

上市公司 股权激励与投资效率研究

Research on Equity Incentive and Investment Efficiency
of Chinese Listed Companies

徐一民◎著

河北人民出版社

责任编辑：李成轩
美术编辑：于艳红
封面设计：张 宾
责任校对：付敬华

ISBN 978-7-202-09532-4



9 787202 095324 >

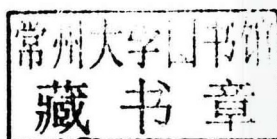
定价：28.00元

◎河北经贸大学出版基金资助
◎河北省重点学科会计学科建设基金资助
◎河北省社会科学基金项目《创新驱动发展下的股权激励与投资效率研究》
（项目号 HB14GL051）阶段性成果
◎河北省软科学项目《基于河北企业股权结构的股权激励研究》阶段性成果
◎河北省高等学校人文社会科学重点研究基地金融与企业创新资助

上市公司 股权激励与投资效率研究

Research on Equity Incentive and Investment Efficiency
of Chinese Listed Companies

徐一民◎著



河北人民出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

上市公司股权激励与投资效率研究 / 徐一民著. --
石家庄: 河北人民出版社, 2014. 11
ISBN 978-7-202-09532-4

I. ①上… II. ①徐… III. ①上市公司—企业管理—
激励—研究—中国 ②上市公司—投资效率—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 269733 号

书 名 上市公司股权激励与投资效率研究
著 者 徐一民

责任编辑 李成轩
美术编辑 于艳红
封面设计 张 宾
责任校对 付敬华

出版发行 河北人民出版社 (石家庄市友谊北大街 330 号)
印 刷 石家庄燕赵创新印刷有限公司
开 本 787 毫米×1092 毫米 1/16
印 张 12.75
字 数 160 000
版 次 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-202-09532-4/F·672
定 价 28.00 元

版权所有 翻印必究

中南财经政法大学学位论文独创性声明和使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文，是在导师的指导下，独立进行研究所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写的作品。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中标明。

本声明的法律后果由本人承担。

论文作者（签名）：

年 月 日

学位论文使用授权声明

本人完全了解中南财经政法大学关于收集、保存、使用学位论文的规定。

本人愿意按照学校要求提交学位论文的印刷本和电子版，同意学校保存学位论文的印刷本和电子版，或采用影印、缩印、数字化或其它复制手段保存论文；同意学校在不以营利为目的的前提下，建立目录检索与阅览服务系统，公布论文的部分或全部内容，允许他人依法合理使用。

（保密论文在解密后遵守此规定）

论文作者（签名）：

年 月 日

前言

在现代公司制企业融资、投资与股利分配等财务决策中，投资决策一方面在很大程度上决定着公司的融资行为，另一方面投资收益的好坏又会直接影响公司的股利分配，因此投资决策处于财务决策的核心地位。投资效率的高低是投资决策首要考虑的问题，也是揭示经济运行规律的微观基础。投资机会决定企业投资行为，委托代理和融资约束直接影响企业的投资行为和投资效率。良好的公司治理结构有助于规范企业的投资行为，提高企业的投资效率。股权激励作为一种激励和约束相结合的公司治理机制，必将直接影响企业的投资行为和投资效率。在我国上市公司股权分置改革后，越来越多的公司开始实施股权激励计划的背景下，研究股权激励对投资效率的影响尤为必要。

股权激励是在有限的股权资源基础上，改变其配置结构，将企业管理者纳入到企业所有者的利益轨道上来，以最大限度地降低代理成本，因而其在本质上是公司治理问题。在好的公司治理结构中，必然有精心设计的激励机制，用以协调所有者和经营者之间的矛盾，使二者利益趋向一致，达成追求股东价值最大化的目标。在所有的激励手段中，股权激励被认为是一种长期激励机制，是完善公司治理的重要手段。股权激励解决了公司高层管理人员利益与股东利益及上市公司价值之间的一致性问题。

本书站在公司治理的角度，采用文献研究和归纳分析的方法，从决定企业投资支出的投资机会入手，在考虑企业代理成本和融资约束的前提下，用逻辑推导来探讨股权激励对投资效率的影响，最后实证分析我国上市公司的具体情况。具体来说主要包括以下几方面内容：

首先是理论基础和文献综述。理论基础主要分析了股权激励和投资效率研究的基础性理论，包括委托代理理论、公司治理理论和行为科学理论，并对其进行了简要的分析。文献综述从股权激励和投资效率两个方面展开，并对目前的研究进行了简要的评述。

其次是在理论和已有研究的基础上探讨股权激励与投资效率的传导机制。从股权激励的理论基础入手，分析了股权激励的激励机理、约束机理、基本分析框架，从激励科学的角度分析了股权激励的科学依据，借鉴股权激励分析的基本框架，用均衡模型对比分析了在股东和经理层无利益冲突情况下、存在利益冲突情况下不同激励模型对企业投资效率影响的传导机制，最后分析了股权激励实施的重要影响因素——股权结构对投资效率的影响等。

再次，分析我国上市公司股权激励的现状。从历史的角度分析了我国股权激励的形式、影响因素、构成要素等；以我国上市公司数据为基础，统计分析了我 国上市公司中实施股权激励公司的年度分布、行业分布、激励模型、股权激励的比重以及实施股权激励公司的特征等，在此基础上总结了我国上市公司的制度特征，为后文的实证

研究作了现状方面的分析。

最后是投资效率实证研究的模型选择和实证分析。模型部分分析了目前国内外流行的分析企业投资支出和评价企业投资效率的常用方法,企业投资支出行为的常用模型包括 Jorgenson (1963) 新古典投资模型、Tobin's Q (1969) 投资模型、Abel and Blanchard (1983) 销售加速模型、Bond and Meghir (1994) 欧拉投资模型;投资效率的实证模型包括 Timm (1971) 技术效率的评价方法、(Fazzari, Hubbard, Petersen, 1988) 投资—现金流模型、Vogt(1994)现金流交叉项判别模型和 Richardson (2006) 的残差度量模型。然后运用我国上市公司的数据,从研究假设提出、模型设计、变量选择到实证检验,分析了我国上市公司股权激励对企业投资效率的影响,并对其中的原因进行了剖析。

本书的研究结论主要有:

第一,短期激励有助于提高企业的投资效率,长期性的激励有助于抑制企业的投资不足。在理论分析中,首先系统分析了股权激励的激励和约束理论。然后通过借鉴激励理论的基本分析框架,运用均衡模型分析了股权激励对投资效率的作用机理。在和不存在利益冲突时的投资支出进行比较后可以看出:在短期奖金激励模型下,激励可以缓解企业的当期或短期的投资不足和过度投资行为,提高企业的投资效率;在经理管理层持有本公司的股份时,将降低企业的第一类代理成本,经理们会更加关注企业的价值和经理所持有的本公司股份的价值,企业当期的投资效率将会有所提高;当授予经理们以长期性的激励时比如股票期权,企业的投资决策会更加关注企业长期价值的提升,倾向于通过投资来增加企业的长期价值,企业有过度投资的冲动。

第二,我国上市公司的股权激励有助于提高企业的投资效率。在理论分析的基础上,结合我国的股权结构和股权激励的现状,以我国上市公司股权激励数据为依据,实证检验股权激励对投资效率的影响,研究发现我国的股权激励可以提高企业的投资效率。由于我国的股权激励的时效(等待期和锁定期)较短,我国的股权激励与其说是企业对经理层的一项长期激励措施,但分析显示更像是对企业管理层的一种短期的激励行为,甚至可能是企业经理层的一种福利,企业的投资行为没有更多地关注企业未来的长期价值,更多地和企业短期的价值相关,但是客观促进了企业投资效率的提高。

第三,我国上市公司的股权激励长期性的激励作用不显著。理论分析认为短期性的激励由于管理层关注企业的业绩等短期指标,企业更关注投资当期及短期的效率问题,长期性的激励措施会促使企业加大投资以增加企业未来长期的价值。而实证分析中发现我国的股权激励促进了企业投资效率的提高,并没有导致企业的过度投资行为。分析其中的原因主要是,西方学者和公司大力提倡采用限制性股票进行股权激励,逐渐成为股权激励模型的主流,而我国大多数公司主要采用股票期权激励模型,股权激励的行权条件和等待期及锁定期都较西方短,因此企业的股权激励计划更多的是一

种短期性的激励措施或是一种福利，股权激励的长期作用不显著。企业的管理层更多的关注企业的短期经营行为，大多数的激励计划并没有达到促进企业长期价值提升的目的。另外，我国企业股权激励方案中股权激励占总股本的比重较低，也难以促使经理层关注企业长期价值的提升。

本书研究的主要贡献主要体现在以下几方面：

第一，重新界定了投资效率的概念。目前对企业投资效率的界定主要从投入—产出比和净现金流的角度进行分析，认为投资效率高就是企业的投入—产出比高，采纳了所有净现金流量为正的投资项目，投资效率低是放弃了净现值为正的投资机会（投资不足）和承担了净现值为负的投资项目（过度投资）。本书在总结以上研究成果的基础上，借鉴经济学和管理学的分析方法，从资源配置的角度把企业投资效率界定为企业投融资活动形成的资源配置状态，是企业带来的经营业绩和企业价值的提升状况，而把投入——产出比以及企业投资的净现金流等归属于企业投资效益的范畴。

第二，拓展了股权激励的研究视角。目前对企业投资效率的研究主要从委托代理和融资约束的角度展开，认为委托代理容易造成企业的投资过度，融资约束容易导致企业投资不足。对股权激励的研究主要从股权激励制度本身、股权激励的市场反映、股权激励对公司业绩的影响展开，没有充分揭示股权激励对公司价值的影响。本书站在公司治理的视角，从影响企业短期和长期价值的角度，分析了股权激励对投资效率的影响和作用机理，并进行了实证分析。

第三，厘清了股权激励对投资效率的作用机理。本书借鉴状态空间模式化分析委托代理双方的激励问题的方法，站在股权结构的角度，采用均衡模型首先分析了代理双方不存在利益冲突的情况下企业的最优投资决策，分析了存在利益冲突时企业的激励模型、股权激励对投资效率的影响。短期性激励时，企业会关注企业的短期业绩和企业的短期价值，会促进企业当期及短期投资效率的提高，缓解企业的投资不足和过度投资问题；长期性的激励时，企业会通过最大化公司的长期价值来提高激励的效用，经理们更倾向于通过投资来提高企业未来的长期价值，对于投资不足的企业来说，长期性激励可以缓解企业的投资不足，提高企业的投资效率。

目 录

导 论	1
一、研究背景及选题意义	1
(一) 研究背景	1
(二) 选题意义	3
二、研究思路和研究方法	4
(一) 研究思路	4
(二) 研究方法	6
三、研究内容和概念约定	7
(一) 研究内容	7
(二) 概念界定	9
第一章 理论基础与文献综述	12
一、理论基础	12
(一) 委托代理理论	12
(二) 公司治理理论	15
(三) 行为科学理论	20
二、文献综述	24
(一) 股权激励相关文献	24
(二) 投资效率相关文献	27
(三) 研究现状分析	35
第二章 股权激励与投资效率的作用机理	38
一、股权激励的基本分析框架	38
二、股权激励的激励机理	40
(一) 股权激励的基础——人力资本理论	41
(二) 股权激励的必要性	41
(三) 股权激励的科学依据	42
三、股权激励的约束机理	44
四、股权激励对企业投资效率的影响机理	46
(一) 不存在利益冲突时的最优决策	47
(二) 存在利益冲突时企业投资决策	48

五、股权结构对企业投资效率影响的基本模型	53
第三章 我国上市公司股权激励现状	55
一、上市公司股权激励概况	55
(一) 我国企业股权激励发展	55
(二) 股权激励的形式和特点	57
(三) 影响上市公司股权激励因素	59
(四) 股权激励计划的构成要素	61
二、我国公司股权激励的特点	64
(一) 股权激励实践和法律法规制度建设同步推进	64
(二) 股权激励和资本市场发展密切相关	65
(三) 股权激励受公司治理观念影响较大	66
三、上市公司股权激励统计分析	67
(一) 中国上市公司股权激励总体分布	67
(二) 中国上市公司股权激励行业分布	69
(三) 中国上市公司股权激励方案特征	70
第四章 实证研究模型选择	75
一、公司投资效率实证模型	75
(一) 技术效率评价方法	75
(二) 投资—现金流模型	76
(三) 现金流交叉项判别模型	77
(四) 残差度量模型	79
二、公司投资支出实证模型	81
(一) 新古典投资模型	81
(二) Tobin' s Q 投资模型	81
(三) 销售加速模型	83
(四) 欧拉投资模型	83
第五章 实证经验证据	85
一、研究假设提出	85
二、研究设计	91
(一) 模型设计	91
(二) 变量选择	91
三、经验证据	97
(一) 投资支出的经验证据	97

(二) 投资效率的经验证据	101
四、稳健性检验.....	107
(一) 投资支出的回归分析	108
(二) 投资效率的描述性统计	108
(三) 投资效率的回归结果	109
五、实证研究结论.....	111
第六章 研究结论	112
一、主要研究结论.....	112
二、研究的创新点.....	113
三、研究的局限性.....	114
四、未来的研究方向.....	115
主要参考文献	116
附录：攻读博士期间取得的科研成果	130

导 论

第一节 研究背景及选题意义

投资作为财务管理的核心问题之一，是企业未来现金流量增长的重要基础，是公司成长能力的重要体现，直接影响公司的融资决策和股利政策。投资机会是决定企业投资行为的基础，代理问题和融资约束直接影响企业的投资行为。宏观上讲，投资是促进经济增长的重要方式之一，是提高国内生产总值的重要途径。良好的公司治理结构有助于规范企业的投资行为，提高企业的投资效率。股权激励作为一种激励和约束相结合的公司治理机制，必将直接影响企业的投资效率。股权分置改革后，我国资本市场发生了深刻的变化，越来越多的公司开始实施股权激励计划，研究股权激励对投资效率的影响具有深刻的理论价值和现实意义。

一、研究背景

公司的投资决策一方面在很大程度上决定着公司的融资行为，另一方面投资收益的好坏又会直接影响公司的股利分配，因此投资决策处于财务决策的核心地位，投资效率的高低是投资决策首要考虑的问题。决定企业价值是投资决策而非融资决策，只注重企业融资而忽视投资的合理性是我国公司的一大误区。公司层面的投资行为和投资效率是公司治理的重要内容，也是揭示经济运行规律的微观基础。

股权分置改革后，我国的资本市场发生了制度性的变革，主要表现为资本市场的功能恢复。资产的定价功能是资本市场最基础的功能之一，是资本市场推动存量资源配置的基础，也是重组、并购活动有效进行的前提。股权分置改革完成后，资产的估值标准发生了根本性变化，不再以账面净资产或账面价值进行资产评估。市场价值将成为资产估值核心理念，资产估值的标准将从基于过去的资产的价值转向面向未来的资产的未来现金流量的能力。从企业估值的角度看，企业的持续成长能力、核心竞争力和未来现金流等将成为企业价值估值的核心因素，而不再仅仅局限于企业的净资产。

全流通的资本市场结构中，股东之间的利益趋同，使得中国资本市场开始具备了建立有利于上市公司长期发展的激励机制，管理层激励方式开始多样化。稀缺的人力资本在现代企业发展中特别是在高科技企业、金融服务业等成长性较强领域的作用更加突出，货币资本在这些企业的作用相对在下降。在上市公司中，建立管理层长期激励机制是企业持续发展的重要制度措施。

Berlet 和 Means（1932）认为现代企业的特点是公司所有权和经营权的分离，这种分离已经完全消除了所有者曾经行使经营权所带来的制衡和平衡，经营者是在追求自身的利益，控制权最终落入了经营者手中。现代公司的股权结构出现了股权集中、

大机构大集团或国家控制、管理层持股等现象，一般的研究认为，股权的适度集中促使大股东有能力和动力监管管理者，缓解了股东和管理者之间的代理成本；同时股权的集中降低了股票的多元化和流动性，大股东有能力和动力掠夺中小股东和转移公司资源，产生了控制权的私人收益问题，引起大股东与小股东之间代理问题，导致资本成本的增加和公司价值的下降。

Jensen 和 Meckling(1976)认为股东和经理之间的关系符合一种纯粹的代理关系，代理人的决策与使委托人福利最大化的决策之间会存在某些偏差，这就是我们所说的第一类代理成本。股权激励是解决代理冲突的重要方式之一，其目的是使激励对象与股东的利益趋于一致。早期的实证和规范研究基本支持了股权激励对于公司绩效的正面影响。Jensen 和 Meckling (1976)的研究表明，高管人员持股比例的提高有助于减少代理人（经理）对委托人（所有者）利益的侵犯，有助于提高公司的经营业绩，管理者持有的公司股权越高，则管理者的利益与股东的利益联系越紧密，可以减少不可观察的、管理者的额外消费，高管人员在追求自身价值最大化的同时实现企业价值最大化。Leland 和 Pyle (1977) 认为管理者持有公司较高的所有权是为了向外部市场传递这样一种信号，即他们能够进行高质量的投资，可以提高公司的投资效率，管理者所有权以及公司价值之间是正相关关系。近期也有学者认为股权激励与公司投资效率不相关甚至负相关。

金融危机后，我国出台了一系列刺激经济的政策。2008 年 11 月 5 日国务院常务会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，决定从 2008 年底到 2010 年年底刺激投资约 4 万亿元。我国的经济增长过度依赖投资，这样必然会出现投资回报递减，即投资的效率下降，也就是说不断提高的企业投资率却伴随着较低的投资效率。2000~2007 年中国实际增量资本产出比一直保持在 4.2~5.43 的高位上，这意味着增加 5 元左右的资本才能增加 1 元的 GDP 产出，而美国、德国、法国和印度这些国家每增加 1 元的 GDP 需要投资 1 到 2 元。这充分说明伴随着中国企业投资率的不断上升，企业的投资效率却在降低，中国目前的高投资率是以牺牲资本利用的效率为代价的，过高的投资率导致了大量的企业非效率投资行为。吴敬琏指出，目前我国企业的投资主要是靠银行信贷支持的，而投资效率过低就意味着贷款银行信贷支撑的增长，信贷回收的前景就有问题。“这些投资不能收回，也就是说这些银行信贷还不了，其结果就是金融系统风险的积累。”^①

温家宝在 2009 和 2010 年政府工作报告中，多次提到加快转变经济发展方式，调整优化经济结构，保持经济平稳较快发展。目前对企业投资效率的评价多以总资产（或固定资产或权益）增长率、利润增长率、每股收益等指标来判断。这些评价方法存在的根本问题是，在企业不重视经济效益的粗放型增长情况下，企业的总资产和利润都

^① 吴敬琏 2006 年 4 月 16 日在中欧国际工商学院天津“经济增长与创新”管理论坛上的报告，转引自人民网，<http://finance.people.com.cn/GB/1045/4307858.html>。

会有很大增长,按照现有发展能力评价方法,会给企业的这种发展方式以较高的评价,错误认为这些企业具有很高的发展能力。提高企业投资效率可以使企业的价值提高,促进国家经济的持续平衡发展,是维护国家经济安全的需要。

我国上市公司的股权激励模式是从计划经济体制下的等级工资制度、浮动工资制、劳动合同制,到市场经济体制的年薪制,在借鉴西方股权激励成功经验的基础上演进而来。但是我国股权激励的思想源远流长,我国明朝山西商人的“朋合营利”,实际上就是基于所有权和经营权的分离,东(出资人)伙(伙计、经营管理者)合作,出资者不出力,经营者出力不出资的经营管理模式。到清乾隆、嘉庆年间,我国逐渐产生了股份制经营方式,资本家出钱,经理出力。经理为资本负责,资本家允许经理等人以个人劳动顶身股,清朝人徐珂称之为“出资者为银股,出力者为身股”,银股与身股均等分红,这可以看作是我国股权激励制度的萌芽。现代意义上的股权激励作为股东对经营管理者长期薪酬激励制度起源于美国,不过当时的目的是为了避税。1952年美国辉瑞公司(Pfizer)推出了面向全体雇员的股票期权计划,从此现代意义上的股权激励制度诞生。目前,在美国前500强企业中,80%以上的企业采取了以股票期权为主的股权激励计划,股权激励制度已经成为现代公司特别是上市公司用以解决代理问题和道德风险的不可或缺的重要制度安排,股权薪酬在公司高管薪酬中的比重在逐年增加,美国标准普尔500家公司高管股权薪酬占整个薪酬的平均比例由1984年的0增加到2000年的63%^①。我国自股权分置改革后已经有200多家上市公司公告实施股权激励方案。

本书在我国股权分置改革后资本市场功能逐渐恢复的背景下,研究股权激励对企业的投资效率的影响。全书分为4个层次:在简单描述本书理论上首先回顾了股权激励和投资效率的研究现状;其次分析了股权激励对投资效率的作用机理;第三,对我国股权激励的现状进行了统计描述和分析;第四,对实证模型进行了总结和分析,选择构造适合我国现状的模型并就模型的变量进行分析;最后,结合我国资本市场和上市公司的实际进行实证分析并提出相应的政策建议。

二、选题意义

完善公司治理结构、提高企业投资效率是现代公司制度的核心和目标。股权激励是本质上属于公司治理的范畴,作为一种长期激励机制,可以协调所有者和经营者之间的利益冲突,使二者利益趋向一致,达到提高企业投资效率的目的。具体来说本书的研究目的有:

1. 本题的研究可以为我国上市公司投资效率研究提供新视角,站在公司治理的高度,从股权激励的视角研究上市公司的投资行为,为提高改进上市公司的投资效率提供理论支持和政策建议,为国家转变经济增长方式,调整优化经济结构,实现经济

^① 司徒大年、傅浩:《中国上市公司高管人员股权激励研究》,上海证券交易所研究报告,2006年。

可持续发展提供政策建议。

2. 本题的研究以股权激励、投资行为、投资效率为主线，构建从股权激励到投资效率的作用机制，系统阐述股权激励与投资效率之间的传导机制，从而为“股权激励如何影响企业的投资效率”提供系统的理论解释和证据支持。

3. 本题将股权结构中股权性质、持股数量、股权激励对投资机会、投资——现金流敏感性、代理成本、融资约束影响进行系统的分析，并探求导致投资效率差异的原因。这有助于继续优化股权结构改革，建立适合我国上市公司的股权激励机制，提高上市公司投资效率。

第二节 研究思路和研究方法

企业的投资机会决定企业的投资支出行为，企业投资行为决定着企业的融资途径，投资效率的高低直接影响企业的价值。目前主要从代理成本和融资约束两方面探讨对投资效率的影响，本书站在公司治理的角度，探讨股权激励对投资效率的影响，具体的研究思路和研究内容如下。

一、研究思路

MM (1958) 理论认为在完美资本市场条件下，投资不受融资的影响，投资和融资两者是可以分离的。投资支出的大小主要取决于企业资金成本的高低，也就是新古典投资理论 (Jorgenson, 1963)，前期和本期的资金成本决定了企业投资支出的多少，只要投资项目的净现值需大于零 ($NVP > 0$)，就具有投资价值。但是是否具有投资价值，又取决于企业的投资机会，即 James Tobin 于 1969 年提出的著名的 Tobin's Q 理论。如果 Tobin's Q 值高，说明企业的市场价值高于资本的重置成本，这种情况下，公司可发行的股票进行低成本的融资来购置新设备。因此，公司的投资支出应该增加。Tobin's Q 值可以衡量公司的投资机会，公司的投资支出应该与 Tobin's Q 正相关，其投资活动才具有效率。

但是现实资本市场是不完美的，Fazzari、Hubbard 和 Petersen (简称 FHP, 1988)，Kaplan 和 Zingales (简称 KZ, 1997) 等都实证研究了美国资本市场上企业的融资约束情况对企业投资的影响，尽管结论不尽相同，但都证明了融资对投资的影响。由于我国股票市场起步较晚，远未达到西方国家股票市场的成熟程度，市场的有效性不高。公司的股价不能反映股票本身的价值，市场反映的预期过于复杂，把过多的政策、兼并和关联交易等信息都包括了进去。市场的投机气氛浓于投资气氛，股价易于操纵，投资者热衷于短线炒作，时常出现股票的价格与企业价值相分离的现象，股价的高低与公司价值的相关性较低。因此用 Tobin's Q 来衡量企业的成长机会会有较大的偏差。针对 Tobin's Q 变量的不足，我国许多学者又从企业经营的角度来探讨企业的投资机会的代理变量，比如辛清泉、林斌、王颜超 (2007)，李青原、陈超、赵翌 (2010) 等就选择营业收入增长率来代理企业的投资机会。

但是由于市场的不完善等原因,代理成本和融资约束时常会影响企业的投资行为。在现代公司制度中,产业财富的所有者仅仅剩下象征性的所有权,而权力、责任及实物则正在让渡给一个手中握有控制权的独立集团(管理层)(Berle 和 Means, 1932),所有权和经营权实现两权分离。在两权分离的现代公司制企业中,管理层的效用最大化与各股东利益的最大化并不必然一致,经理层的私利行为可能偏离股东利益最大化的目标;控股股东基于其掌握了多数的决策投票权,可以在合约规定之外,利用控股股东与普通股东之间的信息不对称,实施有利于自身经营行为,可能有损于普通股东或其他契约方的利益和风险分配,这就是我们通常意义上的代理问题。

由于企业外部的潜在投资者和企业内部人之间普遍存在着信息不对称,对于企业所面临的投资机会和企业资产的质量等企业内部信息,企业的管理者会比潜在的外部投资者(股东和债务人)掌握更多的信息。资本市场的不完善,会导致各种融资方式不能完全替代,外部融资成本明显高于内部融资成本。Myers 和 Majluf (1984)提出了融资优序(Pecking Order)理论,即企业融资一般会遵循内源融资、债务融资、权益融资这样的先后顺序。当企业内部自由现金流不足时,为了满足投资支出的需求,企业就要进行外部融资。Meyer 和 Kuh (1957)指出了资本市场的不完美性会使企业资本支出受到企业内部资金流量的限制,并以此强调了企业投资中金融因素的重要性。FHP (1988)依据信息不对称理论提出了融资约束理论。融资约束理论(Financial Constraints)的产生是由于资本市场中的信息不对称问题,企业经营管理者比外部投资者更了解企业的预期收益流和企业价值。在企业融资之前的非对称信息的存在会产生逆向选择问题,导致企业的外部融资成本高于内部融资成本,出现融资优序(Myers 和 Majluf, 1984)、信贷配给(Crediting Rationing)(Stiglitz 和 Weiss, 1981)。在企业融资之后的非对称信息的存在会产生道德风险问题,企业可能会将所筹集到的资金用于比约定项目风险高的投资项目。当企业内部自由现金流不足时,受制于成本相对较高的外部融资约束,企业可能会放弃部分可以提高企业价值或增加股东权益的净现值大于0的投资项目,导致企业投资不足。投资不足同样偏离了企业价值最大化或股东财富最大化的企业目标,导致整个社会资源配置的低效率。

公司治理是协调股东和其他利益相关者相互之间关系的一种制度,涉及指挥、控制和激励等方面的内容。公司治理以公司法和公司章程为依据,在本质上是一种不完全的契约关系。公司治理只给出各利益相关者基本利益关系的框架,确定用于决策和利益分享、成本分摊的机制,而不可能对具体行为作预先规定。公司治理以简约的方式,规范公司各利益相关者之间的关系,治理他们之间的交易,来实现公司节约交易成本的比较优势。公司治理的功能是配置权、责、利。公司治理的首要功能,就是在股东、董事和经营管理者之间配置企业的剩余控制权(合同未预期的决策权)。股东拥有最终控制权,董事拥有授予剩余控制权,而经理则拥有实际剩余控制权。拥有了权力,也就承担了资产使用的责任。为了使决策者有尽责尽力的激励,所有权的另一