

Corporate Governance,
Financing Constraints
and Corporate Performance

公司治理、融资约束与公司业绩
——因果关系与经济机理

李 科 著

本书为国家自然科学基金项目(71273164)的阶段性研究成果

公司治理、融资约束与公司业绩

——因果关系与经济机理

李 科 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理、融资约束与公司业绩:因果关系与经济机理/李科著.
—上海:上海财经大学出版社,2015.10
ISBN 978-7-5642-2178-2/F·2178

I.①公… II.①李… III.①公司-企业管理-研究 IV.①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 154243 号

□ 责任编辑 江 玉

□ 封面设计 张克瑶

GONGSI ZHILI RONGZI YUESHU YU GONGSI YEJI

公司治理、融资约束与公司业绩

——因果关系与经济机理

李 科 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷装订

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 12 印张 235 千字

定价:39.00 元

前 言

经济学家们对于金融发展与经济增长之间的关系一直存在分歧。一些经济学家认为金融发展对于经济增长是重要的,金融发展能够促进经济增长。与此相反,另外一些经济学家对这一观点表示怀疑,认为金融发展只是经济增长的结果而不是原因,经济增长预示着经济前景看好,金融市场预测到这种前景从而提供其发展所需的资金,因此金融发展只是预测了经济的发展,而并非经济增长的原因。改革开放以来,中国经济取得了奇迹般的增长,而金融市场的规模和结构发展相对缓慢,公司治理也非常不完善。如果不发展金融市场,没有公司治理机制,经济也能取得高速增长,那么,为什么我们需要发展金融和提高公司治理水平呢?也就是说,金融发展和公司治理对经济增长贡献了什么?如果金融发展和公司治理对经济增长有所贡献的话,那么这种影响又是如何发生的?金融发展、公司治理与经济增长的关系如此重要,因此,无论是学术界还是政府,都越来越关心金融市场的发展和公司治理的完善对经济发展有何影响以及这种影响是如何发生的。

具体而言,本书实证检验如下四个问题:

第一,如果金融创新为公司提供了更多的融资渠道,那么融资渠道增加会影响公司的经营业绩吗?即金融创新引起的公司融资约束减少能够创造公司价值吗?对于整体经济而言,金融发展能够积极影响经济增长吗?

第二,如果金融发展能够缓解公司融资约束从而促进经济增长,那么这种影响是如何实现的呢?即通过什么样的经济作用机制公司融资约束变化对公司经营业绩产生影响?

第三,如果完善法律制度有助于公司治理水平的提高,那么公司治理水平提高会影响公司的经营业绩吗?即完善法律制度能够积极影响经济增长吗?

第四,如果公司治理水平提高能够促进经济增长,那么这种影响是如何实现的呢?

本书共分为九章,各章的主要内容如下:

第一章为引言,具体包括研究背景与研究意义、研究范围与研究的主要内容以及研究的发现与创新等。

第二章研究融资约束对公司经营业绩的影响。利用短期融资券的推出作为自然实验研究金融创新引起的公司融资约束变化对公司经营业绩的影响,从而为金

融发展与经济增长的关系提供微观证据。

第三章从投资的角度研究融资约束如何影响公司经营业绩。利用金融市场中短期融资券的推出作为影响公司融资约束的外部冲击,研究公司融资约束变化对公司投资行为的影响。

第四章和第五章分别在理论和实证上从产品市场竞争的角度研究融资约束如何影响公司经营业绩。在理论上,第四章构造一个两阶段融资模型,说明当公司治理水平低、负债率高且依赖外部融资时,掠夺者的最优策略是通过在金融市场上提高被掠夺者的融资成本,间接地提高其代理成本,阻止潜在的市场进入者进入市场,从而掠夺竞争对手和潜在进入者。在实证中,第五章在控制内生性问题后,研究公司外部治理环境和资本结构对产品市场竞争的重要性。

第六章从政治关系、产品市场竞争的角度检验政治关系如何影响公司价值。

第七章讨论公司治理中的代理成本。通过检验劳动力成本变化对国有企业和民营企业之间劳动力雇佣政策差异的影响,本书清晰地推断国有企业存在冗余雇员的原因,区分导致国有企业价值下降的代理成本。

第八章讨论公司治理中法律制度的影响。通过检验两个在同一时期发布和执行的性质不同的法律制度对中国上市公司的影响,本书提供直接证据说明:如果法律制度能够更加清晰地界定,能够更加容易执行,这种法律制度在实际中将产生更加有效的影响。

第九章对本研究作一总结。

本书主要的研究发现和创新体现在以下几个方面:

第一,在融资约束对公司经营业绩影响方面,本书对已有研究的贡献在于:首先,本书从微观上利用金融工具创新外生引致公司融资约束的变化,检验了金融发展对经济增长的因果关系并提出了新的微观实证证据,因此本书证据中的因果关系是比格兰杰因果关系更强的因果关系。其次,与许多研究融资约束的文献不同,本书直接研究公司融资约束变化对公司最终的实际影响。最后,也是最重要的,即本书利用外生的金融工具创新提供了金融发展对经济增长影响的具体经济作用机制的证据。本书的证据表明金融市场上的金融创新能够减少公司的融资约束,进而创造公司的价值,因此金融市场发展能够促进经济增长。

第二,在融资约束对公司投资行为的影响方面,本书对已有研究的贡献在于:首先,本书使用金融市场中金融工具创新作为公司融资约束变化的外部冲击,实证检验公司融资约束变化对公司投资行为的影响,这种实证检验方法有助于克服公司融资约束对投资行为影响的内生性问题。其次,本书的外部冲击关注公司外部融资成本的降低,这种冲击减缓了公司的融资约束,因此本书的证据能够说明外部金融市场环境的变化如何影响公司融资约束以及对公司投资行为的影响。最后,本书将金融市场中金融工具创新与公司投资行为连接起来,提供证据说明金融创

新对公司投资行为存在重要影响。本书的证据表明公司融资约束对公司的投资行为是重要的,外部融资环境的改善能够影响公司的融资约束和投资行为,因此,通过金融市场创新改善公司外部融资状况能够影响实体经济的运行。

第三,在融资约束对公司产品市场竞争行为的影响方面,首先,本书利用案例将公司治理引入产业组织的研究,从理论上重新认识传统公司治理的作用以及资本市场与产品市场竞争的关系。其次,在实证上,本书的研究有助于理解公司资本结构对公司的竞争策略产生的影响。与许多先前的研究一致,本书发现资本结构对公司产品市场竞争的影响是双重的,资本结构的债务承诺效应和掠夺效应都存在。

第四,本书的研究也有助于理解公司外部治理环境对资本结构与产品市场竞争关系的影响。本书发现外部治理环境改善有助于公司发挥资本结构对产品市场竞争的正面作用。本书的证据表明公司外部治理环境对公司行为是重要的。

第五,在融资约束对公司行为和经济后果的影响中,政治关系发挥了重要作用。本书从融资约束与产品市场竞争的角度分析政治关系如何影响公司价值。本书提供证据说明政治关系通过缓解公司融资约束增加了公司价值。

第六,在公司治理与代理成本方面,本书区分了公司治理中的两种不同代理成本:政府干预的代理成本和企业管理者代理成本。本书检验劳动力成本变化对国有企业和民营企业之间劳动力雇佣政策差异的影响,并以此清晰地推断国有企业存在冗余雇员的原因。本书的证据有助于进一步理解私有化对经济体中各种利益相关者造成的影响,以及企业代理成本与劳动力需求的关系。本书的证据支持了国有企业存在劳动力冗员的管理者代理成本理论和管理者偏好“平静生活”的理论。

第七,在公司治理与法律制度的影响方面,本书的研究拓展了法与金融的研究。本书利用一国内部公司的数据避免了国别研究中的许多缺点,两次差分的方法将法律制度对公司和金融市场的影响与其他因素区分开,克服了研究法与金融关系中的内生性问题。更重要的是,通过检验同一时间两种不同的法律制度,本书能够提供直接证据说明法律制度的执行力在法律制度对经济的影响中发挥了非常重要的作用。发展中国家的正规法律制度往往比较弱,导致法律体系并不能执行复杂的法律制度,因此,这一结论对发展中国家具有重要意义。另外,能清晰界定的法律制度能够最有效地执行,因此对公司和金融市场也能产生最大影响。

总之,本书的证据表明,金融发展和公司治理对于经济增长是重要的。金融发展能够减少金融市场的摩擦,缓解公司融资约束,最终提高公司的经营业绩。提高公司治理水平能够约束大股东和管理者侵害其他投资者的行为,减少大股东、管理者和其他投资者之间的利益冲突,有助于增加公司价值。

FORWARD

There are disagreements about the relationship among the corporate governance, the financial development and the economic growth for economists. Some believe that the financial development has positive important effect on the economic growth, and the financial development spurs the economic growth. On the contrary, the others suspect this belief. They think the financial development is not the cause, but the result of the economic growth. The economic growth predicts the prosperity of economy, the financial market forecasts the prosperity and provides the funding needed by economy, so the financial development just forecast the economic growth, but does not spur the economic growth. China made the miracle in economic growth since the economic reform, but the financial market makes slow development in the scale and structure, and the corporate governance is weak. If we can make the fast economic growth without the financial development and the stronger corporate governance, then an important question is why we need develop the financial market and improve the corporate governance? That is, what did the financial development and the corporate governance contributed the economic growth? If there are some contributions of the financial development and the corporate governance to the economic growth, then how do these happen? This paper focuses on the empirical test for the causality of the financial development and the corporate governance to the economic growth and provides the empirical evidences to show its economic mechanism. Specifically, this paper empirically tests the four questions; the first is whether the increase of financial channels caused by the financial innovation positively affects the corporate performance? That is, given the financial innovation decreases the financial constraints of corporate, can the decreasing create the corporate value? For the whole economy, can the financial development positively affect the economic growth? The second is how the increase of financial channels caused by the finan-

cial innovation positively affects the corporate performance? That is, what are these mechanisms of the effect of the financial constraints on corporate performance? The third is given the law and institutions improved the corporate governance, then does the stronger corporate governance increase the corporate value? That is, can the law and institutions protecting investors spur the economic growth? The forth is how the stronger corporate governance positively affects the corporate performance?

This paper consists of nine chapters. Major contents of each chapter are outlined as follow:

Chapter 1 is the introduction, which briefly introduces the research background, issues of the research, the research contents, the research contributions, the research findings, and the research innovations.

Chapter 2 empirically tests the effect of financial constrains on operating performance. In this chapter I exploit the innovation of financial instrument (short-term bond) to the variation of financial constrains of the listed companies and provide the evidences of the effect of financial constrains on operating performance.

Chapter 3 empirically tests the effect of financial constrains on corporate investment. In this chapter I exploit the innovation of financial instrument (short-term bond) to the variation of financial constrains of the listed companies and provide the evidences of the effect of financial constrains on corporate investment.

Chapter 4 analyses theoretically the relationship among corporate governance, capital structure, and industry competition. This chapter models a two-stage financing to show the best strategy of predator is increasing the cost of external financing to predate the prey and deter potential entrant in the event of rivalry with poor governance needing financing.

Chapter 5 analyses empirically the relationship among corporate governance, capital structure, and industry competition. Under controlling the endogeneity problem, the charper finds that institutional environment and capital structure are important to industry competition.

Chapter 6 provides evidence about how political connections affect corporate from the view of the relationship between capital structure and industry competition.

Chapter 7 uses the abruptly increasing labor cost caused by Labor Contract

Law to empirically map out the causes of the persistence of redundant labor in SOEs.

Chapter 8 empirically examine the impact of two distinct laws, announced and implemented during the same period, on publicly listed firms in China. Our results indicate laws that are more clearly defined and easier to enforce will be more effective, especially in countries with weak institutions.

Chapter 9 sums up this paper.

The main findings and contributions in this paper as follow:

1. For the effect of the financial constraints on corporate performance, this paper makes three contributions. First, I exploit the innovation of financial instrument (short-term bond) to the variation of financial constrains of the listed companies and empirically test the effect of financial constrains on operating performance to identify the causality of financial constrains on operating performance. Thus my evidence for causality is more powerful than granger causality. Second, I directly test the real effect of financial constrains on economy. Finally, I further show the economic mechanisms, that is, the channel of allocating financial resources. In a word, my evidences suggest that financial development have a great impact on corporate value and thus advance the economic growth.

2. For the effect of the financial constraints on corporate investment, this paper makes three contributions. First, I exploit the innovation of financial instrument (short-term bond) to the variation of financial constrains of the listed companies and empirically test the effect of financial constrains on investment. Second, based on the natural experiment, we handle the two challenging problems in empirical test for investment: the criterion of grouping financial constrains and the measurement error in Tobin's Q . Finally, I find that short-term bond as a potential financial instrument of firm can decrease the financial constrains and thus increase the level of investment. This effect is significant both statistically and economically. In a word, my evidences suggest that financial innovation has a great impact on financial constrains and the behaviors of investment, thus produce an important influence on real economy.

3. For the effect of the financial constraints on industry competition, this paper makes some contributions. First, the paper models a two-stage financing to show the best strategy of predator is increasing the cost of external financing to predate the prey and deter potential entrant in the event of rivalry with poor governance needing financing. This model illustrates Air China contesting share of

Eastern Airlines is a predatory strategy and point that the strategy of financing is associated with competition and corporate governance and good governance will benefit consumers and economic efficiency. Second, my paper provides evidence about the relationship of institutional environment, capital structure, and industry competition. High debt negatively affects corporate position in industry competition.

4. Institutional environment makes a positive effect on corporate industry competition by reducing financing restrictions. My evidence suggests the institutional environment is important to corporate behavior.

5. Political connections have effect on corporate value, but there are little evidences on how. This paper provides evidence about how political connections affect corporate from the view of the relationship between capital structure and industry competition. My evidences support the view that political connections help the corporation to get more financial resources, thus improve the corporate value.

6. The persistence of redundant labor is one of the stylized facts in state-owned enterprises (SOEs), but there are different opinions about the causes of this stylized fact. This paper uses the abruptly increasing labor cost caused by Labor Contract Law to empirically map out the causes of the persistence of redundant labor in SOEs. I find the increase of labor cost result in more layoffs in SOEs than private enterprise and SOEs change their labor policy to keep less redundant labor after the law increasing labor cost. My results suggest that managerial agency cost but not government intervention is the cause of the persistence of redundant labor and provide the evidence of managers' preference about "quiet life".

7. Our work contributes and extends the literature on law and finance. Our within-country study avoids many pitfalls of cross-country studies, and our difference-in difference approach overcomes the endogeneity problems in separating the effects of the laws and regulations of interests from other factors. More importantly, by examining the impact of two distinct laws at the same time, we provide direct evidence that enforceability is an important determinant of the effectiveness of laws and regulations. This has important implications for developing countries as formal institutions in these countries are weak, so that the legal system cannot enforce complicated laws and regulations. On the other hand, laws and regulations that have clearly defined, easy to interpret and verify

‘right’ from ‘wrong’ outcomes will be enforced much more effectively, and, as a result, have a greater impact on firms and markets. Finally, the paper contributes to the growing literature on China’s capital markets and economy by investigating the effects of different regulations on listed firms’ governance performance.

目 录

前言	(1)
FORWARD	(1)
第一章 引言	(1)
第一节 选题背景及研究意义	(1)
一、金融发展与经济增长	(2)
二、公司治理与经济增长	(3)
第二节 研究范围与主要内容	(4)
一、融资约束与公司经营业绩	(5)
二、融资约束如何影响公司业绩:公司投资	(6)
三、融资约束如何影响公司业绩:产品市场竞争	(7)
四、融资约束如何影响公司业绩:外部治理环境和政治关系	(9)
五、公司治理与代理成本	(10)
六、公司治理与经营业绩:法律制度的影响	(12)
第三节 研究发现与创新	(12)
第二章 融资约束与公司业绩	(16)
第一节 引言	(16)
第二节 短期融资券作为自然实验	(19)
第三节 数据与变量	(20)
一、数据	(20)
二、变量	(20)
三、描述性统计	(22)
第四节 计量方法	(23)
第五节 结果	(24)
一、融资约束对公司业绩的影响	(24)
二、融资约束对负债能力和经营策略的影响	(31)

第六节 本章小结	(34)
第三章 融资约束与公司投资	(35)
第一节 引言	(35)
第二节 短期融资券与公司投资	(37)
第三节 数据、变量与研究方法	(39)
一、数据	(39)
二、变量和计量方法	(39)
三、描述性统计	(42)
第四节 结果	(44)
一、基本结果	(44)
二、进一步分析	(46)
三、稳健性检验	(50)
第五节 本章小结	(52)
第四章 融资约束与产品市场竞争:理论与案例	(53)
第一节 引言	(53)
第二节 基于公司治理和金融市场掠夺的理论分析	(55)
第三节 案例分析	(59)
一、国航竞购东航事件回顾	(59)
二、国航掠夺东航的证明	(59)
第四节 本章小结	(64)
第五章 融资约束与产品市场竞争:外部治理环境的证据	(65)
第一节 引言	(65)
第二节 理论分析与研究假说	(68)
一、资本结构与产品市场竞争	(68)
二、外部治理环境、资本结构与产品市场竞争	(69)
三、融资约束、外部治理环境、资本结构与产品市场竞争	(70)
第三节 样本选择和实证方法	(70)
一、数据	(70)
二、变量及度量	(71)
三、实证方法	(73)
第四节 实证结果	(74)
一、描述性统计量	(74)

二、资本结构对产品市场竞争的影响·····	(75)
三、外部治理环境、资本结构对产品市场竞争的影响·····	(77)
四、融资约束、外部治理环境、资本结构对产品市场竞争的影响·····	(78)
五、总负债率 vs 短期负债率·····	(80)
六、稳健性检验·····	(81)
第五节 本章小结·····	(81)
第六章 融资约束与产品市场竞争:政治关系的作用·····	(83)
第一节 引言·····	(83)
第二节 融资约束对产品市场竞争的重要性·····	(86)
一、融资约束与产品市场竞争·····	(87)
二、政治关系、资本结构与产品市场竞争·····	(87)
三、融资约束、政治关系、资本结构与产品市场竞争·····	(89)
第三节 样本选择和识别策略·····	(89)
一、数据·····	(89)
二、变量及度量·····	(89)
三、融资约束的度量·····	(91)
四、识别策略·····	(94)
第四节 实证结果·····	(95)
一、描述性统计量·····	(95)
二、融资约束、政治关系和资本结构对产品市场竞争的影响·····	(96)
三、稳健性检验·····	(102)
第五节 结论·····	(103)
第七章 公司治理与代理成本·····	(104)
第一节 引言·····	(104)
第二节 政府干预、代理成本与国有企业冗员·····	(106)
第三节 《劳动合同法》与公司雇佣政策·····	(108)
第四节 数据与变量·····	(109)
一、数据·····	(109)
二、变量·····	(109)
三、描述性统计·····	(111)
第五节 劳动力成本对企业冗员政策的影响·····	(113)
一、假设与模型·····	(113)
二、基本结论·····	(116)

三、稳健性检验	(118)
第六节 本章小结	(123)
第八章 公司治理与公司业绩:法律制度的影响	(124)
第一节 引言	(124)
第二节 研究背景	(126)
第三节 数据与变量	(129)
一、数据与变量	(129)
二、描述性统计	(130)
第四节 法律制度与公司业绩	(133)
一、图表分析	(133)
二、基本结论	(134)
三、稳健性检验	(137)
第五节 法律制度执行力与公司业绩	(145)
第六节 政治关系、法律制度执行力与公司业绩	(148)
一、图表分析	(149)
二、基本结论	(151)
第七节 法律制度如何影响公司业绩	(154)
一、法律制度及其执行力与大股东持股行为	(155)
二、法律制度及其执行力与公司投资	(157)
第八节 本章小结	(161)
第九章 结论与建议	(162)
参考文献	(167)

第一章

引言

第一节 选题背景及研究意义

改革开放以来,中国经济取得了奇迹般的增长,尽管中国的金融市场近几十年来也经历了巨大的变化,但是相对于经济增长,金融市场的规模和结构发展相对缓慢,公司治理水平也比较低。如果不发展金融市场,不提高公司治理水平,经济也能取得高速增长,那么,为什么我们还需要金融发展和公司治理?也就是说,金融发展和公司治理对经济增长贡献了什么?如果发展金融和公司治理对经济增长有所贡献的话,那么这种影响又是如何发生的?金融发展、公司治理与经济增长的关系如此重要,因此,无论是学术界还是政府都越来越关心金融市场的发展和公司治理的完善对经济发展的影响以及这种影响是如何发生的。

具体而言,本书实证检验如下四个问题:

第一,如果金融创新为公司提供了更多的融资渠道,那么融资渠道增加会影响公司的经营业绩吗?即金融创新引起的公司融资约束减少能够创造公司价值吗?对于整体经济而言,金融发展能够积极影响经济增长吗?

第二,如果金融发展能够缓解公司融资约束从而促进经济增长,那么这种影响是如何实现的呢?即通过什么样的经济作用机制公司融资约束变化对公司经营业绩产生影响?

第三,如果完善法律制度有助于公司治理水平的提高,那么公司治理水平提高会影响公司的经营业绩吗?即完善法律制度能够积极影响经济增长吗?

第四,如果公司治理水平提高能够促进经济增长,那么这种影响是如何实现的呢?

一、金融发展与经济增长

在理论上,经济学家们对于金融发展与经济增长之间的关系一直存在分歧。一些经济学家认为金融发展对于经济增长是重要的,金融发展有助于分散风险、分配资本、监督管理者、增加储蓄以及增加商品和服务的交易,因此能够促进经济增长(Schumpeter, 1911; Goldsmith, 1969; Levine, 1997)。与此相反,另外一些经济学家对这一观点表示怀疑,认为金融发展只是经济增长的结果而不是原因,经济增长预示着经济前景看好,金融市场预测到这种前景从而提供其发展所需的资金,因此金融发展只是预测了经济的发展,而非经济增长的原因(Robinson, 1952)。Lucas(1988)也认为经济学家们夸大了金融发展对经济增长的影响。实证中,Goldsmith(1969)、McKinnon(1973)和 Shaw(1973)的实证证据表明,经济增长越高,金融市场越发达。然而,这些证据并没有解决金融发展能否成为经济增长的原因。从 King and Levine(1993b)开始,大量研究开始关注金融发展与经济增长之间的因果关系,研究者们提供大量的实证证据说明金融发展对经济增长的影响(Jayaratne and Strahan, 1996; Rajan and Zingales, 1998; Bekaert, Harvey and Lundblad, 2005; Levine and Zervos, 1998)。

Levine(1997)总结了金融发展与经济增长关系的各种观点,以及金融发展影响经济增长的各种经济作用机制。其中,一种重要的经济作用机制是“分配金融资源”:金融市场发展有利于发展经济的一个重要逻辑在于其能够更加有效地分配资金资源,减少公司面临的融资约束,从而增加公司的效率和业绩(Greenwood and Jovanovic, 1990; King and Levine, 1993a)。尽管在理论上“分配金融资源”的观点非常坚实,但是在实证中检验金融发展和经济增长关系存在着巨大的障碍——内生性问题。因此,仅有很少的研究提供这种经济作用机制的证据说明金融发展对经济增长的影响。解决金融发展与经济增长的内生性问题的一种方法是研究金融发展对经济增长影响的经济作用机制,并提供这种经济作用机制的可靠实证证据(Rajan and Zingales, 1998)。本书致力于检验金融发展对经济增长的因果关系,提供金融发展对经济增长具体经济作用机制的实证证据。

金融发展对经济增长影响的两个重要渠道是公司投资和产品市场竞争。

投资变动对经济增长产生了巨大影响,因此,公司融资约束对投资行为的影响一直是经济学和金融学研究的重要课题,许多经济学家和金融学家在这一课题上付出了大量的努力。从宏观上来说,金融市场摩擦的变化对公司投资产生影响,进而通过“金融加速器”放大了对实体经济的冲击。Fisher(1933)提出了能够放大经济波动的“资产负债表渠道”效应,认为金融市场摩擦增加后引起公司资产价值下降,因此降低了公司负债能力,进而影响了公司投资与产出(Bernanke and Gertler, 1989; Kiyotaki and Moore, 1997; Gertler and Gilchrist, 1994; Bernanke,