

上市公司 与效率研究 的投资行为

© 张祥建 郭岚 徐磊 著

 上海财经大学出版社

与效率研究 的上市公司 投资行为

本书由上海财经大学资助出版
同时得到国家自然科学基金项目(70702035)、
教育部人文社会科学一般项目(07JC630012)
和上海社科基金项目(2006BJB009)的资助

◎ 张祥建 郭岚 徐磊 著

图书在版编目(CIP)数据

上市公司的投资行为与效率研究/张祥建,郭岚,徐磊著. —上海:上海财经大学出版社,2009.2

ISBN 978-7-5642-0440-2/F·0440

I. 上… II. ①张…②郭…③徐… III. ①上市公司-投资-经济行为-研究-中国 ②上市公司-投资-经济效率-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 007883 号

SHANGSHI GONGSI DE TOUZI XINGWEI YU XIAOLÜ YANJIU

上市公司的投资行为与效率研究

张祥建 郭 岚 徐 磊 著

责任编辑 张惠俊 装帧设计 钱宇辰

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

宝山蔚村书刊装订厂装订

2009 年 2 月第 1 版 2009 年 2 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 10.625 印张 306 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 28.00 元

前 言

投资决策是企业面临的最重要的财务决策之一,涉及到资金的筹集和配置效率,对公司的运营和发展具有不可替代的作用,一直受到财务学家、经济学家和实业界的普遍关注。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,影响着公司的经营风险、盈利水平以及资本市场对其经营业绩和发展前景的评价,是公司财务决策的起点。

我国资本市场属于新兴市场,存在很多不完善之处,影响着上市公司的投资行为和效率。我国上市公司处于大股东超强控制状态,大股东拥有足够多的控制权以制定符合其意志和利益的投资决策。尽管股权分置改革可以在一定程度上改善公司治理结构,但不可能从根本上改变大股东控制状况,可见,大股东控制仍然是后股权分置时代上市公司的重要特征。同时,我国股票市场短期投机交易偏好占主流,上市公司迷失了业务发展方向,投资行为短期化。在这种背景下,上市公司的投资行为在某种程度上被严重扭曲,因此,我国上市公司资金配置效率低下的主要原因在于企业存在普遍的非效率投资行为。

随着我国资本市场的发展,基于中国资本市场环境和公司治理结构特点,研究上市公司投资行为和效率问题显得特别必要和迫切。因此,本书从公司治理的角度,采用定性分析和定量分析相结合的方法,研究我国上市公司的投资行为特征和效率表现,并提出相应对策和建议。本书对于我国上市公司投资行为和效率的研究、监管机构的政策

制定、上市公司的持续发展、投资者的决策行为等都具有重要的理论价值和现实意义。

本书以计量分析为主要工具,重点研究了我国上市公司投资行为的结构和分布特征,从融资行为、治理结构、流动性水平和产品市场竞争四大因素对上市公司投资行为的影响,研究了上市公司自由现金流的过度投资问题,分析了投资行为对企业价值和企业业绩表现的影响关系。除了第1章的“绪论”、第2章的“文献回顾”和第9章的“结论与研究展望”外,本书的研究工作主要在四个层次上展开。

第一层次(第3章):描述了上市公司投资支出的结构和分布特征,从不同的视角研究我国上市公司的投资行为特征,包括投资的构成、分布状况、时间特征,并分析不同规模、年度、行业上市公司的投资分布状况。研究表明:(1)在上市公司2000~2005年各年度及合并数据投资支出的统计分布中,折旧与摊销水平的比重较小,而新增投资水平占据主体。(2)上市公司控股股东的性质和控制权结构对投资行为产生重要的影响,国有法人股控制上市公司的投资规模相对较小,而国家股和民营控制上市公司的投资规模相对较大。(3)中成长性公司和高成长性公司的平均投资水平要高于低成长性公司,反映了这些公司具有较高的投资机会,并能够凭借自身的成长机会优势获得相对充足的资金,以支持企业的投资需求。

第二层次(第4章、第5章和第6章):分别从投资行为的影响因素、自由现金流的微观运用、投资行为的企业价值效应三个角度来逐层深入探讨中国上市公司投资行为和效率的特征,这三个视角是逐层递进的关系。第4章分析了融资行为、股权结构、资产特性和产品市场竞争四大因素对上市公司投资行为的影响,从特定的侧面对我国上市公司的投资行为提供一种解释。主要结论是:(1)企业的融资规模与投资水平之间存在显著的正相关关系,融资规模对上市公司投资行为的扩张具有正向激励效应。(2)大股东控制对投资行为具有重要的影响效应,第1大股东持股比例与总投资支出和资本性投资支出之间存在显著正相关关系。(3)资产特性对企业投资行为的影响是不可忽视的,资

产流动性与投资水平之间具有负相关关系。(4)上市公司的总投资支出、资本性投资支出、增量投资水平与经营风险和竞争能力之间具有显著的正相关关系,上市公司面临的经营风险和竞争激烈程度越大,其投资活动将越活跃,导致投资规模的提升。

第5章从微观视角分析了上市公司自由现金流(FCF)的使用问题,并分析了其与过度投资和投资不足的关系。主要结论是:(1)我国上市公司存在一定程度的过度投资倾向,造成了筹集资金的盲目使用,不利于上市公司的健康持续发展,也削弱了其在资本市场上进行后续融资的能力,并带来了我国资本市场整体声誉的下降。(2)对于 $FCF > 0$ 的样本公司,上市公司可能不具备良好的投资机会,总投资水平和期望新投资水平都存在明显的下降,企业没有消耗大量的资金,存在资金闲置现象,因此自由现金流为正。(3)对于 $FCF < 0$ 的样本公司,其总投资水平、新增投资水平和期望新投资水平都显著为正值,说明企业存在过度投资倾向,导致企业的自由现金流为负,必须依赖外部融资来满足投资的资金需求。

第6章以资产注入为对象研究了上市公司的资本配置效率,并分析了上市公司的投资效率和企业价值,重点检验了投资支出和股权结构对投资效率的影响程度。主要结论是:(1)从总体上来看,上市公司的投资水平与企业的财务业绩指标具有正相关关系,而与现金流指标、托宾 Q 和 M/B 具有显著的负相关关系。(2)上市公司的主营业务利润率(MROA)、净资产收益率(ROE)、资产周转率(ASST)、经营活动现金流(CFO)等业绩指标则没有表现出随着资本性投资支出上升的趋势,而是表现为下降为主趋势,在一定程度上说明资本性投资缺乏效率。对于衡量企业市场价值的两个指标 Q 和 M/B ,则表现出随资本性投资规模的增加而提升的分布特征。(3)从增量投资支出来看,财务效率指标[总资产收益率(ROA)、主营业务利润率(MROA)、净资产收益率(ROE)、销售利润率(ROS)、ASST 和 CFO]对新增总投资支出的回归系数显著为正值,说明增量投资支出与企业投资效率之间具有显著的正相关关系。而企业的市场价值指标托宾 Q 和 M/B 对新增总投资

支出的回归系数显著为负,企业的市场价值并没有随着增量投资规模的增加而上升。(4)ROA、MROA、ROE、CFO对第1大股东持股比例平方的回归系数显著为正,而企业市场价值指标托宾Q和M/B对第1大股东持股比例平方的回归系数显著为负,表明业绩指标和市场价值指标之间存在背离的关系。

第三层次(第7章):以万向钱潮(000559)为例,分析了上市公司的投资结构和投资行为,考查了投资活动为万向钱潮带来的影响,从盈利能力、运营能力和现金流水平来分析公司业绩的变化。本章的重要结论有两个方面:(1)民营控制的企业具有较大的代理成本,存在一定程度的过度投资倾向,从而造成了资金配置的效率较低,对企业的发展不利。(2)股权分置改革改变了上市公司的治理结构,促使大股东更加关心上市公司的运营效率,从而使得公司的投资效率大大提升。

第四层次(第8章):探讨了规范上市公司投资行为和提高投资效率的方法,包括加强和完善信息披露机制,强化对投资活动的外部监督与控制,完善上市公司的治理结构等方面。从这些方面努力,不仅可以建立上市公司生存的良好市场环境,而且能够改善上市公司自身的竞争能力和发展能力,优化投资行为,提高投资效率,最终带来上市公司经营业绩和市场价值的提升。

本书的主要创新之处如下:

1. 从融资行为、股权结构、资产特性和产品市场竞争四大因素探讨了对上市公司投资行为的影响,构造了综合性的分析框架。国内学者很少从这四个方面进行定量分析。研究表明:融资规模、第1大股东持股比例、经营风险、竞争能力与投资水平之间存在显著的正相关关系,而资产流动性与投资水平之间具有负相关关系。从这四个方面来分析影响上市公司投资行为是一个新的尝试,从多个视角对我国上市公司的投资行为提供了合理的解释。

2. 设计期望投资模型来度量自由现金流、过度投资和投资不足,从而更有力地检验代理理论对企业投资水平与内部产生现金流相关的解释能力。现有的研究主要从定性分析来探讨我国上市公司的非效率投

资问题,缺乏定量分析的支撑,而本书构造了投资水平的期望模型和自由现金流的计算方法,探讨了上市公司自由现金流的过度投资问题。创新之处具体表现在:(1)当 $FCF > 0$ 时,上市公司可能不具备良好的投资机会,总投资水平和期望新投资水平都存在明显的下降,存在资金闲置和投资不足现象;(2)而当 $FCF < 0$ 时,其总投资水平、新增投资水平和期望新投资水平都显著为正,说明企业存在过度投资倾向,必须依赖外部融资来满足投资的资金需求。

3. 从经营业绩指标和 market value 指标研究了我国上市公司投资效率的表现特征,分析投资行为对企业业绩表现和 market value 的影响效应。创新之处体现在:(1)从总体上来看,上市公司的投资水平与企业财务业绩指标具有正相关关系,而与现金流指标、托宾 Q 和 M/B 具有显著的负相关关系;(2)当考虑资本性投资支出时,上市公司的业绩指标主要表现出随资本性投资支出增加而下降的趋势;(3)增量投资支出与企业投资效率之间具有显著的正相关关系,而 market value 并没有随增量投资规模的增加而上升。上市公司的投资支出水平对业绩指标和 market value 指标的影响效应之间存在一定程度背离的关系。

目 录

前言	1
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	6
1.2 基本概念	7
1.2.1 投资	7
1.2.2 投资决策	8
1.2.3 效率与投融资效率	9
1.3 研究方法	12
1.4 主要内容与章节结构	13
1.5 本书的特色与主要创新点	19
第 2 章 文献综述	22
2.1 代理冲突与投资效率	22
2.1.1 股东—经理层之间的代理冲突与投资行为	22
2.1.2 代理成本与投资效率	24
2.1.3 企业现金流与投资效率	25
2.2 资本结构、融资约束与投资行为	27

2.2.1	资本结构与投资行为	27
2.2.2	融资约束、自由现金流与投资效率	29
2.2.3	不确定性与投资行为	31
2.3	负债融资、代理冲突与投资行为	31
2.4	企业多元化投资与投资效率	34
2.4.1	企业多元化投资的成本和收益	34
2.4.2	多元化折价与企业价值	36
2.5	内部资本市场与投资行为	39
2.5.1	内部资本市场及其配置效率	39
2.5.2	内部资本市场中的代理问题	43
2.6	大股东控制、投资行为与投资效率	44
2.7	国内相关研究成果	47
2.7.1	融资偏好与投资行为	48
2.7.2	资金投向的变更问题	48
2.7.3	代理冲突、投资行为与掠夺效应	49
2.7.4	投资行为与公司业绩表现	50
2.7.5	融资约束、现金流与投资行为	51
2.8	本章小结	52
 第3章 上市公司投资支出的结构与分布特征		53
3.1	引言	53
3.2	上市公司投资支出的结构和测度方法	55
3.3	样本选择与数据来源	56
3.4	上市公司投资支出的基本特征	58
3.4.1	投资支出的基本分布	58
3.4.2	投资支出的行业特征	61
3.4.3	大股东控制与上市公司的投资支出	68
3.4.4	不同规模上市公司的投资支出	72
3.4.5	不同成长机会上市公司的投资支出	74

3.5	上市公司投资支出特征的综合分析	83
3.6	本章小结	84
第4章	上市公司投资行为的影响因素	86
4.1	引言	86
4.2	影响上市公司投资行为的因素分析	88
4.2.1	融资途径与企业投资行为	88
4.2.2	股权结构与企业投资行为	92
4.2.3	资产特性与企业投资行为	96
4.2.4	产品市场与企业投资行为	99
4.3	研究设计	101
4.3.1	变量选择	101
4.3.2	研究方法	105
4.4	描述性分析和相关性分析	106
4.4.1	描述性分析	106
4.4.2	相关性分析	114
4.5	回归分析结果	114
4.5.1	回归模型的诊断及处理	114
4.5.2	回归分析结果及解释	115
4.6	上市公司投资行为的影响因素归纳	138
4.7	本章小结	142
第5章	上市公司的自由现金流、投资结构与投资效率	144
5.1	引言	144
5.2	研究设计	147
5.2.1	自由现金流、过度投资和投资不足的测度方法	147
5.2.2	企业投资水平的期望模型	148
5.3	描述性分析和相关性分析	152
5.4	投资结构、自由现金流与非效率投资的分布特征	155

5.4.1	投资构成与分布特征	155
5.4.2	非效率投资的分布特征	156
5.4.3	自由现金流分布状况	163
5.5	不同自由现金流水平下的投资特征	166
5.6	上市公司非理性投资的类型和原因分析	176
5.6.1	非理性投资行为的类型	176
5.6.2	非理性投资行为的形成原因	180
5.7	本章小结	185
第6章	上市公司的投资行为与企业价值	187
6.1	引言	187
6.2	全流通时代的资产注入、投资效率与寻租行为	189
6.2.1	研究假设	190
6.2.2	大股东控制下虚增注入资产价值的收益特征	193
6.2.3	虚增注入资产价值财富效应的动态特征与资本配置效率	196
6.3	实证研究设计	202
6.3.1	投资效率的衡量方法	202
6.3.2	影响上市公司投资效率的主要因素	205
6.3.3	回归模型	217
6.4	描述性分析	218
6.4.1	上市公司投资效率的分布特征	218
6.4.2	影响投资效率的变量分布	221
6.5	投资水平与投资效率的关系	224
6.6	回归分析结果	232
6.6.1	投资规模变量对投资效率的影响	237
6.6.2	股权结构变量对投资效率的影响	239
6.6.3	控制变量对投资效率的影响	245
6.7	本章小结	246

第7章 案例分析:万向钱潮的投资行为与效率	249
7.1 万向钱潮的基本情况	249
7.2 万向钱潮的治理结构	250
7.3 万向钱潮资金筹集情况	252
7.3.1 股权融资规模	252
7.3.2 债权融资规模	254
7.3.3 内源融资规模	255
7.3.4 融资行为的现金流分析	256
7.4 万向钱潮的投资支出结构分析	257
7.4.1 投资支出的结构与测度方法	257
7.4.2 万向钱潮的投资结构	258
7.4.3 投资活动产生的现金流量	260
7.5 万向钱潮投资效率与业绩状况	261
7.5.1 盈利能力分析	262
7.5.2 运营能力分析	263
7.5.3 现金流水平分析	265
7.6 分析与讨论	266
7.6.1 民营企业存在过度投资倾向	266
7.6.2 股权分置改革有利于提升投资效率	267
7.7 本章小结	268
第8章 提升上市公司投资效率的政策建议	270
8.1 加强和完善信息披露机制	270
8.1.1 财务报告的改进与完善	270
8.1.2 严格规范上市公司投融资行为披露义务	272
8.2 强化对投资活动的外部监督与控制	274
8.2.1 外部审计的加强与改善	274
8.2.2 加强证券监管机构的监督	276
8.2.3 尽快建立有效的民事赔偿诉讼制度	277

8.3 完善上市公司的治理结构	277
8.3.1 约束大股东控制程度	278
8.3.2 完善董事会的职能	279
8.3.3 大力培育并规范机构投资者	282
8.3.4 加强和完善内部控制体系	284
8.3.5 对管理者进行监督与激励并重	285
8.4 本章小结	286
第9章 结论与研究展望	287
9.1 主要结论	287
9.2 研究的局限性	290
9.3 进一步研究工作的展望	291
附录	293
参考文献	301
后记	324

第1章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

1.1.1.1 理论界的争论

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。投资决策作为公司必须例行做出的、最重要的三大财务决策之一,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,而公司做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。由于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,它将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,并使其成为公司财务决策的起点。

投资和融资是企业资本流动过程中不同阶段的动态表述,企业的资本流动的效率即企业投融资效率表现了企业配置资金的能力,决定了企业在市场竞争中的生存状态和发展前景。同时,企业又是整个社会最为重要的微观基础,企业的投融资效率影响着社会资源的配置效

率。因此,企业投融资是企业最为重要的经济活动之一,提高企业投融资效率一直以来都是经济学与管理学研究中的重要课题。从理性的角度来看,投资与融资是相互关联的,投资是融资的目的,而融资是投资的前提条件。然而,长期以来,无论是在理论研究中,还是在实际经济活动当中,两者却一直处于某种程度的割裂和非均衡的发展状态。

经济学家、金融学家和财务学家一直对企业投资与融资的关系非常感兴趣。公司投资行为是影响宏观经济运行和资本市场活动的重要因素,然而,在实务界和学术界,对于哪一种因素最能影响公司投资决策仍未取得一致意见。新古典的投资理论认为,技术偏好和产出是投资的决定因素,金融因素与投资没有关系。Modigliani 和 Miller (1958)在严格的假设条件下,证明了公司的财务结构与其投资决策无关,从此掀开了人们研究公司投资决策与公司其他财务决策之间关系的热潮。然而,在现实世界中,由于信息非对称和代理成本等问题,公司投资决策不仅与其财务结构有关,而且与公司所面临经营环境的不确定性有关。对于有良好投资机会的企业来说,由于负债的“悬挂”(debt overhang)作用,较高的负债水平容易产生“投资不足”的问题(Myers,1977)。对于缺乏良好投资机会的企业来说,由于负债减少了经理人员可支配的自由现金流(Stulz,1990),从而可以防止经理人员投资负的净现值项目(Jensen,1986)。融资约束的假说认为,由于交易成本的存在,企业通常偏好内源融资,依赖于外源融资可能会抑制企业的投资意愿。但是,考虑到负债的有限责任效应,负债有“战略承诺”的作用(Brander and Lewis,1986),企业单方面的增加负债将会对企业投资有正的作用,对竞争对手的投资有负的作用。而 Bolton 和 Scharfstein(1990)则认为依赖于外部的融资可能会阻碍企业的后续投资能力,反过来促进了那些无融资约束的企业去追求有掠夺性的市场战略。Kovenock 和 Phillips(1995)也认为增加的负债将使竞争对手的投资增加,高负债企业的投资减少。同时,由于破产概率的上升,高负债率显著地提高了项目未来盈利的贴现率(Stomper and Zulehner,2004)。在经济衰退时期,遭受流动性约束的企业会尽力通过涨价和减少投资

来获取短期的利润(Chevalier and Scharfstein, 1996), 由于公司未来利润的增长来自于公司投资项目的收益以及潜在的投资机会, 而投资项目的执行又受制于公司的融资能力, 因此, 未来收益的不确定性以及资本约束将导致公司减少投资支出。

由于理论上存在争议, 一些学者则转而用实证的方法来探讨资本结构与企业投资的关系。Mills、Morling 和 Tease(1994)的研究发现总体上负债对企业的投资起负向作用, 但是这种作用仅存在于大公司里, 小公司则不存在这种效应。Lang、Ofek 和 Stulz(1996)的研究发现, 资本结构与企业投资呈显著的负相关。进一步的研究发现, 这种负相关的关系仅存在于低成长机会的企业里, 而高成长机会的企业却不不存在这种负的关系。Demirgu、Kunt 和 Maksimovic(1996)以 30 个国家的企业为样本进行实证研究, 结果发现固定资产投资与外部融资负相关, 短期资产投资与外部融资正相关。Kovenock 和 Phillips(1997)的研究发现在集中度高的行业, 高杠杆和投资是负相关的。Zingales(1998)的研究表明初始的资本结构对企业在解除行业管制以后的几年里的投资能力产生了负的影响。Ahn 等(2003)研究了美国多元化企业的资本结构对投资的作用, 结果发现, 在多元化企业里, 较高资本结构的企业有较低的投资。与低成长机会的部门相比, 高成长机会部门的资本结构对投资的影响更加显著的大。Ogawa(2003)发现 20 世纪 90 年代末期大量负债的积累对日本制造业企业的研发投资起负向作用。而 Suto(2003)的研究则发现在马来西亚的上市公司里上升的资本结构与固定资产投资正相关, 这表明负债水平的提高促进了企业的过度投资。

根据以上分析, 在理论界关于企业投资行为和效率的争论从未间断, 各种理论对投资行为和效率都具有一定的解释能力, 并且实证研究的结论也表现出一定的差异性。

1.1.1.2 我国上市公司的投资行为

然而, 上述理论和实证研究大多是以发达国家, 特别是美国为背景发展起来的。在这些国家中存在着相对成熟的、完善的、规范的市场制