

金融发展、公司治理与 微观资本配置效率

韩林静 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

金融发展、公司治理与 微观资本配置效率

韩林静 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融发展、公司治理与微观资本配置效率/韩林静著. —武汉: 武汉大学出版社, 2017. 10

ISBN 978-7-307-19749-7

I. 金… II. 韩… III. 金融事业—经济发展—影响—公司—企业管理—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 247928 号

责任编辑:任仕元

责任校对:李孟潇

版式设计:汪冰滢

出版发行: **武汉大学出版社** (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 虎彩印艺股份有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 16.5 字数: 237 千字 插页: 1

版次: 2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-19749-7 定价: 46.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

本书稿完成于 2014 年 12 月，当时并不期望出版，只是作为我的博士论文而完成。然而，近几年来随着我国金融新常态的发展、供给侧结构性改革的兴起、三去一降一补的提出，我国经济发展开始由粗放型转向集约型，在此过程中遇到的许多问题和我在本书中的诸多观点、看法不谋而合，曾经阅读过我这本书稿的朋友对本书稿给予了极高的评价，也希望本书稿能够出版，为更多的读者提供参考。基于此，我才与武汉大学出版社联系确定此书的出版。新的数据并不一定就代表新的观点，为保留本书稿的原貌，本次出版对原书稿提出的观点和所用到的数据均不做任何修改。

在改革开放至今短短的 30 多年时间里，我国已经建立了比较完善的金融中介和金融市场体系。截至 2014 年年底，我国的金融货币化比率为 1.93，金融相关比率高达 2.55。我国的金融证券市场从一片空白起步，迅速走完了发达资本主义国家资本市场几百年才走完的历程。截至 2014 年年末，我国证券市场上市公司达 2592 家，市值达 37.11 万亿元，仅次于美国，成为全球第二大证券市场。在如此短暂的时间内我国金融飞速发展，成为名副其实的资本大国，可谓成就斐然。

与此同时，企业资本配置效率低下一直是困扰我国资本市场的顽疾：投资过度现象在我国上市公司中普遍存在，部分行业产能过剩，高新技术领域、环保和农业的投资却远远不足，投资收益也并不理想，投资效率普遍不高。这严重损害了投资者的利益，也阻碍了我国经济健康、平稳的发展。因此，缓解投资不足、抑制过度投资以提高企业微观资本配置效率成为亟须解决的现实问题。

我国各地区治理环境差异比较大，导致了不同地区上市公司治

理情况存在一定的不同,而公司所处的宏观环境是重要的外部治理约束机制,其中金融市场环境的发展对上市公司具有重要影响。从理论上讲,良好的金融制度环境是改善资本配置效率的重要因素。金融发展会降低企业的融资约束,降低投资-投资机会敏感度,提高资本配置效率。在我国转型期这一特殊时期,产权性质、管理者权力、公司治理机制等一些公司治理的重要维度对企业资本配置效率有着重要的影响。

鉴于此,本书以2004—2015年为研究窗口期,在对国内外相关文献进行梳理的基础上,综合运用财务学、经济学、管理学和行为学的相关知识,应用规范和实证研究相结合的方法,以金融发展理论、投资理论为基础,结合我国的制度背景,从公司治理的视角来研究金融发展对微观资本配置效率的影响,并尝试解释这些现象的背后机理。

本书从公司治理视角,通过实证研究发现金融发展影响公司微观资本配置效率的经验证据,构建了金融发展、公司治理与资本配置效率关系的模型,探索公司治理在金融发展与微观资本配置效率关系中的中介作用,并分别从理论视角和实证视角进行分析和检验,为提高上市公司资本配置效率提供有益的借鉴,同时为维护国家金融秩序、有效改革金融市场、促进经济发展,具有重要的理论和政策含义。

本书各部分主要研究的内容和研究结论如下:

导论。本部分内容主要包括:选题的背景、研究的问题、选题目的和意义、研究方法、主要内容和结构安排。

第一章是文献综述。本章首先将金融发展的相关文献进行整理,从金融发展与融资约束、金融发展与企业投资、金融发展与公司治理三方面进行了归纳总结。其次,对公司治理的相关文献进行了整理,总体上分为内部治理和外部治理,并进行对比分析。在内部治理方面,从所有权结构和董事会结构两个层面进行了总结;对于外部治理的研究,则从市场环境、投资者保护和政治关联三方面展开。然后将微观资本配置效率的相关文献进行了整理,从金融发展、公司治理、自由现金流、负债融资约束、投资者保护、会计信

息质量六个方面与资本配置效率关系进行了归纳总结。最后，本章对现有文献可能存在的一些问题进行了评议。

第二章是制度背景和理论分析。在制度背景分析中，对我国金融发展的制度背景进行了回顾，主要从金融环境变迁制度背景、中国金融发展状况两方面进行了阐述。在理论分析中，分别从金融发展理论、公司治理理论、资本配置效率理论和融资约束理论四个方面进行归纳。首先对金融发展的概念、发展历史与度量方法进行了总结；然后从公司治理概念、产生动因、主要特征和理论基础四个方面进行了界定，接着界定了资本配置效率和融资约束的概念，对其测度方法进行归纳。

第三章是金融发展、产权性质与微观资本配置效率的实证分析。本章从融资约束、投资效率两方面来研究微观资本配置效率。具体如下：在引言中首先提出问题，然后简要回顾金融发展与企业投资的相关文献，提出产权性质对金融发展与微观资本配置效率关系影响的假设，然后构建回归模型，在描述性统计、相关性分析以及普通最小二乘法(OLS)回归基础上对假设进行了实证检验，在此基础上考察了产权性质、金融发展、微观资本配置效率等因素的影响，对于研究结论，分别从变量替换、数据变换和模型估计方法等方面进行替换以考察其稳健性，最后是结论与讨论。

第四章为金融发展、管理者权力与微观资本配置效率的实证分析。在代理理论和融资约束理论下，检验金融发展对管理者权力与微观资本配置效率关系的影响。同时延续第三章，检验不同产权性质下金融发展对管理者权力与微观资本配置效率关系的影响。具体如下：第一，通过引言引入问题；第二，简要回顾金融发展、管理者权力对投资效率影响的相关文献，提出管理者权力影响投资效率、不同产权性质下金融发展影响管理者权力与投资效率关系的理论假设；第三，构建回归模型，在描述性统计、相关性分析以及普通最小二乘法(OLS)回归基础上对假设进行了实证检验；第四，对于研究结论，分别从模型估计方法、数据变换和变量替换等方面进行替换以考察其稳健性；第五，得出结论，进行讨论。

第五章金融发展、公司治理机制与微观资本配置效率的实证分

析。在代理理论和信息不对称理论下，检验金融发展对公司治理机制与微观资本配置效率关系的影响。具体如下：第一，通过引言引入问题；第二，简要回顾金融发展、公司治理机制对投资效率影响的相关文献，提出公司治理机制影响投资效率、金融市场化水平影响公司治理机制与投资效率关系的理论假设；第三，构建回归模型，在描述性统计、相关性分析以及普通最小二乘法(OLS)回归基础上对假设进行了实证检验；第四，对于研究结论，分别从模型估计方法、数据变换和变量替换等方面进行替换以考察其稳健性；第五，得出结论，进行讨论。

第六章为研究总结。内容主要包括：总结全书，归纳分析研究的创新之处，同时，指出研究中存在的局限性和未来研究展望。

目 录

导论	1
一、研究背景与问题提出	1
二、研究目的与意义	4
三、研究方法	5
四、主要内容和结构安排	6
第一章 文献综述	9
第一节 金融发展相关文献	9
一、金融发展与融资约束	9
二、金融发展与企业投资	13
三、金融发展与公司治理	14
第二节 公司治理相关文献	16
一、公司内部治理	16
二、公司外部治理	24
第三节 资本配置效率相关文献	35
一、金融发展与资本配置效率	36
二、公司治理与资本配置效率	40
三、自由现金流与资本配置效率	46
四、负债融资约束与资本配置效率	47
五、投资者保护与资本配置效率	50
六、会计信息质量与资本配置效率	51
第四节 文献评析	52

第二章 制度背景与理论基础	54
第一节 金融发展制度背景	54
一、金融环境变迁制度背景	54
二、中国金融发展状况	59
三、结论	81
第二节 理论基础	81
一、金融发展理论	81
二、公司治理理论	96
三、资本配置效率理论	103
四、融资约束理论	111
第三章 金融发展、产权性质与微观资本配置效率	114
引言	114
第一节 理论分析与研究假设	118
一、金融发展与企业投资	119
二、金融发展、产权性质与企业投资	122
第二节 研究设计与样本选择	125
一、模型设计与变量定义	125
二、研究样本与数据来源	128
第三节 实证结果与分析	130
一、描述性统计和分组检验	130
二、相关性分析	132
三、实证结果与分析	133
第四节 稳健性检验	138
一、变量替换	138
二、数据变换	141
三、模型估计方法替换	147
第五节 本章小结	147
第四章 金融发展、管理者权力与微观资本配置效率	149
引言	149

第一节 理论分析与研究假设	151
一、管理者权力与公司投资支出	151
二、金融发展、管理者权力与企业投资	156
第二节 研究设计与样本选择	160
一、模型设计与变量定义	160
二、研究样本与数据来源	164
第三节 实证结果与分析	164
一、描述性统计	164
二、相关性分析	167
三、实证结果与分析	169
第四节 稳健性检验	178
一、模型估计方法替换	179
二、数据变换	183
三、变量替换	186
第五节 本章小结	189
 第五章 金融发展、公司治理机制与微观资本配置效率	 191
引言	191
第一节 理论分析与研究假设	192
一、公司治理机制与投资效率	192
二、金融发展、公司治理机制与投资效率	196
第二节 研究设计与样本选择	199
一、模型设计与变量定义	199
二、研究样本与数据来源	203
第三节 实证结果与分析	204
一、描述性统计	204
二、实证结果与分析	206
第四节 稳健性检验	214
第五节 本章小结	218

第六章 研究结论、局限和未来展望.....	220
一、主要研究结论.....	220
二、本书创新点.....	222
三、研究局限.....	223
四、未来研究展望.....	224
参考文献.....	225
后记.....	249

图 表 目 录

图 0-1	研究技术路线图	8
图 2-1	金融发展规模指标分析图	62
图 2-2	金融资产明细指标规模图	62
图 2-3	非银行金融资产/金融总资产-金融结构分析图	63
图 2-4	股票总市值/(货币和准货币+金融债券余额) 金融结构分析图	64
图 2-5	2014Q3—2015Q3 我国第三方互联网支付交易规模及 环比增长率	75
图 2-6	众筹融资基本过程	78
图 2-7	2014 年 1 月—2015 年 12 月每月 1 日的万份收益和 七日年化收益率	79
图 2-8	2014. 6—2015. 6 互联网理财用户规模及使用率	80
图 2-9	公司治理组织结构图	100
图 3-1	我国各地区金融发展变动趋势	117
图 3-2	企业资产负债率变化趋势	117
表 2-1	金融发展规模指标	60
表 2-2	2013 年年末银行业金融机构营业网点地区分布	65
表 2-3	2013 年年末金融机构存贷款余额增速地区分布	65
表 2-4	我国股票市场的发展	66
表 2-5	2013 年末各地区证券业分布	68
表 2-6	2014 年中央结算公司托管的各类债券发行数量	69
表 2-7	我国互联网金融的标志性事件	71
表 2-8	2012—2015 年 P2P 网络贷款综合统计	76

表 2-9	金融效率度量指标	87
表 2-10	资本的定义	104
表 3-1	主要变量定义和说明	126
表 3-2	样本的行业/年度分布	129
表 3-3	样本的产权性质/年度分布	130
表 3-4	变量描述性统计	131
表 3-5	主要变量相关系数	133
表 3-6	金融发展、产权性质与投资效率回归分析(1)	134
表 3-7	金融发展、产权性质与微观资本配置效率回归分析(2)	136
表 3-8	金融发展、产权性质与投资效率：变量替换(1)	139
表 3-9	金融发展、产权性质与微观资本配置效率：变量替换(2)	140
表 3-10	金融发展、产权性质与微观资本配置效率：样本区间 缩小(1)	142
表 3-11	金融发展、产权性质与微观资本配置效率：样本区间 缩小(2)	143
表 3-12	金融发展、产权性质与投资效率：制造业单独回归(1)	144
表 3-13	金融发展、产权性质与微观资本配置效率：制造业 单独回归(2)	145
表 4-1	主要变量定义和说明	163
表 4-2	模型设计变量的描述性统计	165
表 4-3	主要变量相关系数	168
表 4-4	管理者权力与企业投资支出回归分析	169
表 4-5	管理者权力与投资效率回归分析	171
表 4-6	金融发展、管理者权力与企业投资支出回归分析	172
表 4-7	金融发展、管理者权力与投资效率回归分析	174
表 4-8	产权性质视角下：金融发展、管理者权力与投资效率	176
表 4-9	现金流与投资机会回归分析	180

表 4-10	管理者权力、现金流与投资机会回归分析	181
表 4-11	模型估计方法替换测试	182
表 4-12	数据变换稳健性测试(2007—2011 年)	184
表 4-13	变量替换稳健性测试	187
表 5-1	主要变量定义和说明	202
表 5-2	模型设计变量的描述性统计	205
表 5-3	公司治理与资本配置效率关系回归分析	207
表 5-4	金融发展对资本配置效率影响的回归分析	209
表 5-5	金融发展下公司治理与资本配置效率关系回归分析	212
表 5-6	变量替换和数据变换稳健性测试(2007—2011 年)	216

导 论

一、研究背景与问题提出

在改革开放至今短短的 30 多年时间里,我国已经建立了比较完善的金融中介和金融市场体系。截至 2014 年年底,我国的金融货币化比率为 1.93,金融相关比率高达 2.55。我国的金融证券市场从一片空白起步,迅速走完了发达资本主义国家资本市场几百年才走完的历程。到 2014 年年末,我国证券市场上市公司达 2592 家,市值达 37.11 万亿元,仅次于美国,成为全球第二大证券市场。在如此短暂的时间内我国金融飞速发展,成为名副其实的资本大国,可谓成就斐然。

与此同时,企业资本配置效率低下一直是困扰我国资本市场的顽疾(白重恩等,2005;魏明海,柳建华,2007;应千伟,罗党伦,2012)。投资过度现象在我国上市公司中普遍存在(杨华军,胡奕明,2007;姜付秀,伊志宏,苏飞等,2009;俞红海,徐龙炳,陈百助,2010;张会丽,陆正飞,2012;杨汉明,刘广瑞,2014),部分行业产能过剩,高新技术领域、环保和农业的投资却远远不足(吕长江,张海平,2011),投资收益也并不理想,辛清泉、林斌和杨德明(2007)通过计算得出我国上市公司投资回报率仅为 2.6%,投资效率普遍不高(张功富,宋献中,2009)。这严重损害了投资者利益,阻碍了我国经济健康、平稳的发展(熊家财,苏冬蔚,2014)。由此看来,缓解投资不足、抑制过度投资以提高企业微观资本配置效率成为亟须解决的现实问题。

我国各地区治理环境差异比较大,导致了不同地区上市公司治理情况存在一定的不同(南开大学公司治理评价组,2010),而公

司所处的宏观环境是重要的外部治理约束机制,其中金融市场环境的发展对上市公司具有重要影响^①。从理论上讲,良好的金融制度环境是改善资本配置效率的重要因素。金融发展会降低企业的融资约束,降低投资——投资机会敏感度,提高资本配置效率(Wurgler, 2000; Love, 2003; Laeven, 2003)。在我国转型期这一特殊时期,产权性质、管理者权力和公司治理机制等一些公司治理的重要维度企业的发展有着重要的影响。产权性质是指企业最终控制人的性质特征,最终控制人是隐藏在大股东背后的控制性股东(La Porta 等, 1999),通常根据最终控制人是否为政府将企业分为国有控制企业和非国有控制企业。在公司治理中,最终控制人在我国上市公司中普遍存在,并且可以通过一系列控制链实现对企业的真正控制,并实际影响管理层和董事会的各项决策,是公司治理的核心(刘芍佳等, 2003; 王福胜等, 2012)。与发达国家相比,我国的金融体系是以银行信贷为主导,而四大国有银行占据了金融市场的主要市场份额,国有银行在进行信贷决策时势必要受到政府行政指令的干预(La Porta 等, 2002),倾向于给国有控制企业更多的贷款支持,从而造成非国有控制企业的融资约束。政府对国有控制企业诸如信贷支持的各种补贴,在造成国有控制企业的道德风险存在及预算软约束问题的同时^②,也占用了非国有控制企业的其他资源。那么我国近年来金融发展水平提高,会不会强化产权性质下的融资约束差异?对不同产权性质上市公司投资效率有何影响?是值得深入探讨的问题。

① 主要表现在两个方面:一方面,我国上市公司治理机制的缺陷诱使部分公司进行了大量低效率的过度投资;另一方面,我国金融市场固有的缺陷致使另一些公司无法获得足够的资金以满足自身的投资需求。

② “预算软约束”最早由匈牙利经济学家 Kornai(1979)在 20 世纪 70 年代末提出,主要用来刻画社会主义国家里中央与国有企业之间的一种特殊的经济关系。国有企业本来就归国家所有,国家总是会对国有企业的经营结果负责,这就使得国有企业一出问题就会有国家兜底。这样国有企业似乎总是有花不完的钱,甚至在巨额亏损下依然能够运行,因此,国有企业不会存在“硬”的预算约束。这就是“预算软约束”概念的由来。

与国外相比，制度背景决定了我国管理者权力的形成具有一定的特殊性。我国的企业大部分为国有控制。公司“所有者缺位”导致“内部人控制”现象比较严重。管理者普遍持股不多，却拥有经营管理权，在对企业决策控制、经营管理等方面由于信息获得优势，使管理者的权力逐渐形成并不断提升，而作为所有者的国家因为“缺位”无法实现有效地监督约束。我国的经理人市场还不发达、不完善，使非国有控制企业尤其是民营企业外聘的职业经理人与大股东存在特定关系，民营企业大多数是家族企业，在上市之后管理者主要由创始人等元老或家族成员担任，业主常包含于管理者，控股股东长期兼任总经理的情况时常发生，管理者的“话语权”会更强，会以个人的意愿影响企业的各方面决策。因此，外部经理人市场的不完善、上市公司内部治理机制的缺陷没有对管理者权力形成有效的约束。在这种情况下，不同产权性质下管理者权力对投资效率影响如何？金融发展会促进还是会抑制管理者权力对投资效率影响的效果？本书试图在第四章对这些问题进行理论分析和经验解释。

现有关于公司治理与资本配置效率关系的研究成果，多是公司治理机制对微观资本配置效率影响的文献，大致可以分为两类：第一类是从公司治理的综合治理机制效果的层面考察，发现公司治理整体水平的强弱对改善信息不对称、代理问题以及对投资效率的影响；第二类是从公司治理的主要组成机制或某一个视角下治理效果进行考察，集中在股权结构、董事会结构、管理者权力、管理层背景、独立董事比例、投资者保护等特定层面对投资效率的影响，并得出了不同的结论。尽管这些研究丰富了我们对相关知识的认识，但是它们大多停留在静态层面，忽视了公司治理在不同的外部制度环境进程中对资本配置效率治理效果的变化。事实上，公司经营活动都是在各个国家特定的制度环境下进行，必然会受到当地制度环境的限制。理论上，良好的金融制度环境是改善资本配置效率的重要因素(Wurgler, 2000)。那么，在不同的金融制度环境下，公司内部激励、监督机制的治理效果会不会也不同？会不会进一步影响到上市公司的投融资决策行为？本书试图在第五章对这些问题进行理论分析和经验解释。