

中国现实经济热点问题系列



中国上市公司投资行为研究

On Investment Behavior of China's Listed Companies

周伟贤 田 婧 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国现实经济热点问题



中国上市公司投资行为研究

On Investment Behavior of China's Listed Companies

周伟贤 田 婧 / 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司投资行为研究/周伟贤, 田婧著. —北京: 经济管理出版社, 2011. 10
ISBN 978 - 7 - 5096 - 1629 - 1

I. ①中… II. ①周… ②田… III. ①上市公司—投资—经济行为—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 204592 号

组稿编辑: 杜 菲
责任编辑: 杜 菲
责任印制: 杨国强
责任校对: 曹 平

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: 北京京华虎彩印刷有限公司
经 销: 新华书店
开 本: 720mm × 1000mm/16
印 张: 12. 75
字 数: 176 千字
版 次: 2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 1629 - 1
定 价: 42. 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

序

对于社会而言，投资是拉动宏观经济增长的引擎，是推动社会发展和进步的重要保障。对于企业而言，没有投资就没有发展，投资是寻找新的赢利机会的惟一途径，贯穿于整个企业经营的始终。基于此，考察和研究投资行为既可以从宏观层面上进行，也可以进一步细化到对企业个体行为的研究，这也是公司金融在国际学术界盛行的一个主要原因。在关于公司金融的研究中，投资决策已成为当前学术界研究的热点和难点。

长期以来，西方经济学界对公司金融理论的研究不断深入。从拉克的加速器投资理论、杜森贝里的旧流动性投资理论、约根森的新古典投资理论和托宾的 Q 理论，直到 20 世纪 70 年代开始的资本结构理论、代理成本理论、公司治理结构理论和融资约束理论等，相关领域的理论及其实证研究日趋丰富。近年来，西方公司金融理论不断发展推动着国内学术界开展相应的分析和研究，国内关于公司金融领域的研究成果日趋增多。在此环境下，作者以国内上市公司投资行为作为研究的出发点，既与当前公司金融理论的发展相适应，又与自己的投融资实践经验相结合，是一个理论与实际高度结合的选题。

与西方资本市场相比，我国的资本市场尚处于初步发展阶段。国内资本市场中，占据主导地位的仍是由国有企业演化而来的上市企业。从国有企业的情况看，我国国有企业的治理模式属于典型的政府主导

型治理模式，其在股权结构、内部治理机制、外部治理机制方面的特点和缺陷，导致了严重的“内部人控制”问题与过多的“婆婆加老板”的干预问题并存现象。这就决定了中国国有企业的公司治理改革面临着一个两难选择：给企业经营管理者以充分的经营自主权是必要的，它可以带来企业效率的提高，但同时也可能导致较严重的“内部人控制”，导致股东利益的损失；国家作为大股东对企业进行监督和控制是必要的，但国家及其代理人所具有的特殊地位又使这种监督和控制难免带有行政色彩，导致对企业过多或不恰当的干预。在国有企业股份制改造之后，中国独特的公司治理文化和股权结构主导下的公司行为与经典的财务理论可能并不一致，特殊的制度安排使上市公司的治理结构存在一些与生俱来的缺陷，它们带来了居高不下的委托代理成本。本书紧扣上市公司投资行为这一主题，就非效率投资、多元化投资、募集资金投向变更等投资相关问题展开集中研究，既能较好地依托经典投资理论，又能客观地结合中国特殊的公司治理背景展开深入分析。

研究上市公司的投资行为可以从很多角度入手。本书将考察上市公司在投资过程中存在的主要行为特征，进而考察这些投资行为特征的影响因素作为研究的主体，不仅有助于我们更好地认识我国上市公司投资存在的主要问题及其原因，对于优化我国上市公司的投资行为将起到一定的指导作用，而且可为上市公司优化投资决策、实现公司价值最大化提供合理的实证依据。

从本书研究的三大主题看，上市公司投资效率的低下，源于其投资行为很多时候并不是以效率为出发点的。考察企业的非效率投资问题时，不仅应考察企业是否存在过度投资，更应注意企业是否有投资不足的现象。这与当前很多企业投资过度、同时资本市场上又有很多企业融资后去进行非实体经济投资的现象是一致的。本书以公司微观

基本面因素为基础，结合股权或治理方面的影响因素来考察影响企业投资的决定因素，对非效率投资问题给出较全面和客观的解释。在多元化投资的研究上，本书根据国内非金融类上市公司的面板数据，以三种方法对上市公司的多元化程度进行了衡量，从七个方面研究了公司基本面因素对上市公司多元化投资的影响。根据成长性和企业盈利状况的差异，本书进一步研究了不同区间下这些指标对多元化影响的变化，这种区分有助于更好地分析多元化的不同制约条件，并据此分析成长性企业和财务困境企业不同的多元化战略需求。在募集资金投资方向变更的研究上，本书从三大方面研究了上市公司首发募集资金投资方向变更的影响因素，并得出了相应的研究结论。

综观本书，可以看到作者侧重于从基本面和代理问题对上市公司投资行为进行探讨，可谓是内外结合、主次结合。在委托代理理论、代理成本理论、公司治理理论等的视角下，对目前学术界未能解决的一些关键问题进行了拓展并开展了原创性研究，尤其是对投资过度与不足的衡量、多元化投资的成因、募集资金投向变更的预测等方面都弥补了现有研究存在的不足，是对国内上市公司投资行为研究的进一步深化。

当然，本书也存在一些不足之处。诚如作者所言，上市公司的投资行为之间可能是相互影响的，就某一侧面或某一角度的研究虽然可能加深对这一问题的看法，但也容易忽略其他因素的影响。鉴于企业投资行为的复杂性，系统地研究各种投资行为之间的关系、投资行为与内部基本面、外部市场环境之间的关系仍是未来进一步的发展方向，我期待本书的出版成为作者对投资问题展开进一步研究的新起点。

黄速建

2013. 7. 8

前 言

在经济体制转轨的宏观背景下，我国上市公司的投资行为存在多方面的问题，如投资过度、投资不足、盲目多元化、变更投资方向和关联投资等。造成上述现象的原因主要在于大股东的控制权收益、管理者的实际控制利益、历史性与制度性的产权缺陷、融资软约束和董事会、监事会治理约束功能低下以及市场约束的缺乏等。

针对上述现象，本书对我国上市公司的投资行为进行较为深入和系统的研究。以我国上市公司财务数据为基础，采用归纳、比较和实证分析等方法，对我国非金融类上市公司投资过度 and 投资不足等行为进行科学衡量，对上市公司多元化投资、上市公司募集资金投向变更等投资行为进行了深入分析，在此基础上发现影响中国上市公司投资行为的主要决定因素，并根据分析结果提出解决中国上市企业投资问题的对策和措施，以求在实践中为上市企业优化投资行为、提高投资效率提供理论指导。

经研究分析，本书得出的主要结论是：

第一，我国非金融类上市公司较为普遍地存在非效率投资现象，其中投资不足的样本数要多于投资过度的样本数，表明投资不足问题可能更为严重。公司的基本面因素是决定企业投资过度或投资不足的最基本因素，其中资产增长率、债务期限结构、现金流和企业年龄这四个主要因素是决定企业非效率投资行为的最基本因素，股权变量虽

然可能有影响，但相对而言并不重要。

第二，不同上市公司之间的多元化程度存在着较大差异。在以 $\ln(N)$ 为因变量时，投资规模和资产收益率与投资多元化负相关，资产负债率和企业年龄与投资多元化正相关；分别以 H 和 EDI 为因变量时，则企业规模、资产收益率、企业年龄对多元化具有显著影响，其中企业规模与多元化负相关。进一步区分了不同的成长区间和盈利区间后发现，不同情况下不同的指标具有不同的影响。当考虑了股权的影响之后，部分基本面因素可能会对以熵指数衡量的多元化产生一定的影响。

第三，在上市公司首发募集资金投资方向变更的影响因素方面，企业上市前盈利水平、上市时成长性和上市首日市净率与投资变更概率显著正相关，企业规模和上市首日换手率与投资变更概率显著负相关，股权结构指标对投资变更概率没有显著影响。通过对各指标进行组间均值检验研究，结果发现净资产收益率、资产规模、首发融资额对数、融资额/总资产、Tobin Q 、上市首日市净率、上市首日换手率和流通股比例这八个指标存在显著差异。

根据上述结论，本书提出相应的对策建议：

第一，与过度投资相比较，投资不足问题应引起更多的重视。这就需要进一步发挥债务对企业投资的约束功能，在关注企业自身微观基本面因素的基础上，进一步改善上市公司的股权结构。

第二，企业应该慎用多元化战略，做到生命周期的顺利衔接与发展，从而保证企业的长盛不衰。同时，进一步完善多元化的外部约束机制，加强债权人保护，发挥债务治理功效。

第三，针对上市公司变更募集资金投向的现象，应加强对企业上市发行前的财务审查，加大上市公司股票发行特别是募集资金投资项目和投资效益的审核力度，增加有关变更募集资金的约束机制，并强

化市场信息披露的准确性和及时性。

第四，要治理上市公司的非理性投资，就必须采用各种直接或者间接的手段对其投资行为进行约束，如进一步优化股权结构，提高管理者素质，完善管理者股权激励机制，完善公司治理结构，建立理性、科学和规范的投资决策制度，硬化分红约束，倡导理性分红文化，实施资金运用的动态考察，发挥机构投资者功能，培养理性投资理念等。

本书的主要贡献是：对上市公司投资过度和投资不足进行科学度量，填补了现有研究的空白，对上市公司多元化投资的成因、募集资金投向变更的预测等方面的研究，弥补了现有相关研究存在的不足，进一步丰富和发展了公司投资理论。本书根据研究结果所提出的对策和建议，对于优化我国上市公司投资行为，提升公司投资效率，实现上市公司价值的最大化具有较强的指导作用。

目 录

第一章 导论	1
一、选题意义	1
二、文献回顾	4
三、研究内容与研究方法	8
四、创新与不足	12
第二章 上市公司投资行为研究的理论基础	15
一、传统企业投资理论	15
二、委托代理理论与企业投资	23
三、资本结构理论与企业投资	29
四、融资约束理论与企业投资	35
五、小结	42
第三章 我国上市公司投资的一般分析	44
一、我国上市公司投资存在的主要问题	44
二、我国上市公司投资问题的原因分析	53
三、小结	66
第四章 上市公司投资过度与投资不足的实证研究	67
一、文献回顾	67
二、研究设计	72
三、投资影响因素的实证回归	83

四、投资过度与投资不足的实证回归	90
五、小结	99
第五章 上市公司多元化投资因素的实证研究	101
一、多元化与企业价值	102
二、文献综述	104
三、研究变量及模型设计	110
四、描述性统计研究	121
五、公司基本面因素与多元化投资的实证研究	129
六、股权因素与多元化投资的实证研究	137
七、小结	143
第六章 上市公司变更募集资金投向的实证研究	145
一、文献回顾	145
二、研究设计	151
三、实证研究	156
四、小结	162
第七章 结论与对策建议	164
一、主要研究结论	164
二、上市公司非效率投资行为的治理	168
参考文献	172
致谢	189

第一章 导 论

一、选题意义

投资决策作为公司的三大财务决策之一，不仅涉及资金的筹集问题，即投资资金的来源问题，而且涉及资金的配置效率问题，即筹集的资金如何有效利用的问题。投资收益的不确定性和企业债务融资的还本付息形成了不确定的现金流入与确定的现金流出的矛盾，两者的不匹配问题形成了公司的财务困境。因此，较之公司的其他两大财务决策——融资决策和股利决策，投资决策更加复杂和困难，因而成为现代财务管理研究的热点和难点。

在完美的资本市场条件下，公司的投资决策与资本结构无关（Modigliani & Miller, 1958）。但是 Jensen 和 Meckling（1976）指出，由于信息与激励缺陷的存在，企业的管理机构直接影响公司的投资决策。信息不对称、代理成本的引入使得公司投资的决定因素得到了进一步的拓展，也使得人们开始从股权结构、公司治理角度来探讨它们对公司投资的影响。近年来，我国学者对上市公司的投资行为的研究主要集中在投资效率和融资约束上，而对公司投资水平与股权结构、公司治理之间关系的实证探讨并不多。周杰（2005）研究了我国上市

公司管理层股权结构如何影响公司投资，结果表明我国上市公司存在过度投资的行为，而董事长与总经理持股有助于改善企业的投资行为，减少企业的过度投资。但魏锋和冉光和（2006）发现，无论有无控制变量，管理层持股比例对公司投资的影响都不显著。饶育蕾和汪玉英（2006）则发现第一大股东持股比例与投资—现金流敏感度之间存在显著的负相关，并且当第一大股东是国家股时，负相关系数更大。由于我国的证券市场和上市公司的治理结构都有别于西方企业，上市公司的股权结构更是异常复杂，这些对企业的投资水平会不可避免地产生重要的影响。

从现实情况看，经过三十多年的改革，以价值最大化为核心的企业理念日趋形成，企业的投融资决策开始向理性与规范化迈进。然而，我国上市公司是在政府行政力量主导下，通过否定、改造计划经济的企业制度，采用逐步推进与逐渐介入的方式而产生的，特殊的制度安排使上市公司的治理结构存在一些与生俱来的缺陷，它们带来了居高不下的委托代理成本，致使上市公司经营效益低下、盈利能力萎缩。2007年3月19日，中国证监会发布的通知指出，上市公司募集资金的使用必须符合相关法规规定，禁止上市公司挪用募集资金参与新股配售、申购，或用于股票及其衍生品种或可转换债券等的交易，这针对的就是上市公司滥用现金流的非理性投资行为。在中国特色的大背景下，多数中国上市公司不缺资金，缺的是真正意义上的好项目，缺的是对可能投资的项目进行的尽可能的分析选择，以达到投资收益最大化。上市公司在投资决策上表现出相当的非理性成分，最主要的就是经常讨论的过度投资和盲目多元化投资，前者体现的是投资总体水平的失衡，后者体现的是投资结构失衡。

从根本上说，上市公司投资效率的低下，源于其投资行为多数情况下并不是以效率为出发点。作为中国企业中的佼佼者，我国的上市

公司虽然具有上市所带来的融资便利和相对较好的公司治理，但在转轨时期的独特市场背景下，这些优势远远未能真正完全有效地得到发挥，不少上市公司的投资行为往往体现为急功近利地扩大企业规模、只注重眼前利益，投资于那些未经严格的可行性分析、没有良好远期收益且不能可持续发展的项目上，因而投资失败的现象屡见不鲜。在此背景下，对我国上市公司的投资行为进行系统的考察，必将有助于更好地验证国外的相关理论是否能用来解释我国上市公司的投资行为，从而真正做到理论联系实际、理论指导实际。

一般而言，研究上市公司的投资行为可以从多角度入手，如投资与现金流的关系、投资与股权结构的关系、投资行为的绩效等。本书认为，研究上市公司的投资行为首先必须分析和归纳上市公司在投资过程中的主要行为特征，在此基础上考察这些投资行为特征受到哪些基本因素的影响，并进一步考察这些基本因素对投资的影响程度，从而针对这些分析提出规范企业投资行为、提升投资效率的对策与建议。

从理论意义上看，本书系统归纳了中国上市公司投资行为的主要问题，在此基础上侧重于基本面和代理问题对其原因进行探讨，做到内外结合、主次结合；在具体的研究方法上，对上市公司投资过度和投资不足进行科学度量填补了现有研究的空白；对上市公司多元化投资的成因、募集资金投向变更的预测等方面的研究弥补了现有相关研究存在的不足，从而进一步丰富和发展了公司投资理论。

从现实意义上看，本书将有助于更好地考察我国上市公司投资存在的不足和缺陷，对产生这些问题的原因分析也有助于相应的决策者和管理者对此产生足够的认识和重视，并采取相应的措施和对策。这

对于优化我国上市公司投资行为、提升公司投资效率，从而实现公司价值最大化具有较强的实践意义。

二、文献回顾

早期的西方投资理论形成于 19 世纪 70 年代初到 20 世纪 50 年代末，主要是以 Clarke (1917) 为代表的朴素加速器理论，后经 Chenery (1952) 和 Koyck (1954) 等人的发展而成为西方最早的投资决策理论。20 世纪 60 年代初期 Jorgensen (1963; 1966; 1967; 1971) 将新古典生产函数引入企业投资函数中，承认资本和劳动投入之间替代的可能性，运用连续时间的动态最优模型来描述企业的投资行为，产生了新古典投资理论，标志着现代企业投资理论的形成。此后，Tobin (1969) 提出了著名的 Q 理论。

自 20 世纪 70 年代开始，委托代理理论、非对称信息理论、契约理论、公司治理结构理论逐步运用于现代企业投资领域的研究，为投资理论的发展掀开了新的篇章。同时，也为上市公司投资行为及其成因的研究提供了强大的理论支撑。在企业的委托代理理论中，Jensen 和 Meckling (1976) 分析了企业股权融资的代理成本。

Jensen 1986 年的研究成为投资过度研究的重要理论基础。他所发表的题为《自由现金流量的代理成本、公司财务与收购》的文章正式提出“自由现金流量”这一概念，并且把它定义为“企业现金中满足以资本成本进行折现后 $NPV > 0$ 的所有项目所需资金之后的那部分剩余现金流量”。自 Jensen 提出该假说后，学术界对其进行了大量的实证检验。包括 Lang 和 Lizenberger (1989) 从股利政策角度进行了实证

检验,提出了“过度投资假设”(Over-investment Hypothesis)^①;Vogit(1993)引进Q与现金流的相互影响变量后,实证结果支持管理机会主义假说。Carpenter(1994)根据债券约束理论引进了负债变量后进行回归检验,结论表明大多数公司利用债券融资来增加投资,而不是作为监管经理人的手段。

Myers(1984)与Myers和Majluf(1984)则从信息经济学理论方面对投资问题提出了另一种解释,他们认为,在企业外部投资者和内部管理者之间存在着有关企业现有资产价值或企业投资项目的预期现金流收益方面的信息不对称时,企业为实施投资项目所发行的融资证券有可能在资本市场上被投资者高估或低估,企业融资证券的高估或低估会导致企业投资决策中的过度投资或投资不足行为的发生。

除了对投资过度与不足进行分析外,上述理论也适用于对其他投资行为的分析,如投资的多元化问题。从企业多元化投资的理论解释出发,多元化投资的实证研究主要围绕公司基本面因素、制度环境因素、行业因素、公司治理因素来进行。如Amihud和Lev(1981)对管理者控制型公司与股权分散型公司的比较。Denis和Sarin(1997)对公司多元化程度与高管和董事会持股关系的研究。Sheng-Syan Chen和Kim Wai Ho(2000)对多元化与委托代理问题的研究。Liu Yang(2004)对治理水平与多元化经营战略的研究。所有这都可以说是投资理论进一步的解释领域。

鉴于传统体制下固有的预算软约束和强烈的扩张冲动以及投资低效率,投资问题在国内受到了很大的关注,这些研究体现在三个方面:一是研究企业非效率投资的表现,如盲目多元化、盲目资本运营、盲

① 过度投资公司股利政策的变更,改变的是投资者对公司未来投资于净现值小于零的项目规模的预期,在其他条件不变时,股利增加可以降低未来过度投资水平,从而提高公司价值,股利降低会有相反的结果。

目投机、“不自量力”、“为所欲为”、“任人宰割”等等；二是关注投资的融资约束问题，即企业的投资形成资金需求，由此内部现金流会制约企业的投资，而债务也会形成对投资的约束，因为债务杠杆的提高将带来未来融资的困难；三是研究企业投资的效率问题，主要是研究企业多元化投资与企业绩效的关系，对此的研究基本上指出多元化会带来企业价值的损失。

在过度投资研究方面，周杰（2005）、魏锋和冉光和（2006）、饶育蕾和汪玉英（2006）的研究大多在一般的层面上来考察影响上市公司投资行为的主要因素。另一类文献则集中于研究过度投资问题，通过确定过度投资的衡量指标，进而考察资本结构、自由现金流量、公司治理因素对过度投资的影响。其中，李鑫（2007）、张功富（2007）、胡建平和干胜道（2007）、罗琦、肖文翀和夏新平（2007）从现金流角度，刘昌国（2006）、李鑫（2008）从股权结构角度，李鑫（2007）、李鑫和孙静（2008）、李维安和姜涛（2007）从公司治理角度，范从来和王海龙（2006）、赵红梅和蒲蓉（2008）、王艳辉和杨帆（2007）从资本结构角度，分别对公司过度投资的影响因素方面进行了相应的实证研究。

1997年，鉴于我国企业多元化经营的高潮和韩国大企业集团受到亚洲金融危机的冲击，促使我国理论界开始对企业多元化经营战略进行研究，其中投资多元化问题同样受到了较多关注。在此阶段，学者主要研究企业投资多元化对企业经营状况、经营绩效的影响，如刘力（1997）。近年来，一些学者开始进一步将研究视角投入到多元化投资的决定因素方面，这些研究包括易行健、杨碧云和聂子龙（2003）、饶茜和唐柳（2004）、周晓燕（2004）、秦拯、陈收和邹建军（2004）、王化成和胡国柳（2004）等人。

此外，国内上市公司还有一个非常特殊的现象，那就是上市公司