

融资约束、代理冲突与 中国上市公司投资行为研究

◎ 窦 伟 著

RONGZI YUESHU DAILI CHONGTU YU
ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI TOUZI XINGWEI YANJIU

 长江出版传媒

 湖北科学技术出版社

融合约束、代偿冲突与 中国上市公司技术创新研究

张健 著

CHINESE LISTED COMPANIES' INNOVATION
TECHNOLOGY: CONSTRAINTS, SUBSTITUTIONAL CONFLICTS AND
RESEARCH

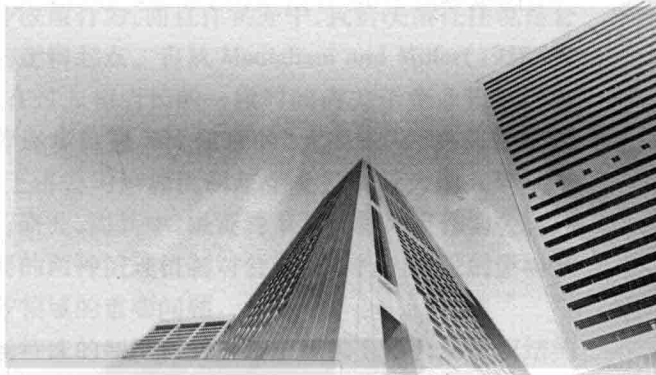
清华大学出版社
Tsinghua University Press

国家自然科学基金（编号：71302117）资助项目

融资约束、代理冲突与 中国上市公司投资行为研究

RONGZI YUESHU DAILI CHONGTU YU
ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI TOUZI XINGWEI YANJIU

◎ 窦 炜 著



长江出版传媒

湖北科学技术出版社

图书在版编目(CIP)数据

融资约束、代理冲突与中国上市公司投资行为研究/
窦炜著. —武汉:湖北科学技术出版社, 2014.1

ISBN 978-7-5352-6508-1

I. ①融… II. ①窦… 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(2014)第025992号

责任编辑:高诚毅

封面设计:喻杨

出版发行:湖北科学技术出版社

电话:027-87679468

地址:武汉市雄楚大街268号

邮编:430070

(湖北出版文化城B座13-14层)

网址:<http://www.hbstp.com.cn>

印刷:武汉三新大洋数字出版技术有限公司

邮编:430070

850 × 1168 1/32

5.625印张

150千字

2014年2月第1版

2014年2月第1次印刷

定价:38.00元

本书如有印装质量问题 可找本社市场部更换

前 言

投资作为公司成长的主要动因和未来现金流量增长的主要基础,将直接影响公司经营风险、盈利水平以及融资政策、股利分配等一系列公司财务政策行为,而且在实务中,投资决策往往也是公司财务政策制定的逻辑起点。自从 Modigliani and Miller(1958)提出 MM 定理以来,在过去相当长的一段时间内关于企业投资行为决策的研究都沿着逐步放宽 MM 定理的“无关论”经典假设来展开,并在现实条件下将公司治理机制与企业投资行为纳入到一个统一的框架内进行研究,而其中,融资约束与代理冲突作为公司外部和内部最为重要的两种治理机制对公司投资行为决策的影响问题一直是公司财务领域的重要问题。

我国资本市场特殊的制度背景决定了我国上市公司股权结构以及公司治理存在着一些特殊的问题。在转型经济背景下,我国上市公司高度集中的所有权结构、特殊的所有权性质、以及控制权配置模式的多样性于我国上市公司投资决策行为的影响,同样也是有待深入研究的重要问题之一。本书在对我国上市公司的所有权特征以及控制权配置模式进行系统考察的基础上,以“第二类代理问题”和股权的异质性为视角,以控制权私有收益的形成和分配机制为研究的逻辑起点,企业非效率投资行为为终点,以所有权特征和控制权配置模式为连接点,将代理冲突导致的过度投资与融资约束形成的投资不足这两种非效率投资行为纳入到一个统一的分析框架下,深入探讨“第二类委托代理冲突”下企业代理冲突、融资约束与非效率投资行为之间的相互关系,以了解我国上市公司以过度投资和投资不足为代表的非效率投资行为的产生原

因、影响因素以及形成机制,比较不同所有权特征以及控制权配置方式下的上市公司财务决策效率,为提高我国上市公司的治理效率,深化国有企业改革,完善投资者保护体系等提供具有一定价值的政策建议。

为此,本书的具体内容主要包括四个部分。第一部分为理论回顾、文献综述与相关背景分析,包括第1章、第2章与第3章。第二部分为理论模型的建立与分析,为第4章。在本章中,本书基于股权异质性假定,在Myer和Majluf(1984)的经典模型基础上,通过在原有模型中加入控制权私有收益变量,并基于“第二类委托代理冲突”对原有假设进行修正,用以探讨控制权私有收益与企业非效率投资行为之间的相互关系,以及深入分析不同控制权配置及所有权结构模式下融资约束和代理冲突对其产生影响的作用机理。第三部分为实证研究分析,包括第5章和第6章。其中,第5章为基于控制权私有收益视角的融资约束、代理冲突与公司非效率投资行为实证分析。本章在上一章的理论分析基础之上,以中国上市公司2000—2009年的实际数据,就我国上市公司非效率投资问题展开实证研究。而第6章为基于控制权私有收益视角的控制权配置与我国上市公司非效率投资行为的实证研究。本章在第4章理论分析的基础之上,以中国上市公司2000—2008年的实际数据研究了我国上市公司集中型所有权结构和特殊的所有权性质特征下,公司不同的控制权模式变化对于我国上市公司的投资行为的影响。最后一个部分为政策建议,为第7章。本章在以上各部分的基础上,针对我国上市公司投资行为决策中存在的问题,有针对性的提出了本书的一些建议。

目 录

前言	I
第 1 章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究目的和意义	6
1.3 研究内容与逻辑框架	9
1.4 研究的特色与创新之处	13
1.5 相关概念的界定	15
第 2 章 理论回顾及文献综述	19
2.1 新古典框架下的传统企业投资理论	20
2.2 公司治理框架下的现代企业投资理论	24
2.2.1 MM 定理的无关论假说	24
2.2.2 公司治理框架下的现代企业投资理论	26
2.3 基于控制权私有收益视角的公司投资行为研究评述	32
2.3.1 第二类代理问题与控制权私有收益	32
2.3.2 控制权私有收益视角下企业投资问题的研究评述	43
2.4 本章小结	49
第 3 章 我国上市公司投资体制的制度背景	51
3.1 转轨经济时期的基本特征	51

3.2	我国投融资体制的历史演进与投资决策环境分析·····	53
3.2.1	我国企业投融资体制的演变·····	53
3.2.2	我国上市公司投资决策的市场环境·····	60
3.2.3	我国上市公司投资决策的法律框架·····	63
3.3	我国上市公司投资决策的运行机制·····	67
3.4	本章小结·····	69
第4章	基于控制权私有收益视角的融资约束、代理冲突 与公司非效率投资行为理论分析 ·····	71
4.1	引言·····	71
4.2	文献回顾·····	73
4.3	模型的构建及研究假设·····	76
4.4	绝对控股大股东条件下的企业投资行为分析·····	79
4.5	多个大股东共同控制条件下的企业投资行为分析·····	83
4.5.1	制衡大股东之间互相监督情况下的企业投资 行为决策·····	84
4.5.2	制衡大股东之间形成合谋条件下的企业投资 行为决策·····	87
4.6	数值分析·····	92
4.6.1	大股东绝对控股情况下的企业投资决策·····	93
4.6.2	制衡大股东之间互相监督情况下的企业投资 行为决策·····	94
4.6.3	制衡大股东之间形成合谋条件下的企业投资 行为决策·····	95
4.7	本章小结·····	96
第5章	基于控制权私有收益视角的融资约束、代理冲突 与公司非效率投资行为实证分析 ·····	98
5.1	引言·····	98
5.2	理论分析及研究假设·····	102

5.2.1 股权性质与非效率投资行为	102
5.2.2 公司规模与非效率投资行为	104
5.3 研究设计	106
5.3.1 样本选择及数据来源	106
5.3.2 研究模型	107
5.4 实证结果及分析	110
5.4.1 描述性统计	110
5.4.2 实证结果	111
5.4.3 稳健性检验	116
5.5 本章小结	118
第 6 章 基于控制权私有收益视角的控制权配置与我国	
上市公司非效率投资行为的实证研究	119
6.1 引言	119
6.2 理论回顾与研究假设	123
6.2.1 控制权的定义	123
6.2.2 控制权的配置形态	126
6.3 样本的选取与研究设计	133
6.3.1 样本选取与数据来源	133
6.3.2 研究设计	134
6.4 实证结果及相关检验	138
6.4.1 基本描述性统计分析	138
6.4.2 过度投资与投资不足的度量	139
6.4.3 不同控制权配置模式下的企业非效率 投资行为	140
6.4.4 稳健性检验	143
6.5 本章小结	144
第 7 章 政策建议	146
7.1 完善公司内部治理机制	146

7.1.1	改进上市公司的投票制度	147
7.1.2	完善独立董事制度	148
7.1.3	明确监事会职能,为其职能履行提供 相应平台	150
7.2	健全法律体系与投资者保护	151
7.3	改善政府治理机制	153
7.4	持续深入的推进股权分置改革	155
7.5	转变监管思路,完善监管机制	156
7.5.1	加强资本市场监管,提高监管效率	156
7.5.2	转变监管思路,监管控股股东的行为	157
参考文献		159
后记		170

第 1 章 绪 论

1.1 问题的提出

投资作为公司成长的主要动因和未来现金流量增长的主要基础,将直接影响公司经营风险、盈利水平以及融资政策、股利分配等一系列公司财务政策行为,因而一直被财务学家们视为公司最为重要的三大财务决策之一。现代公司财务理论中有关于投资的部分大都源自于美国著名财务学家 Modigliani 和 Miller 在 1958 年提出的 MM 定理: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,都与企业的预期收益无关,与企业的投资效率无关,与企业价值无关。该理论意味着,在不考虑企业所得税、市场交易成本和企业融资约束问题,以及存在外部完全竞争资本市场等一系列严格的新古典经济学框架的假设条件之下,企业的投资项目决策仅仅取决于投资项目的净现值(NVP)。然而,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)等新制度经济学和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影像:如果打破 MM 定理严格的假定,在现实世界中,市场的非完美性、信息的非对称性、委托代理冲突等问题都会使企业的投资决

策偏离净现值法则,导致投资不足或过度投资等非效率投资行为的发生,降低企业价值。因此,现代企业投资理论不再将企业视为一个“黑箱”,仅聚焦于纯粹的技术性投资决策的最优化问题,而是在 MM 理论的开创性思维引导下,通过放松 MM 定理的诸多严格假设条件,将信息的非对称性、契约的非完备性、以及委托代理冲突等诸多因素纳入到企业投资理论的研究框架之中,探讨企业所有权特征、控制权配置等一系列公司内部委托代理冲突以及资本市场的非完美性、融资约束等外部治理机制对企业投资行为决策的影响。

随着研究的不断深入,现代公司财务理论中关于公司非效率投资行为的解释和分析也随着 MM“无关性”定理中一系列不符合现实世界的不完善因素的反思与批判中不断得到完善和发展。Jensen(1986)提出的自由现金流假说(Free - Cash - Flow Hypothesis)认为,由于企业存在所有者和管理者之间的委托代理冲突问题,企业管理者在缺乏足够的监督情况下,存在违背股东意愿,通过扩大投资规模获得绩效奖励、构建“企业帝国”谋求资源控制及在职消费等一系列过度投资的非效率投资行为。而对非效率投资问题的另一种解释来自于 Myers 和 Majluf(1984)提出的信息不对称理论(Asymmetric - Information Theory)。信息不对称理论认为,在不完美的资本市场假定下,在企业所有者与管理者的委托代理关系中,企业外部投资者与企业内部实际控制人之间存在信息不对称。因而,基于逆向选择原理,投资者会要求公司为使用外部资金而支付溢价,企业外部融资成本高于内部融资成本,管理者在为投资项目进行融资时更倾向于内部融资。因此,当公司存在融资约束问题时,受制于高成本的外部融资,企业可能会放弃部分会增加企业价值的正净现值项目,从而导致投资不足的问题。事实上,公司表现出的投资行为是融资约束和代理成本共同作用下的结果,而这两种作用又是通过不同的渠道发生作用的,前者主要源

于公司与资本市场间的信息不对称,而后者则主要源于公司内部经理人与股东间的利益冲突,因而它们分别反映了公司内、外部环境对公司投资行为的影响。因此,就特定的公司而言,它既可能因为面临融资约束而投资不足,同样也可能因为代理冲突而过度投资,过度投资和投资不足,两类非效率投资问题往往同时存在,二者之间相互制约和影响,企业的非效率投资行为往往是两类效应相互调和的结果,而目前的研究往往在假设不存在融资约束或代理成本的前提下,仅针对二者之一进行探讨:要么针对以简单的规模化投资、盲目的多元化投资等为代表的过度投资行为进行分析;要么针对以资产替代、委托理财等为代表的投资不足行为进行分析,却没有将过度投资和投资不足两种非效率投资行为纳入到同一个框架下进行系统和全面的分析和讨论。这或许是现有研究对上市公司在投资行为中表现出的诸多特征仍不能达成共识的原因所在。

另一个值得注意的是,上述两种经典财务投资理论虽然分别从两个不同的侧面分析了企业两种不同的非效率投资行为,然而他们却都是基于同一个基本假定:Berle—Means 命题。Berle 和 Means(1932)的研究认为股权的广泛分散是现代公司的重要治理特征。这一论断对现代公司治理和财务行为决策理论研究产生了深远而持久的影响:几十年来,所有权分散一直是现代公司治理和财务行为决策理论研究的一个基本出发点。在此基础之上,分散型所有权结构下经理人和股东之间的委托代理关系以及他们之间的利益冲突与合作一直被认为是现代公司治理与投资行为研究的焦点所在,而这也正是上述两种经典财务投资理论的基础与出发点。传统的委托代理问题认为,由于股权高度分散的股东具有“搭便车”的行为,管理者与股东之间的委托代理冲突会导致股东无法有效地发挥监督管理的功能,而公司的控制权实质上则掌握在管理层的手中。在这种分散性的所有权特征和控制权配置方式

下,由于管理者和股东之间的目标利益函数差异,必然会导致公司财务决策行为的非效率。然而,随着研究的不断深入,近年来越来越多的研究发现,股权的分散并不是一定的,甚至在世界范围内,大多数公司都存在控制性股东和股权集中的所有权特征(LLSV, 2000)。与以股权分散为特征的公司不同的是,在股权集中的所有权结构特征下,由于公司的控股大股东拥有足够的激励去监督管理者行为,公司的委托代理问题不再表现为所有者与管理者之间的冲突,而是主要表现为大股东与小股东之间利益冲突的“第二类代理问题”(Shleifer and Vishny, 1997)。在股权集中模式下,控股大股东通过交叉持股、双重投票权、金字塔式股权结构等方式分离公司的现金流权和控制权,在公司的投资项目决策中以内部关联交易、转移定价、贷款担保、资产回购等方式扭曲企业投资行为,获取控制权私人受益(PBC),侵害中小股东的利益,使公司的投资行为与股东利益最大化目标发生偏移,从而产生企业的各种非效率投资问题。不仅如此,进一步的研究还表明,由于控股大股东对于控制权私有收益的追求行为同样会造成公司与资本市场间的信息不对称,从而引发公司的融资约束与投资不足的非效率投资行为(McCabe, 1979; Demsetz and Lehn, 1985; Hart and Moore, 1998; Morellec, 2004, 等)。因为基于不对称信息理论和逆向选择原理,当外部投资者无法甄别大股东对控制权私有收益的追求行为时,只能被动提高投资回报率,从而产生外部融资成本的提高。这使得市场上有着良好投资机会的企业必然会因为融资约束问题而出现投资不足。随着研究的发展,基于控制权私有收益视角的公司非效率投资行为研究不仅逐渐成为公司治理研究中的核心问题,也成为了现代公司治理下财务决策研究,尤其是投资决策研究所关注的焦点(Demsetz, 1985; Pagano, Roel, 1998, 等)。

我国资本市场特殊的制度背景决定了我国上市公司股权结构以及公司治理存在着一些特殊的问题。就我国的实际情况而言,

由于大多数上市公司都由国有企业改制而来,从证券市场诞生的那一刻起,国家股和以国有公司为主的发起人不仅在非流通股份中居于主导地位(80%以上),还占到公司股票发行总额的半数以上,并且不在二级市场流通,其控制权呈现出向国有控股大股东单方面集中的现象尤为明显,且公司控股大股东对公司的经营管理活动,特别是投资决策具有决定性的影响(陈信元、陈冬华和朱凯,2004)。即使我国于2007年进行了上市公司的股权分置改革后,股权和控制权在我国上市公司中的高度集中现象仍然尤为明显。施东晖(2003)、韩德宗和叶春华(2004)、高雷和宋顺林(2007)、王鹏和周黎安(2006)、魏明海和柳建华(2007)等诸多学者都围绕着所有权集中所产生的控股股东与中、小股东之间的委托代理冲突对公司价值、经营绩效以及股利政策等问题进行了广泛的研究。这些研究都表明控股股东与其他股东之间的委托代理冲突以及由此引起的以资产替代和转移、内部关联交易、转移定价、委托理财等为代表的过度投资或投资不足的非效率投资行为,同样也是我国公司治理的主要矛盾。那么一个显然的问题是,当企业的委托代理问题不再是所有者——管理者冲突的时候,我们所考虑的公司投资行为是否会发生变化?在所有权集中模式下由股权异质性导致的大股东摄取控制权私有收益行为会对前述两种经典理论假说及对投资行为的解释产生变化吗?而基于“第二类代理问题”的企业投资行为又会呈现出怎样的特征呢?以及在我国“转轨经济”和尚待完善的投资者保护制度的特殊背景下,我国企业控股大股东之间的不同控制权配置方式与企业的投资行为之间又有着怎样的关系呢?对这些问题的研究和解答,不仅在理论上有助于完善和解释所有权集中条件下的企业所有权结构和控制权配置与企业非效率投资行为的关系,而且对于如何监督和控制我国大股东控制条件下的公司非效率投资行为,提高公司业绩,也有着现实的指导意义。

本书的研究正是以“第二类代理问题”以及股权的异质性为视角,以控制权私有收益的形成和分配机制为研究的逻辑起点,企业非效率投资行为为终点,以所有权特征和控制权配置模式为连接点,将代理冲突导致的过度投资与融资约束形成的投资不足两种非效率投资行为纳入到一个统一的分析框架下,深入探讨“第二类委托代理冲突”下企业代理冲突、融资约束与非效率投资行为之间的相互关系。这对于从理论上解释所有权特征、控制权配置方式以及融资环境等一系列公司的内部以及外部治理机制因素如何通过代理冲突和融资约束对企业的投资行为决策产生影响均具有一定的价值。

1.2 研究目的和意义

如前所述,现代财务理论中关于公司投资行为的解释和分析大都基于股权分散条件下的 Berle—Means 命题来展开与发展的,然而,自从 LLSV (1999,2000) 的系列研究文献发现在世界范围内普遍存在所有权集中和大股东控制的趋势以后,开始有越来越多的研究将大、小股东之间的委托代理冲突问题纳入到企业投资行为框架之中进行研究,但其研究结论却存在着较大争议。究其原因,从现有研究文献来看,这些研究大都沿着控制权私有收益与公司价值或公司业绩这条主线展开,探讨所有权集中条件下控股大股东摄取控制权私有收益行为对公司价值或公司业绩所产生的影响。事实上,从企业经济运作的过程来看,投资是企业利润的来源与经济增长的内在动因,而公司价值或业绩是企业投资行为的经济后果,如果仅仅从作为经济后果的公司价值或业绩上去探讨所有权集中模式和控制权私有收益对公司产生的影响,实际上是将企业这个经济体作为一个“黑箱”来进行研究,忽略了产生这些经济后果的内在动因与机制——投资。因此,如果要弄清所有权集

中模式与股权异质性变化给企业产生影响的内在机制,就必须要把揭开企业价值的这个“黑箱”,从企业投资行为入手,以控制权私有收益为视角,深入研究和探讨在所有权集中模式下,融资约束、代理冲突等公司外部与内部治理机制如何在企业的投资行为中发挥效用,以及这种影响机制又受到什么因素的影响?对于这些问题的研究和解答不仅在理论上有助于完善“第二类委托代理”理论下的相关研究成果,而且也可以为从现实中去解决企业实际投资效率低下的问题提供一些有益的参考。

另一方面,就现实意义而言,我国是一个新兴的社会主义国家,其经济发展也经历了由计划经济向市场经济的有中国特色的市场经济的转变。中国特殊的转型经济特征,一方面表现为资本市场发育不完善、结构失衡,使得部分上市公司的内部融资成本和外部融资成本存在很大的差异,从而面临严重的融资约束问题;另一方面则表现为公司内部治理机制和所有权结构还不完善,所有权集中模式下的股权异质性问题使得在大多数公司中大、小股东之间存在着严重的利益冲突,从而面临严重的“第二类委托代理问题”。虽然这两种因素都可以视为投资效率的损失,但它们涵义却绝然不同。若融资约束是导致上市公司投资效率损失的主要原因,那么政策制定的重点应该集中在上市公司的信息披露、资本市场的结构调整和融资渠道的拓宽等方面;若公司内部的代理成本是导致效率损失的主导因素,那么政策制定的重点就应当集中于公司内部治理机制的改善和外部监管的完善。

因此,在我国这样一个具有转型和新兴双重特征的非充分有效市场中,在我国上市公司中考察融资约束、代理冲突以及其对公司投资决策的影响,对于进一步深入地探讨、规范我国上市公司特定治理结构下的投资决策模式、改善资本市场对公司财务决策的传导机制、改进上市公司的治理结构和健全中、小投资者的法律保障体系等方面,都具有重要的现实意义。