



管理者权力与 企业投资研究

Research on Managerial Power
and Corporate Investment

赵纯祥 著



中国地质大学出版社有限责任公司
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE YOUXIAN ZEREN GONGSI

管理者权力与企业投资研究

Research on Managerial Power and Corporate Investment

赵纯祥 著

图书在版编目(CIP)数据

管理者权力与企业投资研究/赵纯祥著. —武汉:中国地质大学出版社有限责任公司,2013.11

ISBN 978-7-5625-3276-7

I. ①管

II. ①赵

III. ①企业管理-管理人员-关系-投资-研究

IV. ①F272.91②F275.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第251521号

管理者权力与企业投资研究

赵纯祥 著

责任编辑:舒立霞

选题策划:毕克成

责任校对:戴莹

出版发行:中国地质大学出版社有限责任公司(武汉市洪山区鲁磨路388号)

电话:(027)67883511

邮政编码:430074

传真:67883580

E-mail:cbb@cug.edu.cn

经销:全国新华书店

http://www.cugp.cug.edu.cn

开本:880毫米×1230毫米 1/32

字数:176千字 印张:6 插页:1

版次:2013年11月第1版

印次:2013年11月第1次印刷

印刷:武汉三新大洋数字出版技术有限公司

印数:1—500册

ISBN 978-7-5625-3276-7

定价:30.00元

如有印装质量问题请与印刷厂联系调换

前 言

企业投资是资本配置的一种重要方式,它是保证企业价值持续增长最核心的财务问题。较长时期内,西方财务经济学家视投资决策为一个技术性问题。企业契约理论打开了企业内部的黑箱。投资不仅仅是纯粹的技术性问题,它也是管理者寻租的重要手段。契约理论认为,企业合约是长期不完备的,因而各利益相关主体的责权利的边界是模糊的。管理者作为企业中的最终代理人,对企业资源配置、信息分布和人事安排具有实质控制权,这使管理者具备了坚实的权力基础干扰企业投资行为,追求在职消费、风险规避和管理防御等私人收益。我国企业近年来投资规模增长迅速,投资过热的现象在我国上市公司中屡见不鲜,但我国企业的投资收益水平差强人意。1996—2011年,我国固定资产投资的效果系数总体上呈现下滑趋势。那么,这种低效益的投资热情高涨背后是否存在管理者权力寻租的影响,值得我们深入研究。

市场竞争是公司治理机制的重要组成部分,产品市场竞争、破产清算威胁和信号揭示效应等能有效解决所有者和管理者之间的代理冲突。目前我国已经基本实现向市场经济的转轨。除少数垄断行业外,我国大多数行业的进入壁垒已经被逐步消除。国家政策的鼓励和居民消费的旺盛激发了企业生产的积极性,大

大增加了社会商品的供给,企业之间的竞争日趋激烈。如果企业管理者为了攫取控制权私人收益,实施“机会主义行为”,企业投资决策的目标将偏离效益最大化的正常轨道,势必影响企业生产效率和业绩,使企业在市场竞争中处于不利地位,甚至被竞争对手彻底打垮。因此,激烈的市场竞争应该对管理者权力寻租产生有效的治理作用。

本书立足于我国转轨经济的制度背景,以治理上市公司管理者权力寻租,优化上市公司投资行为为研究动机,以管理者权力寻租和产品市场竞争治理效应为研究视角,综合运用公司财务学、契约经济学、信息经济学、计量经济学、心理学和政治学等多学科知识,通过规范和实证相结合的研究方法,系统地分析了我国上市公司管理者权力的涵义和根源,及其对企业投资的作用机理,并以我国 A 股主板上市公司为样本,对管理者权力进行量化,实证检验了管理者权力是否对企业投资规模和投资回报存在负面作用,比较了不同产权性质企业的管理者权力寻租对企业投资规模和回报的影响程度是否存在差异,验证了产品市场竞争外部治理机制能否对管理者权力寻租产生显著的制约作用,最后提出了治理我国上市公司管理者权力寻租的相应政策建议。本书的主要研究内容如下。

第一部分为管理者权力、市场竞争影响企业投资的机理分析。首先,系统研究了我国上市公司管理者结构权力、专家权力和声望权力的现实根源,分析指出管理者俘获董事会是其形成结构权力的途径,管理者专家、声望权力源自于企业对其专有人力资本的依赖;其次,对我国市场化进程和企业投资制度背景进

行了总结,分析了产品市场竞争和不同产权性质对企业及其管理者的影响;在此基础上,本部分基于我国特定的制度背景,分析了企业管理者权力寻租影响公司投资的逻辑机理,以及产品市场竞争对二者之间关系的作用,为后续的实证研究提供相应的理论和制度铺垫。

第二部分为管理者权力与企业投资回报的实证研究。由于管理者权力使薪酬契约失去激励效应,企业投资沦为管理者实现私人收益的工具,以及管理者权力会加剧其个人认知偏差对企业投资决策的负面影响等原因,企业资本投资回报水平受到了损害。实证检验表明,总体上我国上市公司的投资回报水平略大于投资成本,地方官员为了政治晋升等私人利益对国有企业进行干预,国有企业承担的非经济任务导致国有控股上市公司投资回报显著低于民营上市公司,对国有产权的进一步改革是提高国企绩效的方向;管理者结构权力和专家权力越大,越可能干扰企业投资行为以满足自利动机,从而导致企业投资回报下降;国有产权终极所有者的实质性缺位、预算软约束和国企管理者行政任命的政府背景使公司治理机制难以发挥应有的效率,国企管理者权力对企业投资回报存在更大的负面影响。

第三部分为管理者权力与企业投资规模的实证检验。本部分理论分析认为,管理者有激励通过扩张企业投资规模获取更多的薪酬、享受更高在职消费和大型公司管理者声誉等“帝国”构建的好处,同时降低管理者人力资本风险。本部分实证检验证实,管理者在董事会的职位越高,结构权力越大,越有可能俘获董事会,越容易通过扩大投资实现私人收益。管理者在位时间越久,

其在企业的地位越稳固,扩张企业投资规模的能力越强。管理者学历越高,知识技能权威影响越大,越可能干扰企业投资行为。相较于民营控股上市公司,国有性质大股东控制的上市公司代理问题更严重,国有企业管理者权力通过扩张投资进行寻租的程度显著高于民营企业。

第四部分为产品市场竞争与管理者权力、企业投资规模的实证研究。本部分基于现代竞争理论分析认为,充分的产品市场竞争带来的信息揭示效应和清算威胁效应能够有效监督管理者的“懈怠”行为。针对我国产品市场竞争能否有效治理管理者权力寻租的实证检验结果表明,持续的市场化进程的改革导致的激烈市场竞争,提高了管理者权力寻租的成本与风险,无论是结构权力、专家权力还是声望权力通过投资寻租的行为有所收敛,竞争对于上市公司管理者权力的寻租性投资产生了良好的治理作用;相对于民营企业,我国国有企业面临的市场竞争压力较小,产品市场竞争对国有企业管理者权力寻租的治理效应低于对民营企业管理者的治理效应。

第五部分为结论、政策建议与后续研究的展望。本部分基于理论与实证研究结论提出了治理管理者权力优化企业投资的可行措施,具体包括:改变部分公司董事会职能“虚化”的现状,强化董事会治理;加快市场化进程改革,促进充分有效的产品市场竞争;减少政府对国有企业的行政干预;完善相关法律制度,提高对管理者权力寻租的震慑力等。此外,本部分还就本书研究的局限性和下一步研究方向提出了作者的看法。

本书主要贡献包括以下几点。

第一,本书基于我国转轨经济制度背景,系统分析了企业管理者结构权力、专家权力和声望权力的现实根源,以及管理者运用权力扩张企业投资规模实施利益攫取,损害企业投资回报的逻辑机理。本研究克服了以往研究虽考察管理者自利动机与投资的关系,但未关注自利动机的实施机制的缺陷,选择管理者权力为切入点,全面探索管理者权力对上市公司投资规模及回报水平的影响,形成了“自利动机—实施途径—经济后果”的完整研究路径。

第二,基于我国 A 股上市公司数据的实证研究证实了我国上市公司管理者在追求高薪收入、在职消费、稳固地位和降低人力资本风险的动机支配下,存在运用权力扩张企业投资、构建“经营帝国”的利益攫取行为,损害了上市公司的投资回报率,为解读我国上市公司投资行为提供了新的证据。本研究结果是对 Bebchuk 等(2002)提出的“管理者权力”理论经济后果的重要拓展。

第三,我国已经完成由计划经济向市场经济的转型,大部分企业面临激烈竞争的生存考验。本书理论分析了产品市场破产清算威胁和信息揭示机制对管理者权力寻租的影响,并就市场竞争对管理者权力通过企业投资寻租的治理效应进行了实证检验,发现了我国产品市场竞争一定程度上制约了管理者权力尤其是国企管理者权力利益攫取行为。本书的结论为我国产品市场竞争已经具备一定外部治理效应提供了崭新的直接证据,也为治理管理者权力寻租提供了有益启示。

第四,我国资本市场具有特殊的经济主体,国有和民营上市公司在企业目标、产权激励、委托代理链条以及人员任命机制等

方面存在显著差异。本书分析了为什么国有产权上市公司的投资规模更大、投资效益更差、管理者权力寻租对企业投资的负面影响更严重,以及产品市场竞争对国企管理者的治理效应不如民营企业明显,理论分析的结论得到了实证检验的有力支持。基于产权性质差异比较的管理者权力寻租研究为探讨国有企业特殊的治理问题贡献了新的视角和证据。

目 录

第一章 导 论	(1)
第一节 研究背景	(1)
一、理论背景	(1)
二、现实背景	(3)
三、研究意义	(8)
第二节 研究内容与逻辑框架	(9)
第三节 相关概念界定	(12)
一、管理者权力	(12)
二、企业投资	(14)
第四节 本书研究创新之处	(15)
第二章 文献回顾与评价	(17)
第一节 管理者权力涵义与经济后果	(17)
一、企业理论对管理者权力的解释	(17)
二、管理者权力的涵义	(18)
三、管理者权力经济后果研究	(20)
四、管理者权力研究现状评价	(23)
第二节 代理冲突与企业投资研究	(23)
一、经典投资理论综述	(23)
二、管理者和股东代理冲突与企业投资	(27)

三、企业投资研究现状评价·····	(35)
第三节 产品市场竞争及其治理效应·····	(36)
一、产品市场竞争直接影响企业投资的研究·····	(36)
二、产品市场竞争对公司治理的影响·····	(38)
三、产品市场竞争研究评价·····	(42)
第三章 管理者权力、市场竞争影响企业投资的机理分析·····	(44)
第一节 我国企业管理者权力的涵义·····	(44)
一、结构权力·····	(44)
二、专家声望权力·····	(51)
第二节 我国市场化进程的现状分析·····	(56)
一、垄断行业竞争不足·····	(58)
二、非垄断行业集中度低,产品竞争白热化·····	(59)
第三节 企业投资制度变迁及影响因素·····	(60)
一、改革开放以来我国投资体制的变迁·····	(60)
二、影响我国企业投资的外部条件·····	(62)
三、影响我国企业投资的内部因素·····	(65)
第四节 我国企业管理者权力对投资的影响分析·····	(72)
第五节 产品市场竞争对管理者权力寻租的治理机理·····	(75)
第四章 管理者权力与企业投资回报的实证研究·····	(78)
第一节 理论分析和研究假设·····	(81)
第二节 研究设计和变量定义·····	(85)
一、研究设计·····	(85)
二、变量定义·····	(86)
第三节 实证检验·····	(88)

一、数据来源与样本选择·····	(88)
二、描述性统计·····	(89)
三、相关性分析·····	(92)
四、管理者权力与投资回报的回归分析·····	(92)
五、进一步分析:产权性质、管理者权力和投资回报·····	(99)
第四节 稳健性检验·····	(104)
第五节 本章小结·····	(109)
第五章 管理者权力与企业投资规模的实证研究·····	(111)
第一节 理论分析和研究假设·····	(112)
第二节 实证检验·····	(116)
一、数据来源和样本选择·····	(116)
二、变量定义与模型设计·····	(117)
三、描述性统计·····	(119)
四、相关性分析·····	(122)
五、多元回归结果分析·····	(122)
第三节 稳健性检验·····	(130)
第四节 本章小结·····	(134)
第六章 市场竞争与管理者权力、企业投资规模·····	(136)
第一节 理论分析和研究假设·····	(137)
第二节 实证检验·····	(143)
一、数据来源和样本选择·····	(143)
二、变量定义与模型设计·····	(143)
三、竞争强度描述性统计·····	(145)
四、相关性分析·····	(147)

五、多元回归结果分析	(147)
第三节 稳健性检验	(154)
第四节 本章小结	(158)
第七章 结论、政策建议与后续研究展望	(159)
第一节 研究结论	(159)
第二节 政策建议	(160)
一、改变部分公司董事会职能“虚化”的现状,强化董事会治理	(160)
二、加快市场化进程改革,促进充分有效的产品市场竞争	(161)
三、减少政府对国有企业的行政干预	(161)
四、完善相关法律制度,提高对管理者权力寻租的震慑力	(162)
第三节 后续研究展望	(162)
主要参考文献	(164)

第一章 导论

第一节 研究背景

一、理论背景

企业投资是公司将自身有价值的资源,如财务资本、人力资源、知识产权等投入到企业某个项目或经济活动,以获取与风险成比例经济回报的商业行为。对于微观企业而言,投资决定的资本配置是决定其未来经营活动现金流量的关键因素。企业通过估算投资项目的现金流量,并以净现值、内部报酬率、盈利指数等技术指标为决策依据,投资收益超过资本成本的项目,是增加企业价值的根本途径。

当企业契约理论打开了企业内部的黑箱后,人们发现,管理者具有强烈的自利动机,企业投资成为管理者寻租的重要手段。企业是由各利益相关主体共同参与的一组合约的联结。人们之所以要创造企业(或组织),并且企业能够存在和发展,无非是这种组织能够汇聚各方资源,寻找恰当的项目进行投资,创出的总收益在支付了所有组织成员的保留收入,即满足了所有成员的参与约束条件之后还有一个正的剩余(组织租金)。各利益相关主体固然可以按照合同约定共同投入资源,通过投资于有利可图的项目,谋求最终产出最大化,分享企业的经营成果,从而实现自身效用的增加。但是相对于市场合约而言,企业合约是长期不完备的,关于各利益相关主体责权利的约定也是不完备的,换言之,他们的利益边界是模糊的。因此,掌握企业资源支配权力的管理者存在通过“策略性行为”扩大自身利益范围的寻租动机。在这种动机的支配下,管理者必然将自身寻租意图内

化于企业的投资政策。大量文献研究发现,管理者在职消费、风险规避和管理防御等自利性的动机对企业投资存在严重的影响,干扰企业投资行为成为管理者实现私人收益的重要途径。

然而,影响企业投资政策不是凭空实现的,它离不开一个重要的基础——管理者权力。实际上,动机只是管理者想要怎么做,而动机可否实现则取决于管理者是否对企业资源配置、信息传递和人事安排具有坚实的权力影响。管理者往往集特定控制权和大部分剩余控制权于一身。因为现代企业全体股东共同行使权力的成本十分高昂,决策的效率也难以保证。股东将大部分剩余控制权委托给董事会,自己只保留企业合并、分立等重大事项的终极决策权。董事会代表股东选聘、激励、监督管理者。作为最终代理人,管理者原本只能就事先与董事会签订的契约授予的权限对企业经济活动进行决策,即管理者掌握特定控制权。但由于管理者控制董事提名(Main et al,1993,1995),担任董事会的重要职务,可以利用董事激励缺乏、搭便车现象严重等原因对其进行分而治之,管理者往往逐渐摆脱董事会的控制,夺走了企业大部分剩余控制权。同时,由于管理者掌握如何组织企业团队生产和关于市场获利机会的专有性知识——创造组织租金的关键要素,愿意对企业进行专用性人力资本投资。出于激励管理者的目的,董事会有时候也愿意将部分剩余控制权转移给管理者。这就使管理者既拥有特定控制权,也牢牢地掌握了企业大部分剩余控制权。一旦控制大权在握,企业管理者为了攫取控制权私人收益,就会实施“机会主义行为”,企业资本投资决策的目标不再是效益最大化,而是尽可能满足管理者的自利动机。因此,研究管理者权力对企业投资的影响具有十分重要的价值。

竞争是经济学中的重要概念。经济学家普遍认为,从宏观方面来看,充分竞争可以提高公司效率,增进社会财富。具体到微观企业内部,竞争构成公司治理机制的重要组成部分,产品市场竞争成为解决所有者和管理者之间代理冲突的有效手段。如果公司管理者的寻租行为浪费或者消耗了企业资源,有效的市场竞争将导致这些公司

处于竞争劣势而逐渐走向破产(Alchian, 1950; Stigler, 1958)。竞争过程和结果存在标尺效应, 经理人市场将竞争的胜败视为低成本地揭示企业管理者能力与努力程度差异的有效机制。赢得竞争是企业管理者建立市场声誉的唯一机会。为了获得经理人市场认可, 管理者的理性选择是勤勉工作, 约束自身懈怠行为, 从而产生提高内部效率的激励, 提供约束低效率行为的治理效应(Holmstrom, 1982; Nalebull, 1983)。既然市场竞争是缓解所有者和管理者之间代理问题的有力工具, 可以预期, 竞争应该可以有效约束管理者权力寻租对企业投资的负面影响。

二、现实背景

近年来, 我国企业投资规模增长迅速, 投资过热的现象在我国上市公司中普遍存在(魏明海等, 2007; 姜付秀, 伊志宏, 苏飞等, 2009; 俞红海等, 2010; 唐雪松等, 2010)。2010—2012年, 国有企业累计实现利润分别为19 870.6亿元^①、22 556.8亿元^②和21 959.6亿元^③。但是中央和地方政府以及地方管理国企的部门很少从国企中获得红利, 部分央企仅需上缴利润5%~10%^④, 上缴收益占国有企业利润比重过低, 国企将大量的盈利和积累予以留存, 这些无需像外部融资那样面临严格审核监督的内部自有资金被企业大量地用于资本投资。2009—2012年固定资产投资分别增长30.1%、23.8%、31.87%和19.3%。大规模的投资成为国家经济的高速增长主要拉动力量

①人民日报:《国企红利, 近2万亿元何处去》, <http://finance.people.com.cn/GB/13962056.html>.

②人民日报:《2011年国有企业累计实现利润22556.8亿元》, <http://money.163.com/12/0119/05/7O3VH9P200253B0H.html>.

③金融时报:《2012年国有企业累计实现利润同比下降5.8%》, <http://news.hexun.com/2013-01-19/150346853.html>.

④证券日报:《央企上缴红利须平衡国企投资与公众利益》, <http://finance.sina.com.cn/stock/t/20110223/03429416881.shtml>.

(陈佳贵,2012)。整个“十一五”期间固定资产投资年平均增长达21.9%，接近GDP年均增速11.2%的两倍，投资占GDP的比重由2006年的50.9%上升到2010年的69.3%。从对经济增长的贡献率看，2006年投资对经济增长的贡献率为43.9%，2010年达到54.0%，其中2009年甚至高达91.3%(表1-1)。

表 1-1 2006—2010 年固定资产投资占 GDP 的比重及对经济增长的贡献

年份(年)	固定资产投资占 GDP 的比重(%)	对经济增长的 贡献率(%)	拉动经济增长 百分点
2006	50.9	43.9	5.6
2007	51.7	42.7	6.1
2008	55	47.5	4.6
2009	65.9	91.3	8.4
2010	69.3	54	5.6
平均	58.56	55.88	6.06

资料来源:《中国统计摘要(2011)》,中国统计出版社,2011年5月。

除了实体资产投资外,很多上市公司也热衷购买理财产品,参与委托贷款和证券投资等。2012年中报显示,金地集团购买理财产品的投资资金高达78.9亿元人民币。2011年上半年,海螺水泥投资于信托和银行理财产品的经营资金总金额为40亿元,我国重大装备制造业龙头企业陕鼓动力累计购买理财产品的资金也达26.5亿元。张功富(2007)发现,超过一半的自由现金流量被企业用于金融资产投资。

然而,我国企业的投资收益水平差强人意。韩立岩等(2002)研究发现我国工业行业资本配置效率的年平均值仅为0.052,不仅低于欧美等发达国家,甚至低于其他发展中国家。蒋云赞和任若恩(2004)研究显示,我国工业企业的资本收益率表现出明显的下降趋