的分离显著加剧了过度投资，而股权分置改革能缓解控股股东因两权分离而导致的过度投资行为；外部治理环境的改善能够显著降低过度投资行为，而充裕的自由现金流则使控股股东过度投资。从模型（3）看，股权集中（第一大股东持股比例）显著加剧了过度投资，反映了大股东控制下过度投资的侵占动机；而股权分置改革与第一大股东持股比例的交互项系数显著为负，说明股权分置改革能在一定程度上显著抑制大股东的过度投资冲动，从而缓解大股东与中小股东的代理冲突。从模型（4）看，控股股东的现金流权与过度投资呈正相关关系但不显著，即控股股东现金流权对上市公司过度投资并未起到如我们预期的有效抑制过度投资的作用。这与理论预期不符，其中的原因有待研究。而股权分置改革与现金流权的交互项系数显著为负，说明股权分置改革能够抑制控股股东的过度投资行为。股权分置改革之所以能有效抑制控股股东的过度投资行为，是因为股权分置改革后控股股东所持股份可以全流通，这样控股股东不但获得了现金分红权还获得了在二级市场上自由转让股份的资本利得权。广义的现金流权包含这两项权利，而股权分置改革前控股股东只拥有现金分红权，没有在二级

市场上自由转让股份的资本利得权。因此,股权分置改革后在持股比例相同的情况下,控股股东比股权分置改革前获得了更多的现金流权;同样,控股股东在股权分置改革后控制权与现金流权的分离度应小于股权分置改革前。这样控股股东现金流权的激励效应会上升,而控制权与现金流权分离造成的掏空效应会减弱,反映在计量模型上就是股权分置改革哑变量与控股股东(大股东)持股特征交互项的系数为负,说明股权分置改革能抑制控股股东(大股东)的过度投资行为。当控股股东是政府时,为了实现其公司价值最大化以外的其他目标,它们更有可能促使上市公司进行过度投资,这与我们经常看到的政府官员为增长而竞争、诱导国有企业大规模低效率投资等现象相符,这也表明有必要加快国有企业改革,抑制其投资冲动,从而使我国从投资驱动型社会转为消费驱动型社会。此外,对公司治理机制的分析表明外部治理环境对过度投资的影响与预期一致,即抑制了过度投资。独立董事比例未能有效抑制过度投资,说明董事会的治理作用有待改善。管理层持股与预期相反,非但没有抑制反而加剧了过度投资,体现出管理者与控股股东的合谋行为。

综合上述模型,我们认为股权分置改革能够显著缓解控股股东与中小股东的代理成本,抑制控股股东的过度投资行为,从而说明股权分置改革是有效的。

表 4　股权分置改革和治理因素对过度投资的影响

变量	模型(2)	P 值	模型(3)	P 值	模型(4)	P 值
div	0.001115	0.02				
	[2.27]					
ref×div	−0.00248	0.00				
	[−5.77]					
large			0.000411	0.00		
			[8.98]			
ref×large			−7.40E−05	0.00		
			[−3.5]			
cfr					0.000161	0.77
					[0.3]	
ref×cfr					−0.00016	0.00
					[−5.59]	
mgsh	0.000595	0.08	0.000645	0.06	0.00027	0.52
	[1.74]		[1.91]		[0.64]	
bind	0.005998	0.56	0.009009	0.38	0.0007582	0.52
	[0.58]		[0.08]		[0.65]	
market	−0.00089	0.01	−0.00029	0.42	−0.00101	0.16
	[−2.59]		[−0.8]		[−1.42]	
fcf	0.021182	0.00	0.0020585	0.00	0.017442	0.00
	[7.95]		[7.75]		[6.34]	
state	0.001215	0.04	0.00279	0.00	0.0018	0.06
	[2.02]		[4.32]		[1.91]	
截距项	0.044518	0.00	0.019241	0.00	0.045477	0.00
	[9.68]		[3.61]		[5.55]	
R^2	0.022		0.0387		0.025	

(四)稳健性检验。在上述研究中,我们以营业收入增长率度量投资机会,这一变量对预期投资和过度投资的估计有重要影响。为了检验结论的可靠性,我们还采用P/B(股价与每股账面价值之比)和营业利润增长率度量投资机会,这两个指标越大表明投资机会越多。实证研究结果(限于篇幅未列出)表明,预期投资与P/B呈显著负相关关系,说明中国证券市场并非有效,P/B不能反映公司成长机会;而预期投资与营业利润增长率呈显著正相关关系,说明营业利润增长率可以作为未来成长机会的指示变量。相应的过度投资回归模型(限于篇幅未列出)表明,股权分置改革哑变量与控股股东现金流权的交互项系数为负,说明股权分置改革能提升控股股东现金流权的激励效应,从而抑制控股股东的过度投资;股权分置改革哑变量与控股股东控制权和现金流权分离度的交互项系数为负,说明股权分置改革能够降低控股股东控制权和现金流权分离造成的壁垒效应,从而抑制控股股东的过度投资;股权分置改革哑变量与第一大股东持股比例的交互项系数为负,说明股权分置改革提升了第一大股东的激励效应,纠正其行为偏差,从而抑制控股股东的过度投资。以上实证结果都表明,股权分置改革能够显著缓解控股股东(大股东)的过度投资行为,说明股权分置改革是有效的。从其他治理变量的效果看,管理层持股不但未能缓解反而还加剧了过度投资。董事会独立性对过度投资没有显著影响。自由现金流使控股股东过度投资。政府控股会加剧过度投资,而外部治理环境的改善则能抑制过度投资。这些都与上文的结论基本相符。

此外,我们还用行业投资的中位数作为预期投资的替代变量,剔除控制权水平在20%以下的样本,并用P/E(市盈率)作为成长机会的代理变量,所得结论与上述结论基本相同。限于篇幅,结果未列出。

五、结论与建议

本文基于Richardson(2006)预期投资模型,采用面板数据方法研究了股权分置改革和公司治理机制对控股股东(大股东)过度投资的影响。研究结果表明,控制权与现金流权分离度对过度投资有显著的正向影响,而股权分置改革能够抑制控股股东两权分离导致的过度投资行为。对第一大股东行为的研究也得出类似的结论。政府控股公司比私人控股公司的过度投资动机更强,而外部治理环境的改善在一定程度上可以抑制过度投资。本文为控股股东通过过度投资侵占中小股东利益的行为提供了证据,同时表明股权分置改革有效地缓解了过度投资。

股权分置改革后,我国上市公司仍面临诸多治理问题。考虑到国有企业的控股股东实际上存在较大的控制权与现金流权的分离,因此即便完成了股权分置改革,也应当加快国有企业改革,特别是提高国有企业的现金股利支付水平,降低内部人可随意支配的自由现金流,同时要加强对国有企业留存收益

使用的监督，以此抑制其严重的过度投资行为。对于后续拟上市的企业，应更多采取整体上市的政策取向，对于已上市的企业，可定向增发实现整体上市，从而减少控制权与现金流权的分离度。通过提高终极控股股东的现金流权比例，降低过度投资的自利动机，并减少对资本配置效率的损害。此外，应当进一步改善上市公司的内部治理结构和外部治理环境，降低垄断行业的进入壁垒，激活控制权市场，减少政府对企业的过多干预，增强对中小投资者的法律保护，从而提高资本市场的运作效率。

主要参考文献：

[1]樊纲，王小鲁，朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年度报告[M].北京：经济科学出版社，2007.

[2]高雷，何少华，黄志忠.公司治理与掏空[J]. 经济学(季刊)，2006，(3)：1157－1178.

[5]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，(4)：72－78.

[6]潘敏，金岩. 信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资[J]. 金融研究，2003，(1)：36－45.

[7]王化成，李春玲，卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界，2007，(1)：122－127.

[8]王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效[J]. 经济研究，2008，(2)：68－82.

[9]汪昌云，孙艳梅. 代理冲突、公司治理和上市公司财务欺诈的研究[J]. 管理世界，2010，(7)：130－143.

[10]魏明海，柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界，2007，(4)：88－95.

[11]杨华军，胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界，2007，(9)：99－106.

[12]张栋，杨淑娥，杨红. 第一大股东股权、治理机制与企业过度投资——基于中国上市公司 Panel Data 的研究[J]. 当代经济科学，2008，(4)：62－72.

[13]Bae Kee-Hong，Jun-KooKang，Jin-MoKim. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups[J]. Journal of Finance，2002，57(6)：2695－2740.

[14]Cheung Yan-Leung，P Raghqvendra Rau，Aris Stouraitis. Tunneling，propping，and expropriation：Evidence from connected party transactions in Hong Kong[J].Journal of Financial Economics，2006，82：343－386.

[15]Faccio Mara，Larry Lang，Leslie Young.Dividends and expropriation [J].American Economic Review，2001，91：54－78.

[16]Jensen M C. Agency costs of free cash flow，corporate finance and takeovers[J]. American Economics Review. 1986，76：323－329.

[17]Johnson Simon，Rafael La Porta，Florencio Lopez de Silanes，et al. Tunneling[J]. American Economic Review，2000，90：22－27.

[18]La Porta Rafael，Florencio Lopez de Silanes，Andrei Shleifer. Corporate ownership around the world[J].Journal of Finance，1999，54：471－517.

[19]Richardson Scott. Over-investment of free cash flow[J].Review of Accounting Studies, 2006,11:159—189.

[20]Vogt S C. The cash flow/investment relationship: Evidence from U.S. manufacturing firms[J]. Financial Management, 1994,23:3—20.

Can Split-share Reform Restrain the Overinvestment Behavior of Controlling Shareholders?

HUANG Jing[1], CHEN Gong-meng[1], BAO Wen-qing[1], CHEN Zheng-rong[2]

(1.*Antai School of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai* 200052, *China*; 2. *Research Department, Haitong Securities Co., Ltd, Shanghai* 200001, *China*)

Abstract: From the angle of investment behavior of listed companies, this paper investigates the expropriation behavior of controlling shareholders and corporate governance, especially the positive effect of the split-share reform on restraining the overinvestment behavior of controlling sharehdders. Based on the expected investment model raised by Richardsonin in 2006, the results show that the divergence of control right and cash flow right has significantly positive effect on overinvestment, but the split-share reform can obviously weaken the positive relation between the divergence and overinvestment. Compared to private companies, the overinvestment in state-owned companies is more serious, and the improvement of external governance environment can restrain overinvestment to a certain extent. This paper provides evidence for the expropriation behavior of controlling shareholders and the effectively positive effect of the split share reform on restraining overinvestment.

Key words: controlling shareholder; overinvestment; corporate governance; split-share reform

（责任编辑　喜　雯）