

山东财经大学工商管理学者文库

李鑫 著

公司治理、
自由现金流与
企业投资效率

GONGSI ZHILI ZIYOU XIANJINLIU YU
QIYE TOUZI XIAOLU


 经济科学出版社
Economic Science Press


学工商管理学者文库

李
鑫
著

公司治理、
自由现金流与
企业投资效率

GONGSI ZHILI ZIYOU XIANJINLIU YU
QIYE TOUZI XIAOLU



 经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理、自由现金流与企业投资效率/李鑫著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 12

(山东财经大学工商管理学者文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4229 - 7

I. ①公… II. ①李… III. ①企业 - 投资 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 319097 号

责任编辑: 柳 敏 于海汛

责任校对: 杨 海

版式设计: 齐 杰

责任印制: 李 鹏

公司治理、自由现金流与企业投资效率

李 鑫 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京京鲁数码快印有限责任公司印装

710 × 1000 16 开 23. 25 印张 360000 字

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4229 - 7 定价: 55. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

本书在写作和出版过程中，得到了以下基金资助：
教育部人文社会科学研究青年项目（编号：11YJCZH088）
山东省社会科学规划研究青年项目（编号：10DJGJ18）
中国博士后科学基金资助项目（编号：2013M540795）
山东省博士后创新项目专项资金（编号：201302007）
山东财经大学工商管理学院学科建设基金学术专著计划

总 序

人才历来被看成是社会进步、组织成长的重要竞争力来源，甚至有人将组织的竞争等同于人才之间的竞争。但是，人才不是一个孤立的概念，人才不能脱离组织的目标而独立存在，一个人是否是人才取决于其满足组织需求程度的高低。同样，人才能否满足组织的需要、能否发挥其应有的作用也不是孤立的，它受组织结构、机制、环境等多方面因素的影响。建立人才与组织目标之间的有效联系，使组织目标能够更有效地实现，也使人藉此能够更有效地成为人才，需要科学的管理机制。研究这些管理机制，帮助组织建立这些机制以充分发挥人才的作用和促进人才自身的发展，是管理学院存在的价值和使命。

山东财经大学工商管理学院成立于2011年11月，由原山东经济学院工商管理学院和原山东财政学院工商管理学院合并组建而成。学院历史悠久，其前身可追溯至1958年山东财经学院成立时的商业系。学院拥有本、硕、博三个办学层次，学科主体设置齐全，人才培养体系科学合理。目前，学院设有工商管理、人力资源管理、市场营销、旅游管理、房地产开发与管理、会展经济与管理6个本科专业；拥有工商管理一级学科博士、硕士学位授予权，有企业管理、人力资源管理、旅游管理、技术经济及管理4个二级学科硕士学位授权点。工商管理专业为国家级特色专业，人力资源管理专业为山东省省级特色专业；企业管理学科为“十二五”山东省省级特色重点学科，并拥有该学科“泰山学者”特聘教授岗位。山东财经大学管理创新研究院（山东省人才发展研究中心）、山东财经大学职业生涯教育研究中心挂靠本学院。

山东财经大学工商管理学院是一个研究平台、合作平台、服务平台和成长平台。学术研究是学院的立身之本，合作是开展工作的主要途

径，服务是学院的主要运作方式，教师和学生的成长是学院追求的目标。学院将致力于促使人才发挥其最大价值的管理机制研究，致力于人才成长的科学规律研究，致力于发现人才、培育人才、使用人才的有效途径研究，开展与国内外高校、研究机构、政府部门、企事业单位的广泛合作，以合作聚集研究力量，以合作提升研究水平，以合作推广研究成果；学院将致力于管理与服务，以服务繁荣学术研究，以服务协助政府决策、以服务促进企事业单位的发展、以服务成就人才，最大限度地促进教师和学生的成长，充分发挥学院的价值作用。

为鼓励学院教师积极从事高水平科研工作，促进学院学科建设水平，提高科技创新水平和服务社会能力，扩大学院在国内外的学术影响，依据《山东财经大学工商管理学院学术专著出版资助管理办法》，对学院在职在岗的中青年教师提供专著出版资助，并委托经济科学出版社出版。在此感谢经济科学出版社吕萍女士支持和辛苦工作！

让我们共同努力，以创新务实的工作态度、勤奋刻苦的工作作风、团结协作的工作方式，实现管理学院的价值和使命！

山东财经大学工商管理学院

2013年12月19日

前 言

近年来，中国经济保持快速增长，投资对经济增长发挥了主要的拉动作用。特别是2008年全球金融危机爆发后，面对出口下滑、实体经济增速回落的局面，中国政府迅速启动了四万亿元投资计划。强有力的刺激政策在顺利完成“保增长”任务的同时也带来了副作用：银行信贷激增、货币超常规投放、大批基建项目仓促上马、地方债务快速蹿升、资产价格迅速上涨、物价上涨以及通货膨胀。为了抑制通货膨胀等问题，加息、上调存款准备金率等措施不断出台，经济形势、货币政策等的变化也让高铁等大批基建项目后续投资陷入了进退两难的境地。由于受资源和消费需求等的限制，伴随着过快的投资增长，不少行业和地区不同程度地出现了能源和原材料的紧缺、产能过剩、经济结构扭曲、重复建设等。由于过度地投资，大量的资本沉淀在生产能力过剩从而盈利能力恶化的领域，同时也减弱了经济增长吸纳劳动力的能力，制约着经济、环境与社会的协调发展。

在微观层次，现代企业中所有权与控制权的分离、信息不对称以及监控成本的存在，使自由现金流处于经理人控制之下，经理人具有将资源投入到非盈利项目的能力；同时，经理人的报酬（包括显性报酬和隐性报酬）通常与企业规模正相关；这样使经理人既有能力也有动机将本应发放给股东的红利投入到能够给自己带来私人收益的非盈利项目，从而导致企业过度投资。另外，大股东控制了公司的经营决策权，为其掠夺中小股东财富提供了可能。实践中，大股东掠夺小股东获取控制权收益的一个主要方式就是投资资金的滥用以及不正当关联交易。在现代公司运作过程中，股东—经理人冲突引发的代理型治理问题、大股东—中小股东冲突引发的剥夺型治理问题以及股东—债权人冲突引发的债务型

治理问题都直接影响着企业的投资决策，其中最主要的体现就是过度投资。

所谓“过度投资”，是指企业的投资超出或偏离了自身的能力和成长机会，投资于净现值为负的非盈利项目，从而损害企业的价值。由于中国市场经济尚处于不成熟阶段，加之股权结构不合理，上市公司“过度投资”行为更为明显和严重，“过度投资”已成为制约中国上市公司质量提升和长期持续发展的主要因素。更值得注意的是，我国相当一部分企业的投资靠银行信贷支持，而投资效率过低意味着信贷回收的前景堪忧以及金融系统风险的积累。

由于现实中资本市场的完善，信息不对称、代理问题和交易成本的存在，内部融资与外部融资之间存在显著的成本差异，这使现金流量在企业生存发展中起着至关重要的作用，成为决定公司投资水平的重要因素。

公司治理与企业投资行为存在着不可分割的联系。有效的公司治理能通过一系列制度安排实现股东、债权人和经理人等之间的相互制衡，防范和化解股东—债权人、股东—经理人、大股东—中小股东之间的利益冲突，防范投资风险，保证企业投资决策的科学化和有效运行。正是在这个意义上，米尔戈姆和罗伯茨（Milgrom and Roberts）指出，当企业被看做是一组不完备契约时，企业剩余索取权和剩余控制权间的有效结合是提高企业投资效率和经营效率的关键。而公司治理的本质就是关于企业剩余索取权和剩余控制权分配的制度性安排。因此，公司治理在企业投资决策过程中发挥着重要作用，公司治理水平直接关系到企业的投资效率。

作为未来现金流量增长的基础和企业成长的主要动因，企业投资行为本应受到学术界的重视，但是由于企业投资行为本身的复杂性和异质性，其研究长期处于零散、停滞状态。可喜的是，最近20年来，企业投资—现金流分析范式日趋完善，企业投资不再是“黑箱”，为人们逐步认识和分析企业投资行为提供了理论支持。而目前关于中国企业投资行为与投资效率的研究还处于起步阶段，与企业的实际投资行为脱钩，还没有对现实条件下中国企业的非效率投资行为做出令人满意的解释。

本书在系统借鉴和吸收西方最新企业投资行为研究成果基础上，综

合运用管理学、金融学、信息经济学、计量经济学和公司治理理论，采用文献研究、理论论证、比较分析、统计数据分析、制度分析等研究方法，结合中国资本市场的实际情况，对信息不对称条件下的企业投资行为进行了深入的分析。通过实证研究检验了中国制造业上市公司投资支出与其内部现金流量的敏感性，发掘两者之间的关系及其背后动因；在此基础上提出中国上市公司过度投资衡量指数，并通过大量实证研究揭示了股权结构、公司治理、负债融资及股利政策等对中国上市公司过度投资的真实影响，阐释了中国上市公司“过度投资”行为的形成机理和实质，探索建立中国上市公司投资行为分析框架；对如何有效控制企业“过度投资”及完善上市公司治理进行了有益的理论分析，提出了有针对性的政策建议。

本书主要围绕以下问题展开：

(1) 上市公司投资支出与其内部现金流量的敏感性分析。结合中国资本市场的实际情况，对上市公司投资与自由现金流量之间的关系进行理论分析和实证研究，检验股权性质和公司规模等特征对上市公司投资—现金流敏感性的影响，研究制造业上市公司投资—现金流敏感性的子行业特征。

(2) 上市公司存在“过度投资”的理论分析、实证证据及其形成机理。以企业投资理论为基础，结合中国国情，系统分析了上市公司“过度投资”的可能性。借鉴国内外企业投资行为研究的最新成果，建立计量模型，对中国上市公司的过度投资程度进行了衡量，通过实证研究证明，相当一部分中国上市公司存在比较严重的过度投资行为，而且近年来有不断加剧的倾向。

(3) 自由现金流对上市公司过度投资的“催化”作用及敏感性分析。自由现金流一方面可以提高企业内部融资能力，缓解企业面临的外部融资压力，降低企业因融资约束而发生投资不足的可能性；另一方面充足的现金流增加了企业经理人的机会主义倾向，如果没有良好的内部治理机制和科学的投资决策机制为保障，自由现金流会给企业带来很严重的代理成本，将企业经营者的过度投资动机“催化”为实际行动。通过实证研究发现中国上市公司过度投资与自由现金流之间存在很高的敏感性，证实了“自由现金流”假说。

4 公司治理、自由现金流与企业投资效率

(4) 股权结构、公司治理机制对上市公司过度投资的真实影响。股权结构确立了股东的构成，决定了公司决策机构、执行机构和监督机构的结构以及这些机构与经理人的关系，对公司治理和企业投资决策产生深刻的影响。股权结构对公司价值的影响，是通过影响公司的治理成本、治理效率和企业行为来实现的。适当的股权安排和融资结构选择可以促进公司治理、提高治理效率，而好的治理结构又能确保公司经理层得到正好为其投资所需（但又不是更多）的资金来完成净现值为正的项目，协调各利益相关者之间的冲突，实现决策科学化和企业价值最大化。通过实证研究分析了股权结构、公司治理机制对上市公司过度投资的真实影响，检验了具体哪些公司治理机制对过度投资起到了有效的抑制作用，哪些公司治理机制尚未真正发挥作用。

(5) 负债融资及股利政策对上市公司过度投资约束功效的实证检验。负债对企业投资决策的影响具有两面性：一方面，负债带来的股东—债权人冲突催生了股东的资产替代和投资不足行为；另一方面，负债本息的固定支付有利于减少企业的闲置资金，对企业滥用自由现金流的过度投资行为起到抑制作用。利润分配也会影响企业内部资金情况，支付现金股利减少了自由现金流，从而减少了企业从事净现值为负的项目的机会，因此股利发放也可以在一定程度上减轻过度投资问题。通过实证研究检验了在预算软约束情况下负债融资及现金股利对上市公司过度投资的约束功能及效果。

(6) 上市公司非效率投资尤其是“过度投资”行为的预防和治理。在实证研究的基础上，从宏观层面的金融与投资体制改革、微观层面的企业内部控制及公司治理机制完善等角度，有针对性地提出了中国上市公司非效率投资尤其是“过度投资”行为治理的对策和建议。

本书的创新点主要体现在：

第一，结合中国的现实情况，构建了一个中国上市公司“过度投资”行为分析框架，在上市公司过度投资程度计量模型的基础上，通过实证研究揭示了中国上市公司“过度投资”行为的形成机理和实质。以上市公司非效率投资现象为出发点，在科学衡量企业过度投资程度的基础上，从理论分析、实证研究等方面系统论证了中国上市公司确实存在“过度投资”行为，考察了自由现金流与上市公司过度投资程度的

关联性，揭示了中国上市公司“过度投资”行为的形成机理和实质，以利于发现中国上市公司投资效率低下的真实原因。

第二，从权利主体的制衡上升到科学决策高度探讨公司治理问题，并以公司治理视角对企业过度投资行为进行了系统研究，深化和拓展了公司治理问题的研究领域和理论体系。在传统的企业投资—现金流分析范式基础上引入公司治理因素，对公司治理、自由现金流和企业投资行为三者间的关联性进行全面系统分析，在借鉴和吸收最新企业投资行为研究成果基础上，建立了一个由信息不对称和代理问题驱动的企业过度投资行为理论模型，并利用中国上市公司的财务数据进行了实证检验，为企业有效降低自由现金流代理成本提供了思路和依据。

第三，通过实证研究，揭示了中国上市公司投资—现金流高敏感性的背后动因，分析和检验了股权结构、各种公司治理机制、负债融资及股利政策、公司规模及子行业特征等对中国上市公司过度投资程度的真实影响，弥补了以往大部分研究没有考虑行业因素的不足，对上市公司过度投资行为的治理和防范提供了有针对性的政策建议。

李 鑫

2013年12月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究问题的提出	1
1.2 研究内容与结构框架	6
1.3 研究方法与基本假设	11
1.4 研究目的	14
1.5 本章小结	15
第 2 章 公司治理问题研究的基本框架	17
2.1 公司治理的内涵	17
2.2 公司治理与公司管理的比较	34
2.3 公司治理研究中的利益导向	40
2.4 公司治理的主体、客体及效率	43
2.5 公司治理机制	46
2.6 资本结构与公司治理	52
2.7 董事会与公司治理	57
2.8 公司治理模式的比较	65
2.9 本章小结	74
第 3 章 企业投资与现金流量的关系：理论与实证分析	76
3.1 企业投资与现金流量的范畴界定	76

3.2	经典公司金融框架下的投资—现金流研究	79
3.3	行为公司金融理论对企业非效率投资的分析	89
3.4	本章的实证研究设计	102
3.5	企业投资水平与现金流量间的高敏感性及其动因	116
3.6	大股东性质对上市公司投资—现金流敏感性的影响	118
3.7	企业规模对上市公司投资—现金流敏感性的影响	122
3.8	制造业上市公司投资—现金流敏感性的子行业特征	127
3.9	本章小结	137
第4章	企业的非效率投资及其衡量	138
4.1	企业投资模型演变与非效率投资的界定	138
4.2	本章研究假设的提出	145
4.3	企业过度投资程度的衡量与变量定义	155
4.4	企业最佳投资水平的确定	160
4.5	数据描述性统计	163
4.6	有效性检验及分析	165
4.7	本章小结	167
第5章	自由现金流：企业过度投资的催化剂	169
5.1	信息不对称与企业过度投资	169
5.2	融资约束与自由现金流代理成本假说比较	172
5.3	自由现金流“催化”效应的检验模型	175
5.4	实证检验结果	178
5.5	有效性检验及分析	180
5.6	本章小结	184
第6章	股权结构：企业过度投资的股东背景	185
6.1	股权结构对企业投资行为的影响	186

6.2	大股东持股比例与企业过度投资	194
6.3	机构投资者持股与企业过度投资	198
6.4	有效性检验及分析	204
6.5	本章小结	206
第7章	公司治理：企业过度投资的约束机制	208
7.1	公司治理问题对企业投资行为的影响	208
7.2	独立董事比例与企业过度投资关系检验	223
7.3	专业委员会设置与企业过度投资关系检验	227
7.4	两职设置情况与企业过度投资关系检验	231
7.5	经理人薪酬与企业过度投资关系检验	233
7.6	经理人持股与企业过度投资关系检验	240
7.7	本章小结	246
第8章	负债与股利：企业过度投资的减震器	249
8.1	负债对上市公司过度投资约束功效的实证检验	250
8.2	债权治理及其约束功能弱化的原因分析	258
8.3	强化债权治理及其约束功能的对策	269
8.4	现金股利对上市公司过度投资约束功效的实证检验	272
8.5	现金股利对过度投资约束功效弱化的原因分析及对策	278
8.6	本章小结	285
第9章	企业投资行为的行业特征	287
9.1	行业特征对企业经营与决策的影响	287
9.2	企业过度投资行业差异实证模型	291
9.3	企业过度投资行业特征的实证分析	292
9.4	本章小结	299

第 10 章 结论与建议	301
10.1 对前文研究的回顾	301
10.2 主要研究结论	304
10.3 企业发生过度投资后的战略选择与应对策略	309
10.4 过度投资与通货膨胀之间的传导机制	313
10.5 完善上市公司治理、控制企业过度投资的政策建议 ...	317
10.6 研究局限与未来研究展望	326
10.7 本章小结	328
参考文献	329
后记	353

第 1 章

导 论

1.1 研究问题的提出

投资是指个人或组织为了在未来获取收益而进行的资金投入及相应的资本形成过程。在宏观层面，投资是拉动经济增长的重要因素之一，我国经济近年来保持快速增长，投资增长发挥了主要的拉动作用。在微观层面，投资是企业成长的主要动因和未来现金流量增长的基础，不仅直接影响企业的融资决策和股利政策，而且对企业经营绩效和经营风险具有很强的相关性。企业投资活动所需要的资金来源于两个方面：外部融资和内部融资。外部融资是指企业在资本市场内通过外部的借款人或投资者筹集资金，将其他经济主体的储蓄转化为自己投资的过程，主要包括外部股权融资和债务融资。内部融资主要是指企业通过运营获得资金，从而将企业自己的储蓄（留存收益和折旧等）转化为投资的过程，企业内部融资能力的大小取决于利润水平、固定资产规模等因素。内部融资对企业资本的形成具有原始性、自主性、低成本性和抗风险性的特点；内部现金流量是反映企业发展状况的重要指标。

在完善的资本市场中，企业的投资决策不受融资决策的影响，投资决策仅仅取决于投资机会的净现值（Net Present Value, NPV）。^① 但是

^① 著名的 Modigliani-Miller 理论（即 MM 定理）提出资本结构与企业投资决策无关，它是指在均衡、完善的资本市场中，公司的资本结构不会影响公司的市场价值；在完善的资本市场中，内部资金与外部资金可以完全地相互替代，企业的投资决策不受融资决策的影响。

由于现实中资本市场的不完善、信息不对称、代理问题和交易成本的存在，使内部融资与外部融资之间存在显著差异。信息不对称使企业内部人员掌握大量有关公司投资信息，而这些信息中的很大一部分都无法被外部投资者和其他行为主体所掌握，这必然会影响外部投资者的投资。在这种信息不对称的情形下，影响公司投资的不是融资的成本是多少，而是可筹集到的资金会有多少，会有多少投资者愿意把资金投入到这个企业。格林沃德（Greenwald）指出信息的不完全将会导致市场竞争中的信贷配给（Credit Rationing）。^① 在这种情形下，企业的内部融资同外部融资相比，受到的外部限制较小，融资成本比较低，因此，一个现金流量充足的企业不仅具有较强的内部融资能力，而且在进行投资决策时比那些大量依靠外部融资的企业受到的限制要小。^② 因此，现金流量成为决定公司投资水平的重要因素。

由于现代公司所有权与控制权的分离以及信息不对称和契约的不完全，使企业利益相关者（Stakeholder）之间产生利益冲突，在企业投资经营活动中则表现为权利、责任和利益分配的不对称和各种机会主义行为的发生，这些都直接影响着企业的投资决策，其中最主要的体现就是“过度投资”。所谓“过度投资”，是指企业的投资超出或偏离了自身的能力和成长机会，投资于净现值为负的项目，从而损害公司的价值。^③

具体到中国国有企业，由于所有者“虚位”，代理问题和利益冲突更加严重，当企业产生充足的利润及现金流时，国有企业的经营者主要面临三条选择：一是可以将利润向所有者——国家分红；二是增加内部职工福利；三是通过加大固定资产投资、发展多元化产业或兼并收购等

① 传统理论认为，利率能调节信贷资金的供给和需求，使信贷市场最终产生一个均衡利率，在均衡利率水平上，借款者的需求得到满足。但在现实的信贷市场上，利率并不能完全引导银行的信贷供给，风险会对银行的预期收益产生很大影响，因而有许多情况，即使借款者愿意接受更高的利率，同时银行也有继续提供信贷的能力，但银行还是不愿意提供贷款，这种情形就是信贷配给。参见 Greenwald, B., J. E. Stiglitz and A. Weiss. Information imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations [J]. American Economic Review, 1984 (74): pp. 194 - 199.

② Myers and Majluf. Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984 (13): pp. 187 - 221.

③ Jensen, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986 (76): pp. 323 - 329.