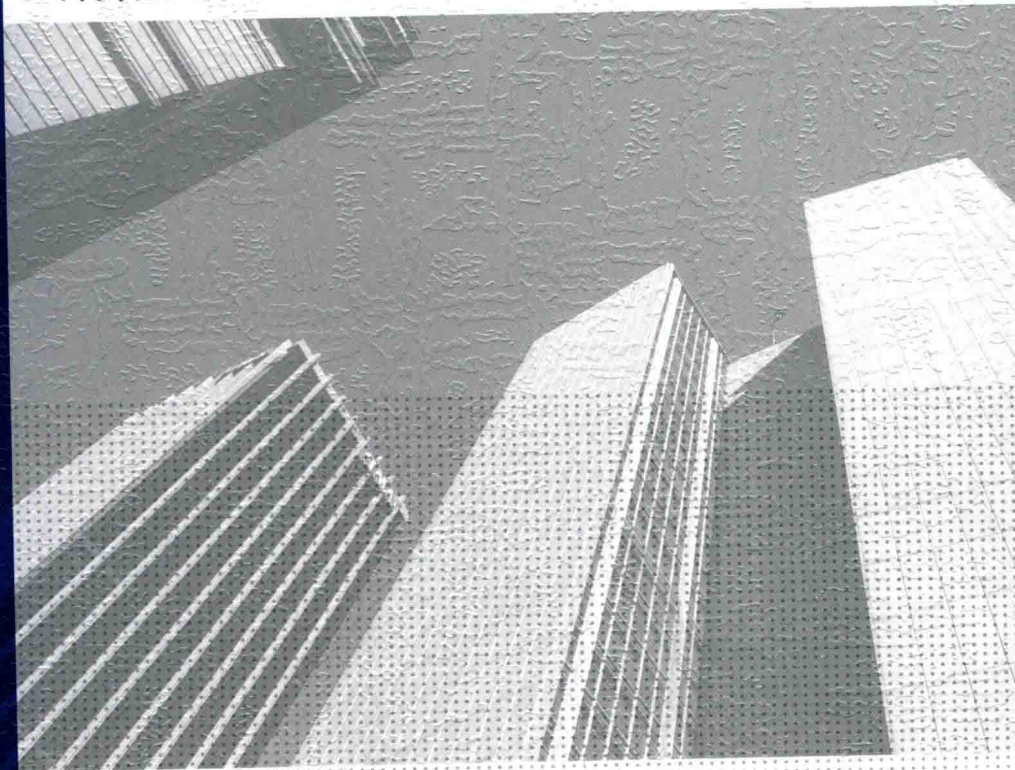


政府干预、内部人控制与 国有企业投资行为研究

钟海燕 著



中国社会科学出版社

政府干预、内部人控制与 国有企业投资行为研究

钟海燕 著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

政府干预、内部人控制与国有企业投资行为研究/钟海燕
著. —北京: 中国社会科学出版社, 2017. 1

ISBN 978 - 7 - 5161 - 9881 - 0

I. ①政… II. ①钟… III. ①行政干预—国有企业—投资行为—研究—中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 031279 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 曦
责任校对 周晓东
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版 次 2017 年 1 月第 1 版
印 次 2017 年 1 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 10.75
插 页 2
字 数 168 千字
定 价 48.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

前 言

投资是中国经济增长的三大引擎之一，而在中国企业所常见的投资非效率行为（过度投资和投资不足）往往对经济平稳增长造成损害。根据国外的研究，企业非效率投资问题不仅仅是公司财务决策的问题，它在很大程度上根源于不健全的制度安排，如投资者法律保护水平、政治环境、资本市场监管、政府的行政干预、治理模式以及公司层面的治理结构等。因此，从制度层面来研究我国国有控股上市公司的投资问题，或许是破解投资非效率难题的重要出路。

对于我国国有控股上市公司而言，一方面，国有控股上市公司的国有股东在行政上的“超强”控制和在产权上的“超弱”控制，分别导致国有控股上市公司呈现“政府干预”与“内部人控制”两大公司治理特征。另一方面，在国家绝对控股或相对控股的股权结构下，公司治理的核心不但包括股东与管理层之间的代理冲突，更多的是控制性大股东与其他股东之代理冲突。同时由于法律体系缺乏和监督力度的薄弱，我国国有控股上市公司的治理机制是大股东控制下的治理结构。因此，政府干预、内部人控制以及大股东控制下的治理结构可能影响国有控股上市公司的投资决策。基于以上逻辑，本书以代理理论为基础，在中国转型经济的制度背景下，深入研究国有控股上市公司的投资行为及其效率问题。以期规范政府行为以及国有控股上市公司治理现状下的投资行为模式，提供更为深入、贴近转型时期公司特征的理论依据和经验证据。具体而言，本书主要开展了以下几方面的研究工作：

首先，基于我国特有的制度环境，以政府干预作为研究背景，从国有产权这一视角考察政府干预以及由其衍生出的薪酬管制和债务软约束对自由现金流的过度投资的影响，研究发现“三大治理弱化”（政府干预、薪酬管制和债务软约束）正是导致国有公司出现过度投资，降低其投资效率的制度根源。

其次，从国有企业改革出现行政干预下的内部人控制现象出发，指出政府将控制权下放出现内部人控制代理问题，从国有产权这一视角考察行政干预下的内部人控制的控制权安排对公司投资的影响，研究结论表明，无论是从控股股东是政府机构还是国有企业角度考察政府干预国有控股上市公司的强弱，还是从国有上市公司金字塔层级的角度考察政府行政干预的强弱，受政府行政干预强的国有控股上市公司投资行为反而优于受内部人控制的公司。行政干预虽然有追求非经济效率的弊端，但是它也有控制内部人机会主义的作用。

最后，在使用随机前沿分析（SFA）测度中国国有控股上市公司投资效率的基础上，将股权结构、公司治理机制、投融资行为与投资效率纳入一个统一的框架体系，通过建立途径模型，就大股东控制（内部人控制）影响投资效率的路径进行实证研究，结果表明大股东控制对投资效率具有“激励效应”和“损耗效应”的两面性，并且其“损耗效应”大于“激励效应”，大股东控制通过独立董事比例和资本结构对投资效率发生的“损耗效应”是中国资本市场资源配置无效率的根本原因。

本书的创新之处主要体现在以下几个方面：

（1）通过从国有产权这一视角考察政府干预以及由其衍生出的薪酬管制和债务软约束对自由现金流的过度投资的影响，不仅为理解政府干预下公司目标及激励机制扭曲所导致的经济后果提供了证据，而且也为资本市场的监管提供了重要启示。

（2）通过从国有产权这一视角考察行政干预下的内部人控制的控制权安排对自由现金流的过度投资的影响，不仅为理解政府干预

下的内部人控制的经济后果具有重要意义，而且也为改革政企关系以及关于政府与市场之间关系的争论提供了一个有益的视角。

(3) 本书根据大股东控制影响上市公司投资效率的路径，建立通径分析模型进行实证研究，可以有效揭示和探讨大股东控制影响国有控股上市公司投资效率的内在机理以及大股东控制下国有控股上市公司非效率投资行为产生的根本原因。同时，本书采用随机前沿分析（SFA）测度国有控股上市公司的投资效率，这有助于弥补当前国内相关研究传统以财务报表数据及相关财务指标为工具的效率测度方法的缺陷。

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	5
一 理论意义	5
二 实用意义	6
第三节 研究方法与研究内容	7
一 研究方法	7
二 研究内容	9
第四节 相关概念的界定	11
一 国有控股	11
二 投资效率	15
三 内部人控制	16
第五节 本书的主要特色及创新点	17
第二章 相关理论及文献回顾	20
第一节 企业投资的理论基础	20
一 基于代理冲突的企业投资理论	21
二 基于信息不对称的企业投资理论	24
三 基于行为金融的企业投资理论	26
第二节 公司外部治理环境与企业投资研究现状	29
一 产品市场竞争与企业投资研究现状	29

二	投资者保护与企业投资研究现状	32
三	政府干预与企业投资研究现状	35
四	金融发展与企业投资研究现状	37
第三节	公司内部治理机制与企业投资研究现状	40
一	股权结构与企业投资研究现状	41
二	董事会结构与企业投资研究现状	47
三	经理层激励与企业投资研究现状	48
第四节	企业投资效率研究现状	50
第五节	国内企业投资相关研究评价	51
第三章	制度背景	54
第一节	中国国有企业改革进程和特点	54
一	放权让利阶段(1978—1984年)	54
二	转换经营机制阶段(1984—1992年)	56
三	建立现代企业制度阶段(1992—2002年)	57
四	深化国有管理体制体制改革阶段(2002年至今)	58
第二节	中国国有控股上市公司的治理结构特征	60
一	政府干预	60
二	内部人控制	62
三	大股东控制下的治理结构	63
第三节	中国国有控股上市公司投资的制度特征	65
第四节	本章小结	68
第四章	国有控股、治理特征与公司投资	69
第一节	引言	69
第二节	文献回顾	72
第三节	研究假说	73
第四节	研究设计	76
一	样本选取和数据来源	76

二	实证设计和变量定义	77
第五节	实证检验结果及分析	81
第六节	本章小结	87
第五章	政府干预、内部人控制与公司投资	88
第一节	引言	88
第二节	制度背景与研究假说	91
一	国有控股类别与公司投资	91
二	金字塔层级与公司投资	94
第三节	研究设计	98
一	样本选取和数据来源	99
二	实证设计与变量定义	99
第四节	实证检验结果与分析	103
第五节	本章小结	122
第六章	大股东控制影响投资效率的路径研究	124
第一节	引言	124
第二节	研究方法和模型设定	127
一	研究样本的选择	127
二	上市公司投资效率的测度	128
三	其他相关变量的设定	131
四	大股东控制影响投资效率的路径分析	132
五	通径分析方法与通径模型的建立	133
第三节	实证检验结果与分析	136
一	基本检验结果与分析	136
二	敏感性分析	140
第四节	本章小结	140

第七章 研究结论、政策建议与研究展望	142
第一节 研究结论	142
第二节 政策建议	144
第三节 本书研究的不足与研究展望	146
参考文献	148

第一章 绪论

第一节 研究背景

投资是资源配置的一种重要方式。对于宏观经济而言，由于企业投资是未来现金流量的主要来源，构成微观主体成长的主要驱动因素，因而，微观企业的投资极大地影响国家经济的增长速度，影响宏观经济的波动。对于微观企业而言，企业投资是公司融资、投资与股利分配三大金融理论的核心问题之一，它将直接影响公司的融资决策和股利决策，从而影响公司的经营风险、盈利水平以及资本市场对其经营业绩和发展前景的评价，是企业将来的利润与价值的决定因素。由于企业投资在企业财务决策中所起到的决定性作用，因此研究企业投资能为理解公司金融问题提供一个很好的视角。

为此众多学者对企业投资理论进行了大量研究。其中，Modigliani 和 Milier (1958) 的 MM 定理开创了企业微观投资理论研究的先河。他们认为，在资本市场是完全竞争、市场参与者能自由套利、市场收益率与个人融资成本相同以及企业所得税和交易费用为零的条件下，企业的资本结构不会影响企业价值，企业的投资决策与资本结构无关。也就是说，对于股东而言，无论是负债融资还是权益融资或其组合方式，资金成本无任何差异，对投资现金流没有任何影响。但是，以上定理完全脱离真实的现实环境。于是，在 MM 理

论的开创性思维引导下，学者们根据现实世界的条件，通过放松诸多MM定理的严格假设条件，将企业的资本结构、公司治理结构、资本市场的信息非对称性等诸多因素纳入到企业投资理论的研究框架之中，产生了包括非对称信息假说下的投资不足理论、自由现金流假说下的过度投资理论、基于企业决策者心理特征的非理性投资理论等，极大地丰富和发展了企业投资理论。

然而，上述理论和实证研究大多是以西方国家的制度环境和成熟资本市场为背景的，特别是以美国为背景发展起来的。在这些国家中存在相对成熟的、完善的、规范的市场制度和资本市场。与之相反，发展中市场经济国家以及转型经济国家的市场制度呈现出不成熟、不规范、不完善的特点，资本市场相对存在许多不完善的地方。随着我国证券市场的兴起和发展，企业的外部制度环境、公司内部治理结构与融资渠道都发生了重大变化，这将对企业投资决策产生深远的影响。由于我国仍处于转轨经济时期，公司的投资活动处在复杂的不确定性环境中，既有微观方面的因素，也有宏观方面的因素，共同影响着上市公司的投资活动与效率。建立在发达国家经验之上的投资学说不一定适用于发展中国家和转型经济国家，尤其是我国上市公司的投资行为。因此，有必要针对我国特殊的制度背景和公司治理结构来研究我国上市公司的投资行为和效率问题。

在我国上市公司中，国有控股的上市公司约占股票市场的70%以上，国有控股上市公司的制度安排在我国普遍存在。但鲜有文献从国有控股的角度系统地考察国有控股上市公司的投资行为，既有的少量研究也只是停留在国有控股与公司投资的简单回归上，未能深入考察其背后的制度根源。

由于国有企业改革的不彻底，国有控股上市公司中公司对政府、政府对经理层、公司对债权人的契约关系并未完全理顺，分别呈现出政府干预、薪酬管制和债务软约束的治理特征，这些尚不清晰的契约安排都可能影响到国有公司的投资行为。第一，国有公司的一个重要治理特征是政府干预。在现行的制度安排下，政府通过其控

股公司的投资活动来履行其社会职能的动机更强烈，将其自身的社会性目标或自身的政治目标内部化到企业经营决策之中，造成公司投资决策目标多元化，使得投资与否并不取决于投资项目的净现值，因而易导致国有公司过度投资。第二，作为所有者的国有资产管理部门（或政府）天然地处于信息的劣势，很难低成本地观察到国有企业的经营业绩，导致了刚性薪酬管制。同时，由于国有控股上市公司管理人员大多由政府任命，导致政府对公司高管人员的考核体系并非市场体系，而是多目标体系，在多目标体系和刚性薪酬管制体制下，在职消费成为经理人的替代选择，并且这种在职消费随着公司规模递增。因此，即使投资项目继续进行的边际经济收益为负，企业经理也可能不会终止投资。第三，国有公司的债务更多地体现出软约束的特点，由于政府对银行经营的频繁干预以及国有银行自身的预算软约束问题，银行既没有能力也没有动力对国有公司实施有效的监督。这种情况下，银行对国有公司的贷款由于不具备硬约束特征，债务的治理功能就将遭到削弱，再也无法取得 Jensen（1986）等人推崇的控制企业过度投资的效果。

所以，本书的研究主题之一是，基于我国政府干预的制度背景，考察政府干预以及由其衍生出的薪酬管制和债务软约束对自由现金流的过度投资的影响。这为理解政府干预下公司目标及激励机制扭曲所导致的经济后果提供了进一步证据，也为理解国有控股上市公司出现过度投资，降低其投资效率的制度根源提供了来自转型国家的经验证据。

既然政府干预以及由其衍生出的薪酬管制和债务软约束导致国有控股上市公司出现过度投资，降低其投资效率的制度根源，那么假如政府开始追求经济效率，下放控制权，减少行政干预，企业的非效率投资行为是否能得到有效改善？已有研究发现，由于我国市场机制及其制度尚未完善，公司治理的内外部机制还未能像成熟市场经济那样在控制代理问题方面发挥应有作用，因此，政企分开的国企改革陷入行政干预下的内部人控制的尴尬困境。虽然，政府干

预扭曲效率目标会导致投资决策的扭曲，但是内部人不受约束的机会主义倾向同样也会导致投资决策上的机会主义行为。因此减少对国有公司行政干预并不必然实现效率目标，同样也难以改变当前国有公司存在的非效率投资行为。最终国有公司投资决策是政府干预与内部人控制两者博弈的均衡结果。

所以，本书的研究主题之二是，从国有企业改革出现行政干预下的内部人控制现象为出发点，指出政府将控制权下放出现内部人控制代理问题，从国有产权这一视角考察行政干预下的内部人控制的控制权安排对公司投资的影响，为理解政府干预下的内部人控制的经济后果提供了新的证据，也为当前改革政企关系以及关于政府与市场之间关系的争论提供了一个有益的视角。

一方面，在转型时期，由于法律体系的缺乏和监督力度的薄弱，我国的治理机制是大股东控制下的治理结构。我国上市公司处于大股东和内部人的共同控制之下，内部人控制在很大程度上成为大股东控制的具体表现形式（郝颖，2007）。那么，大股东控制下的投资行为又有什么具体的表现形式呢？国外学者就此问题进行了大量的研究。La Port 等（2000）的研究表明，去除股权同质性假定后，在所有权集中条件下，由于公司现金流权和控制权的分离，控股大股东将会有强烈的动机使公司的投资行为与股东利益最大化目标发生偏移，通过企业的非效率投资行为获取控制权私人收益，侵害中小股东的利益。Dyck 和 Zingale（2004）针对控制权收益的跨国比较后发现，控制性资源的聚集规模越大，控股股东就越有可能通过控制更大规模的资源在时间和空间维度上的分配，制定有利于自身利益目标的投资决策；Aggarwal 和 Samwick（2006）认为，在集中型所有权结构下，控制性股东利益主导下的企业投资决策，将控制权收益而非公司价值的最大化作为其决策目标，导致了非效率投资的发生。而就我国的实际情况而言，上市公司的股权高度集中，企业资源配置和财务决策通常处于大股东的超强控制之下。另一方面，在转型时期，由于法律体系的缺乏和监督力度的薄弱，我国上

市公司的治理机制主要表现为大股东主导模式。大股东操纵了股东大会、董事会和管理层，使上市公司的治理结构失衡。即使我国于2007年进行了股权分置改革后，大股东控制现象仍然尤为明显。那么，在我国转型经济和尚待完善的投资者保护的制度背景下，大股东是如何通过对股东大会、董事会和管理层等治理机制的控制影响上市公司投资效率的呢？以及上市公司的治理机制能否有效制约大股东对投资效率产生的“损耗效应”呢？对这些问题的研究和解答，不仅有助于深入理解大股东控制影响投资效率的内在机理，而且对于如何监督和控制我国大股东控制条件下的非效率投资行为，提高中国资本市场的资源配置效率，也有着现实的指导意义。

所以，本书的研究主题之三是，考察国有控股上市公司中大股东控制是如何影响上市公司投资效率的，以揭示和探讨大股东控制影响上市公司投资效率的内在机理以及大股东控制下的非效率投资行为产生的根本原因。

第二节 研究意义

一 理论意义

从现有的企业投资研究方面的成果来看，企业投资作为财务与金融学研究的一个重要内容早已受到企业界和理论界的重视，这方面已形成一套比较成熟的理论，但是几乎都没有从国有控股的角度系统地考察国有控股上市公司的投资行为，既有的少量研究也只是停留在国有控股与公司投资的简单回归上，未能深入考察其背后的制度根源。而在我国，国有控股的上市公司约占股票市场的70%以上，国有控股上市公司投资行为研究是企业投资研究的重要组成部分，因此，进行国有控股上市公司投资的理论研究和实证分析不仅有利于提高国有控股上市公司投资效率，而且还有利于丰富和完善企业投资理论。

另外，现代投资理论和公司金融研究主要是建立在西方成熟市场经济明晰的产权制度、高度的经济自由、充分的信息流动、可靠的契约与法律结构以及行为协调的市场机制的成熟的、完善的、规范的市场制度的基础之上。而处于转轨时期的中国，在投资体制、公司治理结构等许多方面与西方发达的市场经济制度存在很大的差异，呈现出不成熟、不规范、不完善的特点，如政府干预、内部人控制问题、“一股独大”的股权结构以及中小股东保护不足的投资环境等。基于此，我们就不能简单地将发达国家成熟市场中企业投资行为理论的结论照搬到中国，而只有立足于中国的实际情况，把资本积累的路径和效率与制度的形成和演变结合起来，这不仅是研究中国国有上市公司投资行为乃至中国经济发展和经济体制改革的关键所在，而且对于丰富和完善我国国有企业投资理论和方法具有特殊的理论价值。

二 实用意义

正处于经济转轨期间的我国企业常常被冠以“行为短期化”“双重依赖”“扩张冲动”“投资饥渴”等不理性的标签，但其原因可能并非企业的非理性，而是制度的差异。因此，从制度层面来研究我国国有控股上市公司的投资问题，或许是破解投资非效率难题的重要出路。

一方面，在转型经济时期由政府主导下形成的我国上市公司，绝大多数由国有企业改制而来。为了保证公有制的主导地位，国有企业在改制上市过程中都采用了国家控股的股权模式，大多数国有上市公司的国家股处于绝对控制地位。国有控股上市公司的国有股东在行政上的“超强”控制和在产权上的“超弱”控制，分别导致国有控股上市公司呈现“政府干预”与“内部人控制”两大公司治理特征。另一方面，在国家绝对控股或相对控股的股权结构下，公司治理的核心不但包括股东与管理层之间的代理冲突，更多的是控制性大股东与其他股东之间的代理冲突。同时由于法律体系的缺乏和监督力度的薄弱，我国国有控股上市公司的治理机制是大股东控

制下的治理结构。但是,从国内现有的公司投资研究文献来看,其分析框架几乎都没有对这些治理特征进行系统的梳理,其研究内容也没有在这些现实制度背景下较为深入和全面地展开。因此,本书将充分借鉴公司治理理论中有关公司投资决策的最新研究成果,立足于我国国有控股上市公司特有的治理结构特征,力求通过深入、系统的规范研究和实证分析,着重考察转型经济条件下,国有控股上市公司治理结构特征,尤其是政府干预、内部人控制和大股东控制下的治理结构特征对公司投资及效率的影响。通过上述基于我国国有控股上市公司治理特征的投资问题研究,对于进一步深入地探讨规范我国国有控股上市公司特定治理结构下的投资决策模式、改进上市公司的治理结构和规范政府行为等方面,都具有重要的现实意义。其研究结论,不仅可以在实践上为政府行为与资本市场的监管提供政策启示,而且也将为国际财务学界在相关领域的进一步深入研究提供来自中国国有控股上市公司的经验证据。

第三节 研究方法与研究内容

一 研究方法

国有控股上市公司的投资行为及效率问题,是一个多学科交叉的研究课题。本书将综合运用金融学、会计学、信息经济学、博弈论、计量经济学等多学科知识,在广泛参考国内外有关文献的基础上,力求将理论研究与实际研究、规范研究与实证研究、定性研究与定量研究方法综合运用,对国有控股上市公司的投资行为及效率问题进行系统的研究。

1. 理论研究与实际研究相结合

在科学研究中,往往需要将理论与实践相结合。众所周知,理论研究为发掘出共性的规律往往会舍去很多具体的特性,而具体的实践却千差万别,有着丰富的特殊性。如果理论研究不能与实践相