

股权特征与企业外部投资

陈慧娟, 胡玉明(博士生导师)

(暨南大学管理学院, 广州 510632)

【摘要】 本文以2009~2012年沪深两市A股上市公司为研究样本,研究两权分离度、股权集中度、终极股东性质对上市公司外部投资决策的影响。实证研究表明,两权分离能够促进外部尤其是长期股权投资;股权集中度对外部投资决策所产生的经济影响较小,但对统计有较明显的影响;当终极股东为自然人时会抑制外部投资,以致企业的外部投资规模减少,外部投资占总资产的比例也会减少。

【关键词】 外部投资; 两权分离; 股权集中度; 终极股权性质

一、引言

国内现有文献多从企业规模、治理结构、财务状况、终极控股股东性质等企业自身特征,以及企业所处制度环境、地方政府发展地方经济的动机等外部环境研究企业对内资本投资决策及其投资效率的影响,而较少关注企业的外部投资。然而近年来越来越多的企业都开始了外部投资,且投资规模越来越大,如建设银行和工商银行在海外投资,联想集团收购IBM的战略投资。

企业外部投资是指企业在自身主营业务以外,以现金、实物、无形资产方式,或者以购买股票、债券等有价证券方式向境外的其他单位进行投资,以期在未来获得投资收益的经济行为。企业进行外部投资的好处是:首先,可以充分利用企业闲置的资金(资产),提高资金的使用效益。其次,通过合资、联营等方式,使企业便于从国内外其他单位直接获取先进技术,快速提高企业的技术档次。再次,可以利用控股投资方式使企业以较少的资金实现企业扩张的目的。另外,外部投资是获取经济信息的重要途径,在外部投资的可行性调研、合资联营谈判、投资项目建设、管理的过程中,企业可以利用各种渠道和有利条件,及时捕捉对企业有用的经营信息。

二、理论分析与研究假设

(一)文献回顾与理论分析

在Modigliani和Miller(1958)所描述的完善资本市场中,企业的项目投资决策取决于项目的净现值,相应的,企业的投资总额也由企业面临的投资机会决定,与其他因素无关。然而,回到现实世界里,财务学者们普遍认为,企业的资本投资决策深受信息不对称和代理问题的影响。信息不对称引起的代理问题会影响企业的投资决策,而高质量的会计信息可以减缓企业外部资金提供者和管理层的信息不对称程度,进而影响管理者的投资决策。

上市公司的股权结构与投资决策有着密切的关系。王化成、胡国柳(2005)对股权结构与企业投资多元化关系进行了实证分析,发现股权集中度与企业投资多元化水平显著负相关,国有股比例与企业投资多元化水平负相关,法人股比例与企业投资多元化水平基本无关,流通A股比例与企业投资多元化水平显著正相关。我国上市公司中多数股权相当集中,“一股独大”现象比较普遍。在高度集中的股权结构下,由于我国对中小投资者保护的法制建设还比较薄弱,大股东往往通过投资决策来侵占上市公司的利益,以获取私有收益(窦炜,刘星,2010)。刘朝晖(2002)研究了控股股东非效率投资决策的动因和模式,分析了最终控股股东掠夺控制权私有收益对企业投资产生不利影响,其结论表明,控股股东利用自身与上市公司之间的关联方交易进行外部套利,以实现自身利益最大化。而控股股东对外部收益的追求会导致上市公司进行非效率投资,使企业遭受巨大损失。

高层管理人员过度自信很容易做出不合理的投资决策,从而降低投资效率。郝颖、刘星、林朝南(2005)对我国上市公司高管人员的过度自信及其与企业投资决策的关系进行了理论分析和实证检验,研究表明,在实施股权激励的上市公司中,四分之一左右的高管人员具有过度自信的特征;同适度自信相比,高管人员过度自信不仅与投资水平显著正相关,而且投资的现金流敏感度更高;过度自信高管人员投资的现金流敏感度随股权融资数量的减少而上升;在我国上市公司特有的股权安排和治理结构下,过度自信高管人员在公司投资决策中更有可能引发配置效率低下的过度投资行为。

企业的财务状况也会影响企业的投资决策。梅丹(2005)研究了我国上市公司固定资产投资规模的财务影响因素。研究结论表明,经典投资理论对上市公司确定投

资规模具有适用性,上市公司投资规模主要取决于面临的投资机会、内部现金流和负债程度。杨华军、胡奕明(2006)构造出了自由现金流过度投资的计量方式和回归模型,并基于我国特殊的制度背景,考察了制度环境与经理使用自由现金流进行过度投资,结果发现,使用自由现金流进行过度投资是经理获取私利的重要手段,且获取私利的行为在我国特殊的制度背景下更容易。郝颖、李晓欧、刘星(2012)在研究中也发现,随着现金流的减少,地方企业集团的固定资产投资规模和增速加大,地方资产公司的股权投资增长趋势更为强劲,这与两类地方国有终极股东的运营模式和谋利能力密切相关。

综上所述,目前国内外的研究主要在企业治理结构、企业规模、企业的财务状况、企业终极控股股东性质等企业的自身特征,以及企业所处的制度环境、地方政府发展地方经济的动机等外部环境,研究企业对内资本投资决策的影响,而较少有学者研究上述影响因素与企业外部投资决策的关系,为此本文研究企业外部投资影响因素,无疑具有重要的理论和实际意义。

(二)研究假设

1. 两权分离与股权投资。我国上市公司普遍是由大股东控制的公众公司,股权相对集中,控制权的私有收益广泛存在。已有研究表明,掌握控制权的大股东与中小股东之间的利益冲突是我国公司治理的一个主要矛盾。因此,在投资者法律保护程度偏低的制度背景下,我国上市公司中存在着控股股东侵占中小股东利益的代理问题,容易使公司投资行为产生扭曲,导致公司的过度投资行为,进而损害公司的利益。控股股东控制权与现金流权的分离程度是表征其侵占程度的重要变量,而且随着两权的愈趋分离,控股股东有着更为强烈的侵占动机和更为严重的代理冲突,此时公司就会选择较多的外部投资。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设1:终极控制股东的控制权与现金流权的分离程度与公司的外部投资呈正相关关系。

2. 股权集中度与外部投资。股权越集中,治理决策越不均衡,越容易发生大股东或几个大股东侵害公司利益的行为。前几大股东可能进行合谋通过“隧道挖掘”与关联企业进行投资,进而达到将公司的财产转移,以实现私有收益最大化。另外,企业集团利用上市公司对关联企业进行外部投资,形成彼此之间我中有你你中有我相互牵制的局面,这样可以达到大股东间财产上的相互制衡。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设2:股权集中度对公司外部投资呈正相关关系。

3. 终极股东性质与外部投资。股权控制分为四种类型,即非企业型国有单位(如科研院所)、国有企业、民营企业及自然人。相比较股东为国有性质而言,终极股东为自然人或者民营企业(如家族企业)时,往往因个人声誉

机制等,终极控股股东会更用心地经营公司,更关注企业本身的经营,于是,股东更倾向于较少的外部投资。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

假设3:当企业的终极股东为民营企业或自然人时,终极股东控制权与企业的外部投资呈负相关关系。

三、研究设计与数据来源

(一)变量定义

根据2006年企业会计准则体系规定,企业进行外部投资核算时应将外部投资分为:交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资。本文以交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资之和衡量外部投资规模 inv ,同时增加了外部投资与总资产的比值这一相对值来研究不同公司间的差异。在长期股权投资决策方面,选择了长期股权投资规模($lnshare$)、长期股权投资占总资产的比例(sha_asset)两个指标来分别研究公司的长期股权投资决策。

本文主要研究两权分离度、股权集中度以及终极股东性质是否对公司的对外投决策有影响。其中,两权分离度用现金流权与控制权的比率(cvr)作为替代变量,衡量股权集中度选取公司前3位流通股股东持股比例之和($cr3$),终极股东性质分别用非企业型的国有单位、国有企业、民营企业、自然人四个哑变量来衡量。

本文的控制变量:公司规模($size$),以公司总资产的自然对数来计量;股票年回报率($yret$)、总资产负债率(lev)用以衡量公司的成长能力;销售增长率($growth$)、自由现金流(fcf)用以衡量企业现金流量能力。本文还控制了年度和行业固定效应。变量描述如表1所示:

表1 变量定义及计算方法

变量名	变量定义
$lninv$	外部投资(inv)的自然对数。 $Inv=$ 交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
inv_asset	外部投资/总资产
$lnshare$	长期股权投资合计数的自然对数
sha_asset	长期股权投资之和/总资产
$size$	总资产的自然对数
$yret$	年股票回报率
lev	资产负债率,总负债/总资产
$growth$	销售增长率
fcf	企业自由现金流/总资产;企业自由现金流=(净利润+利息费用+非现金支出)-营运资本追加-资本性支出
cvr	两权分离度,控制权/所有权
$cr3$	公司前3位流通股股东持股比例之和(%)
$state$	最终控制人为非企业型国有单位时取1,否则取0
$soecg$	最终控制人为国有企业时取1,否则取0
$prcom$	最终控制人为民营企业时取1,否则取0
$private$	最终控制人为自然人时取1,否则取0

(二)构建模型

在对变量定义之后,我们对变量进行了 Pearson 相关性分析,从而筛选出影响投资决策的变量,并建立了外部投资决策的影响因素模型如下:

$$\ln inv = \beta_0 + \beta_1 cvr + \beta_2 cr3 + \sum_{i=1}^4 \beta_{i+2} state + \beta_7 size + \beta_8 lev + \beta_9 growth + \beta_{10} fcf + \sum_{i=1}^3 \beta_{i+10} year + \sum_{i=1}^{12} \beta_{i+13} ind + \varepsilon$$

模型中的被解释变量是以外部投资规模为基础的,为此,本文还使用了 Inv_asset、lnshare、sha_asset 分别替代 lninv 进行了回归检验。

(三)研究样本与数据来源

本文选择 2009~2012 年在沪深两市上市的 A 股公司作为研究样本,并对研究样本做了如下技术处理:①剔除金融保险类公司;②剔除 ST、PT 公司以及财务数据极端异常的公司;③剔除相关数据缺失的公司。经过上述筛选后,本文最终获得 5 807 个观测值,2009~2012 年各年分别有 1 292 个、1 334 个、1 516 个、1 665 个观测值。为消除极端值的影响,我们还对处于 0~1%和 99%~100%之间的极端值样本进行了 winsorize 处理。

本文采用的上市公司的财务数据和股东研究数据主要来源于 CSMAR 数据库。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计和相关性检验

表 2 外部投资决策影响因素的描述性统计

	Obs	mean	sd	Median	min	max
inv_asset	5807	0.064	0.097	0.026	0.000	0.528
lninv	5807	17.448	3.825	18.121	0.000	22.718
lnshare	5807	17.367	3.478	17.924	0.000	22.584
sha_asset	5807	0.054	0.083	0.021	0.000	0.457
cvr	5807	1.372	0.769	1.000	1.000	5.392
cr3	5807	26.158	20.832	20.731	0.726	79.794
size	5807	21.853	1.258	21.705	19.262	25.740
tlev	5807	0.490	0.205	0.502	0.053	0.916
fcf	5807	0.028	0.153	0.045	-0.696	0.313
eage	5807	12.986	4.634	13.000	0.000	30.000

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果,从中可以看出,外部投资占总资产比例的平均值为 0.064,最大值和最小值分别为 0.528、0,标准差为 0.097;外部投资的自然对数的平均值为 17.448,最大值和最小值分别为 22.718、0,标准差为 3.825;长期股权投资自然对数的平均值为 17.367,最大值和最小值分别为 22.584、0,标准差为 3.478,长期股权投资占总资产比例的平均值为 0.054,最大值和最小值分别为 0.457、0,标准差为 0.083。

样本公司外部投资决策存在较大差异,控制权与现金流权之比的最大值为 5.392,最小值为 1.000,平均值为

1.372,标准差为 0.769,中值为 1.000,说明上市公司存在控股股东控制权与现金流权的分离,且公司之间的差异较大。公司前 3 位流通股股东持股比例之和均值为 26.158%,最大值为 79.794%,最小值为 0.726%,标准差为 20.832%,说明股权集中度在公司之间的差异较大。

表 3 列示了上市公司外部投资、长期股权投资、两权分离度、股权集中度之间相关性的检验结果,从中可以看出,控制权与现金流权之比 cvr 与外部投资占总资产之比 inv_asset 的相关系数为 0.664,与长期股权投资占总资产 sha_asset 的相关系数为 0.0778,且都在 1%的水平上显著;与长期股权投资自然对数 lnshare 的相关系数为 0.0254,在 10%的水平上显著。公司前 3 位流通股股东持股比例之和与外部投资占总资产、外部投资的自然对数、长期股权投资的自然对数、长期股权投资与长期股权投资占总资产的比例均在 1%的水平上显著正相关。

表 3 两权分离度、股权集中度与外部投资决策的相关性分析

	inv_asset	lninv	lnshare	sha_asset	cvr	cr3
inv_asset	1.000 0					
lninv	0.411 3***	1.000 0				
lnshare	0.371 6***	0.783 7***	1.000 0			
sha_asset	0.854 4***	0.335 5***	0.414 2***	1.000 0		
cvr	0.666 4***	0.016 2	0.025 4*	0.077 8***	1.000 0	
cr3	0.059 6***	0.148 0***	0.135 0***	0.036 8***	0.022 3*	1.000 0

注:表中***、**和*分别表示统计值在 1%、5%和 10%的水平上显著,下同。

(二)回归分析

表 4 列示了两权分离度、股权集中度(股权性质)对外部投资决策影响的回归结果,其中第二列至第五列四个模型的被解释变量分别为外部投资的自然对数 lninv、外部投资占总资产的比例 inv_asse、长期股权投资合计数的自然对数 lnshare、长期股权投资占总资产的比例 sha_asset。下面,我们分别考察两权分离度、股权集中度、终极股东性质对企业投资决策的影响。

被解释变量为 inv_asset 的模型中,两权分离之比 cvr 的系数为 0.008,且在 1%的水平上显著,即控制权与现金流权之比每增加 1,外部投资占总资产之比就增加 0.008;在被解释变量为 sha_asset 模型中,cvr 的回归系数为 0.008,且在 1%的水平上显著。同时,可以观察得到,在余下的两个模型中,cvr 的系数分别为 0.277、0.268,均显著。综上所述可以得到两权分离度对外部投资决策的影响不管是从绝对值还是从相对值而言都有显著积极的影响,两权分离能够促进外部投资,尤其是长期股权投资。

股权集中度 cr3 的回归系数分别为 0.000、0.000、0.007、0.009,且在 1%或 5%的水平上显著。虽然股权集中度 cr3 对企业外部投资和长期股权投资有显著正影响,但

表4 对外投资决策影响因素回归分析

	inv_asset	sha_asset	lnshare	lninv
cvr	0.008*** (-2.66)	0.008*** (2.90)	0.277*** (-3.88)	0.268** (-2.5)
cr3	0.000*** (-3.66)	0.000*** (2.81)	0.007** (-2.39)	0.009*** (-3.07)
state	-0.014 (-1.63)	-0.011 (-1.57)	-0.125 (-0.60)	-0.447* (-1.72)
soecg	-0.01 (-0.51)	-0.012 (-0.91)	-0.812* (-1.67)	-0.793 (-1.63)
prcom	-0.004 (-0.50)	-0.003 (-0.45)	0.029 (-0.17)	-0.01 (-0.05)
private	-0.020** (-2.43)	-0.017** (-2.38)	-0.659*** (-3.45)	-0.695*** (-3.16)
size	0.001 (-0.35)	-0.004** (-2.00)	1.030*** (-20.56)	1.354*** (-20.29)
tlev	-0.117*** (-7.75)	-0.074*** (-5.58)	-0.886** (-2.52)	-1.671*** (-4.20)
growth	-0.001 (-1.14)	-0.000 (-0.62)	-0.032 (-0.84)	-0.078* (-1.67)
fcfss	0.040*** (-4.96)	0.024*** 0.008***	0.603* (-1.84)	1.162*** (-3.27)
eage	0.004*** (-7.83)	(2.90) -0.011	0.095*** (-6.66)	0.082*** (-5.18)
_cons	0.06 (-1.15)	0.142*** (3.16)	-5.869*** (-5.08)	-12.689*** (-8.42)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
N	5807	5807	5807	5807
adj. R-sq	0.124	0.115	0.199	0.233

注:括号中数据为系数估计中T检验的T值。

是由于回归系数比较小,且不具有经济显著性,因而总体看,股权集中度对投资决策的影响较小。

最终控制人为非企业型国有单位state的回归系数为负数,而且只有被解释变量为外部投资的自然对数时在10%的水平上显著。最终控制人为国有企业soecgd的回归系数同样全为负数,但只有外部投资占总资产的比例为被解释变量时在10%的水平上显著。最终控制人为民营企业prcom的回归系数在长期股权投资占总资产的比例为被解释变量时为正数,其余均为负数,但均不显著,即没有找到终极股东性质为民营企业与终极股东性质为非民营企业时对外部投资决策有显著影响的证据。在被解释变量分别为inv_asset、sha_asset的模型中,private的回归系数分别为-0.02、-0.017,且在5%的水平上显著,最终控制人为自然人比最终控制人为非自然人会减少外部投资或长期股权投资占总资产的比例。在另外两个回归模型中,private的回归系数在1%的水平上显著,表明相对于中期股东为非自然人的公司,最终控制人为自然人时,公司外部投资就减少69.5%,公司的长期股权投资就减少65.9%。

因此最终控制人为自然人时,企业的外部投资规模(长期股权投资规模)减少,外部投资占总资产的比例(长期股权投资占总资产的比例)会减少。

五、结论

本文以2009~2012年沪深两市A股上市公司为样本,研究两权分离度、股权集中度、终极股东性质对上市公司外部投资决策的影响,实证结果表明:两权分离能够促进外部尤其是长期股权投资;股权集中度对投资决策的影响较小;终极股东为非国有性质时对公司长期投资有负的影响;终极股东为自然人时会抑制外部投资。

国内以往研究主要关注企业内部投资以及单个投资项目的绩效,而本文系统地考察了企业外部投资,从微观上说,这对企业做出科学合理的外部投资决策具有指导意义;从宏观上说,它能促进我国总资本的有效配置。

市场化程度的提高有助于经济增长,资本市场作为一个特殊的市场,在这个市场上的单个企业的投资低效率会使整体投资成本增加,会造成资本浪费、降低资本利用率;而每个个体的理性投资行为会增强资本市场的市场化程度,进而间接提高资本配置效率。

本文还可以在以下方面进一步地进行研究:考虑到由于终极股东性质不同(政治因素或者其他因素不同)可能会对企业的投资决策产生不同影响,因而进一步的研究可以分别对终极股东性质为非国有企业和终极股东为自然人的观测数据分组检验投资决策的影响因素;由于外部投资多为长期投资,因而做出外部投资决策后会对企业的经营业绩产生影响;考虑到企业的经营业绩因对外部投资决策的滞后性,为了避免被解释变量与解释变量间潜在的同期性偏见,宜根据解释变量采用滞后一期的数值来建立计量检验模型。

主要参考文献

- 王化成,胡国柳.股权结构与企业投资多元化关系:理论与实证分析[J].会计研究,2005(8).
- 窦炜,刘星.基于控制权私有收益视角的大股东控制与公司治理理论研究综述[J].经济与管理研究,2010(2).
- 刘朝晖.外部套利、市场反应、控股股东的非效率投资决策[J].世界经济,2002(7).
- 郝颖,刘星,林朝南.我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究[J].中国管理科学,2005(5).
- 梅丹.我国上市公司固定资产投资规模财务影响因素研究[J].管理科学,2005(5).
- 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).
- 郝颖,李晓欧,刘星.终极控制、资本投向与配置绩效[J].管理科学学报,2012(3).
- 【基金项目】暨南大学“优秀本科推免生科研创新培育计划”