大股东治理与管理者过度投资行为研究
——来自中国上市公司的经验证据

罗进辉 万迪昉 蔡地

（西安交通大学管理学院，陕西 西安 710049）

摘要：论文以中国 A 股上市公司 2005-2006 年的横截面数据为基础，分析了大股东持股及其相关的股权结构特征对管理者过度投资行为的治理效应。结果表明：（1）大股东持股比例与企业的过度投资水平呈一种倒“N”型的曲线关系，即大股东对管理者过度投资行为的监督作用同时存在激励效应和防御效应；（2）非国有大股东对管理者过度投资行为的监督更有力；（3）次大股东的存在有利于发挥大股东的激励效应，抑制大股东的防御效应，特别是当大股东不处于控股地位时。

关键词：大股东；过度投资；激励效应；防御效应；股权制衡

Abstract: Using cross-section data of A-share listed companies in China from 2005 to 2006, this paper analyzes the governance effect of large shareholders and ownership structure’s characteristics on managerial over-investment behaviors. The results show that: firstly, there is a nonlinear inverse-N shape relationship between large shareholders’ share and firms’ over-investment level, that is, large shareholders have the incentive effect and entrenchment effect on managerial over-investment behaviors. Secondly, state large shareholders have less incentive to monitor managerial over-investment behaviors. Thirdly, second largest shareholders will induce large shareholders’ incentive effect and control their entrenchment effect, especially when large shareholders’ share is relatively small.

Key words: large shareholders; over-investment; incentive effect; entrenchment effect; the power balance of shareholder structure

作者简介：罗进辉，西安交通大学管理学院博士生，研究方向：公司治理与公司财务。万迪昉，西安交通大学管理学院教授、博士生导师。蔡地，西安交通大学管理学院博士生。

中图分类号： F830.91 **文献标识符：**A

引言

在股权相对集中型上市公司内部的委托代理关系中，大股东[1]主导着公司治理。大股东控制虽然带来了大股东与中小投资者间的第二类代理冲突，却也可以帮助解决股东与管理者间的第一类代理问题，即我们所称的大股东治理存在“激励”和“防御”两种效应（Claessens et al.，2002；Shleifer 和 Vishny，1997）[2] [16]，且这两种效应总是同时并存的。

然而，已有关于大股东治理的研究主要考察大股东持股比例与控制权转让溢价、控制权私人收益、公司价值之间的相关性（例如 Claessens et al.，2002 [2]；Dyck 和 Zingales，2004 [4]；LLSV，2002 [10]；唐宗明和蒋位，2002 [20]；谢军，2007 [22]），而很少直接考察大股东持股与管理者代理成本之间的关系。从公司的经营和决策过程来看，大股东主要是通过控制董事会，进而通过董事会来监督甚至控制管理层的行为，即大股东并不直接出面参与公司的日常经营决策，因而也就不直接导致公司业绩。因此，研究大股东持股与管理层行为之间的关系，有助于我们更好地了解大股东治理机制的内在机理和效率。

由于管理者的报酬（包括显性报酬和隐性报酬）与企业规模正相关（Conyon 和 Murphy，2000[3]；Jensen，1986[8]；Rosen，1982[15]），且扩大企业的规模以建立“企业帝国”（Hart，1995[7]），有利于提高管理者被更替的成本，从而能够帮助管理者固守职位（Entrenchment）。由此可见，管理者在机会主义动机的驱使下会把企业的自由现金流投在净现值为负的项目上，从而引发企业的过度投资问题，即过度投资是股东与管理者间的主要代理成本之一。

因此，本文以中国特殊的制度背景为依托，以管理者的过度投资行为为研究对象，深入剖析大股东对管理者激励问题的监督机制和治理效应以及这种监督效应受到哪些关键因素的影响，从而为后股权分置时代优化中国上市公司的股权结构和公司治理提供经验证据和政策建议。

文献回顾与研究假设

本部分结合中国特殊的制度背景，理论分析大股东治理机制与管理者过度投资行为间的关系，从而提出本文的研究假设。

一、大股东持股与管理者的过度投资行为

企业出现过度投资问题的根源在于所有权与经营权分离所形成的股东与管理者间的委托代理关系（唐雪松，周晓苏，马如静，2007[21]）。与股权高度分散的情况不同，普遍存在的大股东为我们提供了解决股东与管理者代理问题的新视角。由于持有的公司股份和投票权较大，为了追求股东权益和控制权收益，大股东具有很强的动力和能力去监督管理层的投资活动，并能够运用手中的大额投票权对管理层的投资决策施加影响，因而能够帮助企业解决广大中小股东“搭便车”行为所导致的对管理者的监督不足问题。具体地，当大股东的持股比例较低时，持股比例的增加所产生的与公司的协同（激励）效应（alignment effect）将激励大股东对管理者的经营活动进行积极的监督，从而能够有效制约管理者的过度投资行为（Jensen 和 Meckling，1976[9]）；当大股东的持股比例增加到一定程度后，掌握足够多控制权的大股东已经可以左右公司管理层的任命和重大投资决策，因而为其攫取控制权私人收益提供了便利条件，受大股东控制的管理者会进行大量有利于大股东而有损于企业整体价值的过度投资行为，即持股比例继续增加所产生的防御效应（entrenchment effect）将降低大股东对管理者过度投资行为的监督（Shleifer 和 Vishny，1997[16]）；而当大股东的持股比例增加到几乎完全控制公司时，出于与公司的协同效应以及降低自身投资风险的考虑，大股东控制下的管理者的投资行为将趋于保守化，因而持股比例的增加又将减轻管理者的过度投资行为（江伟和沈艺峰，2005[17]；谢军，2007[22]）。基于以上的分析，提出本文的第一个研究假设：

假设 H1：企业的过度投资水平与大股东的持股比例呈现一种不规则的倒“N”型曲线关系。

二、大股东性质与管理者的过度投资行为

与西方的企业不同，中国上市公司大股东治理的实际情况比较复杂。一方面，在国有控股的上市公司中，由于监督成本与监督收益的不匹配，作为国有大股东身份出现的各级国资委并不能积极地对管理者进行有效的监督，因而在国有控股的上市公司中存在比较严重的“内部人控制”问题，管理者容易出现过度投资行为。而在非国有控股的上市公司中，大股东出于保障自身利益的目的，有激励对管理者进行积极的监督，从而能够有效制约管理者的过度投资行为（唐雪松，周晓苏，马如静，2007[21]）。另一方面，由原国有企业经过股份制改造而来的国有控股上市公司，在投资行为上并没有完全摆脱原国有企业利用国有银行资金进行投资扩张的“投资饥渴症”行为的影响。虽然投资资金来源已由国有银行资金转变为股权融资资金，但是大多数国有控股上市公司仍沿袭原国有企业的投资行为模式，进行大规模

的过度投资行为（潘敏和金岩，2003[19]）。因而提出本文的研究假设 H2：

假设 H2：国有控股上市公司的过度投资水平大于非国有控股上市公司。

三、股权制衡及其特点与管理者的过度投资行为

中国上市公司（特别是国有控股上市公司）“一股独大”的问题仍然比较严重，而这些问题的存在滋生出控股股东擅权独断，甚至把上市公司当作自己的“提款机”（王奇波和曹洪，2006[23]），因而这种股权结构不利于大股东“激励效应”的发挥，反而是加剧了大股东的“防御效应”。

近年来，关于最优股权结构与股权制衡的相关研究（例如 Bennedsen 和 Wolfenzon，2000[1]；Francis 和 Hege，2001[5]；Gomes 和 Novaes，2005[6]；Maury 和 Pajuste，2005[12]；Pagano 和 Roell，1998[13]）表明，在具有多个大股东的公司中，通过控制权的分享和内部牵制，任何一个大股东都无法单独控制企业的决策，从而在减少管理者的私人收益的同时，还有助于保护中小股东的利益。因此，在具有股权制衡结构的上市公司中，企业的过度投资水平会比较低。因为：一方面，管理者的投资行为将受到多个大股东的有力监督；另一方面，多个大股东之间的相互牵制将降低大股东为攫取私人收益而采取的过度投资行为。而关于股权制衡特征的有关研究（例如 Laeven 和 Levine，2004[11]；Maury 和 Pajuste，2005[12]）则进一步发现，大股东之间股权分布得越均衡，相互之间的制衡就越有效。因而我们提出本文的研究假设 H3 及其两个子假设。

假设 H3：在具有股权制衡结构的上市公司里，企业的过度投资水平比较低。

假设 H3a：相同情况下，股权制衡结构在大股东不处于控股地位的上市公司里作用更大，即企业的过度投资水平更低。

假设 H3b：相同情况下，股权制衡结构在非国有控股上市公司中的作用更大，即企业的过度投资水平更低。

研究设计

一、研究变量

表 1　变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
过度投资水平	*Over-invest*	企业实际投资水平与适度投资水平的偏离除以当期主营业务收入。
大股东持股比例	*Share*	公司第一大股东持有公司股票占公司股票总数的比例。
大股东属性	*Property*	哑变量，若第一大股东的股份为国有股，则取值为 1；否则为 0。
控股类型[2]	*Control*	哑变量，若第一大股东持股比例不大于 30%，则取值为 1；否则为 0。
次大股东[3]	*Sec_blocker*	哑变量，若第二大股东持股比例不小于 5%，则取值为 1；否则为 0。
管理者持股比例	*Manager_share*	管理者持股股数与上市公司股份总数的比率。
独立董事比例	*Director_ratio*	独立董事席位与董事会总席位的比率。
公司规模	*LnSize*	公司总资产的自然对数值。
负债水平	*Debt*	公司总负债与总资产的比率。

借鉴 Richardson（2003）[14]和李鑫（2007）[18]关于企业过度投资水平的度量方法，本文将企业的过度投资水平定义为企业实际投资水平与适度投资水平之差。而企业的适度投资水平则视为该企业成长机会的增函数，且本文在实证中利用主成分因子分析法从企业的主营业务收入增长率、市净率、总资产增长率、净利润增长率等四个反映企业成长性的会计指标

中构造出企业的成长机会综合函数。根据会计准则中资本支出的构成，本文把企业的实际投资水平定义为企业当年的长期投资、短期投资、在建工程和工程物资等四项会计指标之和。为了剔除行业因素的影响，本文使用经过主营业务收入调整过的过度投资比率来衡量企业的过度投资水平。

其他变量的定义和符号如上表 1 所示。

二、经验模型

本文将采用下述的总体计量模型（1）来检验上一节中提出的研究假设。

$$Over\text{-}invest = a + \sum b_i * Independent_i + \sum l_j * Control_j + e \qquad (1)$$

其中，a 代表常数项；$\sum b_i * Independent_i$ 表示 $Share$、$Property$、$Control$ 和 $Sec_blocker$ 等所有的解释变量，本文将根据研究的需要和相关系数的分析结果来选择和确定在每一个具体的回归模型中应该放入哪些解释变量；$\sum l_j Control_j$ 代表年份、行业等其他控制变量项；e 为随机项。

三、样本数据

根据研究需要，本文选取 2005-2006 年中国沪深两市 A 股上市公司作为研究样本。为了保证结果的准确性和客观性，所选取的样本遵循以下几个原则：（1）为了避免异常值的影响，剔除 ST、PT 以及净资产为负的上市公司；（2）剔除同时还发行了 H 股或 B 股的上市公司，因为这些公司面临的监管环境与仅发行 A 股的上市公司存在很大差异；（3）剔除金融类上市公司，因为该类公司的资本结构和治理环境都较为特殊；（4）剔除上市时间少于 5 年的上市公司，因为这类公司在投资行为上存在比较大的波动性；（5）剔除资料不全和数据异常的上市公司。经过上述筛选，最终得到并确认的有效样本有 1084 个，其中 2005 年 590 个，2006 年 494 个。具体的数据来源于国泰安数据库（CSMAR）和清华大学中国金融研究中心金融数据库（Tsinghua Financial Data System）。

实证结果与分析

一、描述性统计

描述性统计结果如下表 2 所示。由该结果可知，企业的过度投资水平 *Over-invest*[4] 均值为-1.75，表明样本企业总体平均上表现为投资不足。但这并不影响本文关于企业过度投资行为的研究目的，因为 *Over-invest* 是一个相对指标，其大小仍然可以用来衡量企业的过度投资水平。大股东的持股比例 *Share* 的均值为 38.92，表明样本企业的大股东平均持有 38.92%的股份。大股东的国有性质哑变量 *Property* 的均值为 0.63，表明由国有大股东控股的样本企业占 63%。大股东控股类型哑变量 *Control* 的均值为 0.37，说明大股东处于控股地位的企业占 37%。次大股东哑变量 *Sec_blocker* 的均值为 0.50，这表明 50%的样本企业中具有持股比例在 5%以上的次大股东。管理者持股比例 *Manager_share* 的均值为 0.00，这表明样本企业中管理者的持股比例非常小，基本可以忽略不计。独立董事比例 *Director_ratio* 的均值为 0.35，表明样本企业的董事会中独立董事平均占有 35%的席位，基本达到了证监会关于中国上市公司建立独立董事制度的相关要求。

表 2　　样本数据的描述性统计

变量	均值	最小值	最大值	标准差
LnSize	21.58	18.32	25.18	0.93
Debt	0.51	0.01	0.92	0.17
Share	38.92	7.02	84.98	16.08
Property	0.63	0	1	0.48
Control	0.37	0	1	0.48
Sec_blocker	0.50	0	1	0.50
Manage_share	0.00	0.00	0.32	0.01
Director_ratio	0.35	0.08	0.57	0.04
Over-invest	-1.75	-57.05	36.85	5.17

二、回归分析结果

1．大股东持股与企业过度投资水平的曲线关系

从表 3 中模型 1 的回归分析结果可知，大股东的持股比例与企业的过度投资水平在 5%的水平下呈显著的三次曲线关系，且从回归系数的符号可判断出它们之间的三次曲线关系呈倒“N”型。这说明大股东持股对管理者过度投资行为的治理作用具有区间特征。

根据模型 1 中大股东持股比例的一次方、二次方和三次方的回归系数，可求得回归曲线的两个驻点和一个拐点所对应的大股东持股比例分别为 25.96%、70.51%、48.23%。因此可以推知大股东持股的区间特征：在不考虑其他因素对管理者过度投资行为影响的前提下，当大股东的持股比例处于 0～25.96%之间时，企业的过度投资水平随着大股东持股比例的增加而降低；当大股东的持股比例处于 25.96%～70.51%之间时，企业的过度投资水平随着大股东持股比例的增加而提高，且过度投资水平的提高速度在大股东持股比例为 48.23%时由快变慢；当大股东的持股比例大于 70.51%时，企业的过度投资水平又开始随着大股东持股比例的增加而降低。

为了进一步检验大股东持股比例与企业过度投资水平的三次曲线关系，本文依据上述的回归结果，把所有样本按大股东持股比例的区间分为三个子样本，分别是持股比例在 **0**～25.96%之间的子样本、持股比例在 25.96%～70.51%之间的子样本及持股比例大于 70.51%的子样本，并分别对这些子样本进行了回归分析，结果（如下表 4 中的模型 1、2、3）发现：在持股比例处于 0～25.96%之间的子样本中，大股东持股比例与企业的过度投资水平在 5%的水平下显著负相关；在持股比例处于 25.96%～70.51%之间的子样本中，大股东持股比例则与企业的过度投资水平在 1%的水平下显著正相关；而在持股比例大于 70.51%的子样本中，大股东持股比例与企业的过度投资水平负相关，但可能是因为样本量太小（只有 32 个）的缘固，系数并不显著。因此，从总体上看，大股东持股比例与企业过度投资水平间的倒“N”型曲线关系在统计上是显著成立的，假设 H1 得到了经验证据的很好支持。

2．大股东性质的影响

从下表 3 中模型 2 的回归结果可知，企业的过度投资水平与大股东的国有性质正相关，且达到 1%的显著水平。这说明在国有大股东控制的上市公司中，管理者的过度投资问题比较严重，这与本文的理论分析结果是一致的，研究假设 H2 得到检验通过。

3．股权制衡的影响

从下表 3 中模型 3、4 的回归结果可知，企业的过度投资水平与次大股东的存在性、大股东的控股类型分别在 5%和 1%的水平下显著负相关，这表明当存在持股比例大于 5%的次大股东或者大股东不处于控股地位时，企业的过度投资水平都比较低，即在具有股权制衡结

构和股权制衡作用能更有效发挥的上市公司中，管理者的过度投资问题比较轻，假设 H3 得到经验数据的支持。

而从表 4 中模型 4-7 的回归结果则可以知道，在具有次大股东（股权制衡结构）的上市公司子样本中，一方面，当大股东不处于控股地位时，企业的过度投资水平与次大股东的存在性显著负相关，而当大股东处于控股地位时，企业的过度投资水平与次大股东的存在性正相关，但不显著，因而可以认为股权制衡结构在大股东持股比例较小时的制衡作用更有效，即子假设 H3a 得到检验通过；另一方面，当大股东为国有性质时，企业的过度投资水平与次大股东的存在性负相关，但不显著，而当大股东为非国有性质时，企业的过度投资水平与次大股东的存在性显著负相关，因而子假设 H3b 得到检验通过。

表 3　全体样本的回归分析结果 [5]

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
Share	-0.28**				-0.30**
	(-2.05)				(-2.37)
Share^2	0.75E-2**				0.63E-2**
	(2.23)				(2.09)
Share^3	-0.52E-4**				-0.41E-4*
	(-2.06)				(-1.83)
Property		0.93***			0.24
		(3.05)			(0.85)
Control			-1.55***		-1.10**
			(-5.00)		(-2.06)
Sec_blocker				-1.27E-2**	-0.06
					(-0.19)
Manager_share		11.79	6.92	14.49	-7.51
		(0.81)	(0.47)	(1.00)	(-0.56)
Director_ratio			-6.02*	-8.17**	-10.21***
			(-1.70)	(-2.35)	(-3.21)
Debt		6.30***		6.50***	3.60***
		(7.35)		(7.60)	(4.42)
LnSize					2.19***
					(13.71)
其他控制变量			行业和年度变量已控制		
_cons	-2.54	-8.97***	-2.31*	-5.23***	-45.35***
	(-1.42)	(-13.43)	(-1.76)	(-3.86)	(-11.31)
调整 R^2	0.1376	0.1660	0.1404	0.1730	0.3198
F 值	12.52***	15.37***	12.80***	15.16***	24.15***
样本量			1084		

注：（1）因变量为企业的过度投资水平；（2）***、**、*分别代表在 1%、5%、10%的水平下显著；（3）括号内的数字是回归系数的 T 检验值。

4．其他控制变量的影响

从表 3 中的回归结果可知，企业的过度投资水平与企业的规模、负债水平都在 1%的水

平下显著正相关，即企业的规模越大，负债水平越高，管理者的过度投资问题也就越严重。而独立董事比例与企业的过度投资水平显著负相关，说明中国上市公司的独立董事能够有效制约管理者的过度投资行为，这与唐雪松，周晓苏和马如静（2007）[21]的结论正好相反，这主要可能是因为他们应用的是中国上市公司 2000-2002 年的相关数据，那时中国上市公司的独立董事制度才刚开始建立，且在当时独立董事的比例也比较小甚至有不少上市公司的董事会中就没有独立董事，因而独立董事对管理者投资行为的监督作用不明显。而企业的过度投资水平与管理者的持股比例不存在显著关系，这主要是因为中国上市公司中管理者的持股比例非常低，股权激励发挥不了应有的作用。

表 4　子样本的回归分析结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
Share	-0.21**	0.05***	-0.26				
	(-2.39)	(3.64)	(-0.98)				
Sec_blocker				-1.68**	0.10	-0.48	-1.45**
				(-2.55)	(0.30)	(-1.57)	(-2.27)
其他控制变量	行业和年度变量已控制						
_cons	-1.54	-7.02***	18.43	-4.72***	-4.46***	-4.10***	-4.95***
	(-0.80)	(-9.36)	(0.88)	(-5.25)	(-6.98)	(-6.97)	(-5.48)
调整 R^2	0.0830	0.1697	-0.0586	0.1247	0.1251	0.1424	0.0930
F 值	2.87***	13.28***	0.79	5.37***	8.51***	9.67***	4.18***
样本量	270	782	32	400	684	680	404

注：（1）因变量为企业的过度投资水平；（2）***、**、*分别代表在 1%、5%、10%的水平下显著；（3）括号内的数字是回归系数的 T 检验值；（4）回归模型 1、2、3 所对应的样本分别是大股东持股比例处于 0～25.96%、25.96%～70.51%、大于 70.51%的三个子样本；（5）回归模型 4（或 5）所对应的样本是具有次大股东且大股东不处于（或处于）控股地位的子样本；（6）回归模型 6（或 7）所对应的样本是具有次大股东且大股东为国有性质（或非国有性质）的子样本。

研究结论与启示

本文以中国沪深两市的 A 股上市公司为研究对象，以 2005-2006 年的横截面数据为基础，计量了大股东持股、大股东性质、控股类型及股权制衡结构与管理者过度投资行为之间的经验关系。研究发现：（1）大股东持股与企业的过度投资水平呈现一种倒“N”型的曲线关系，即大股东对管理者过度投资行为的监督作用具有区间特征。在不考虑其他治理机制的影响下，当大股东持股比例较低（0～25.96%）时，持股比例增加所产生的协同效应将激励大股东监督管理者的过度投资行为；当大股东持股比例较高（25.96%～70.51%）时，大股东控制下的管理者将投资有利于大股东攫取私人收益的项目而导致过度投资行为，且持股比例的增加将越有利于大股东对管理者的控制，从而增强了大股东持股的防御效应；而当大股东持股比例很高（大于 70.51%）时，出于与公司的协同效应以及降低自身投资风险的考虑，大股东控制下的管理者的投资行为将趋于保守化。（2）与非国有控股上市公司相比，在国有控股上市公司里“内部人控制”的问题更严重，管理者的过度投资行为更普遍。（3）次大股东的存在（股权制衡机制）能够有效抑制管理者的过度投资行为，特别是在大股东持股比例较小的情况下。此外，独立董事在监督管理者的投资行为上发挥了应有的作用，而管理者持股却没有发挥其协同激励效应，这主要可能与中国上市公司管理者持股比例太小的实际情况

有关。

因此，本文的结论表明，在后股权分置时期，积极倡导大股东对管理者监督作用的同时，应该注意大股东治理效应的区间特征。继续通过国退民进、引进机构投资者和国有股减持等方式实现股权的多元化，形成一种具有股权制衡作用的所有权结构，从而对大股东治理的激励效应进行引导和对其的防御效应进行抑制。

[基金项目：本文是国家自然科学基金项目“中国公司治理中控制性股东、董事会及经理层间的行为实验研究”（项目编号：70572039）的阶段性研究成果]

注释

1．本文称谓的“大股东”特指公司的第一大股东，即不区分“大股东”与“第一大股东”这两个概念。

2．因为大股东的控股类型不同，次大股东的制衡作用也不同。鉴于此，根据《公司法》对大股东控股类型的定义，把大股东分为控股股东（持股比例大于 30%）和非控股股东（持股比例小于 30%）两大类。

3．中国《上市公司章程指引》（证监[1997]16 号）第五十七条规定，公司召开股东大会，持有或者合并持有公司发行在外有表决权股份总数的 5%以上的股东，有权向公司提出新的提案。因此，取 5%的持股比例作为本文衡量上市公司是否存在具有与大股东相抗衡的次大股东的基准。

4．鉴于篇幅所限，关于企业过度投资水平的具体计量过程在此略去，如有需要，可与作者联系或者参考李鑫（2007）。

5．主要变量的 Pearson 相关系数分析结果发现，公司规模、负债水平、管理者持股、独立董事比例等控制变量与解释变量间高度相关，因而在各回归模型中只放入与解释变量不存在高度相关的控制变量。

参考文献：

[1] Bennedsen M., D., Wolfenzon. The balance of power in close corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58): 113-139.

[2] Claessens S., Djankov S., Fan J., L., Lang. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings [J]. Journal of Finance, 2002, 57(6):2741-2771.

[3] Conyon M, K Murphy. The prince or the pauper? CEO pay in the US and the UK [J]. Economic Journal, 2000, (110): 640-671.

[4] Dyck, A. and L. Zingales. Private benefits of control: An international comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537-600.

[5] Francis B., U. Hege. Multiple shareholders and control contests. Unpublished Working Paper, HEC School of Management, 2001.

[6] Gomes, A., W. Novaes. Sharing of control versus monitoring. PIER Working Paper, University of Pennsylvania Law School, 2005.

[7] Hart Oliver. Firm, contracts, and financial structure [M]. London: Oxford University Press, 1995.

[8] Jensen M. Agency costs of free cash, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, (76): 323-329.

[9] Jensen M., W., Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305-360.

[10] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer , A., R. Vishny. Investor protection and corporate valuation [J]. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.

[11] Laeven L., R. Levine. Beyond the biggest: Do other large shareholders influence corporate valuations? Unpublished Working Paper, University of Minnesota, 2004.

[12] Maury B., A. Pajuste. Multiple large shareholders and firm value [J]. Journal of Banking & Finance, 2005, (29): 1813-1834.

[13] Pagano, M., A., Roell. The choice of stock of ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, (113): 187-226.

[14] Richardson, Scott Anthony. Corporate governance and the over-investment of surplus cash [D]. Dissertation of Michigan University, 2003.

[15] Rosen S. Authority, control, and the distribution of earning [J]. Bell Journal of Economics, 1982, 13(2): 311-324.

[16] Shleifer A., R. Vishny. A survey of corporate governance [J]. Journal of Finance, 1997, (52): 737-783.

[17] 江伟，沈艺峰．大股东控制、资产替代与债权人保护[J]．财经研究，2005，31，（12）：95-106.

[18] 李鑫．自由现金流、现金股利与中国上市公司过度投资[J]．证券市场导报，2007，（10）：55-59.

[19] 潘敏，金岩．信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资[J]．金融研究，2003，（1）：36-45.

[20] 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.

[21] 唐雪松，周晓苏，马如静．上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]．会计研究，2007，（7）：44-52.

[22] 谢军．第一大股东持股和公司价值：激励效应和防御效应[J]．南开管理评论，2007，10，（1）：21-25.

[23] 王奇波，曹洪．股权制衡与机构投资者参与的公司治理效应[J]．财贸研究，2006，（3）：110-116.