

郝颖◎著

大股东控制下的 中国上市公司 投资行为特征研究

Listed
Company



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

国家自然科学基金项目
(项目批号:70772100)的阶段性成果

大股东控制下的中国上市公司 投资行为特征研究

郝颖 著

 **中国经济出版社**
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东控制下的中国上市公司投资行为特征研究/郝颖著.
-北京:中国经济出版社, 2009.5
ISBN 978-7-5017-8717-3

I. 大… II. 郝… III. 上市公司-投资-经济行为-研究
-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 112448 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037, 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 苏耀彬 (电话: 010-68354197)

责任印制: 石星岳

封面设计: 白朝文

经 销: 各地新华书店

承 印: 潮河印业有限公司

开 本: A5

印张: 7.5 字数: 160 千字

版 次: 2009 年 5 月第 1 版

印次: 2009 年 5 月第 1 次印刷

印 数: 2000 册

书 号: ISBN 978-7-5017-8717-3/F·7690

定价: 20.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 由我社发行部门负责调换,
电话: 68330607

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282 国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878



前 言

自 Modigliani 和 Miller(1958)在新古典范式下提出著名的 MM 定理以来,西方学者逐步放宽 MM 定理的新古典假设,修正“无关性”命题的适用范围,在现实条件下不断丰富和发展了现代公司财务理论。Jensen 和 Meckling(1976),Myers 和 Majluf(1984)先后从代理问题和信息不对称方面修正了企业融资选择与投资效率无关的命题,对企业投资的理论研究进行了拓展。近二十年来,公司治理研究在世界范围内的深入和行为公司财务理论的兴起,不仅重塑和发展了传统公司财务研究的理论假设,而且越来越呈现出在治理机制与财务决策主体行为特征相结合的框架内探索企业投资行为机理的崭新研究视角。

近年来,企业投资问题的研究越来越受到了国内学者的关注。但由于起步较晚,国内在该领域的研究要么拘泥于新古典财务理论框架下的传统假设,要么大都仍然沿用“传统”的委托代理思路,依据逆向选择和管理者道德风险的分析框架来研究大小股东代理冲突下的公司投资问题。具体而言:一方面,现有研究尚未充分关注转型时期治理结构中大股东及其代理人的驱利动机和行为特征对公司投资决策的影响,从而使得现有研究成果与上市公司投资行为特征之间存在着明显的差距;另一方面,大股东股权融资偏好



所面临的市场融资条件及其对企业投资行为的影响,在当前国内财务研究领域中几乎尚未涉及。

为此,本书充分借鉴了公司治理理论和行为公司财务理论的最新研究成果,立足于我国上市公司特有的股权制度安排和控制权结构现状,以转型时期大股东及其代理人的利益动机和行为特征作为研究的切入点,以投融资相关论作为展开分析的依据,将上市公司融资偏好及其市场实现条件对企业投资决策的影响纳入统一的分析框架,从公司治理理论和行为公司财务理论相融合的层面,深入探讨大股东控制下的上市公司投资行为特征及其效率问题。以期为规范上市公司治理现状下的投资行为模式,改善股票市场融资条件对公司投资行为的传导机制,提供更为深入、更为贴近转型时期公司特征的理论依据和经验证据。全文共分为九章。

第一章绪论。首先给出了本书选题的理论价值及现实意义;其次总括了本书的研究内容、逻辑思路、研究方法并对所涉及的主要概念进行了界定;最后提出了本书的几个主要创新点。

第二章企业投资问题研究的相关理论与文献评述。在简要评述新古典投融资无关论及其局限性的基础上,首先阐明了公司治理与公司财务研究相融合的理论必然性。然后通过梳理公司财务的研究文献,以企业投资问题的研究为主线,从治理结构、信息非对称和行为公司财务三个方面勾勒出本书研究的理论框架和理论依据。

第三章我国上市公司的治理结构背景与股权融资偏好的市场条件分析。本章分别对我国上市公司的治理结构特征和大股东股权融资偏好的市场条件进行解构、剖析和提炼,为本书后面章节的研究提供了现实背景。本章第一节对我国上市公司股权结构和控



制权结构现状的分析表明:在转型时期特定的股权制度安排下,由于国有股终极所有者实质上的缺位,大股东控制和内部人控制高度重叠、相互依存的格局更容易导致大股东与内部管理者的合谋寻租。本章第二节综合我国股票市价高估的现状和市场非充分有效的特征,从配股和增发两个方面探讨了二元股权结构下的市场融资条件和大股东股权融资偏好的财富分配动因。

第四章大股东控制下的内部人寻租与公司投资行为研究。笔者首先从大股东及其代理人构成的控制权利益集团内部,研究了大股东与代理人之间利益关系对企业投资行为的影响。本章基于内部人控制和寻租均能导致企业资金配置效率低下的成因阐释,在两层代理框架下构建了国有上市公司部门经营者寻租所引致的扭曲性过度投资行为模型。模型研究和扩展分析表明:经营者寻租和国有代理人补偿行为的相互作用,使得资金在企业高效和低效部门之间的配置产生结构性扭曲,容易形成越低效越寻租、越寻租越过度投资、越过度投资越低效的恶性循环机制。

第五章大股东控制下的自利动机与公司投资行为研究。基于控制权收益驱动公司资本配置行为的理论阐释,结合我国上市公司特有的股权结构及其导致的控制权分配格局,从固定资产投资和股权投资两个方面,对形成我国上市公司控制权收益的资本配置行为进行了实证研究。研究发现:上市公司资本配置行为在形成控制权收益的同时并没有通过提高公司业绩而增加控制权的共享收益,资本配置决策在很大程度上是大股东控制下的自利行为。

第六章大股东控制下的代理人过度自信与公司投资行为研究。以过度自信这一典型的高管人员非理性特征为切入点,展开大股东控制下的代理人非理性特征与公司投资行为研究。



基于我国上市公司对高管人员的股权激励模式和持股变动特征,结合我国上市公司的治理结构现状,对高管人员过度自信的驱动外因、行为特质和现实表现等进行了理论分析;对高管人员过度自信与公司投资增长水平、投资的现金流敏感性进行了实证检验。研究发现:在我国上市公司特定的控制权结构下,与其他高管人员相比,过度自信高管人员更有可能引发低效率的过度投资行为。

第七章大股东控制下的股权融资偏好与公司投资行为研究。首先基于股权融资的市场时机理论,结合我国股票市价高估、二元定价差异的市场条件和再融资政策,系统考察了大股东股权融资偏好的市场实现条件。在此基础上,将上市公司控制权特征和治理结构因素一并纳入研究设计框架,实证考察了大股东股权融资偏好实现程度对企业投资水平的影响。研究结果发现:股权融资的规模越小,企业投资水平对股票市价的敏感性越高;股权融资的规模越大,大股东和内部人控制下的公司投资行为倾向于更大规模的扩张。

第八章政策建议。针对以上各部分的研究结论,从控制权制衡机制设想、非理性投资行为的组织制约形式设计、完善股票市场上市公司投融资效率的促进机能和传导机制等方面,提出了规范上市公司投融资行为的对策建议。

第九章结论。总结了各章的研究结论,提出了本书的局限性和后续研究的设想。

综上,本书在国内外相关研究的基础上,从公司治理和行为公司财务相融合的层面,立足于我国上市公司转型时期的特征,研究的改进和创新体现在以下方面:

① 国内目前有关上市公司非效率投资的治理成因研究,几乎



都没有对大股东和内部人控制权同构下的代理层次现状进行系统梳理,研究内容也未在这一现实背景下较为深入的展开。本书从内部人控制和寻租均能导致企业资金配置效率低下的理论成因出发,在两层代理框架下构建了国有上市公司内部经营者寻租所引致的扭曲性过度投资行为模型。运用非线性规划的 Kuhn - Tucker 求解方法对模型进行了扩展分析,导出了上市公司投资资金配置的非效率机制。

② 国内目前有关治理结构影响上市公司投资行为的研究文献,大都停留于股权结构影响企业投资行为这一较为泛化的研究层面,而以上市公司控制权为切入点的进一步深入研究尚未展开。本书基于控制权收益驱动公司资本配置行为的理论阐释,结合我国上市公司特有的股权结构及其导致的控制权分配格局,运用非参数 Mann - Whitney U 检验和 GLS 回归方法,从固定资产投资和股权投资两个方面,对形成大股东控制权收益的投资行为进行了实证研究。

③ 国内学者在行为公司财务领域的研究尚处于起步阶段,对于在我国上市公司特有的治理结构下,高管人员的过度自信对企业投资决策的影响,当前的研究尚未涉及。本书在理论分析的基础上,将我国股票市场投资者非理性行为纳入约束条件,构建了高管人员过度自信下的公司投资决策模型,并通过实证研究发现:在我国上市公司大股东与内部人交替控制的治理结构现状下,与其他高管人员相比,过度自信的高管人员更有可能引发配置效率低下的过度投资行为。

④ 目前国内有关股权融资对企业投资行为的影响研究,大多是在股权融资偏好的主题研究中,作为股权融资偏好影响结果之一的形式出现,并且仍采用有效市场假设下的传统财务理论分析范式,尚未从非充分有效市场的融资条件视角,系统性的关注股权



融资对企业投资行为的影响。本书从我国股票市价普遍高估的现状、股权设置二元结构下的股票定价差异和再融资政策所形成的市场融资条件出发,较为深入和细致的检验了大股东股权融资偏好的市场实现条件,进而结合我国上市公司的控制权特征,实证考察了大股东股权融资偏好实现程度对企业投资水平的影响。

郝 颖

2008 年 12 月于重庆大学



／ 目 录 ／

1 绪 论

1.1 选题的理论价值和现实意义 / 2

1.1.1 选题的理论价值 / 2

1.1.2 选题的现实意义 / 5

1.2 相关概念界定 / 7

1.2.1 公司治理 / 7

1.2.2 控制权与所有权 / 8

1.2.3 大股东、大股东代理人 与 内部人 / 9

1.2.4 股票市场效率与股票市场融资条件 / 10

1.2.5 公司投资行为与投资效率 / 11

1.3 本书的主要内容 / 12

1.4 本书的研究框架和研究方法 / 15

1.4.1 本书的研究框架 / 15

1.4.2 本书的研究方法 / 16

1.5 本书的特色和创新 / 17

2 企业投资问题研究的相关理论与文献评述

2.1 新古典框架下的企业投资理论及其局限性 / 21

2.1.1 新古典的企业投融资 无论 / 22

2.1.2 新古典企业投资理论的局限性 / 26



2.2 基于公司治理结构的企业投资理论 / 26

2.2.1 公司治理与公司财务理论研究的融合 / 26

2.2.2 传统委托代理冲突下的企业投资行为 / 28

2.2.3 大小股东代理冲突下的企业投资行为 / 33

2.3 基于信息非对称的企业投资理论 / 39

2.3.1 股权融资的信息非对称与企业投资行为 / 39

2.3.2 债务融资的信息非对称与企业投资行为 / 42

2.3.3 融资优序原则下的企业投资行为及选择 / 43

2.4 基于行为公司财务的企业投资理论 / 44

2.4.1 行为公司财务的理论基础及运用 / 44

2.4.2 管理者非理性下的企业投资行为 / 49

2.4.3 市场非有效性下的企业投资行为 / 54

2.5 本章小结 / 57

3 我国上市公司的治理结构背景 与融资偏好的市场条件分析

3.1 我国上市公司股权制度安排与公司治理模式 / 59

3.1.1 上市公司股权特征与治理结构现状评述 / 60

3.1.2 大股东控制与内部人控制:区别与同构 / 68

3.1.3 大股东与管理者:利益冲突与合谋寻租 / 73

3.2 上市公司大股东股权融资偏好的市场条件分析 / 76

3.2.1 我国股票市场价格高估的现状与成因 / 77

3.2.2 投资者的非理性与股票市场非有效性 / 80

3.2.3 转型时期股权分置下的市场融资条件 / 86

3.2.4 大股东股权融资偏好的利益分配动因 / 89

3.3 本章小结 / 92



4 大股东控制下的内部人寻租与公司 投资行为研究

- 4.1 文献回顾与问题的提出 / 95
- 4.2 内部经营者寻租行为模型的构建 / 97
- 4.3 寻租行为下的投资效率模型构建 / 99
- 4.4 寻租行为下的投资效率扩展分析 / 101
- 4.5 寻租行为下的投资效率分析结果 / 104
- 4.6 本章小结 / 105

5 大股东控制下的自利动机与公司 投资行为研究

- 5.1 文献回顾与问题的提出 / 108
- 5.2 理论分析与研究假设 / 111
- 5.3 大股东控制下的自利动机与公司投资行为
实证研究设计 / 115
 - 5.3.1 控制权收益度量方法 / 115
 - 5.3.2 样本选取与变量定义 / 117
 - 5.3.3 检验方法与检验模型 / 119
- 5.4 大股东控制下的自利动机与公司投资行为
实证研究结果 / 120
 - 5.4.1 投资规模描述性统计和差异检验 / 120
 - 5.4.2 投资规模的实证检验结果及分析 / 123
 - 5.4.3 进一步的分析 / 127
- 5.5 本章小结 / 128



6 大股东控制下的代理人过度自信与公司投资行为研究

- 6.1 文献回顾与问题的提出 / 132
- 6.2 过度自信下的投资行为理论分析 / 133
- 6.3 过度自信的现实表现与衡量方法 / 135
- 6.4 大股东控制下的代理人过度自信与公司投资行为实证研究设计 / 138
 - 6.4.1 研究假设与样本选取 / 138
 - 6.4.2 检验方法与检验模型 / 139
- 6.5 大股东控制下的代理人过度自信与公司投资行为实证研究结果 / 140
 - 6.5.1 按高管人员持股分类的投资增长率描述性统计 / 140
 - 6.5.2 适度自信、过度自信与投资增长率之间的关系 / 141
 - 6.5.3 融资约束下过度自信与投资增长率之间的关系 / 144
- 6.6 本章小结 / 146

7 大股东控制下的股权融资偏好与公司投资行为研究

- 7.1 文献回顾与问题的提出 / 149
- 7.2 再融资政策、市场时机与股权融资偏好实现条件 / 151
 - 7.2.1 理论分析与现状描述 / 151
 - 7.2.2 样本选取与变量定义 / 156
 - 7.2.3 再融资政策作用效果 / 157
 - 7.2.4 检验步骤与检验模型 / 158
 - 7.2.5 总体和参照样本的描述统计与差异检验 / 160
 - 7.2.6 股票市价对融资结构的影响方式及效果 / 162



- 7.2.7 股票的历史市价对当前资本结构的影响 / 166
- 7.2.8 股权融资偏好实现条件的实证检验结论 / 169
- 7.3 大股东控制下的股权融资偏好与公司投资行为研究 / 170
 - 7.3.1 理论分析与研究假设 / 170
 - 7.3.2 样本选取与变量定义 / 172
 - 7.3.3 检验方法与检验模型 / 174
 - 7.3.4 描述统计与差异检验 / 175
 - 7.3.5 不同股权融资结果下股票市价对企业投资水平的影响 / 178
 - 7.3.6 不同股权融资规模下股票市价对企业投资水平的影响 / 179
 - 7.3.7 稳定性检验 / 183
 - 7.4 本章小结 / 185

8 政策建议

- 8.1 逐步健全上市公司投资决策的治理机制 / 187
 - 8.1.1 持续深入的推进股权分置改革 / 187
 - 8.1.2 控制权的结构制衡机制设想 / 188
 - 8.1.3 非理性投资行为的组织制约形式设计 / 189
- 8.2 完善股票市场对上市公司投融资效率的促进机能 / 191
 - 8.2.1 营造良好的市场条件 / 191
 - 8.2.2 提高市场监管效率 / 193
 - 8.2.3 积极引导理性投资行为 / 194
- 8.3 构建股票市场融资条件与上市公司投资决策之间的有效传导机制 / 196
 - 8.3.1 改进再融资政策的设想 / 196



8.3.2 改进再融资发行规则和拓宽融资渠道的设想 / 197

8.3.3 对再融资募集资金投向变更的相机监管 / 199

9 研究结论与后续研究的设想

9.1 研究结论 / 202

9.2 本书的研究不足与后续研究的设想 / 205

后 记

参考文献



1 绪 论

正如 Harris and Raviv (1991) 所言,公司财务中最经典和最重要的问题是:什么因素决定了企业的融资能力、融资方式及其投资资金的运作决策?其要点也即为公司财务决策中紧密相关的投资和融资决策问题。自 Modigliani and Miller (1958) 在新古典范式下提出著名的 MM 定理^①以来,西方学者逐步放宽 MM 定理的新古典假设,修正“无关性”命题的适用范围,在现实条件下不断丰富和发展了现代公司财务理论^②。在对 MM“无关性”命题的扬弃过程中,企业投资与融资的紧密关系在理论和实践两方面均得到了凸现和

① MM 定理实际上是一系列无关性命题的通称,包括最初 1958 年莫迪利亚尼和米勒在《美国经济评论》上共同发表的“资本成本、公司财务和投资理论”一文中提出的定理 I、定理 II 和定理 III,1961 年 10 月发表于《商业学刊》的“股利政策、增长和股票估价”一文中所提出的一项推论,以及 1963 年 6 月发表于《美国经济评论》的“企业所得税和资本成本:一项修正”一文中的修正结论等。一般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则涉及的是定理 III 以及 Miller (1977) 投融资无关性命题的回归。

② 作为现代公司财务理论的基石,MM 定理抽象掉了大量现实中的相关因素,揭示出了企业财务决策中最本质的关系,成为后续公司财务理论和经验研究的比较标准和理想目标。也就是说,如果 MM 定理的无关性命题在现实的经验研究中不成立,则表明赋税或其他市场不完全性的存在。如果说 MM 定理为公司财务研究描绘出了所应达到的最终目标的话,那么后续以契约的不完全性和信息的非对称性等为研究对象的分析方法则指出了实现最终目标必须克服的障碍和应规范的方面。本书的研究亦是对此一探索过程的追随。



深化。Jensen and Meckling(1976), Myers and Majluf(1984)先后从代理问题和信息不对称方面修正了企业融资选择与投资效率无关的命题^①,对公司投资决策的理论研究进行了拓展。近二十年来,公司治理研究在世界范围内的深入和行为公司财务理论的兴起,不仅从更加贴近企业现实的层面重塑和发展了传统公司财务研究的理论假设,而且越来越呈现出在治理机制和财务决策主体行为特征相互结合的框架内探索公司投资行为的崭新研究视角。本书选题的理论源起和逻辑起点肇始于此。

1.1 选题的理论价值和现实意义

1.1.1 选题的理论价值

在新古典经济学的完全资本市场假设下,传统公司财务理论的开创者 Modigliani and Miller (1958)认为,在资本市场有效,市场套利完全自由,市场上替代投资机会的收益率和股东的资金融资成本相等的情况下,无论投资项目所需资金采取何种方式筹集,无论各种方式融资额的比例多少,都与企业家的预期收益无关,与企业的投资效率无关,与企业价值无关^②。

随着企业契约理论(Coase 1937)、委托代理理论(Jensen and Meckling 1976)和信息非对称理论(Myers and Majluf 1984)等新制度经济学企业理论在公司财务领域的续起、应用与发展,越来越多的理论研究和实证分析已为公司的财务问题刻画出了清晰的图

① MM定理Ⅲ指出:企业投资决策的选择点只能是纯粹权益流量资本化率,它完全不受为投资提供融资的证券类型的影响,投资政策与融资政策在企业财务决策中是相互独立的事件。即投融资无关性命题。

② 定理Ⅲ:“任何情况下,企业投资决策的选择点只能是纯粹权益流量资本化率,它完全不受用于为投资提供融资的证券类型的影响”。