



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

企业投资、代理 问题与绩效

Corporate Investment Agency Problem and Performance

柳建华 著



经济科学出版社



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

企业投资、代理 问题与绩效

Corporate Investment Agency Problem and Performance

柳建华 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业投资、代理问题与绩效 / 柳建华著. —北京:
经济科学出版社, 2010. 5
(投资者保护与会计研究丛书)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 9268 - 2

I. ①企… II. ①柳… III. ①企业 - 投资 - 研究
②企业管理 - 代理 (经济) - 研究 ③企业经济 - 经济
效果 - 研究 IV. ①F27

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 066746 号

责任编辑: 文远怀
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 代小卫
技术编辑: 潘泽新

企业投资、代理问题与绩效

柳建华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 9.75 印张 200000 字

2010 年 5 月第 1 版 2010 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9268 - 2 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

投资者保护与会计是近年来会计研究的一个新领域。该领域研究在国内的兴起，与我国会计学家、中南财经政法大学郭道扬教授的亲自倡导密不可分。记得早在2002年，郭教授就在国家自然科学基金管理学部评议组会议上呼吁设立会计方面的国家自然科学基金重点项目。到了2003年，他明确提出产权保护导向的会计控制研究，撰写了研究大纲，并组织中南财经政法大学、北京大学、中山大学和湖南大学的会计教授在中山大学进行专题研讨，进一步完善了该领域的研究思路和内容。年底，他正式向国家自然科学基金管理学部提交了“产权保护导向会计控制研究”重点项目的建议书。在2004年国家自然科学基金管理学部评议组的会议上，郭教授的建议得到了评议组成员和学部领导的支持，正式列入2005年的重点项目指南。2005年，多家大学申报该重点项目，我与刘峰、谭劲松等教授联合财政部会计司的刘玉廷司长也组织填报了一份申请书。最后，评议组和学部批准由中山大学和北京大学分别承担该项目。

改革开放以来，我国的经济改革一是用市场价格机制代替了中央的计划指令；二是在国有企业自身进行产权改革的同时，非国有企业在国有企业之外成长起来（盛洪，2002）。特别是《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》（以下简称《决定》）提出大力发展“混合所有制经济”，使股份制成为公有制的“主要实现形式”之后，产权保护成为国家制定政策、企业实践和学术研究中值得进一步关注的一个重大课题。

西方市场经济发达国家以私有产权为基础，产权界定清晰，产权纠纷解决机制完善。与之相比，我国的产权关系要复杂得多。首先，我国的产权关系还处于不断明晰与调整变化的过程之中。“归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅”这十六个字本身就表明，我国的产权归属不清晰、相关各方的权责不明确、对产权的保护不严格。其次，我国的产权关系由多种形式的公有产权和非公有产权所构成。《决定》提出：国家将不断提供新的机制，使非公有经济能更多地参与到国有经济的改革当中，通过发展混合所有制，强化国有经济的控制力；国家保护个体经济、私营经济等非公有制经济的合法权利和利益。第三，国有产权的有效行使还是一个比较大的难题。尽管国有产权在概念上可以是明确的，但一个有效的产权还要能在现实中有效行使。进而言之，在所有权与控制权相分离的现代企业中，始终存在着委托人与代理人之间的利益冲突，公司治理结

构作为这一冲突的解决方案也仍然要承受代理费用（张维迎，1995）。第四，我国复杂的产权关系还包括上市公司的股权分置、大股东对小股东的侵占、管理层对投资者的侵占、“内部人”对“外部人”的侵占，以及权益投资者与债权投资者之间的关系等。让复杂的问题更加复杂的是，我国现有的、与产权保护相关的法律制度，仍然处在不断完善之中。最后，随着利益相关者观念的兴起，特别是人力资本地位的提升，经营者产权和劳动者权益问题又被提了出来。总之，我国的产权保护面临着一个特定的制度背景，我们总称为“复杂产权关系”。

实现产权保护，应当是多层面、多角度的，包括社会制度安排、法律、产权改革和现代企业制度建设等多条渠道。其中，借助会计的定价功能和治理功能，通过充分界定产权主体各方的信息权利和相应的信息优势，能够在一定程度上发挥产权保护的功效。因此，本项目集中研究如何利用会计信息和会计控制方式实现有效的产权保护。

根据目前我们对有关产权文献的理解，考虑到有关的产权概念与会计的关系，本项目的研究设计采用“产权的核心内容是契约权利和剩余权利”这一理解。产权保护的关键也就是：如何有效地实现与产权相关的契约权利和剩余权利。在这里，契约权利可以由国家的法律法规、企业的正式合同或其他形式的契约所约定，剩余权利也不一定仅仅是由投资者所独占。但无论采用怎样的具体形式，投资者与管理层之间的信息权利及信息优势转换都会直接影响到有关各方契约权利和剩余权利的真正实现。

信息改变权利的分配。人们的认识是其所掌握信息集合的函数，认识随着信息集合的改变而变化。信息通过改变认识，从而改变权利的分配。变化过程遵循以下途径：信息改变认识，新的认识导致权利冲突，权利冲突通过改变权利分配获得解决（科尔曼，1999）。这些认识同样适用于对产权及产权保护的分析和，同样适用于对契约权利和剩余权利有效实现的研究。新的信息的产生，会改变现有的产权配置结构，衍生新的主张和权利。但从有关的文献看，经济学虽然意识到信息在产权保护中的作用（Aghion and Tirole, 1997; Tirole, 2001; Rajan and Zingales, 2000; 杨瑞龙、刘刚，2002; 张维迎，2003），但是，它通常借助“完备知识”假设和“完美市场”。环境假设回避了信息问题。会计研究则相反，它直面投资者与管理层的信息权利冲突，特别是委托代理契约签订后管理层的信息优势及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响。也正是透过这一角度，我们认为，会计能够在维护产权主体各方的相关利益方面发挥积极作用。

会计具有定价功能和治理功能（Healy and Palepu, 2001）。信息的不对称分布会影响市场功能的发挥（Arrow, 1969）。代理人的信息优势可能引发其机会主义行为，由此带来的外部性是对投资者相关权益的侵害，也可能影响社会整体福利的改进。产权的界定和明晰化是对外部性的一个内在化过程（internalization），而消除可能的信息不对称则为这一过程提供了关键支持。作为一个以提供财务信息为主的信息系统，会计为旨在保护投资者的相关制度提供了必要的支持。事实上会计本身也可视为实现投资者保护的一项机制，因应投资者可能面对的不同机会主义侵害，会计可以通过定价功能和治理

功能发挥其在投资者保护中的作用（魏明海等，2007）。

投资者进入市场首先面临的是逆向选择问题。会计通过向潜在参与者传递信号、重新调整市场中的信息分布，有助于维持和改善外部市场的流动性（Sunder，1997）。这时会计的作用就表现为，将内部信息可靠地转化为外部信息以控制可能的逆向选择（Scott，2003）。为投资者提供有助于形成正确资产定价和投资决策的相关信息，减少由于错误定价或决策带来的损失，这正是会计实现投资者保护的定价功能（pricing）。道德风险是委托代理关系确立后投资者面临的另一个信息问题。由于投资者无法观察其行为，代理人可能为了最大化私人收益而侵蚀投资者财富，激励相容契约的提出正是为了缓解这一代理问题。由此，会计就在旨在约束代理人机会主义行为的契约中得到了运用，为反映代理人的努力程度提供了衡量尺度和相应的反馈制度（Scott，2003）。协助缔约并监督契约的履行情况，保证投资者获取相应投资回报，这就是会计实现投资者保护的治理功能（governance）。

由此不难看出，围绕产权的核心内容即契约权利和剩余权利，侧重于投资者保护，透过对信息权利及信息优势转换的分析，深入地、创新性地研究如何利用会计信息和会计控制方式实现我国复杂产权关系条件下有效的产权保护，具有重要的、有别于法学和经济学研究的意义。

现代会计产生时的受托责任天然地将会计实践定位为服务于产权保护，随后的会计理论研究和制度安排也自觉或不自觉地与产权保护联系了起来。由于产权的核心内容是契约权利和剩余权利，因此产权保护的一个关键是利用会计信息确立、有效实现与产权有关的契约权利和剩余权利。同时，利用会计的定价功能和信息功能，提升企业的经济业绩、有效地进行剩余分配，从而实现投资者权益的保值增值。同时，我国复杂产权关系条件下的产权保护问题，也对会计理论研究和制度安排提出了新的挑战。

本项目的学术思想是：利用会计学与产权经济学、法学、社会学、信息经济学和财务经济学等学科交叉的理论与方法，研究管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，创新产权保护导向的会计理论。在此基础上，将产权保护导向的会计理论应用于进一步研究：我国复杂产权关系条件下会计是如何透过其定价功能和治理功能，在促进产权交易、完善公司治理和强化内部管理控制中发挥作用，进而实现投资者权益保值增值的。这是因为，产权交易、公司治理和内部（会计）控制是与会计关系密切的产权保护的三个关键环节。在这三个环节中，会计对产权保护可以起到重要的作用。为了深入地分析上述问题，还将对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。最后，将形成我国产权保护导向会计的相关制度安排。

对于上述学术思想，说明如下：

第一，用学科交叉的优势，分析信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响。具体是考察管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，为产权保护导向的会计理论研究提供更扎实、直接的理论基础。

第二,分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化,及其对与产权有关的契约权利和剩余权利确立、实现的影响。构建以产权保护为主要目标,宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

第三,研究我国复杂产权关系条件下产权保护导向的若干重要方面的会计与财务问题。由于我国复杂产权关系条件下涉及的产权保护导向的会计与财务问题比较多,按照有限目标、重点突破的原则,本项目将选择三方面的重要会计问题和一组典型的案例开展研究。三个方面的重要会计问题是:(1)产权交易中的会计问题研究,重点是产权交易过程中的会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动。(2)公司治理中的会计问题研究,重点是管理激励、代理人竞争与会计选择、盈余管理、信息披露。(3)内部(会计)控制与产权保护,重点是把内部(会计)控制作为会计信息质量的保证机制和企业内部管理控制的重要机制加以考察。我们预期:通过上述三个方面的研究,将揭示会计的定价功能和治理功能,尤其是会计如何改善产权交易、公司治理和内部控制的效率,提升经济业绩和实现公平有效的剩余分配,从而实现投资者权益保值增值。此外,本项目还将选择一组利用会计信息侵占投资者权益的典型案件进行深入的研究。

第四,在上述研究基础上,规划我国产权保护导向会计相关的制度安排,重点是:(1)产权保护导向的会计准则设计;(2)产权保护导向的信息披露监管制度设计;(3)高质量财务报告和信息披露的激励制度设计。

根据上述学术思想,本项目的研究目标是:(1)以信息权利为基础,构建管理层与投资者会计信息博弈模型,创新产权保护导向的会计理论;(2)提出我国复杂产权关系条件下会计作用于投资者权益保护的理论、方法和机制,形成产权保护导向会计的相关制度安排。

为了实现上述研究目标,本项目的研究分为以下7个专题:

(1)信息权利与产权保护的科学机理研究。本专题将利用学科交叉优势,在归纳相关学科对产权理论研究的文献之后,主要以GHM理论为基础,重点分析产权的核心内容即契约权利和剩余权利的具体表现;研究实现契约权利和剩余权利的障碍,包括回顾我国国有企业改革,分析承包制、租赁制、股份合作制、上市公司股份制改造及上市公司运作过程中投资者契约权利和剩余权利的实现障碍;利用社会学和信息经济学等的相关研究成果,分析权利形成的基础,确立权利生效的条件,研究信息权利的性质和特征,明确信息权利与产权关系之间的科学机理;分析委托代理关系中管理层与投资者的信息权利、信息优势转换,及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响;总结出信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响,尤其是管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、有效实现的机制。通过本专题的研究,确立信息权利与产权保护之间的科学机理,可以为产权保护导向的会计控制研究提供直接、有效的理论基础。

(2) 产权保护导向的会计理论创新研究。本专题首先就管理层的态度和偏好、会计选择机制、会计政策对投资者权益的影响进行理论分析；在此基础上，以会计信息为主要对象，侧重于分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化；分析会计信息质量变化对与产权有关的契约权利和剩余权利形成、实现的影响；形成产权保护、管理层信息优势与会计之间的逻辑关系，构建管理层与投资者会计信息博弈模型；创新以产权保护为主要目标，宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

(3) 产权交易中的会计信息与财富流动研究。本专题首先利用会计信息投资决策有用性原理，开展会计信息在投资决策应用的理论研究，重点是资本配置决策和投资时效决策；分别以国有股权转让、管理者收购、企业并购、内部（资本）市场运作、关联投资等为背景，对产权交易过程中会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动之间的关系进行经验研究；针对产权交易市场中普遍存在的“信息问题”，揭示财务报告和信息披露在产权交易中的角色，分析会计信息与股权定价之间的关系；构建分析我国上市公司管理层的披露决策模型，检验信息披露的资本市场交易、公司控制权争夺、所有权成本和股票报酬等假设；分析机构投资者和分析师等对管理层信息披露决策的影响，重点研究市场盈利预测与管理层盈余预期管理的关系，及其对管理层盈余预期的影响；最后，用上述理论解释产权交易过程中利用会计方法转移财富的现象。

(4) 公司治理中会计信息与管理激励、代理人竞争研究。本专题在分析“代理问题”与会计的契约角色基础上，考察我国企业契约（以与产权有关的各类契约为主）中使用会计数据的情况及其变化趋势，分析会计信息与公司治理的关系；重点研究我国实施不同类型股权激励和利润分享激励企业的会计选择、盈余管理和信息披露；检验会计行为对激励效果和投资者权益的影响；针对我国经理市场尚不发达，代理人竞争中存在大量的非市场化手段，研究会计信息与代理人竞争之间的关系，重点是代理人竞争中的盈余管理行为、信息披露策略，及其对投资者权益的影响。

(5) 内部（会计）控制与产权保护研究。在这里，我们一方面把内部（会计）控制理解为会计信息质量的一项重要保证机制，另一方面又把它看成是企业内部管理控制的一项重要内容。作为会计信息质量保障机制的内部（会计）控制，对发挥会计信息在提高产权交易和公司治理效率有重要的影响；作为企业内部管理控制内容的内部（会计）控制，对产权保护也有特殊的作用。本专题的主要内容有：分析内部（会计）控制与会计信息质量，内部审计、内部（会计）控制与会计信息质量之间的关系；形成会计信息质量的内部（会计）控制机制；对我国企业主要的内部（会计）控制（如预算、成本费用、对外投资、担保等）进行实地研究和问卷调查，对其实际的效率和效果进行分析；分析企业组织与内部（会计）控制之间关系，构建有助于实现产权保护的内部（会计）控制制度和方法体系。

(6) 利用会计信息侵占投资者权益的典型案例研究。本专题将重点对以下 5 类利

用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。它们是：私人股东侵占国有股东权益；管理层侵占投资者权益；大股东侵占小股东权益；国有股东侵占私人股东权益；此外，考虑到我国复杂产权关系条件下，权益投资者对债权投资者的侵占问题比较突出，本项目还将对股东利用会计信息侵占债权人权益的典型案例进行研究，主要涉及逃废银行债务以及债券持有人权益保护问题等。

(7) 产权保护导向会计的相关制度安排研究。本专题侧重于政策和应用研究，主要有三个方面：产权保护导向的会计准则设计，重点围绕会计准则制定基础（方法）、公允价值会计和稳健会计三个方面，设计我国的产权保护导向的会计准则；产权保护导向的信息披露监管制度设计，包括强制性披露的内容和监管方式，自愿性披露的监管方法、“公平信息披露”管制等；高质量财务报告和信息披露的激励制度设计，包括完善法律责任与诉讼制度、改进公司治理、增进对公共信息的需求、减少财务报告与披露的外部影响、调整税务与财务报告的联系方式、确立管理层的会计责任等。

通过研究，我们希望：(1) 以信息权利概念为核心，以管理层与投资者之间的信息优势转换为主线，完善产权保护导向会计研究的理论基础，创新产权保护导向的会计理论；(2) 以我国复杂产权关系为主要的制度背景，围绕会计的信息功能和控制功能，提供一系列有关会计信息与产权交易、会计信息与公司治理、内部会计控制与产权保护相关性的经验证据，形成系统化的产权保护导向的会计方法；(3) 对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行实地调查，总结经验教训，为政策制定和实践提供参考；(4) 规划、设计出一套具有政策建议和实际应用价值的我国产权保护导向会计的相关制度。

为了展示项目的研究成果，在经济科学出版社的大力支持下，我们决定分两辑出版《投资者保护与会计研究丛书》。现在出版的第一辑有7种，主要是项目的部分阶段性研究成果；将于2010年出版的第二辑，则是项目研究的最终成果。

由于投资者保护与会计是一个新的研究领域，我们的研究还很不成熟，甚至存在错误。唯有不断交流、持续论争，学术才有源泉！

魏明海

2008年1月18日于广州康乐园

前 言

经济学家普遍认为，中国新一轮的经济增长是由投资驱动的。从 1999 年至今的宏观统计数据结果看，GDP 保持平稳增长，然而全社会固定资产投资增速保持高位态势，经济增长的质量并不好。投资在短期内创造出很好的宏观数据，但在微观层面上的绩效却很难保证，存在“宏观好，微观不好”的局面，宏观经济存在较大的由偏快转向过热的压力。在此当中，企业表现出极大的投资热情。作为整个宏观经济的微观基础的企业来说，投资是其财务决策中最为重要的内容，投资支出能否导致企业绩效的提升对实现股东财富最大化的理财目标至关重要。但是现有研究结论主要是基于宏观层面的考察，并未从企业的微观层面给出经验证据的支持，同时对微观层面投资低效的原因也缺乏进一步的分析。因此，从微观层面上就企业投资对其绩效的影响及其影响因素进行研究就有较大的现实意义和理论价值。

着眼于中国的证券市场，本书对影响企业投资绩效重要因素进行了文献梳理和理论分析，指出在中国当前财税体制、官员政绩考核体制、薪酬管制、大股东控制等制度背景下，影响中国企业投资效率的最重要的因素应该是代理问题，包括政府干预、管理层自利以及控股股东自利等在内的代理问题是影响中国企业投资低效的重要因素。不同类型的投资对政府、管理层和控股股东等利益相关者实现自身私利最大化来说意义不同，理性的各利益相关者可能为了自身私利最大化而偏好于某种类型的投资，从而对企业绩效会产生不同的影响。

本书以 2002 ~ 2004 年中国 A 股上市公司为研究对象，实证检验了中国上市公司投资对企业绩效的影响。由于产权约束不同的上市公司不同代理问题的严重程度不一致，本研究从产权的最终性质和行权主体两个维度，将上市公司划分为中央政府控制、地方政府控制和私有产权控制三类，考察了在产权约束不同的上市公司中，投资对企业绩效的影响是否存在差异，并从代理理论的视角对投资低效的原因进行了实证检验。进一步，基于当前投资体现出的粗放式倾向严重、多元化投资热情高涨以及大股东自利性等的现象，本研究将企业总体的重大投资从三个不同的角度予以细分，分别为更新改造性投资和非更新改造性投资、多元化投资和非多元化投资、关联投资和非关联投资，以考察这些不同类型的投资对企业绩效的影响，并从代理理论的视角，考察这些不同类型投资对企业绩效影响产生差异的原因。

研究结果发现,总体上,企业投资对企业绩效产生正面影响,但不显著。在中央政府控制、地方政府控制以及私有产权控制这三类产权约束不同的上市公司中,地方政府控制下的上市公司投资对企业价值之间呈现负的相关关系,中央政府控制的企业投资效率相对更好,私有产权控制的企业次之,这说明地方政府控制的企业投资并未给企业价值提升带来增量贡献,反而可能毁损了企业价值。导致这种结果产生的重要原因是,在地方政府控制的上市公司中,其投资导致企业雇员规模显著增长,经营者在职消费水平显著提高,总资产周转率明显降低,投资失误明显,从而表明地方政府控制的上市公司中投资的代理问题最为严重。进一步的研究结果发现,一般而言,更新改造性投资较非更新改造性投资、非多元化投资较多元化投资、非关联投资较关联投资对企业绩效的影响要好,非更新改造性投资、多元化投资和关联投资更可能产生严重的代理问题。并且,同一类型的投资在产权约束不同的企业中对企业绩效的影响也存在差异。

上述的研究结论表明,要提高中国上市公司的投资绩效,实现中国“宏观好,微观也好”的局面,关键是要对现行导致企业投资低效的制度进行改革,降低企业投资过程中的代理成本。这些措施尤其表现在要深化产权制度改革,改变官员的政绩考核制度,减轻企业承担的“政策性负担”;理清经营者薪酬与企业绩效之间的关系,使其薪酬与业绩挂钩,推荐薪酬制度改革;完善并有效执行投资者保护制度,抑制控股股东对中小股东的侵害行为。

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 研究背景和研究问题	(1)
第二节 研究思路与研究结构	(5)
第三节 可能的创新和贡献	(10)
第二章 非效率投资的理论基础与制度背景.....	(12)
第一节 信息不对称、代理问题与非效率投资	(12)
第二节 代理问题与非效率投资：文献回顾	(22)
第三节 影响企业投资绩效的代理问题：基于中国制度背景的分析	(28)
第三章 企业投资、代理问题与企业绩效	(45)
第一节 文献评述与理论分析	(46)
第二节 研究设计	(52)
第三节 实证结果与分析	(54)
第四节 本章小结	(60)
第四章 企业投资对企业绩效的影响：基于代理理论 视角的原因考察	(61)
第一节 基于代理理论视角的投资低效的实证检验	(61)
第二节 代理问题与企业投资选择	(66)

第五章 更新改造性投资、代理问题与企业绩效	(71)
第一节 文献回顾与理论分析	(71)
第二节 研究设计	(76)
第三节 实证结果及分析	(78)
第四节 基于代理理论视角的更新改造性投资对企业绩效影响的 原因考察	(81)
第五节 本章小结	(84)
第六章 多元化投资、代理问题与企业绩效	(86)
第一节 理论分析与基于制度背景的讨论	(87)
第二节 研究设计	(93)
第三节 实证结果与分析	(95)
第四节 基于代理理论视角的多元化投资折价的原因考察	(100)
第五节 本章小结	(103)
第七章 关联投资、代理问题与企业绩效	(105)
第一节 文献回顾与理论假说	(106)
第二节 研究设计	(109)
第三节 实证结果和分析	(111)
第四节 稳健性检验	(117)
第五节 本章小结	(120)
第八章 研究总结	(122)
第一节 主要的研究结论和启示	(122)
第二节 研究局限与未来展望	(125)
参考文献	(127)
后记	(140)

第一章

引言

第一节 研究背景和研究问题

中国新一轮的经济增长被广泛认为是由投资所驱动的^①。根据国家统计局编制的《中国统计年鉴(2006)》的数据显示,全社会固定资产投资金额由1999年的29 854亿元增加到2006年的109 998亿元。图1-1和图1-2分别显示了中国1999~2006年间各年GDP和全社会固定资产投资金额以及全社会固定资产投资增速趋势。从图1-2中可以发现,固定资产投资在2000年出现快速增长的势头。虽然在2003年出现减缓的趋势,但依然保持高位增长,导致宏观经济存在较大的由偏快转向过热的压力^②。而根据世界银行中国代表处2006年度的一份报告显示,2005年中国全社会投资占GDP的比重达到40%以上的水平,其中,企业投资占了75%,企业投资的热情异常高涨^③。企业是整个宏观经济的微观基础,投资对企业来说至关重要,有效的投资是公司成长的主要动因和未来现金流增长的重要基础。那么,如此大规模的企业投资对其绩效产生何种影响呢?

由于产品市场和要素市场的价格杠杆没能在投资过程中充分发挥作用,本轮经济增长背后存在“高投资,低效率”和“宏观好,微观不好”的问题(北京大学中国经济研究中心宏观组,2004)。国内其他一些经济学者大都持相同的观点(易纲和林明,2003;秦朵和宋海岩,2002;韩立岩等,2002)。但是,上述的结论主要是基于宏观层面的考察,并未从企业的微观层面给出经验证据的支持,对微观层面投资低效的原因也

① 张军(2005)的研究显示中国的GDP与投资之间的相关系数高达0.997,而且在99%的置信区间中依然统计显著相关。并且,中国的经济增长几乎是依靠外延式扩张所带动起来的。国家统计局公布的1996~2003年国民经济和社会发展统计公告的数据显示,1979~2003年间,GDP年均增长率为9.68%,要素投入对经济增长的贡献占60.2%,但其中投资效率提升对经济增长的贡献仅为37.2%,低于要素投资贡献的比例,这也说明中国经济增长仍然主要依赖于要素的投入而非投资效率的提高。

② 防止经济由偏快转向过热是当前宏观调控的首要任务。相关内容可见2007年政府工作报告和2007年中央经济工作会议等官方文件。

③ 具体报告详见http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/note_quarterly.pdf。

缺乏进一步的拷问。事实上,无论对于一国经济增长还是投资者利益保护而言,投资效率的提升比单纯追求投资量显得更为重要。斯地恩(Stein, 2001)对影响企业投资效率的因素进行了系统的梳理后发现,对微观层面的单个企业来说,影响其投资效率最重要的因素是信息不对称问题和代理问题。然而,中国上市公司普遍面临的因信息不对称而导致的融资约束问题较轻(饶育蕾和汪玉英, 2006; 辛清泉, 2007)。原因在于随着商业银行市场化改革的推进和证券市场的发展,一方面,企业上市后扩张使其拥有庞大的用于偿还债务的股权基础和资产基础,同时拥有非上市公司所没有的配股、增发等再融资机会,所以银行乐意向上市公司争相放贷;另一方面,上市公司因产权差异而导致的从银行或股市获取资金的便利程度的差异逐渐缩小。所以,从融资约束角度来对中国上市公司投资绩效进行解释效果并不理想。换言之,因信息不对称而导致的融资约束问题并不是导致中国企业投资低效的主要原因。



图 1-1 1999 ~ 2006 年中国 GDP 和全社会固定资产投资金额

数据来源: 中经网统计数据库 (www. db. cei. gov. cn)。

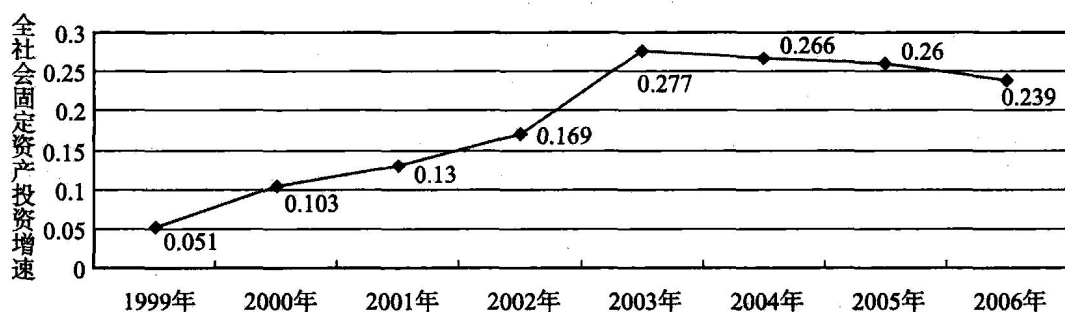


图 1-2 1999 ~ 2006 年中国全社会固定资产投资增速曲线

数据来源: 中经网统计数据库 (www. db. cei. gov. cn)。

本研究认为,在中国当前财税体制、官员政绩考核体制、薪酬管制、大股东控制等制度背景下,影响中国企业投资效率的最重要的因素应该是代理问题。在现行的财税体制和政绩考核体制下,政府官员既有强烈的动机也有足够的能力来干预企业的投资行为以满足其自身的需求,但是政府干预行为的政治化导向和官僚化方式与企业本身所应该践行的商业原则常常格格不入(张文魁,2007),表现在企业投资决策上,政府可以依靠其拥有的权力“引导”企业的投资行为,比如通过投资来增加雇员以稳定就业和社会稳定等。企业为了完成诸如此类的“政策性负担”,其行为目标可能由企业价值最大化转为多元化。一定的政策性负担容易使企业产生一定的预算软约束的预期,在薪酬管制的背景下,企业的经营者可能会通过投资行为的选择来增加隐性报酬,比如获取高额的在职消费等,投资行为符合政府预期还可能使企业的经营者获得更大的升迁机会等。另外,由于控股股东与外部的中小股东之间存在利益冲突,当控股股东掌握企业的多数控制权时,他们会通过投资资金的配置来谋取最大化的控制权,获取更大的控制权私利。斯利菲和韦斯利(Shleifer and Vishny, 1997)认为,这种行为往往导致企业价值损失。因此,政府干预、管理层自利以及控股股东自利等问题都是当前影响中国企业投资绩效的重要原因。

鉴于此,本研究以中国上市公司为样本,从微观层面上就中国上市公司投资对其绩效的影响进行实证检验。由于产权约束不同的上市公司不同代理问题的严重程度不一致,本研究从产权的最终性质和行权主体两个维度,将上市公司划分为中央政府控制、地方政府控制和私有产权控制三类,考察了在产权约束不同的上市公司中,投资对企业绩效的影响是否存在差异,并从代理理论的视角对投资低效的原因进行了实证检验。本研究认为,对这些问题的回答具有重要的现实意义。

进一步,企业不同类型投资项目的选择对于企业经营者、控股股东以及政府来说实现其各自利益最大化的意义是不同的。这意味着理性的各利益相关者可能为了自身私利最大化而偏好于某种类型的投资,从而对企业绩效会产生不同的影响(Jones et al., 2000; Woolridge, 1988; Burton et al., 1999; Chan et al., 1995)。换言之,某些类型的投资项目可能更容易导致代理问题的产生,进而影响其对企业绩效产生的增量贡献。比如,海默伯格等(Himmelberg et al., 1999)、丹尼斯等(Dennis et al., 1997)、陈和斯特纳(Chen and Steiner, 2000)等研究发现,企业管理层为了自身私利最大化可能会选择不同类型的投资项目;斯利菲和韦斯利(1997)、克拉森斯等(Claessens et al., 2000)、林斯和舍瓦斯(Lins and Servaes, 2002)等认为,企业控股股东会通过投资资金不同配置来实现控制权私利的最大化;刘小玄(2003),陈信元和黄俊(2007),黄俊、李增泉和张汉荣(2007)等发现,政府也会通过影响企业投资资金的配置来实现自身的治理目标以满足政绩考核目标的需求。然而,可能是囿于数据可得性的原因,国内的学者缺乏从细分企业投资的角度来考察不同类型投资对企业绩效影响的研究。

中国企业当前投资中表现出粗放式倾向严重、多元化投资热情高以及关联投资普遍等现象,这些现象的产生有其一定的合理性,但背后可能更多地隐藏着种种代理问题。

(1) 严重的粗放式投资倾向可能是政府干预或经营者自利的体现,从而导致企业投资低效。中国宏观经济虽然快速增长,但是增长质量不高,本来应该作为创新主体的企业却偏向于粗放式增长,产能过剩,能耗过高,对集约化经营如对存在一定风险的技术更新改造等项目缺乏热情,导致企业高技术、高附加值的产品不多(国务院发展研究中心课题组,2007)。近期中央和国家相关政策文件都强调要实现经济增长方式的转变,提高经济增长的质量。从理论上分析,在新兴加转轨的经济当中,选择粗放式投资战略可能是企业为了规避其当前所在产业面临的市场衰退风险,通过转投其他行业来迅速实施战略转型^①(李善民、朱滔,2005)。但是,在当前的财税体制和政绩考核体制下,企业选择粗放式投资可能是政府希望企业通过快速扩张以实现 GDP 的增长、获取更多的流转税和提供更多的就业岗位等公共治理目标的需求;也可能是企业经营者希望通过满足政府的需求来获得更多的优惠和便利条件,更大的晋升机会,甚至如穆菲(Murphy, 1999)所指出的那样,通过快速扩张获得更多的报酬,或者更高的社会声誉等。这种情况在薪酬制度不完善(陈冬华等,2005;卢锐,2006)、存在严重的内部人控制问题(费方域,1996;陈湘永等,2000)和经营者预算软约束预期强烈的国有产权控制的企业(林毅夫等,2004)中表现得更为明显。(2) 多元化投资热情高涨可能并非出于降低交易成本的目的,更可能是政府为了公共治理的需要或经营者私利最大化的需要。自 20 世纪 90 年代以来,多数关于多元化经营的研究发现多元化无利于企业价值的提升(Lang and Stulz, 1994; Berger and Ofek, 1995; Lamont, 1997; Rajan et al., 2000),然而,当前中国企业仍然对多元化投资表现出极大的热情^②。从正面的角度看,多元化经营实质上是企业边界问题,科汉拉和派力普(Khanna and Palepu, 1997、2000)等的研究为此提供了经验证据的支持。贾良定等(2005)的问卷调查显示多元化投资也可能是企业经营者试图在新兴产业中寻求新的利润增长点。但从负面的角度看,多元化投资可能是经理人代理问题的体现(Dennis et al., 1997; Anderson et al., 2000);在中国当前的制度背景下,多元化投资也可能是政府干预下的产物(陈信元、黄俊,2007;黄俊、李增泉、张汉荣,2007)。国内多数学者均发现中国企业多元化降低了企业价值(姚俊等,2004;张翼等,2005;李善民等,2006;洪道麟等,2006)。本研究认为产生该结果的重要原因是严重的代理问题。尤其是在国有控股的企业中,在“所有者缺位”和

① 《福布斯》中文版 2007 年第 8 期刊登了一篇关于比较苏宁和国美以及万科与顺驰这两组公司所采取不同发展战略后的结果:与国美过去三年加速攻城掠地不同,苏宁在此过程中放慢了开店的速度,加大企业在信息系统、物流系统和人才储备方面的投资。到 2006 年,苏宁的销售额增长了 56%,过去三年的平均利润增长率达到 100%,遥遥领先国美 2006 年 37% 的销售增长率和 28% 的三年平均利润增长率。在该评论中,作者强调,企业要以长远的眼光和扎实的战略精耕细作来之不易的每一寸资源,大肆“圈地”可能是行业先进入者的法则,但会引发恶性竞争,因此规模扩张并不能保证企业持续健康的发展,精细化经营才可能使企业成为“百年老店”。

② 根据中国经济研究中心的色诺芬数据库提供的上市公司行业分布数据并结合中国证监会 2001 年所颁布的《上市公司行业分类指引》,本研究对上市公司所跨行业数进行统计,发现 2002~2004 年 A 股上市公司投资所涉及的行业单元数大于等于 2 个的上市公司的比重高达 90% 以上。