

控制权私利行为与并购支付方式选择

严复海(教授) 彭丽敏

(兰州理工大学经济管理学院 兰州 730050)

【摘要】我国企业并购具有以现金支付为主的特征,以往研究认为其主要受主并方股权结构的影响,忽视了主并方控股股东通过并购行为掏空中小股东——攫取控制权私利的动机。本文以2006~2012年我国沪深两市发生的1793起并购事件为研究对象,构建一个有关并购支付方式选择的新模型,并运用有序多分类Logistic回归模型进行检验。实证结果表明,在关联方并购下,主并方控股股东持股比例与股票支付间存在并非U型的非线性相关关系,且主并方控股股东较少考虑控制权私利损失威胁和公司债务融资的约束,表现出掏空中小股东的倾向;而在非关联方并购下,主并方控股股东为防止其控制权私利受损,倾向于选择现金支付。

【关键词】支付方式 控股股东 控制权私利 关联方并购

一、引言

在我国资本市场,伴随并购重组相关法律法规的日渐完善,并购已逐渐成为我国企业提升企业价值、实现产业整合、提高经济整体竞争力的重要手段。并购支付方式的选择作为并购交易决策的重要环节,对并购交易的成

败起到关键作用。西方国家并购发展的历史已逾百年,支付方式已呈多样化的发展趋势;而我国有关并购发展的历程较短,股票、混合支付作为并购支付方式的使用频率虽在逐渐增加,但仍呈现以现金支付为主的单一化发展趋势。本文对我国2004~2012年的并购样本进行统计发

负数,为了避免熵值取对数时无意义,对数据进行非负化处理:

$$F_{ij}'' = F_{ij}' + g, i=1, 2, \dots, 336; j=1, 2, \dots, 6; g=5$$

(2)依据熵值法计算2009年成本综合评价得分结果。

①计算第j项主成分熵值。计算式如下:

$$s_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln p_{ij} \quad p_{ij} = \frac{F_{ij}''}{\sum_{i=1}^n F_{ij}''}$$

$i=1, 2, \dots, 336; j=1, 2, \dots, 6; n=336$

得到2009年数据中6个主成分的熵值为: $s_j=(0.997 033, 0.997 531, 0.996 776, 0.996 687, 0.996 86, 0.997 495)$

②计算分散程度。计算式如下:

$d_j=1-s_j$ 结果为(0.002 967, 0.002 469, 0.003 224, 0.003 313, 0.003 14, 0.002 505)

(3)计算第j项主成分权重。计算式如下:

$$w_j = \frac{1-s_j}{\sum_{j=1}^m (1-s_j)}$$

$w_j=(0.168 428, 0.140 14, 0.182 969, 0.188 043, 0.178 237, 0.142 183)$

(4)计算2009年成长性综合指数。计算式如下:

$$z_j = \sum_{i=1}^n w_j x_{ij}$$

对2009年数据,采用上述步骤应用因熵法的方式计算的成长性综合指标得分前五家公司为:飞力达、红日药业、星星科技、北京君正、掌趣科技。而直接对各具体指标采用熵值法计算权重,从而确定成长性综合指标得分前五家公司为:同花顺、神州泰岳、网宿科技、红日药业、星星科技。可见,两种方法计算的成长性综合排名结果会有所区别。直接采用熵值法计算各具体指标的权重未考虑到具体指标之间的相关性和重复性,会导致最后成长性综合指标得分排名缺乏合理性。通过使用因熵模型可以客观地评价创业板成长性,并对未来其成长空间进行更好的预测。

主要参考文献

1. 符林,刘轶芳,迟国泰.上市公司的成长性判定方法与实证研究.财经问题研究,2008;6
2. 陈晓红,周颖,余坚.市场波动性与中小上市公司成长性评价.证券市场导报,2007;5
3. 陈晓红,周颖,余坚.考虑在险价值的中小企业成长性评价研究——基于沪深中小上市公司的实证.南开管理评论,2008;11

现,采用现金支付的比例已占92.06%,采用股票支付、现金与股票的混合支付的比例仅分别占2.70%、1.46%,其他支付方式占3.78%。

对于并购支付方式的选择,国外学者已有研究表明,并购双方的股权结构、财务状况、相对交易规模、管理层持股及行业关联度等都会对其造成影响。而其中主并方控股股东的行为动因是并购交易支付手段选择的重要决定因素,因上市公司第一大股东可以运用其控股地位对公司董事会和管理层施加影响,通过一些自利性行为对公司中小股东的利益进行侵占。这部分利益并非我们通常所说的控制权公共收益,我们称之为控制权私利。而公司控股股东主要通过转移公司资产、关联交易等途径获取控制权私利,因此本文认为主并方控股股东实施并购的重要动因是攫取控制权私利。

本文将从主并方控股股东始终维护其控制权不受损的视角出发,构建一个有关并购支付方式选择的新模型,以2006~2012年已在我国沪深两市上市的公司发生的1793起并购交易为研究对象,期望通过回归分析检验主并方控股股东维护控制权的行为对并购支付方式的影响,找出我国上市公司并购支付方式单一的原因,为我国并购市场支付手段多样化发展提供参考建议。

二、理论分析与研究假设

已有研究文献表明,控股股东的控制权被稀释将直接导致其控制权私有收益受损。一般认为,无论是在并购前还是在并购后,主并方控股股东始终都存在维护其控制权私利的动态行为。既然控股股东避免其控制权私利受损是其维护控制权的主要动机,那么我们就有必要从主并方控股股东控制权私利受损的角度出发,探讨其对并购支付方式选择所造成的影响。

(一)控制权损失威胁

股票支付通常会导致主并方控股股东控制权被稀释,从而导致控股股东控制权损失风险增加。故主并方控股股东若考虑到股票支付后控制权稀释所带来的潜在威胁——控制权私利受损,则更倾向于现金支付。Ghosh和Ruland(1998)、Martin(1996)、张晶和张永安(2011)研究发现,当主并方公司股权完全分散或高度集中时,因不存在控股股东的现象或控股股东控制权较稳固,主并方第一大股东并未表现出对控制权损失风险的担忧,倾向选择股票支付;而当主并方第一大股东持股水平位于20%~60%时,控制权损失威胁较大,则倾向选择现金支付。Facchio和Masulis(2005)、苏文兵(2009)还发现,当标的公司的股权集中度相对越高,主并方控股股东面临控制权损失的风险越大时,控股股东倾向选择现金支付。

另外,对于主并方控股股东可能通过控制权攫取控制权私利的行为,其他股东除了采取“用脚投票”这种消

极的方式进行自保外,同样可以采取积极的方式监督控股股东。尤其是其他大股东,他们不像分散的小股东那样可随意卖掉所持有的股票,而是更多地选择“用手投票”来维护自身利益。肖成民(2012)研究认为,公司若存在多个大股东,那么其实质是公司控股股东向股东发出不会意图获取控制权私利的信号,从而吸引更多的股东投资,说明其他大股东的联盟能对控股股东的掏空行为起到抑制作用。

并购支付方式与关联交易关系图

对于我国上市公司,关联并购属于普遍现象。由上图关于2006~2012年我国上市公司并购交易数据可知,在非关联方并购下,现金支付766起(占非关联交易的95.87%),股票支付24起(占非关联交易的3.00%),混合支付9起(占非关联交易的1.13%);在关联并购下,现金支付共808起(占关联交易的81.29%),股票支付155起(占关联交易的15.59%),混合支付31起(占关联交易的3.12%)。可见相比非关联方并购,主并方控股股东在关联并购下更易选择股票、混合支付。李增泉(2009)研究发现,公司控股股东的掏空行为与企业业绩存在显著负相关关系,控股股东可能要因此承担全部成本;相反,当公司出现财务危机时,控股股东又会利用其个人财产支援公司。

李善民(2009)发现,在非关联方并购交易下,主并方控股股东的持股比例与股票支付间存在非线性相关关系;但在关联并购交易下,其持股比例与股票支付间并不存在显著相关关系。究其原因,在非关联交易中,一方面,控股股东可通过并购行为掏空中小股东——攫取控制权私利,则为控制公司损失成本而倾向选择现金支付;另一方面,控股股东可能为获取控制权公共收益而注入优质资产,则倾向选择股票支付。但若在关联并购中,主并方控股股东较少考虑标的公司大股东在并购后新公司对其造成的股权制衡。

基于上述分析,本文认为主并方控股股东持股比例、控制权损失风险及其他大股东的制衡威胁与并购支付方式的选择之间存在一定的关联,具体提出如下假设:

H_{A1} :非关联方并购交易下,主并方控股股东持股比例与股票支付呈非线性相关关系。

H_{A2}: 关联并购交易下, 主并方控股股东持股比例与股票支付不存在相关关系。

H_{A3}: 非关联方并购交易下, 主并方控股股东控制权损失风险与股票支付呈负相关关系。

H_{A4}: 关联并购交易下, 主并方控股股东控制权损失风险与股票支付不存在相关关系。

H_{A5}: 非关联方并购交易下, 主并方其他大股东对控股股东的制衡威胁程度与股票支付呈负相关关系。

H_{A6}: 关联并购交易下, 主并方其他大股东对控股股东的制衡威胁程度与股票支付不存在相关关系。

(二) 债务融资威胁

Mayer和Walker(1996)研究发现, 当主并方在并购前一年所持自由现金流相对并购交易规模较大, 其控股股东选择股票支付可能性较小。李善民(2009)研究发现, 当主并方在并购前财务杠杆较高时, 更倾向于选择股票支付。一方面当主并方资产负债率过高时, 其若想通过举债方式筹集并购所需资金, 将会使公司筹资的资本成本增加, 一旦经营管理不善, 将使公司面临较大的破产风险。另一方面, 当公司债务水平过高时, 外部债权人对公司的监管力度会明显增大, 从而增加了其控股股东获得控制权私利的成本。除此之外, 基于债务利息的抵税作用可知, 当公司保持适当的财务杠杆时, 可获得较大的息税后利润; 而当公司的财务杠杆过高时, 其所面临的经营风险和财务风险都将较大。基于上述分析, 本文认为主并方财务杠杆、相对于并购交易规模的自由现金流水平与并购支付方式的选择存在一定关联, 具体提出如下假设:

H_{B1}: 主并方财务杠杆与股票支付呈正相关关系。

H_{B2}: 主并方相对于并购交易规模的自由现金流水平与股票支付呈负相关关系。

三、研究设计与研究方法

(一) 数据来源与样本选取

首先通过查找《中国证券报》获取有关2006~2012年间我国上市公司发生的并购交易事项17 933起, 并通过CIA数据库获取有关并购事项相关交易特征的主要数据, 部分缺失数据通过RESSET金融研究数据库获取。同时为了确保研究结论的准确性, 本文遵循如下选样原则: ①剔除主并方为非上市公司的企业, 对标的公司是否上市不作要求; ②剔除金融类及并购当年被ST的上市公司, 因其财务指标具有特殊性, 有碍得到较为准确的研究结果; ③剔除交易金额缺失及小于1 000万元的样本, 因交易金额过小实质不会对主并方产生重大影响; ④剔除并购交易不成功样本。

最终得到总研究样本共1 793笔, 其中现金支付1 574笔, 所占比例为87.79%; 股票支付179笔, 所占比例为9.98%; 混合支付40笔, 所占比例为2.23%。

(二) 变量设计

1. 因变量。对于因变量并购支付方式(Payment), 本文仅选取具有代表性的3类进行定性赋值分析: 股票支付取1; 包括现金、股票两种支付方式的混合支付方式取2; 现金支付取3。

2. 自变量。对于控制权损失威胁, 本文主要通过主并方第一大股东持股比例(Firstshare)、主并方控制权(Control)、其他大股东的制衡(Balance)及控制权损失风险(Riskloss)四个变量进行测度, 文中以H_{An}表示。对于债务融资威胁, 本文主要通过主并方财务杠杆(Leverage)和相对于并购交易规模的自由现金流水平(Cashflow)两个变量进行测度, 文中以H_{Bn}表示。

3. 控制变量。除上述自变量外, 主并方投资机会、行业关联度、关联并购及管理层持股都会对并购支付方式的选择造成影响, 本文为排除这些变量对本文研究结果造成影响, 将其定义为控制变量。具体相关自变量与控制变量的定义如表1所示。

表 1 变量的定义描述

类型	变量名	变量含义描述	假设
因变量	Payment	并购支付方式, 股票支付取1, 混合支付取2, 现金支付取3	
	Firstshare	第一大股东持股比例	H _{A1} 、H _{A2}
自变量	Firstshare ²	第一大股东持股比例的平方	H _{A1} 、H _{A2}
	Control	主并方控制权, 当主并方第一大股东持股比例位于(0%, 30%)时取0; 位于[30%, 60%)时取1; 位于[60%, 100%)时取2	H _{A1} 、H _{A2}
	Balance	其他大股东对第一大股东制衡, 第二到第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值	H _{A5} 、H _{A6}
	Riskloss	控制权损失风险=相对交易规模×标的公司股权集中度。对于股权集中度, 若标的公司为非上市企业, 则取1, 否则为0。相对交易规模=交易总价/(交易总价+并购前一年资本市价)	H _{A3} 、H _{A4}
	Leverage	主并方的财务杠杆, 并购前一年年末的资产负债率	H _{B1}
	Cashflow	现金流水平, 并购前一年年末主并方自由现金流总额与交易总金额的比值	H _{B2}
控制变量	Tobin Q	投资机会, 用并购前三年Tobin Q平均值测量	
	Industry	行业关联度, 若并购双方为同行业, 取1; 若为跨行业, 取0	
	Revelance	关联并购, 标的公司属于控股股东或实际控制人为1, 否则为0	
	Exeshares	管理层持股, 主并方公司管理层持股数量占公司总股本的比例	

(三) 模型设计

本文采用有序多分类Logistic回归模型, 因简单的Logistic回归模型因变量一般只能分为两类, 而在有序多分类Logistic回归模型中, 分类水平可以大于2, 且可将所测

量的结局变量分为等级变量,非常适合于本文对并购支付方式的定性研究。本文分别拟合2个模型: π_1 、 π_2 分别为因变量取值为股票支付、混合支付时的概率,而取值为现金支付则作为用于对比的基础水平,具体建立模型如下所示:

$$\text{Logit}_{p1} = \log\left(\frac{\pi_1}{1 - \pi_1}\right) = \alpha_1 + \beta_1 \text{Firstshare} + \beta_2 \text{Firstshare}^2 + \beta_3 \text{Control} + \beta_4 \text{Balance} + \beta_5 \text{Riskloss} + \beta_6 \text{Leverage} + \beta_7 \text{Cashflow} + \beta_8 \text{Tobin Q} + \beta_9 \text{Industry} + \beta_{10} \text{Exeshares} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Logit}_{p2} = \log\left(\frac{\pi_1 + \pi_2}{1 - \pi_1 - \pi_2}\right) = \alpha_2 + \beta_1 \text{Firstshare} + \beta_2 \text{Firstshare}^2 + \beta_3 \text{Control} + \beta_4 \text{Balance} + \beta_5 \text{Riskloss} + \beta_6 \text{Leverage} + \beta_7 \text{Cashflow} + \beta_8 \text{Tobin Q} + \beta_9 \text{Industry} + \beta_{10} \text{Exeshares} + \varepsilon \quad (2)$$

式中: β 为回归系数; α 为常数项; ε 表示残差。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表2反映了现金、股票及混合支付各因变量之间的均值及支付方式两两比较间存在的差异。可以看出主并方第一大股东持股比例、控制权损失风险及主并方现金流水平在现金与股票支付、现金与混合支付的组间均值差异的比较中均呈现显著差异状态。其中主并方第一大股东持股比例、控制权损失风险在现金支付下的均值明显小于股票支付、混合支付下的均值;而主并方现金流水平在现金支付下的均值明显高于在股票、混合支付下的均值。说明主并方控股股东持股比例较低,主并方相对于并购交易总额的现金流较多时更倾向于选择现金支付,从而使其控股股东面临的控制权损失风险相对较小;反之,主并方控股股东较倾向于选择股票支付,使其控股股东面临的控制权损失风险较大,结果基本支持本文假设。

表2 相关变量均值描述性统计

	总样本	现金支付	股票支付	混合支付	组间差异	组间差异	组间差异
					(现金与股票)	(现金与混合)	(股票与混合)
Firstshare	0.372	0.368	0.386	0.431	-1.350**	-2.234**	-1.459**
Firstshare ²	0.164	0.160	0.179	0.222	-1.618	-2.993	-1.594
Control	0.700	0.690	0.700	0.980	-0.270	-2.560**	-2.244**
Balance	0.515	0.533	0.516	0.407	-0.422*	1.220	1.278*
Riskloss	0.058	0.032	0.243	0.272	14.025***	-8.380***	-0.900
Leverage	0.562	0.551	0.679	0.459	1.547	2.307**	2.447**
Cashflow	2.892	3.289	0.053	-0.028	-3.043**	3.113**	0.682
TobinQ	2.031	1.689	5.079	1.820	1.600	-0.795	1.533
Industry	0.670	0.660	0.780	0.780	3.633***	-1.766*	0.021
Relevance	0.550	0.510	0.870	0.780	12.380***	-3.845***	1.270
Exeshares	0.025	0.024	0.027	0.057	0.438*	-1.520	-1.293

注:参考类别为现金支付,***、**、*分别表示置信度在1%、5%、10%的水平上显著。下同。

(二)相关性分析

从表3中发现,主并方第一大股东持股比例和第一大股东持股比例的平方间的相关系数为0.974,属于严重共线性;主并方控制权与主并方第一大股东持股比例、第一大股东持股比例的平方间的相关系数分别为0.892、0.866,说明这两两一对的变量间可能存在共线性。其他具有相关性的变量间的相关系数均在0.5以下,相关程度在研究可接受范围内,并不会对回归结果造成太大影响,故无需在回归分析中剔除。

表3 统计样本自变量相关关系矩阵

变量	Firstshare	Firstshare ²	Control	Balance	Riskloss	Leverage
Firstshare ²	0.974**					
Control	0.892**	0.866**				
Balance	-0.426**	-0.348**	-0.361**			
Riskloss	0.082***	0.091**	0.056**	-0.027		
Leverage	0.001	0.003	-0.017	0.011	0.095**	
Cashflow	0.017	0.015	0.012	0.009	-0.033	-0.002

(三)Logistic回归结果

本文将结果分为在非关联交易和关联交易两种条件下得出,并对与本文研究无关但可能对分析结果造成影响的因素变量加以控制,在检验过程中,以现金支付为参考变量,其相关回归系数默认为0,分别检验自变量因素对股票支付、混合支付的选择造成的影响。对于主并方第一大股东持股比例与第一大股东持股比例的平方、主并方控制权变量间可能存在的共线性问题,分别在模型1、2、3中将其剔除以此来减少变量共线性对模型稳定性造成的不良影响。从表4、表5中的Pseudo R-Square检验可发现模型的拟合优度均表现不错,均在0.470以上;-2LogLikelihood下的显著性为P=0.000,基本判断模型的建立是较为合理的。

由表4可知,在非关联方并购下,除主并方第一大股东持股比例、第一大股东持股比例的平方与股票支付、混合支付不存在显著相关关系外,其余变量均与股票支付、混合支付呈一定相关关系,验证了原假设H_{A3}、H_{A5}、H_{B1}、H_{B2}。说明在关联并购下,主并方控股股东同时受到控制权损失威胁、债务融资威胁的影响。

由表4亦可知,主并方控制权与股票支付在5%置信水平上呈显著负相关关系。本文研究结论并不像Faccio和Masulis(2005)得出的相关结论——主并方第一大股东持股比例与股票支付存在U型的显著相关关系,而是发现随着第一大股东持股比例的增大,主并方更倾向选择现金支付,揭示了主并方第一大股东持股比例与股票支付间存在的非线性相关关系,假设H_{A1}得到验证。

由表5可知,在关联并购下,控制权损失风险与股票支付、混合支付呈显著负相关关系,不支持原假设H_{A4},结

合表4数据可知,无论在关联还是非关联方并购下,主并方控股股东面临的控制权损失风险较大时,为防止其控制权受损,从而保护其控制权私利不受损,主并方控股股东更倾向于选择现金支付。变量财务杠杆及控制变量投资机会与股票支付、混合支付呈显著正相关关系,其余变量与股票支付、混合支付基本不存在相关关系。说明在关联并购下,主并方控股股东较少考虑控制权稀释问题,仅受到公司财务杠杆及投资机会的影响,原假设 H_{A2} 、 H_{A6} 、 H_{B1} 得到验证。我们还发现在非关联方并购下,主并方现金流水平与股票支付、混合支付间均不存在显著相关关系,验证了假设 H_{B2} 仅在非关联方并购下成立。

表 4 非关联并购下 Logistic 回归结果

	模型1		模型2		模型3	
	股票	混合	股票	混合	股票	混合
Firstshare	-4.270	-1.879				
Firstshare ²			-6.554	-1.241		
Control					-1.617**	0.178
Balance	-1.119*	0.457	-1.287*	0.565	-1.215*	-0.488
Riskloss	-22.171***	-16.883***	-22.450***	-16.567***	-23.111***	-16.444***
Leverage	0.516**	0.845	0.530**	0.89	0.581**	0.717
Cashflow	-2.811*	-2.813*	-2.831*	-2.845*	-2.853*	-2.858*
TobinQ	0.263*	0.268*	0.268*	0.270*	0.275*	0.271*
Industry	1.507**	0.694	1.570**	0.652	1.641**	0.641
Exeshares	3.379**	3.131**	3.321**	3.108**	3.659**	3.057**
α	-5.608	-6.166	-6.683	-6.47	-6.406	-6.717
Pseudo R-Square	0.478		0.481		0.490	
-2Log Likelihood	178.746 (0.000)		178.004 (0.000)		175.252 (0.000)	

表 5 关联并购下 Logistic 回归结果

	模型1		模型2		模型3	
	股票	混合	股票	混合	股票	混合
Firstshare	-0.115	-0.097				
Firstshare ²			0.028	0.638		
Control					-0.069	0.320
Balance	0.225	-0.754	0.250	-0.650	0.199	-0.450
Riskloss	-17.558***	-19.268***	-17.535***	-19.215***	-17.562***	-19.168***
Leverage	0.299**	1.298	0.300**	1.309	0.298**	1.332
Cashflow	0.881	-0.892	0.883	-0.889	0.875	-0.881
Tobin Q	0.426***	0.151	0.426***	0.154	0.425***	0.160
Industry	0.494	0.413	0.490	0.402	0.494	0.398
Exeshares	-0.665	4.577*	-0.662	4.570*	-0.663	4.469*
α	-3.965	-4.482	-4.287	-5.161	-4.212	-5.372
Pseudo R-Square	0.534		0.534		0.535	
-2Log Likelihood	679.266 (0.000)		679.142 (0.000)		678.335 (0.000)	

由表5亦可知,主并方第一大股东持股比例和主并方控制权在关联并购下的 β 系数基本为负值,揭示了在关联并购下随着主并方第一大股东持股比例增大,主并方控股股东越不倾向股票支付,虽然这种负相关关系并不显著,但已表现出了主并方控股股东在关联并购中有攫取控制权私利的倾向。

五、研究结论

在非关联方并购下,当第一大股东持股比例超过30%时,通常情况下视其拥有公司控制权,因此可享受控制权带来的私有收益,若其控制权受到威胁,为防止其控制权私利受损,主并方控股股东在并购交易时更倾向于于现金支付,且其会考虑其他大股东对其的制衡监督能力。而在关联并购下,主并方控股股东较少考虑控制权因素或其他大股东的制衡监督作用,可见主并方控股股东在关联并购下并未表现出“支持公司”的意愿,反而表现出“掏空”中小股东的倾向。

股权高度集中是我国上市公司的主要特征之一,致使公司控股股东通常拥有维护其控制权私利的能力。因此,无论是关联并购交易还是非关联方并购交易下,主并方控股股东为防止其控制权被稀释,更倾向于选择现金支付。且无论是在非关联方还是关联并购下,主并方财务杠杆越高,其债务融资的资本成本越高,且其债务融资的限制也越多。主并方控股股东为避免因债务融资而致使外部债权人和投资者对其的监督程度增加,使其获取控制权私利的成本增加,更倾向于选择股票支付。

主要参考文献

1. Faccio M., Masulis R.W.. The choice of payment method in European mergers and acquisition. Journal of Fiance, 2005; 60
2. Ghosh A., Ruland W.. Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention. Journal of Finance, 1998; 53
3. Hansen R. G. A.. Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. Journal of Business, 1987; 60
4. Martin K. J.. The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership. Journal of Finance, 1996; 51
5. 肖成民. 制度环境、公司治理与利益侵占. 上海: 立信会计出版社, 2012