

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2019.02.007

# 控股股东—中小股东冲突、公司治理 对非效率投资的交互影响<sup>\*</sup>

朱春艳<sup>1</sup> 张 昕<sup>2</sup>

(1. 南开大学金融发展研究院, 天津 300071; 2. 香港大学经济与金融学院, 香港 999077)

**摘 要:** 中国的资本市场, 控股股东普遍存在, 控制权和现金流权的分离使得控股股东有通过非效率投资侵占上市公司资源的动机, 公司治理是制约大股东侵占中小股东利益、减少非效率投资的重要机制, 公司治理是否能很好地抑制大股东非效率投资? 公司治理的抑制作用是否会受到大股东持股的影响? 这是本文研究的主要问题。通过析式研究发现: 公司治理会弱化利益冲突对非效率投资的影响, 利益冲突也能抑制公司治理对非效率投资的作用。实证检验的结果基本支持上述结论, 公司治理会抑制公司的非效率投资, 而公司治理的抑制作用在大股东控制权较低和不存在两权分离时表现更好。

**关键词:** 控股股东—中小股东冲突; 公司治理; 非效率投资

**中图分类号:** F270.7 / F830      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095—8072(2019)02—0069—15

## 一、引言

Jensen和Meckling(1976)将代理问题为两类: 即股东与管理者之间的代理问题及股东与债权人之间的代理问题, 而La Porta等(1999)、Claessens等(2002)发展了另一类代理问题—控股股东与中小股东之间的代理问题, 且La Porta等(1999)认为公司治理的主要问题是控股股东与中小股东之间的利益冲突, 所以本文将控股股东—中小股东之间的利益冲突作为主要研究对象。

大股东与中小股东的利益冲突一方面源自上市公司的股权集中, 另一方面源自大股东对上市公司的控制权与现金流权的差异。中国资本市场控制权集中和两权分离现象同时存在, 在此状况下, 控股股东一方面可以选择管理层来实现自己的战略主张, 另一方面还可通过各种机制对经理的投资行为施加影响, 从而造成企业的非效率投资。公司治理机制在公司的投资决策中发挥着重要作用, 良好的公司治理机制会对企业的非效率投资行为进行约束。所以, 控股股东—中小股东冲突与公司治理在企业的经营中并不是孤立的, 利益冲突的促进作用与公司治理的抑制作用往往是并存的。

国内外学者对股东之间的代理成本及公司治理对非效率投资的影响进行了广泛探

<sup>\*</sup> 基金项目: 本文受国家自然科学基金青年基金项目“代理成本、自愿性披露影响因素及自愿披露后果研究”(项目编号: 71302015)及中国博士后科学基金第62批面上基金(项目编号: 2017M620089)资助。

讨,以期更好地抑制非效率投资,保护小股东权益,实现公司价值的最大化。此类研究主要分为三类:第一类讨论了各类代理冲突对非效率投资的促进作用,利用不同研究方法验证了大股东与中小股东利益冲突对非效率投资的影响(La Porta等,1999; Claessen等,2002;邵军和刘志远,2007;柳建华等,2008;程仲鸣和夏银桂,2009;俞红海等,2010;窦欢等,2014);第二类从各类公司治理机制抑制非效率投资的角度讨论公司治理的各个方面对非效率投资的影响(Aggarwal和Samwick,2006;Billett等,2011;刘慧龙等,2012;方红星和金玉娜,2013)。这两类研究从股东之间的冲突以及公司治理的特征角度对非效率投资的影响都进行了较为充分的研究。在上述两类研究的基础上,La Porta等(2002)、牛建波和李胜楠(2007)、杨兴全等(2010)、张会丽和陆正飞(2012)等将股东利益冲突因素,公司治理的某个因素和其它因素如法律保护力度等相结合考察了其对非效率投资的综合影响。这些研究都考察了大小股东代理问题、公司治理或者其它因素对非效率投资的影响,但并未考察大小股东代理成本、公司治理要素相互作用下对非效率投资造成的影响,这是本文要研究的主要问题。

本文首先通过分析式研究发现公司治理会弱化利益冲突对非效率投资的影响,股东利益冲突也能抑制公司治理对非效率投资的作用。之后,通过实证方法对上述推论进行检验,发现在中国资本市场,公司治理对非效率投资有抑制作用,但公司治理的抑制作用在过度投资时会受到代理冲突的影响,在投资不足时则不会受到影响。本文贡献主要体现在:首先,在俞红海等(2010)研究基础上采用构建数理模型的方式分析控股股东—中小股东冲突与公司治理因素相互作用下对公司非效率投资的影响,丰富了对非效率投资影响因素方面的研究;其次,前人对非效率投资的研究多从过度投资或投资不足角度进行(魏明海和柳建华,2007;姜付秀等,2009;俞红海等,2010;张会丽和陆正飞,2012;窦欢等,2014;王菁和程博,2014),胡建雄和茅宁(2015)、刘银国等(2015)、申宇和赵静梅(2016)以及窦炜等(2016)等将过度投资和投资不足同时纳入研究范畴,而张功富和宋献中(2009)在传统的划分投资过度和投资不足的基础上进行了改进,还计算出上市公司最优投资;最后,通过实证方法对分析式研究推导得出的结果进行检验,发现公司治理对非效率投资有抑制作用,这种抑制作用在一定程度上会受到控股股东—中小股东利益冲突的影响,为研究公司治理作用及大股东利益侵占提供新的思路。

## 二、文献回顾

目前学者对非效率投资的研究可以分为三类。第一类属于较早阶段的研究,主要从各类代理冲突对非效率投资的影响角度进行讨论。后续的研究侧重公司治理对非效率投资的调节作用,而第三类研究将代理问题与公司治理要素相结合考察对非效率投资的综合影响。目前只有俞红海等(2010)将两种影响因素结合考察了对过度投资的影响。

### （一）控股股东—中小股东冲突投资影响的相关文献

对控股股东—中小股东冲突的研究源自对股权分散假设的质疑。Berle和Means(1932)对所有权与决策权分离的分析激发了对管理者—股东冲突的讨论。Jensen和Meckling(1976)及Jensen(1986)对此进行了进一步阐述,并提出大股东和小股东之间的利益冲突及代理问题。同时, Eisenberg(1976)、Demsetz(1983)、Shleifer和Vishny(1986)等发现,美国上市公司存在股权集中现象。发展中国家的股权集中则更为严重, Claessen等(2000)对东亚地区上市公司进行调研,发现约66.67%的公司存在控股股东。Fan和Wong(2005)认为不同股东之间的代理问题需要通过外部审计师进行监管。代理问题的重心逐渐向控股股东—中小股东冲突转移。

Shleifer、Vishny(1997)和La Porta等(1999)发现,当控股股东的控制权与现金流权分离时,控股股东有动机去侵占中小股东的利益。Claessens等(2002)认为控制权越大,控股股东越倾向于实现私人利益,出现过度投资的可能性随着两权分离的激化而提高。Richardson (2006)发现,拥有正的自由现金流的公司往往容易出现过度投资。Lin等 (2011)发现公司内部股东控制权与现金流权的差异对公司融资及投资效果都会造成显著影响。Luo等(2015)认为控股股东与小股东之间的代理问题会引起财务约束,并且会提高股权融资成本。Fan等(2016)检验了中国资本市场下企业集团内部资本流动的有效性,发现从整个集团角度而言,当控股股东与小股东之间的代理成本较低时集团内部资本流动效率最高。Guariglia和Yang (2016)发现财务约束与代理问题会带来非效率投资,财务约束会引起投资不足,而代理问题则会带来投资过度。

国内学者方面,柳建华等(2008)发现控股股东有通过关联交易的方式实现私人利益的倾向性,由此导致过度投资。石水平(2010)发现大股东利益侵占与控股股东的控制权正相关,与控股股东的现金流权负相关。倪婷婷和王跃堂(2016)发现融资约束是影响集团公司与独立公司投资行为的主要因素,并且随着两权分离度的提高,代理成本对两类公司尤其是集团公司投资行为的影响也会提高。窦炜等(2016)发现现金流权和控制权的两权分离是上市公司投资效率损失的内在动因。田利辉等(2016)发现控制权和现金流权的分离引致利益侵占,显著降低了IPO长期回报率。

以上研究均发现大股东和中小股东之间的代理成本是影响上市公司投资效率的重要因素,而大股东与中小股东之间之所以会出现利益冲突,其根本原因在于控股股东控制权和现金流权的分离。当控股股东现金流权高于控制权时,控股股东有动机通过各种途径侵占中小股东利益,最终导致对投资效率的影响。所以,上市公司控制权和两权分离情况共同决定了控股股东与中小股东之间的代理冲突及控股股东侵占上市公司利益的能力。

### （二）公司治理对上市公司非效率投资的影响

非效率投资表现为投资过度和投资不足两种形式,无论哪种形式都会破坏企业价值和股东财富,公司治理在企业投资过程中的监督机制缺位,是导致投资效率低下的

重要原因（申宇和赵静梅，2016），而有效的外部治理机制能够约束管理层利用权力实施过度投资寻租的行为（谭庆美等，2015）。所以，非效率投资一直是公司治理研究重点关注的问题。

Billett等(2011)在风险模型的基础上构建G指数，并按照G指数的高低进行分组，发现公司治理更好的公司进行大规模资本支出的次数较少，因此过度投资的可能性也较小。Cheng等(2013)发现公司披露内部控制的问题后，其投资效率得到改善。Tu等(2015)发现好的公司治理能够减弱银行信贷变化给公司投融资行为带来的不利影响。Lara等(2016)发现公司谨慎性程度与过度投资或投资不足负相关，而与公司未来盈利能力正相关。

国内方面，李维安和姜涛(2007)引入公司治理指数检验过度投资行为的存在性，并证实公司治理机制能抑制过度投资行为。张会丽和陆正飞(2012)用主成分分析反映公司治理水平，发现公司治理能够降低因为子公司持现所导致的效率损失。徐晓东和张天西(2009)发现某些特定的公司治理指标能够抑制投资不足。方红星和金玉娜(2013)提出公司治理能够有效抑制意愿性非效率投资。刘银国等(2015)认为可以通过公司治理和发放现金股利来抑制自由现金流引起的过度投资。刘慧龙等(2012)发现在存续分立的国企改革模式下，外部董事比例的上升能够显著减少非效率投资行为。姜付秀等(2009)、许年行和罗炜(2011)、詹雷和王瑶瑶(2013)、张兆国等(2013)则考察了高管背景、薪酬激励、晋升激励对上市公司过度投资的影响。杜兴强等(2016)还考察了宗教信仰对企业过度投资的影响，并且发现控股股东持股比例减弱了佛教与过度投资之间的负向关系。

这类研究主要考察了公司治理的某个方面或者将公司治理作为一个整体对非效率投资的影响，而公司治理在投资过程中的作用是抑制各种代理成本带来的投资效率的损失。上述研究对公司治理的各个指标或将公司治理作为一个整体对投资效率的影响进行了较为充分的研究，但公司治理与代理成本在企业运营中存在相互影响，如当两权分离程度较高且控股股东控制权比例较高时，公司治理能发挥的作用就会受到限制。所以，本文将综合研究控股股东—中小股东代理冲突和公司治理相互作用下对上市公司投资效率的影响。

### 三、理论分析与推论

本文在对前人研究进行总结归纳的前提下延伸思路，对控股股东—中小股东冲突、公司治理与非效率投资三者之间的关系进行分析并提出相应假设。

#### （一）控股股东—中小股东冲突及公司治理对投资效率的影响

据La Porta等(2002)以及Fan等(2005)等的研究，控股股东—中小股东冲突源自控制权与现金流权的分离。现金流权是根据股东的持股比例判定给股东的分红权，是对控股股东财务激励的手段。现金流权所带来的激励程度越高，控股股东侵占资源的意



图越弱。在此情况下,控股股东会更倾向于促进公司价值的提升从而获得更高的财务激励。理想状态下,股东所享有的控制权应当与现金流权相匹配。当两权等价时,控股股东侵占动机较小。但金字塔持股与交叉持股使得最终控制人的控制权大于现金流权,从而引发了控股股东—中小股东的代理冲突,诱导最终控制人的资源侵占意图。

这种侵占动机会反映在企业的经营决策中。控股股东会选择增加超额私人利益的经营决策,即使这种决策以降低公司整体价值为代价。这条规律也适用于投资决策:一方面,终极控股人认为将资源留在公司再投资不如直接转移资产独享收益,采用股利政策等方式转移资产,造成公司用于投资的资金不足,导致投资不足;另一方面,出于自身利益的角度,控股股东会控制公司以高于市场水平的价格去购买自己的资产或者投资于使控股股东的其他产业产生协同效应的项目上,形成过度投资。综上,当控股股东存在两权分离<sup>①</sup>时,控股股东—中小股东冲突激化,控股股东会倾向于进行资源侵占,从而影响企业的投资决策,导致投资效率低下。

在典型的股份公司中,管理层拥有对生产经营的决策管理权,负责企业的日常运作。董事会是联系股东与管理层的枢纽,对管理层进行监督控制,决定公司的重大事项,拥有决策控制和监督权。股东大会对公司的重要决策有最终决定权。监事会对董事会与高管的行为履行监督职能。这种结构基本决定了公司治理作为监督与激励机制,通过权衡责、权、利关系来影响公司投资决策。合理的股权结构能够促进董事与经理恪尽职守,高效的董事会治理能够监督控制企业的战略实施,良好的监事会治理能够对董事会的行为进行有效监督,防止偏离公司价值最大化的目标。

公司治理作为一种缓解代理冲突,提高决策效率的机制,能够平衡股东、董事会、经理、监事会等多方利益关系,对公司的投资决策进行监督与控制。当公司的投资决策表现出非效率的特征时,良好的公司治理能够在企业内部制止该投资行为的发生。然而在现实中,无论是控股股东—中小股东冲突还是公司治理,它们对非效率投资行为的影响都不是孤立的(杨兴全等,2010;李焰等,2011)。控股股东—中小股东冲突与公司治理之间是否存在相互影响,这种相互影响又会给投资效率带来怎样的影响?本文对利益冲突与公司治理之间相互影响对非效率投资的影响进行推导。

## (二) 理论模型

通过前文的分析可知,控股股东—中小股东冲突是由控股股东的两权分离程度决定的。当控股股东的控制权(Cr)与现金流权(Cfr)分离时,控股股东有动机进行利益侵占。这种利益侵占导致上市公司投资效率降低。<sup>②</sup>目前控股股东使自己获得超额控制的方式有金字塔持股、交叉持股等。本文的研究主体为金字塔持股模式的上市公司,如图1所示。

<sup>①</sup> 此处与后文两权分离均指控股股东控制权与现金流权的分离。

<sup>②</sup> 因为中国存在超额控股的上市公司大多数是采用金字塔持股方式的,也因为交叉持股主要存在于行业性质特殊的金融保险业。所以,本文的研究主体为金字塔持股模式的上市公司。

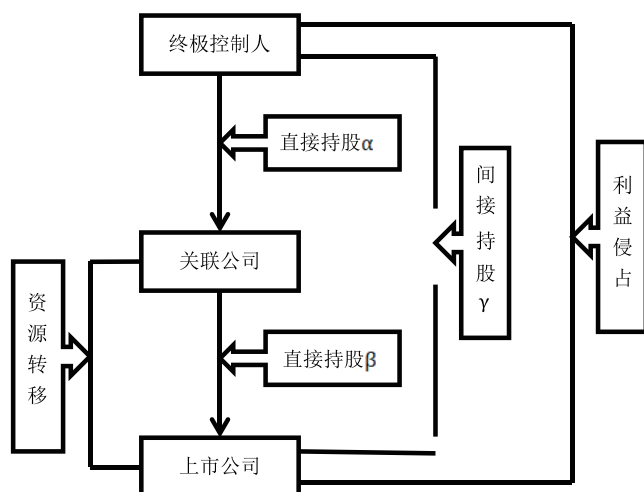


图1 金字塔持股结构图

根据金字塔持股结构图，终极控制人对上市公司的控制权  $C_r$  为  $\min(\alpha, \beta) + \gamma$ ，终极控制人的现金流权  $C_{fr}$  为  $\alpha\beta + \gamma$ 。因为  $0 \leq \alpha \leq 1, 0 \leq \beta \leq 1$ ，所以  $\alpha\beta < \min(\alpha, \beta)$ ，故  $C_{fr} < C_r$ ，即发生了两权分离，终极控制人与中小股东的利益冲突激化，表现为资源侵占。

在此基础上，本文做出如下假设：

1. 假设关联公司的价值为  $V_1$ ，上市公司的价值为  $V_2$ ，当终极控制人不进行利益侵占时，大股东的收益为  $U_0 = \alpha V_1 + (\alpha\beta + \gamma)V_2$ 。当终极控制人进行利益侵占时，假设终极控制人侵占比例为  $s$ ，这时大股东的收益为  $U_1 = \alpha(V_1 + sV_2) + (\alpha\beta + \gamma)V_2(1-s)$ ，考虑到不侵占上市公司利益时的机会成本，大股东的私人利益为  $U = U_1 - U_0 = (\alpha - \alpha\beta - \gamma)sV_2$ 。

2. 据 La Porta 等 (2002) 的研究，当终极控制人对上市公司进行资源侵占时，一部分的利益将被浪费在建立中间人体系以及承担风险上，由此造成侵占成本  $C$ 。

3. 当利益侵占行为被外部监督机构发现时，终极控制人需要承担相应的法律责任，假设所受惩罚为  $L$ 。借鉴张学洪和章仁俊 (2010) 的研究，根据经济学边际成本递增的概念，设置惩罚函数为  $L = \frac{1}{2} \times (sV_2)^2$ ，并假设侵占行为被外部监管机构发现的概率为  $\delta$ 。

在此研究框架下，本文研究控股股东—中小股东冲突与公司治理的相互影响。

第一，公司治理对利益冲突导致非效率投资的影响。

本文对公司治理的探讨侧重于公司治理的监督职能，良好的公司治理能够平衡与协调多方利益关系，发挥监督与控制作用。本文首先构建数理模型探讨公司治理对代理冲突引发的资源侵占的遏制。

La Porta 等 (2002) 认为侵占成本  $C(s, t)$  是关于法律保护程度  $t$  和侵占比例  $s$  的函数。本文在 La Porta 等 (2002) 理论模型的基础上，引入公司治理变量  $g$  来衡量其监督水平，并认为侵占成本函数  $C(s, g, t)$  有如下特征：

$$\frac{\partial C}{\partial s} > 0, \quad \frac{\partial^2 C}{\partial s^2} > 0, \quad \frac{\partial C}{\partial g} > 0, \quad \frac{\partial^2 C}{\partial s \partial g} > 0, \quad \frac{\partial C}{\partial t} > 0, \quad \frac{\partial^2 C}{\partial s \partial t} > 0 \quad (1)$$

借鉴肖成民 (2008) 对制度环境、公司治理与利益侵占的研究，认为存在  $\frac{dg}{dt} > 0$  的假设，即外部法律保护越健全，公司治理水平越高。法律对中小投资者保护力度越大，公司越有动机去提高公司治理的水平，从而加强对公司投资决策以及侵占行为的监督，以降低违法成本。同时，互为反函数的两个函数在定义域内拥有相同的单调性，所以

$\frac{dt}{dg} > 0$ 。总之，当法律保护机制越完善，公司治理水平越高，最终控制人利益侵占行为被外界监督机构察觉的可能性更高。由此，本文做出如下假设： $\frac{d\delta(g,t)}{dg} > 0$ ， $\frac{d\delta(g,t)}{dt} > 0$ 。

根据理性决策模型，综合侵占行为的利益与成本，本文建立控股股东侵占公司资源的期望效用函数：

$$\begin{aligned} EU &= \delta(g, t) \left\{ V_2 [\alpha s - (\alpha\beta + \gamma)(2 + s)] - C(s, g, t) - \frac{(sV_2)^2}{2} \right\} + \\ & (1 - \delta(g, t)) \{ V_2 [\alpha s - (\alpha\beta + \gamma)(2 + s)] - C(s, g, t) \} \\ & = sV_2(\alpha - \alpha\beta - \gamma) - C(g, t, s) - \delta(g, t) \frac{(sV_2)^2}{2} \end{aligned} \quad (2)$$

当  $\frac{\partial U}{\partial s} = 0$  时，最终控制人侵占效用最大。即：

$$\frac{\partial U}{\partial s} = V_2(\alpha - \alpha\beta - \gamma) - \frac{\partial C(g, t, s)}{\partial s} - V_2^2 s \delta(g, t) = 0 \quad (3)$$

整理后再两端分别对  $g$  求导以检验公司治理对非效率投资的影响，结果如下：

$$\frac{ds}{dg} = \frac{-V_2^2 s \left[ \frac{\partial \delta(g, t)}{\partial g} + \frac{\partial \delta(g, t)}{\partial t} \times \frac{dt}{dg} \right] - \frac{\partial^2 C}{\partial s \partial g} - \frac{\partial^2 C}{\partial s \partial t} \times \frac{dt}{dg}}{\frac{\partial^2 C}{\partial s^2} + V_2^2 s \delta(g, t)} \quad (4)$$

由式(4)可以得到  $\frac{ds}{dg} < 0$ 。

根据模型推理的结果，可知当公司治理水平  $g$  越高时，控股股东的利益侵占程度  $s$  较小。利益侵占是控股股东—中小股东冲突的表现形式，也是扭曲企业投资行为的主要方式。所以，当公司治理遏制了控股股东的利益侵占时，它也遏制了利益冲突对非效率投资的诱导机制。当公司治理良好时，纠偏职能便能运作得更有效率，此时控股股东进行利益侵占时需要承担更高的侵占成本。

根据以上分析，得出推论1：公司治理会抑制因控股股东—中小股东利益冲突引起的非效率投资。

第二，股东利益冲突对公司治理抑制非效率投资作用的影响。

由于交易成本以及信息不对称性，控股股东更倾向于通过控制董事会实现对上市公司的超额控制，所以本文将在金字塔持股结构的框架下对这种倾向性进行分析。

假设终极控制人对董事会、经理及监事会的控制程度为  $m$ ，由此提出以下假设：

- (1) 当  $m$  值越大，侵占成本  $C$  越小，即在侵占成本函数  $C(s, m)$  中， $\frac{\partial C}{\partial s} > 0$  并且  $\frac{\partial C}{\partial m} < 0$ 。
- (2) 设终极控股人的侵占计划被公司内部同意的概率为  $P(s, m)$ 。当侵占程度  $s$  越大，内部同意可能性越小；而当  $m$  越大，内部同意可能性越大。即  $\frac{\partial P}{\partial s} < 0$  并且  $\frac{\partial P}{\partial m} > 0$ 。
- (3) 设侵占计划被内部同意后，被外部监管机构发现惩处的概率为  $\delta$ 。

当开始实施侵占计划时，它将面临三种可能，即在公司内部被否决，被公司内部接受但被外部监督机制发现，被公司内部接受且实施后并没有惊扰外部监督机制。

当侵占计划在公司内部被否决时，终极控制人的收益为：

$$Y_0 = U_0 = \alpha V_1 + (\alpha\beta + \gamma)V_2, \text{ 概率为 } 1 - P;$$

当侵占计划被公司内部接受但被外部监督机制发现时，终极控制人的收益为：

$$Y_1 = U_1 - C = \alpha(V_1 + sV_2) + (\alpha\beta + \gamma)V_2(1-s) - C, \text{ 概率为 } P \times (1 - \delta);$$

当侵占计划被公司内部接受且实施后并没有惊扰外部监督机制时，终极控股人的收益为：

$$Y_2 = U_1 - C - L = \alpha(V_1 + sV_2) + (\alpha\beta + \gamma)V_2(1-s) - C - \frac{(sV_2)^2}{2}, \text{ 概率为 } P \times \delta。$$

综上所述，在不考虑机会成本的前提下，控股股东执行侵占计划的预期收益为：

$$\begin{aligned} EU &= U_0 \times (1 - P) + (U_1 - C) \times P \times (1 - \delta) + (U_1 - C - L) \times P \times \delta \\ &= [\alpha V_1 + (\alpha\beta + \gamma)V_2] \times (1 - P) + [\alpha(V_1 + sV_2) + (\alpha\beta + \gamma)V_2(1 - s) - C] \times P \times \\ &\quad (1 - \delta) + \left[ \alpha(V_1 + sV_2) + (\alpha\beta + \gamma)V_2(1 - s) - C - \frac{(sV_2)^2}{2} \right] \times P \times \delta \end{aligned} \quad (5)$$

在终极控制人会做出理性决策的前提下，只有当式(5)求出的预期收益大于不执行侵占行为的收益时，终极控制人才有可能实施侵占计划。所以  $EU > U_0$ ，即：

$$U_0 \times (1 - P) + (U_1 - C) \times P \times (1 - \delta) + (U_1 - C - L) \times P \times \delta > U_0 \quad (6)$$

因为  $P > 0$ ，对上式整理后可推导得出：

$$U_1 - U_0 - C - \delta L > 0 \quad (7)$$

将式(5)对  $m$  值求导并整理得：

$$\frac{\partial EU}{\partial m} = (U_1 - U_0 - C - \delta L) \times \frac{\partial P}{\partial m} - P \times \frac{\partial C}{\partial m} \quad (8)$$

因为  $U_1 - U_0 - C - \delta L > 0$ ， $P > 0$ ， $\frac{\partial P}{\partial m} > 0$ ， $\frac{\partial C}{\partial m} < 0$ ，所以  $\frac{\partial EU}{\partial m} > 0$ 。

根据理论模型推导的结果可知，当终极控制人对其他各方利益相关者的控制程度  $m$  越大， $\frac{\partial P}{\partial m}$  越大， $\frac{\partial C}{\partial m}$  越小，则终极控制人实施利益侵占的期望收益越大。公司治理职能发挥作用越好，则控股股东的利益侵占计划被通过的概率  $P$  越小，则  $\frac{\partial P}{\partial m}$  越小， $-P \times \frac{\partial C}{\partial m}$  越小，所以终极控制人实施利益侵占的期望收益越低。当  $m$  值较大时，控股股东对上市公司的控制程度较高，公司治理职能发挥作用  $g$  就会受到限制。因此，控股股东—中小股东冲突所导致的资源侵占动机影响了公司治理对扭曲投资决策的纠偏作用。

基于以上分析得出推论2：控股股东—中小股东冲突会降低公司治理对非效率投资的抑制作用。

## 四、实证研究

据以上分析推导可得出：控股股东—中小股东冲突对非效率投资行为有刺激作用，而良好公司治理水平对非效率投资有抑制作用。同时，这两种影响并非孤立影响。公司治理会弱化控股股东—中小股东冲突对非效率投资的作用，控股股东—中小股东冲突也会抑制公司治理对非效率投资的影响。下面通过实证研究对这一结论进行检验。

### (一) 样本选择

本文选取2005~2015年除金融保险类以外全部A股上市公司数据作为样本，



剔除公司上市当年、变量缺失及极端值数据，并把所有连续变量在 1% 水平下进行 winsorize 处理，最后得到 15650 个观测样本。所有数据均来自 CSMAR 数据库和 CCER 数据库，数据处理运用了 sas 9.4、stata14.0 及 spss22 等软件。

## (二) 研究模型

为了验证推论 1 及推论 2 是否成立，本文构建模型如下：

$$Inv_{\varepsilon} = \beta_0 + \beta_1 gov_{dum} + \beta_2 sep_{dum} + \beta_3 gov_{dum} * sep_{dum} + \beta_4 man_{fee} \\ \beta_5 mino + \beta_6 tunnel + \beta_7 salary + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (9)$$

## (三) 变量定义

### 1. 被解释变量

参考研究过度投资同类文献（王化成等，2016；张立民等，2017），本文使用如下模型估计企业正常的投资水平，模型回归得出的残差即为非效率投资  $Inv_{\varepsilon}$ 。

$$Inv_{new,t} = \beta_0 + \beta_1 Inv_{new,t-1} + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Return_t + \beta_5 LEV_{t-1} + \beta_6 Age_t \\ + \beta_7 Salesgrowth_{t-1} + Inv_{\varepsilon} \quad (10)$$

其中  $Inv_{new,t}$  为第  $t$  期的新增投资，等于第  $t$  期总投资，即购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额后除以总资产的值。其他变量定义见表 1。

回归得出残差  $Inv_{\varepsilon}$ ，本文将  $Inv_{\varepsilon}$  分为三组，大于 67% 分位数的部分定义为过度投资，小于 33% 分位数的部分定义为投资不足。

### 2. 解释变量

本文解释变量主要有两项：公司治理指标及控股股东—中小股东代理成本指标。

(1) 公司治理指数 Gov。借鉴张会丽和陆正飞(2012)、方红星和金玉娜(2013)等的研究，本文采用主成分分析法构建公司治理指数。本文选取是否异地上市(cross)、独立董事比例(inderrate)、董事长与总经理的两职分离情况(duality)、高管持股比例(manhold)、是否有母公司(parent)、第二至第十大股东制衡情况(herfin)与控股股东所有权性质(state)为指标，没有选取第一大股东持股比例指标主要是因为第一大股东持股比例是衡量大股东与中小股东利益冲突的重要变量（王化成等，2015）。在这些指标的基础上，加入了董事会规模(board)作为分析公司治理指数的变量（李维安等，2011）。在此基础上，对所选指标进行 KMO 检验与 Bartlett 球形度检验的结果表明可以采用主成分分析法。经过主成分分析得出主成分构成如下：

$$Gov = 0.178 * duality + 0.021 * inderrate + 0.149 * parent - 0.212 * state \\ + 0.027 * cross + 0.208 * manhold - 0.228 * herfin - 0.039 * board \quad (11)$$

在此基础上，本文定义了两个衡量公司治理的变量 gov 和 gov\_{dum}：gov 为直接取通过式(11)计算出来的公司治理指数；当公司治理指数大于年度行业中位数则 gov\_{dum}=1，否则 gov\_{dum}=0。

(2) 控股股东—中小股东冲突。由于控股股东与中小股东的冲突是由控股股东控制权和现金流权的不一致造成的, 控股股东有可能通过隧道挖掘等方式损害中小股东利益, 而大股东隧道挖掘行为需要一定的控制权支撑, 所以在参考已有文献(朱春艳等, 2017)的基础上, 通过大股东控制权(control)、第一大股东持股比例(top1)以及第一大股东控制权和现金流权分离程度(separate)来衡量控股股东与中小股东利益冲突。

(3) 控制变量。参考魏明海和窦欢等(2014)、王化成等(2016)等文献, 本文设置如下控制变量: 现金持有量(cash)、公司规模(size)、公司盈利能力(roa)、成长性(salesgrowth)、资产负债率(lev)、管理费用率(manfee)、少数股东权益(mino)、大股东侵占程度(tunnel)、股票年回报率(return)及高管薪酬(salary), 并且控制行业与年份。

各变量的具体定义与计算如表1所示。

表1 变量名称与定义

| 变量名称       | 变量代码        | 变量取值方法和说明                              |
|------------|-------------|----------------------------------------|
| 非效率投资      | inve        | 对公式4.2回归得出的残差                          |
| 现金持有量      | cash        | (现金+短期投资/可交易性金融资产)/平均总资产               |
| 成长性        | salesgrowth | t年销售收入/t-1年销售收入                        |
| 公司上市年限     | age         | 公司上市到观测年的年限                            |
| 资产负债率      | lev         | 总负债/总资产                                |
| 公司规模       | size        | 总资产的自然对数值                              |
| 盈利能力       | roa         | 净利润/总资产                                |
| 股票年回报率     | return      | 公司当年的股票回报率                             |
| 两职合一       | duality     | 若董事长与总经理两职合一则duality=1; 否则duality=0    |
| 第一大股东持股比例  | top1        | 上市公司第一大股东持股比例                          |
| 两权分离程度     | separate    | 第一大股东控制权和现金流权分离的百分比                    |
| 两权分离哑变量    | sep dum     | 若两权分离程度大于年度行业均值则sep dum=1; 否则sep dum=0 |
| 第一大股东控制权   | control     | 第一大股东控股权比例, 为第一大股东持股比例与两权分离程度之和        |
| 独立董事比例     | inderrate   | 独立董事人数/董事总人数                           |
| 是否国有控股     | state       | 如果上市公司为国有控股, 则state=1; 否则state=0       |
| 是否异地上市     | cross       | 如果上市公司同时在大陆外的其他地区上市则cross=1; 否则cross=0 |
| 高管持股比例     | manhold     | 公司高层管理人员持股比例                           |
| 第二~十大股东制衡权 | herfin      | 第二至第十大股东持股比例的平方和取自然对数                  |
| 是否有母公司     | parent      | 如果上市公司有母公司则parent=1; 否则parent=0        |
| 管理费用率      | manfee      | 管理费用/总资产                               |
| 少数股东权益     | mino        | 少数股东权益/股东权益                            |
| 大股东侵占程度    | tunnel      | 其他应收款/总资产                              |
| 高管薪酬       | salary      | 薪酬最高的前三名高管薪酬的自然对数                      |
| 行业哑变量      | ind         | 根据证监会行业分类设置哑变量                         |
| 年度哑变量      | year        | 对年度设置哑变量                               |

#### (四) 描述性统计

表2是对全样本主要变量的描述性统计, 上半部分和下半部分分别为过度投资和投资不足样本的描述性统计。由表2可以得出: 两组数据中公司治理指数、第一大股东

东持股比例与存在两权分离及平均两权分离程度并无显著差别。其他变量如管理费用率(manfee)、少数股东权益(mino)、其他应收款所占比例(tunnel)及股票年度回报(return)在两组数据中都无明显差别,<sup>①</sup>过度投资样本中大股东侵占程度相对较高。

表 2 变量描述性统计

| 过度投资样本   |      |        |       |        |        |        |        |        |
|----------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 变量       | n    | Mean   | Std   | Min    | Q1     | Median | Q3     | Max    |
| abinv    | 5183 | 0.117  | 0.178 | 0.007  | 0.025  | 0.054  | 0.125  | 1.919  |
| gov1     | 5183 | 1.182  | 0.489 | 0.128  | 0.808  | 1.099  | 1.499  | 3.029  |
| top1     | 5183 | 0.357  | 0.154 | 0.024  | 0.234  | 0.334  | 0.466  | 0.894  |
| sep dum  | 5183 | 0.497  | 0.500 | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| separate | 5183 | 0.059  | 0.081 | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 0.113  | 0.455  |
| manfee   | 5183 | 0.048  | 0.033 | -0.028 | 0.025  | 0.041  | 0.062  | 0.281  |
| mino     | 5183 | 0.080  | 0.108 | -0.189 | 0.005  | 0.038  | 0.115  | 0.563  |
| tunnel   | 5183 | 0.031  | 0.078 | 0.000  | 0.004  | 0.011  | 0.026  | 0.950  |
| salary   | 5183 | 13.833 | 0.874 | 9.602  | 13.319 | 13.881 | 14.403 | 17.583 |
| 投资不足样本   |      |        |       |        |        |        |        |        |
| 变量       | n    | Mean   | Std   | Min    | Q1     | Median | Q3     | Max    |
| abinv    | 5182 | -0.093 | 0.077 | -1.348 | -0.106 | -0.070 | -0.052 | -0.039 |
| gov      | 5182 | 1.241  | 0.507 | 0.137  | 0.842  | 1.156  | 1.587  | 3.151  |
| top1     | 5182 | 0.366  | 0.154 | 0.022  | 0.242  | 0.349  | 0.485  | 0.900  |
| sep dum  | 5182 | 0.495  | 0.500 | 0      | 0      | 0      | 1      | 1      |
| separate | 5182 | 0.060  | 0.084 | 0      | 0      | 0      | 0.114  | 0.445  |
| manfee   | 5182 | 0.050  | 0.034 | -0.028 | 0.026  | 0.043  | 0.065  | 0.281  |
| mino     | 5182 | 0.075  | 0.103 | -0.189 | 0.004  | 0.035  | 0.105  | 0.563  |
| tunnel   | 5182 | 0.023  | 0.046 | 0.000  | 0.004  | 0.010  | 0.023  | 0.950  |
| salary   | 5182 | 13.885 | 0.840 | 5.643  | 13.401 | 13.916 | 14.424 | 22.679 |

### (五) 实证结果

本文首先分别按照上市公司大股东控制权及第一大股东持股是否大于0.3、上市公司是否存在两权分离将过度投资样本分别分为两组,然后检验不同样本中公司治理对过度投资的影响,回归结果如表3所示。<sup>②</sup>从表3可以发现:当上市公司大股东控制权及持股比例小于30%以及上市公司不存在两权分离时,gov的系数显著为负;而上市公司大股东持股比例大于30%及上市公司存在两权分离时,gov对过度投资没有显著影响。表3最后一行为对每个分组中两组样本的gov的系数比较,发现当大股东控制权及现金流权较低和上市公司不存在两权分离时,即大股东与中小股东利益冲突更小的情况下,公司治理对过度投资具有更好的抑制作用。

① 本文对非效率投资回归模型10及公司治理系数所用变量都进行了统计,并未有特别结果,限于篇幅未报告。

② 对模型9及模型10进行的所有检验均控制了模型中列示的控制变量,限于篇幅未进行报告。

接下来按照与表3相同的分组方式将投资不足样本分为两组,然后检验不同样本中公司治理对投资不足的影响,回归结果如表4所示。从表4可以发现,当控股股东控制权和现金流权小于30%及第一大股东不存在两权分离的情况下,公司治理变量gov的系数显著为正,说明公司治理越好,上市公司投资不足程度越低,即好的公司治理对改善上市公司投资不足具有积极作用。公司治理变量gov在控制权和现金流权大于30%及存在第一大股东两权分离的情况下系数虽然也为正,即好

的公司治理会改善公司的投资不足;但表4最后一行对分组系数的检验表明当控制权和现金流权小于30%时,公司治理对投资不足的影响更显著,说明控股股东与中小股东之间的冲突会抑制公司治理对投资不足的改善作用。

表3 公司治理及大股东—中小股东冲突对过度投资的影响<sup>①</sup>

|                     | control>0.3        | control<0.3         | top1>0.3          | top1<0.3             | sepdum=1          | sepdum=0             |
|---------------------|--------------------|---------------------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|
| gov                 | -0.010*<br>(-1.74) | -0.024**<br>(-2.24) | -0.008<br>(-1.26) | -0.027***<br>(-2.85) | 0.002<br>(0.30)   | -0.027***<br>(-3.51) |
| manfee              | 0.130<br>(1.32)    | -0.053<br>(-0.44)   | 0.189*<br>(1.69)  | -0.015<br>(-0.15)    | 0.109<br>(0.98)   | -0.017<br>(-0.17)    |
| mino                | 0.082***<br>(2.99) | 0.027<br>(0.68)     | 0.058*<br>(1.88)  | 0.080**<br>(2.43)    | -0.003<br>(-0.08) | 0.117***<br>(3.83)   |
| tunnel              | -0.007<br>(-0.15)  | -0.031<br>(-0.67)   | 0.013<br>(0.20)   | -0.027<br>(-0.65)    | -0.008<br>(-0.14) | -0.032<br>(-0.76)    |
| salary              | 0.005<br>(1.31)    | 0.003<br>(0.59)     | 0.002<br>(0.46)   | 0.007<br>(1.52)      | 0.006<br>(1.27)   | 0.005<br>(1.02)      |
| 常数项                 | 0.114*<br>(1.87)   | 0.176**<br>(2.18)   | 0.117*<br>(1.73)  | 0.139**<br>(1.97)    | 0.078<br>(1.12)   | 0.172**<br>(2.56)    |
| 年度                  | 已控制                |                     |                   |                      |                   |                      |
| 行业                  | 已控制                |                     |                   |                      |                   |                      |
| N                   | 3600               | 1583                | 2984              | 2191                 | 2605              | 2578                 |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.098              | 0.098               | 0.099             | 0.101                | 0.109             | 0.097                |
| chi <sup>2</sup>    | 2.81**             |                     | 3.20**            |                      | 8.88**            |                      |

t statistics in parentheses, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

表4 公司治理及大股东—中小股东冲突对投资不足的影响

|                     | control>0.3          | control<0.3          | top1>0.3             | top1<0.3             | sepdum=1             | sepdum=0             |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| gov                 | 0.006**<br>(2.40)    | 0.017***<br>(3.20)   | 0.006**<br>(2.37)    | 0.016***<br>(3.71)   | 0.007**<br>(2.52)    | 0.008**<br>(2.41)    |
| manfee              | 0.017<br>(0.44)      | 0.079<br>(1.26)      | -0.001<br>(-0.01)    | 0.067<br>(1.38)      | -0.059<br>(-1.24)    | 0.091*<br>(1.96)     |
| mino                | -0.033***<br>(-2.76) | -0.046**<br>(-2.11)  | -0.036***<br>(-2.63) | -0.043**<br>(-2.55)  | 0.011<br>(0.72)      | -0.078***<br>(-5.34) |
| tunnel              | -0.0004<br>(-0.01)   | 0.051<br>(1.16)      | -0.015<br>(-0.38)    | 0.032<br>(0.97)      | 0.024<br>(0.63)      | 0.012<br>(0.35)      |
| salary              | 0.003*<br>(1.87)     | 0.008***<br>(2.91)   | 0.004**<br>(2.07)    | 0.007***<br>(2.84)   | 0.003*<br>(1.68)     | 0.006***<br>(2.71)   |
| 常数项                 | -0.160***<br>(-6.31) | -0.272***<br>(-6.19) | -0.170***<br>(-5.96) | -0.239***<br>(-6.72) | -0.174***<br>(-5.55) | -0.204***<br>(-6.60) |
| 年度                  | 已控制                  |                      |                      |                      |                      |                      |
| 行业                  | 已控制                  |                      |                      |                      |                      |                      |
| N                   | 3737                 | 1446                 | 3138                 | 2037                 | 2619                 | 2563                 |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.021                | 0.031                | 0.023                | 0.029                | 0.028                | 0.030                |
| Chi <sup>2</sup>    | 4.62**               |                      | 4.20**               |                      | 0.01                 |                      |

① 回归模型中,  $inv_e > 0$ 意味着非效率投资表现为过度投资,  $inv_e < 0$ 代表非效率投资表现为投资不足。

## 五、结论

本文研究认为：公司治理对大股东控制下的上市公司的非效率投资具有一定的调节作用，但这种作用受到大股东—中小股东之间代理成本的影响：一方面，当上市公司不存在两权分离时，公司治理对非效率投资具有显著的调整作用，而存在两权分离时公司治理对非效率投资调整作用较弱；另一方面，当控股股东的控制权与现金流权小于30%时，公司治理对非效率投资的调整作用更显著。这一结果说明公司治理与大股东—中小股东代理成本对非效率投资的影响不是独立的，而是具有交互影响的。本文的这一结论丰富了公司治理及控股股东—中小股东代理问题对非效率投资影响的相关文献。

由研究结论可以得出，虽然公司治理对非效率投资具有调整作用，但当控股股东控制权比例较高时，控股股东对上市公司控制更加容易，公司治理发挥作用受到限制，所以一方面应该进一步加强其他股东对大股东控制权的监督作用，另一方面应该发挥独立董事和监事会等对公司投资等重大决策的监督作用。除此之外，增加信息披露、发挥现有监管机构及媒体等的监督作用也是降低代理成本的重要手段。

本文的不足之处主要表现为：在前面的分析式研究中，没有将非效率投资按照投资过度和投资不足分别进行研究；在后面的实证研究中，代理冲突变量对非效率投资的影响不能完全支持模型推导得出的论点，在未来的研究中将会对控股权、两权分离及大股东侵占方式等进行进一步的研究。

## 参考文献

- [1] 程仲鸣, 夏银桂. 控股股东、自由现金流与企业过度投资[J]. 经济与管理研究, 2009(2):19-24.
- [2] 窦欢, 张会丽, 陆正飞. 企业集团、大股东监督与过度投资[J]. 管理世界, 2014(7): 134-143.
- [3] 窦炜, 马莉莉, 刘星. 控制权配置、权利制衡与公司非效率投资行为[J]. 管理评论, 2016(12): 101-115.
- [4] 杜兴强, 蹇薇, 曾泉, 常莹莹. 宗教影响、控股股东与过度投资: 基于中国佛教的经验证据[J]. 会计研究, 2016(8):50-57.
- [5] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资[J]. 会计研究, 2013(7): 63-69.
- [6] 胡建雄, 茅宁. 债务来源异质性的企业投资扭曲行为影响的实证研究[J]. 管理科学, 2015(1): 47-57.
- [7] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009(1):130-139.
- [8] 李维安, 姜涛. 公司治理与公司过度投资行为研究[J]. 财贸经济, 2007(7): 44-52.
- [9] 李维安, 徐业坤, 宋文洋. 公司治理评价研究前沿探析[J]. 外国经济与管理, 2011(8):57-64.
- [10] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011(1):135-144.
- [11] 刘慧龙, 吴联生, 王亚平. 国有企业改制、董事会独立性与投资效率[J]. 金融研究, 2012(9): 127-140.
- [12] 柳建华, 魏明海, 郑国坚. 大股东控制下的关联投资: “效率促进”抑或“转移资源”[J]. 管理世界, 2008(3): 133-141.
- [13] 刘银国, 焦健, 张琛. 股利政策、自由现金流与过度投资——基于公司治理机制的考察[J]. 南开管理评论, 2015, 18(4): 139-150.
- [14] 倪婷婷, 王跃堂. 增值税转型、集团控制与企业投资[J]. 金融研究, 2016(1):160-175.
- [15] 牛建波, 李胜楠. 控股股东两权偏离、董事会行为与企业价值——基于中国民营上市公司面板数据的比较研究[J]. 南开管理评论, 2007(2): 31-37.
- [16] 邵军, 刘志远. “系族企业”内部资本市场有效率吗? [J]. 管理世界, 2007(6): 114-121.



- [17] 申宇, 赵静梅. 吃喝费用的“得”与“失”——基于上市公司投融资效率的研究[J]. 金融研究, 2016(3): 140–156.
- [18] 石水平. 控制权转移、超控制权与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据[J]. 金融研究, 2010(4): 160–176.
- [19] 谭庆美, 陈欣, 张娜, 董小芳. 管理层权力、外部治理机制与过度投资[J]. 管理科学, 2015(4): 59–70.
- [20] 田利辉, 叶瑶, 张伟. 两权分离与上市公司长期回报: 利益侵占还是简政释权[J]. 世界经济, 2016(7): 49–72.
- [21] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015(2): 45–57.
- [22] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗[J]. 南开管理评论, 2016(4): 87–97.
- [23] 王菁, 程博. 外部盈利压力会导致企业投资不足吗? [J]. 会计研究, 2014(3): 33–40.
- [24] 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.
- [25] 肖成民. 制度环境、公司治理与利益侵占[D]. 吉林大学博士论文, 2008.
- [26] 许年行, 罗炜. 高管政治升迁与企业过度投资行为[Z]. 中国人民大学工作论文, 2011.
- [27] 徐晓东, 张天西. 公司治理、自由现金流与非效率投资[J]. 财经研究, 2009(10): 47–58.
- [28] 杨兴全, 张照南, 吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2010(5): 61–69.
- [29] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究, 2010(8): 103–114.
- [30] 詹雷, 王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值[J]. 南开管理评论, 2013(3): 136–146.
- [31] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012(3): 141–150.
- [32] 张立民, 邢春玉, 李琰. 持续经营审计意见、管理层自信与投资效率[J]. 审计研究, 2017(1): 52–58.
- [33] 张功富, 宋献中. 我国上市公司投资: 过度还是不足? ——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量[J]. 会计研究, 2009(5): 71–79+99.
- [34] 张学洪, 章仁俊. 金字塔结构下控制权、现金流权偏离与隧道行为[J]. 经济经纬, 2010(4): 98–102.
- [35] 张兆国, 刘亚伟, 亓小林. 管理者背景特征、晋升激励与过度投资研究[J]. 南开管理评论, 2013, 16(4): 32–42.
- [36] 朱春艳, 伍利娜, 田利辉. 代理成本、弹性信息披露对审计收费的影响[J]. 会计研究, 2017, (7): 89–95.
- [37] Aggarwal, K., A.Samwick, “Empire-builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives”, *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3): 489–515.
- [38] Berle, A.A., G.C.Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932.
- [39] Billett, M.T., J.A.Garfinkel, Y. Jiang, “The Influence of Governance on Invest: Evidence from a Hazard Model”, *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3): 643–670.
- [40] Cheng, M., D. Dan, Y. Zhang, “Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?”, *Journal of Accounting & Economics*, 2015, 56(1): 1–18.
- [41] Claessens, S., S.Djankov, L.H.P.Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1–2): 81–112.
- [42] Claessens, S., S. Djankov, J.P.H.Fan, L.H.P.Lang, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2741–2771.
- [43] Demsetz, H., “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 375–390.
- [44] Eisenberg, M.A., *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Boston and Toronto: Little, Brown and Company, 1976.
- [45] Fan, J. P. H., L. Jin, G. Zheng, “Revisiting the Bright and Dark Sides of Capital Flows in Business Groups”, *Journal of Business Ethics*, 2016, 134(4): 509–528.
- [46] Fan, J.P.H., T. J.Wong, “Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging

- Markets? Evidence from East Asia” , *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 43(1): 35–72.
- [47] Guariglia, A., J. Yang, “A Balancing Act: Managing Financial Constraints and Agency Costs to Minimize Investment Inefficiency in the Chinese Market” , *Journal of Corporate Finance*, 2016, 36:111–130.
- [48] Jensen, M., W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” , *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [49] La Porta, R., S. F. Lopez, A. Shleifer, “Corporate Ownership around the World” , *Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471–517.
- [50] La Porta, R., S. F. Lopez, A. Shleifer, “Investor Protection and Corporate Valuation” , *Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147–1170.
- [51] Lara, J. M. G., B. G. Osma, F. Penalva, “Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency” , *Journal of Accounting & Economics*, 2016, 61(1):221–238.
- [52] Luo, Q., H. Li, B. Zhang, “Financing Constraints and the Cost of Equity: Evidence on the Moral Hazard of the Controlling Shareholder” , *International Review of Economics & Finance*, 2015, 36:99–106.
- [53] Richardson, S., “Over-investment of Free Cash Flow” , *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2–3): 159–189.
- [54] Shleifer, A., R. W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control” , *The Journal of Political Economy*, 1986, 94(3): 461–488.
- [55] Shleifer, A., R. W. Vishny, “The Limits of Arbitrage” , *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 35–55.
- [56] Tu, N., H. G. Nguyen, X. Yin, “Corporate Governance and Corporate Financing and Investment during the 2007–2008 Financial Crisis” , *Financial Management*, 2015, 44(1):115–146.

【作者简介】朱春艳：南开大学金融发展研究院讲师，在站博士后。研究方向：公司治理、信息披露、高管薪酬及审计。

张 昕：香港大学经济与金融学院研究生。研究方向：公司治理。

## The Interactive Influence of Principal-Principal Conflicts and Corporate Governance on Inefficient Investments

ZHU Chun-yan<sup>1</sup> & ZHANG Xin<sup>2</sup>

(1. Institute of Finance and Development, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. School of Economics and Finance, HKU, Hongkong 999077, China)

**Abstract:** In China's capital market, there are controlling shareholders in most listed companies. Controlling shareholders are inclined to use their over-controlling rights to occupy resources, and therefore leading to inefficient investment. Simultaneously, the corporate governance mechanism could also perform oversight functions, coordinate the interests of all parties and restrict inefficient investment behavior. Combining analytical with empirical research, we are tend to explore the investment behaviors under principal-principal conflicts and corporate governance. We used a mathematical model and then empirical model to explore the unidirectional influences which principal-principal conflicts imposed on inefficient investments and corporate governance imposed on governance. And the results of analysis showed that corporate governance will weaken the impact of the conflict of interest on inefficient investments, and conflicts of interest suppress the role of corporate governance on inefficient investments.

**Keywords:** principal-principal conflicts; corporate governance; inefficient investment

(责任编辑：吴素梅)