



经济管理学术文库·管理类

# 制度背景、资本投资与公司价值

Institution Background, Capital Investment and  
Corporate Value

杨兴全 / 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

## 图书在版编目 (CIP) 数据

制度背景、资本投资与公司价值/杨兴全著. —北京: 经济管理出版社, 2013. 4  
ISBN 978 - 7 - 5096 - 2398 - 5

I. ①制… II. ①杨… III. ①公司—资本投资—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 062712 号

组稿编辑: 曹 靖

责任编辑: 张 马

责任印制: 杨国强

责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: [www E - mp com cn](http://www.E-mp.com.cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11 5

字 数: 201千字

版 次: 2013 年 4 月第 1 版 2013 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2398 - 5

定 价: 39.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址·北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	1
<b>第一节 研究背景</b> .....	1
<b>第二节 研究内容与框架</b> .....	2
一、研究内容 .....	2
二、研究框架 .....	4
<b>第三节 研究思路与方法</b> .....	5
一、研究思路 .....	5
二、研究方法 .....	6
三、技术路线 .....	6
<b>第四节 创新点</b> .....	7
<b>第二章 概念界定、理论基础与文献综述</b> .....	8
<b>第一节 概念界定</b> .....	8
一、资本投资 .....	8
二、控制性股东 .....	9
三、控制权、现金流权与两权分离 .....	9
<b>第二节 相关理论基础</b> .....	9
一、信息不对称理论与资本投资 .....	9
二、代理理论与资本投资 .....	10
<b>第三节 文献综述</b> .....	16
一、公司资本投资影响因素的文献综述 .....	16
二、公司资本投资效率检验的文献综述 .....	19
三、公司资本投资与公司价值的文献综述 .....	21
<b>第三章 最终控制人性性质、两权分离与公司资本投资的实证研究</b> ..	23
<b>第一节 引言</b> .....	23



第二节	理论分析与研究假设	25
第三节	数据来源与研究模型设计	27
一、	样本选择与数据来源	27
二、	模型设计与变量定义	28
第四节	实证检验结果与分析	30
一、	变量估算结果、描述性统计与单变量分析	30
二、	终极控制人性质、两权分离与过度投资的检验结果	33
三、	政府控制层级、两权分离与过度投资的检验结果	35
四、	稳健性检验	36
第五节	结论	37
<b>第四章</b>	<b>大股东控制下的管理层激励与公司资本投资的实证检验</b>	<b>38</b>
第一节	引言	38
第二节	理论分析与研究假设	40
一、	样本选择与数据来源	43
二、	模型设计与变量定义	44
第三节	实证检验结果与分析	47
一、	变量估算结果和描述性统计	47
二、	控股股东两权分离、管理层激励与过度投资的回归结果	49
三、	基于股权性质的控股股东两权分离、管理层激励与过度投资的回归结果	51
四、	基于股权分置改革的进一步检验	52
五、	稳健性检验	54
第四节	结论	55
<b>第五章</b>	<b>管理者权力、管理层激励与公司资本投资的实证检验</b>	<b>57</b>
第一节	引言	57
第二节	理论分析与研究假设	59
第三节	研究设计	62
一、	样本选择与数据来源	62
二、	模型设计与变量定义	62
第四节	实证检验结果与分析	66
一、	变量估算结果与描述性统计	66
二、	管理者权力、管理层激励与过度投资的回归结果	69

三、基于股权性质的进一步检验结果·····	70
四、稳健性检验·····	71
第五节 结论·····	73
<b>第六章 公司治理环境、代理成本与公司资本投资的实证检验·····</b>	<b>74</b>
第一节 引言·····	74
第二节 理论分析与研究假设·····	75
第三节 研究设计·····	79
一、样本选择与数据来源·····	79
二、模型设计与变量定义·····	80
第四节 实证检验结果与分析·····	82
一、变量描述性统计·····	82
二、两类代理成本与过度投资的检验·····	84
三、市场化进程、双重代理成本与过度投资的检验·····	85
第五节 稳健性检验·····	88
第六节 结论·····	89
<b>第七章 公司治理环境、控制权私人收益与过度投资的实证检验·····</b>	<b>90</b>
第一节 引言·····	90
第二节 理论分析与研究假设·····	92
第三节 研究设计·····	96
一、样本选择与数据来源·····	96
二、模型设计与变量定义·····	97
第四节 实证检验结果与分析·····	102
一、变量描述性统计·····	102
二、控制权私有收益与过度投资检验·····	104
三、终极控制人性质、控制权私有收益与过度投资的检验·····	105
四、治理环境、控制权私人收益与过度投资的检验·····	107
五、稳健性检验·····	112
第五节 结论·····	113
<b>第八章 后股权分置时期大股东行为与公司资本投资的实证检验·····</b>	<b>115</b>
第一节 引言·····	115
第二节 理论分析与研究假设·····	116



第三节 研究设计 .....	120
一、样本选择与数据来源 .....	120
二、模型设计与变量定义 .....	120
第四节 实证检验结果与分析 .....	122
一、变量描述性统计 .....	122
二、股权分置改革、两权分离与过度投资的回归检验 .....	125
三、股权性质、股权分置改革与过度投资的回归检验 .....	127
四、股权分置改革与自由现金流的过度投资：公司治理的 作用 .....	128
五、稳健性检验 .....	131
第五节 结论 .....	132
<b>第九章 基于我国制度背景的资本投资与公司价值的实证研究</b> ...	<b>133</b>
第一节 引言 .....	133
第二节 理论分析与研究假设 .....	135
第三节 研究设计 .....	139
一、样本选择与数据来源 .....	139
二、模型设计与变量定义 .....	140
第四节 实证检验结果与分析 .....	143
一、变量描述性统计 .....	143
二、政府控制性质、管理者权力与公司资本投资价值的检验 .....	145
三、政府控制性质、两权分离与公司资本投资价值的检验 ...	146
四、市场化进程对公司资本投资价值影响的检验 .....	148
五、市场化进程、政府控制性质与公司资本投资价值的检验 .....	154
六、稳健性检验 .....	155
第五节 结论 .....	155
<b>第十章 研究结论与启示</b> .....	<b>157</b>
第一节 研究结论 .....	157
第二节 启示与建议 .....	160
<b>参考文献</b> .....	<b>163</b>
<b>后记</b> .....	<b>177</b>

# 第一章

## 导 论

### 第一节 研究背景

公司投资中的资本配置效率一直是公司财务理论关注的基本问题。Modigliani and Miller (1958) 的 MM 定理开创了公司微观投资理论研究的先河，他们所描述的完美世界中，公司的投资、融资和股利政策分别是独立的，公司的投资支出总额也仅由公司面临的投资机会集决定，与其他因素无关。然而，回到现实世界里，公司的资本投资决策深受信息和代理问题的重要影响，投资作为公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础，将直接影响公司的融资决策和股利，从而影响公司的经营风险和价值。因此，研究公司的资本投资决策对更好地理解其他的公司财务决策具有重要的意义。Berle and Means (1932) 认为，在股权分散情况下公司治理的重点是管理者与外部股东之间的代理冲突，由于能够从控制更多的资源中获取私人收益，管理者具有进行无效率的规模扩张、过度投资的倾向 (Jensen, 1986; Stulz, 1990)。随着公司治理研究从具有典型股权分散结构的国家向其他国家的不断延展，世界范围内越来越多的研究证实了大多数公司中存在控制性股东，股权相对集中 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002)。在集中的股权结构下，控制性大股东与外部中小股东之间的代理冲突取代传统的管理层与股东之间的委托—代理问题，成为公司治理研究的重点问题，居于公司决策主导地位的控制股东及其代理人，以追求私人收益而非价值最大化的资源性投资扩张形成了控制权收益的重要来源 (Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000)。可见，在公司规模的选择上，控



股股东与管理层都具有追求规模扩张的动机，都容易出现过度投资问题。信息不对称与代理问题的程度内生于一个国家特定的制度环境与公司治理水平。

我国证券市场是一个处于转型期的新兴市场，上市公司股权相对集中，上市公司存在管理者与股东、控制性大股东与中小股东之间的双重代理问题，加之公司内部权力配置失衡，政府控制与干预严重，公司内部治理机制薄弱，尽管我国上市公司治理水平呈逐步完善的趋势，但总体水平仍然较低（南开大学公司治理评价课题组，2008），难以对管理者及控制性股东为追求私人收益而损害公司价值进行的过度扩张行为形成有效约束与监督。作为转轨经济背景下的弱法制环境国家，我国的投资者保护制度、会计准则，以及政府的质量等，在世界范围内又处于相对落后的位置（Allen et al.，2005），外部治理环境整体上的不完善与区域间的不平衡共存。制度转型和治理弱化的内外条件可能造成公司投资的非市场化动机和背离理性预期的行为。因此，从我国的特定制度背景出发，研究上市公司的双重代理冲突、政府控制及治理环境对公司资本投资决策及其对公司价值的影响具有重要的理论价值。同时，对于我们进一步阐明我国上市公司投资决策的非效率成因，规范特有治理结构下的公司投资决策模式，改进上市公司的治理结构和健全中小投资者的法律保障体系等方面也具有重要的现实意义。

## 第二节 研究内容与框架

### 一、研究内容

本书主要研究我国特定的制度背景对公司资本投资与公司价值的影响，具体各部分内容安排如下：

第一章：导论。主要介绍研究背景、研究内容与研究框架、研究思路与方法及创新点。

第二章：概念界定、理论基础与文献综述。在对相关概念进行界定的基础上，阐述研究中涉及的理论，在此基础上从公司资本投资的影响因素、资本投资效率检验、资本投资与公司价值三个方面对国内



外文献进行回顾与评述。

第三章：最终控制人性质、两权分离与公司资本投资的实证研究。本书基于最终控制人性质与政府控制层级研究控股股东的控制权与现金流权分离对公司资本投资的影响。研究发现，控股股东的两权分离程度加剧了公司的过度投资行为，并且在国有控制公司尤其是地方政府控制的公司中，两权分离导致的过度投资问题更加严重。

第四章：大股东控制下的管理层激励与公司资本投资的实证检验。本书基于我国上市公司大小股东间严重代理冲突、控股股东政府性质，以及股权分置改革的制度背景，研究了控股股东两权分离程度及其性质对于管理层激励抑制过度投资效应的影响。研究发现，不论是货币薪酬激励还是管理层持股激励都起到了抑制过度投资的作用，但上市公司控股股东的两权分离程度会削弱管理层激励的这种治理效应；而且，公司的政府控制性质在弱化管理层激励抑制过度投资作用的同时，还会强化控股股东两权分离对管理层激励效应的负面影响。考虑股权分置改革影响的进一步研究表明，股权分置改革强化了管理层激励对于公司过度投资的抑制作用，同时又弱化了控股股东的两权分离对管理层激励治理效应的负面影响。

第五章：管理者权力、管理层激励与公司资本投资的实证检验。本书在上一章得出管理层激励具有抑制过度投资的治理效应的基础上，进一步检验我国上市公司中管理者权力和国有控制性质如何影响管理层激励对过度投资的治理效应。研究表明，管理者权力和国有性质不仅导致了更加严重的过度投资行为，还弱化了管理层激励对过度投资的治理效应，在国有上市公司中，管理者权力对管理层激励效应的抑制作用更强。

第六章：公司治理环境、代理成本与公司资本投资的实证检验。本书在双重代理成本的分析框架下，实证检验了公司治理环境和代理成本对过度投资行为的影响。研究表明，我国上市公司因过度投资存在很强的投资现金流敏感性，两类代理成本均加剧了公司的过度投资行为；而公司治理环境在抑制公司过度投资的同时，也降低了双重代理成本对公司过度投资的影响。

第七章：公司治理环境、控制权私人收益与过度投资的实证检验。本书将控制权私有收益科学合理地划分为合理控制权私有收益和超额控制权私有收益，分别考察其与过度投资之间的关系，以及这种关系



是否受公司终极控制人性质的影响，进而检验治理环境的改善能否抑制超额控制权私有收益所导致的过度投资行为，以及公司治理环境的这种治理作用是否与公司终极控制人性质有关。研究发现，合理控制权私有收益与过度投资显著负相关，超额控制权私有收益与过度投资显著正相关，相对于合理控制权私有收益，控股股东追求超额控制权私有收益所导致的过度投资更严重。进一步研究发现，合理控制权私有收益和超额控制权私有收益与过度投资之间的关系会受到公司终极控制人股权性质的影响。公司治理环境的改善能够有效抑制超额控制权私有收益导致的过度投资行为，但上市公司的国有性质弱化了公司治理环境的这种治理效应。

第八章：后股权分置时期大股东行为与公司资本投资的实证检验。本书实证研究上市公司的资本投资行为在股权分置改革前后的变化，从公司资本投资的角度检验股权分置改革的成效。研究结果表明，股权分置改革降低了公司自由现金流的过度投资，抑制了两权分离对自由现金流过度投资的影响，并且股权分置改革的这一效果在非国有公司中更加显著。进一步研究发现，股权分置改革通过改善公司治理降低了自由现金流的过度投资，抑制了两权分离对过度投资的影响。

第九章：基于我国制度背景的资本投资与公司价值的实证研究。本书基于我国制度背景中的控股股东两权分离、管理者权力、政府控制性质和市场化进程研究上市公司资本投资对公司价值的影响。研究发现，终极控制股东的两权分离程度与管理者权力强度均降低了公司资本投资的价值，且这种负面影响在政府控制公司中更为严重；市场化进程有利于提升公司资本投资的价值，但市场化进程的这种积极作用在政府控制的公司中较弱。

第十章：研究结论与启示。本书主要总结以上各章的研究结论，针对我国上市公司优化资本投资及提升公司价值提出一些启示和建议。

## 二、研究框架

本书的整体研究框架，如图 1-1 所示。

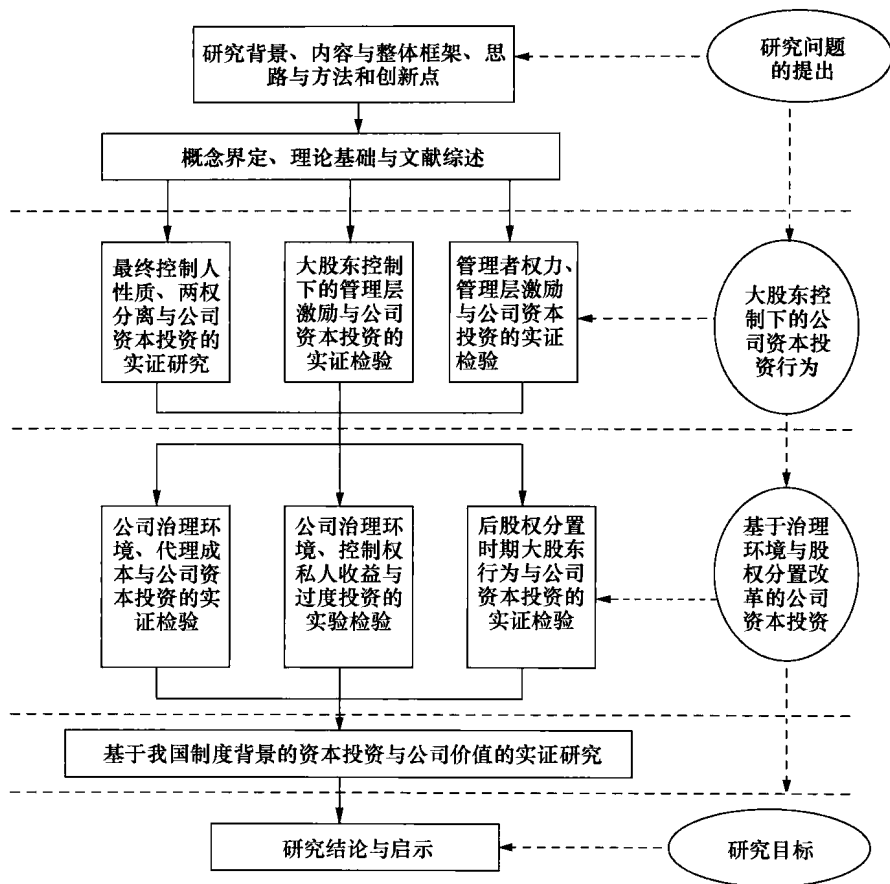


图 1-1 研究框架

### 第三节 研究思路与方法

#### 一、研究思路

本书主要研究我国特定的制度背景对公司资本投资行为及其价值的影响，遵循在理论分析的基础上提出研究假设，进而构建研究模型，最后用我国上市公司的公开数据进行实证检验的思路展开。研究内容主要包括理论分析和实证检验两部分。理论分析主要包括：一是从大股东控制下的管理者和控制性大股东追求个人私利对资本投资及公司

价值的影响；二是分析外部治理环境（市场化进程、股权分置改革）对大股东控制下的资本投资及公司价值的影响。实证检验首先从我国大股东控制背景下，检验控制性股东两权分离及性质、管理者权力及激励特征对公司资本投资行为的影响；其次从外部治理环境的角度检验治理环境对内部治理机制影响下的资本投资行为及公司价值关系。

通过以上理论分析和实证检验，最终揭示我国上市公司在资本投资决策方面存在的问题，得到提高公司资本投资效率，提升公司价值的启示。

## 二、研究方法

采用国际学术界通用的理论建模与实证研究相结合的方法进行研究，具体说明如下：

**理论建模：**以转型时期大股东及其代理人的利益动机和行为特质作为研究的切入点，构建公司资本投资决策模型，分析终极大股东控制下的公司资本投资行为。

**实证分析：**运用我国上市公司的财务报表数据、股票交易数据以及公司治理数据，分别从基于终极股东性质的两权偏离程度、大股东控制下的管理层激励、公司治理环境与股权分置改革等视角对我国上市公司的资本投资行为进行实证研究，进而结合公司治理环境与所有权安排检验公司资本投资与公司价值的相关性。

## 三、技术路线

采用“文献查阅与述评→理论建模→实证分析与调查研究→项目组研讨与专家会诊→提出研究报告”的技术路线，如图 1-2 所示。

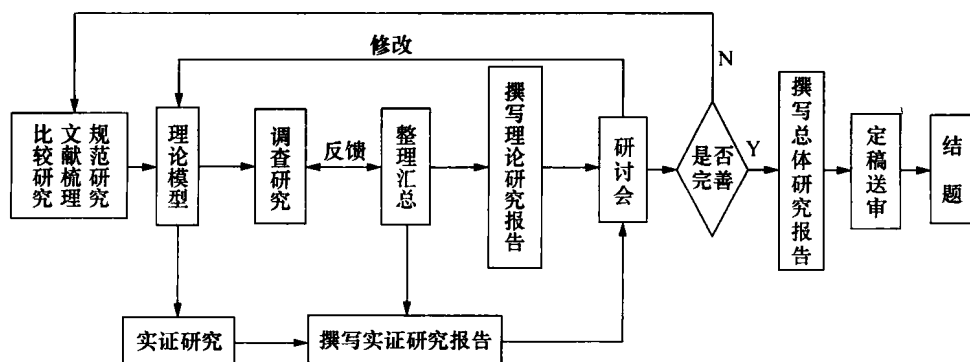


图 1-2 技术路线

## 第四节 创新点

本书的特色与创新之处在于：

(1) 国内学者虽然研究了公司股权结构对资本投资决策的影响，但已有文献尚未系统研究终极大股东的控制权与现金流权的偏离对公司资本投资的影响，本书置于大股东与中小股东代理冲突的框架下构建公司资本投资决策模型，结合最终控制人性质与政府控制层级检验终极大股东控制权与现金流权的偏离程度对公司资本投资决策的影响。

(2) 国内已有文献研究管理层激励对公司资本投资决策的影响主要是基于股东与管理层的代理冲突，而本书研究大股东控制下的管理层激励与大股东控制权冲突对公司资本投资决策的影响，同时探讨公司内部权力配置失衡导致的管理者权力问题及其对管理层激励治理效应与公司资本投资决策的影响，补充已有的研究文献。

(3) 国内现有文献主要关注微观治理机制对公司资本投资决策的影响，对公司治理环境的关注相对不足，而公司治理环境是比公司的微观治理机制更为基础的层面，本书结合公司的最终控制人性质，在检验公司治理环境与公司资本投资行为关系的基础上，进一步检验治理环境的改进是否会减少大股东控制带来的代理成本与超额控制权私人收益对公司资本投资行为的负面影响。

(4) 股权分置改革是否协调了股东之间的冲突，是否将控制大股东的利益取向导向于公司价值本身，是目前学术界验证的重点内容，本书检验股权分置改革后的大股东行为对公司资本投资的影响，为验证股权分置改革的有效性提供了一个新的视角。

(5) 国内现有文献对公司资本投资决策与公司价值相关性的直接研究文献还很稀缺，我国上市公司资本投资是否有利于提升公司的价值，公司治理环境、公司所有权安排及管理层权力对资本投资与公司价值的相关性有何影响？现有研究几乎还未涉及这些方面，本书将以上问题作为重点进行探索。

## 第二章

# 概念界定、理论基础与文献综述

### 第一节 概念界定

#### 一、资本投资

资本投资是指资本性支出或研发（R&D）支出，如购买固定资产、无形资产及相关资产的现金、权益性投资、债权性投资支出。本书将投资支出金额相对较大的投资，固定资产投资、无形资产投资及长期股权投资作为资本投资研究的对象。

资本投资效率是上市公司资本投资行为研究的核心命题，Modigliani and Miler（1958）提出，在完美的资本市场假设下，一个公司的投资决策和融资决策应相互独立，公司的投资支出总额也仅由公司面临的投资机会决定，然而，由于信息不对称与代理问题的存在，完美的资本市场很难实现，当投资项目的边际收益等于边际成本时，资本投资的收益率达到最大，资本投资效率最大。一般以投资项目的净现值是否大于零作为投资项目取舍的判别标准，当投资项目的净现值大于零时应该被投资实施，否则就会发生非效率投资行为：投资过度与投资不足。当公司投资的净现值小于零的项目时发生过度投资，而放弃净现值大于零的投资项目又导致投资不足。对企业投资效率的检验主要有两种方法：一是 Fazzari et al.（1988）、Hoshi et al.（1991）、Vogt（1994）的投资现金流敏感性模型。其基本思路是，在引入投资机会和现金流的交互项检验何种原因导致了投资与内部现金流的敏感性，当现金流与投资正相关，投资机会和现金流的交互项与投资也正相关时，说明因融资约束存在投资不足；当现金流与投资正相关，而



投资机会和现金流的交互项与投资负相关时，说明投资与现金流敏感性是由低成长的投资机会引起的，存在过度投资。二是 Richardson (2006) 构建的非效率投资模型。他将企业的新增投资支出分解为两部分：一部分为由企业成长机会、融资约束、行业、规模等因素决定的预期投资支出；另一部分即为非预期投资，即低效率投资。具体而言，过度投资为企业实际新增投资支出超出预期投资支出部分，而投资不足为企业实际投资支出低于预期投资支出部分。

## 二、控制性股东

控制性股东是指持有一定比例的公司股份，拥有公司表决权的相对多数或绝对多数，从而通过安排公司董事会等权力机构的多数席位而从实质上掌握了上市公司控制权的股东，即上市公司的控股股东，本书中的控股股东、控制性大股东都为同一概念。

## 三、控制权、现金流权与两权分离

控制权依赖于投票权，包括直接控制和间接控制（通过控制其他公司而间接控制上市公司），在各控制链条上，有效的控制权为链条中的最小值，如果终极控制人通过多条控制链控制上市公司，则把各链条计算出来的控制权加总求和。现金流权是通过所有权来衡量的，为控制链中各级控制权的乘积，如果终极控制人通过多条控制链控制上市公司，则把这些乘积加总求和即得现金流权。假如控制性股东甲拥有 A 公司 11% 的股权，而 A 公司又拥有 B 公司 21% 的股权，那么我们说控制性股东甲拥有 B 公司 11% 的控制权（控制链条上的最低值），而控制性股东甲仅拥有 B 公司约 2% 的现金流权（控制链条上的乘积  $11\% \times 21\%$ ）。控制权与现金流权之间的差异为两权分离，终极控制人往往通过“金字塔”结构、交叉持股和多重股权实现控制权与现金流权的分离（La Porta et al., 1999; Faccio and Lang, 2002）。

# 第二节 相关理论基础

## 一、信息不对称理论与资本投资

当资本市场上的外部投资者因信息不对称而缺乏企业资产或投资



项目价值的充分信息时，投资者只会依据投资项目的平均价值对所有融资企业发行的股票进行估价，这种情况下，部分优质企业因其股价被市场低估可能发生投资不足，而部分劣质企业因其股价被市场高估可能发生投资过度。

Myers and Majluf (1984) 通过建立模型分析了融资中的信息不对称引起的投资不足问题，他们的模型以下列两项主要假设为前提：一是外部投资者与企业经营者信息不对称，经营者处于企业现有资产和投资机会的信息优势；二是企业经营者为现有股东的利益服务，即以现有股东财富最大化为目标。如果经营者能以高于真实价值的价格发行风险性证券时，他们就会发行这种被高估的风险性证券以最大化原有股东的财富。当外部投资者知道经营者的这种行为趋向后，自然会把企业发行诸如股票的风险性证券当成一种坏消息，当公司宣布发行股票时，外部投资者就会调整他们对企业的估价以反映新信息。如果外部新投资者不了解企业的真实价值而企业又必须通过股票为新项目融资时，股价可能被严重低估，这时新投资者获取新项目 NPV 的绝大部分而使原有股东受损，代表现有股东利益的经营者的经营者就会放弃 NPV 大于零的投资项目而发生投资不足。

当企业的外部投资者与内部经营者之间在企业投资项目的价值方面存在信息不对称时，企业可能实施 NPV 小于零的项目，发生投资过度现象。Narayanan (1988) 认为，当信息不对称只涉及新项目的价值时，会发生投资过度现象，即 NPV 小于零的项目也可能被实施。其原因是，当可观察信号只是项目是否被实施时，通过项目的 NPV 将所有公司进行完全分离是不可能的，形成的市场均衡是包含许多具有不同的以平均价值估价发行股票的净现值项目的混合均衡，项目的 NPV 较低的企业可以从发行被高估的股票中获利，企业从发行被高估股票中所获得的收益可能会弥补 NPV 小于零的项目所造成的损失，当企业以 NPV 为依据选择项目时就会存在一个 NPV 为负的阈值 (cut-off)，企业将会接受所有 NPV 大于这一值为负数的阈值的投资项目，发生投资过度现象。

## 二、代理理论与资本投资

现代企业中，委托—代理关系广泛地存在于债权人与股东之间、管理者和股东之间以及控制性股东与中小股东之间。然而，上述委托—代理关系中，双方不可避免地存在着矛盾冲突，并可能对资本投





资产产生重要影响。

### 1. 债权人—股东冲突与资本投资

债权人将资金借与股东开展经营活动，并按照合同规定在一定的期限内要求返还本金并支付利息；股东则委托管理者负责企业的日常经营管理，以实现企业资产的保值增值。当企业以债务融资契约形式融入资金后，由于债权人与股东效用函数的不一致性和契约的不完全性，二者之间同样会存在利益冲突，代表股东利益的经营管理者就会实施有利于股东而有损于债权人的决策。如果资本市场上的投资者是理性预期者，债权人将能正确预期到股东在发行负债后将要采取的行动，结果债权人只愿为债权凭证支付较低的价格或增加限制性条款，导致举债成本的上升。

Jensen and Meckling (1976) 认为，当举债融资比例较高时，股东具有强烈动机从事那些高风险高收益的项目，从而产生资产替代行为。债务的资本成本是合同契约事先约定的，债权人只能按固定的利率获取利息，投资项目的盈利超过利息的部分将全部归股东所有。在举债融资的情况下，如果某项投资取得较好的收益，在负债面值以上的收益将归股东所有；当投资项目失败时，本应由股东承担投资决策失误带来的全部损失，然而，由于有限责任，股东只承担其出资额范围以内的责任和风险，股东出资额以上的损失由债权人承担。因此，企业通过负债方式取得部分资金时，由于有限责任，股东有可能在进行投资决策时放弃低风险低收益的项目而选择高风险高收益的项目，从而产生资产替代问题。由于股东与债权人之间收益与风险分摊的非对称性，即使从事风险投资使企业价值下降，股东仍然可能从这种冒险项目中获得好处。因此，股东存在从事资产替代行为的动机，并且负债融资比例越大，股东选择高风险项目的资产替代动机越强烈。

资本市场的债权人通常会会对这种融资契约签订后的资产替代风险产生预期，因此会在契约签订前增加提供融资的筹码，包括提高借款利率、信贷配给或对投资或融资施加限制性条款等。Nini et al. (2009) 实证研究债权人与债务人利益冲突对企业投资政策的影响发现，资本性支出的限制条款与利息率、抵押要求等其他契约条款的运用一样普遍，32% 的信贷契约包含明确的资本性支出的限制条款，债权人在债务人信用质量恶化时更倾向采用资本支出的限制性条款。他们同时发现，资本性支出的限制性条款降低了公司的投资支出，获得附有资本支出限制条款新契约的企业，其未来的市场价值与经营业绩