

会计理论探索丛书

我国国有控股上市公司的 非效率投资行为及其治理机制研究

EMPIRICAL RESEARCH ON INEFFICIENT INVESTMENT BEHAVIOR AND ITS
RESTRICTION SYSTEM IN CHINA'S STATE-OWNED LISTED COMPANIES

艾健明 著



立信会计出版社

• 会计理论探索丛书 •

我国国有控股上市公司的 非效率投资行为及其治理机制研究

Empirical Research on Inefficient Investment
Behavior and Its Restriction System
in China's State-owned Listed Companies

艾健明 著

立信会计出版社

教育部人文社科基金规划项目

(项目批准号:05JA790022)

《会计理论探索丛书》编委会^①

主 编 葛家澍 吴水澎 郭道扬 王松年
常务副主编 毛伯林 张立年 孙时平
副 主 编 丁平准 王庆成 王俊生 李学柔
 杨宗昌 夏乐书

^① 2005年12月9日,《会计理论探索丛书》编辑委员会《关于通报〈会计理论探索丛书〉编委会增补编委及编委会名单表决结果函》指出:经过较长时间酝酿、协商,提出了增补编委建议名单,再通过书面表决,到反馈意见集中,经历了一个很长的过程,现在建议名单已全票通过并予公告。

《会计理论探索丛书》序

会计与经济总是紧密地联系在一起的。经济离不了会计,会计离不开经济。经济越发展,管理越需要,会计越重要。

“发展——改革——发展”是会计实践、会计理论不断前进、不断深化、不断完善的客观规律。没有发展的客观要求,就不会产生发展的愿望,也就不会形成发展的意识;改革既受发展要求、发展愿望、发展意识的驱使,又是实现发展目标的永恒动力,没有会计的改革,就根本不会有会计的发展。

中共十一届三中全会的召开,吹响了改革、开放的进军号角,全国人民、全国会计工作者都按照党指引的方向,为调整、改革与生产力发展要求不相适应的某些社会生产关系,为调整、改革与经济基础不相适应的某些社会主义上层建筑,奋战在改革的前沿,真是意气风发,斗志昂扬。在党的领导下,全国各条战线都充满了无穷的生机,释放出无限的活力。在整个改革大潮中,会计领域也与全国一样,不断地取得了改革开放的累累硕果。这些成就,有待于我们去总结、去反映。随着改革开放的迅猛发展,新情况、新事物、新问题层出不穷,也亟待我们去探索、研究,去作出科学回答,这也是摆在我们面前光荣而艰巨的任务。

《会计理论探索丛书》的出版,正是通过对现实问题的研究,通过对会计基本理论、业务理论的探索,通过“双百”方针的着力贯彻,为会计学术的活跃与繁荣,为贯彻、实现中国会

计学会的科研规划,为建立具有中国特色的以提高经济效益为中心的会计理论、方法体系,起到一点添砖加瓦的作用。

《会计理论探索丛书》是融合会计学术、会计知识、会计经验为一体,汇集不同学派、不同观点、不同主张的会计理论系列专著。只要是确有见地、言之成理,有助于繁荣社会主义会计学术、强化社会主义会计管理并符合《会计理论探索丛书》宗旨和条件的,经过编委会审查认可,均可纳入《会计理论探索丛书》。

这块会计学术园地,是属于我们会计界的广大作者和读者的,是属于我国会计实际工作者、会计理论工作者、会计教育工作者和不同层次的会计后备军的。我们殷切地希望我国会计界的同志们、朋友们,都来认真地关心她!用我们集体的智慧和力量,通过辛勤耕耘和科学管理,让她孕育出许许多多群众喜爱、社会欢迎、经得起实践检验的优秀成果。

祝愿这套丛书能够为我国的社会主义现代化建设服务!祝愿这套丛书能够给会计学术宝库不断地增添佳品!祝愿这套丛书经久不衰,与世长存,永葆青春!

《会计理论探索丛书》编委会

序

在完美市场假设中,所有资金的边际收益是相同的,资源配置不会是企业发展的问題。然而,在现实世界中,税收、交易成本、信息不对称、代理冲突等问题的存在使市场变得很复杂、欠完美,经济资源常常不能得到有效配置。从公司层面看,如果资本市场能在不同企业之间合理配置资源,那么不同企业之间的边际投资收益就应该相等;反之;不同企业间的边际投资收益不等,产生了公司层面的非效率投资行为。从公司内部层面看,如果公司内部资本市场能合理配置资源,那么公司不同部门之间的边际投资收益是相等的;反之,企业内部的不同部门之间的边际投资收益不等,公司内部层面发生非效率投资行为。因此,公司的资源配置涉及双层资本市场,对公司非效率投资行为的研究自然也就从内外资本市场着手。

中国证券市场是随着计划经济向市场经济过渡发展的过程中发展起来的,在短短十余年的时间里走过了发达国家几十年甚至百余年所走过的路,这种高速发展得益于政府的制度安排与推进。而且,我国资本市场自诞生以来就肩负着为国有企业解困的历史使命,过分强调资本市场的融资功能,而忽略了其在资源配置中的基础性作用。其结果是证券市场规模迅速扩张,国有股“一股独大”,上市公司质量良莠不齐。同时,中国长期以来缺乏对私有产权的有效保护,在中小股东利益不受大股东侵害方面的立法近乎空白。这种法律框架必然

会引发控股股东利用种种手段侵占中小股东利益,控股股东关心的自然就不会是公司的投资效率。

本书就是在这样一个转型经济的特定背景下研究我国国有控股上市公司的非效率投资行为及其治理机制。作者首先介绍了我国上市公司投资效率的总体情况,在介绍募集资金使用和大股东利益侵占情况的基础上,分析了上市公司的投资规模和投资效率,发现上市公司的总体投资效率较低。然后,从公司层面分析我国上市公司的非效率投资行为进行了实证研究,结果发现:(1)上市公司股权再融资后的五年中,上市公司业绩呈显著的下降趋势,且在第五年平均为负。作者认为我国上市公司偏好股权融资的原因是控制权收益,并估算了控股股东在股权再融资的控制权收益。(2)实证分析结果发现,我国上市公司存在过度投资行为。在对过度投资行为治理机制的分析中发现,尽管负债、非国有控股和现金股利等因素能制约过度投资行为,但与增量融资相比,其影响很有限。在公司内部层面资本市场的研究中,作者首先从理论上分析了我国上市公司内部资本市场中的功能异化现象,然后通过实证研究检验了相关结论。研究发现:(1)我国上市公司存在控股大股东掏空和支持行为,内部资本市场具有利益输送功能;(2)从内部资本市场的多元化投资后果看,多元化经营损害企业绩效;(3)在企业多元化投资影响因素的研究中发现,较差的绩效驱动企业选择多元化投资,而股权结构、董事会特征以及组织环境等因素也会影响公司多元化投资政策的选择。最后,作者根据研究结论提出了政策建议。在一个统一的分析框架中,作者对我国上市公司的非效率投资行为所涉及的问题进行了逻辑一致的论述。其结论与我国资本市场

(尤其是股票市场)的实际相一致,符合我们的直觉;其建议也正是我们想说的话。这些就是本书的特色,相信读者从中会有所共鸣和体会。

艾健明曾随我学习多年,一贯勤于钻研,屡有创新,看到他在学术上的不断进步,我感到由衷的高兴。当然,我认为这本书的研究内容并不是十分完美的,但还是丰富的,也不苛求这本书达到学术高峰,但已有一定的高度;这本书是他以前研究的综合和深化,可以说是一项丰硕的成果。世界资本市场的动荡变化不断为理论研究提供新的课题和挑战,我国资本市场的改革、开放和发展更需要一批学者从事相关的理论与实践研究工作。因此,我希望这本书只是他研究的阶段性成果,也是他下一个阶段研究的起点。

裘宗舜

2008年6月

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 宏观经济状况	2
1.1.2 制度背景	4
1.1.3 微观经济背景	7
1.2 研究意义	8
1.3 非效率投资行为的分类	9
1.3.1 按发生层面分类	9
1.3.2 按发生形式分类	10
1.4 研究内容	12
2 文献综述	15
2.1 非效率投资行为的驱动因素	15
2.1.1 建造公司帝国	15
2.1.2 管理层壕沟防御	16
2.1.3 过度自信	17
2.1.4 声誉和职业担忧	17
2.2 内部资本市场的资源配置效率	19
2.2.1 内部资本市场的资源配置优势	20
2.2.2 内部资本市场的资源配置劣势	25
2.2.3 发展中国家的内部资本市场研究	28
2.3 多元化经营与公司绩效的关系	30
2.3.1 多元化损害公司价值	30

2.3.2	多元化创造公司价值	33
2.3.3	对多元化折价的质疑	33
2.4	国内主要研究成果	39
2.4.1	非效率投资行为的研究成果	39
2.4.2	内部资本市场的利益输送功能	41
2.4.3	多元化与公司绩效的关系	42
2.5	本章小结	43
3	我国上市公司资金使用效率的总体分析	45
3.1	募集资金使用存在的问题	45
3.1.1	中国证券市场募集资金的规模	45
3.1.2	上市公司募集资金使用过程存在的问题	46
3.2	大股东的利益侵占现象严重	49
3.2.1	大股东掏空上市公司的主要手段	50
3.2.2	大股东掏空的主要模式	52
3.3	我国上市公司的投资规模与投资效率:以制造业为例	56
3.3.1	我国制造业上市公司的投资规模	57
3.3.2	我国制造业上市公司多元化投资情况	58
3.3.3	我国制造业上市公司的投资效率	60
3.4	本章小结	64
4	公司层面非效率投资行为研究	66
4.1	公司融资理论分析	67
4.1.1	公司融资理论的一般分析	67
4.1.2	啄食顺序理论	68
4.2	我国上市公司股权融资偏好的理论与实证分析	70
4.2.1	股权再融资的条件	70
4.2.2	股权融资偏好	72
4.2.3	集中型股权结构下股权融资偏好的原因	74

4.2.4 股权再融资效率的实证分析	79
4.3 我国上市公司过度投资行为的实证研究	85
4.3.1 理论分析与研究假设	85
4.3.2 研究方法	87
4.3.3 实证检验	88
4.4 我国上市公司过度投资行为的治理机制研究	91
4.4.1 理论分析与研究假设	91
4.4.2 研究方法	96
4.4.3 实证检验	97
4.5 本章小结	103
 5 内部资本市场资源配置的功能分析	104
5.1 内部资本市场的功能	104
5.1.1 内部资本市场的概念	104
5.1.2 内部资本市场的功能及其代理问题	105
5.2 我国上市公司内部资本市场功能的异化	111
5.2.1 寻租对公司资源配置的影响	111
5.2.2 控股股东的利益侵占对多元化投资的影响	118
5.2.3 内部资本市场的利益输送功能	128
5.3 本章小结	137
 6 内部资本市场功能与经济后果的实证研究	140
6.1 内部资本市场的利益输送功能	140
6.1.1 研究假设	140
6.1.2 研究方法	145
6.1.3 实证结果与分析	146
6.2 内部资本市场的经济后果:多元化投资视角	152
6.2.1 理论分析与研究假设	152
6.2.2 研究方法	155

6.2.3	企业绩效的计量	155
6.2.4	实证结果与分析	161
6.3	上市公司多元化投资的影响因素分析	164
6.3.1	理论分析	164
6.3.2	研究方法	171
6.3.3	实证结果与分析	173
6.4	本章小结	181
7	研究结论与政策建议	184
7.1	研究结论	184
7.1.1	公司层面的非效率投资行为	184
7.1.2	内部资本市场的利益输送功能	185
7.1.3	内部资本市场的经济后果:多元化投资视角	186
7.1.4	多元化投资的影响因素	187
7.2	政策建议	189
7.3	有待进一步研究的问题	192
	参考文献	194
	后记	215

1 导 论

1.1 研究背景

投资效率一直是制定政策的导向。为了提高资源配置的效率,我国实行了一系列的体制改革。例如,1978 年国家试行企业基金制度,1979 年实行利润留成制度,1980 年试行“拨改贷”制度,自此银行贷款成为企业的一种重要融资方式。1981 年,国务院颁布《中华人民共和国国库券条例》,金融债券、重点建设债券、特种公债也相继得以发行。1984 年,国有企业成为具有自主权的经济法人实体。同年 7 月,部分地区进行了股份制试点改革,中国人民银行上海市分行则颁布了《关于发行股票的暂行管理办法》。尽管这些改革增加了企业的融资渠道,但银行贷款依然是企业筹资的主要来源。由于企业的所有权性质没有改变,加上我国银行政企合一的特性,使得贷款呈现出政策性、政治性和财政性等特点(董国顺,1994),致使这些贷款资金没有得到有效利用,国有企业的经营业绩不但未能得到提高,反而引发一系列诸如三角债、高负债等问题。1990 年 12 月和 1991 年 7 月,上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立,拉开了股权融资的序幕。众所周知,我国组建股票市场的目的是解决国有企业的资金问题,这为我国股票市场的功能奠定了基调,即重融资功能而轻资源配置的基础性作用。

但是,决定企业价值的是投资决策而非融资决策,只注重企业融资而忽视投资的合理性是我国国有企业改革中的一大误区,它直接导致国有企业难以摆脱困境,即使通过上市募集巨额资金也无济于事,“一年盈、二年平、三年亏”是大部分上市公司募集资金后业绩的真实写照。对此,怎能无动于衷!

1.1.1 宏观经济状况

改革开放以来,我国经济有了长足发展,国内生产总值(GDP)呈持续增长态势,其中最强有力的推动力是增量投资。投资增长对 GDP 增长的贡献率逐年上升,1996~2003 年投资增长的贡献率分别为 34.90%、33.84%、35.77%、36.41%、36.49%、38.46%、42.19% 和 47.23%。问题是:1979~2003 年间,GDP 年均增长率为 9.68%,要素投入对经济增长的贡献占 60.2%,其中资本投入贡献是 45.4%,而投资效率的提高对经济增长的贡献则仅为 37.2%,低于资本投入贡献的份额^①。这说明我国经济的增长主要依靠的是要素投入,而不是投资效率的提高。这从近几年来固定资产投资规模的持续增长也可见一斑。如图表 1-1 所示。

在 GDP 持续增长的同时,大量盲目建设、重复建设不断发生,国有企业亏损额不断增加,投资效率低下问题异常突出。在我国的多元投资主体中,外资、集体和个人投资都有明确的盈利目标和风险意识,投资的盲目性相对较小,国家采用市场经济手段就能对它们实施有效管理,真正产生问题的是占全社会投资总量 60%以上的国有单位投资。因此,改革应以国有企业的投资管理制度为主要对象。从理论上说,投资的目的是为了获得效益,争取最大化的投资效益是决策者应追求的目标。但是,现阶段我国国有资产投资结构存在着较严重的问题,主要表现在:

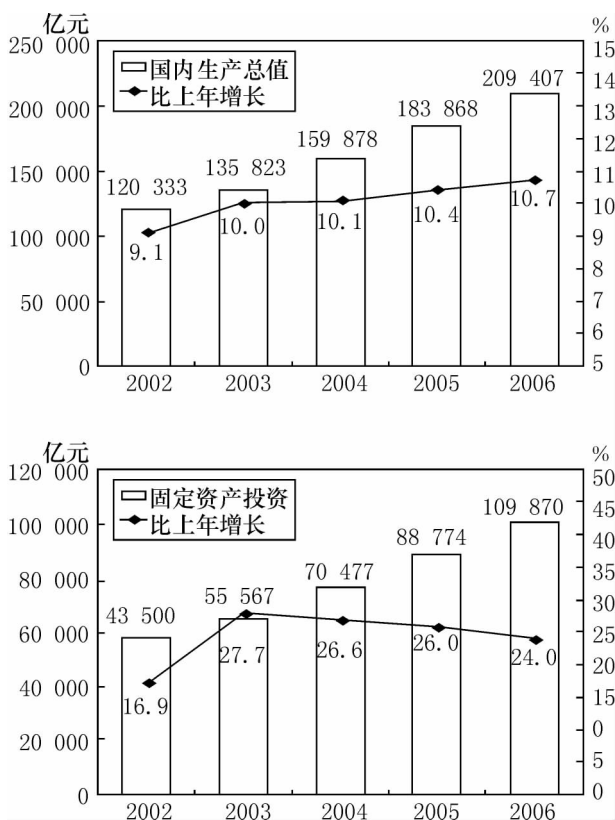
(一) 地方政府投资行为不合理

为了尽快地发展地方经济,各地政府都把扩大投资作为经济发展的主要方式,但其投资行为往往表现出一些偏差,主要表现在:在规模上求大,几乎所有的地方政府都制定了需要大量的固定资产投资才能得以实现的经济发展战略,并千方百计筹集资金投资;在结构上求全,长期的“条块”分割所形成的“万事不求人”和“肥水不流外人田”

^① <http://www.stats.gov.cn/>(中华人民共和国统计局网站):1996~2003 年国民经济和社会发展统计公告。

(图表 1-1)

2002~2006 年 GDP、固定资产投资及其增长速度



资料来源: <http://www.stats.gov.cn/>(中华人民共和国统计局网站)。

的思想,导致“大而全、小而全”的建设格局;在效果上急功近利,快速发展的愿望使地方政府把资金投向能在短期见效的项目上,重复建设由此发生;在决策上随意,忽视决策的科学性,“长官意志”使项目的可行性论证成为摆设。

(二) 投资增长过热

中国经济过分依赖投资驱动的增长模式,难以支撑中国经济的长期持续发展。改革现有制度和机制,提高投资效率,是中国经济面临的

首要课题。许小年(2004)将这种经济过热称为“没有温度的高烧”。吴敬琏(2004)则在对中国国内短期、长期经济政策以及外贸、汇率政策等多方面剖析的基础上认为,从短期经济的发展情况来看,中国从2003年下半年开始,出现过热的迹象。2003年一些重要的宏观经济指标都表现出过热现象的某些症状。从长期来看,出现过热的根本原因是效率太低,要根本解决这个问题,就需要推进政治和经济两方面的改革以提高效率。

(三) 短期政绩工程

地方政府领导为了在任期内留下好印象,即所谓“为官一任,造福一方”,追求见效快的投资项目和形象工程,从而使投资规模、投资结构和投资效益难以得到有效控制和约束,投资结构不合理,低水平重复建设,“大而全,小而全”,项目超预算、超工期等现象层出不穷,使国家不得不高度重视对投资的宏观调控。但是,在缺乏有效的新的调控手段时,政府不得不采用计划经济时代的控制贷款规模、强化审批手续等办法去管理投资,而这又使一些改革措施难以出台,已出台的一些改革措施也难以贯彻执行。

1.1.2 制度背景

(一) 法律制度

投资者保护的法律环境,尤其是中小投资者保护方面的法律制度是否健全有效,是一个国家资本市场是否能稳定发展和持续繁荣的制度基础。只有投资者尤其是中小投资者能获取必要的投资回报,资本市场才能正常运转,因而法律制度是一个重要的外部治理机制。La Porta等(1997,1999)的一系列研究发现,在普通法系的国家,投资者能得到有效保护,而大陆法系国家通常对中小投资者缺乏有效保护,公司治理水平也较低。由于缺乏对中小股东的有效保护,大股东对中小股东的利益侵占较为常见,其结果是大股东与中小股东之间的代理冲突加剧。他们发现,与投资者保护较好的国家相比,投资者保护较差的国家中公司控制权更为集中。

中国长期以来缺乏对私有产权的有效保护,在中小股东利益不受