

湖南大学

学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名：高智慧

日期：2010年 11 月 25 日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权湖南大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于

1、保密□，在_____年解密后适用本授权书。

2、不保密☑。

(请在以上相应方框内打“√”)

作者签名：高智慧

日期：2010年 11 月 25 日

导师签名：王

日期：2010年 11 月 25 日

摘要

投资是中国经济增长的主要导线之一,而中国企业所常见的非效率投资行为(过度投资、投资不足)将导致经济波动,对经济平稳增长造成损害。作为企业最重要的财务管理内容,资本结构解决的是公司融资问题,股利政策解决的是公司盈利分配问题,承接二者的是公司投资行为。相对于融资和股利决策而言,公司投资行为对公司经营绩效和经营风险具有更强的相关性,公司投资行为不仅直接影响公司的融资和股利政策,而且在实务中往往作为公司制订财务政策的起点。

随着我国资本市场的发展,研究上市公司投资行为和效率问题显得特别必要和迫切。本文运用委托代理理论、信息不对称理论研究企业投资决策形成机制,研究企业内部治理机制、外部环境对投资行为的影响。本文主要研究以下几个方面的内容:首先讨论代理成本对过度投资的影响;其次,研究股权结构与投资之间的关系,分析大小股东之间的代理问题对投资的影响;然后讨论了代理成本和股权结构两者的共同作用对过度投资的影响;最后,文章最后进行了总结并提出了相关的政策建议。

本文的主要结论是:由于代理冲突的存在,我国制造业上市公司普遍存在过度投资行为,代理成本与过度投资呈现正相关关系;两权分离程度越大,大股东追求控制权私利的动机越大,公司过度投资行为加剧;第一大股东的所有权的增加对过度投资有一定的抑制作用;股权制衡对公司的过度投资也有缓解作用。而且国有企业和非国有企业的股权结构对过度投资的影响也不一样。在代理成本和股权结构的相互影响下,管理费用率和两权分离程度增大可能会对公司的过度投资行为起到抑制作用。

关键词: 过度投资; 代理成本; 股权结构

Abstract

Investment is one of the major forces driving China's economic growth. However, inefficient investment behaviors, overinvestment and underinvestment, made by enterprises will lead to harmful economic volatility. As basic issues in corporate financial management, the capital structure hinges the corporate financing whereas the dividend policy is about the earning allocation. The conjoined element of these two parts is corporate investment behavior. Compared to financing and dividend policy, corporate investment behavior impacts the corporate performance and risk more directly. Corporate investment not only influences the corporate financing and dividend policy, but also acts as the beginning of corporate fiscal policy in practice.

With the development of capital market, the research on the investment behavior and efficiency become more and more important and imminent. Applying the agency theory and information asymmetry theory, this Paper emphasizes on the decision-making process of enterprises. The main question in this thesis are: Firstly, discuss the effect of agency costs on over-investment behaviors. Secondly, the correlation between ownership structure and investment is studied. Thirdly, discuss the influence of the effect of agency costs and ownership structure on overinvestment. Fourthly, all these lead to the discussion of dynamic investment decision-making process, conclusions and policy suggestions.

We reach some main conclusions: because of the exist of agency theory, agency costs of management-shareholders bring on high sensitivity on investment; as the degree of the divergence between the control rights and cash-flow rights, the sensitivity of firms' investment to its cash-flow increases; the increase of cash-flow rights of the firm's first shareholders will ease the overinvestment; other shareholders can restrict the controlling shareholders. Besides, ownership structure has different influences on overinvestment between state-owned and non state-owned enterprises. On the effect of agency costs and ownership structure, the increases of the rate of management fee and the degree of the divergence between control rights and cash-flow rights might ease the overinvestment.

Key Words: Overinvestment ; Agency costs ; Ownership structure

目 录

学位论文原创性声明及学位论文版权使用授权书	I
摘 要	II
Abstract	III
附表索引	VI
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 代理成本与上市公司过度投资行为的文献回顾	2
1.2.2 股权结构与上市公司过度投资行为的文献回顾	5
1.2.3 文献述评	8
1.3 研究内容和方法	8
1.4 本章小结	9
第 2 章 相关理论和概念界定	10
2.1 相关理论	10
2.1.1 委托代理理论	10
2.1.2 信息不对称理论	11
2.1.3 控制权理论	12
2.2 概念界定	14
2.2.1 过度投资	14
2.2.2 代理成本	14
2.2.3 股权结构的相关概念	15
2.2.3.1 最终控制人	15
2.2.3.2 两权分离	16
2.3 本章小结	16
第 3 章 我国国有和非国有上市公司过度投资行为的理论分析	17
3.1 我国上市公司投资行为的现状分析	17
3.2 我国国有与非国有上市公司的投资行为动机	18
3.2.1 国有上市公司投资行为动机	19
3.2.2 非国有上市公司投资行为动机	19
3.3 过度投资行为的原因分析	20
3.3.1 代理成本引起的过度投资行为	20

3.3.2 上市公司股权结构引起的过度投资行为	21
3.4 本章小结	22
第4章 实证研究	23
4.1 研究设计	23
4.1.1 样本选择和数据来源	23
4.1.2 变量的定义和计量	23
4.2 模型的构建	25
4.3 假设的提出	27
4.3.1 代理成本与过度投资	27
4.3.2 股权结构与过度投资	27
4.3.3 代理成本和股权结构与过度投资	28
4.4 描述性统计	29
4.5 相关性分析	30
4.6 回归分析	30
4.6.1 代理成本对过度投资行为影响的回归检验	31
4.6.2 两权分离对过度投资行为影响的回归检验	33
4.6.3 股权集中度对过度投资行为影响的回归检验	34
4.6.4 股权制衡度对过度投资行为影响的回归检验	35
4.6.5 代理成本和股权结构对过度投资行为影响的回归检验	36
4.7 本章小结	37
第5章 政策建议	39
5.1 加强对管理者的监督和激励	39
5.2 限制控股大股东的控制程度	40
5.3 强化机构投资者在公司治理中的作用	40
结 论	42
参考文献	43
致 谢	46

附表索引

表 3.1	2006-2008 年我国制造业国有非国有上市公司的投资规模增长速度.....	18
表 3.2	2006-2008 年我国制造业上市公司最终控制人性性质.....	18
表 4.1	回归分析变量说明.....	26
表 4.2	变量的描述性统计.....	29
表 4.3	相关系数矩阵.....	30
表 4.4	总资产周转率对过度投资行为影响的回归结果.....	31
表 4.5	管理费用率对过度投资行为影响的回归结果.....	32
表 4.6	控制权与所有权分离对过度投资行为影响的回归结果.....	34
表 4.7	股权集中度对过度投资行为影响的回归结果.....	35
表 4.8	股权制衡度对过度投资行为影响的回归结果.....	36
表 4.9	代理成本和股权结构对过度投资行为影响的回归结果.....	37

附表索引

表 3.1	2006-2008 年我国制造业国有非国有上市公司的投资规模增长速度.....	18
表 3.2	2006-2008 年我国制造业上市公司最终控制人性性质.....	18
表 4.1	回归分析变量说明.....	26
表 4.2	变量的描述性统计.....	29
表 4.3	相关系数矩阵.....	30
表 4.4	总资产周转率对过度投资行为影响的回归结果.....	31
表 4.5	管理费用率对过度投资行为影响的回归结果.....	32
表 4.6	控制权与所有权分离对过度投资行为影响的回归结果.....	34
表 4.7	股权集中度对过度投资行为影响的回归结果.....	35
表 4.8	股权制衡度对过度投资行为影响的回归结果.....	36
表 4.9	代理成本和股权结构对过度投资行为影响的回归结果.....	37

第1章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

在现代公司的理财管理中,资本结构(融资政策)、股利分配(股利政策)和公司投资行为毫无疑问是企业最重要的财务管理问题。投资决策是在给定信息和资源约束下,为获得未来补偿而牺牲现有资源进行的对投资目标和成本的一个综合权衡过程,起着承上启下的作用。企业投资活动都是在特定制度环境中进行的,各种制度因素通过影响投资目标或成本而影响投资行为。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,成为公司财务决策的起点。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。但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“投资过热”现象,从而引发一系列问题。由于过度地投资,大量的资本沉淀在生产能力过剩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。所以我们很有必要对投资行为作进一步的研究,以优化我国公司的投资政策。

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。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,代理问题极其严重,从而导致企业过度投资。

股权机构作为公司内部治理结构的重要性因素,决定公司控制权的分布以及所有者和经营者委托代理之间的性质。我国上市公司大部分是由国企改制而来,国有股比重比较高,股权流通性差,造成了“一股独大”的局面,大股东根据自己的意愿选择经营者,导致经营者不是以全体股东的利益最大化为目标进行管理,而是与大股东合谋利用股权优势控制公司,通过过度投资损害相关利益者的利益。正是由于这种独特的股权结构导致我国上市公司过度投资的多样性和特殊性。因此,有必要针对我国特殊的公司治理结构和资本市场环境来研究我国上市公司的投资行为和效率问题。

1.1.2 研究意义

本文试图从代理成本和股权结构这两个视角来探讨如何抑制上市公司过度投资行为，并探寻提升公司治理效率和投资效率的有效途径。本文具有十分重要的理论价值和现实意义。

企业资本流出的效率，即企业投资效率体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，企业的投资效率影响着社会资源的配置效率。我国上市公司的投资活动处在复杂的不确定性环境中，有微观方面的因素，也有宏观方面的因素，共同影响着上市公司的投资活动与效率。引导企业如何进行科学地、理性地投资、如何有效地运用投资资金和抑制过度投资，迄今为止尚未在理论和实践两个方面做出明确的解答。我国正在进行一场前所未有的经济社会体制改革，以及全面推行现代企业制度，并已初步建立起一套比较适合国情的市场经济运行体系，急需从理论上引导和指导企业投资决策的规范化和科学化。本文的理论价值在于：(1)针对中国不完善的资本市场，探讨上市公司过度投资行为的影响因素；(2)研究公司治理结构中代理成本和股权结构特征对上市公司投资行为的影响效应，结合中国的具体背景环境，提高公司的治理效率。因此，本文研究对于我国上市公司在不完全市场条件下的过度投资行为，具有一定的理论意义。

本文的现实意义体现在：(1)针对中国企业的投资决策实践，进行系统的研究，从委托代理角度分析企业过度投资的原因，然后分析代理成本和股权结构特征对企业投资行为的影响，诠释过度投资现象；(2)为宏观经济的政策制定和证券市场监管机构的政策制定提供了实证参考，有利于改善公司治理机制，提高对上市公司投资行为的监督效果；(3)探讨提高上市公司投资效率的机制设计和方法，改进企业融资途径和优化投资行为，促进上市公司价值的提升，营造资本市场健康可持续发展的微观主体。

1.2 文献综述

企业的投资决策在公司研究文献中具有十分突出的地位。经过长期的发展，西方经济学中对企业投资行为的分析已经比较深入。但是我国资本市场发展比较慢，公司治理机制尚不健全，必然会引发出很多问题，为较好地探寻企业投资理论的演变轨迹，结合本文的研究视角对国内外投资行为的研究成果进行了总结。

1.2.1 代理成本与上市公司过度投资行为的文献回顾

经理层具有通过大规模投资来建造企业帝国的倾向，从而扩大自己掌控的资源和福利水平。Jensen 和 Meckling(1976)认为经营者努力经营的成果由股东和经营管理者双方分享，而成本却由经营管理者单独承担，这种不对称势必引起经营

管理者努力水平降低,与此相对应的是,经营管理者选择有利于自己而并非有益于股东的投资项目进行过度投资和扩大非生产性消费^[5]。Jensen(1986)将过度投资看作代理成本问题,如果经理层更加偏好于企业规模的增长而非利润,他们可能将自由现金流投资到净现值为负的项目中去^[6]。Jensen(1986)认为,在所有权与控制权相分离的现代企业,管理者有动机引致企业成长超过其最优规模,从而导致管理者与股东之间的利益冲突,管理者之所以可能以牺牲股东的利益为代价追求企业规模的扩大,原因在于:一是企业增长可增加管理者可控制的资源从而增加其权力;二是管理者的报酬也与企业增长相联系,因为管理者的报酬与企业销售增长正相关^[6]。

Jensen 和 Meckling(1976)在分析企业股权融资的代理成本时指出股东与经理人之间存在着利益冲突,主要体现在管理层对待项目风险的态度和处理方式可能与股东不同^[5]。这种利益冲突所引起的代理问题反映在企业投资领域就是各种非效率的投资行为,企业投资行为往往体现经理人目标,而非股东价值最大化。当企业的股权融资使企业经营管理者所持有的企业股权比例变得很小时,经营管理者有可能从其自身的利益出发,在企业投资决策时,选择有利于自己而非有益于股东的扩大投资项目等过度投资决策行为。Jensen(1986)更进一步指出,当企业存在大量的自由现金流量时,企业的经营管理者有可能将企业的自由现金投资于能够给其带来非货币收益的企业投资规模扩大的项目上,从而导致企业过度投资行为的发生, Jensen 论证了扩张偏好会促使管理者将所有的资金用于投资项目,这就使投资的现金流敏感度能很好地反映企业管理者过度投资的倾向^[6]。

Brealey 和 Myers(2000)认为建造企业帝国(Empire Building)是资本预算中的代理问题,企业经理倾向管理较大规模企业而非小企业,通过不断的投资新项目,经理拥有更多可以控制的资源^[7]。Stulz 以股权高度分散的公司为研究对象,发现经理有动机对于负的净现值项目投资,这使经理能够掌握更多的资源,获得更多的在职消费。但是他认为不管代理问题多么严重,从经理人的营造企业帝国倾向直接得出必然导致过度投资行为的经验预测是不正确的,如果好的自然状态下自由现金流量大于投资机会,就会出现过度投资,反之会出现投资不足^[8]。Stulz(1990)认为,管理者对更大在职消费机会的渴望,有可能将所有可获得的资金(包括企业现有资产产生的资金和通过外部融资渠道筹集的资金)投资于所有可获得的新投资机会^[8]。当然,管理者将首先偏好投资于 NPV 为正的投资项目,但也会将任何内部产生的资金的剩余部分和他通过外部融资渠道所能筹集到的资金投资于坏项目。Stulz(1990)认为持有大量现金的企业可能具有过度投资的动力^[8]。

Shin 和 Kim(2002)发现拥有大量现金的企业比持有少量现金的企业容易做出非效率的投资决策,主要是因为企业投资决策时较高的代理成本决定的^[9]。投资于 NPV 为负的投资项目称为管理者操控性过度投资的成本。Shin 和 Kim(2002)发现

当经理人和股东之间的激励不相容时, 经理人可能投资于非价值最大化的项目, 投资行为与成长机会之间的关系并不密切^[9]。

Grenadier 和 Wang(2005)分析了信息不对称时经理的投资行为, 解释了急速投资和延迟投资问题。按照资本支出的代理理论观点, 管理者受到的监督越少, 其资本支出水平就可能比在受到较多监督的情况下的资本支出水平要高^[10]。Stephen(1994)建立了现金流边际 q 模型, 模型表明, 股东监督成本越大, 新项目的边际 q 越小, 企业代理成本越高, 经理人利用现金流投资负的净现值项目获得的私人收益越多^[11]。Alt(2003)则在新古典经济学框架下建立了现金流与企业价值模型, 发现平均托宾 q 值越低, 企业越有可能投资负的净现值项目^[12]。总之, 自由现金流理论过分强调负债的约束作用, 过分强调经理人员的控制权, 将股东的控制作用弱化, 没有考虑到经理人职业发展阶段控制权的动态变化, 从而不能非常有效地解释过度投资行为, 受到了许多学者的批评。

国内学者大多从代理冲突角度分析上市公司的过度投资行为, 李鑫(2007)通过建立投资计量模型进行实证研究, 说明一部分中国上市公司确实存在过度投资行为, 而且近年来有不断加剧的倾向, 现代企业中经理人有采取机会主义行为的可能性。对中国上市公司的实证研究表明, 自由现金流充足的上市公司更容易发生过度投资行为。这说明, 中国上市公司存在较高的自由现金流代理成本, 从另一个角度说明中国上市公司的治理目前仍比较薄弱^[30]。

邹薇和钱雪松(2005)构造了一个两层次委托代理模型, 强调了外部资本市场和内部资本市场之间的相互作用, 指出资本配置扭曲和效率低下的关键是外部资本市场运作不完善对企业内部管理者的寻租行为的影响^[31]。朱红军, 汪辉(2004)和徐莉萍(2006)由于控股股东存在巨大的控制权私有收益, 因此外部股东与第一大股东之间存在控制权争夺现象, 从而导致公司价值的下降^[32]。

周立(2002)基于委托代理关系, 验证了白酒行业自由现金流代理问题的存在, 并探讨了减少代理成本的相关财务政策, 即: 分红、股票回购、债务融资以及增强经理人员报酬与公司业绩的相关性^[33]。

张纯和吕伟(2009)通过研究信息披露与信息中介对企业投资效率的影响, 实证研究结果表明, 从整体上看, 样本期间我国上市公司呈现过度投资现象; 但信息披露水平和市场关注水平的提高, 将提高公司的透明度, 减轻信息不对称程度, 进而降低企业的过度投资行为^[34]。

叶蓓和袁建国(2009)认为, 第一, 过度自信心理能够提高管理者为股东利益服务的努力水平, 但也可能由于管理者错误判断项目预期收益而造成投资过度或投资不足; 第二, 管理者过度自信程度与企业非效率投资的可能性存在非单调关系, 与企业投资一现金流敏感度正相关; 第三, 在过度自信条件下, 管理者工作努力水平(道德风险)与受到的监督程度无关, 但与股权激励程度相关, 股权激励

作用在企业举债筹集投资资金时更为有效；第四，对于自信度较高的管理者来说，存在一个理想的自信度—监督—激励组合，能够杜绝非效率投资发生；此时，管理者自信有助于节约治理成本，但是若管理者自信度较低，公司治理的可采取措施是适当减少股权激励，加大外部监督力度^[35]。

蒋力(2009)指出现代企业中的经理人有采取机会主义行为的可能性，且自由现金流充足的上市公司更容易发生过度投资行为，对制造业上市公司投资行为与领导层代理成本的关系进行了实证研究，结果表明领导层代理成本对公司投资行为有重大影响：管理费用率与固定资产增长率显著负相关，固定资产周转率和固定资产增长率也是显著负相关^[36]。

郝颖等(2007)则构建了国有上市公司部门经营者寻租所导致的扭曲性过度投资行为模型，模型研究和拓展分析表明：企业内部生产部门的低效性直接驱动了经营者的寻租行为；在国有股权虚置和内部人控制下，国有代理人采用股权融资资金补偿经营者寻租的外部选择权，从而引发了企业的过度投资行为；而经营者寻租和国有代理人补偿行为相互作用，容易形成越低效越寻租，越寻租越过度投资，越过度投资越低效的恶性循环机制^[37]。

童盼(2005)利用我国 A 股上市公司的数据研究了负债期限结构对投资规模的影响，结果表明短期负债不仅带来代理成本，而且其代理成本甚至可能高于长期负债的代理成本^[38]。

由前述分析可以看出，以上对公司投资行为的研究主要集中在管理者与股东之间的利益冲突上，停留在第一层次的代理冲突上，其分析的对象主要是公司股权高度分散，对管理者的监督比较少，拥有的控制权比较大，而股东的权利相对减少。管理者几乎完全控制了企业的经营决策权，形成公司内部人控制，高度分散的股东没有积极性去监督管理者，这样就很容易导致过度投资行为的产生。

1.2.2 股权结构与上市公司过度投资行为的文献回顾

人们最关注的企业中的代理问题是职业经理人和股东之间的代理问题。在 Berle 和 Means(1932)的世界中，公司股权是十分分散的，任何一个股东都不能对职业经理人产生影响。Berle 和 Means(1932)的世界大体符合美国的情况^[13]。但是，La Porta et al(1998, 1999, 2000, 2002)的研究表明，在其它大多数国家中，代理问题主要不是股东和经理人之间的问题，而是大股东和小股东之间的问题，即大股东盘剥小股东利益的问题。当所有权分散的时候，例如典型的美国企业，外部股东和管理层之间的利益冲突就产生了代理问题。降低代理成本的一个方法是增加股东的持股比例，大股东的持股比例越大意味着要侵吞公司利益的成本就越大。当所有权集中的时候，代理问题就从管理层—股东的冲突转变为大股东和小股东之间的冲突。这就把代理冲突转移到第二个层次上来。

我国所有权结构的核心特征是大股东的控制,缺乏有效的机制监督和限制大股东。如果大股东取得了控制权的绝对优势,就可能掠夺小股东的利益,追求自身利益的最大化。如果没有有效的内部控制和外部监督机制,那么大股东更有可能进行欺诈,侵占小股东利益。由于我国属于新兴资本市场,在弱投资者保护环境下,大股东更倾向于利用其股权优势侵占上市公司或其他外部股东利益。而在集中的股权结构下,委托代理问题主要体现为大股东与小股东之间的利益冲突^[14],尤其是当资本市场缺乏对小股东有效的保护机制而又不能约束大股东的行为时,存在于大股东与小股东之间的代理问题就尤为严重,大股东可能以牺牲小股东的利益为代价来实现控制权私人收益。大股东通过配股可以套取大量现金,在配股后掠夺上市公司的财富,导致资本配置效率的下降,大股东控制的“隧道效应”可以通过企业的投资行为反映出来。我国上市公司内部现金流比例一直较低,主要通过股权融资筹集资金进行投资,由于上市公司治理结构不完善以及证券市场的定位在于融资而非资源配置,为上市公司实际控制者(大股东)滥用资金提供了有效途径。大股东的私人收益并不完全与其他股东的收益相关,他们将倾向投资于能够带来较高私人收益的项目,以实现自身财富的最大化。

Claessens, Djankov 和 Lang (2000)对东亚九国(地区)2980家公众公司的最终控制权结构进行了研究,发现家族控股是最普遍的形式,且多数公司经营层同时为终极控股股东所参与或控制,他们通过金字塔和交叉持股等方式来分离其控制权和现金流量权^[15]。由于这种分离使得终极控制股东可以以较少的现金流量权实现对公众公司的较大控制,在此情况下,终极控制股东就有可能通过转移收益和掏空资产等方式来侵占小股东的利益,并产生道德风险和逆向选择的相关代理成本。Holmen 和 Hogfeldt (2005)发现在所有权与控制权分离的金字塔控制结构中,大股东通过较少的资本投资来控制多家企业的内部现金流,并指出金字塔控制公司与处于底层公司的效率损失直接与过度投资带来的成本相联系,这种过度投资行为与控制权和现金流权的分离程度具有正相关关系^[16]。资本的错误配置是大股东控制下上市公司的普遍特征,影响到整个资本市场的健康发展。

最早对我国终极产权进行的是刘芍佳、孙霁和刘乃全(2003),他们认为,仅仅观察上市公司的中间所有者,并不足以了解这些企业实际的所有者与控制者,也就无法深入地研究控股股东的类型所引起的行为动机和行为差别^[39]。因此应该追溯企业的终极产权所有者(即最终控制人),以较好地理解现代企业中所有权、控制权与控股结构的关系。但在中间控制链条中使用不同的中间控股股东,作为终极产权所有者的代理人,也会对上市公司的具体决策和行为产生不同的影响。他们特别强调,对法人股控股股东的性质不加以区分地进行研究是不恰当的,应考虑法人股的性质是否最终为政府所控制。刘芍佳等通过上面的分析认为:国家对上市公司的控制已经从直接控股拓展到以金字塔控股结构为特征的间接控股,

而且这种金字塔结构的控股模式在中国的上市公司中也极为普遍。

徐丽萍等(2006)对股权集中度于公司绩效影响的研究也发现,中央直属国有企业和私有产权控股的上市公司股权集中度所表现的激励程度最高,而地方政府所属上市公司则相对较低^[32]。

黄景贵(2006)等研究发现,股权集中度与资本支出水平存在显著的负相关关系,经理人持股比例与企业资本支出水平存在显著的正相关关系,但是没有将上市公司按行业进行分类研究^[40]。

刘昌国(2006)从自由现金流量的角度研究了上市公司的过度投资行为,并探讨了独立董事、机构投资者持股和经理人员股权激励三种治理安排抑制自由现金流代理成本下过度投资行为的有效性。研究表明:我国上市公司较大程度地存在自由现金流量的过度投资行为;从总体上来说,我国上市公司治理机制抑制自由现金流量的过度投资行为的功能较弱;法人控股公司的经理人员股权激励机制抑制自由现金流量的过度投资行为比国有控股公司的相应机制更有效;机构投资者持股机制不仅没有发挥公司治理的作用,反而加剧了上市公司自由现金流量的过度投资行为^[41]。

李鑫(2008)对上市公司滥用自由现金流的过度投资行为进行的实证研究发现,现金流充足的上市公司更易发生过度投资;“过度投资”在国有控股上市公司中存在的更为普遍,程度也更为严重;随着大股东持股比例的增加,上市公司过度投资程度加剧;机构投资者持股比例的增加不仅没有缓解上市公司的过度投资状况,反而有加重的倾向^[42]。这一研究支持了刘国昌的研究结论。

李增泉等(2005, 2004)和孙铮等(2004)发现控股股东或地方政府具有支持和掏空上市公司的动机,支持是为了获得配股资格,而掏空是赤裸裸的利益侵占行为^[43]。

潘敏和金岩(2003)分析的结果表明,即使不考虑信息不对称因素,我国上市企业同股不同权、流通股比例偏低的股权制度安排也会导致股权融资下的过度投资行为发生^[44]。在同时考虑信息不对称和我国上市企业特殊股权制度安排的情况下,与仅考虑信息不对称因素的成熟证券市场上同股同权企业股权融资下的投资行为相比,我国上市企业股权融资下过度投资发生的可能性要大得多。

刘朝晖(2002)通过建立控股股东与证券市场之间相互博弈的微观经济模型讨论控股股东非效率投资决策的动因和模式,该文的模型指出,控股股东通过自身与上市公司之间的关联交易进行外部套利的行为动机来自于实现自身利益最大化,而控股股东对外部收益的追求将导致上市公司进行非效率投资^[45]。

张冀和李辰(2005)以1998—2001年我国上市公司财务数据为研究样本,发现在地方政府或一般国企控制的公司,随着第一大股东持股比例的增加,投资对现金流的敏感性下降,支持了过度投资与自由现金流假说;而在中央部委、境内非

国有实体和自然人最终控制的公司,没有发现过度投资与自由现金流代理问题^[46]。

俞乔和陈剑波(2002)考察了处于转型和市场不完善情况下,以非国有企业为主体的大、中型乡镇企业的投资行为。经验数据分析发现企业内部资金对其投资行为有举足轻重的影响,而外部负债并无影响。他们认为此系国有商业银行对非国有企业歧视性信贷政策所致^[47]。

1.2.3 文献述评

综上所述,国外文献大多以英美为代表的发达市场经济国家为研究背景,其对于公司管理者与股东的代理问题的研究可谓源远流长,并由于其强的现实及理论意义而持续保持相当的热度。除了规范研究外,近年来也慢慢向实证研究发展。由于代理成本的存在,经理层倾向于增加投资扩大企业规模,获得自身利益的最大化。特别是对管理者监督比较少的时候,其动机性越强。但是这仅限于第一个层面的代理问题,而研究股东之间的实证研究方面比较少,即使有也不适用于我国股权高度集中的环境背景。

国内学者对与这两类问题的研究成果大多是从公司价值方面进行考虑,主要从自由现金流敏感性来实证研究投资行为,或者从信息披露情况、管理者自信、控股股东方面进行研究,主要分析过度投资的制约因素以及相关的治理因素,没有全面的分析管理层代理成本和股权结构对过度投资的影响。

本文将不再停留在某一个方面,而是试图从两层代理关系的角度出发分析在委托代理理论和信息不对称理论下代理成本和股权结构对过度投资行为的影响。此外,我国制造业上市公司大多是由国企转型而来的,国有股所占比重高,基于我国股权高度集中的现实特点,将研究对象划分为国有上市公司和非国有上市公司,拟寻求抑制过度投资行为的解决方法。

1.3 研究内容和方法

从目前的研究情况来看,对过度投资的研究主要试图从委托代理理论、自由现金流量理论、管理人过度自信理论、信息不对称理论,融资资本结构等方面来解释并分析过度投资行为产生的真正动因和作用机制。本文拟从代理成本和股权结构入手,分析管理者与股东的代理冲突以及在所有权和控制权分离的情况下,大股东、对小股东之间的利益关系对过度投资的影响。

本文主要运用委托代理理论、信息不对称理论和控制权理论来解释代理成本、股权结构的特征对投资的影响并分析其在国有和非国有上市公司之间的差异。本文主要包括以下六个部分:

第1章是绪论,这一部分对本文的研究背景从理论和现状两方面进行描述,然后提出本文的论点,并在阐述文章理论和现实意义的基础上,确定本文的研究内

容、思路和方法。结合国内外已有的相关研究和本文的中心论点,对管理层和股东、大股东和小股东之间的利益冲突进行分析,探讨引起过度投资行为的原因。

第2章是相关理论和概念界定,主要是从委托代理理论、信息不对称理论和控制权理论三个角度来阐述本文进行实证研究的理论基础,并对过度投资、代理成本和股权结构的相关概念进行了简单的介绍。

第3章是我国国有与非国有上市公司过度投资行为的理论分析,这一部分主要分析了我国制造业上市公司投资的特点,上市公司管理者和股东在我国国有上市公司和非国有上市公司两种不同环境背景下的投资动机有何区别,并分析了过度投资行为产生的原因,为下面的实证分析做铺垫。

第4章是实证研究,这也是文章的重点部分。确定研究样本后,选取Vogt模型并引入代理成本和股权结构的变量,提出假设,为实证分析研究做好准备。在此基础上,验证代理成本的两个变量-总资产周转率和管理费用率、股权结构特征变量以及代理成本和股权结构的替代变量—管理费用率和两权分离度对过度投资的影响,并对国有和非国有上市公司进行分组讨论,以此分析我国特殊背景下的投资行为影响因素。

第5章是政策建议,基于前面的理论研究和实证结果分析,提出相关政策建议。

最后是文章的结论部分,对本文的研究做出总结结论,文章研究的创新点和存在的局限性以及对未来研究的展望。

在研究过程中,本文结合规范研究和实证研究,定性研究和定量研究,首先对各定量性的指标进行描述性统计,分析各自特征;接着用加权回归方法分析并且检验假设。

1.4 本章小结

本章首先从理论背景和现实背景两方面介绍了文章选题的目的、理论意义和现实意义,然后确定了本文的研究内容和思路。

第2章 相关理论和概念界定

2.1 相关理论

2.1.1 委托代理理论

委托代理,是指一个人或一些人(委托人)委托其他人(代理人),根据委托人的意愿从事某些活动,并相应的授予代理人某些决策权的契约关系。在一定的条件下,代理人有可能做出违背委托人意愿的事情。在科层体系中,高层权力者既是决策人又是监督人,低层执行人既是决策履行人又是被监督者。从决策人与执行人的关系看,他们表现为委托代理关系。当委托-代理目标函数不一致、信息不对称时,就产生了委托代理问题^[21]。

委托代理关系的特点在于委托人和代理人在行为目标上存在着不一致,代理人行动的结果往往与委托人所希望的结果不一致,有时甚至发生冲突。企业内各经济主体之间的契约关系是一种委托代理关系。当某一经济主体(或者多个经济主体组成的一个集团)通过契约关系将达到某一目的的行为委托给另一经济主体实施时,两经济主体之间形成委托代理关系(Agency Relationship)。其中,行为委托主体成为委托人(Principal),代替委托人实施行为的主体成为代理人(Agent)。

委托代理理论关注的是企业内部结构(横向一体化)。由于企业实质上是一种“团队生产”方式,每个成员的贡献不可能精确分解、观测和据此支付报酬,这就出现“偷懒问题”(Shirking Problem),因此团队生产存在监督和监督者索取剩余权益的问题^[1]。由于管理人员并非企业的完全所有者,当他对工作尽了努力,可能承担全部成本而仅获取一小部分利润;当他工作积极性不高、热衷追求额外消费收益时,得到全部好处但只是承担一小部分成本,即企业的所有权结构产生“代理成本”问题^[2],但管理者成为完全剩余权益拥有者的能力受到他自身财富的限制。举债筹资或许有所帮助,但又可能导致另一种代理成本:借助有限责任制度,他有更大的积极性从事较大风险项目,他获得成功后的利润,而把失败导致的损失留给债权人和股东承受,当然管理者也将承受破产代理成本。

委托代理关系中委托人和代理人行为目标不一致以及利益冲突来源于契约关系中的信息不对称和契约的不完备。由于委托人和代理人之间的信息不对称,代理人通常存在从事道德风险行为的倾向。委托人事前无法完全观察到代理人的行为,他只能通过代理人事后行动的结果来判断代理人是否实现了自己的目标或给自己带来了利益。但由于缺乏必要的信息,他的判断缺乏必要的依据。代理人就可能为达到自己的目标而做出非效率的投资行为,而不是为达到委托人的利益最大化目标而做出投资决策,从而产生道德风险问题。

例如,如果一个代理人没有达到委托人目的,委托人是无法分辨这种后果究

竟是由不可避免的风险造成的,还是由于代理人努力不够造成的。即使委托人事后能够观察到代理人的行为,但由于契约的不完备性,从第三者的角度(如从法院的角度)来看,委托人观察到的行为也无法作为依据来判断代理人的对错。在这种情况下,委托代理关系契约本身就给代理人留下了进行相机抉择的余地,代理人就有追求自己目的的动机。

在我国上市公司股权相对集中或高度集中的情况下,存在着双重委托代理关系,即控股股东或大股东与经营者之间的委托代理关系和中小股东与大股东之间的委托代理关系。本文将由这两种代理关系中代理人违背委托人利益产生的委托代理问题,分别称为第一类委托代理问题(股东与管理者之间的委托代理问题)和第二类委托代理问题(大股东与小股东之间的委托代理问题)。委托代理理论认为,股东和管理层之间的代理冲突可能引起投资过度。投资之于管理者而言存在私人收益,即其享受了全部收益却只承担了部分成本,此时,管理者就倾向于过度投资。管理者的私人收益来自于对公司资源的控制,而当公司规模越大时,处于管理者控制之下的资源就越多,管理者的私人收益就越丰厚。因此,经理们往往有“帝国建设”的冲动,即希望把所有可支配的资金都投入到投资项目中去,从而导致过度投资。由于所有权集中使控股股东有可能有能力通过各种手段侵害中小股东的利益,这样大股东代理小股东作出的投资决策明显的会以大股东的利益为中心,很容易作出过度投资的选择。

2.1.2 信息不对称理论

信息不对称可以从两个角度划分:一是不对称发生的时间,二是不对称信息的内容。其产生的根源在于分工和专业化。在不存在分工和专业化社会,每个人生产的东西与其他人基本相同,他们拥有的知识也基本相同,此时信息是对称的。但是,随着社会分工的发展,不同的人专业化于不同的领域,人们拥有的知识便会不同,信息不对称便产生了。因此,信息不对称是社会生产力发展的必然现象,是无法避免的。

不对称信息是指相互对应的经济人之间不作对称分布的有关某些事件的知识与概率,其中某些参与人拥有另一些参与人所不拥有的信息。在新古典经济学中,由于假定参与人是拥有完全信息的,因而投资行为决策问题实际上就演变为约束条件下问题的最优化求解,即寻求瓦尔拉斯一般均衡^[22]。较之信息完全、对称而言,社会经济环境信息不完全、信息不对称更具现实的绝对性,并且许多经济现象都只能从不对称信息才能得到解释。

不拥有或拥有较少私人信息的参与方称为委托人(Principal),拥有私人信息较多的参与方称为代理人(Agent)。在现代公司制企业中,管理者掌握控制公司的经营管理情况,拥有公司大量信息而成为公司的“内部人”,而股东拥有较少的信息,

不完全具备有关经理人员经营能力和努力程度的信息,无法及时了解公司的经营状况。由于股东和管理者之间存在明显的信息不对称,管理者就可能出现道德风险和逆向选择侵害股东利益的投资行为。

企业中与投资相关的信息不对称则主要可以分为两类,一类是有关投资项目的信息不对称,主要是指信息优势方拥有企业投资项目的真实收益、风险大小或对收益与风险更了解等信息,因此属于隐藏知识类型。而这种情况通常是发生在企业为投资项目所需资金进行融资时,所以也属于事前的信息不对称。另一类则主要是由于信息搜集成本和监督成本的存在,在金融契约签订或企业获得投资所需的资金之后,处于信息劣势的一方无法对处于信息优势的一方进行完全监督,这就可能造成事后的道德风险与隐藏行动问题。正是由于信息拥有的双方信息不对称带来一系列问题,造成了公司的投资行为出现偏差。

由于大股东一般比小股东有更充分的企业内部信息和项目信息,同时由于获取信息需要成本,小股东往往借助“搭便车”的形式将项目的决策权交给大股东,使得大股东按照自身利益最大化而不是公司利益或者全体股东利益去选择项目和决定投资额,并且大股东还能通过投资项目扩大其控制的资源,为自己获取更多的利益。

公司管理者和股东存在利益冲突导致了种种不利于股东的投资决策。但是,即使管理者与股东的利益一致,或者说管理者为了股东利益最大化而进行投资活动,依然会出现不适度的投资,原因就在于股东与管理者,公司股东与外部投资者包括贷款人之间存在信息不对称。

2.1.3 控制权理论

企业是市场中不同要素所有者之间的一组不完全合约。由于存在不确定性和有限理性,在签约时预测所有可能出现的状态是不可能的;即使能预测到,要准确描述每种状态也很困难(例如找不到描述的语言);即使某种实际状态出现后,由于信息不对称,当事人也会就什么是实际状态争论不休;即使当事人之间信息是对称的,法庭也可能无法证实;即使法庭可能证实,但由于交易执行成本过高而不了了之。企业契约的不完全性意味着当出现不确定性的某种实际状态后,必须有人决定如何填补契约中存在的“漏洞”(包括解除某些参与人的合同),这就是剩余控制权(简称控制权)的产生根源。

控制权结构首先表现为控制权在公司权利主体的配置状况。格罗斯曼和哈特(1986)在其经典性论文中的“剩余控制权指的是契约中没有特别规定的活动的决策权”是更准确的定义。依据法玛和詹森将企业决策分为“决策管理”(Decision Management, 决策方案提议和方案批准后的执行决策)和“决策控制”(Decision Control, 决策方案审批和对决策方案执行的监督)可以推断,在公司制企业中,控

制权是通过契约授权在公司内部配置,即作为所有者的股东,除保留通过股东大会制度行使最终控制权,如投票选举罢免董事、审批企业兼并和新股发行、决定公司重大事务等部分控制权外,将剩余控制权绝大部分授予董事会;董事会保留“决策控制”权而将“决策管理”权授予经理,董事会是公司最重要的权力机构,代表全体股东的利益,经理人员向董事会负责^{[3][4]}。在法律上,股东大会是公司法定的最高权力机关,公司的一切控制权属于全体股东,控制了股东大会也就控制了公司董事会(董事的选取、任免)、经理层(经理的聘用、解雇)和公司运营管理(投融资、股利分配、企业兼并重组)的控制权。尽管从公司控制权实际行使效果看,股东大会呈现弱化趋势,但他毕竟是法定的公司最高权力机关,对于公司重大投资行为,股东大会控制权行使结果直接决定该投资行为的生死命运。

在普遍采用“一股一票”的投票制度下,上市公司股东大会控制权结构与股东股权结构是在同一条船上的,如果股权高度集中,就存在绝对控股大股东。由于投票权基本上被控股股东掌握,控股大股东在董事选举、经理聘用、企业经营等重大决策事项上具有完全的控制权。控股大股东往往通过“选举”和“派出”自己的代理人直接进入董事会,并凭借在董事会中的控制地位,对经理的选取聘用进行操纵和控制,此时从利益集团代理人角度,大股东、董事会和管理层具有高度的重叠性^[25]。在股权高度集中的情况下,公司控制权实际掌握在控股大股东手中,他们拥有超过现金流权利(即持有股票所代表的收益权)更大的控制权。

如果股权高度分散,就存在广泛的中小股东。但是监督是需要耗费成本的,而由监督行动带来的利益则由全体股东所共享。在股权高度分散的情况下,由于股东和股东董事各自所持有的股份较少,如果股东、股东董事对经理层的监督收益小于他支付的监督成本,作为理性的经济人,他是不会采取监督行动的,所以中小股东都有“搭便车”的“内生倾向”^[26]。当股权高度分散完全缺乏大股东时,由于中小股东“搭便车”、“集体决策成本”和“理智的冷漠”,管理层在董事提名和公司经营管理上居于主导地位,管理层就可能实际上拥有公司的控制权,形成所谓的“内部人”控制。虽然中小股东存在“搭便车”倾向,但并不能说明股东和董事会完全丧失公司的控制权,一个不争的事实是中小股东中存在积极股东,社会意识和法律文化派生出的权利意识,使他们对公司事务参与的民主积极性提高和毫无保留地承担起对董事会和经理层的监督控制。当公司多个大股东之间或公司股东与经理层之间在对公司控制权的争夺势均力敌时,中小股东在代理权争夺中更凸现其重要性。

2.2 概念界定

2.2.1 过度投资

从现代企业财务理论来看,企业的代理行为和投资行为决策会相互影响,企业代理行为影响企业的投资行为决策,企业投资行为决策效率化与否又直接影响代理层次安排,企业不同投资行为决策可能导致的非效率投资行为主要有投资不足(Under Investment)和过度投资(Over Investment)。

对于过度投资行为的形成机制,Jensen(1986)在题为《自由现金流量的代理成本、公司财务与收购》的文章中以股东和管理者存在非对称信息的假设开始,引入了所谓的投资过度(Over Investment)问题,作为其自由现金流理论的基础论据。这篇论文正式提出“自由现金流量”这一概念,自由现金流理论认为当公司的运营现金流显著超过其有利可图的投资机会时,危险的高负债水平会增加公司的价值而不管财务危机的威胁。当用于使股东和经理人利益一致的机制可能不是完全有效时,Jensen认为经理人会拥有超过公司所有盈利投资项目所需的资金,此时经理人可能使用自由现金流来进行符合其自己最大利益的负NPV项目,因为他们能从控制更多资产中获得私人利益,从而导致企业过度投资行为的发生。Myers和Majluf基于信息经济学的理论认为,在企业外部投资者和内部经营管理者之间存在着有关企业现有资产价值或企业投资项目的预期现金流收益方面的信息不对称时,企业为实施投资项目所发行的融资证券有可能在资本市场上被投资者高估或低估,就会导致企业投资决策中过度投资或投资不足行为的发生。

综上所述,过度投资是指企业经营决策者出于追求自身利益的目的,将资金投入并非以企业价值最大化为目标的投资项目中,导致大量的资本沉淀在盈利能力恶化的领域,从而降低公司的资金配置效率的投资行为。

2.2.2 代理成本

在现代公司相关利益者之间存在的委托代理关系是由股东、董事会、经营者、债权人四者之间的关联性反映出来的。

将衡量四者委托关系的代理成本分成两种:一是股东与董事会、经营者之间存在的代理成本。Jensen和Meckling(1976)在股权融资学说中指出:一个或多人委托人雇佣一个代理人去执行一些为他们的利润服务的行动,这些行动涉及代理人代替委托人的一些决定权力。如果双方的关系是各自效用最大化,那么委托的意念就被更改,所产生的偏差就是代理成本^[5]。在股权融资论中将代理成本分成三部分:激励代理人行为的费用,因为代理人与委托人之间的目标不同,为减少行动中带来的偏差损失,委托人付给代理人的激励费用;保证费用,为了保障代理人不采取损害委托人行动所付出的费用或者代理人采取了有害行动后,对委托人

利益补偿；剩余损失，由于代理人代替委托人做出的决定所造成利益的损失^[5]。

二是股东与债权人之间存在的代理成本，在拥有债务的情况下代理成本由三类组成：其一是债务对企业投资决策的影响引起的机会财富损失；其二是监控和担保成本；其三是破产和重组成本^[25]。

在委托代理关系中代理成本的出现主要是由信息的不对称引起的。由于委托代理关系中存在的信息不对称(外因)和委托人与代理人之间天然存在的利益不一致(内因)而带来的企业实际收益与潜在收益之间的差额，以及委托人对代理人必需的激励与监督成本、必要的市场契约成本^[26]。在组织治理中关键的也是信息的流通，通过分析信息与决策权之间的关系来探讨组织的信息让渡成本从而推测出代理成本^[23]。

综上所述，代理成本产生的原因在于委托代理关系的发生。由于两者之间利益目标的不同，在现实经营中就会发生费用问题，而只要是由于委托代理而发生的代理成本，包括由所有者经营和企业雇佣经营者进行经营时发生的费用都应归结为代理成本。

2.2.3 股权结构的相关概念

股权结构是由不同性质的股东及持股比例构成的企业股权的分布状态。对目前的中国企业来说，股权属性是指股权是国有还是非国有股东两大类，股权集中度主要是衡量公司股份分布状态和稳定性强弱。在不同的股权安排下各类股东参与公司治理的权利并不相同，行使控制权利的主体也不同。我国上市公司基本上采用金字塔控股结构实现对公司的控制，从而用较少的资金控制尽可能多的资产。

2.2.3.1 最终控制人

最终控制人，也称最终产权所有人(Ultimate Owner)，由LLS(1999)在研究上市公司的股权集中度时提出。通常，狭义上的控股股东是公司第一层面的直接控制人，如果公司发行的股份全部是具有表决权的股份，那么，股东所拥有的所有权和控制权比例是相等的。在很多情况下，投资人可以通过诸如多层控股、交叉持股、金字塔结构和其他特殊的合约安排成为直接股东，直接股东往往又被其上层股东所控制，层层向上追溯直至最终的控制人。在追溯的过程中就可以描绘出上市公司股权背后复杂的控制链条结构。在金字塔控股结构中，最终控制人才是整个集团行为的利益驱动者，也是控制权私利的最终受益人。

在一股一票的条件下，上市公司的最终控制人要想获得实际控制权必须拥有足够的股份，但是如果最终控制人通过金字塔控股结构或者交叉持股等偏离一股一票的方式就能以较少的现金流获得上市公司的实际控制权。所以现在我们不能以表面上的第一大股东的持股比例来衡量谁控制了上市公司，必须追溯它的最终控制人。

2.2.3.2 两权分离

Fama和Jensen(1983)将企业的所有权定义为剩余索取权(Residual Claims),即对企业总收入扣除所有固定契约支付后的剩余金额的索取权。从股东或者投资者的角度来看,投资者享有的所有权,其实质是他们依据股权比例分享现金流量的权利(即享有对企业剩余的分配)。控制权是雇用和解聘公司高管人员和决定高管人员报酬的权利,并据以主导公司的经营与决策(Seligman, 2001)。在股份公司制的投票制度下,控制权依附于所有权所衍生的投票权,控制权比例的大小等同于所有权比例,经验研究通常以投票权(Voting Rights)作为控制权的替代变量^[29]。

在同股同权的情况下,一份所有权享有一份投票权,所有权和控制权大小相一致。但是,在双重投票权和金字塔式控股结构中,控制权和所有权发生了分离,使得所有权和控制权不等。由于存在控制权私利,最终控制人以较小的成本获取控制权。企业可以通过多重投票权、交叉持股和金字塔结构实现以较少的投入(即较少的所有权)获得较大的控制权。

2.3 本章小结

企业的过度投资行为对社会资源造成了极大浪费,因此如何抑制过度投资行为是理论界一直关注的焦点问题。本文试图从委托代理理论、信息不对称理论以及控制权理论三个角度来对过度投资行为进行解释,寻找过度投资产生的原因以及如何提高企业的投资效率。本章节主要为下文在公司治理结构下对企业投资行为进行实证研究提供理论分析的框架。

第3章 我国国有和非国有上市公司过度投资行为的理论分析

在投资决策的过程中,所有者与管理经营者所拥有的控制权不同,导致其所处的地位不同,各自代表不同的利益相关者,由于利益集体的立场不同导致其各自的决策会出现冲突。由于制造业在我国上市公司中所占的比重很大,所以本文以制造业作为研究对象,按照其特点,这里我们把它分为国有上市公司和非国有上市公司。在这种特殊的公司治理背景下,其利益冲突分为两种:股东和管理者之间的利益冲突,大股东和小股东之间的利益冲突。本文以这两种冲突作为切入点,分析上市公司管理者和股东的投资行为以及在国有上市公司和非国有上市公司两种不同环境下的区别。

3.1 我国上市公司投资行为的现状分析

我国经济体制改革还没有完成,投资主体中的地方政府和国有上市公司的投资还带有明显的非理性地方色彩,而民营经济的投资由于信息的非充分性就带有一定的盲目性和投机性。这样的投资行为就不可避免的导致生产能力的重复建设,如不加以控制,可能会出现因总供给能力过剩而产生的通货紧缩等一系列问题。国有企业一般具有双重投资目标、预算软约束的特性,而非国有投资是以股东利润最大化为目标的。目前,在一般竞争性领域中,非国有投资主体特别是股份制经济已经显示出强大的经济实力和竞争优势。近几年,一些国有经济垄断的基础设施领域逐步向非国有投资开放,并且对非国有投资的产业进入限制有所放宽,非国有投资主体在这些领域也日益显示着增长潜力和竞争活力。同时也可以看到,尽管近两年国内非国有投资增幅已经明显上升并超过国有投资增幅,但是在一定程度上得益于政府投资的拉动。

但是非国有上市公司过分追求短期效益。部分行业的禁入和轻工行业竞争的激烈,使众多非国有上市公司更愿意将资本投入短期能产生效益的行业。大多数非国有上市公司没有自己的长期发展规划和投资计划,资金使用十分随意和盲目,此类盲目的追逐热点投资使非国有企业的投资效率更显得低下。由于非国有资本在相对狭窄的投资领域中,低水平重复建设较多,恶性竞争事件时有发生。

下表列示了我国上市公司2006-2008年实物投资固定资产增长率的汇总数据。其中,固定资产增长率为本年度固定资产净额的增加额除以期初的固定资产净额,用以衡量固定资产自身规模的增长速度。从下表我们可以看出,近三年里面,我国上市公司的投资规模一直保持增长的趋势固定资产的增长率不管是国有上市公司还是非国有上市公司都保持在30%以上,从固定资产增长率的数据可以得知,

我国上市公司的固定资产规模在不断地扩大，非国有上市公司的增长速度比国有上市公司的要大，这主要得益于政府对非国有上市公司的扶助，特别是近几年对非国有企业进入垄断行业的标准门槛降低。企业所有拥有的固定资产资源也越来越多，但是是否都是企业所必须的投资项目，要根据企业的实际情况而定，所以在这些投资中很可能存在非理性的投资行为，即产生过度投资行为，导致企业的整体价值下降。

此外，我们对上市公司的最终控制人的性质进行划分，利用国泰安研究数据库提供的数据进行统计，分析我国制造业上市公司中最终由国家控制的公司情况。国有性质最终控制人包括国有股、国家股和国有法人股，非国有性质最终控制人包括法人股、境内法人持股、境内自然人持股、境外法人持股、境外自然人持股和其他。从统计结果我们可以得知：国有上市公司所占比重接近 60%，所占比重仍然比非国有上市公司明显要多。所以我国制造业上市公司最终控制人为国有性质的比例比较大，目前上市公司的股本结构主要是国家主导型。

表 3.1 2006-2008 年我国制造业国有非国有上市公司的投资规模增长速度

年份	非国有上市公司	国有上市公司
2006	51.87%	44.85%
2007	37.49%	36.17%
2008	64.87%	36.31%

注：以上数据来自国泰安 CSMAR 系列研究数据库

表 3.2 2006-2008 年我国制造业上市公司最终控制人性质

年份	非国有上市公司	国有上市公司	公司总数
2006	40.13%	59.87%	446
2007	39.91%	60.09%	461
2008	38.77%	61.23%	454

注：以上数据来自国泰安 CSMAR 系列研究数据库

3.2 我国国有与非国有上市公司的投资行为动机

由于我国的股份制改革是在政府推动下的变迁，很多政策的制定和实施一开始就是为国有企业服务的，使得我国企业国有股比重高，股权集中度高。由于存在非流通股的特殊情况，如果单单研究上市公司的中间所有者，并不能够完全了解这些企业实际的所有者与控制者，也就无法深入地研究控股股东的类型所引起的行为动机和行为差别，较好地理解现代企业中所有权、控制权与控股结构的关

系。通过对股东性质的区分,看是否为国家所有并控制,分为国有和非国有上市公司,来了解中国企业投资的独特性,并为国有与非国有上市公司提高投资决策效率和提高经济效益提供借鉴。这里我们对国有和非国有上市公司的投资行为动机进行分析,试图找出影响这两类企业投资决策的根本原因。

3.2.1 国有上市公司投资行为动机

对国有企业来说,政府作为企业股东代表,其目标往往是与企业扩张目标一致的。政府的目标实际上就是政府官员追求的目标,在中国的官僚等级结构中,政府官员所追求的主要是政绩与权力地位晋升相联系的目标,而考核政府官员的最重要的政绩指标之一就是产值和财政收入。为了使这种产值或收入增长率最大化,追求公司扩张就成为一个重要的途径。尤其是当这种政府目标与企业经营管理者的目标相一致的情形下,公司的扩张就会成为必然趋势。国有上市公司管理者的利益或效用最大化目标的均衡点在于,当经营者和管理者为实现这一目标的努力小于其所得到的效用或利益时,他们采取规模扩张行为;若大于,则不再进行投资和扩张的努力。只要他们能够从产量规模扩张中得到足够的利益或效用,那么扩张行为就很难得到抑制。

在中国的产权体制下,经营者从产量扩张中得到的效用收益往往大于其可能承担的风险,在政府控制产业的种种市场准入政策下,来自外部市场竞争的约束力量总是小于政府或国有上市公司对于市场的控制力量。因此,企业往往能够化解竞争的压力,将其风险由大化小,由小化了,经营管理者的效用最大化利益也往往可以随产出增加而增加。

在国有上市公司中,特别是地方政府控制的上市公司,出于发展地方经济及政绩考虑,可能会间接干预公司的投资行为,影响公司的投资方向,加剧过度投资。同时,经理人不承担至少是不完全承担投资失误的责任,而且在进行投资的过程中,可以控制更多的资源,取得政绩并得到私利,一举两得。所以,在我国上市公司以国家性质为主的现实背景下,产生过度投资行为的可能性比较大。

3.2.2 非国有上市公司投资行为动机

按照《中国统计年鉴》的所有制分类,非国有经济类型包括集体经济、外资经济、私营经济、联营与股份制经济等。除集体企业以外的其他经济形式,所有权明确是属于股东的,其经营目标一定是利润最大化。从产值比重上看,集体经济主要指乡镇经济。由于特定的财产制度和环境,特别是地方政府的不断介入,乡镇企业向工业部门的进入遵循了“古典竞争”的特征,从而导致过度进入和不断升级的投资。所以,不断提高的资本密集度主要不是劳动力实际价格的上升或上升过快的结果,而是乡镇企业部门过度投资的产物。可以认为乡镇经济的经营目标也是利润最大化,首先,乡镇经济没有国家做后盾,其生存问题只能通过利

润来解决；其次，与国有上市公司不同的是乡镇企业经理人基本不存在与企业规模相关的行政级别晋升与人员调动问题，没有扩大投资的产权性激励；最后，即使地方政府实际上拥有这些企业的部分财产支配权和剩余产品所有权，其收益和财政收入也要通过企业利润才得以体现。

综合来看，目前我国的投资体制已经进行了重大改革，许多对非国有上市公司限制正逐步放宽，但仍存在许多制约投资效率提高的客观因素，主要有：一是面向非国有经济的投资引导、带动、监督与激励等一系列服务政策不完善，民营投资行为存在着种种扭曲、失灵；二是存在各种限制竞争的制度，缺乏横向联合与资金支持等方面的政策环境，公司投资能力有限，投资项目小型化；三是受信息、资源、资金、技术、政策等方面因素的制约，投资项目普遍存在技术含量低、产品档次低、经济效益不高的问题。

3.3 过度投资行为的原因分析

过度投资行为是指公司控制者接受对整个公司来说并不是最佳的投资机会，企业投资于净现值为负的项目的行为，导致大量的资本沉淀在盈利能力环境越来越差的领域，从而使得公司的大量资金无法得到合理配置的投资行为。企业各利益相关者的利益并不一致，比如：企业的债权人关心的是企业是否能够按时偿还债务，所以债权人更希望企业投资于现金流稳定的投资项目，而企业的股东则以股权价值最大化为目标，更青睐即使风险较大但是一旦成功就收益颇丰的投资项目。此外大、小股东之间存在的利益冲突也可能会使得企业投资支出偏离正常水平。企业利益相关者之间的利益冲突是过度投资行为的动机。

北京大学中国经济研究中心宏观组支出，投资效率的下降，尤其是投资收益低于投资成本，表明社会上存在一定程度的过度投资^[46]。潘敏和金岩(2003)认为从投资决策效率化的角度来看，把资金投资于各种效益并非理想的投资项目，以扩大投资规模，甚至将资金投入一些企业原本并不熟悉，与企业业务无关的领域，这类投资行为均属于过度投资行为^[44]。

基于委托代理理论，公司治理中存在两种冲突：一是股东—管理层的利益冲突关系，二是大股东—小股东之间的利益冲突关系。这里我们把第一层次的代理冲突关系用代理成本来表示，第二个层次的冲突主要是股东之间的，本文通过分析股权结构的特征来体现。

3.3.1 代理成本引起的过度投资行为

Jensen(1986)认为，在所有权与控制权相分离的现代企业，管理者有动机导致企业成长超过其最优规模，从而导致管理者与股东之间的利益冲突，管理者之所以可能以股东的利益为代价追求企业规模的扩大，原因在于：一是企业增长可增

加管理者可控制的资源从而增加其权力；二是管理者的报酬也与企业增长相联系，因为管理者的报酬与企业销售增长正相关。通常来说，管理者追求企业的规模扩张，具体表现为企业投资扩张，人员扩张，厂房设备和各种控制资源的增加，以及企业的销售收入和市场份额的扩张^[6]。

在存在“内部人控制”的企业中，公司的投资决策控制权实际上属于经理，经理的私人利益是其进行过度投资的动机。公司所有权和经营权的分离，形成了委托代理关系，在所有者缺位的上市公司，管理者掌握了企业的经营管理权并拥有着内部信息的优势，成为投资决策的控制者。经理人在企业投资决策时，可能会从其自身利益而不是股东利益出发，盲目地扩大企业投资规模，建造“经理人帝国”，选择有利于自己而并非有益于企业发展的投资项目，从而产生过度投资。

毫无疑问，企业最重要的是经营行为，其它的行为基本上都是为这个目标服务的。国外研究表明 CEO 通过发起收购行动增加收购以后的收入。国有企业经理人的目标通常与企业规模相联系。一般来说，如果国有企业规模越大，经理人所能控制的资源就越多，他们能够得到的报酬也就相应越高，其能够享受的各种等级的待遇也就越高。因此，企业经理人的个人自身效用最大化是其追求企业扩张行为的基本动机。

同时，我们也看到，企业规模越大，经理人的替代成本也就越高，并使经理人在薪酬契约的制定过程中具备了讨价还价的优势。此外，随着我国市场经济的转轨和企业自主权越来越大，经理人不仅能够运用其支配的资源满足自身直接的效用，而且还能够运用其可支配资源进行交换，以满足更大范围的效用。总而言之，国有企业经理人为获得更多可控制资源或可支配收益的内在动机，就表现为不断的扩张行为，即产生过度投资。

3.3.2 上市公司股权结构引起的过度投资行为

大小股东利益冲突引起的过度投资行为。在大股东为投资决策控制者的公司中，大股东的私人利益是其进行过度投资的动机。大股东利用其股权优势，小股东在企业无法行使有效的控制权，大股东拥有股权优势，为实现自身目标会侵占小股东的利益。当大股东的控制权权利大大超过它们的收益权利时，牺牲他人利益来为自己谋取福利的能力和动力就特别强。大股东控制型过度投资行为正是掌握控制权的大股东私人利益理性扩张的结果。结果就是大股东的控制权和收益权的分离度越大，其越有可能产生过度投资^[47]。

上市公司的股东大会控制权结构与股东的股权结构紧密相连，企业的控股股东往往处于掌控地位，通过选举和委派自己的代理人来对公司的投资决策进行操纵，这样一来，即使自己不亲自参与管理公司的经营事务，仍然会按照其意志行事，而小股东却无法维护自己的利益。所以，对于我国制造业股权高度集中的情

况，大股东在法律上和事实上拥有对公司的控制权，他们拥有的股票代表收益权远远超过了控制权。基于控制性股东对于控制权收益的追求，将驱动过度投资行为的产生，恶化上市公司的投资效率。

但是，如果股权集中度进一步提高的话，大股东和小股东的利益会趋于一致，过度投资行为会给控制性股东的利益带来重大损害，这样，在利益趋同效应下，控制性股东的扩张性投资行为会有所收敛，过度投资行为得到抑制。

3.4 本章小结

本章主要分析了我国制造业上市公司的投资现状，我们发现近三年来，由于政府对垄断行业的准入门槛降低，非国有上市公司的投资规模保持持续增长的趋势，但是国有上市公司所占的比重仍然大大超过了非国有上市公司，所以，我国的制造业行业还是以国有上市公司为主。通过分析企业投资的行为动机，可以看出国有和非国有上市公司的成长背景和国家政府对其反应的不同，使得非国有上市公司的规模增长受到政府的约束比较强，而国有上市公司却恰恰相反。就目标而言，国有上市公司主要就是扩大规模，非国有上市公司是实现股东利益最大化。

第4章 实证研究

4.1 研究设计

4.1.1 样本选择和数据来源

本文的研究对象为深沪两个交易所的制造业所有上市公司。数据来源于国泰君安信息服务中心数据库,建模工具使用 spss 计量经济学专用软件,建模所用数据为 2006-2008 年的数据,根据研究目的,保证数据的有效性,对初始样本进行了如下的筛选:(1)剔除发行 B 股或 H 股的制造业上市公司,这些公司面临的经营环境存在特殊性;(2)剔除出现财务困境的公司(通常为 ST 公司);(3)剔除财务数据或指标缺失的公司;(4)剔除个别数据异常的公司。除此之外,本文为使变量统计结果解释保持一致性,只选取了投资大于 0 的样本。经过筛选,最后得到了 1245 个样本。

4.1.2 变量的定义和计量

4.1.2.1 被解释变量

企业的投资支出从广义上说,就是企业为获得经营性长期资产所从事的一切投资活动所发生的支出,包括企业从事的除金融投资(如短期投资、委托理财)以外的一切投资支出,如企业在厂场设备新增与更新、并购、合资、研究与开发、产品市场多元化及经营重新布局等方面发生的支出。因为本文的研究对象为制造业,固定资产投资占整个制造业公司的投资比重大,它是制造业公司发展的主要动力,且固定资产的回收期长,资产专用性强,具有不可逆转投资的特点,更能体现企业实物投资的特点,所以本文定义的被解释变量为固定资产年度存量增加额,用 I 表示,并除以期初固定资产净额以消除规模影响。计算公式为:

$$I = (\text{期末固定资产净额} - \text{期初固定资产净额}) / \text{期初固定资产净额}$$

4.1.2.2 解释变量

1. 代理成本:代理成本的定量计算问题在一定程度上已经形成模式,如 Ang, 简. S. 安, 里贝尔. A. 科简. 伍. 林和吕长江等对代理成本的问题进行了衡量^[50]。Ang 等(1999)对代理成本与管理者股权比例、外部股东数量、银行监督程度等关系分析后,认为可以采用经营费用率(包括管理费用率、营业费用率和财务费用率)和总资产周转率来计量代理成本^[19]。简. S. 安和里贝尔. A. 科简. 伍. 林(2000)利用美国没有公开上市的小企业的数据与所有权不全部属于所有者的企业进行对比,来进行代理成本的计量^[20]。在这里由于小企业的管理者其产权份额从零到百分之百变化较大,可以采用它来测量不同产权结构的代理成本问题。从经理与股东两者

目标的差异角度来看,王爱凡(2003)认为现代公司的组织形式在降低市场交易费用的同时,产生了组织内的交易费用^[24]。这里所指的代理成本主要是股东与经理之间的代理成本,所以本文中采用效率损失和经营费用作为代理变量,分别用AST和MAG表示,反映由于经理低效率的投资决策引起的代理成本和经营过程中所消耗的管理费用,用总资产周转率、管理费用率来表示代理成本。总资产周转率越高表示代理成本越低,资产的高效使用在一定程度上表明投资决策的正确性,不容易引起过度投资的产生。管理费用率越高则表示代理成本越高,管理费用占销售收入的比重越大,说明由管理层带来的在职消费等比较高,即管理者代理所有者对公司进行管理的成本相对较大,代理成本高。

2. 两权分离度一般指的是,所有权:CR表示最终控制人对制造业上市公司的所有权,用现金流量权来计量,表现为样本公司的最终控制人在控制链条的各控制层级上的持股比例之乘积。计算公式为:

$$\text{现金流量权 } i = C1 * C2 * C3 \dots CN$$

$$CR = \sum \text{现金流量权 } i$$

从上面的计算公式可以看出,现金流量权是样本公司的最终控制人在控制链条的各控制层级上的持股比例之乘积,即 $C1 * C2 * C3 \dots CN$ 。但是,如果最终控制人通过几条链条同时控制上市公司,那么,最终控制人对上市公司的所有权要用各个链条的现金流量权之和来表示。

控制权:用VR表示,控制权比例的计算分两步。第一步,确认控制链条上每个层级的控制权比例,各层级控制权比例是该层级的多个持股比例的合计;第二步,选择控制链条上最低比例的控制权作为最终控制人对样本公司的控制权比例。计算公式为:

$$\text{控制权 } i = \min(C1, C2, C3 \dots CN)$$

$$VR = \sum \text{控制权 } i$$

控制权是整个控制链条中控股比例额最小的那个比例,其中 $C1, C2, C3 \dots CN$ 是各层控制链条上的控股比例额。同样,如果最终控制人通过几条链条同时控制上市公司,那么,最终控制人对上市公司的所有权要用各链条的控制权之和来计算。

两权分离系数:用CV表示,用控制权与所有权相减的形式表示其偏离程度。两权分离系数的最小值为0,表示最终控制人享有的样本公司的所有权和控制权相一致,不存在两权分离。两者差值越大,意味着最终控制人的利益侵占动机会更强。计算公式为:

$$CV = VR - CR$$

3. 股权集中度,我国上市公司中,第一大股东的持股比例通常比较高,大股东有较强的参与公司治理的动机,对公司管理者实施监管,用第一大股东持股比

例额 G 表示股权集中度。

4. 股权制衡度, 基于我国股权集中度高的股权特征, 一般情况下第一大股东持股份额比重相对于其他股东来说比较大, 容易侵占其他股东利益, 用第二到第十大股东的持股比例之和表示股权制衡度, 其数值越高, 制衡作用越强。

4.1.2.3 控制变量

营业收入 REV 和企业托宾 Q 作为衡量企业成长性的指标。企业托宾 Q 为企业市场价值与重置价值之比, 采用期初的衡量指标, 计算公式为:

$$Q = (\text{流通股市值} + \text{非流通股账面价值} + \text{负债账面价值}) / \text{资产账面价值}$$

营业收入 REV 用当期营业收入表示, 并除以期初固定资产净额以消除规模影响, 计算公式为:

$$REV = \text{当期营业收入} / \text{期初固定资产净额}$$

自由现金流量 FCF 用经营现金流量净额表示, 用并除以期初固定资产净额消除规模影响。计算公式为:

$$FCF = \text{经营现金流量净额} / \text{期初固定资产净额}$$

4.2 模型的构建

本文的研究借鉴 Fazzari 等(1998)和 Vogt(1994)的 TobinQ 模型^{[17] [18]}来进行实证检验。依据 TobinQ 理论, 在完善的资本市场中, TobinQ 是企业可利用的、对投资机会市场价值进行评估的一个基本方法, 是唯一适合解释投资行为的财务变量, 因此本文使用 TobinQ 值衡量企业的潜在投资机会。另外, 公司的投入产出是企业投资水平的关键因素, 因此把营业收入指标也作为衡量企业投资机会的变量, 同时除以固定资产期初净额以消除规模影响。这样, 我们把企业期初的托宾 Q 和营业收入作为模型的控制变量。由于本文中采用的是制造业行业的样本不存在行业影响因素, 无须在模型中引入行业虚拟变量作为控制变量, 以消除不同行业对模型带来的影响。

文章使用 Vogt 模型中的交叉项 $Q \cdot FCF$ 的回归系数符号来识别是否产生过度投资行为, 如果系数为负数, 则表示企业存在代理问题下的过度投资行为。在 Vogt 模型的基础上引入代理成本变量—总资产周转率和管理费用率(模型 1), 检验代理成本对投资的影响(1), 回归系数为负数说明总资产周转率越大, 代理成本越低, 资产利用率越高, 管理层不容易把闲置资金用到不必要的投资上去, 难以发生过度投资行为。

$$I_1 = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 Q + \beta_3 FCF \cdot Q + \beta_4 REV + \beta_5 AST + \varepsilon \quad (4.1)$$

在(2)中管理费用率的回归系数为正说明管理费用率越高, 代理成本越高, 管理层基于“帝国建设”的心理倾向, 越加将资金用于企业的投资, 这样就加剧了

过度投资，反之亦然。

$$I_2 = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 Q + \beta_3 FCF * Q + \beta_4 REV + \beta_5 MAG + \varepsilon \quad (4.2)$$

接着在 Vogt 模型的基础上引入股权结构特征变量：两权分离度、股权集中度和股权制衡度，与 $Q*FCF$ 构成交叉项，验证股权结构对投资的影响（模型 2），如果交叉回归系数为正，说明能抑制过度投资行为；如果为负，说明其会加剧过度投资行为。

$$I_3 = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 Q + \beta_3 FCF * Q + \beta_4 REV + \beta_5 CV * FCF * Q + \varepsilon \quad (4.3)$$

$$I_4 = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 Q + \beta_3 FCF * Q + \beta_4 REV + \beta_5 G * FCF * Q + \varepsilon \quad (4.4)$$

$$I_5 = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 Q + \beta_3 FCF * Q + \beta_4 REV + \beta_5 SHIR * FCF * Q + \varepsilon \quad (4.5)$$

在模型 Vogt 的基础上，引入代理成本和股权结构的替代变量——管理费用率和两权分离度，验证两者的共同作用对投资的影响。如果交叉变量 $MAG*CV$ 的回归系数为正，说明在两种代理冲突的综合效应下，投资支出的水平会增大，可能导致公司出现过度投资；相反，如果交叉变量的回归系数为负，说明两者的共同作用对投资支出水平的提高有抑制作用，过度投资行为会有所收敛。

$$I_6 = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 Q + \beta_3 FCF * Q + \beta_4 REV + \beta_5 MAG * CV + \varepsilon \quad (4.6)$$

表 4.1 回归分析变量说明

变量名称	预期符号	变量说明
投资支出水平	+	企业投资额，用固定资产年度净额增加值代替，并除以期初固定资产净额以消除规模影响
自有现金流量	+	企业自由现金流量，用经营现金流量代替，并除以期初固定资产净额以消除规模影响
托宾 Q 值	+	Tobin Q, 代表公司成长机会，在数据库中用 Tobin Q 代替
自由现金流量*托宾 Q 值	-	自由现金流量和托宾 Q 的交叉项，Vogt 模型的应用
营业收入比值	+	公司的成长机会，用当年的营业收入表示，并除以期初固定资产净额以消除规模影响
总资产周转率	-	表示企业资产的运转效率
管理费用率	+	表示公司管理层的费用消耗
两权分离度*自由现金流量*托宾 Q 值	-	两权分离度与 Vogt 模型中的交叉项，表明控制权与所有权不一致带来的影响
股权集中度*自由现金流量*托宾 Q 值	+	第一大股东持股比例额与 Vogt 模型中的交叉项，表明股权集中度对投资的影响
股权制衡度*自由现金流量*托宾 Q 值	+	第二到第十大股东持股比例额之和与 Vogt 模型中的交叉项，表明其他股东对大股东的制衡作用
管理费用率*两权分离度	-	代理成本和股权结构的替代变量的交叉项，表明两者的共同作用

注：1=（期末固定资产净额-期初固定资产净额）/期初固定资产净额；FCF=经营现金流量净额/期初固定资产净额；REV=当期营业收入/期初固定资产净额；Q=（流通股市值+非流通股账面价值+负债账面价值）/资产账面价值；

4.3 假设的提出

4.3.1 代理成本与过度投资

如果资本市场是完善的,公司固定投资应该与企业的内部现金流没有关系。然而,当内部人拥有外部人无法得到的信息时,内部资金的成本比外部资金的成本低。但是,我国的资本市场发展不完善,各种法律制度、监管措施薄弱,大股东会以自己利益最大化为出发点进行投资,并且当经理人和股东的激励不相容时,经理人可能投资于非价值最大化的项目。因此,对于那些具有较高代理成本的企业来说,投资与企业的成长机会之间并没有紧密的相关性。企业进行投资决策的出发点并不是为了最大化企业市场价值,而是寻求最大化企业规模,从而可能导致企业非效率投资。也就是说,管理者确定的投资水平会超过投资资金的边际收益率刚好等于市场要求的投资收益率时的投资水平。

经理层具有通过大规模投资来建造企业帝国的倾向,从而扩大自己掌控的资源 and 福利水平。Jensen和Meckling认为经营者努力经营的成果由股东和经营管理者双方分享,而成本却由经营管理者单独承担,这种不对称势必引起经营管理者努力水平降低,与此相应的是,经营管理者选择有利于自己而非有益于股东的投资项目进行过度投资和扩大非生产性消费。Brealey和Myers(2000)认为建造企业帝国是资本预算中的代理问题,企业经理倾向管理较大规模企业而非小企业,通过不断的投资新项目,经理拥有更多可以控制的资源。Stulz(1990)认为,管理者对更大在职消费机会的渴望,有可能将所有可获得的资金(包括企业现有资产产生的资金和通过外部融资渠道筹集的资金),投资于所有可获得的新投资机会。当然,管理者将首先偏好投资于NPV为正的投资项目,但也会将任何内部产生的资金的剩余部分和他通过外部融资渠道所能筹集到的资金投资于坏项目。在此过程中,如果管理者得逞,那么相应的,企业的管理费用与投资出现正相关的增长趋势。然而,企业的资产周转率提高的话却有可能降低代理成本,对投资行为更加的谨慎。因此提出假设:

假设1:我国上市公司的总资产周转率与投资支出呈负相关关系。

假设2:我国上市公司的管理费用率与投资支出呈正相关关系。

4.3.2 股权结构与过度投资

由于我国不允许发行不符合“同股同权”的股票,存在控制权私有收益,最终控制人通过金字塔结构或者交叉持股达到对公司的实际掌握,这样导致控制权和所有权必然不一致,出现两权分离的现象。当控制权超过所有权时,控股股东将有较大的动力去侵占其他股东的利益,这种效应被称为“壁垒效应”。在所有权与控制权分离的情况下,由于所有者和控制者是不同的经济实体,具有不同的利

益取向，二者之间难免存在磨擦或冲突。从而导致公司外部中小投资者与公司内部控制股东之间冲突的代理成本更加明显，控制股东转移公司利润的动机更加强烈，侵犯小股东利益的程度也将提高。正是因为控制人控制了公司的大部分资源，投资决策的掌控权实际上是在最终控制人手中。这样，很容易导致投资的过度倾向，并且随着两权分离的加剧，其程度会更加增大。因此。提出假设：

假设3：最终控制人的两权分离度加大会使过度投资行为更严重。

从某种意义上来说，Shleifer 和 Vishny指出随着上市公司的所有权集中度的提高，大股东与经理层的代理冲突能够有所减小，这时，大股东有较强的参与公司治理的动机，对公司管理者实施监督，从而有利于减小代理冲突，抑制管理者利益主导下的非效率投资行为，提高投资效率，减少过度投资行为。这样，大股东与小股东的利益一致性得以提高。而且，当控制制度不变时，股权集中度的提高能够有效降低控制人攫取控制权私利的动机。因此，提出以下假设：

假设4：我国上市公司股权集中度的提高能够有效抑制过度投资。

基于我国上市公司股权高度集中的现状，出现新的代理问题：大股东与小股东的利益冲突，大股东控制整个公司，将自己的意愿强加于公司管理之中，很多“搭便车”的小股东不具备参与公司管理的动机。如果缺乏相应的有效制衡力量或者监督体制，很容易产生大股东独控的局面，出现壕沟效应，大股东会侵占中小股东的利益。当大股东受到其他股东的制约或者制衡时，大股东对控制权私有收益的追求将受到抑制，这有利于减少大股东利益主导下的非效率投资行为。提出假设：

假设5：我国上市公司股权制衡度的提高能抑制过度投资行为。

4.3.3 代理成本和股权结构与过度投资

管理者在代理股东进行管理时，一般会为了扩大自己的在职消费和提高自身的福利水平来扩大公司规模，通过不断的投资达到自己的目的，以期拥有更多的资源。但是，这样一来，无形中会使股东承担更多的代理成本，付出更多的代价。而管理者在选择投资项目时，并非以股东利益最大化为目标，如果缺乏约束，就容易出现过度投资行为，时刻隐藏着损害股东利益的危机，所以作为经济理性人的股东绝不会袖手旁观。在控制权和所有权两者分离的情况下，控股股东有动力为了侵占小股东的利益去进行过度投资。但是如果管理者过度投资行为致使控股股东的利益受到威胁时，控股股东就会制约管理者的行为，降低投资支出的水平，上市公司的过度投资行为会得到抑制。提出假设：

假设6：我国上市公司代理成本和股权结构与投资支出呈负相关关系。

4.4 描述性统计

表 4.2 变量的描述性统计

描述性统计					
变量	样本数	最小值	最大值	中值	标准差
固定资产增长率	1245	0.00	21.82	0.3773	0.98478
现金流量	1245	-26.24	29.96	0.1847	1.28324
托宾Q值	1245	0.65	20.82	2.3114	1.86522
营业收入	1245	0.03	358.96	4.8598	11.53376
管理费用率	1245	-0.37	120.71	0.2855	4.35396
总资产周转率	1245	0.00	5.84	0.8195	0.50901
控制权	1245	0.00	1.00	0.3605	0.16082
所有权	1245	0.00	0.99	0.2915	0.17236
两权分离度	1245	0.00	0.42	0.0690	0.09067
股权集中度	1245	0.05	0.99	0.3662	0.14985
股权制衡度	1245	0.01	0.60	0.2005	0.13191

注：以上数据来自国泰安CSMAR系列研究数据库

上表列示了回归模型中各个变量的描述性统计结果。从表中可以看出企业投资均值为 0.3773，说明我国制造业上市公司新增的固定资产是期初固定资产净额的将近 0.4 倍。最大值甚至达到了 21.82 倍，极大的偏离了均值，样本存在异常值，在进行回归分析的时候对数据进行了处理。只有极少数公司的固定资产增长率为 0，说明我国的投资程度普遍比较高，过度投资行为明显。自由现金流量的均值是 0.1847，表明企业拥有充足的自由现金流量进行投资，这是企业进行投资的前提，只有在这种情况下才可能发生过度投资行为。托宾 Q 均值为 2.3114，主营业务收入均值为 4.8598，但是最大值达到了 358.96，而最小值只有 0.03，相差悬殊较大，标准差比较大，说明企业与企业之间的收入不平衡，这两个表明企业成长机会的指标均值都大于 1，存在一定的潜在投资机会，为过度投资行为的发生提供了可能性。管理费用率的平均值接近 30%，说明管理费用占营业收入的比重比较高，管理费用消耗大，管理者的在职消费等比较高，导致所有者付出的代理成本比较高，管理层在利益驱动下容易发生过度投资行为，过度投资行为带来了较高的代理成本。总资产周转率的均值达到 80%，说明制造业的固定资产周转率比较高，周转速度比较快，这样一来的话，管理者可能使用大量的自由现金去进行投资的机会不大，难以发生过度投资行为。控制权均值为 0.36，而所有权均值只有 0.29 左右，相差 6%，分离程度较大，说明我国制造业很大一部分上市公司通过金字塔或者交叉持股的形式控制上市公司，存在两权分离情况。以第一大股东的持股比例额作

为股权集中度的衡量值，其均值接近 40%，在投资决策中第一大股东的作用很大，甚至能够起到决定性作用，参与公司管理的动机比较大，能够减少由管理层与股东带来的代理成本，提高决策的可行性，减少过度投资行为的发生。但是从另外一个角度股权制衡来看，第二到第十大股东的持股比例额的均值为 20%，而且最大值达到了 60%，其主要是监督第一大股东的作用，标准差也比较小，样本公司之间股权制衡情况差异性比较小，说明其对大股东的制衡作用还是很强的，从而可以制约大股东的过度投资行为，提高上市公司的投资效率。

4.5 相关性分析

在进行线性回归之前，本文先对各研究变量两两间的相关关系进行检验，以考察它们的相关程度，并确定是否适宜进行线性回归分析，表即是各变量相关性分析的结果，列示了各个变量之间的相关性，从此表中我们可以看出变量之间的相关性很小，除了控制权和所有权、集中度之间相关系数比较大以外，其他的相关系数都比较小。以上的分析对本文的几项假设进行了初步的验证，下面使用线性回归对各自变量与投资的关系进行更深一步的检验。

表 4.3 相关系数矩阵

相关系数	管理费 用率	总资产 周转率	控制权	所有权	两权分离	集中度	制衡度	现金流量	托宾Q	营业收入
管理费用率	1	-0.051	0.000	0.004	-0.010	-0.007	0.041	-0.009	0.000	0.005
总资产周转率	-0.051	1	0.125	0.105	0.022	0.108	-0.012	0.002	-0.042	0.182
控制权	0.000	0.125	1	0.854	0.152	0.806	-0.314	0.001	0.073	0.005
所有权	0.004	0.105	0.854	1	-0.384	0.685	-0.295	0.006	0.062	-0.007
两权分离	-0.010	0.022	0.152	-0.384	1	0.128	0.001	-0.010	0.012	0.023
集中度	-0.007	0.108	0.806	0.685	0.128	1	-0.482	-0.003	0.016	-0.017
制衡度	0.041	-0.012	-0.314	-0.295	0.001	-0.482	1	0.025	0.190	0.061
现金流量	-0.009	0.002	0.001	0.006	-0.010	-0.003	0.025	1	0.087	-0.367
托宾Q	0.000	-0.042	0.073	0.062	0.012	0.016	0.190	0.087	1	0.052
营业收入	0.005	0.182	0.005	-0.007	0.023	-0.017	0.061	-0.367	0.052	1

4.6 回归分析

本文在进行多元回归分析的过程中，通过异方差检验发现样本数据残差存在强烈的异方差性，不符合一般多元回归的假设，所以对样本数据进行加权回归。对代理关系中的股东与经理层、股东与股东之间与过度投资行为的关系进行实证检验。

4.6.1 代理成本对过度投资行为影响的回归检验

用模型1的回归结果来分析研究代理成本对我国制造业上市公司过度投资行为的影响，文章通过加权回归方法解决异方差问题。

从(1)的回归结果中可以得知，自由现金流量*托宾Q的回归系数为负，存在过度投资行为。总资产周转率回归系数为负数，显著性水平为1%，意味着总资产周转率越高也就是代理成本越低，过度投资行为就不容易发生。用效率损失反映经理低效率的投资决策引起的代理成本，如果经理层能够从股东利益出发，提高资产的使用效率，降低代理成本，这样的话就可以避免闲置资金用于过度投资行为上。即使经理层有欲望通过大规模投资来扩大自己掌控的资源和福利水平以及在职消费，企业发生过度投资行为的机率也会减少。而且不管是国有上市公司还是非国有上市公司，都呈现出这样的特点。国有上市公司总资产周转率回归系数为0.331，而非国有上市公司的总资产周转率回归系数为0.303，而且显著性都在1%水平上，说明制造业整个行业的资产利用率比较高，资源消耗低。但是非国有上市公司的回归系数要小于国有上市公司，说明在国有上市公司的资产利用率比非国有上市公司的要大。从而证实了通过提高总资产周转率，降低代理成本，能够有效的抑制过度投资行为，进行理性的投资。

表 4.4 总资产周转率对过度投资行为影响的回归结果

变量	预期符号	总体样本公司	国有上市公司	非国有上市公司
		加权回归系数	加权回归系数	加权回归系数
截距	?	0.351(9.540)***	0.352(6.360)***	0.285(5.585)***
自由现金流量	+	0.124(3.446)***	0.288(5.488)***	0.193(2.631)***
托宾Q	+	-0.012(-1.287)	-0.036(-2.673)***	0.036(1.708)*
自由现金流量*托宾Q	-	-0.021(-4.016)***	-0.039(-5.653)***	-0.017(-0.537)
营业收入比值	+	0.057(27.884)***	0.070(23.119)***	0.041(8.149)***
总资产周转率	-	-0.327(-14.506)***	-0.331(-9.397)***	-0.303(-7.409)***
拟合度		0.435	0.552	0.330
样本数		1245	633	612

注:***表示在 1%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著。

从(2)的回归结果可以得到以下结论：自由现金流量*托宾Q的回归系数为负，存在过度投资行为。全样本的管理费用率的回归系数在1%的显著性水平下为正，说明随着管理费用率的增加，即代理成本增加会使得企业的投资水平增加，企业的过度投资行为会加剧。也就是说，经理层很可能以股东利益为代价追求企业规模的扩大，因为企业规模的增长可增加经理层控制的资源从而拥有更大的权力，

同时, 经理层的报酬以及在职消费等等也与企业规模呈现正相关关系。这样, 企业在投资决策时出现较高的代理成本, 从而导致浪费企业资源, 引发过度投资行为。

从该表中可以看出, 国有上市公司与整体趋势一样, 管理费用率的回归系数都为正数, 甚至于比整个样本的回归系数0.019要大, 但是企业的托宾Q值为负数。随着代理成本的增加加剧过度投资行为, 这主要是因为我国国企中管理者说话权利大, 容易以自己的利益为出发点进行企业的管理, 导致经营者盲目的进行投资, 扩大公司规模, 来满足自己的利益需求, 追求私人利益最大化, 从而投资于使公司价值降低的项目上。而在非国有上市公司中, 管理费用率的回归系数为-0.003, 且不显著, 不存在国有上市公司的治理结构弊端, 所以管理费用增加, 即代理成本的增加反而会减少投资, 因为代理成本的增加会使管理层更加关注企业的投资, 并且随着市场化的逐步深入与职业经理人市场的完善, 非国有企业的经理不再仅仅关注职位的等级等因素, 而是更多地考虑利润、企业竞争地位等因素, 并不是把自身利益放在首要位置, 那么公司投资行为就会越谨慎, 过度投资发生的可能性相对来说会减少。国有上市公司的投资没有增加公司价值的提高, 反而导致整体水平下降, 但是非国有上市公司的投资却使得公司的价值增加, 企业的托宾Q值为0.068, 显著性水平为1%。

表 4.5 管理费用率对过度投资行为影响的回归结果

变量	预期符号	总体样本公司	国有上市公司	非国有上市公司
		加权回归系数	加权回归系数	加权回归系数
截距	?	0.034(0.959)	0.069(1.414)*	0.005(0.111)
自由现金流量	+	0.155(4.646)***	0.289(5.159)***	0.292(3.886)***
托宾Q	+	0.013(1.115)	-0.019(-1.730)*	0.068(4.071)***
自由现金流量*托宾Q	-	-0.024(-4.955)***	-0.038(-5.778)***	-0.037(-1.601)*
营业收入比值	+	0.061(29.284)***	0.071(22.197)***	0.030(6.342)***
管理费用率	-	0.019(3.988)***	0.032(5.381)***	-0.003(-.475)
拟合度		0.456	0.627	0.221
样本数		1245	633	612

注:***表示在 1%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著。

通过模型1的检验结果验证了假设1和假设2的正确性, 由我们的检验可以得出, 自由现金流量*托宾Q的交叉项回归系数都是负数, 制造业上市公司确实存在过度投资行为, 而且显著性水平都比较高。企业管理层所带来的代理成本在一定程度上反映了过度投资行为, 代理成本越低, 企业的过度投资行为就难以发生, 代理成本高, 企业的过度投资行为不但不能得到抑制, 反而会加剧。

代理成本对投资行为的影响主要是由管理层所引起的,因为在某些上市公司中,管理者往往是公司投资的实际控制者。在上市公司的所有权和控制权相分离的情况下,使得单个股东对公司的投资决策难以影响管理层,所以原本是股东组成的股东大会的经营控制权就通过管理者来执行,自己得到的是所有权和收益权。公司的控制权完全掌握在公司的管理者手中,形成了上市公司内部人控制。

4.6.2 两权分离对过度投资行为影响的回归检验

上面我们证实了代理成本对过度投资行为的影响,即管理者对公司投资决策的作用。基于我国股权高度集中的特点,大股东通常是上市公司的实际控制者,当大股东的持股份额足够大的时候就能对公司的决策起到关键性的作用,以所有者的身份影响公司的投资决策。但是同时也会由于大股东基于自身利益的考虑,置公司利益于不顾,利用自己的优势攫取小股东的利益,使得股东应得利益受到侵害。

通过(3)的回归结果来说明分析所有权和控制权分离对企业过度投资行为的作用,进一步检验控制权私有收益确实为控制性股东非效率投资行为的激励因素。通过异方差检验发现选取样本数据存在强烈的异方差性,本文通过加权回归方法来解决这个问题。

在此验证结果显示自由现金流量*托宾Q的回归系数为负数,存在过度投资行为。两权分离度*自由现金流量*托宾Q的回归系数在显著性水平1%下为负数,意味着所有权和控制权的分离度越高,控制权与所有权不能达到统一,控制权私利的存在使得过度投资行为加剧。这说明控制权与所有权的分离程度确实是上市公司控制人追求控制权私益的动机,大股东侵占小股东利益的动机比较大,并且影响了投资效率。

从表中我们可以看出,国有上市公司和非国有上市公司都存在由于两权分离加剧过度投资的现象。不管是整体样本还是国有上市公司、非国有上市公司,其控制权和所有权分离变量系数都为负数,而且整体样本公司和国有上市公司的回归系数还是在1%的水平上显著为负。虽然非国有上市公司两权分离度*自由现金流量*托宾Q的交叉项回归系数也是负数,两权分离会加剧过度投资行为,但是显著性水平不高。从表中可以看出,在制造业行业的上市公司中,由于国有上市公司两权分离,企业的投资行为并没有增加企业的价值,说明大股东并不是把公司利益最大化放在首位,而是从公司的过度投资行为中攫取私人利益,即控制权私益。

表 4.6 控制权与所有权分离对过度投资行为影响的回归结果

变量	预期符号	总体样本公司	国有上市公司	非国有上市公司
		加权回归系数	加权回归系数	加权回归系数
截距	?	0058(1.618)*	0.099(2.001)**	0.047(1.138)
自由现金流量	+	0.115(3.208)***	0.260(4.539)***	0.391(5.319)***
托宾Q	+	0.006(0.514)	-0.030(-2.594)***	0.065(2.989)***
自由现金流量*托宾Q	-	-0.025(-0.480)	-0.019(-1.064)	-0.060(-1.622)*
营业收入比值	+	0.059(26.575)***	0.069(20.945)***	0.020(4.634)**
两权分离度				
*自由现金流量*托宾Q	-	-0.269(-2.993)***	-0.326(-3.357)***	-0.033(-0.168)
拟合度		0.453	0.616	0.270
样本数		1245	633	612

注:***表示在 1%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著.

4.6.3 股权集中度对过度投资行为影响的回归检验

基于我国股权高度集中的特点,在所有权和控制权分离的情况下,公司投资者的实际控制者大股东参与公司管理能力强,影响上市公司的投资决策。在下表的结果中股权集中度*自由现金流量*托宾Q的回归系数在显著性水平5%下为正数,说明整体上来看股权的集中度对过度投资行为还是有抑制作用的,只是效果不是很显著。也就是说当第一大股东的所有权增加时,其控制权私利存在空间变小,大小股东利益趋于一致,这时,大股东攫取小股东利益的动机减弱,会对上市公司的过度投资行为起到缓解作用。

从回归结果可以得知,自由现金流量*托宾Q的回归系数为负数,存在过度投资行为。除了国有上市公司以外,整体样本公司和非国有上市公司的股权集中度都对过度投资起到了抑制作用,均能增加公司的价值,并且整体样本公司在显著性水平5%上为负数。但是国有上市公司的股权集中度非但不能抑制过度投资行为,甚至加剧了过度投资行为且在显著性水平1%下为负数。这主要是因为国有上市公司第一大股东的说话能力比较强,容易做出有利于自己的决策,其性质多为国有股,一旦大股东治理和监管不到位,对管理层缺乏有效监督的情况下,那么就会使公司的实际控制权掌握到公司少数的内部人手中,从而造成公司内部人控制现象,导致过度投资行为。非国有上市公司则不存在这种问题,虽然非国有上市公司也存在过度投资行为,但是由于其股份所占整个公司的不是国有股,社会监督发挥了很大的作用,随着我国资本市场不断完善和社会信息流通也越来越快,社会对公司的情况也越来越了解,所以对公司的投资行为监督性也越强。

表 4.7 股权集中度对过度投资行为影响的回归结果

变量	预期符号	总体样本公司	国有上市公司	非国有上市公司
		加权回归系数	加权回归系数	加权回归系数
截距	?	0.050(1.376)	0.056(1.104)	0.005(0.105)
自由现金流量	+	0.140(4.103)***	0.322(5.487)***	0.278(3.541)***
托宾Q	+	0.008(0.711)	-0.013(-1.111)	0.059(2.964)***
自由现金流量*托宾Q	-	-0.052(-3.350)***	-0.004(-0.229)	-0.059(-1.178)
营业收入比值	+	0.060(28.108)***	0.074(21.602)***	0.031(6.121)***
股权集中度				
*自由现金流量*托宾Q	+	0.121(1.945)**	-0.152(-2.439)***	0.108(1.019)
拟合度		0.384	0.613	0.226
样本数		1245	633	612

注:***表示在 1%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著.

4.6.4 股权制衡度对过度投资行为影响的回归检验

前面已经验证了我国上市公司的两权分离和股权集中度对过度投资行为的影响,表明我国上市公司大股东侵占小股东利益动机强烈,容易发生过度投资行为。一股独大的局面在我国普遍存在,如何在大股东与小股东之间寻求平衡,并与大股东达到抗衡,抑制过度投资行为,本文就股权制衡即第二到第十大股东的持股比例额对大股东的制约作用以及对过度投资行为的影响进行了验证。下表整体样本回归结果显示,自由现金流量*托宾Q回归系数为负数,存在过度投资行为。股权制衡的交叉相乘项的回归系数在显著性水平1%下为0.248,说明第二大到第十大股东的监督能够对大股东的过度投资行为起到抑制作用。

从国有上市公司的情况来看,过度的投资水平与公司的市值成相反的方向,其股东制衡作用也比较显著(显著性水平为1%)。但是非国有上市公司却恰恰相反,股权制衡不但没有起到作用,反而加剧了上市公司的过度投资行为,究其原因可能是非国有上市公司股权比较分散,不容易聚到一起,很难一起对大股东产生抗衡作用。

表 4.8 股权制衡度对过度投资行为影响的回归结果

变量	预期符号	总体样本公司	国有上市公司	非国有上市公司
		加权回归系数	加权回归系数	加权回归系数
截距	?	0.025(0.692)	0.066(1.400)	0.049(1.170)
自由现金流量	+	0.154(4.607)	0.159(2.715)**	0.366(4.169)***
托宾Q	+	0.017(1.455)	-0.003(-0.359)	0.065(2.981)***
自由现金流量*托宾Q	-	-0.097(-4.113)***	-0.112(-6.906)***	-0.028(-0.385)
营业收入比值	+	0.063(28.350)***	0.068(20.396)***	0.020(4.653)***
股权制衡度				
*自由现金流量*托宾Q	+	0.248(3.183)***	0.301(6.040)***	-0.116(-0.554)
拟合度		0.454	0.648	0.270
样本数		1245	633	612

注:***表示在 1%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著。

4.6.5 代理成本和股权结构对过度投资行为影响的回归检验

前面已经验证了管理者和股东之间以及股东之间的代理冲突对投资的影响。在我国股权高度集中的背景下,为了进一步检验两者对投资的影响。本文通过(6)的回归结果来说明分析在两权分离下,管理者行为和控股股东行为会对投资产生何种效应。从表中可以得知,自由现金流量*托宾Q的回归系数仍为负数,上市公司存在过度投资行为,这与前面的检验结果一致。在整体样本公司与国有上市公司中,管理费用率*两权分离度的交叉变量回归分别为-0.848、-1.055,且显著性水平在 1%上,说明在两者的综合效应下,代理成本和两权分离增加时,投资支出水平会降低,能够抑制上市公司的过度投资行为。在非国有上市公司中,虽然交叉项的回归系数也为负数,但是显著性水平不高,这可能是因为非国有上市公司的股权比较分散,致使大股东很难影响管理者的投资决策,所以效果不明显。

表 4.9 代理成本和股权结构对过度投资行为的影响的回归结果

变量	预期符号	总体样本公司	国有上市公司	非国有上市公司
		加权回归系数	加权回归系数	加权回归系数
截距	?	0.380(1.068)	0.054(1.019)	0.005(0.105)
自由现金流量	+	0.164(4.878)***	0.395(7.113)***	0.290(3.845)***
托宾Q	+	0.013(1.170)	-0.023(1.400)	0.670(4.063)***
自由现金流量*托宾Q	-	-0.018(-3.599)***	-0.042(-5.952)***	-0.037(-1.537)**
营业收入比值	+	0.060(28.636)***	0.076(23.095)***	0.030(6.363)***
管理费用率				
*两权分离度	+	-0.848 (-2.628)***	-1.055 (-2.725)***	-1.7117 (-0.172)
拟合度		0.456	0.575	0.210
样本数		1245	633	612

注:***表示在 1%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著。

4.7 本章小结

本章重点实证研究了影响上市公司投资行为的因素,主要分析了总资产周转率和管理费用率,两权分离、股权集中度和股权制衡以及代理成本和股权结构的共同作用对制造业上市公司投资行为的影响,以一个新的框架对我国上市公司的投资行为提供解释,并从企业投资决策视角为管理当局和投资者理解代理成本和股权结构在公司治理中的作用提供新的经验证据,为改进企业治理结构和完善投资决策提供有益的参考对象。通过实证分析得出以下结论:

第一,通过分析得知我国制造业上市公司普遍存在过度投资行为,但是整体来看,非国有企业的投资支出增长率为33%,而国有企业的投资支出增长率为42%,明显低于国有企业,说明有一部分的非国有企业在某些投资领域出现不足。

第二,由于我国制造业上市公司委托代理关系的存在,代理冲突引起了公司过度投资行为。不管是股东与经理层的还是大股东与小股东之间的代理冲突,在这种动机下,管理者内部控制人效应、在大股东与小股东的委托代理中,其私有收益会随着代理成本的增加而增加。

基于我国股权高度集中的特点,大多国有企业第一大股东持股比例平均在35%以上,掌握了公司的整个经营情况,其他股东对其影响几乎为零,职业经理人形同虚设,控制性股东成为实际经营者。中小股东的利益则被置于次要地位,甚至根本不予考虑。与国有上市公司不同的是,非国有上市公司的股权比较分散,经理层对公司的掌控程度高,一旦其倾向于“帝国建设”获取私利,那么过度投资行为就不可避免的发生。

第三,随着两权分离程度的增加,公司的过度投资行为加剧。由于大股东拥有公司的控制权,其直接影响了上市公司的投资行为和效率,制定符合其意志和利益的投资决策,带来控制权私利,加剧了代理冲突。大股东以所有者的身份影响公司的投资决策,同时基于自身利益最大化的考虑,可能会置公司利益于不顾,利用自己的优势攫取小股东的利益,使得小股东应得利益受到侵害。实现这种形式的主要途径就是扩大公司规模,从而加剧了过度投资。

第四,上市公司的股权集中程度对投资行为具有重要的影响效应,不同性质的企业主体与投资支出之间的关系表现出很大差异性。第一大股东持股比例与总投资支出之间存在显著正相关关系。当第一大股东的所有权增加时,其控制权私利存在空间变小,大小股东利益趋于一致,这时,大股东攫取小股东利益的动机减弱,会对上市公司的过度投资行为起到缓解作用。但是国有上市公司第一大股东的持股比例额却对投资支出水平却呈现出显著负相关的关系,说明大股东治理和监管不到位,使公司的实际控制权掌握到公司少数的内部人手中,从而造成公司内部人控制现象,导致过度投资行为。而非国有上市公司不存在这种情况,其社会监督成本低,股权的集中恰恰能减少大股东对小股东利益的侵占,两者的利益趋于一致,减少非理性投资行为。

第五,第二到第十大股东的持股比例额的增加能有效的抑制上市公司的过度投资行为。股权制衡对企业过度投资行为的抑制作用主要是因为他们的持股比例增加后有能力和动机对大股东的行为进行监督,从而对非理性的投资提出反对意见。但是非国有上市公司的股权制衡却没有起到作用,这反映出我国非国有企业股权分散,其他股东对大股东的监督作用不强,容易造成过度投资。

第六,在代理成本和股权结构的相互影响下,管理费用率和两权分离度的增加会使得投资支出水平下降,从而可能抑制上市公司的过度投资行为。作为代理成本信号的管理费用率增加时,控股股东为维护自身利益会对管理者的行为决策高度注意,进行监督,这样控股股东侵占小股东利益的动机明显减弱,能够对上市公司的过度投资行为起到缓和作用。

第5章 政策建议

在我国资本市场的发展过程中,我国许多公司不同程度地存在着盲目多元化、重复建设等非效率投资行为。非效率投资行为的发生,主要原因在于有关公司的治理机制未能发挥应有的激励约束作用,使得上市公司的投资决策不是基于公司价值最大化,而是成为管理者和股东谋取私利的手段,其中最主要的形式就是过度投资。

近几年来虽然国内学术理论界和证券监管机构都高度重视公司治理问题,但是中国上市公司的治理还基本停留在说得多做得了的阶段。在我国法律机制逐步完善、股权分置改革以及资本市场结构变化等因素的作用下,上市公司治理的整体水平有了明显的改善,但上市公司在股权结构、股东大会及其权利、董事会建设等问题上,仍缺乏实质性的进步。根据前文的理论分析和实证研究,完善中国上市公司治理、有效控制企业过度投资,应重点从以下几个方面加以推进:

5.1 加强对管理者的监督和激励

从本文的实证研究结果来看,我们得知用管理费用率和总资产周转率这两个指标衡量的代理成本对上市公司的过度投资行为存在一定的影响。代理成本越高,过度投资行为就越严重。由于中国上市公司大多由原国有企业改制而成,投资行为并没有摆脱原国有企业利用财政和银行资金的“投资饥渴症”的影响,在部分投资资金来源于资本市场后,依然沿袭原国有企业的投资行为模式,普遍存在过度投资行为。国有上市公司由于所有者“虚位”,代理问题和利益冲突更加严重。当企业产生充足的现金流时,国有上市公司的经营者有过度投资的激励,因为通过留存利润增加投资不用像从金融部门获得融资那样受到严格的审核监督,而且经营者可以控制更多的资源和权力,如果投资顺利,企业规模壮大,还可以获得政府的奖励和更高的薪酬;即使投资项目失败,经营者也不用承担损失。所以我们从这个层面上来解决代理成本对过度投资行为的影响问题。

现代公司内部治理结构实质上是一种委托——代理契约关系,合约的不完善是机会主义动机的根源。目前,大部分上市公司都已意识到长期激励机制对于企业发展的重要意义,并开始对经理人持股等激励约束机制进行探索,但到目前为止上市公司高级管理人员平均持股比例仍然很低,加上所有者虚位、相关的配套机制不完善,尚不能发挥其应有的激励约束作用。

为了掌控管理当局的机会主义动机,一方面应加强监督、制衡,给管理当局施加一定的外部压力;另一方面,公司的动力根源归根到底在于各利益主体在统一目标下实现自身利益的动机和动力,公司必须将各利益相关者之间合作中产生

的外在冲突内部化，这就必须需用有效的激励机制来配合，解决公司治理结构中的管理者代理问题。比如，改变企业经营管理者行政任命方式，将管理层的聘任或解雇权力交还股东大会与董事会，建立公开任选机制，将竞争机制引入经理的选聘过程，对经理人员实行上岗竞争激励；完善经理人的登记与评价体系，建立并不断完善市场化的经理人定价机制，建立使经营者薪酬与公司业绩挂钩的市场化的激励制度，同时允许管理者拥有一定的剩余索取权；此外，在形成有效的经理人员聘任与激励机制的同时，还应加强对经理人员的约束和监督。这主要是通过建立和完善外部和内部的监督机制来进行，如提高公司财务的透明度，强化董事会或监事会的监督功能，通过经理人市场对在职经理形成内在压力。解决公司内部人控制的问题，从而抑制上市公司的过度投资行为。

5.2 限制控股大股东的控制程度

过度集中的股权结构容易形成内部人控制，影响投资效率，尤其国有控股公司一股独大会带来更大的弊端。在国有股一股独大的情况下，自由现金流代理成本十分严重，不仅加剧了企业的过度投资倾向，而且使股利政策被异化为“利益输送”的一种手段，导致企业资金配置效率低下、中小股东利益严重受损。为了改变这种状况，应积极稳妥地减持国有股，形成合理的、能够使股东之间相互制衡的上市公司股权结构。

基于我国上市公司股权普遍集中，存在的大股东控制使股东大会、董事会、监事会失去其应有的作用，要提高投资决策的效率就要大力完善公司治理结构。大股东对上市公司的超强控制，为了攫取私人收益而进行过度投资决策，导致企业资金配置效率低下，使中小股东的利益严重受损。大股东控制在很大程度上是由于上市公司的股权结构不尽合理造成的，因此要完善上市公司的股权结构。股权结构的优化主要是通过建立以法人股为主体的多元化股权结构。特别是对于非国有上市公司，股权过分分散而引起的“搭便车”现象、股东追求短期利益的倾向，促使股东关注公司长期发展。我国目前上市公司的股权构成中，国家股、法人股占绝对多数，若按“一股一票”制原则，公司的任何决议都以半数以上票数通过，小股东基本上处于弱势地位，因此需要改变大股东控制，改进表决权制度限制可以改变大股东控制的局面。

5.3 强化机构投资者在公司治理中的作用

由于我国上市公司的股权制衡度不是很高，对大股东的抗衡作用不强，所以很有必要融入其他的投资者来参与公司治理，保护中小股东的利益。提高机构投资者参与公司治理的积极性，逐步实现机构投资者由“保持距离”型投资策略向

“控制导向”型投资策略的转变，因为通过国有股减持、机构投资者群体所持股票份额的增加，有可能形成竞争性、制衡性的上市公司控制权结构，改变股东大会及董事会现有的格局，使机构投资者、独立董事的群体效应得以发挥，实现上市公司治理机制由“行政化”向“市场化”的实质转变。能够通过“控制导向”型投资策略的实施而影响上市公司治理的机构投资者主要包括：资产管理公司、商业银行、基金、保险公司和其他战略投资者。

就我国目前的情形来看，很多大型的国家控股的资产管理公司在上市公司治理中已经开始发挥作用，特别是在某些实施了债转股的上市公司中，甚至发挥了主导性的作用。但长期来看，投资基金、社保基金将会在外部人控制中发挥主导性的作用，这将有助于实现“为全部股东创造最大价值”的价值取向，这也是发达国家上市公司治理所表现出的一个趋势。为了进一步改革和完善我国上市公司治理机制，需要在公司治理的框架中重点加强以基金公司为代表的各类机构投资者的作用，积极培育机构投资者，通过引入金融中介机构的力量来加强对中小股东利益的保护，强化来自外部的机构投资者在上市公司治理中的地位和作用，以此来促进我国上市公司治理机制的实质性进步。

结 论

上市公司过度投资问题是我国理论界和实务界研究的持续热点。本文从委托代理理论、信息不对称理论和控制权理论三个方面分析公司过度投资的基础理论。然后从国有和非国有上市公司两个角度透视我国制造业上市公司的投资现状和投资动机,采取经验数据分析与文字逻辑推演相结合的技术路线,寻求上市公司投资行为的规律性把握。本文通过vogt模型对我国制造业上市公司的过度投资行为进行了实证分析,发现代理成本和股权结构确实对过度投资行为的产生有紧密的联系。通过实证检验得出以下结论:代理成本越高,过度投资行为越严重;股权集中度越高,能对过度投资行为起到缓解作用,但是效果不是很明显;股权制衡度的提高也能抑制过度投资行为,但是如果出现股权分散的话,容易形成内部人控制,会影响起作用;代理成本和股权结构的综合效应能够对过度投资行为起到缓和作用。

基于以上结论,本文提出了相关政策建议:加强对管理者的监督和激励,解决“内部控制人”问题;优化股权结构,限制控股大股东的控制程度,防止一股独大的局面和大股东攫取私人利益以及过度投资行为的产生;强化机构投资者在公司治理中的作用,抑制过度投资行为,保护中小股东的利益。

文章的创新点主要是从管理者-股东和股东之间的代理冲突两个角度分析,初步的探究代理成本和股权结构对上市公司过度投资行为的影响,并且在实证部分除了对整体制造业上市公司进行分析外,还从产权的角度区分其对国有和非国有上市公司的不同作用,为更准确地把握控股股东行为提供了研究的方向。

但是由于时间和作者水平有限,文章存在一定的局限性,有诸多方面问题尚待进一步探讨。局限性主要体现在:

第一,没有对国有上市公司进行实际控制人细分,特别是没有从政府控制层级进行分析,只是抽象的将总体样本公司划分为国有和非国有上市公司,而没考虑政府控制层面中央、省级和县级政府对投资的影响。

第二,没有考虑全行业上市公司的样本数据,样本量过少,使得研究面不够,影响研究结论的恰当性。不同行业的企业投资行为特征不同,本文只结合制造业的具体背景来研究过度投资问题,其结论有待进一步论证。

第三,没有考虑时间因素对投资的影响。每年的经济形势和政策不同对投资业会有重大影响,应分年度考虑时间因素对过度投资的影响。

未来研究方向:结合不同所有权机构在公司投资中的作用,分析终极所有权性质对过度投资行为的影响;搜集上市公司数据及进行一定规模的市场调查,使用更加全面的数据进行分析,以检验本文的相关结论;将投资的时间因素纳入分析范畴,考虑投资的时间选择问题,投资时机的选择对投资的收益有重大影响。

参考文献

- [1] Demsetz, Harold. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 1983, (26): 375-390
- [2] Jensen, Michael C, Jerold Warner. The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20): 305-360
- [3] Fama, Eugene. Agency problem and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 1980, (88): 288-307
- [4] Fama, Eugene, Michael Jansen. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 1983, (V01, 26): 327-349
- [5] Jensen, Meckling. Theory of the finance managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3): 305-360
- [6] Jensen M C. Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 1986, (76): 659-665
- [7] Bray, Alon, Christopher Geczy, et al. Is the abnormal return following equity issuances anomalous? *Journal of Financial Economics*, 2000, (56): 209-249
- [8] Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 1990, (26): 3-27
- [9] Shin H, Kim YIH. Agency costs and efficiency of business capital investment: evidence from quarterly capital expenditures. *Journal of Corporate Finance*, 2002, (8): 39-58
- [10] Grenadier, Steven R N, Wang. Investment timing, agency and information. *Journal of Financial Economics*, 2005, (75): 493-533
- [11] Stephen C. The cash flow and investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms. *Financial Management*, Summer, 1994, 23(2): 3-20
- [12] Altı A. How sensitive is investment to cash flow when financing is frictions? *Journal of Finance*, 2003, 58(2): 707-722
- [13] Berle A. The modern corporation and private property. New York, 1932, (22): 367-378
- [14] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783
- [15] Claessens, Stijn, Simeon Djankov, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 2000a, (57): 2741-2771

- [16]Holmen,Martin,Peter Hogfeldt.A law and finance analysis of initial public offerings.Journal of Financial Intermediation,2005a,(13):324-358
- [17]Fazzari Steven M,R Glenn Hubbard,Bruce C Petersen.Financing constraints and corporate in investment.Brookings Paper on Economic Activity,1988,(1):141-195
- [18]Vogt S.The cash flow/investment relationship:evidence from U.S.manufacturing firm-s.Financial Management,1994,(23):3-20
- [19]Ang J,Cole R,Lin.Agency cost and ownership structure.Journal of Finance,1999,(55):81-106
- [20]简. S. 安,里贝尔. A. 科简. 伍. 林. 代理成本与产权结构的实证分析. 国外财经, 2000, (1) :53-63
- [21]谢志华. 内部控制:本质与结构. 会计研究, 2009, (12) :34-36
- [22]张维迎. 博弈论与信息经济学. 上海:上海人民出版社, 1996, 57-60
- [23]彭赓, 李敏强, 寇纪淞. 信息、信息技术与组织决策结构. 中国软科学, 2001, (5) :61-65
- [24]王爱凡. 上市公司经理行为与代理成本. 商业研究, 2003, (14) :64-66
- [25]何浚. 上市公司治理结构的实证分析. 经济研究, 1998, (5) :25-30
- [26]夏冬林, 钱萍. “搭便车” 与公司治理结构中股东行为的分析. 经济学, 2004, (4) :28-35
- [27]费方域. 经理行为、代理成本和所有权结构: 詹森和梅克林的企业理论评价. 外国经济与管理, 1995, (10) :31-34
- [28]陆维杰. 转轨时期国有企业的代理成本问题. 财经研究, 1998, (7) :12-18
- [29]白重恩, 刘俏. 中国上市公司治理结构的实证研究. 经济研究, 2005, (2) :81-91
- [30]李鑫. 股利政策、自由现金流与企业过度投资——基于中国上市公司的实证研究. 经济与管理研究, 2007, (10) :35-40
- [31]邹薇, 钱雪松. 融资成本、寻租行为和企业内部资本配置. 经济研究, 2005, (5) :57-62
- [32]徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响. 经济研究, 2006, (1) :36-43
- [33]周立. 自由现金流代理问题的验证. 中国软科学, 2002, (8) :43-47
- [34]张纯, 吕伟. 信息披露、信息中介与企业过度投资. 会计研究, 2009, (1) :60-65
- [35]叶蓓, 袁建国. 管理者过度自信、道德风险与企业投资决策. 财会月刊, 2009, (3) :15-21
- [36]蒋力. 领导层代理成本对我国上市公司投资行为影响的实证研究. 商业经济, 2009, (6) :34-36
- [37]郝颖, 刘星, 伍良华. 基于内部人寻租的扭曲性过度投资行为研究. 系统工程学

- 报, 2007, (4): 128—133
- [38] 童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为. 经济研究, 2005, (5): 26-33
- [39] 刘芍佳, 孙霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效. 经济研究, 2003, (4): 51-62
- [40] 胡国柳, 黄景责, 裘益政. 股权结构与企业资本支出决策: 理论与实证分析. 管理世界, 2006, (1): 25-32
- [41] 刘昌国. 公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究. 经济科学, 2006, (4): 50-58
- [42] 李鑫, 孙静. 公司治理对上市公司过度投资约束效应的实证研究. 宁夏大学学报, 2008, (1): 3-5
- [43] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排. 会计研究, 2004, (12): 13-16
- [44] 潘敏, 金岩. 上市公司过度投资. 金融研究, 2003, (1): 24-28
- [45] 刘朝晖. 外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策. 世界经济, 2002, (7): 34-38
- [46] 张冀, 李辰. 股权结构、现金流与资本投资. 经济学(季刊), 2005, (10): 229-245
- [47] 俞乔, 陈剑波. 乡镇企业投资行为研究. 经济学(季刊), 2002, (4): 501-520
- [48] 北京大学中国经济研究中心宏观组: 产权约束、投资低效与通货紧缩. 经济研究, 2004, (9): 26-35
- [49] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析. 经济研究, 2002, (4): 44-50
- [50] 吕长江, 张艳秋. 代理成本的计量及其与现金股利之间的关系. 理财者, 2002, (4): 12-14

致 谢

老生走新生来，又到了毕业的时节。回首在湖南大学度过的这几年研究生美好时光，不禁思绪万千。在这三年里，在老师们的谆谆教导下，使我从对财务知识只有模糊地概念一步一步的走进财务知识的海洋，在此，由衷地向他们道一声：谢谢！当时光一点一滴的消逝时，不免让人有点恋恋不舍。

从论文的选题、查找资料、定稿到最后的完成论文，我学到了很多，毕业论文的写作过程不仅仅是一次对理论知识的很好总结，而且锻炼了我的研究能力和心理素质，这对日后的实践工作将起到了很好的指导和督促作用。首先我要深深地感谢我的导师凌志雄老师！恩师不仅在学业上为我们指引迷途解除困惑，对我们的生活也关怀备至，老师更教会我们做人的道理，使学生受益终生。本文也是在恩师的悉心指导和帮助下完成的，从选题到定稿都倾注了老师很多的心血，在这里衷心的向老师道一声：您辛苦了！

同时要感谢参加我预答辩的何进日副教授、戴子礼副教授，您们中肯的意见，不仅弥补了我论文的不足，而且使我获益良多。感谢所有的任课老师以及辅导员杨航老师，对我的研究生生活和学习给予的教诲和关爱。

还要感谢我的师兄梁武，在本文的写作过程中他给我提供了很多的帮助，并提出了很多有建设性的意见。同时，要感谢生活在一起的寝室室友们，有你们的陪伴是我过的很充实，感谢你们对我的包容很关心，共同的经历包含着同样的渴望和深情，无私的胸怀必将使我们的友谊长存。不论将来我们是在哪个地方，都希望你们过的很好！

最后，要深深地感谢我的父母，在我的学习和生活上给予的无私关怀和帮助。是他们用辛苦的劳动换来我学习的机会，是他们在我最无助的时候永远站在我的身后，太多的感激无法用言语表达，只有用我的努力来回报你们！爸妈，女儿长大了，请让女儿来为你们撑起一片天空！

在这个人生旅程的新起点，衷心祝愿所有帮助过我的老师和朋友一切安好！

高智慧

2010年11月

