

基于跨期投资视角的控股股东两期控制权私利行为

豆中强, 刘 星, 陈其安

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘 要 以控制权收益理论为基础, 构建跨期投资下的控股股东两期利益侵占模型, 研究现金流权比例、远期投资收益率和股东法律保护力度对控制权私利的影响. 结果表明: 现金流权比例、股东法律保护力度与控股股东的即期和远期最优侵占水平负相关; 远期投资收益率与控股股东的即期最优侵占水平负相关, 但与远期最优侵占水平无关; 控股股东在两期侵占中的即期最优侵占水平低于其单期侵占中的即期最优侵占水平, 远期最优侵占水平则保持不变; 控股股东非短视, 其终极目标是实现控制权私利的长期收益最大化, 而获取控制权长期收益最大化也是导致其两期侵占行为发生的主要原因.

关键词 控股股东; 跨期投资; 两期侵占; 最优侵占水平

Controlling shareholder's double-temporal private benefits under intertemporal investment

DOU Zhong-qiang, LIU Xing, CHEN Qi-an

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract Based on the theory of private benefits of control, this paper builds double-temporal expropriation models under intertemporal investments to analyze how cash-flow rights, future rate of return and legal protection affect private benefits of controlling shareholder. The conclusions show that: cash-flow rights and legal protection of shareholders are negative with the current and future first-best expropriation; the future rate of return is negative with the current first-best expropriation, but irrelative with the future first-best expropriation level; the current first-best expropriation in double-temporal is lower than that in single expropriation, the future first-best expropriation keeps stable; so controlling shareholder is not short-sighted, his aim is to maximize the ultimate private benefits of control.

Keywords controlling shareholder; intertemporal investment; double-temporal expropriation; first-best expropriation level

1 引言

早期关于代理问题的研究主要集中在公司管理者与外部股东之间, 在对于外部股东的处理上学者们所广泛遵循的一个基本假设是股东同质、股权分散. 但 Fama 和 Jensen^[1] 的研究表明, 当前世界上大多数国家(除英美等少数几个国家外) 的股权结构不再是高度分散而是相当程度的集中. 集中的所有权模式导致了控制性股东的存在, 控股股东可以根据其在公司结构分布中不同于其他股东的优势地位, 通过资金占用、关联交易和贷款担保等手段侵害中小股东的利益, 代理问题已不仅仅局限于管理者与外部股东之间, 控股股东对中小股东的利益侵占也逐渐成为公司治理研究的核心问题之一.

随着控股股东侵占日益成为公司治理中影响企业价值的一个重要特征, 传统的代理冲突被赋予新的研究内涵, 理论框架也得到进一步重塑和发展. 基于股东异质化探索纬度的开辟, 众多学者开始逐步探讨不同股

收稿日期: 2009-01-02

资助项目: 国家自然科学基金(70772100, 70771118); 教育部博士点基金(教技发中心函[2006]226号)

作者简介: 豆中强(1979-), 男, 河南淮阳人, 博士研究生, 主要研究方向: 公司财务; 刘星(1956-), 男, 河南镇平人, 教授, 博士生导师; 陈其安(1968-), 男, 重庆綦江人, 副教授, 硕士生导师.

权结构层次下的控股股东与中小股东之间的利益差异,并剖析该差异产生的原因以及由此所造成的对公司价值的影响,取得了卓有成效的结论^[2-4]。但对此类文献进行归纳和梳理后发现,现有研究多侧重于单期投资的层面,很少有人考虑新投资机会存在时的跨期投资问题,对于跨期投资下的控股股东两期侵占行为研究则几乎没有,理论解释存有一定缺陷。考虑到公司连续投资的可能性以及侵占行为的可重复性,研究跨期投资下的控股股东两期利益侵占行为,对于从根本上把握控制权私利的整体特征以及明晰制约侵占行为发生的影响因素,进而制订防范控股股东侵占的有效措施具有重要的理论参考和现实指导意义。

2 文献回顾

随着现代企业规模的不断扩大和投融资渠道的多元化,近几十年来,关于公司治理的研究日益成为理论界与实务界所探讨的焦点和热点问题之一。Berle和Means^[5]在关于公司治理的开创性研究中首次提出了股权分散化假设,他们认为公司所有权大都分散在众多的中小股东之间,股权的高度分散使得所有股东都没有足够的激励对管理者进行监督,其“搭便车”行为最终导致公司管理者成为实际的控制人。作为实际控制人的公司管理者由于和外部股东之间存在目标差异,其在自利动机的驱使下往往会利用自身的控制权和信息优势,通过资本配置中的过度投资、盲目多元化和“帝国构建”等行为来损害公司股东的权益,从而引发了公司管理者与外部股东之间的代理冲突^[6]。

但自20世纪80年代以来,随着公司治理研究的重心从具有典型股权分散化特征的美国转向欧亚等国时,控股股东与中小股东之间的代理冲突逐渐取代管理者与外部股东之间的传统代理问题成为公司治理研究的核心。Fama和Jensen^[1]首先发现世界上大多数国家的公司股权均表现为相当程度的集中,当前股权结构中普遍存在的不再是过度分散而是大股东持股比例的不断增加。Demsetz和Lehn^[4]、Grossman和Hart^[7]、Shleifer和Vishny^[8]等在此基础上进一步指出,如果公司中存在较高持股比例的大股东,那么这些大股东就有动机通过资本投入来扩大自己所掌握的控制性资源,以形成不为中小股东所共享的控制权私有收益。上述结论得到众多经验证据的支持,Johnson^[9]在对新兴市场国家的公司治理机制进行分析时发现,由弱势的投资者保护和低效的法律监管而导致的大股东疯狂侵占是1997-1998年亚洲金融危机发生的最主要原因。在使用东亚8个国家和地区的上市公司数据验证控股股东侵占程度与上市公司市场价值之间的负向关系后,Claessens等^[3]认为东亚国家的上市公司中控股股东侵占是最主要的代理问题。LLSV^[2]则以27个高收入富裕经济体的539家企业为研究对象,不但证实了控股股东的存在,而且发现控股股东的侵占水平与其持有的现金流权比例以及投资者法律保护力度均显著负相关。

以西方的公司治理理论和控制权收益理论为基础,国内学者对控股股东的侵占行为也进行了大量研究,其研究内容大致可分为控制权收益的度量和控股股东的侵占手段两个方面。唐宗明和蒋位^[10]、施东晖^[11]、叶康涛^[12]等分别用不同方法对我国上市公司的控制权收益水平进行度量,发现我国上市公司的控制权收益水平相较发达市场国家甚至其他转型经济体国家都高;李增泉等^[13]从关联交易的角度研究控股股东的侵占问题,发现控股股东占用的资金规模与第一大股东持股比例之间存在先上升后下降的非线性关系,而与其他股东的持股比例则表现出严格的负相关关系。刘峰和贺建刚^[14]则从利益输送的角度对控股股东的具体侵占手段进行实证检验,结果表明上市公司的高派现是大股东实现利益侵占的手段,并且其持股比例与不同利益输送方式之间存在一定的关联性。

上述文献均从单期投资层面研究控股股东的利益侵占问题。作为对跨期投资的探索,Lemmon和Lins^[15]、Chan等^[16]在LLSV^[2]的研究基础上把单期投资扩展到跨期形式,并以此分析新投资收益率的变化对控股股东侵占水平的影响,但二模型的不足之处都在于没有考虑远期侵占问题。与之研究的局限性相类似,Almeida等^[17]在探讨远期融资摩擦与公司投融资决策之间的关系时指出,由于融资约束的存在使得控股股东在远期有机会侵占公司其他股东的利益,却没有分析远期投资收益率的变化对控股股东即期侵占行为的影响。由此可以看出,在研究跨期投资下的控股股东利益侵占问题时,现有文献还停留在单期层面,缺少对整体侵占行为的理论阐释。本文认为跨期投资下的控股股东侵占行为已不仅是一次性的,而应是一个可持续、可重复的过程。控股股东在跨期投资下实际追求的应是控制权私利的长期收益最大化。只有当每期收益均达到持续最

1. 传统意义上的大股东不一定完全是指控股股东,因为大股东有第一大股东、第二大股东等之分,而控股股东一般是指拥有公司控制权的第一大股东,二者在范围上有一定的差异。但众多的研究文献都没有对之加以区分,因此,在不影响分析的基础上,本文根据行文需要在以后章节中交替使用这两个概念。

优时,控制权收益才能实现真正意义上的最大.而只有明确了控股股东获取控制权私利长期收益最大化的终极目标,才能从根本上掌握其侵占行为的特质,并依此准确计算其真实的侵占水平,从而为资本市场正确制订投资者保护的相关法律法规,以最大程度地限制控股股东的侵占动机、降低控股股东的侵占概率提供参考依据.

本文以下部分的结构安排是:第三部分,介绍模型的基本假设、定义相关概念;第四部分,在基本假设的基础上构建控股股东单期侵占的基准模型和两期侵占的拓展模型;第五部分,数值模拟和结果分析;第六部分,研究结论.

3 基本假设

参考 LLSV^[2] 的单期投资单期侵占模型及推导模式,本文基于新投资机会存在假设,构建一个跨期投资下的两期控制权私利模型,来分析现金流权比例、新投资收益率和投资者法律保护力度对控股股东两期最优侵占水平的影响.该文是对拥有两个投资机会的动态投资问题的一个简单描述.

首先假定,公司拥有一个当前的投资机会和一个潜在的投资机会(也叫新投资机会或远期投资机会);公司内部资金为 I ,可全部用于投资且不需要进行外部融资;投资成本的费用为 0;公司的股权结构既定且只有唯一一位现金流权比例为 α 的控股股东,但有无数多个中小股东;控股股东的现金流权比例 α 为外生变量,其值主要受到公司的发展现状、生命周期、投资机会以及所处国家的法律环境影响.

本模型涉及到两个投资阶段和三个投资时点.两个投资阶段分别用即期投资和远期投资表示,三个时点则分别用 $date_0$ 、 $date_1$ 和 $date_2$ 表示.在即期投资阶段($date_0$ – $date_1$):公司在 $date_0$ 时把内部资金 I 全部用于总收益率为 R_1 的投资后,可在 $date_1$ 时获得 $R_1 I$ 的收益.由于控股股东有追求控制权私利的动机,使得侵占行为的发生成为现实,定义此时侵占为即期侵占,其侵占水平为 s_1 .由于侵占行为受到保护投资者利益的相关法律的监督和制裁,控股股东需为其支付一定的成本,假设此成本的单位形式为 $c(k, s) = \frac{1}{2}ks^2$, 且是凸的,满足 $c_k > 0, c_s > 0, c_{ss} > 0, c_{ks} > 0$. $c(k, s)$ 是投资者法律保护力度 k 和侵占水平 s 的函数,其中, k 值越大,表明国家对投资者的法律保护力度越强,控股股东侵占所面临的被法律查处的风险越大,侵占成本也就越高; s 越大,表明控股股东转移收益的规模越大,侵占成本就越高.

在远期投资阶段($date_1$ – $date_2$):由于公司在 $date_1$ 时拥有一个收益率为 $R_2 (R_2 \neq R_1)$ ³ 的潜在投资机会,控股股东出于最大化自身价值的考虑,不会把侵占后剩余 $(1 - s_1)R_1 I$ 作为股利在全部股东间进行分配,而是会连同初始资金 I 一起用于新投资中,并在 $date_2$ 获取远期收益.此后,由于不再拥有新的投资机会,控股股东将会把全部收益作为股利在所有股东间进行分配,不过在分配之前,控股股东为谋取控制权私利会再次进行“隧道挖掘”,并为之付出相应的成本.相对于即期侵占,定义此时侵占为远期侵占,并假设其侵占水平为 s_2 ,单位侵占成本为 $c(k, s_2) = \frac{1}{2}ks_2^2$. s_1, s_2 均为内生变量,其值由控股股东决定.

4 控股股东侵占的理论模型构建

4.1 单期侵占模型之一: 远期无侵占时控股股东的即期侵占模型

在上述基本假设的基础上,本节首先分析跨期投资下控股股东单期侵占的第一种形式——远期无侵占时的即期利益侵占行为.

参考并改进 Lemmon 和 Lins^[15] 关于跨期投资下的单期侵占模型,假定控股股东仅在即期进行利益侵占,并把侵占后剩余收益连同初始投资额 I 全部用于收益率为 R_2 的新投资中.此时,根据控股股东总收益由共享收益和控制权私利构成的原则,构建出其即期侵占下的总收益模型:

$$\alpha[(1 - s_1)R_1 I + I]R_2 + s_1 R_1 I - \frac{1}{2}ks_1^2 R_1 I \quad (1)$$

式(1)中,第一项表示控股股东在远期期末按现金流权分成所得的共享收益;第二项表示控股股东的控制权私利;最后一项表示控股股东为谋取控制权私利而付出的成本.

2. 虽然侵占成本函数的表示形式没有一个同一的规定,但多数研究均采用 LLSV^[2] 关于侵占成本函数的设定,本文亦如此;

3. 当然存在 R_1 与 R_2 相等的情况.但当 $R_1 = R_2$ 时,跨期投资中的两期侵占模型等同于经典单期投资的利益侵占模型,所研究问题就得到简化,而不能更好地分析跨期投资中控股股东的两期侵占行为,为进一步阐释其整体利益侵占行为,我们假定 $R_1 \neq R_2$.

考虑到最优侵占水平与初始投资无关, 可将上式简化为

$$\alpha(1-s_1)R_1R_2 + \alpha R_2 + s_1R_1 - \frac{1}{2}ks_1^2R_1 \quad (2)$$

对式 (2) 关于 s_1 求一阶偏导, 并令之等于 0, 可求出控股股东的即期最优侵占水平 s_1^* :

$$s_1^* = \frac{1}{k}(1 - \alpha R_2) \quad (3)$$

式 (3) 表明: 在跨期投资下的单期侵占模型中, 当控股股东即期侵占所得的净边际收益等于所需支付的边际成本时, 其即期侵占水平最优。

4.2 单期侵占模型之二: 即期无侵占时控股股东的远期侵占模型

仍在上述基本假设的基础上, 本节分析跨期投资下控股股东单期利益侵占的另一种形式——即期无侵占时的远期侵占行为。控股股东在即期不进行侵占, 而是把投资所得连同初始投资 I 全部用于收益率为 R_2 的新投资中, 以获取远期收益, 然后在远期进行利益侵占。仍然根据控股股东总收益由共享收益和控制权私人收益两部分构成的原则, 可计算出远期侵占下的控股股东总收益:

$$\alpha(1-s_2)(1+R_1)IR_2 + s_2(1+R_1)R_2I - \frac{1}{2}ks_2^2(1+R_1)R_2I \quad (4)$$

式 (4) 中, 第一项表示控股股东在远期期末按现金流权分成所得的共享收益; 第二项表示控股股东在远期期末所谋取的控制权私利; 最后一项表示控股股东为谋取控制权私利而付出的成本。

对式 (4) 关于 s_2 求一阶偏导, 并令之等于 0,

$$-\alpha(1+R_1)R_2I + (1+R_1)R_2I - ks_2(1+R_1)R_2I = 0 \quad (5)$$

由上式可求出控股股东的远期最优侵占水平 s_2^* :

$$s_2^* = \frac{1}{k}(1 - \alpha) \quad (6)$$

式 (6) 表明: 在跨期投资下的单期侵占模型中, 当控股股东远期侵占所得的净边际收益等于所需支付的边际成本时, 其远期侵占水平最优。

4.3 拓展模型: 即、远两期侵占同时存在时控股股东的两期利益侵占模型

依据上述两个基准模型的理论分析, 本节对控股股东的单期侵占模型进行拓展, 并重点剖析跨期投资下控股股东的两期利益侵占行为。

假设控股股东在即期的侵占水平为 s_1 , 并把侵占后剩余 $(1-s_1)R_1I$ 连同初始投资 I 重新投入到收益率为 R_2 的新机会中, 在远期期末, 为谋取控制权私利而再次侵占, 侵占水平为 s_2 。根据控股股东总收益由共享收益和控制权私有收益两部分构成的原则, 计算出控股股东的总收益应为:

$$\alpha(1-s_2)[(1-s_1)R_1+1]R_2I + s_1R_1I + s_2[(1-s_1)R_1+1]R_2I - \frac{1}{2}ks_1^2R_1I - \frac{1}{2}ks_2^2[(1-s_1)R_1+1]R_2I \quad (7)$$

式 (7) 中, 第一项代表控股股东在远期期末按现金流权分成所得的共享收益; 第二项代表控股股东由即期侵占所得的控制权私人收益; 第三项代表控股股东由远期侵占所得的控制权私人收益; 最后两项分别代表控股股东在即期和远期进行侵占时所需支付的侵占成本。

对式 (7) 关于 s_2 求一阶偏导, 并令之等于 0:

$$-\alpha[(1-s_1)R_1+1]R_2I + [(1-s_1)R_1+1]R_2I - ks_2[(1-s_1)R_1+1]R_2I = 0 \quad (8)$$

由式 (8) 可知控股股东在两期侵占下的远期最优侵占水平 s_2^{**} 为

$$s_2^{**} = \frac{1}{k}(1 - \alpha) \quad (9)$$

式 (9) 中各项所代表的经济意义与式 (6) 完全相同。式 (9) 表明, 在跨期投资下的两期侵占模型中, 控股股东由远期侵占所得的净边际收益等于所需支付的边际成本时, 其远期侵占水平最优。

对 (7) 式关于 s_1 求一阶偏导, 并令之等于 0, 得

$$-\alpha(1-s_2)R_2 + 1 - s_2R_2 - ks_1 + \frac{1}{2}ks_2^2R_2 = 0 \quad (10)$$

将由式 (9) 求出的 s_2^{**} 代入到式 (10) 中, 则可求出控股股东在两期侵占下的即期最优侵占水平 s_1^{**} :

$$s_1^{**} = \frac{1}{k} \left[1 - \left(\frac{1}{2k}\alpha^2 - \frac{1}{k}\alpha + \alpha + \frac{1}{2k} \right) R_2 \right] \quad (11)$$

由式 (11) 可以看出, 控股股东在两期侵占下的即期最优侵占水平与现金流权比例以及投资者的法律保护力度之间的关系比较复杂. 为形象描述出控股股东侵占水平与各变量之间的关系, 并与单期侵占模型中的最优侵占水平进行比较, 本文将在下一节进行数值模拟.

5 数值模拟

5.1 参数赋值

由模型构建和推导过程发现, 无论在单期侵占模型还是在两期侵占模型中, 控股股东的即期和远期最优侵占水平均只与现金流权比例 α 、股东法律保护力度 k 和远期投资收益率 R_2 有关, 与即期投资收益率 R_1 和初始投资额 I 无关; 但控股股东的控制权私利规模还与即期投资收益率 R_1 和初始投资额 I 有关. 因此, 若要计算控股股东最优侵占水平的具体数值, 只需对 α, k, R_2 赋值, 而要计算控股股东控制权私利的大小, 则还需对 R_1 和 I 进行赋值. 而根据对多组数据的模拟结果分析, 本文的研究结论对参数值的选取并不敏感, 其具体数值的大小并不影响控股股东两期侵占行为的趋势性分析结论, 因此, 选取最符合经济现实的一组数据作为模拟基础.

参照 LLSV^[2] 关于公司中某一股东的现金流权达到 20% 时就可成为控制性股东以及谷祺等^[18] 关于我国上市公司的现金流权比例均值为 0.22 的研究结论, 本文设定控股股东现金流权比例的基础值为 0.22; LLSV^[2] 和 Pistor^[19] 研究表明, 由于各国投资者法律保护的完善程度各不相同, 股东保护系数的取值也不尽一致, 为具有代表性, 本文选取均值 $k = 5$ 作为计算基础值. 即期投资收益率和远期投资收益率的大小与投资项目本身的性质有关, 因此, 在不影响研究结论的前提下, 本文选取即期投资收益率的基础值为 0.1, 远期投资收益率的基础值为 0.2; 最后, 设定初始投资额 $I = 100$.

5.2 数值模拟及结果分析

5.2.1 现金流权比例对控股股东侵占行为的影响

Shleifer 和 Wolfenzon^[20] 认为所有权结构作为公司层面上最为重要的治理机制, 不仅影响到控股股东对中小股东的侵占能力, 而且还对其侵占动机产生影响, 特别当法律体系对股东权益无法进行有效保护时, 所有权结构在抑制控股股东侵占方面的影响就显得尤为重要. 本文基于 LLSV^[21]、Claessens^[3] 等的计算思想, 把控股股东所有控制链上累积的持有上市公司的所有权比例用现金流权比例来代替, 通过研究现金流权比例的变化对控股股东最优侵占水平的影响程度, 来分析所有权结构与侵占行为之间的关系. 为进行数值模拟, 在其它条件不变的情况下, 给定股东法律保护系数 k 为基础值 5、远期投资收益率 R_2 为基础值 0.2, 由此计算出现金流权比例 α 变化时控股股东的最优侵占水平和控制权私利的不同数值. 表 1 列示了现金流权比例的变化对控股股东最优侵占水平及控制权私利的数值模拟结果.

表 1 现金流权比例对控股股东侵占水平和控制权私利的数值模拟结果

α	单期侵占				两期侵占		
	即期侵占		远期侵占		即期最优侵占水平 s_1^{**}	远期最优侵占水平 s_2^{**}	控制权私利 P^{**}
	最优侵占水平 s_1^*	控制权私利 P_1^*	最优侵占水平 s_2^*	控制权私利 P_2^*			
0.22	0.191	0.998	0.156	2.094	0.189	0.156	3.054
0.3	0.188	0.996	0.140	2.002	0.1869	0.140	2.963
0.4	0.184	0.994	0.120	1.848	0.183	0.120	2.810
0.5	0.180	0.990	0.100	1.650	0.179	0.100	2.612
0.6	0.176	0.986	0.080	1.408	0.175	0.080	2.370
0.7	0.172	0.980	0.060	1.122	0.172	0.060	2.084
0.8	0.168	0.974	0.040	0.792	0.168	0.040	1.754
0.9	0.164	0.968	0.020	0.418	0.164	0.020	1.379
1.0	0.160	0.960	0	0	0.160	0	0.960

由表 1 可以看出, 若给定其它条件, 控股股东在两期侵占模型中的最优侵占水平 (包括即期和远期) 以及控制权私利规模均随现金流权比例的增加而降低, 二者之间呈严格的负相关关系. 可见, 现金流权比例的大小对控股股东的侵占行为有显著影响: 当现金流权比例较小时, 控股股东的实际控制力较高, 二者之间的分

离度较大, 控股股东更多的表现出强烈的“垫壕效应”; 但是随着现金流权比例的不断增加, 在“利益趋同效应”的影响下, 控股股东与中小股东的利益趋于一致, 为减小由侵占所造成的对共享收益的损害, 控股股东会降低侵占水平, 该结论与 Claessens^[3] 的研究结论一致。

当现金流权相同时, 控股股东在两期侵占中的即期最优侵占水平较单期侵占中的即期最优侵占水平小 (二者只有在现金流权为 1 时才相等), 远期最优侵占水平没有发生变化。但是, 控股股东在两期侵占中所获得的控制权私利规模与单期侵占中所获得的控制权私利规模相比却增大了 ($P^{**} > P_1^*$ 和 $P^{**} > p_2^*$)。这表明在跨期投资中控股股东是非短视的, 其获取控制权私利的行为是一种长期行为, 所追求的终极目标是获取控制权私利的长期收益最大化, 为实现此目标, 控股股东不惜降低即期侵占水平 ($s_1^{**} < s_1^*$) 以保证侵占行为可持续, 而一旦到了终极投资期末, 由于公司不再具有新的投资机会, 控股股东的持续侵占难以为继, 为最大程度地提升控制权私利规模, 控股股东会把投资收益在公司所有股东间进行分配之前, 采取一次性的最优侵占方式 ($s_2^{**} = s_2^*$)。

由此可知, 在跨期投资下的控股股东两期侵占模型中, 以下结论成立:

- 1) 控股股东的即期最优侵占水平 s_1^{**} 及远期最优侵占水平 s_1^{**} 均与现金流权比例 a 负相关;
- 2) 当现金流权一定时, 控股股东在两期侵占中的即期最优侵占水平 s_1^{**} 较单期侵占中的即期最优侵占水平 s_1^* 有所降低, 而远期最优侵占水平 s_1^{**} 保持不变;
- 3) 控股股东非短视, 其进行两期侵占的终极动因是获取控制权私利的长期收益最大化。

5.2.2 远期投资收益率对控股股东侵占行为的影响

Lemmon 和 Lins^[15] 在研究跨期投资下的单期侵占行为时发现, 远期投资收益率的变化会影响到控股股东的最优侵占水平, 二者之间呈现一种负相关关系, 但是该研究仅限于控股股东的单期侵占, 对两期侵占则尚未涉及。本节在其研究基础上对控股股东的单期侵占行为作进一步拓展, 分析跨期投资下远期投资收益率的变化对控股股东两期侵占水平的影响。

首先, 给定其他条件不变, 取控股股东的现金流权比例 $a = 0.22$ 、股东的法律保护系数 $k = 5$; 然后, 根据赋值计算出远期投资收益率变化时控股股东的最优侵占水平和控制权收益规模。表 2 列示了远期投资收益率的变化对控股股东侵占水平和控制权私利的影响结果。

表 2 远期投资收益率对控股股东侵占水平和控制权私利的数值模拟结果

R_2	单期侵占				两期侵占		
	即期侵占		远期侵占		即期最优侵占水平 s_1^{**}	远期最优侵占水平 s_2^{**}	控制权私利 P^{**}
	最优侵占水平 s_1^*	控制权私利 P_1^*	最优侵占水平 s_2^*	控制权私利 P_2^*			
0	0.200	1.000	0.156	0	0.200	0.156	1.000
0.1	0.196	0.999	0.156	1.047	0.194	0.156	2.027
0.2	0.191	0.998	0.156	2.094	0.189	0.156	3.054
0.3	0.187	0.996	0.156	3.140	0.183	0.156	4.081
0.4	0.182	0.992	0.156	4.187	0.178	0.156	5.102
0.5	0.178	0.988	0.156	5.234	0.172	0.156	6.132
0.6	0.174	0.983	0.156	6.281	0.166	0.156	7.157
0.7	0.169	0.976	0.156	7.327	0.161	0.156	8.182
0.8	0.165	0.969	0.156	8.374	0.155	0.156	9.206
0.9	0.160	0.961	0.156	9.421	0.149	0.156	10.229
1.0	0.156	0.952	0.156	10.468	0.144	0.156	11.252

由表 2 可以看出, 当其它条件不变时, 随着远期投资收益率的增大, 控股股东两期侵占模型中的即期最优侵占水平和远期最优侵占水平均不断降低, 二者与远期投资收益率之间均呈负相关关系。这表明远期投资收益率是抑制控股股东侵占行为的一个重要因素: 当远期投资收益率增大时, 公司的未来投资前景看好, 由远期投资所带来的预期共享收益分成也会增加, 增加的共享收益在弥补控制权私利损失的同时也降低了控股股东被法律查处的风险, 因此, 控股股东会随着远期投资收益率的增加而不断降低即期最优侵占水平。但是, 远期最优侵占水平无论在单期侵占模型还是在两期侵占模型中都是一固定常数 (0.156), 二者均没有受到远期

投资收益率的影响, 这表明由于在终极投资期末不再拥有新的投资机会, 控股股东会根据边际成本等于边际收益的最优侵占原则, 采取类似单期投资中的一次性侵占方式进行最优侵占, 根据 LLSV^[2] 对控股股东单期侵占行为的分析, 可知远期投资收益率以及投资规模等对控股股东的最佳侵占水平均不产生影响。

而当远期投资收益率固定时, 以单期最优侵占水平为比较基准, 本文发现控股股东在两期侵占中的即期最优侵占水平有所降低 (二者只有在远期投资收益率为 0 时才相等), 远期最优侵占水平保持不变, 而控股股东在两期侵占中所获得的控制权私利规模却大于单期侵占中所获得的控制权私利规模 ($P^{**} > P_1^*$ 和 $P^{**} > P_2^*$)。解释原因同上, 此处不再重述。

由此可知, 在跨期投资下的控股股东两期侵占模型中, 以下结论成立:

- 1) 控股股东的即期最优侵占水平 s_1^{**} 与远期投资收益率 R_2 负相关, 而远期最优侵占水平 s_2^{**} 与 R_2 无关;
- 2) 当远期投资收益率一定时, 控股股东的即期最优侵占水平 s_1^{**} 较单期侵占中的即期最优侵占水平 s_1^* 有所降低, 远期最优侵占水平 s_2^{**} 保持不变;
- 3) 控股股东非短视, 其进行两期侵占的终极动因是获取控制权私利的长期收益最大化。

5.2.3 股东的法律保护系数对控股股东侵占行为的影响

LLSV^[2,21] 认为对投资者的法律保护在制约控股股东侵占方面非常有效, 他们根据各国公司法、证券法等条文构建了股东的法律保护指数, 首次对股东的法律保护状况进行了量化研究, 并发现股东的法律保护力度越强控股股东的侵占动机和侵占程度越低。为验证该结论, 本文选取控股股东现金流权比例的基础值 $a = 0.22$ 、远期收益率的基础值 $R_2 = 0.2$, 并根据以上赋值计算股东法律保护系数变化时控股股东的侵占水平和控制权私利规模。表 3 列示了股东法律保护系数的变化对控股股东最优侵占水平及控制权私利的数值模拟结果。

表 3 股东法律保护系数对控股股东侵占水平和控制权私利的数值模拟结果

K	单期侵占				两期侵占		
	即期侵占		远期侵占		即期最优侵占水平 s_1^{**}	远期最优侵占水平 s_2^{**}	控制权私利 P^{**}
	最优侵占水平 s_1^*	控制权私利 P_1^*	最优侵占水平 s_2^*	控制权私利 P_2^*			
1	0.956	4.990	0.780	10.468	0.895	0.780	14.561
2	0.478	3.638	0.390	6.907	0.463	0.390	10.173
3	0.319	2.679	0.260	4.976	0.312	0.260	7.468
4	0.239	2.104	0.195	3.872	0.235	0.195	5.864
5	0.191	1.729	0.156	3.164	0.189	0.156	4.820
6	0.159	1.466	0.130	2.674	0.158	0.130	4.088
7	0.137	1.272	0.111	2.315	0.135	0.111	3.548
8	0.120	1.124	0.098	2.040	0.119	0.098	3.134
9	0.106	1.006	0.087	1.824	0.105	0.087	2.806
10	0.096	0.910	0.078	1.649	0.095	0.078	2.540

由表 3 可以看出, 给定其它条件, 控股股东在两期侵占模型中的即期最优侵占水平和远期最优侵占水平以及控制权私利规模均随股东法律保护系数 k 的增大而减小, 二者之间呈显著的负相关关系, 并且递减的速度很快。这表明股东的法律保护在抑制控股股东的侵占行为方面具有重要的作用, 随着对股东保护的“书面法律”的不断健全和“法律实施”有效性的不断提高, 控股股东的侵占难度不断增加, 侵占成本也不断提高, 从而导致其控制权私利规模的不断下降。该结论与 LLSV^[2,21] 的研究结论一致。

以单期侵占中的最优侵占水平为比较基准, 在股东法律保护系数 k 相同的条件下, 由表 3 还可以看出: 1) 控股股东在两期侵占模型中的即期最优侵占水平有所降低, 远期最优侵占水平仍保持不变 (如 $k = 5$ 时, $s_1^{**} = 0.189 < s_1^* = 0.191$; $s_2^{**} = s_2^* = 0.156$); 2) 虽然控股股东在两期侵占模型中的即期最优侵占水平有所降低, 但其所获得的控制权私利规模却增大了 (如 $k = 5$ 时, $P_1^* = 1.729$, $P_2^* = 3.164$ 均小于 $P^{**} = 4.820$)。解释原因同上。

由此可知, 在跨期投资下的控股股东两期侵占模型中, 以下结论成立:

- 1) 控股股东的即期最优侵占水平 s_1^{**} 及远期最优侵占水平 s_2^{**} 均与股东保护系数 k 负相关;
- 2) 当股东的法律保护系数一定时, 控股股东的即期最优侵占水平 s_1^{**} 较单期模型中的即期最优侵占水平 s_1^* 小, 而远期最优侵占水平 s_2^{**} 与 s_2^* 相同;
- 3) 控股股东非短视, 其进行两期侵占行为的终极动因是获取控制权私利的长期收益最大化。

6 结束语

基于新投资机会存在的假设, 本文在跨期投资视角下构建出一个两期侵占的拓展模型, 分别从现金流权比例、远期投资收益率和股东法律保护的纬度阐释控股股东的控制权私利行为, 并通过模型推导和对数值模拟分析得出的结论进行归纳, 总结出三个主要结论, 这些结论为后续学者进一步研究控股股东的多期利益侵占问题提供一些理论参考, 也能为制订防范控股股东侵占行为发生的有效措施提供现实指导。结论如下:

1) 在两期侵占模型中, 现金流权比例、股东法律保护力度均与控股股东的即期最优侵占水平和远期最优侵占水平负相关; 远期投资收益率与控股股东的即期最优侵占水平负相关, 但与远期最优侵占水平无关。现金流权比例的增大, 远期投资收益率的提高, 股东法律保护力度的加强均能在一定程度上抑制控股股东的侵占行为。

2) 在其他条件不变的前提下, 当给定现金流权比例、远期投资收益率和股东法律保护系数之间的其中一个时, 控股股东在两期侵占中的即期最优侵占水平与单期侵占中的即期最优侵占水平相比有所降低, 而远期最优侵占水平没有变化。

3) 控股股东非短视, 其终极目标是追求控制权私利的长期收益最大化, 而获取控制权的长期收益最大化也是导致其两期侵占行为发生的主要原因。

从以上研究可以看出: 当存在跨期投资甚至多期投资时, 控股股东是长期理性的, 其侵占行为具有持续性, 持续性的侵占行为为控股股东谋取最多的控制权私利提供了可能。只有了解到控股股东获取控制权长期收益的特质, 才有可能从国家层面(股东法律保护制度的健全、法律保护体系的完善)和公司层面(一致化股东激励, 优化新投资机会等)加强对其侵占行为的制约, 更有效地防范控股股东侵占行为发生的概率, 保护中小股东的利益, 提升公司绩效。

参考文献

- [1] Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, (2): 301-325.
- [2] La porta R, Silanes L, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance, 2002, (3): 1147-1169.
- [3] Claessens S, Djankov J, Fan L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders[J]. Journal of Finance, 2002, (57): 2741-2771.
- [4] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. 1985, (6): 1155-1177.
- [5] Berle E, Means G. The Modern Corporation and Privation Property[M]. New York: The Macmillan Company, 1932.
- [6] Jensen M, Meckling W. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [7] Grossman S, Hart O. Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation[J]. Journal of Economics, 1980, (11): 42-64.
- [8] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, (5): 737-783.
- [9] Johnson S, Boone P, Breach A, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58): 141-186.
- [10] 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): 44-50.
Tang Z M, Jiang W. A study on the expropriation degree of large shareholders of China's listed companies[J]. Economic Research Journal, 2002, (4): 44-50.
- [11] 施东晖. 上市公司控制权价值的实证研究 [J]. 经济科学, 2003, (6): 83-89.
Shi D H. An empirical study on corporate control value of listed companies[J]. Economic Science, 2003, (6): 83-89.
- [12] 叶康涛. 公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究 [J]. 经济科学, 2003, (5): 61-69.
Ye K T. Invisible benefits of corporate controlling rights — Research on China's non-tradable shares transfer market[J]. Economic Science, 2003, (5): 61-69.

- [13] 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): 3-13.
Li Z Q, Sun Z, Wang Z W. Tunneling and ownership structure of a firm: evidence from controlling shareholder's embezzlement of listed company's funds in China[J]. Accounting Research, 2004, (12): 3-13.
- [14] 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 [J]. 中国会计评论, 2004, 2(1): 141-158.
Liu F, He J G. Ownership structure and substantial shareholder's choice in interest realizing methods: tentative study on tunneling in Chinese capital market[J]. China Accounting Review, 2004, 2(1): 141-158.
- [15] Lemmon M, Lins K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis[J]. Journal of Finance, 2003, 58(4): 1445-1468.
- [16] Chan K N, Hu Y S, Wang Y Z. When will controlling shareholder expropriate investors? Cash flow right and investment opportunity perspectives[J]. Journal of Economics, 2003, (3): 301-331.
- [17] Almeida H, Campello M, Weisbach M. Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless[J]. Journal of Corporate Finance, 2009.
- [18] 谷祺, 邓德强, 路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值 —— 基于我国家族上市公司的实证研究 [J]. 会计研究, 2006, 4: 30-36.
Gu Q, Deng D Z, Lu Q. Corporate value of separating cash-flow rights from control: Empirical study on family owned public firms in China[J]. Accounting Research, 2006, 4: 30-36.
- [19] Pistor K, Raiser M, Gelfer S. Law and finance in transition economies[J]. London: EBRD, Working Paper, 2000.
- [20] Shleifer A, Wolfenzon D. Investor protection and equity markets[J]. Journal of Finance Economics, 2002, (66): 3-27.
- [21] La porta R, Silanes L, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Financial, 1997, (52): 1131-1150.