

江西财经大学会计学术文库

制度环境、管理者行为和公司效率

INSTITUTION ENVIRONMENT, MANAGERIAL BEHAVIOR
AND CORPORATE EFFICIENCY

张洪辉 著



经济科学出版社
Economic Science Press

014041182

江西财经大学会计学术文库

F279.246
438

制度环境、管理者行为和公司效率

INSTITUTION ENVIRONMENT, MANAGERIAL BEHAVIOR
AND CORPORATE EFFICIENCY



张洪辉 著



北航

C1729427

F279.246
438



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

制度环境、管理者行为和公司效率/张洪辉著. —北京:
经济科学出版社, 2014. 4

(江西财经大学会计学术文库)

ISBN 978-7-5141-4457-4

I. ①制… II. ①张… III. ①公司-经济效率-研究-
中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 051670 号

责任编辑: 刘 茜 庞丽佳

责任校对: 王肖楠

责任印制: 邱 天

制度环境、管理者行为和公司效率

张洪辉 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: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

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

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

710×1000 16 开 14.5 印张 210000 字

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-4457-4 定价: 45.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究的意义	10
第三节 相关概念的界定	13
第四节 内容框架	15
第五节 本书创新点	17
第二章 制度环境、管理者行为与公司效率理论	20
第一节 公司融资效率的理论综述	20
第二节 公司投资效率的理论综述	34
第三节 公司运营效率的理论综述	51
第四节 文献述评	64
第三章 转型经济中的中国上市公司与制度环境	68
第一节 中国上市公司的发展历程	68
第二节 转型经济中的中国经济制度环境	79

第三节 制度环境、管理者行为和上市公司效率	93
 第四章 制度环境、管理者行为对上市公司融资效率的影响	98
第一节 问题的提出	98
第二节 理论回顾和假设提出	101
第三节 研究设计	108
第四节 实证检验和回归分析	117
第五节 稳健性分析	133
第六节 本章小结	133
 第五章 制度环境、管理者行为对上市公司投资效率的影响	136
第一节 问题的提出	136
第二节 理论分析和研究假说	138
第三节 研究设计	146
第四节 实证检验和回归分析	151
第五节 稳健性分析	166
第六节 本章小结	173
 第六章 制度环境、管理者行为对上市公司运营效率的影响	176
第一节 问题的提出	176
第二节 假设提出	178
第三节 研究设计	181
第四节 实证检验和回归分析	185
第五节 稳健性分析	196
第六节 本章小结	199

第七章 总结和展望	201
第一节 全书总结	201
第二节 研究展望	203
参考文献	205
后记	224

第一章

导 论

第一节 问题的提出

公司金融主要包括三个方面内容：公司融资行为、公司资本投资行为和公司日常营运管理。在完美的莫迪格利安尼和米勒（M. H. Miller and F. Modigliani, 1958）世界里，公司的资本结构与公司绩效是无关的。然而，现实世界的一些因素，如交易成本、税收等，使得公司的资本结构与公司绩效相关。他们（1961）之后提出的收益无关论假说，也是建立在没有税收、没有交易成本和无不确定性的条件下的。一旦考虑税收等因素，收益政策与公司绩效无关假说便不再成立。无论是资本结构还是收益分配，都是公司的财务决策，这都是与财务管理目标——公司绩效最大化紧密相关的。合理的资本结构能够提高公司绩效；合理的收益分配政策也能刺激公司股价上涨，促进公司绩效提高。

莫迪格利安尼和米勒的“资本结构无关论”和“收益无关论”涉及了公

司金融的融资决策、分配决策。这些，都是在一系列假设的前提下，上市公司的达到绩效最大化或者效率最大化的相关决策的结论。莫迪格利安尼和米勒的结论是在一系列假设的情况下得出的，包括：（1）没有所得税；（2）没有破产成本；（3）完善的资本市场，没有交易成本，且所有证券都是无限可分的；（4）公司的股息政策独立；（5）信息对称。然而，现实中的实际与MM理论中的假设相距甚远，委托—代理问题、信息不对称问题等，这些均会导致公司并不能达到其效率最大化的目标。

对于公司金融来说，主要包括了公司融资、公司投资和公司日常运营三个方面的内容。莫迪格利安尼和米勒（1963）引入了企业所得税因素，修正了原来没有税收因素的MM定理，发现公司债务融资的税收优势比他们以前所估计的要大。之后，考虑税收因素也就越来越多，不但企业所得税，个人所得税和资本利得税等税收问题都被考虑进MM定理中，形成了税差学派。税差学派认为，实现公司绩效最大化的最优效率的融资方式是债务融资：引进外部债务越多，公司绩效越大，公司的融资也就越有效率。债务融资虽然具有税收优势，但也会客观上增大公司的财务风险，导致公司陷入财务困境。罗比切克和梅耶斯（Robichek and Myers, 1966）认为，债务融资虽然能够给公司带来税盾效应（Tax-shield），提高公司绩效；然而，债务融资也增加了公司的财务风险。他们认为，公司对债务融资的需求取决于公司在税盾效应和破产成本之间的权衡，提出了融资的权衡理论（Trade-off Theory）。前面的理论都是在不存在不对称信息下，公司如何有效率的融资，实现公司绩效或者公司价值最大化。一旦考虑了信息不对称情况，公司如何有效率地融通资金就不会如基于MM定理估计的那样。这就需要在不对称信息结构下，考虑公司的融资行为。斯宾塞（Spence, 1973）提出了信号传递理论，他用劳动力市场中的信号传递行为，说明如何在不对称信息环境中进行市场行为交易。罗斯（Ross, 1977）借鉴了斯宾塞的劳动力市场信号模型，研究了公司债务

的信号传递作用,他认为高质量的公司管理者可以通过高杠杆比率向外部投资者显示其公司良好的质量,增加公司绩效,从而得出公司债务筹资是有效率的融资行为。梅耶斯(Myers, 1984)、梅耶斯和迈吉卢夫(Myers and Majluf, 1984)则考虑了信息不对称时,公司如何进行最有效率的融资行为,从而提出了有序融资理论(The Pecking Order Theory)。梅耶斯(1984)提出,由于管理者跟公司外部投资者相比,掌握着公司更多的内部信息。管理者在为新项目进行融资时,为了给公司股东创造更多的价值,降低公司的融资成本,会选择融资成本最低的方式来获得公司新项目发展所需的资金。公司管理者会首先选择公司内部融资方式,即选择留存收益;再进行外部融资,选择发行债务;之后才是成本最高的权益融资方式。他认为,内部资金是该公司自身掌握的,在使用过程中不需要任何交易成本,其融资成本最低;在外有融资中,债务融资的成本只包括了公司债务本息的支付,只要公司正常运转,债权人就对公司的信息披露要求有限,公司的债务融资成本也较低;外源融资中的股权融资,由于融资中会产生权益融资的逆向选择效应,公司发行股票被认为是业绩不佳的行为,因此,公司发行股票一般会提高公司的权益融资成本。梅耶斯和迈吉卢夫(1984)通过模型,系统地论证了其优序融资理论。

除了信息不对称会影响公司的融资效率外,公司的治理结构:控制权和所有权分布状况也会影响公司的融资效率。早在1932年,伯利和明斯(Berle and Means)就提出了现代公司早就改变了传统的那种依靠企业家管理的的企业家企业,现代企业已经是公司所有者和公司管理者分属于不同的主体的,所有权和实际公司控制权分离的企业制度。所有权和控制权的分离,就产生了代理问题。詹森和梅克林(Jensen and Meckling, 1976)对基于代理成本的公司融资行为进行了创造性的论述。他们认为,现代公司治理机制下存在着两类代理问题:股东和管理者之间的冲突与股东和债权人的冲突。他们认为,

由于管理者和股东效用函数是不同的,公司管理者努力工作承担了全部的成本而仅获得部分收益;当管理者不努力工作而充分享受在职消费时,他得到了全部好处却只承担了部分成本。因此,管理者的工作积极性不高。债务融资可以约束管理者的追求私利的行为,降低代理成本。然而,负债融资也会产生代理冲突:股东和债权人的代理冲突。在有限责任约束下,债务契约对股东产生了资产替代效应(Asset Substitution):股东会选择投资风险更大的项目,一旦成功,项目的大部分收益归股东所有;如果项目没有成功,债务契约的有限责任决定了项目损失由债权人承担;这种资产替代效应会使得公司股东选择次优的投资项目。詹森(1986)提出了管理者的自由现金流假说,认为由于债务的硬约束作用,项目融资采用负债方式能减少管理者手中的自由现金流,降低管理者浪费现金流的概率。格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart, 1982)则模型化了詹森和梅克林(1976)思想,他们提出了采用公司破产的方式来解决这种代理冲突问题。因此,债务融资是公司首选的有效率的融资方式。

从20世纪80年代开始,国际上的公司间的并购活动越来越频繁。这种对于控制权争夺的活动也影响到了公司金融,学者们也开始将公司控制权引入到公司融资行为的研究中。哈里斯和拉维夫(Harris and Raviv, 1990)认为,公司融资结构不但决定了公司收入的分配问题,也决定了公司实际控制权的分配问题。他们分别用动态和静态模型说明了,管理者存在着自身私利,一般不会从股东的利益最大化目标出发。债务融资能够作为一种惩罚的工具,债务不仅使得公司股东要求管理者提供公司内部信息,让公司股东分析是否还有继续经营的必要,所以最有效率的债务融资是取决于在信息和惩罚管理者机会的价值与发生调查成本之间的权衡。

对于公司投资行为来说,MM理论假设的公司最优效率的投资应该是实现公司绩效最大化的行为。现实中的实际与MM理论中的假设相距甚远,委

托—代理问题、信息不对称等，这些均会导致公司投资并非达到最优水平，其结果是公司绩效遭受到了损害。现实生活中，不可避免的代理问题的存在、信息不对称的存在、公司外部环境的影响，会导致公司的投资行为偏离最优，发生扭曲（Investment Distortion），过度投资（Overinvestment）行为成为现实世界的常态。MM 理论并没有考虑公司内部所有权结构的不同，公司投资行为就会相应的不同。管理者控制的企业，公司收益的分配减少了公司管理者手中掌控的资源，因此也就减少了管理者的控制权（Rozeff, 1982）。由于公司收益被分配给了公司股东，当公司需要融得外部资金时，资本市场的监督就会发生。由于监督问题的存在，公司管理者不愿意通过外部资本市场融资，满足资金需求。考虑到这点，公司管理者不愿意将多余的现金以股利形式分配给公司所有者——股东，而是留在公司内部（Easterbrook, 1984）。詹森（1986）开创性提出管理者帝国主义（Empire-building）假说，他认为公司管理者有动力扩大自己的企业帝国边界。公司规模扩大给公司管理者提供了更多可以控制的资源；公司管理者的薪酬也随着公司规模扩大而不断提高；不断扩大的公司规模给公司管理者提供了更多的层级向上晋升。这些原因的存在，使得整个公司管理者阶层均喜欢公司规模的扩张。企业规模扩张的方式就是通过公司无效率投资来实现，因此，公司管理者均喜欢投资项目，即使该项目并不能给公司带来绩效提升、利润增加。由于新增投资对管理者存在着私人收益，即使新增投资 NPV 为负，企业也会接受该 NPV 为负的投资项目。詹森（1986）就用石油行业的案例表明：由于代理问题的存在，管理者控制的企业，公司管理者有无效率投资的倾向，当公司存在自由现金流时，这种无效率的过度投资现象更加明显。

由于控制权和所有权的分离，产生了委托—代理问题，属于代理人的公司管理者为了自身的私利，会产生非效率行为，包括非效率融资行为和非效率的过度投资行为。这种经典的委托—代理分析框架，若用来分析美国上市

公司是没有问题的。拉波塔等人的一系列研究表明,宏观制度环境对公司治理产生重要影响。法律制度的不同 (La Porta et al., 1998), 股权结构的不同 (La Porta et al., 1999), 这些都能对公司产生巨大影响, 传统的伯利和明斯 (Berle and Means, 1932) 式的股权分散、管理者控制型企业并不是放之四海皆准。公司的财务行为, 包括公司融资、投资等行为, 也应该考虑相应的制度背景对其影响。

中国作为一个由计划经济向市场经济过渡中的国家, 政府在经济发展中的作用非常巨大。在经济发展过程中, 不断成长的中国上市公司也大量被各级政府及政府机构控制着, 企业日常经营活动也经常受到政府的干预。在考虑公司的行为和公司效率, 包括融资、投资和日常运营效率时, 就需要将政府, 这一弥补市场失灵 (Market Failure) 的有形之手, 纳入分析框架之中。同时, 中国证券市场的产生就是为了解决国有企业负担过重问题而设立的, 大量的上市公司均是政府控制的国有或国有经济成分的企业。史来夫和维什尼 (Shleifer and Vishny, 1998) 指出: 在经济转型国家, 政府干预企业是很常见的。由于政府干预, 企业, 尤其是国有企业的生产经营的效率会降低, 国有企业的员工的激励不够; 在干预企业, 导致企业效率降低的同时, 政府官员还有其自身的个人目标。史来夫和维什尼 (1998) 将这种政府干预行为称为政府掠夺之手 (Grabbing Hand)。梅金森和勒特 (Megginson and Netter, 2001) 通过综述形式发现, 世界上所有的国家的国有企业效率要比私有公司要低。这为政府“干预之手”理论提供了现实证据。中国企业、国有上市公司也是出于转型经济中, 由于政府自身的政治目标, 各级政府会经常干预企业的生产经营活动, 对企业的效率产生影响。这种影响经常是负面的, 在范、王和张 (Fan, Wang and Zhang, 2007a) 一文中, 政府干预企业营业活动导致了中国企业的效率降低就是例证。既然政府会干预公司的生产经营活动, 那么中国上市公司的效率, 如投资的效率、融资的效率和日常运行的效率就有

可能是受到了政府干预的,尤其对于国有上市公司来说。特别是在中国不对称式的开放和改革进程中,政府机关改革相对滞后,各级政府对其所属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。而目前尚缺乏从企业效率方面,综合地为政府干预行为进行理论分析与提供直接实证证据的文献。

本书首先要研究的问题是,中国上市公司的融资问题,即融资效率是受管理者自利行为影响,还是受到外部制度环境,如政府干预等因素的影响。同时,除了政府干预外,其他的制度环境对上市公司的融资效率影响是怎样的。在传统的代理理论里,作为代理人的公司管理者的规模追求行为的确可能会导致公司规模扩张和非效率投资,也会导致对权益融资的偏好,这是西方公司治理理论重要的理论基石。然而,史来夫和维什尼(1997)早就提出,公司治理机制并不是简单的股东——管理者之间博弈,而是包含着外部政治经济环境的一个复杂的综合的系统。拉波塔等人的研究也证实了,政治、政府与企业、公司是相互联系的。中国自1978年来的国有企业的改革,主要涉及经济层面的,即政府作为各种企业,上市公司的最终所有人,为企业的资金、控制企业的生产经营同时承担企业生产经营亏损或者盈利的风险。然而,行政性的,即政府作为整个社会的管理者,对包括国有上市公司在内的所有社会领域的控制,规定国有企业的社会公共职责并掌握着企业的运营。这一方面的改革,如韩朝华(2003)一文中所指出的,并没有多大的改观。国有企业行政级别、国有上市公司人事任免权受各级政府或党组的控制、公司日常生产经营有时要服从政府的行政指示等,这些现象均存在着。

与经济方面渐进性的企业改革伴随的是,就业问题、社会稳定问题成为国有企业改革的后果之一。中国本来就是一个人口大国,解决众多人口的就业问题并不容易。改革之前,国有企业在中国经济中占据着主导地位。国有企业的工业产出占整个社会的工业产出的3/4还多;国有企业提供了超过了

2/3 的工业就业机会；国有企业也提供了接近 90% 的国家财政收入（董晓媛和普特曼，2002）。尽管改革后，民营企业的发展壮大，吸纳了大量的劳动力，然而，就业、社会稳定问题始终是困扰着中国各级政府的大难题。企业的非效率投资行为，就有可能受到了政府干预，帮助政府解决就业问题的影响。企业在帮助政府解决就业问题上，作用还是很大。这种就业问题，对各级地方政府来说，就是政治目标。未来实现这一政治目标，各级地方政府均有动力干预其所控制的企业，包括上市公司，通过上市公司的规模扩大、新项目的上马来容纳更多的劳动力，即使从传统的财务标准来看，新项目并不具有投资的价值。从这里来看，上市公司的非效率投资就有可能是由各级地方政府推动的。

中国上市公司的非效率投资，无论是从詹森的管理者帝国构建倾向原因解释，还是可能的政府干预的结果，均是不利于公司绩效的提高。莫加多和平达多（Morgado, A. and Pindado J., 2003）认为，公司投资与公司绩效之间为二次曲线关系：投资不足和投资过度均会降低公司的绩效；在投资不足和投资过度之间存在着实现公司绩效最大化的一个最优解。国内学者对于上市公司的非效率投资行为均是从原因上来解释的。辛清泉、林斌和王彦超（2007）认为，国有上市公司的管理者薪酬过低，容易导致上市公司管理者通过投资项目来补贴其过低的薪酬。杨华军和胡奕明（2007）认为，政府控制也会导致上市公司的非效率投资行为：地方政府控制和地方政府干预均会显著地提高了上市公司利用自由现金流进行过度投资。然而，目前并没有得到上市公司非效率的过度投资原因的统一结论（是管理者自利行为还是政府干预行为），本书关心的是上市公司的非效率投资到底是由于管理者自利行为，还是外部制度环境因素的结果，例如政府干预是否会影响上市公司的非效率行为（项目投资）。

如前面的分析，公司的融资效率、投资效率到底是受到公司管理者自利

行为影响,还是受到外部制度环境的影响,这又使得我们想到:制度环境会影响公司的运营效率吗?由于代理问题的存在,詹森和梅克林(1976)认为:“对于委托人来说,如果交易费用为零,要确保代理人作出按委托人观点来说是最优的决策,几乎是不可能的。”代理人的实际行为与保证委托人利益最大化的行为存在着一些偏差,导致委托人的利益受到一定的损失,即代理成本。代理成本的存在,也就意味着公司的绩效并没有达到最大化。按照MM的观点,公司的目标是绩效最大化。然而,由于MM理论中并没有考虑一些因素对公司绩效最大化的影响,如交易成本、代理冲突、信息不对称等。詹森和梅克林提出管理者和公司股东之间的代理冲突导致公司绩效最大化的目标不能实现,他们也认为管理者持有公司的股权越高,管理者和公司股东的利益一致程度越高,公司的绩效最大化的目标也越能实现。莫克,史来夫和维什尼(Morck, Shleifer and Vishny, 1988)并不是很认同管理者持股比例越高,公司的绩效也就更好的观点。他们利用了1980年财富500强公司中的371家公司的数据,用托宾Q来表示公司的绩效,以研发、广告等因素作为控制变量,考察了管理者持股和公司绩效之间的相互关系。他们发现,当管理者持股在0~5%时,公司管理者股权比例的上升,公司的绩效变好;当管理者持股比例在5%~20%时,管理者持股比例的上升,公司的绩效却变差;当管理者持股比例在20%以上时,随着管理者持股比例的上升,公司的绩效又变好。他们认为:管理者持股比例和公司绩效之间的这种非线性关系,主要是由于詹森和梅克林提出的“利益趋同效应”(Convergence of Interests Effect)和“管理者盘踞效应”(Entrenchment Effect)造成的。对于公司管理者持股能够提高股东和管理者之间的利益一致性,提高公司绩效的结论,不是得到了所有学者的认同。德姆塞茨和勒恩(Demsetz and Lehn, 1985)认为,公司的股权结构和公司的绩效之间不存在相关关系。林斯(Lins, 2003)用新兴市场的数据,考察了管理者持股和公司绩效之间的相互关系问题。他们采用了18

个新兴市场主体中的 1433 家公司为研究样本,用管理者控制权和现金流权之间的相互关系说明了公司管理者持股对于公司绩效的影响。他们的结论是:当管理者的控制权超过了公司的现金流权时,管理者持股并不能提高公司的绩效;在投资者保护较差的国家,机构投资者可以作为公司治理的外部治理机制,促进公司绩效的提高。尽管从代理理论和制度环境研究公司绩效的文章很多,对于公司运营效率的研究,还很少。这就是本书需要解决的第三个问题:公司运营效率是受到了制度环境影响,还是受到了管理者行为影响?

第二节 研究的意义

本书的研究意义主要包括以下几个方面:

一、从制度环境角度扩展了现有公司融资效率的研究

公司融资效率的研究,一开始主要集中于公司风险因素对公司融资效率的影响。在 CAPM 理论看来,公司资本成本仅与公司的风险程度有关,公司风险越大,公司的资产所要求的回报率也就越高,公司股票的资本成本也是如此(夏普,1964)。之后,学者也关心制度环境对公司融资效率的影响。黄娟娟和肖珉(2006)也研究了上市公司信息披露制度对上市公司权益资本成本的影响。他们发现,在控制了其他一些影响因素后,上市公司的信息披露质量的提高能够降低公司权益资本成本;同时,不但公司的权益资本成本受到上一年度的影响,还受到了前四年的影响。他们提出,公司的信息披露行为应该常态化,并致力于提高信息披露的质量而最终降低上市公司的权益资本成本。徐浩萍和吕长江(2007)研究了政府角色转变对不同所有权性质的

上市公司的权益资本成本的影响。他们发现,对于非国有企业,政府干预的减少,公司权益资本成本是降低的,这就是政府干预减少的“可预期效应”;对于地方政府控制的企业来说,政府干预减少对公司权益资本成本没有显著影响,他们认为这是因为政府干预减少导致“保护效应”减少,而“可预期效应增加”,二者之间产生了抵消所致。

尽管已有学者对政府干预和公司融资效率的影响做出了努力,但是我们这里需要关心的是:除了政府干预外,其他制度环境对公司效率影响如何。作为中国证券市场中具有深远意义的股权分置改革,作为一种制度环境的巨大变化,对上市公司权益资本成本产生怎样的影响,是值得思考的问题。本书将从股权分置改革角度,研究制度环境,包括政府干预、金融发展等,对公司融资效率的影响。

二、从实证角度找到政府干预公司非效率投资的原因

国内对于公司非效率投资,有的学者认为管理者追求私利导致了公司投资的非效率。为了追求规模扩大带来的薪酬增多、晋升空间的增大,公司管理者接受负净现值的项目,导致了公司投资效率低下。詹森(1986)认为公司管理者有动力扩大自己的企业帝国边界。公司规模扩大给公司管理者提供了更多可以控制的资源;公司管理者的薪酬也随着公司规模扩大而不断提高;不断扩大的公司规模给公司管理者提供了更多的层级供管理者们向上晋升。这些原因的存在,使得整个公司管理者阶层均喜欢公司规模的扩张。这些均使得公司管理者喜欢新的投资项目,即使该项目不符合 NPV 大于零规则。

对于中国这种转型经济来说,政府对公司干预是不可或缺的。杨华军和胡奕明(2007)认为,政府控制也会导致上市公司的非效率投资行为:地方政府控制和地方政府干预均会显著地提高了上市公司利用自由现金流进行非