

大股东控制、资产替代与债权人保护

江 伟, 沈艺峰

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘 要:文章从负债代理成本的角度,考察了在我国对债权人保护较弱的情况下,控制上市公司的大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为,研究结果表明:(1)我国上市公司大股东进行资产替代的行为与其持股比例之间呈倒“N”型的非线性关系;(2)公司投资机会的增加会对大股东的资产替代行为产生影响;(3)由生产经营性单位控制的上市公司比非生产经营性单位控制的上市公司的资产替代行为更为严重。

关键词:大股东控制; 负债的代理成本; 资产替代

中图分类号:F275, F830. 91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)12-0095-12

一、问题的提出

从 Berle 和 Means(1932)企业所有权与控制权相分离的命题出发,大多数数学者主要研究的是在股权分散的公司里,掌握公司控制权的“强管理者”与拥有公司所有权的“弱所有者”之间的委托代理问题。然而 Shleifer 和 Vishny(1997)以及 LLSV(2000)指出,在投资者保护较弱的情况下,在多数国家的大公司里,基本的代理问题不是外部投资者与管理者之间的 Berle 和 Means 式的冲突,而是外部投资者与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突。Johnson、La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(2000)则用“掏空”(tunneling)一词来描述资源从公司向控制性股东转移的现象,具体表现为过高的管理者薪酬、贷款担保、股权稀释等多种形式。我国上市公司第一大股东持股比例较高,属于典型的由大股东^①控制的上市公司,在缺乏有效的法律与制度约束的情况下,大股东利用对公司的控制权来剥削中小股东的现象时有发生,学者们对相关问题的研究也取得了大量的经验证据^②,但对大股东是否存在侵害债权人利益的行为目前尚缺乏相应的理论分析与实证检验。国外的理论研究表明,由于股东和债权人之间利益的不一致,股东存在着投资不足与资产替代的激励来侵害债权人的利益,从而产生负债的代理成本,损害公司的价值。

收稿日期:2005-09-21

作者简介:江 伟(1978—),男,湖北随州人,厦门大学管理学院财务研究与发展中心博士研究生;

沈艺峰(1963—),男,福建厦门人,厦门大学管理学院财务研究与发展中心教授,博士生导师。

在我国对债权人保护较弱的情况下,控制上市公司的大股东是否出于股东权益的考虑,利用资产替代行为来侵害债权人的利益?而且由不同性质的大股东控制的公司其资产替代的程度是否有所不同?正是基于以上问题,本文具体考察在我国对债权人保护较弱的情况下,控制上市公司的大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为^④。

全文余下部分结构如下:第二部分为文献回顾;第三部分为制度背景与研究假设;第四部分为本文的研究设计;第五部分为实证结果及分析;第六部分为结论及建议。

二、文献回顾

国外的理论研究表明,由于股东和债权人之间利益的不一致,公司负债融资会引起负债的代理成本问题,主要有两种形式:一种是 Jensen 和 Meckling (1976)提出的资产替代(asset substitution)问题。Jensen 和 Meckling 认为,当公司的投资项目产生大量的收益时,股东得到超过负债账面价值的大部分收益,然而当公司的投资项目失败时,股东只受有限责任(limited liability)的约束,而债权人则承担了项目失败的后果。因此股东能从投资高风险的项目甚至是 NPV 为负的项目(过度投资问题^⑤)中获得收益。股东因为差的投资项目导致的权益损失可以被好的投资项目带来的权益增加所弥补,而这是以债权人的利益损失为代价的。理性的债权人在贷款时会正确预期到股东未来的投资行为,从而要求得到较高的回报率,由此导致了负债的一种代理成本。另一种是 Myers(1977)提出的投资不足(underinvestment)问题。Myers 认为,股东承担着公司投资的全部成本,却只能得到投资净收益中经债权人索取后的剩余部分,而且公司的负债比例越高,股东得到的剩余部分也就越少,因此股东对正的 NPV 的项目存在着投资不足的激励。当理性的债权人在贷款前预期到这种情况时,公司在事前就得支付较高的负债融资成本,由此导致了负债的另一种代理成本。

Jensen 和 Meckling 提出的资产替代问题引起了学术界广泛的理论分析和实证检验。Gavish 和 Kalay(1983)建立了一个正式的理论模型来分析由负债引起的资产替代问题。他们认为,在一定的负债水平下,负债引起的资产替代行为会随着负债比率的增加而增加。Prowse(1990)分别对美国和日本上市公司的资产替代行为进行了考察,他们发现美国上市公司风险性的投资与公司的负债比率呈显著的负相关关系,而日本上市公司风险性的投资与公司负债比率的相关性不显著,他们由此认为由于美国的金融机构投资者受到持有上市公司股票的限制,美国的上市公司因此只能通过降低负债比率而不是通过金融机构投资者的监督来解决由资产替代行为导致的负债代理成本问题,日本的金融机构投资者由于是上市公司的大股东和大债权人,因此,他们

对公司的积极监督减轻了日本上市公司的资产替代行为。Bagnani、Milonas、Saunders 和 Travlos(1994)对美国上市公司管理者的持股比例与其资产替代激励之间的关系进行了分析,他们认为当管理者的持股比例较低时,持股比例的增加会使管理者的利益与股东的利益更为一致,管理者进行资产替代的激励因此而增加,而当管理者的持股比例增加到一定程度时,管理者出于降低自身财富风险和保持对公司控制权的考虑而变得厌恶风险,管理者进行资产替代的激励因此而减少。Bagnani、Milonas、Saunders 和 Travlos 在随后的实证检验中也证实了他们的观点,他们发现当管理者持股比例在 5%~25%之间时,管理者的持股比例与公司债券收益率的溢价之间呈显著的正相关关系,而当管理者持股比例增加到 25%以上时,管理者的持股比例与公司债券收益率的溢价之间呈弱的负相关关系。Esty(1997)对美国互助储金(thrift 行业的资产替代行为进行了考察,他发现股票型互助储金(stock thrift 由于通过负债对剩余索取权和固定索取权进行了分离,而基金型互助储金(mutual thrift)的剩余索取权和固定索取权没有分离,因此股票型互助储金比基金型互助储金存在更加严重的资产替代行为。江伟(2004)以及童盼和陆正飞(2005)的实证研究虽然表明我国上市公司存在较为严重的资产替代问题,但是他们没有分析大股东的持股比例及性质对其资产替代行为的影响,本文则具体考察控制我国上市公司的大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为。

三、制度背景与研究假设

我国上市公司第一大股东持股比例普遍较高,上市公司基本上由大股东所控制。一方面,我国目前对债权人的法律保护较弱,如同我国的《公司法》中没有规定控制性股东应对中小股东承担信托责任(fiduciary duty)一样,我国的《公司法》也没有对控制性股东对债权人承担信托责任做出相应的规定,这使得大股东在对公司财务进行决策时可以不考虑债权人的利益。我国《破产法》的颁布虽然已有近二十年的历史,但直到 2002 年《关于审理企业破产案件若干问题的规定》的公布,才首次将股份制公司置于破产案件受理之列,然而在实际操作中由于上市“壳”资源的短缺、地方政府的扶持等原因,我国上市公司的破产机制实际上并未真正启动。另一方面,由于目前我国上市公司的最大债权人是国有商业银行,在国有商业银行对企业的贷款利率仍然受到中央银行的管制以及国有商业银行尚没彻底完成公司化改造的情况下,国有商业银行的自我保护能力也比较弱,国有商业银行既没有能力在事前针对企业不同的贷款风险进行区别定价,也没有动力在事后对上市公司大股东的行为进行积极的监督。在我国目前这种债权人的法律保护以及自我保护都比较弱的情况下,大股东因此可能存在强烈的动机利用资产替代行为来侵害债权人

的利益,而且大股东的持股比例越高,他们进行资产替代所获得的收益也越大,他们进行资产替代的动机就越强,Inderst 和 Müller(1999)就指出,在股权集中的公司里,由资产替代导致的负债代理成本问题会更加严重。

然而大股东的持股比例与他们进行资产替代的行为之间可能并非总是呈单调递增的关系:当大股东的持股比例较低时,持股比例逐渐增加所产生的与公司的协同效应(alignment effect)(Jensen 和 Meckling, 1976)将减轻大股东进行资产替代的激励;当大股东的持股比例增加到一定程度时,大股东持股比例的继续增加所产生的防御效应(entrenchment effect)将增加大股东进行资产替代的激励;而当大股东的持股比例增加到几乎完全控制公司时,大股东出于与公司的协同效应以及降低自身投资风险的考虑,持股比例的增加将减轻大股东进行资产替代的激励。Morck、Shleifer 和 Vishny(1988)以及 Cho(1998)就发现美国上市公司的价值与其管理者的持股比例之间呈“N”型关系,徐晓东和陈小悦(2002)发现我国上市公司的业绩与大股东的持股比例之间呈“M”型关系。基于以上分析,我们提出本文的第一个假设:

假设 1:我国上市公司大股东进行资产替代的行为与其持股比例之间呈倒“N”型的非线性关系。

Brito 和 John(2001)认为,大股东并不总是偏好资产替代或风险转移(risk shift)的,大股东也有风险规避(risk avoidance)的激励,大股东对风险转移或者风险规避的偏好取决于公司的投资机会。当公司的投资机会较好时,大股东进行资产替代的行为会使得公司投资产生的现金流的时间和大小变得不确定,考虑到现金流的不确定性可能会给他们带来丧失控制权的风险,大股东的资产替代激励因此会减弱甚至产生风险规避的激励。根据 Brito 和 John 的以上观点,我们提出本文的第二个假设:

假设 2:公司投资机会的增加会对大股东的资产替代行为产生影响。

目前我国上市公司的大股东按照其性质来划分,基本上可以分为两大类:一类是国有资产管理公司、财政局等非生产经营性单位;一类是企业集团或各种控股公司等生产经营性单位。非生产经营性单位主要行使政府的行政管理职能,其目标是保证国有资产的保值和增值,考虑到资产替代所带来的现金流的风险性,他们理应具有较弱的动机利用资产替代来侵害债权人的利益。生产经营性单位主要以营利为目的,直接从事公司具体的生产经营活动,在对债权人保护较弱的情况下,他们理应具有较强的动机利用资产替代来侵害债权人的利益。由此我们提出本文的第三个假设:

假设 3:由生产经营性单位控制的上市公司比非生产经营性单位控制的上市公司的资产替代行为更为严重。

四、研究设计

1. 样本的选取

本文的研究样本为 2000~2003 年在沪深证券交易所上市的公司。在样本选取的过程中,我们剔除了以下公司:(1)2000 年以后(包括 2000 年)上市的公司;(2)金融类公司;(3)ST、PT 公司;(4)财务数据异常的公司;(5)财务数据或公司治理数据不完整的公司。最后得到 677 家样本公司,共计 677 个样本观测值。样本公司的所有财务数据和公司治理数据均来自香港理工大学和深圳市国泰安信息技术有限公司联合开发的《中国上市公司财务数据库》和《中国上市公司治理结构研究数据库》。

2. 研究变量的定义

本文主要研究控制我国上市公司的大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为,解释变量主要为公司第一大股东持股比例、不同性质大股东控制的公司以及公司成长性(用来表示公司的投资机会),被解释变量主要为企业的投资风险性,用来表示大股东的资产替代行为,控制变量主要包括公司的负债比率、公司规模以及行业等,各变量的定义如表 1 所示。需要说明的是,本文对公司投资风险性的度量,借鉴了 Bradley、Jarrell 和 Kim(1984)以及 Parrino 和 Weisbach(1999)的研究方法。

表 1 研究变量的定义

变 量	变量定义
投资风险性 Scash Searn	2000~2003 年公司当年年末经营性现金流量的变异系数 ^⑤ 2000~2003 年公司当年年末主营业务收入的变异系数
第一大股东持股比例 (Topsh)	2000~2003 年公司第一大股东的平均持股比例
成长性(Growth)	2000~2003 年公司主营业务收入的平均增长率
不同性质大股东控制 的公司(Nature)	如果在 2000~2003 年间公司的第一大股东均属于生产经营性单位,就令 Nature 等于 1,如果均属于国有资产管理公司等非生产经营性单位,就令 Nature 等于 0
负债比率(Debt)	2000~2003 年公司的平均负债比率
公司规模(Size)	2000~2003 年公司平均总资产的自然对数
公用事业(IND ₁)	哑变量,如果公司 2000 年属于公用事业行业,则取 1,否则取 0
房地产(IND ₂)	哑变量,如果公司 2000 年属于房地产行业,则取 1,否则取 0
综合(IND ₃)	哑变量,如果公司 2000 年属于综合行业,则取 1,否则取 0
工业(IND ₄)	哑变量,如果公司 2000 年属于工业行业,则取 1,否则取 0

3. 描述性统计

表 2 列出了样本观测值的描述性统计。从中可以看出,我国上市公司第一大股东的平均持股比例较高(约为 44%),平均负债比率较低(约为 45%)。

表2 描述性统计

变量	样本数	最小值	最大值	均值	中值	标准差
Scash	677	0.0093	0.9264	0.2932	0.2534	0.1778
Searn	677	0.0091	0.9420	0.2867	0.2480	0.1804
Topsh	677	0.0474	0.8498	0.4348	0.4188	0.1695
Debt	677	0.0212	0.8294	0.4509	0.4574	0.1493
Growth	677	-0.4420	1.8849	0.2053	0.1560	0.2716
Size	677	18.95	24.14	21.19	21.11	0.8004

表3列出了按照第一大股东持股比例分类的投资风险性。从中可以看出,当第一大股东的持股比例在0~40%的区间时,Scash的均值(中值)和Searn的均值(中值)随第一大股东持股比例的增加而降低;当第一大股东的持股比例在40%~60%的区间时,Scash的均值(中值)和Searn的均值(中值)随第一大股东持股比例的增加而上升;当第一大股东的持股比例在60%~90%的区间时,Scash的均值(中值)和Searn的均值(中值)再次随第一大股东持股比例的增加而呈下降趋势。总体而言,公司的投资风险性随着第一大股东持股比例的逐渐增加而呈现出倒“N”型的非线性关系,这一变动趋势与假设1相吻合。

表3 按照第一大股东持股比例分类的投资风险性

Topsh (%)	样本观测值 (个)	Scash (均值)	Scash (中值)	Searn (均值)	Searn (中值)
0~10	3	0.5396	0.6073	0.5645	0.5195
10~20	46	0.3350	0.3035	0.3568	0.3045
20~30	139	0.2944	0.2554	0.2942	0.2598
30~40	123	0.2907	0.2415	0.2909	0.2485
40~50	107	0.2884	0.2390	0.2636	0.2079
50~60	123	0.3133	0.2808	0.2898	0.2703
60~70	96	0.2600	0.2402	0.2605	0.2227
70~80	33	0.2688	0.2500	0.2730	0.2612
80~90	7	0.2192	0.1664	0.2066	0.1344

五、实证结果及分析

1. 对假设1和假设2的实证检验

为了检验大股东的资产替代行为与其持股比例之间的关系,本文借鉴Esty(1997)的方法,并根据表3中按照第一大股东持股比例分类的投资风险性的变动趋势,构造了以下两个检验模型:

$$\begin{aligned}
 \text{Scash(or Searn)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Topsh} + \beta_2 \text{Topsh}^2 + \beta_3 \text{Topsh}^3 + \beta_4 \text{Debt} \\
 & + \beta_5 \text{Size} + \sum_{j=6}^9 \beta_j \text{IND}_j + \varepsilon \quad (i = 1, 2, 3, 4) \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Scash(or Searn)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Topsh} + \beta_2 \text{Topsh}^2 + \beta_3 \text{Topsh}^3 + \beta_4 \text{Topsh} \times G \\ & + \beta_5 \text{Topsh}^2 \times G + \beta_6 \text{Topsh}^3 \times G + \beta_7 \text{Debt} + \beta_8 \text{Size} \\ & + \sum_{j=9}^{12} \beta_j \text{IND}_i + \varepsilon \quad (i = 1, 2, 3, 4) \end{aligned} \quad (2)$$

在模型(1)、模型(2)中引入负债比率和公司规模两个控制变量,是因为 Bagnani、Milonas、Saunders 和 Travlos(1994)以及 Esty(1997)发现负债比率与公司的投资风险性呈正相关关系,公司规模与公司的投资风险性呈负相关关系。在模型(1)、模型(2)中引入行业控制变量,是为了控制由公司所属行业差别而可能导致的公司投资风险性的差别。在模型(2)中,本文以全部样本公司的成长性的均值为临界点,将全部样本公司按成长性的高低分为高成长和低成长两组,同时设置一个成长性哑变量,如果公司为高成长组,就令 G 等于 1,否则等于 0,通过第一大股东持股比例与成长性哑变量的交乘项来检验公司投资机会的增加对大股东资产替代行为的影响。

表 4 列出了对假设 1 和假设 2 的实证检验结果。从表 4 的第(1)栏和第(2)栏可知,无论是否引入负债比率、公司规模以及行业控制变量,大股东的资产替代行为都与大股东的持股比例之间呈显著的倒“N”型的非线性关系,大股东的资产替代行为先是随着大股东持股比例的增加而减少,接着随着大股东持股比例的增加而增加,最后随着大股东持股比例的增加而减少,这一结果与表 3 中公司投资风险性的变动趋势相一致,也支持了本文提出的假设 1。表 4 的第(3)栏列出了对假设 2 的实证检验结果,从中可以看出, β_4 的估计值为 3.35 且在 1%的水平上显著, β_5 的估计值为 -7.351 且在 1%的水平上显著, β_6 的估计值为 4.872 且在 1%的水平上显著,表明公司投资机会的增加确实会对大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为产生影响,从而支持了本文提出的假设 2。表 4 第(3)栏的检验结果也产生了一个有趣的现象, β_5 的估计值显著为正,而 β_4 和 β_6 的估计值显著为负,表明当大股东的资产替代行为较为严重时,公司投资机会的进一步增加会减轻大股东资产替代的激励,而当大股东的资产替代行为较轻时,公司投资机会的进一步增加会加强大股东资产替代的激励,究其原因,可能在于当大股东持股比例较低或者很高时,公司对风险性投资存在着投资不足的问题(Myers, 1977),此时公司如果有好的投资机会,这些公司的风险性投资就回归到最佳水平上;也可能在于当大股东持股比例较低或者很高时,大股东具有较弱的激励利用资产替代来侵害债权人的利益,而一旦公司有好的投资机会时,考虑到利用资产替代可以得到更高的未来收益(Brito 和 John, 2001),在不丧失控制权的前提下,大股东侵害债权人利益的激励由此而增加。为了检验以上结果的稳定性,本文又用主营业务收入变异系数替代经营性现金流量的变异系数来度量公司的投资风险性,重新对模型(1)、(2)进行了稳健性检验。从表 4 的第(4)栏、第(5)栏和第

(6)栏可知, 无论是否引入负债比率、公司规模以及行业控制变量, 大股东的资产替代行为与大股东的持股比例之间仍然呈显著的倒“N”型的非线性关系, 而 β_4 和 β_5 的估计值(分别为 2.446 和 4.099)仍然显著的为正值, β_3 的估计值(-5.560)仍然显著的为负值, 从而再次支持了本文提出的假设 1 和假设 2。由于大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为会产生负债的代理成本, 同时也会导致公司的过度投资行为(Berkovitch 和 Kim, 1990), 从而损害公司的价值, 因此, 本文的检验结果即大股东的资产替代行为与大股东的持股比例之间呈显著的倒“N”型的非线性关系, 与 Morck、Shleifer 和 Vishny(1988)以及 Cho(1998)发现美国上市公司的价值与其管理者的持股比例之间呈“N”型关系的研究结果相一致, 与徐晓东和陈小悦(2002)发现我国上市公司的业绩与大股东的持股比例之间呈“M”型关系的研究结果也基本一致。

表 4 假设 1 和假设 2 的检验结果

变 量	Scash			Searn		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常量	0.528*** (6.457)	0.352* (1.705)	0.605*** (4.176)	0.604*** (7.315)	0.640*** (3.065)	0.831*** (4.719)
Topsh	-1.687*** (-2.703)	-1.394** (-2.250)	-1.514*** (-3.456)	-2.121*** (-3.370)	-1.898*** (-3.027)	-1.884*** (-3.541)
Topsh ²	3.784*** (2.587)	3.273** (2.258)	3.169*** (3.057)	4.404*** (2.986)	4.039*** (2.753)	3.698*** (2.937)
Topsh ³	-2.707*** (-2.542)	-2.391** (-2.269)	-2.051*** (-2.683)	-2.939*** (-2.738)	-2.709*** (-2.541)	-2.309*** (-2.487)
Topsh×G			3.350*** (8.792)			2.446*** (5.285)
Topsh ² ×G			-7.351*** (-4.671)			-5.560*** (-2.908)
Topsh ³ ×G			4.872*** (3.056)			4.099** (2.117)
Debt		0.210*** (4.500)	0.065** (1.956)		0.206*** (4.347)	0.098** (2.419)
Size		0.002 (0.172)	-0.010* (-1.584)		-0.009 (-0.942)	-0.018** (-2.308)
行业	非控制	控制	控制	非控制	控制	控制
F 值	3.914***	4.609***	65.492***	6.685***	5.024***	28.965***
调整的 R ²	0.013	0.046	0.534	0.025	0.051	0.332
N	677	677	677	677	677	677

注: 表中括号内的数字为 t 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。

2. 对假设 3 的实证检验

为了检验不同性质大股东控制的公司的资产替代程度的差异, 本文借鉴 Esty(1997)的方法, 构造了以下检验模型:

$$Scash(\text{or } Searn) = \beta_0 + \beta_1 \text{Nature} + \beta_2 \text{Debt} + \beta_3 \text{Size} + \sum_{j=4}^7 \beta_j \text{IND}_j + \epsilon$$

$$(i = 1, 2, 3, 4) \quad (3)$$

表 5 列出了对假设 3 的实证检验结果。从表 5 的第(1)栏和第(2)栏可知, 无论是否引入负债比率、公司规模以及行业控制变量, Nature 的参数估计值都显著的为正值^⑥, 表明由生产经营性单位控制的上市公司比非生产经营性单位控制的上市公司的资产替代行为更严重。然而属于非生产经营性单位的大股东的持股比例一般低于属于生产经营性单位的大股东的持股比例^⑦, 为了避免由于两种大股东持股比例的差异而导致的结果偏差, 本文对由非生产经营性单位控制的上市公司按照大股东的持股比例进行了样本配对(比例为 1:2), 最后得到 255 个样本观测值。表 5 的第(3)栏列出了对配对样本公司的检验结果, 从中可以看出, Nature 的参数估计值仍然显著地为正值(0.078), 从而支持了本文提出的假设 3。为了检验以上结果的稳定性, 本文同样用主营业务收入的变异系数替代经营性现金流量的变异系数来度量公司的投资风险性, 重新对模型(3)进行了稳定性检验。从表 5 的第(4)栏、第(5)栏和第(6)栏可知, 无论是否引入负债比率、公司规模以及行业控制变量, Nature 的参数估计值仍然都显著地为正值, 表明由生产经营性单位控制的上市公司比非生产经营性单位控制的上市公司的资产替代行为确实更为严重, 从而再次支持了本文提出的假设 3^⑧。

表 5 假设 3 的检验结果

变 量	Scash			Searn		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常量	0.234*** (12.341)	0.244 (1.330)	0.277*** (4.176)	0.235*** (12.184)	0.427** (2.278)	0.446*** (4.719)
Nature	0.070*** (3.447)	0.081*** (3.943)	0.078*** (3.337)	0.061*** (2.925)	0.069*** (3.280)	0.076*** (3.050)
Debt		0.260*** (5.560)	0.245*** (3.203)		0.260*** (5.446)	0.244*** (3.032)
Size		-0.006 (-0.633)	-0.007 (-0.510)		-0.015* (-1.613)	-0.015 (-0.994)
行业	非控制	控制	控制	非控制	控制	控制
F 值	11.879***	7.646***	3.990***	8.557***	6.633***	3.174***
调整的 R ²	0.017	0.067	0.076	0.012	0.058	0.057
N	646	646	255	646	646	255

注:表中括号内的数字为 t 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5%和 1%。

六、结论及建议

近来的研究发现, 在投资者保护较弱的情况下, 在多数国家的大公司里, 基本的代理问题不是外部投资者与管理者之间的 Berle 和 Means 式的冲突, 而是外部投资者与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突(Shleifer 和 Vishny, 1997; LLSV, 2000)。我国上市公司第一大股东持股比例较高, 属

于典型的由大股东控制的上市公司,在缺乏有效的法律与制度约束的情况下,大股东利用对公司的控制权来剥削中小股东的现象时有发生,学者们对相关问题的研究也取得了大量的经验证据,但对大股东是否存在侵害债权人利益的行为目前尚缺乏相应的理论分析与实证检验。基于以上研究背景,本文从负债代理成本的角度,具体考察了在我国对债权人保护较弱的情况下,控制上市公司的大股东利用资产替代来侵害债权人利益的行为,研究结果表明:(1)我国上市公司大股东进行资产替代的行为与其持股比例之间呈倒“N”型的非线性关系;(2)公司投资机会的增加会对大股东的资产替代行为产生影响;(3)由生产经营性单位控制的上市公司比非生产经营性单位控制的上市公司中的资产替代行为更为严重。

以上研究结果表明,在当前我国要加强对中小股东保护的呼声越来越高的形势下,也有必要加强对债权人的保护。一方面,我国需要加强对债权人的法律保护,例如在未来的《公司法》改革中,在引入控制性股东对中小股东信托责任的同时,也有必要引入控制性股东对债权人的信托责任,完善和有效地实施我国的《破产法》等等。另一方面,我国也需要加强债权人的自我保护,因此实行我国贷款利率的市场化并继续深化我国国有商业银行的公司化改造,从而发挥商业银行对上市公司的控制和监督作用就显得尤为必要和迫切。当然,本文并没有考虑我国上市公司的大股东是否利用投资不足来侵害债权人利益的行为,也没有深入考察上市公司的大股东进行哪些风险性投资来侵害债权人的利益,这应成为今后进一步研究的方向。

注释:

- ①本文称谓的“大股东”是指公司的第一大股东或者控制性股东,以下不区分“大股东”、“第一大股东”以及“控制性股东”这三个概念。
- ②李增泉、王志伟和孙铮(2004)从资金占用的角度找到了我国上市公司的大股东掏空公司行为的经验证据。刘峰、贺建刚(2004)具体考察了我国上市公司的大股东通过大额派现、关联交易以及挪占款项等方式来掏空公司的行为。
- ③Mao(2003)认为,由负债引起的资产替代行为能减轻由负债引起的投资不足问题,因此本文只考察我国上市公司大股东的资产替代行为,而不考虑其投资不足行为。
- ④在此本文沿用 Berkovitch 和 Kim(1990)对过度投资的定义,Berkovitch 和 Kim 把过度投资定义为公司的任何投资其 NPV 为负的一种投资行为,因此公司投资 NPV 为负的资产替代行为也属于过度投资。
- ⑤变异系数是指样本标准差与样本均值的比值。
- ⑥样本观测值之所以减少到 646 个,是因为剔除了 31 个在样本期间大股东性质有所变动的观测值。
- ⑦本文对属于生产经营性单位和属于非生产经营性单位的大股东持股比例进行了单变量 t 检验,结果显示属于生产经营性单位的大股东其平均持股比例(44.04%)要高于属于

非生产经营性单位的大股东的平均持股比例(42.09%),但两者的差别不显著。

⑧本文也采用两个哑变量(分别用来表示由生产经营性单位控制的上市公司与非生产经营性单位控制的上市公司)、无截距项的回归方程重新对模型(3)进行了分析,以此来分别考察这两类上市公司大股东的资产替代行为,而不是它们之间的差异,结果发现两个哑变量的参数估计值基本上都显著地为正值,但是用来表示由生产经营性单位控制的上市公司的哑变量的参数估计值要大于由非生产经营性单位控制的上市公司的哑变量的参数估计值。

参考文献:

- [1]江伟. 负债的两面性与公司价值[J]. 中国经济问题, 2004, (6): 64~73.
- [2]李增泉, 王志伟, 孙铮. 掏空与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究, 2004, (12): 3~13.
- [3]刘峰, 贺建刚. 股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究[A]. 王立彦. 中国会计评论[C]. 北京: 北京大学出版社, 2004, 141~158.
- [4]童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (5): 75~84.
- [5]徐晓东, 陈小悦. 第一大股东的所有权、企业业绩与公司治理效力[M]. 吉林: 中国首届实证会计国际研讨会论文集, 2002: 287~300.
- [6]Bagnani E, Milonas N, Saunders A, et al. Managers, owners, and the pricing of risk debt: An empirical analysis[J]. Journal of Finance, 1994, 45: 453~477.
- [7]Berkovitch E, Kim E. Financial contracting and leverage induced over-and under-investment incentives[J]. Journal of Finance, 1990, 45: 765~794.
- [8]Berle A, Means G. The modern corporation and private property[M]. Macmillan, New York, 1932.
- [9]Bradley M, Jarrell A, Kim H. On the existence of an optimal capital structure[J]. Journal of Finance, 1984, 39: 857~878.
- [10]Brito J, John K. Leverage and growth opportunities: Risk-avoidance induced by risky debt[R]. Working paper, New York University, 2001.
- [11]Cho M. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 47: 103~121.
- [12]Esty B. Organizational form and risk taking in the savings and loan industry[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 44: 25~55.
- [13]Gavish B, Kalay A. On the asset substitution problem[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1983, 18: 21~30.
- [14]Inderst R, Müller H M. Ownership concentration, monitoring, and the agency cost of debt[R]. Working paper, University of Mannheim, 1999.
- [15]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305~360.
- [16]Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90: 22~27.

- [17]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 3~28.
- [18]Mao C X. Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38: 399~423.
- [19]Morck R, Shleifer A, Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 293~315.
- [20]Myers S. Determinants of corporate borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5: 147~175.
- [21]Parrino R, Weisbach M S. Measuring investing distortions arising from stockholder—bondholder conflicts[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53: 3~42.
- [22]Prowse S D. Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27: 43~66.
- [23]Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52: 737~783.

Large Shareholders Control, Asset Substitution and Creditor Protection

JIANG Wei, SHEN Yi-feng

(*School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China*)

Abstract: Based on agency cost of debt, this paper examines the behavior of asset substitution taken by large shareholders in Chinese listed firms to expropriate the interests of creditors under the weak creditor protection. The empirical results show that: (1) there exists non-linear correlation which takes the form of converse “N” between the extent of asset substitution and shares held by large shareholders; (2) the investment opportunity can have effect on the extent of asset substitution; (3) the extent of asset substitution is more serious in firms controlled by producing and operating institutions than by non-producing and operating institutions.

Key words: large shareholders control; agency cost of debt; asset substitution

(责任编辑 金 澜)