



制度环境、金字塔结构与 企业投资

——来自中国资本市场的经验证据

**Institutional Environment, Pyramid Structure and
Corporation Investment:**

Empirical Evidence from Chinese Capital Market

程仲鸣 / 著

企业投资



经济科学出版社
Economic Science Press

本书受：

教育部人文社会科学青年基金项目（09YJC630192）的资助

中国博士后科学基金项目（20100470265）

制度环境、金字塔 结构与企业投资

——来自中国资本市场的经验证据

**Institutional Environment, Pyramid
Structure and Corporation Investment:**

Empirical Evidence from Chinese Capital Market

程仲鸣 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

制度环境、金字塔结构与企业投资：来自中国
资本市场的经验证据/程仲鸣著．—北京：经济
科学出版社，2010.9

ISBN 978—7—5058—9642—0

I. ①制… II. ①程… III. ①企业—投资—研究—
中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 128982 号

责任编辑：于庆昭

责任校对：曹 力

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

制度环境、金字塔结构与企业投资

——来自中国资本市场的经验证据

程仲鸣 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

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

北京市季峰印刷公司装订

880×1230 32 开 7.625 印张 200000 字

2010 年 9 月第 1 版 2010 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978—7—5058—9642—0 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)

序

自 1978 年改革开放以来，中国经济保持了三十多年的高速增长，GDP 增长速度位列同时期世界第一位，被世人誉为“增长奇迹”。因此，作为中国经济增长三大引擎之一的投资顺理成章地成为学术界和实务界共同关心的热点问题。在公司金融三大理论（公司融资、投资与股利分配）中，投资是企业财务决策中最重要的决策，是连接融资和分配环节的中介与桥梁。基于投资在公司金融研究中的重要地位，各国学者先后运用多种理论（传统投资理论、新古典投资理论及现代投资理论等）对企业投资问题进行了广泛的研究，取得了丰硕的研究成果。

程仲鸣博士的著作《制度环境、金字塔结构与企业投资》以 LLSV（La Porta, Lopez de Silanes and Shleifer）的理论框架为基础，结合处于转型经济时期的中国企业的制度背景，将制度因素引入到投资理论框架，从政府干预和终极控制人这两个角度来综合研究其对企业投资的影响。经过三十多年的经济改革，我国市场化进程取得了很大的发展，但是，政府特别是地方政府对经济活动和资源配置的干预仍然广泛存在；同时，控股股东特别是终极控制人的明显存在，使得中国上市公司的决策制定可能取决于终极控制人的意愿。因此，政府对经济的干预和特有的股权结构制度可能影响企业的投资决策。基于以上逻辑，作者从一个新的视角来研究企业投资问题，从制度环境即政府对经济的干预入手，从产权性质、金字塔层级、控制权与现金流权的偏离等三个维度来研究终极控制人特征对企业投资行为的影响，选题、立意具有新意，按照“顶天立地”的研究范式，研究工作具有重要的理论意义和应用价值。

作者以 2002~2006 年沪深两市的上市公司为研究样本，研究

了政府干预及终极控制人行为（超额控制和隧道行为）对企业投资行为的影响。首先，就政府干预、金字塔结构与企业投资问题进行了研究。研究发现：“地方国有上市公司存在着因政府干预而导致的过度投资现象，仅有微弱的证据表明政府干预与投资不足有正相关关系。并且结果显示，金字塔层级与过度投资负相关。”该研究为在法律保护水平较弱环境下，金字塔结构作为法律的一种替代机制来保护公司的投资免受政府干预提供了证据，具有重要的学术价值。其次，对终极控制人的超额控制（终极控制人控制权超过现金流权）与企业投资问题进行了研究。研究发现：“对于民营企业的终极控制人而言，控制权与现金流权偏离程度越大，存在着因对企业资源进行侵占而导致的投资不足现象，并且，这种代理问题对投资效率的负效应主要表现在现金流权较低的企业中，进一步检验发现，较高的现金持有偏好是终极控制人影响投资不足的可能机制。”该研究为从投资视角理解私有化对提高产权效率提供了新的证据。最后，就终极控制人的隧道行为与企业投资问题进行了研究，研究发现：“控制权与现金流权的偏离度越大，终极控制人更倾向于通过掏空性的关联交易来转移上市公司的资源，并且这种隧道行为主要表现在产权性质为地方政府与自然人控制的上市公司中。”该研究为中国这种新兴国家的股权结构与掏空性关联交易提供了证据，发现了终极控制人的掏空性隧道作为传导机制导致投资非效率后果的证据。

作者在国内外已有研究的基础上，立足于我国上市公司转型时期的特征，从政府干预与终极控制人层面来研究公司投资，证明了制度环境对投资决策的重要性，考察了终极控制人利益侵占行为对投资行为的影响，拓展了西方学者关于投资理论的研究。研究结论对于相关部门进一步规范企业产权改革和政府行为具有重要的指导和借鉴作用。

程仲鸣博士 2006 年考入我校企业管理专业攻读博士学位，2009 年通过答辩并获得博士学位，毕业后进入财政部财政科学研

究所从事博士后研究工作。此专著是在其博士学位论文基础上修改而成的，也是他在财政部财政科学研究所博士后流动站从事研究工作的阶段性成果。程仲鸣博士在读博士期间，主持了湖北省教育厅科学技术研究重点项目“控制权、代理冲突与股权激励效应”及湖北省教育厅人文社科项目“湖北省中小企业融资问题研究”；参与了国家自然科学基金项目“大股东控制下企业现金持有量影响投资支出的价值效应研究”等课题的研究工作，博士毕业后又获得教育部人文社会科学青年基金项目和中国博士后基金项目的资助。在读博士期间，作者在《管理世界》、《南开管理评论》、《经济与管理研究》等学术期刊上发表了多篇论文，并在国际学术会议上进行了学术交流。

作为程仲鸣博士的导师，我见证了他在华中科技大学求学的刻苦努力，分享了他研究探索中的艰辛；也见证了他在学术殿堂探索的成长轨迹，分享了他完成学业后的喜悦。我非常高兴为此书撰写序言，祝贺本书的出版，同时，正如作者自己所说：“博士研究生学习生涯的结束，也意味着学习新起点的开始。这种学习经历，将会成为我前进的鞭策与动力。”希望程仲鸣博士再接再厉，在公司金融研究领域攀登高峰，作出更大的贡献。

夏新平

2010年8月于武汉

摘 要

投资是中国经济增长的三大引擎之一。但是，在中国，企业往往存在投资非效率行为（过度投资和投资不足），这对宏观经济平稳增长造成损害。基于投资在公司金融研究中的重要地位，很多学者运用委托代理理论对企业投资进行了广泛的研究。但是，这些理论分析和实证检验往往是在西方国家的制度环境与成熟资本市场背景下进行的。然而，委托代理理论对企业投资的解释无法脱离其特定的制度背景。

对于许多国家，尤其对于处在转型经济时期的中国而言，一方面，由于经济改革进程与政治体制改革进程的不同步，国有所有权的委托代理体制并未建立，政府对经济的干预仍然较为严重；另一方面，控股股东特别是终极控制人的明显存在，使得中国上市公司的决策制定可能取决于终极控制人的意愿，在我国现行法律制度环境较为薄弱的情况下，终极控制人存在谋取其私人利益的可能。因此，在我国特有的制度环境下，政府对经济干预和金字塔股权结构可能影响企业的投资决策。基于以上逻辑，本书以 LLSV 的理论框架为基础，结合研究中国制度背景特别是政府干预、金字塔股权结构对企业投资的影响。

在我国转型经济的制度环境下，基于政府掠夺之手在企业中普遍存在，以 2002~2006 年中国地方国有上市公司为样本，以政府干预作为制度环境的代理变量，实证检验了政府干预与投资过度和投资不足的影响，并考察金字塔层级所起的作用。研究发现，地方国有上市公司存在着因政府干预而导致的过度投资现象，仅有微弱的证据表明政府干预与投资不足有正相关关系。并且结果显示，金字塔层级与过度投资负相关。这说明金字塔结构作为法律保护的替代机制可以保护公

司行为免受政府干预。笔者研究从投资视角为经济转型期的政府干预理论提供直接证据,丰富了新兴资本市场中金字塔结构的研究。

在大小股东代理理论框架下,就金字塔结构下终极控制人的控制权与现金流权的偏离对投资不足和投资过度的影响进行理论分析,并考察了终极控制人影响投资支出的可能机制。以我国上市公司2002~2006年的数据为样本进行检验,结果发现,对于民营企业的终极控制人而言,控制权与现金流权偏离程度越大,存在着因对企业资源进行侵占而导致的投资不足现象,并且,这种代理问题对投资效率的负效应主要表现在现金流权较低的企业中,进一步检验发现,较高的现金持有偏好是终极控制人影响投资不足的可能机制。但以上结论并不适用于国有企业。上述研究发现,从终极控制人方面拓展转型国家的投资理论,也从投资视角方面来理解私有化对提高产权效率的争议提供了一个有益的参考。

在对关联交易利益流向进行划分的基础上,笔者研究了金字塔结构下终极控制人的掠夺与企业投资的关系。研究结果表明,控制权与现金流权的偏离度越大,终极控制人更倾向于通过掏空性的关联交易来转移上市公司的资源,并且这种隧道行为主要表现在产权性质为地方政府与自然人控制的上市公司中;相对于支持性关联交易,终极控制人的掏空性关联交易更易导致投资不足现象,而对投资过度没有显著影响。所以,本书的实证检验结果表明,金字塔结构下终极控制人通过掏空性关联交易这种传导机制,导致企业投资不足。

总之,本书在国内外相关研究的基础上,立足于我国上市公司转型时期的特征,从制度环境与金字塔结构角度来研究公司投资,拓展了现行西方学者关于投资理论的研究。目前从该角度系统研究企业投资的文献尚不多见。本书的研究结论对于相关部门进一步规范企业产权改革和政府行为具有重要的指导和借鉴作用。

关键词:制度环境;金字塔结构;政府干预;终极控制人;投资效率

Abstract

Investment is one of the major forces driving China's economic growth, but inefficient investing behaviors, overinvestment and underinvestment made by enterprises will be harmful to the stable economic growth. Based on the important role of the investment in corporation finance, many scholars take extensively research on the corporation's investment by applying the principal-agent theory. Since most theoretic analyses and empirical studies have been refined from the background of the systematic environment and mature capital market in the western countries, the explanations made by the principal-agent theory upon the corporation's investment may fail to be convincing when they have been divorced from specific context.

The corporations in many countries, especially in China which is in the period of transitional economy, have suffered a lot due to imperfect systems of modern management. On one side, it is still serious of government's intervention to economy, because of de-synchronized progress of economic and political reform and the deficiency of the principal-agent system of state ownership. On the other side, because of controlling shareholders, especially to ultimate controllers, it is highly possible that the decisions of listed companies are almost conformed to the ultimate controllers' will. With a view to weak legal systems, it is also possible that the ultimate controllers seek for private profits. Thus, there is pyramid ownership structure in the unique institutional environment of China,

with which the governments may affect corporation's investing decision. Based on the frame of the LLSV theory, this book mainly provides a comprehensive research on the influence resulted from government intervention and pyramid ownership structure to the corporations' investment. However, the similar perspectives are rarely mentioned in current papers.

Government intervention will lead to the prevalence of "the grabbing hand" of government in the institutional environment of Chinese transitional economy. The variable of government intervention is used as a substitute of institutional environment. By taking the data of local state-owned listed companies from 2002 to 2006, this book investigates the effects of government intervention and pyramidal layers on overinvestment and underinvestment. The results show that government intervention has induced overinvestment in the local government-controlled companies, and find that corporate overinvestment can be weakened by pyramidal layers. Therefore, in addition to extending growing pyramidal layers literature in emerging capital markets, the conclusions provide direct evidence of government intervention in economic transition period and an insight into the reform of separation of government and enterprise in China.

Based on agency theory of large and small Shareholdings, this book provides theory analysis about the effects on underinvestment and overinvestment made by divergence which comes from ultimate controlling shareholders of firm controlling rights and cash flow rights upon the pyramid structure, and studies the impact mechanisms of investment for the ultimate controlling shareholders. Using the data on China's listed companies from 2002 to 2006, I subsequently investigate governance effect of ultimate controlling

shareholders on investment decision. I find that, as for ultimate controlling shareholders of private firms, the more divergence of the cash flow rights from the controlling rights, the more serious of the underinvestment because of tunneling activities. The negative effects of agent problem on investment inefficiency are mainly in firms of the lower cash flow rights. Furthermore, I find that the high preference of cash holdings may possibly be the mechanism to ultimate controlling shareholders producing inefficient investment. However, all these conclusions may fail to explain some phenomena in the state-owned firms. Overall, the above research gives a useful reference to understanding the disputation of privatization to improve efficiency from the view of the investment. What is more, it also gives further discussion about the theory of investment in developing countries.

On the basis of the flow direction of the interests of related party transactions (RPT), this book analyzes the connection between firm's investment and by ultimate controlling shareholders upon the pyramid structure. The results show that ultimate controlling shareholder tend to expropriate corporation resource by tunneling related party transactions as the degree of the divergence between the control rights and cash-flow rights increases. And the tunneling behavior is mainly in private and local state-owned listed companies. Moreover, the tunneling related party transactions can more easily result in the phenomenon of under-investment than propping related party transactions do. So, the empirical evidence shows under-investment is caused by transmission mechanism of tunneling related party transactions from ultimate controlling shareholders upon the pyramid structure.

To summarize, based on the combination of theory develop-

ment above and character of listed companies in China in the transitional period, this book researches the corporations' investment from institutional environment and pyramid ownership, and makes up the shortage about research on corporate investment that are much more constrained in traditional frame of the neo-classical paradigm. To some extent, it enriches and develops the investment theory and empirical system of listed companies in China. This study has its practical significance in regulating the government behaviors and property right reform of the state-owned enterprises

Keywords: Institutional Environment; Pyramid Structure; Government Intervention; Ultimate Controlling Shareholders; Corporate Investment Efficiency

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究意义	5
第三节 相关概念的界定.....	7
第四节 研究的内容与逻辑框架	20
第五节 研究的创新	23
 第二章 企业投资文献综述	27
第一节 新古典框架下企业投资理论	28
第二节 传统代理冲突下企业投资的研究	30
第三节 大小股东代理冲突下企业投资的研究	40
第四节 我国企业投资的相关研究	46
第五节 企业投资相关研究的评价	49
 第三章 我国转型经济的制度背景	56
第一节 转型期中国经济改革进程与地方 经济特点	56
第二节 我国投资体制的演变及其特点	68
第三节 我国上市公司的股权特征与 治理结构	73

第四章 理论分析与投资效率的度量	86
第一节 理论分析	86
第二节 研究假设	96
第三节 企业投资过度与投资不足的度量	112
第五章 制度环境、金字塔层级与企业投资的 实证研究	118
第一节 引言	118
第二节 研究假设	121
第三节 研究设计	122
第四节 实证结果与分析	128
第五节 稳健性检验与进一步讨论	137
第六节 本章小结	140
第六章 金字塔结构下终极控制人的两权偏离与企业 投资的实证研究	142
第一节 引言	142
第二节 研究假设	146
第三节 研究设计	148
第四节 实证结果与分析	153
第五节 稳健性检验与进一步分析	163
第六节 本章小结	167
第七章 金字塔结构下终极控制人的隧道行为与企业 投资的实证研究	169
第一节 引言	169
第二节 研究假设	171

第三节	研究设计	172
第四节	实证结果与分析	179
第五节	稳健性检验	189
第六节	本章小结	190
第八章	全书总结	192
第一节	研究结论	192
第二节	政策建议	195
第三节	研究展望	198
参考文献		201
后 记		223

第一章 导 论

第一节 问题的提出

投资一直是市场关注与研究的热点。对于宏观经济而言，由于企业投资是未来现金流量的主要来源，构成微观主体成长的主要驱动因素，因而，微观企业的投资极大地影响国家经济的增长速度，影响宏观经济的波动。对于微观企业而言，企业投资是企业财务决策中最重要决策，企业投资是连接融资和分配环节的中介与桥梁，它不仅影响着企业的融资决策与股利分配决策，影响着融资规模、时间、节奏和可分配股利的多少，还影响着企业的盈利水平、生产经营风险以及财务风险，是企业未来的利润和价值的决定因素。因此，投资与企业的发展乃至宏观经济波动休戚相关。企业投资是公司融资、投资与股利分配三大金融理论的核心问题之一，研究企业投资是理解公司金融的一个很好视角。

为此，众多学者对企业投资理论进行了大量研究。其中，莫蒂格利尼和米勒（Modigliani and Miller 1958）（以下简称 MM 定理）^① 开创了企业微观投资理论研究的先河。但是，对于现实世界

^① 要说明的是，本书所提到的 MM 定理，是指莫蒂格利尼和米勒等先后发表的三篇论文所共同指向一系列无关性命题的通称，包括在《资本成本、公司财务以及投资理论》（1958）中证明的定理 I、定理 II 和定理 III，在《股利政策、增长和股票价值》（1961）中提出的股利无关论，以及在《公司所得税与资本结构：一项修正》（1963）提出的公司税模型（对 1958 年所给出的定理进行修正）。因此，一般而言，在融资决策和公司价值无关性命题中，经常被提及的是定理 I、定理 II 以及它们的修正结论；而在企业融资选择与投资效率无关性命题中所涉及是定理 III 以及米勒（1977）所指的投融资无关性命题。

的企业投资，MM 定理无法给予合理解释，因而它只能作为后续公司金融理论发展和实证检验的参考基准与理想的标杆。于是，学者们根据现实世界的条件，不断放宽其假说与适用范围，将委托代理理论、信息不对称理论、资本结构理论、公司治理结构理论引入到企业投资领域，丰富和发展了公司投资理论。要说明的是，这些理论和经验证据主要是在西方国家的制度环境或成熟资本市场背景下进行研究的成果。

在许多国家，尤其对于处于转型时期的中国经济而言，制度环境对企业投资影响较大，特别是政府对经济和企业经营干预较多。施莱弗和维什尼（Shleifer and Vishny, 1998）等学者就指出，政府干预经济和企业生产经营会降低产品的生产成本和产品质量性能的创新，国有企业人员激励不足；同时，政府官员也会干预企业的经营活动以实现自己的政治目标和自利目标。这种政府的“掠夺之手”严重扭曲企业的决策，从而阻碍了企业价值的提升。以私有化这个特有的视角，一些学者就从私有化后公司绩效提高的方面为政府干预企业所导致的低效率提供了实证证据（Megginson and Netter, 2001；Djankov and Murrell, 2002）。另一些学者则通过研究关联交易发现，国有企业的控股股东的掠夺尤为严重，而且这种掠夺效应主要集中在地方政府控制的国有企业中，这就为政府“掠夺之手”理论提供实证支持（Cheung, Raghavendra and Stouraitis, 2006）。范博宏等（2007）研究表明，出于自身的政治目标，地方政府会干预企业的经营活动，从而导致企业的低效率。因此，对于处于转型时期的中国经济而言，企业所处环境特别是制度环境，如政府与公司关系，政府职能的转变，对公司投资决策可能会产生重大影响，特别是在中国不对称式改革进程中，行政改革相对滞后，政府对企业决策的干预行为表现更为明显。政府角色对企业决策的影响成为无法回避的现实。但是，对于企业投资的研究，已有文献从政府干预这个制度环境视角进行理论分析并提供实证证据的探讨相当缺乏。