

姜锡明 张栋 \ 著

上市公司非效率投资

行为研究

SHANGSHI GONGSI

FEI XIAOLV TOUZI XINGWEI YANJIU



新疆人民出版社

XINJIANG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

姜锡明 张栋 \ 著

上市公司非效率投资 行为研究

图书在版编目(CIP)数据

上市公司非效率投资行为研究 / 姜锡明, 张栋著. — 乌鲁木齐 : 新疆人民出版社, 2010.8

ISBN 978-7-228-13821-0

I. ①上… II. ①姜… ②张… 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 (2010) 第 160574 号

出 版	新疆人民出版社
地 址	乌鲁木齐市解放南路 348 号
邮 编	830001
制 作	乌鲁木齐捷迅彩艺有限责任公司
印 刷	新疆新华印刷厂
开 本	880×1230 32 开
印 张	6.25 印张
字 数	180 千字
版 次	2010 年 9 月第 1 版
印 次	2010 年 9 月第 1 次印刷
印 数	1-1 500 册
定 价	25.80 元

序

在现代公司的理财管理中,投资决策、融资决策和股利决策是公司最重要的三大决策。其中投资决策作为公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础,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,成为公司财务决策的起点。

经典的财务理论——Modigliani 和 Miller(1958)提出著名的MM理论,开企业微观投资理论研究之先河,他们认为在一个完美的资本市场中,企业的外部资本和内部资本是可以完全替代的,企业投资所需资金完全可以不需要任何成本地从资本市场中获得。因此,企业的投资不会受到公司财务状况的影响,而只与企业的投资需求有关。但随着20世纪70年代以来企业理论的发展以及不确定性经济学、信息经济学、委托代理理论和契约理论的广泛应用,MM理论在解释现实问题时遇到了极大挑战,许多学者认为现实世界中并不存在真正意义上完美的资本市场,而是存在着信息不对称问题和代理问题,并将这些理论逐步运用于现代企业投资领域的研究,对企业投资进行了理论分析和实证研究。

基于资本市场不完善和外部资本不能完全替代内部资本的现实,西方学者对企业投资进行了大量研究,认为企业投资受企业财务因素的影响,例如内部现金流,即企业投资与现金流之间存在敏感性。但这些对企业投资的理论解释和实证主要基于西



方发达国家,特别是以美国为背景发展起来的。在这些国家中存在着以明晰的产权制度、股权高度分散、企业所有股票公开发行、自由交易、同股同权的股权制度安排、充分的信息流动、可靠的契约与法律结构、监管制度较完善,以及进行资源配置和行为协调的市场机制为特征的成熟的、完善的、规范的市场制度背景下,代理问题主要存在于经理人与股东之间。与国外成熟的市场相比,我国证券市场尚属新兴市场,转轨经济时期证券市场中的企业所面临的各种制度约束与成熟市场经济国家企业的情形显著不同。特别是由于历史原因,我国现有上市公司中大部分是由原国有企业或其他政府控制的实体重组改制而成的,许多转制只停留在表面而非实质,现有许多上市公司中国家拥有高度集中的股权和最大股东的地位。在股权制度安排上,大部分上市公司的显著特征是国有股、法人股非自由流通和个人股自由流通的同股不同权,国有股和法人股比例占总股份的60%~70%,处于控股地位,形成股权集中且“一股独大”,公司的控制权是掌握在拥有最多股份的控股股东手中,属于典型的大股东控制。在这种情况下西方的成熟理论并不一定适合中国的上市公司投资状况。

中国目前正处于经济高速发展时期,转轨以来,我国的投资随着经济增长高速增长。一些学者(袁志刚、宋铮,2000;李治国、唐国兴,2003)等认为20世纪90年代中后期以来中国经济运行存在“过度投资”;而另一些学者(刘宪,2004;白重恩、谢长泰、钱颖一,2007;卢锋,2007;庞明川,2007)研究认为,目前为止中国经济并未出现过度投资现象。那么在中国证券市场这一个新的市场中,上市公司投资状况是怎样的呢?是否存在“非效率”投资问题呢?

中国上市公司股权制度安排虽然进行了股权分置改革,但并没有从根本上解决股权高度集中和控股股东控制现象,后股

权分置时代我国上市公司仍然表现为“一股独大”。在这种情况下,控股股东对企业投资有怎样的影响?在控股股东控制下,当企业资金不足以满足投资需要时,以负债融资进行投资时,负债对企业的投资有何影响?当企业过度投资时,公司治理机制与过度投资又有怎样的关系?

转型经济中国有股权的作用一直存在广泛争议(Meggison 和 Netter, 2001)。在理论上,主流经济学认为,政府的目标函数多元化(Vickers 和 Yarrow, 1988; Bai et al, 2000)、政府对企业经营活动的行政干预(Li, 2000; Shleifer 和 Vishny, 1994)、国有企业的预算软约束(Kornai, 1998)、国有企业存在复杂的委托代理关系(Shaprio 和 Willing, 1998)等,这些内在的缺陷导致国有企业的绩效劣于私人企业。但钱颖一(1996, 2000)指出,从理论上来讲,经济转轨时期政府所有权和治理并非一定劣于私有产权下的治理结构。计小青(2007)指出国有控股的股权结构通过支撑外部投资者信心以及控制上市公司内部人的掠夺激励为投资者提供了替代性的保护。我国现有上市公司中,国有股权、非国有股权与企业投资的关系是否存在差异,国有控股股东是否比非国有控股股东更易过度投资?

对于以上问题,国内并没有得出令人信服的统一结论。因此,本书从自由现金流量、股权结构和负债融资的角度,采用理论和实证相结合的研究方法,力图找出我国上市公司非效率投资行为背后的动因,更加全面、合理地认识和评价国有股权在我国资本市场发展过程中的作用,为防范和减少这种非效率投资行为提供理论依据和实证数据支持,并提出相应对策和建议,以抑制上市公司非效率投资行为。

目 录

序	(1)
1 绪论	(1)
1.1 问题提出及研究背景	(1)
1.2 研究框架、思路与方法	(9)
1.3 相关概念界定	(13)
2 企业投资理论发展评述	(20)
2.1 凯恩斯的投资决定理论	(20)
2.2 加速器投资理论	(22)
2.3 Jorgenson 的新古典模型	(24)
2.4 Tobin 的 Q 理论	(26)
2.5 小结	(29)
3 上市公司非效率投资:国内外文献回顾	(32)
3.1 上市公司非效率投资:国外文献回顾	(33)
3.2 上市公司非效率投资:国内文献回顾	(56)
3.3 小结	(65)
4 我国上市公司非效率投资行为分析	(66)
4.1 我国企业投资体制的演变	(66)
4.2 中国上市公司非效率投资现状	(69)
4.3 我国上市公司非效率投资行为的成因	(76)
5 自由现金流与企业非效率投资研究	(82)
5.1 引言	(82)
5.2 国内外文献回顾	(83)
5.3 理论分析与研究假设	(93)

5.4	研究结果与分析	(101)
5.5	研究结论	(107)
6	股权结构与企业非效率投资行为	(108)
6.1	引言	(108)
6.2	国内外文献回顾	(108)
6.3	实证研究设计	(113)
6.4	研究结果与分析	(120)
6.5	研究假设的实证检验	(129)
6.6	研究结论与启示	(135)
7	负债融资与企业非效率投资行为	(136)
7.1	引言	(136)
7.2	国内外文献回顾	(137)
7.3	实证研究设计	(147)
7.4	研究结果与分析	(159)
7.5	研究结论与建议	(167)
8	政策建议	(170)
8.1	完善公司治理结构,抑制上市公司非效率投资行为	(170)
8.2	提高银行的监督意识,抑制上市公司非效率投资行为	(178)
8.3	完善市场环境,抑制上市公司非效率投资行为	(180)
8.4	优化资本结构,抑制上市公司非效率投资行为	(181)
8.5	建立理性、科学的投资决策制度和透明、规范的 决策程序过程	(181)
8.6	规范政府行为,抑制上市公司非效率投资行为	(182)
	参考文献	(183)
	后 记	(194)

1. 绪 论

投资是国民经济中的一个重要主题,由于投资被视为为未来效益提供了期望,因此通过投资行为可以判断国家和企业的经济运行情况。同时投资决策作为公司必须例行作出的、最重要的三大财务决策之一,一直受到财务学家的青睐。它吸引人们兴趣的魅力在于一方面它涉及资金的筹集问题,即投资资金的来源问题;另一方面它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,而公司作出这种决策时所面临的经营环境以及项目的未来价值又是不确定的。因此,投资决策较之于公司的其他两大财务决策——融资决策和股利决策更加成为现代财务管理研究的热点和难点。

1.1 问题提出及研究背景

近年来,我国上市公司的投资行为呈现出一些耐人寻味的现象,许多上市公司频繁变更募集资金投向,投向决策存在市场调查粗糙、高估收益、低估风险、缺乏整体财务风险评估等问题。企业利用股权融资资金投资于各种效益并非理想的新投资项目,以扩大企业投资规模,甚至将资金投入企业原本并不熟悉、与企业主营业务范围无关的领域,出现上市公司过度投资、多元化投资和投资短视行为(见表1-1)。例如原水股份公司主营业务为向上海市市北、市南、浦东等各自来水公司供应原水,但1998年至2001年公司分别向非主营业务的上海巴士股份有限公司、上海三电巴士公共交通公司、上海市绿园农村信用合作



社、上海新建设发展有限公司和上海建富投资有限责任公司等投资 1.38 亿元。同时由于股票市场上存在信息不对称,不少上市公司存在用股权融资资金偿还银行贷款、存放银行获取利息或委托金融机构理财等投资不足行为。

上市公司的非效率投资现象是当今许多国家所面临的问题。从中国特殊的经济背景来看,转轨经济中的上市公司非效率投资行为的动机具有其多样性和特殊性。尤其是我国的国有企业,尽管大量的国企进行了股份制改革,但改革的效果并不理想。在我国国有企业中,许多企业经营者(代理人)未将股东(委托人)利益最大化作为自己的目标,导致经营者的盲目过度投资、企业价值下降。同时,在国有上市公司中国有股往往是“一股独大”,大股东由于其利益上与政治上的双重目标致使其利用股权优势控制上市公司,与经营者一起成为企业的内部人,通过过度投资等非效率投资侵害利益相关者的利益。另外,经营者的“过度自信”及市场投资者的非理性也会导致上市公司的非效率投资行为。在不完全的市场条件下,企业要作出有效的投资,就必须防止企业的过度投资行为。因此,必须对企业非效率投资行为进行深入研究。

对于企业的投资行为,国外学者的研究主要基于西方发达国家股权高度分散,企业所有股票公开发行、自由交易、同股同权的股权制度安排且监管制度较完善背景下,代理问题主要存在于经理人与股东之间,运用代理理论和信息经济学理论对企业投资行为进行解释。但从 20 世纪 80 年代末起,全球公司治理的演变趋势表明,公司治理的股权分散性特征已越来越不明显,股权集中和占主导地位的大股东越来越普遍地存在于世界各地。La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1998)通过研究 27 个国家企业的最终控制人通过交叉持股的金字塔式股权结构进行控制的行为,发现在世界各地的大型企业中,主要的代理问题不是股东和经理人的冲突,而是外部股东和控制性大股东之间

的代理问题,因为控制性股东几乎能够全部控制管理者。并且在集中所有权结构下,通过发行多种类股票、交叉持股和金字塔式控股等方式,控制股东能够获取超过现金流量权更大的实际控制权,从而使得控制股东除了获得控制权的共享收益外,还能够实施有利于控制股东的投融资决策。Claenssens 等(2000), Claenssens 等(2002), Fan 和 Wong(2002)研究表明,在美国之外的其他国家中,上市公司治理结构的一个主要特征是所有权的集中度和控股股东的控制力,这在亚洲尤其适用。

我国证券市场是一个尚处于发展中的证券市场,转轨经济时期企业所面临的各种制度约束与成熟市场经济国家企业的情形大相径庭,上市公司股权制度安排的显著特征是国有股、法人股非自由流通和个人股自由流通的同股不同权,国有股和法人股的持股比例占总股份的 60% ~ 70%。在大部分上市公司中,国有股或法人股处于控股地位,形成股权集中且“一股独大”,公司的控制权是掌握在拥有最多股份的控股股东手中(见表 1-1)^①。与欧美国家现代公司的股权结构趋于集中不同,我国公司的股权结构的集中度随着股权改革有减小的趋势,但是与国外公司相比,我国上市公司的股权结构依然保持了较高的集中度,特别是少数股东在其中拥有很高的股权比例。从表 1-1 中统计可见,我国资本市场上市公司在 1999 ~ 2006 年第一大股东平均持股比例在逐渐降低,但 1999 ~ 2005 年第一大股东持股比例均值均在 40% 以上,仅有 2006 年股权分置完成后低于 40% ;

^① 国内其他学者统计:如吴淑琨(2002)的样本公司的第一大股东的平均股权比例在 1997 年、1998 年和 1999 年分别为 43%、42.2% 和 41.6%,前五大股东的平均股权比例在 1997 年、1998 年和 1999 年分别为 57.5%、56.3% 和 56.3%。施东晖(2000)的样本公司的第一大股东的平均股权比例在 1999 年为 45.3%,前两大股东的平均股权比例为 52.8%,前三大股东的平均股权比例为 56.1%。第一大股东的股权比例平均为第二大股东的 48.7 倍。依据终极产权论的计算规则,李增泉(2003)发现,第一大股东在 1997 ~ 2001 年期间的平均(中位数)持股比例为 50.1% (52.5%),第二大股东的持股比例仅为 5.2% (2.5%)。



同时从统计中可以发现,上市公司第一大股东与第二大股东、第三大股东持股比例相差悬殊,第一大股东持股比例均值分别为第二大股东持股比例均值的4~6倍、第三大股东持股比例均值的12~14倍,上市公司呈现典型的“一股独大”。统计中还发现,上市公司股权高度集中在前五大股东手中,从1999~2006年,前五大股东股权比例均值都在50%以上,占公司股权的一半以上。控股股东拥有绝对或相对控制权,为其掠夺小股东财富提供了可能,可以通过牺牲或剥削外部股东获取自身利益,这引发了大股东与中小股东的利益冲突问题,而经理与股东的潜在冲突可能并不像传统研究中所说的那么严重(在我国国有上市企业中,由于国有股权往往占绝大多数,经理层通常由政府相关部门派人担任,因而管理者与国有大股东的利益基本一致)。

表 1-1 上市公司大股东持股比例(%)描述性统计表

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
第一大股东持股比例								
均值	45.33	45.10	44.14	43.50	42.57	41.85	40.35	36.05
标准差	18.08	18.15	17.69	17.38	17.18	16.81	16.21	14.98
最小值	0.40	2.14	1.95	0.39	1.06	2.25	4.24	4.54
最大值	88.58	98.64	99.08	85.00	85.00	85.00	84.98	83.75
第二大股东持股比例								
均值	8.05	8.27	8.32	8.78	9.25	9.77	9.83	9.19
标准差	8.25	8.43	8.33	8.50	8.61	8.70	8.69	7.99
最小值	0.07	0.03	0.06	0.07	0.05	0.10	0.10	0.10
最大值	41.26	37.05	37.39	42.50	42.79	43.10	44.10	42.30
第三大股东持股比例								
均值	3.24	3.25	3.30	3.42	3.64	3.88	3.88	3.68
标准差	3.63	3.79	3.82	3.85	4.01	4.10	4.05	3.53

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
最小值	0.04	0.03	0.03	0.06	0.04	0.05	0.06	0.09
最大值	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	20.92
前五大股东持股比例之和								
均值	59.69	59.58	58.64	58.76	58.64	58.94	57.49	52.39
标准差	14.21	14.18	13.60	13.56	13.37	13.18	13.36	14.12
最小值	0.70	4.15	3.78	1.18	3.03	4.63	9.69	6.91
最大值	97.30	100.00	100.00	98.85	94.34	95.99	96.00	96.05
观测数	929	1083	1138	1204	1264	1353	1351	1410

资料来源:根据 CSMAR(2006)整理计算。

考察我国上市公司的董事会结构,与国外股份公司股东与董事会成员的适度分离相反,我国上市公司中的大股东与董事会成员的联系相当紧密。上市公司的董事会成员往往是大股东和管理层中的一员,大股东通过派出“自己的人”来维护自己的利益。董事会已演变成控股股东的代理人,实质上已丧失了董事会的独立性,董事成员与控股股东代表、高级管理人员“同构化”十分普遍,导致其他股东无能力对公司的投资决策行为进行监督。因此,与国外公司的董事会是全体股东的“代理人”相比,我国上市公司的董事会称作大股东尤其是绝对控股股东的“代理人”更加恰当(见表1-2、表1-3和表1-4)。在这样的股权结构下,上市公司的控制权和绝大部分的剩余索取权都集于控股股东一身,其他股东无力对公司的投资决策行为实施控制。当所有权集中的时候,代理问题就从管理层——股东的冲突转变为控股股东(本身也是管理者)和小股东之间的冲突。中国的上市公司基本的代理问题不是掌握公司控制权的“强管理者”与拥有公司所有权的“弱所有者”之间的委托代理问题,而应是外部投资者(中小股东)与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突。



表 1-2 上市公司董事提名方式一览表(2003)

		由董事 长与主 要股东 协商后, 以董事 会名义 提出	由董事 长与主 要股东 协商后, 以董事 长名义 提出	由董事 会下 属 提名委 员会 提出	由董事 长直接 提出	由董事 会直接 提出	由股东 直接 提出	其他	合计
所有董事	样本数	84	4	12	1	35	68	4	208
	%	40.4	1.9	5.8	0.5	16.8	32.7	1.9	100
执行董事	样本数	59	4	11	3	41	46	17	181
	%	32.6	2.2	6.1	1.7	22.7	25.4	9.4	100
非执行董事	样本数	64	5	9	2	44	59	13	196
	%	32.7	2.6	4.6	1	22.4	30.1	6.6	100
独立董事	样本数	61	5	14	2	87	25	10	204
	%	29.9	2.5	6.9	1	42.6	12.3	4.9	100

资料来源:中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性。

表 1-3 股东直接或间接提名的董事人数一览表(2003)

	平均	最大	最小	中值	公司数
经第一大股东提名并当选的人数	5.02	14	1	5	132
经第二大股东提名并当选的人数	1.03	6	0	1	132
经第三大股东提名并当选的人数	0.45	3	0	0	132
经国有股股东提名并当选的人数	4.55	15	0	4	90
经法人股股东提名并当选的人数	4.71	15	1	4.5	90
经流通股股东提名并当选的人数	0.06	3	0	0	90

资料来源:中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性。

表 1-4 股东直接或间接提名的执行、非执行、独立董事人数一览表(2003)

	执行董事		非执行董事		独立董事	
	平均	样本数	平均	样本数	平均	样本数
经第一大股东提名并当选的人数	2.72	82	3.53	93	2.83	58
经第二大股东提名并当选的人数	0.31	82	1.04	93	0.21	58
经第三大股东提名并当选的人数	0.15	82	0.47	93	0.09	58
经国有股股东提名并当选的人数	3.67	45	3.46	65	2.70	30
经法人股股东提名并当选的人数	3.00	45	3.62	65	2.07	30
经流通股股东提名并当选的人数	0.04	45	0.06	65	0.00	30

资料来源:中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性。

在我国上市公司存在较明显的“一股独大”现象。在这种情况下,大股东与董事会的关系主要表现为两种模式:一是大股东控制董事会模式,由于上市公司股权高度集中,大股东利用控股股东地位几乎完全支配公司董事会,在公司治理和运营中形成了“超强控制”;二是“内部人”控制模式。以上两种情况在实际运作中倾向于表现为同一种形式,即关键人控制董事会模式。关键人大权独揽,一人具有几乎无所不管的控制权,且常常集控制权、执行权和监督权于一身,并有一定的任意权力,以致很多公司的董事会在公司决策方面只是一个“橡皮图章”,监事会则普遍成为一种可有可无、几乎不起任何实际作用的“摆设”。在公司中,最高级管理人员或(和)控股股东代表往往扮演着关键人的角色,使董事会行为成为大股东行为的“影子”。我国上市公司的治理模式如图 1-1 所示。

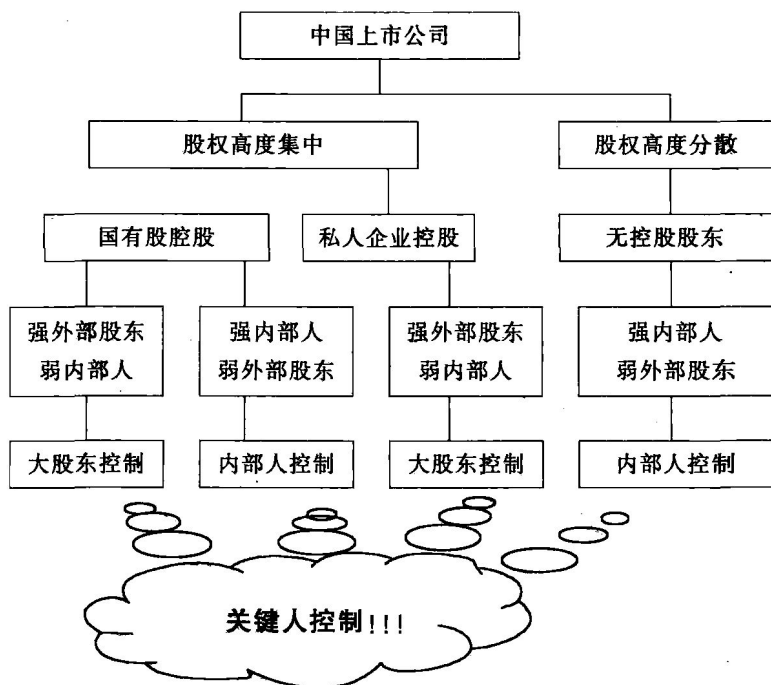


图 1-1 中国上市公司股东与董事会关系模式图

资料来源:中国公司治理报告(2004)。

在中国上市企业这种特殊股权制度安排下,上市企业主要由控股股东所控制,股东目标存在巨大差异,西方成熟的理论是否能够用来解释这些处于特殊时期企业的投资行为?中国上市公司控股股东与中小股东的代理冲突究竟从哪些方面、多大程度上影响着企业投资行为?在我国上市公司双重委托代理关系下,失去监督的控股股东或经理人员对自身利益的追逐一定程度上导致了企业投资行为的选择与中小股东利益目标的偏离,这是否与我国显著的股权融资偏好之间存在关系?企业的控股股东性质、控制权对企业投资行为产生怎样的影响?存在控股股东的上市公司与不存在控股股东的上市公司在投资行为上是

否存在显著差异? 管理层持股、负债融资是否能抑制控股股东非效率投资行为等都是值得研究的问题。通过对这些问题的回答,有助于中国股权制度改革和优化企业投资行为。

1.2 研究框架、思路与方法

1.2.1 研究框架与思路

根据前述拟要研究的基本问题和分析角度,以及为了尽可能地保证本专著的完整性,本书包括绪论在内,分八个部分展开研究。

1.2.1.1 开篇

在前人研究成果的基础上,提出本文研究的问题、研究的角度和研究的方法;界定这一研究领域的基本概念,从而为后面的研究提供必要的理论铺垫和分析前提。

1.2.1.2 第二部分

企业投资理论发展评述。在这一部分,主要是沿着时间顺序对传统的企业投资理论进行了简要评述。

1.2.1.3 第三部分

上市公司非效率投资:国内外文献回顾。这一部分主要是对企业非效率投资行为做了详细的理论和实证回顾。首先对国外学者的非效率投资文献进行了回顾与评述,如过度投资理论与实证、投资不足理论与实证、投资短视理论与实证和多元化投资理论与实证,分析了其研究的现状以及不足。其次对我国学者关于企业非效率投资行为的研究状况和不足做了回顾和分析。

1.2.1.4 第四部分

中国上市公司非效率投资行为分析。分析了转轨经济时期公司的投融资特征,通过结合我国仍处于转轨经济时期及其该