

企业生命周期视角的 公司非效率投资与 公司治理研究

李云鹤 著

The Corporate Inefficiency Investment and
Corporate Governance:

Theoretical and Empirical Research from
Perspective of Firm Lifecycle

本书以上市公司投资效率及公司治理为研究对象，
以管理者代理行为为研究主线，以企业生命周期为研究视角，
在厘清我国企业投资融资制度的演变进程，
上市公司投资特点的基础上，
区分并验证了引致公司非效率投资的管理者理性（代理）
与非理性（过度自信）两类行为，
进而，通过构建企业生命周期视角下代理与公司投资效率的动态模型，
考察了公司投资效率与管理者代理行为的演变规律及公司治理机制的治理效果，
并利用我国上市公司数据进行了实证检验，
进一步从金融发展及法律制度环境纬度进行了拓展研究。



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

014043738

F279.246
440

企业生命周期视角的 公司非效率投资与 公司治理研究

The Corporate Inefficiency Investment and
Corporate Governance:
Theoretical and Empirical Research from
Perspective of Firm Lifecycle

李云鹤 —— 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS



北航

C1731476

F279.246
440

887840410

内容提要

公司投资效率及其治理问题是近年来公司金融领域颇受争议的重要课题,前期研究大多基于管理者理性(代理)与非理性(过度自信)两个范式,选择公司某一状态的一个截面进行静态观测。本研究基于企业生命周期视角,以公司投资效率及其治理为研究对象,以管理者代理为主线,在厘清国内上市公司投资特点的基础上,区分并验证引致公司非效率投资的管理者代理与过度自信两类行为,进而通过构建企业生命周期下代理与公司投资效率动态模型,考察公司投资效率与管理者代理的演变规律及公司治理效果,并运用我国上市公司数据进行检验,进一步从金融发展及法律环境纬度进行拓展研究。最后提出了治理非效率投资的动态公司治理机制的调整策略。

本书适合从事金融工作的相关人员、大学经济金融类专业教师和学生阅读和参考。

图书在版编目(CIP)数据

企业生命周期视角的公司非效率投资与公司治理研究 / 李云鹤著. — 上海: 上海交通大学出版社, 2014

ISBN 978-7-313-10924-8

I. 企... II. 李... III. 上市公司—投资效率—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 040960 号

企业生命周期视角的公司非效率投资与公司治理研究

著 者: 李云鹤

出版发行: 上海交通大学出版社

地 址: 上海市番禺路 951 号

邮政编码: 200030

电 话: 021-64071208

出 版 人: 韩建民

印 制: 浙江云广印业有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 787mm×960mm 1/16

印 张: 15

字 数: 211 千字

版 次: 2014 年 4 月第 1 版

印 次: 2014 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-313-10924-8/F

定 价: 40.00 元

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 0573-86577317

前 言

改革开放 30 多年来,我国企业作为市场自主决策主体的地位逐渐确立并不断巩固,现代企业制度框架也得以建立并逐渐完善。但在实际运行中,企业非效率投资及其治理问题仍然是削弱企业市场竞争力、阻碍企业持续发展的重要原因。同时随着企业直接融资活动的增多,企业非效率投资还将降低企业收益,进而影响市场投资者的利益。因此,如何提高我国企业投资效率、治理公司非效率投资,从而推动经济持续、快速、健康发展,是目前我国公司治理水平提升与证券监管加强所迫切需要解决的问题。

关于公司投资效率及其治理的研究是近年来公司金融领域颇受争论的议题。相关争论的焦点集中在公司非效率投资的引致因素及公司治理机制的效力方面。具体体现在现有相关研究大多基于管理者理性(代理)与非理性(过度自信)两个范式,选择公司某一状态的一个截面进行观测,从静态层面探讨导致公司非效率投资的因素,以及在此基础上对现有治理机制治理效果的分析与检验。显然,选择观测的不同公司及同一公司在不同状态下其特点不尽一致,将导致研究结论的分歧与矛盾。

本书基于企业生命周期的视角,重视企业发展进程中不同阶段的特点,从动态层面观测、归纳、分析与揭示公司非效率投资特征及其引致因素的动态变化,并分析与检验公司治理机制对公司非效率投资的动态治理效果,在此基础上提炼出企业生命周期治理公司非效率投资的动态公司治理机制的调整策略。

本研究内容主要涉及:①对我国投资融资制度背景及上市公司投资特

征进行了归纳与分析,并从企业性质、规模、资本结构、融资约束、行业以及年份等层面对我国上市公司投资效率的变化与差异作了总结分析。②对引致公司非效率投资的管理者代理行为及过度自信行为进行了区分;从企业成长性—现金流等两个重要特征纬度提出了区分过度自信行为与代理行为导致公司非效率投资的检验假设,并进行了实证区分。③通过把投资不足与过度投资纳入统一研究框架,并在加入代理问题的基础上建立了企业生命周期下代理与公司投资效率动态模型,对企业生命周期下代理、公司投资效率及公司治理进行了理论研究。④选用中国上市公司数据检验了企业生命周期视角下代理与公司投资效率之间的关系,并考察了公司治理机制对公司投资效率的直接与间接治理作用。⑤从金融发展与法律制度环境两个纬度拓展研究了公司非效率投资及其治理问题。⑥尝试探讨了企业生命周期不同阶段下公司非效率投资的动态公司治理机制。

本研究具有重要的理论与现实意义。理论方面,突破了过去关于公司非效率投资及公司治理问题的静态研究框架,从企业生命周期发展的动态进程层面考察公司非效率投资的动态变化及公司治理机制的治理效率问题;在统一框架内对引致公司非效率投资的两大主流理论假说——管理者代理假说与过度自信假说——进行了实证区分检验;构建了企业生命周期下管理者代理与公司资本配置效率的理论模型,并对理论模型进行了实证检验。实践方面,本书不但会为公司自身进行公司治理结构随企业发展的动态调整提供理论指导,而且将为监管机构改变“一刀切”的上市公司治理要求标准的改革提供理论启发。

本书得以顺利出版,要特别感谢上海交通大学安泰经济与管理学院的李湛教授提供的指导与帮助。由于本人才疏学浅,本书存在的疏漏之处,恳请各位专家、读者给予批评指正!

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 国内外研究文献综述	4
1.3 研究内容与研究方法	28
1.4 研究数据来源及处理工具	29
1.5 研究的创新点	30
第 2 章 中国企业投融资制度背景与上市公司投资特征	33
2.1 中国企业投资融资制度市场化变革背景	33
2.2 中国上市公司的投资特征	43
2.3 小结	60
第 3 章 公司非效率投资源于管理者代理还是过度自信	62
3.1 前言	62
3.2 理论分析与研究假设	64
3.3 研究设计	67

3.4	检验结果及解释	72
3.5	稳健性检验	78
3.6	小结	86
第4章	企业生命周期下管理者代理与公司投资效率动态模型	88
4.1	前言	88
4.2	企业生命周期下管理者代理与公司投资效率的动态模型 假设	90
4.3	企业生命周期下管理者代理与公司投资效率的动态模型 构建	92
4.4	企业生命周期下管理者私有收益与公司投资效率动态 模型分析	95
4.5	模型的拓展分析	104
4.6	小结	112
第5章	企业生命周期下代理、投资效率与公司治理实证研究	114
5.1	前言	114
5.2	无融资约束下管理者代理、投资效率及公司治理与企业 生命周期	115
5.3	融资约束下管理者代理、公司投资效率及公司治理与 企业生命周期	148
5.4	小结	163
第6章	企业生命周期下公司投资效率与公司治理拓展研究	165
6.1	前言	165

6.2	考虑金融发展的公司非效率投资与公司治理拓展研究	166
6.3	考虑法律制度的公司非效率投资与公司治理拓展研究	177
6.4	小结	190
第 7 章	企业生命周期下公司非效率投资的动态治理机制	192
7.1	成长期公司非效率投资的治理机制	193
7.2	成熟期公司非效率投资的治理机制	196
7.3	衰退期公司非效率投资的治理机制	198
7.4	公司治理机制随企业生命周期的动态调整规律	201
7.5	小结	202
第 8 章	研究结论与进一步研究展望	203
8.1	主要研究内容及结论	204
8.2	进一步研究的展望	207
参考文献		209
索引		229

第1章 绪 论

1.1 研究背景与意义

企业投资作为企业的基础性活动,不仅是企业自身成长与继续发展的保障,还是国民经济平稳持续发展的微观基础。改革开放 30 多年来,我国企业作为市场自主决策主体的地位逐渐确立并不断巩固,现代企业制度框架也得以建立并逐渐完善。但在实际运行中,企业非效率投资及其治理问题仍然是削弱企业市场竞争力、阻碍企业持续发展的重要原因。同时随着企业直接融资活动的增多,企业非效率投资还将降低企业收益,进而影响市场投资者的利益。因此,如何提高我国企业投资效率、治理公司非效率投资,从而推动经济持续、快速、健康发展是目前我国公司治理水平提升与证券监管加强所迫切需要解决的问题。

在早期投资理论框架下,企业投资只取决于投资项目能否为企业带来正的净利润,而不考虑市场摩擦以及企业内部主导企业投资决策的管理者的动机与行为。20 世纪 60 年代以来,人们开始把完美状态下的公司投资决策拉回到现实中来,尝试放松无任何摩擦的完美情景假设。在这一情势下,信息不对称的融资理论被提出来。随着人们对公司投资时外围环境影响探

讨的不断深入,一些学者开始把目光转移到企业内部的相关代理人。20 世纪 70 年代,放松企业行动价值最大化假设的代理成本理论被提出,该理论认为,公司管理者与所有者的目标不一致时,管理者常常采取有利于自己利益而损失公司价值的投资行动。随后,从代理角度阐释公司非效率投资的假说被渐次提出,自由现金流代理成本假说从公司资金约束的角度解释公司非效率投资;商业帝国假说则把公司非效率投资追溯到代理人控制更多资源的偏好;防御假说更是把公司非效率投资的部分原因解释为代理人职业稳定的考虑。此后,为了降低企业代理成本理论,以激励与约束为特征的金融合约理论、公司治理理论及相应的金融工具设计思想成为了公司金融理论与实践的重要方向。

而后,以代理理论为基础设计的公司治理机制成为了世界范围内规范包括公司投资在内的公司发展的重要企业制度。尽管如此,企业过度扩张、投资中的利益输送以及推迟、拖延投资等问题依然是阻碍企业持续发展的攸关问题,表现出公司治理机制对公司投资效率的改善作用有限,这向现代公司投资效率的治理体系提出了严峻挑战。究竟是什么原因导致了公司治理体系的治理效果下降呢?学者们纷纷从导致公司非效率投资的源头因素给予解释,其中行为公司金融视角是一个重要方向。从行为金融学的角度来看,企业非效率投资问题是由管理者决策的行为偏差(如过度自信)所致,并得到了实证验证。而值得注意的是,行为公司金融突破了经济人理性假设,认为即使以公司价值最大为目标,决策者的行为偏差也将导致公司非效率投资。因此,基于代理人理性框架设计的公司治理体系对公司非效率投资的治理作用失效,但这种对传统理论的根本否定显然有悖于理性框架下公司治理机制对公司非效率投资发挥治理作用的现实,且没有一套严谨、完善的理论体系,至今仍受到众多学者的质疑。

近来有学者仍然基于传统的理性框架,但是他们意识到前期的研究都

是基于静态层面下对公司投资效率的考察,且忽略了引起公司非效率投资因素的动态变化以及由其所引致的公司非效率投资的动态变化,也没有关注公司治理机制的动态调整问题。近来研究大致从两个方面对公司动态投资效率进行探讨,一是研究代理人行为动态变化下的最优投资问题,二是探讨多期甚至连续时间下的动态最优投资问题。从动态视角探讨公司非效率投资及其治理更进一步地向企业实际决策过程逼近,有助于深入洞察企业非效率投资行为及其合理治理机制的设计。然而,已有的公司动态投资效率的研究关注的是随时间的动态变化,而忽略了企业发展的生命周期特征,企业生命周期不同阶段特征差异显著,是影响公司投资效率及其治理机制设计的重要因素,这对不同成长阶段企业分层监管方案的设计具有重要的启示。

与静态视角下公司投资效率及其治理的研究相比,动态视角下公司投资效率的探讨,把公司投资决策的考察由不变的状态拉回到接近现实的动态变化的层面上来,这对于深刻理解公司投资决策过程的影响因素及其治理机制的设计都具有重要意义。目前,从静态层面考察代理问题下公司投资效率及其治理的问题已经得到比较充分的探讨,而从动态层面研究代理问题下公司投资效率及其治理的文献还不多见,并且已有的动态公司投资效率的文献大多集中在理论模型的验证上,很少有研究进行实证探讨,更没有从理论与实证上考察企业生命周期的投资效率变化及其治理问题。本研究拟以企业生命周期为视角,以公司投资效率及其治理机制为对象,以代理问题下公司投资效率及其治理机制的变化规律和驱动因素为内容,进行理论与实证检验。值得强调的是,本研究在正式考察企业生命周期下的公司投资效率之前,将首先区分公司非效率投资是缘于管理者代理还是过度自信,而后建企业生命周期下的代理与公司投资效率动态模型作为研究的理论创新。由于现有的企业生命周期划分指标不统一,本研究还将通过构建

新的企业生命周期划分指标进行实证检验。这不仅丰富了企业生命周期的研究,还丰富了动态公司金融的研究视角,无疑具有重要的理论价值与学术意义。目前,我国资本市场体系拥有主板、中小板以及创业板等板块,这在一定程度上体现了企业不同发展阶段的差异,而现行的公司治理体系要求及监管措施却差别不大,本研究从企业生命周期角度对公司投资效率及公司治理体系调整与演变的考察,不仅有助于我国公司治理体系的调整与变革,还对我国资本市场多层监管体系的完善具有重要的现实意义。

1.2 国内外研究文献综述

1958年由Modigliani和Miller开创性提出的MM理论被认为是现代公司金融研究的起点,该理论认为,完美状态下的公司投资只取决于市场融资成本基础上投资项目净现值为正的投资机会,所有净现值为正的项目都应该被选择。而后,很多学者从不同的角度放松MM理论的严格假设,提出了多种理论来解释公司融资与投资行为。Krause(1973)、Myers(1984)等人在MM理论的基础上放松公司无摩擦环境的假设,引入税赋和破产成本,认为最优资本结构取决于企业债务所带来的税收利益与破产成本之间的权衡,从而形成了权衡理论。Ross(1977)与Myers及Majluf(1984)在MM理论的基础上放松融资市场完美假设提出信息不对称理论。该理论指出,由于公司内部人拥有外部投资者没有的公司收益或投资机会的私人信息,因此,企业在进行融资时,将遵照内部资金、债务融资、股权融资的顺序为公司投资项目进行融资;而当公司内部资金不足,公司内外信息不对称程度较高时,公司将可能遭受融资约束,从而导致投资不足;而当公司能够较容易地从外部融入资金时,公司又将可能投资较高风险的项目,从而导致过度投资。Jensen和Meckling(1976)则放松了企业行动的价值最大化假设,开创

性地提出了代理成本理论。该理论认为,公司管理者与所有者的目标不一致时,管理者常常采取有利于自身利益而损失公司价值的投资行动。他们进一步指出,代理成本不仅存在于公司管理者与所有者之间,还存在于公司股东与债权人之间。此后,为了降低企业代理成本理论,以激励与约束为特征的金融合约理论得到快速发展,该理论主要是从债务条款设计角度来减低股东和债权人之间的利益冲突,后来扩展到包括可转换债券、期权等证券的设计(Smith 和 Warner,1979; Townsend,1979; Diamond, 1984; Gale 和 Martin,1985)。而对公司经营者激励与约束方面的研究,则主要体现为公司控制权理论(Aghion 和 Bolton,1992)以及公司治理理论(Berle 和 Means, 1932; Jensen 和 Mecking, 1976; Hart 和 Moore, 1998)。上述理论都是在静态层面下探讨公司投资效率及其治理问题,而近来越来越多的研究开始关注动态公司金融问题。

从上述公司金融理论及其发展趋势来看,呈现出几个特点。第一,从关注公司融资、投资环境逐渐向关注公司内部代理人影响的方向转移。第二,从公司层面的因素向关注主导公司决策的管理者及其决策形成过程的方向转变。第三,从静态投资决策向动态的多期甚至连续时间决策的方向转变。本研究拟承接公司金融研究的新趋势,从主导公司投融资决策的管理者角度出发,探讨代理问题下公司投资效率及公司治理动态演变,尤其将从企业发展的进程出发,在充分考虑企业生命周期特征下,深入探究公司投资效率的企业生命周期演变及公司治理效果,并在此基础上,追溯影响公司投资效率的管理者行为的变化及公司董事会治理结构的变化,进而寻求现代公司治理体系改善的路径与方法。为此,本研究将从影响公司投资效率的管理者行为因素、公司投资效率及公司治理以及企业生命周期下公司资本投资效率公司治理机制等三方面对现有文献进行回顾与评析。

1.2.1 公司投资效率与管理者行为

企业投资活动作为企业正常营运与发展的基础性核心活动,其投资效率不仅影响企业本身的成长与发展,还影响投资者的切身利益,因此,企业投资活动备受关注。关于企业投资的理论可以追溯到以 Clark(1917)为代表的古典投资理论。该理论认为,企业投资需要随产品需求的变化而变化。随后由 Jorgeson(1963)创立、Arrow(1964)和 Lucas(1967)发展的新古典投资理论认为,企业投资只取决于融资成本。然而,前人提出的理论都是基于静态角度,而直到 1969 年,现代意义上的投资理论(Tobin'Q)才被提出。该理论指出,如果资本市场是完善的,企业投资取决于企业的市场价值与重置成本之间的比值,即 Q 比例。如果 Q 值大于 1,企业应当进行投资;如果 Q 值小于 1,则应当出售资本。但这些理论都是假设企业投资独立于融资、信息完全等条件。事实上,MM 理论以及其后的公司金融理论告诉我们,企业投资与融资密切相关,且一般情况下,内部人(管理者或代理人)对公司的信息优于外部人(投资者或委托人)。

1.2.1.1 公司投资的融资理论

1) 公司融资的信号理论与融资优序理论

Ross(1977)提出的信号理论指出,在公司负债比例较高的情况下,如果企业经营失败,管理者的补偿将受到损失,因此,公司负债率可以作为一种信号,向市场表明企业质量的高低。Myers 和 Majluf(1984)发现,在信息不对称情况下,公司外部融资成本显著高于内部融资成本,因此,公司在为投资项目融资时,会优先选择内部融资渠道,外部股权融资是公司融资的次优选择,而当公司决定进行股权融资时,融资的高成本可能迫使公司放弃好的投资机会,从而造成公司投资不足。然而 Myers 和 Majluf(1984)在信息不对称情况下的优序融资理论提出后,Brennan 和 Alan(1987)、Neo(1988)、

Constantinides 和 Bruce(1989)对 Myers-Majluf 的优序融资理论提出了质疑。Brennan 和 Alan(1987)的理论研究表明,公司发行股票是一种负面信号,但发行股票的同时利用部分收入回购债券却是一种正面信号。Neo(1988)、Constantinides 和 Bruce(1989)的理论模型也表明在某些状况下,企业的融资顺序在理论上并不遵循 Myers 和 Majluf 提出的优序融资理论。Helwege 和 Liang(1996)则认为,Myers 和 Majluf 研究中指出的信息不对称并不是企业优序融资的原因。他们指出,如果 Myers 和 Majluf 提出的优序融资理论正确的话,那么现金逆差越大的企业,就越愿意发行股票或申请银行贷款;现金变动性越大的企业,越倾向于向银行借款。随后利用 1983-1992 年间 367 家美国证券委员会公司数据,实证检验了企业外部融资和各类证券发行的可能性,而结果并不支持 Myers 和 Majluf 的理论。Frank 和 Goyal(2003)对 1971 年-1998 年在美国公开上市企业的融资行为进一步检验发现,股权融资总体上超过债券融资,只有大公司的融资行为表现与 Myers 和 Majluf 提出的优序融资理论一致。尽管信息不对称导致公司融资约束的理论不能解释所有公司的情况,但它不仅能够很好地解释公司融资中确实存在的逆向选择与道德风险现象,尤其是大公司与小公司的融资状况,还给了我们审视公司融资约束的一个视角。

2) 融资约束与公司现金流投资

自由现金流投资理论是由 Jensen 和 Meckling 于 1986 年提出,该理论认为,由于公司融资中信息不对称因素的存在,当公司内部自由现金流较高时,公司容易发生过度投资。Hubbard(1998) and Stein(2003)进一步指出,公司投资不仅取决于投资机会,还取决于公司现金流,于是提出了公司投资现金流敏感性的新理论。随后,公司现金流投资领域涌现了大批研究成果。

Titman(2006)通过考察公司投资支出与自愿性资产出售收益之间的关

系,研究了财务约束性对公司的投资的重要性。他们认为资产出售与投资机会不相关,因此比起现金流,它是测度流动性的一个更为干净的指标。他们的结果表明,由资产出售而得到的现金是公司投资的重要决定因素,并且对于可能受到财务约束的企业来说,投资对于资产出售所得收益有着较显著的敏感性。Lyandres (2007)研究了公司最优投资时机对高成本外部融资的影响。结果表明,通过改变最优投资时机,高成本的融资影响公司当期投资以及投资对内部现金流的敏感性;外部资金的成本与投资现金流敏感性之间的关系是非单调的,当外部融资成本较低时,投资对现金流的敏感性随外部融资成本的增加而降低;当外部融资成本较高时,投资对现金流的敏感性随外部融资成本的增加而增强。他们还进一步将企业依据外部融资成本的高低进行分组,实证结果显示,不同类型企业内投资对现金流的敏感性不同,公司投资与内部资金的可获得性呈非单调关系。Agca 和 Mozumdar (2008)对美国制造业公司投资对现金流敏感性与资本市场不完美相关的五种因素(资金流、机构所有权、分析师追随、债券等级以及反收购修正案指数)之间关系的检验发现,投资对现金流的敏感性在研究区间内持续降低;投资现金流敏感性随着资金流增加、机构所有权增大、分析师追随、反收购案指数提高以及公司债券评级提高而降低;投资现金流敏感性随着资本市场不完美因素的降低而降低。

总之,信息不对称下的公司融资约束理论主要关注的是公司与外部市场投资者之间,由于对公司项目质量高低的信息不对称,可能造成公司非效率投资。而代理理论则关注的是公司内部主导公司决策的管理者行为,即公司管理者为谋求私利而做出的无效率投资行为,总的来看,主要包括管理者利用宽松的现金资源条件进行为自己带来私利的现金流动的过度投资,管理者利用在公司中的权力为谋私利而进行的非效率投资,管理者为了防范职位变更而对于自己专长领域的防御性非效率投资,等等。

1.2.1.2 公司投资的代理理论

Jensen 和 Meckling (1976)开创了公司委托代理理论。他们认为,公司两权分离背景下,公司所有者与经营者目标常常不一致,从而产生代理成本。代理理论的核心要义是,当管理者利益与股东的利益不一致时,如果没有监督,管理者在最大化公司及股东利益之前,将最大化自身利益。委托代理环境下的公司投资常常不是以股东利益最大化为目标,进而导致公司非效率投资。

1) 控制权私利与非效率投资

Berle 和 Means(1932)首次提出企业所有权和控制权分离的命题,并指出企业控制权大多在经理手中。此后,公司理论研究从利润最大化逐渐转移到公司管理者的激励约束问题。在此基础上,Jensen 和 Meckling (1976)开创了公司委托代理理论。自此,代理问题成了分析公司经营与治理问题的重要理论基础,由 Jensen(1986)提出并经 Stulz(1990)、Zwiebel(1996)等发展的商业帝国假说认为,管理者扩张企业规模、构建商业帝国的动机将导致公司过度投资。这是因为,从控制权视角来看,规模扩张的企业,管理层升迁的机会更多,能够掌握更多的资源,建立商业王国,满足自己调配资源的权威及其带来的自我成就感。管理者做大公司规模还可以提升个人声誉,或者为自己赢得未来的发展机会。大企业管理者的社会地位及所获得的各种货币、非货币收入也较高。从公司管理者薪酬的角度来看,企业规模扩张往往引起管理者薪酬的提高(Lucian 和 Yaniv,2006)。而在薪酬受到约束的情况下,非正常报酬(主要是在职消费)将成为管理者的替代性选择(陈冬华等,2005),此时,管理者倾向于获得更多的在职消费,来弥补薪酬的不足,而较多的投资为获取更多的在职消费提供了便利。Wu 和 Wang (2005)通过引入基于私有控制权利益的代理成本结构推广了 Myers 和 Majluf (1984)的模型。模型显示,私有控制权利益加剧了企业过度投资,但少量的