

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: B200442019

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

自由现金流、上市公司过度投资
及其负债治理

Free Cash Flow, Over-Investment in Listed Companies
and Debt Governance

包 苏 昱

指导教师姓名: 郑 振 龙 教授

专业名称: 金 融 工 程

论文提交日期: 2007 年 7 月

论文答辩日期: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

我们以 1999 至 2005 年度上市公司财务数据为样本，以终极产权归属对我国企业行为的影响为切入点，结合我国特有的制度背景，对我国上市公司过度投资行为进行探讨。本文主要研究以下三个方面的问题：一、不同最终控制人类型上市公司过度投资行为的严重程度；二、不同最终控制人类型上市公司过度投资—自由现金流敏感度成因；三、以预算软约束为背景，探讨我国银行负债对上市公司过度投资的治理作用。

经过一系列实证分析，我们发现：

一、我国国有上市公司由于自由现金流代理问题的存在，公司过度投资规模与内部自由现金流量呈现显著的正相关关系，与中央直属上市公司相比，该问题在地方国有上市公司中表现的更为严重；

二、民营上市公司的内部控制优于国有上市公司，然其“草根经济”的本质注定其在生产经营中不得不承受高额政治依附成本与行业竞争成本，而该成本的降低显著依赖于企业规模的扩张，民营上市公司在经营与发展中各方面的不平等待遇为引发其持续大规模投资扩张的本质原因，其高的过度投资—自由现金流敏感度并非自由现金流代理问题所导致；

三、虽然总体上银行负债对我国上市公司过度投资行为具有一定的抑制作用，但该作用主要体现在对民营企业过度投资行为的控制上，由于预算软约束在国有企业与国有银行中的共生性，我们的回归分析结论并不支持银行负债对中央及地方国有企业过度投资治理作用的存在。

关键词：自由现金流；过度投资；负债治理

Abstract

The main empirical tests in this thesis employ financial statement data in Chinese listed companies from 1999 to 2005. We study the over-investment in firm level with the special consideration of the institutional backgrounds in China. The main idea comes from that ultimate controller in firm has a significant impact on the investment behavior. We divide our sample by different ultimate controller. The main questions I will study in this thesis are: what degree of over-investment is in different sub-sample? What is the true motive in different sub-sample that results in the high sensitivity on over-invest and free cash flow, and do bank leverage have any effect on firm level over-investment in the soft budget constraint background in China?

The studies through a series of empirical analyses suggest:

1. In listed companies controlled by state, agency costs of free cash flow bring on the high sensitivity on over-invest and free cash flow, and that is especially serious in listed companies controlled by local government.

2. Listed companies controlled by natural persons have the cost advantages owing to their strict internal control, but they are destined to disburse a lot of money to maintain good relations with government and get an industrial competitiveness, which show the intense inequality to companies controlled by state and may be cut down observably through increasing enterprise scale. We think the inequality in firm operation and development is the true reason for over-investment in companies controlled by natural persons, which can not be explained by agency hypothesis.

3. Though bank debt leverage can restraint over-investment, but that is effective only to companies controlled by natural persons. Bank debt leverage can not restraint over-investment in state-owned companies because of the duplicate soft budget constraint in state-owned enterprises and state-owned banks.

Key words: Free cash flow; Over-investment; Debt governance.

目 录

第一章 引言	1
第二章 文献回顾	6
第一节 国外研究概况	6
第二节 国内研究概况	22
第三章 研究背景	27
第一节 上市公司最终控制人概况	27
第二节 上市公司投资现状统计汇总	31
第四章 自由现金流与过度投资	35
第一节 可检验假设的提出	35
第二节 自由现金流与过度投资指标的构建	38
第三节 经验数据分析	40
第四节 自由现金流的运用	53
第五章 我国民营上市公司过度投资原因探讨	61
第一节 上市公司融资方式分析	61
第二节 终极产权与公司绩效	64
第三节 民营上市公司绩效低下原因探析	71
第四节 基于绩效分析的民营上市公司过度投资原因探讨	76
第六章 负债治理	84
第一节 理论分析与研究假设	85
第二节 经验数据分析	88
第七章 结论及展望	94
参考文献	96
后记	104

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Chapter 2 Literature Review	6
Section 1: Overviews of Abroad Studies	6
Section 2: Overviews of Domestic Studies	22
Chapter 3 Study Background	27
Section 1: Overviews of ultimate controller in Chinese Listed Companies	31
Section 2: Current Situation about investment in Chinese Listed Companies	35
Chapter 4 Free Cash Flow and Over-Investment	35
Section 1: Testable Hypothesis	38
Section 2: A Framework to Measure the Constructs Free Cash Flow and Over-Investment	40
Section 3: Empirical Tests	53
Section 4: Use of Free Cash Flow	61
Chapter 5 the Cause of Over-Investment for Listed Companies Controlled by Natural Persons	61
Section 1: The Analysis of Financing Way in Listed Companies	61
Section 2: Ultimate Controller and Corporate Performance	64
Section 3: The Cause of Bad Performance for Listed Companies Controlled by Natural Persons	71
Section 4: The Analysis based on performance of the Cause of Over-Investment for Listed Companies Controlled by Natural Persons	76
Chapter 6 Debt Governance	84
Section 1: Academic Analysis and Hypothesis	85
Section 2: Empirical Tests	88
Chapter 7 Conclusion and Future Research	94
Reference	96
Acknowledgement	104

图表目录

图 2-1: 信息不对称与投资不足	8
表 3-1: 99—05 年度不同最终控制人类型企业在上市公司中所占比例	28
表 3-2: 1999—2005 年度我国上市公司前三大股东持股比例	28
表 3-3: 2005 年度不同类型上市公司第一大股东持股比例分布	29
表 3-4: 2005 年度我国不同最终控制人类型上市公司行业分布	31
表 3-5: 上市公司 1999 至 2005 年度总体投资规模汇总	32
表 3-6: 1999—2005 年度上市公司固定资产投资增长速度统计——分样本	33
表 4-1-1: 投资分解	39
表 4-1-2: 现金流分解	40
表 4-2: 回归模型中各变量的描述性统计量汇总	42
表 4-3: 各类投资期望模型的回归结果	43
表 4-4: 自由现金流方面财务数据的描述性统计	44
表 4-5: 我国上市公司过度投资与自由现金流回归结果	46
表 4-6: 公司自由现金流与过度投资之间的关系——分样本回归	50
表 4-7: 上市公司自由现金流与过度投资——分样本比较	51
表 4-8: 自由现金流的运用——全样本	55
表 4-9: 自由现金流的运用——分样本	55
表 4-10: 正自由现金流的运用——按最终控制人的不同进行样本划分	57
表 4-11: 负自由现金流的运用——按最终控制人的不同进行样本划分	58
表 4-12: 以主营业务成本率为基础的稳健性检验——分样本	58
表 5-1: 我国上市公司 99—05 年度各种融资方式比较	62
表 5-2: 各种融资方式比较——分样本	63
表 5-3: 指标选取及计算方法	66
图 5-1: 不同最终控制人类型上市公司 $CFOA$ 年度走势	66
表 5-4: 经营绩效指标的均值与中位数 (行业中位数调整后数据, 未加权) ..	68
表 5-5: 组间绩效差异的显著性检验 (行业中位数调整后数据)	68

表 5-6: 最终控制人类型对上市公司经营绩效影响的回归分析.....	70
表 5-7: 地方国企与民营企业经营绩效比较分析 (样本数: 5746)	70
表 5-8: 不同最终控制人类型上市公司各年度经营绩效比较 (未经行业调整)	73
表 5-9: 不同最终控制人类型上市公司各项绩效指标的具体差别.....	73
表 5-10: 不同最终控制人类型上市公司规模比较 (单位: 亿元)	77
表 5-11: 不同最终控制人类型上市公司的各年度资产负债率.....	77
表 5-12: 对模型 5-2 与 5-3 中控制变量的解释.....	79
表 5-13: 不同最终控制人类型与公司规模对上市公司期间费用的影响.....	80
表 5-14: 以主营业务收入对数作为企业规模的衡量——稳健性检验.....	82
表 6-1: 不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——全样本..	88
表 6-2: 不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——央企.....	89
表 6-3: 不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——地方.....	89
表 6-4: 不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——民营.....	89
表 6-5: 上市公司过度投资与银行负债率回归结果.....	91
表 6-6: 计量模型 6-2 的回归结果.....	92

第一章 引言

在这一章，我们对本文通篇的立意布局进行系统性勾勒，主要阐释以下四个方面的问题：问题的提出、研究思路、行文结构、研究意义及本文的创新之处。

一、问题的提出

公司投资行为作为公司成长的主要动因与未来现金流量增长的重要基础，长期以来备受财务学者的青睐，而投资—现金流敏感度分析作为公司投资行为分析的经典方法，在公司投资领域的研究中一直具有重要地位。国内外文献普遍支持企业投资对内部现金流显著的依赖性，即所谓高的投资—现金流敏感度。然而，对其解释却存在两种截然对立的代表性观点，其一认为该现象由外部融资约束所引致（Myers 和 Majluf, 1984），其经验含义为投资不足；其二为自由现金流代理假说（Jensen, 1986），其经验含义为基于管理层私利的投资过度。

近年来我国上市公司非有效投资行为的普遍性引起了社会各界的广泛关注，其中，相较于投资不足而言，上市公司过度投资行为似乎更为社会公众及经济学家所诟病。一方面，尽管我国企业与外部资本市场之间亦具有高度的信息不对称——该现象正是融资约束赖以存在的前提，但由于我国上市公司股权融资低成本与预算软约束的存在，我国上市公司与外部资本市场间的信息非对称性并未导致明显的外部融资约束。大量上市公司具有高额现金持有量，募集资金投向的随意变更与委托理财业务、上市公司配股增发资金流入股市进行短线炒作的投机行为等此起彼伏。植根于高度规范的市场化运作环境中的、由融资约束所引致的投资不足现象在我国上市公司中远非主流。另一方面，从我国上市公司多年来投资资金的实际使用效率来看，其更多的表现为将资金投资于各种效益并不理想的新投资项目，以扩大企业投资规模，甚至将资金投入一些公司原本并不熟悉、且与企业主营业务范围无关的领域等过度投资行为。“德隆系”的崩溃、猴王集团的“盛极而衰”、“托普系”的没落等，我国上市公司盲目投资导致的企业失败案例随处可见。

许多原本经营前景良好的公司在盲目投资扩张的冲动下逐渐“体力不支”，宏观环境的些许变化或者某突发事件的冲击便很可能引起其不良反应的全局性爆发。大量企业由于过度投资最终“夭折”，该现象在令人叹惋之余又发人深思：上市公司集团帝国的构建、各种派系的“昙花一现”、以及盲目进行非相关多元化等过度投资行为是否可采取具体的量化手段予以规模上的度量，而非仅仅停留在表面上的泛泛而谈？该行为是否可一概的以股东—管理层之间的代理冲突予以解释？其背后有无其他更深层次的原因？大股东、债权人在此过程中扮演何种角色？对以上问题的分析与探讨构成本篇论文研究的主题。

二、研究思路

英美等西方发达国家围绕公司投资行为建立起来的种种理论与假说往往以自由市场秩序的完善为前提，即：以宏观经济稳定为必要条件，以私有化为基础、以经济自由化为核心构建完整市场体系。整体经济环境对于每一企业的相对平等性造就了西方发达国家侧重于从公司层面对公司投资扭曲行为予以剖析，例如融资约束理论、自由现金流代理假说等，近年来行为公司金融理论从人的心理因素层面对之进行分析也取得了一定成果，例如用对股票误定价的迎合机制解释公司投资的非有效性等。

然而，作为建立生产、交换与分配基础的基本的政治、社会和法律制度，构成了人类政治交易行为或经济交易行为的激励机制 (North and Thomas, 1973)。由于历史原因以及近代发展历程、发展路径的不同，我国的国情与制度迥异于发达自由市场经济国家。我们认为，国情与制度因素作为企业赖以生存的大环境，是我们理解公司投资扭曲行为的基本出发点。事实上，已经有一些学者讨论了法律体系差异对企业投资与融资行为的影响。例如，LaPorta et al. (1997, 1998) 的研究显示了不同国家之间的法律保护程度和会计准则完善程度存在显著差距。他们将制度因素与资本市场发展联系起来，发现两者呈现正向关系。一些文章研究了资本市场发展、金融发展与企业投资的关系，发现金融发展对企业投资影响重大。

但是我国的制度背景的特殊性并不止于此。除上述因素之外，我们还需要进一步研究许多关键的制度性因素。因此，直接套用自由市场条件下企业投资扭曲的研究成果，可能并不合适。

我们通过对公司过度投资与自由现金流指标的直接构建，对不同最终控制人

类型上市公司过度投资规模及其融资渠道予以分析，经验数据分析结果显示：地方国有企业与民营企业较之中央直属企业具有更强的投资扩张冲动。由于国有股“股权泛化”导致严重的“内部人控制”，从管理层私利角度出发我们很容易理解地方国企的过度投资行为；然而，与地方国企相比，民营上市公司存在与其本身经营绩效不相符的、更为严重的过度投资行为，该现象颇令人疑惑——这似乎有悖于私有产权归属下企业的利润导向行为。然而，通过对公司绩效成因的进一步分析，我们发现：我国企业“出身”的不同注定了其经营发展过程中强烈的非平等性。我国市场经济的发展远未改变各领域的国家垄断实质，国有企业由于国家的多年扶植与经营，在市场份额与销售渠道上具有天然的优势；更为重要的，国有企业的经营者不是企业家，而是政府官员，具有行政级别，可以就企业的财务与经营问题与政府谈判。民营企业的内部控制在整体上虽然优于国有企业，然其“草根经济”的本质注定其为了在激烈的市场竞争中崭露头角或者得到政府各方面的照顾，就不得不承受高额政治依附成本与行业竞争成本。政府对各种关键性生产要素的掌握造成我国民营企业对政府，尤其是地方政府人格上长期的依附，当然，地方政府亦有借助民营企业发展当地经济的强烈意图，这两种需求的交融构成政府与民营企业之间带有相互博弈性质的互动。民营企业规模的扩大将显著改变其与政府展开博弈的强弱对比。经验数据分析结果显示，民营上市公司政治依附成本与行业竞争成本的降低显著依赖于企业规模的扩张。我们认为，民营上市公司在行业竞争中各方面的不平等待遇为引发其持续大规模投资扩张的本质原因。

然而，对问题的存在性及其成因的探讨远非研究的终结，如何解决问题往往才是我们研究的意义所在。本文最后一部分实证工作以双重软预算约束为背景，分析银行负债对我国上市公司过度投资行为的治理状况，以期对我国上市公司过度投资行为的遏制提供一些思路方面的引导。

三、行文结构

根据上述研究内容及研究思路，本文的其余部分安排如下：

第二章对国内外相关文献进行回顾与适度评析。在对公司投资—现金流敏感度成因方面的文献进行梳理的基础上，我们也对采用股利政策、负债等公司财务

政策对管理层过度投资行为的治理予以一定篇幅的介绍。

第三章为研究背景介绍。由于本文通篇以最终控制人类型的不同进行样本划分，为了更好的理解该研究思路的意义，同时也为了增强对我国上市公司投资行为直观上的感悟力及全局把握力度，我们首先对我国全体非金融类上市公司最终控制人状况及其各年度投资现状进行了全面的统计性描述。

第四章至第六章为本文的实证部分。为了保证分析结果的关联性，这三章皆以我国上市公司 99 至 05 年度财务数据为分析样本，其中：

第四章分析我国上市公司自由现金流代理问题在不同最终控制人类型企业中的存在性，并且借助对公司自由现金流运用的分析考量不同最终控制人类型企业过度投资行为的严重程度。经过一系列实证分析我们发现，我国上市公司过度投资与自由现金流之间呈现强的正相关关系，并且，地方国有企业与民营企业更倾向于过度投资。

第五章对我国民营上市公司过度投资的原因进行了探讨，亦即：在上章对我国不同性质上市公司投资规模的倾向性进行分析的基础之上，对该现象下隐藏的经济动因予以把握。该章结构安排如下：首先，我们对支撑公司投资行为的融资方式予以比较分析，随后，我们对不同控制人类型上市公司的经营绩效予以评价并寻求绩效差别的原因——民营企业的内部控制优于国有企业，然其“草根经济”的本质注定其在生产经营中不得不承担高额政治依附成本与行业竞争成本，而该成本的降低显著依赖于企业规模的扩张，由此得出本章的关键性结论：民营上市公司在行业竞争中各方面的不平等待遇为引发其持续大规模投资扩张的本质原因。

第六章我们以双重软预算约束为背景，探讨银行负债对我国上市公司过度投资行为的治理状况。经验数据结果显示：虽然总体上银行负债对我国上市公司过度投资行为具有一定的抑制作用，但该作用主要体现在对民营企业过度投资行为的控制上；由于预算软约束在国有银行与国有企业中的共生性，我们的回归分析结论并不支持银行负债对中央及地方国有企业过度投资治理作用的存在。

第七章对全文进行总结，并提出了进一步的研究方向。

四、研究意义与创新

我国近年来经济的高速发展与处在经济转型期的事实为我们的研究工作提供了广阔的素材，在本土研究方面，对外文文献的借鉴与吸收应以对我国国情的深入分析与考察为基础。本文的研究意义在于：从我国特有的制度层面，而非仅囿于公司层面因素，寻求对上市公司投资行为的规律性把握。我们不仅用企业“出身”的非平等性解释民营上市公司的投资扩张冲动，而且也以双重软预算约束这一制度背景为研究视角，探讨银行负债对上市公司过度投资行为的治理。

本文主要创新之处在于：

1. 近年来对我国企业过度投资行为的忧虑之声不绝于耳，然何谓“过度投资”？其具体衡量标准是什么？对上述问题若不能明确应对，则一切讨论似乎皆有隔靴搔痒之感。本文借鉴外文文献的研究思路，认为：对公司非效率投资的界定应建立在对公司适度投资规模的把握之上。然而，由于中外国情的不同，以托宾 Q 为公司投资机会主要衡量标准的公司适度投资期望模型以资本市场弱式或者半强式有效为前提，在我国股票误定价极端严重的情况下，会产生很大偏差。我们认为，以公司绩效为主要衡量标准建立公司适度投资期望模型更符合现实。此为本文创新之一，随后的一系列分析皆以该模型的构建为基础。

2. 以我国经济发展的特定制度背景为依托展开对公司过度投资行为的分析。我们认为，植根于西方高度市场化运作环境、侧重从微观层面出发分析问题的公司投资理论对我国公司投资行为的解释度相当有限。我国市场经济的发展远未改变各领域的国家垄断实质，企业“出身”的不同注定了其经营发展过程中强烈的非平等性。以此为主线，本文以企业终极产权归属的不同对样本进行划分，认为每种性质的企业其行为都是对自身所面临各方面制度环境的适应性反应，无论是地方国有上市公司严重的自由现金流代理问题、民营上市公司为降低行业竞争成本与政治依附成本的大规模投资扩张冲动、还是银行负债对国有上市公司过度投资行为治理的无效性，皆可从我国现存政治经济体制对企业行为的影响出发为之寻求部分答案。

第二章 文献回顾

我们的文献回顾分为国外研究概况与国内研究概况两个部分，主要篇幅用于对相关文献的系统性梳理与介绍，每节的最后一部分用于对已有文献的适度评析。

第一节 国外研究概况

Modigliani 和 Miller(1958)指出：“公司投资项目的选择在任何情况下都以项目的预期收益率为标准，完全不受融资证券类型的影响”。MM 理论的前提要求是信息对称且无代理问题的理想世界，它为确定情景下财务结构与财务政策与公司实际投资无关论提供了理论基础，要义在于完美资本市场下财务结构对公司市场价值不产生影响。如果 MM 的假定被满足，当公司以最大化股东价值为导向时，其行为与公司内部流动性、债务杠杆以及股利政策等财务因素无关。

然而，大量经验研究支持公司投资与内部现金流之间强的正相关关系，对其原因的探寻构成了公司财务领域中一类引人入胜的研究课题。其中，对 MM 定理假设前提的放宽构成对公司投资—现金流敏感度最具影响力的两种解释，其一是基于资本市场信息非完美性的融资约束理论，而另一派的关注焦点在于由股东—公司管理层利益冲突引发的代理问题。从现有外文文献对这两种理论的研究深度与经验数据分析支持力度来看，由于发达市场经济国家中资本市场信息不对称情况对公司投资行为影响更甚，故基于第一类解释的公司投资—现金流敏感度研究略微占优。本部分对这两种解释以及由此而引申、与本文写作主题相关的一系列研究文献分别从理论与实证角度予以归纳与适度评析。

一、融资约束与公司投资——基于资本市场信息非完美性

MM 定理在公司投资领域的运用构成了 Hall 和 Jorgenson(1967)等人发展的经典投资理论的基础——不考虑融资因素情景下公司多期最优化问题的求解。随着该理论的发展，各种实证检验，无论采用总量数据还是公司层面数据，都致力于检验各种不考虑融资状况的投资需求模型的合理性。然而，其后的各种实证检

验由于采用“代表性厂商”假定，无视每个企业的特质，故实证结论多出现模糊甚至是相互矛盾的结论。

Akerlof (1970) 开创性地建立了“柠檬市场”（次品市场）模型分析不对称信息下逆向选择对市场的负面影响，随后，Myers 和 Majluf (1984), Myers (1984) 以及 Greenwald, Stiglitz 和 Weiss (1984) 将不对称信息理论应用于公司财务领域，集中分析了资本市场中由于逆向选择与道德风险导致的摩擦。由于有关借款方投资项目质量与风险信息的非对称性，逆向选择导致了没有信息含量的外部资本市场融资与内部资金之间的成本差异；另外，由于激励问题与高额监管成本（针对公司管理层）的存在，外部资本提供者对该成本与潜在道德风险亦要求相应的资本溢价，这两个方面的原因决定了外部资本并非内部资本完美的替代品。该论点认为公司投资依赖于其本身财务状况，例如：内部资金的可获得性、取得新贷款或股权再融资的能力等。在“融资优序”理论下，内部资金与外部资金相比具有成本上的优势，此时，公司的投资行为与本身的财务状况相互依存。该议题为考虑现实情况对 MM 定理前提假定之一：无摩擦资本市场的放松，将“融资约束”因素纳入经典的公司投资研究范式之中。

1. 理论基础

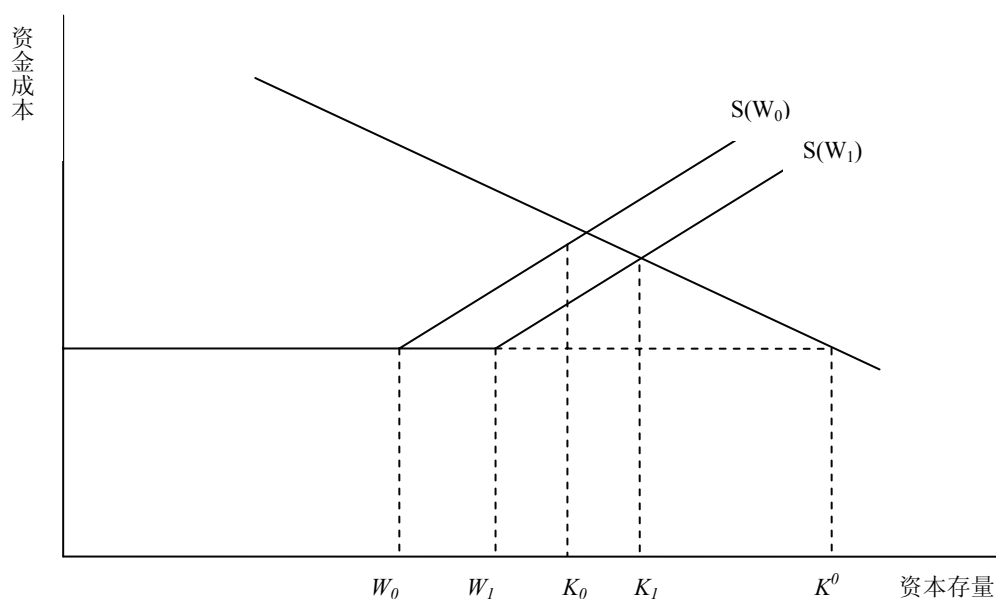
现存文献中存在大量模型刻画有关资本市场信息非完美性对公司投资行为的影响，我们在此以 Hubbard(1998)的简洁图示分析非完美信息模型下内部资金与公司投资之间的联系。图 2-1 描绘了资本投资的需求与资金的供给，其中横轴表示资本投资的数量，纵轴表示资金成本，D 表示资本投资的需求曲线，资金成本的增加导致公司合意资本投资的减少。

供给曲线，S，首先由经典投资模型中的水平线， r —资本市场中的真实利率来描绘。此时，最优的资本投资量， k^* ，由需求曲线 D 与水平供给曲线 r 决定，公司投资进行到资本的边际利润等于真实利率为止。

D 曲线由公司的投资机会（即未来期望利润率）决定，S 曲线由资本成本决定（此时为市场利率）。在其他条件相等的情况下，投资机会的增长使 D 曲线向右移动，使合意资本投资增加。如果 S 曲线如前文所示由市场利率 r 决定，则公司内部资金不能够影响公司投资行为，此时，公司内部资金的机会成本等于市场利率，投资所需资金皆可通过市场自由借贷获得。

上述结论的隐含假定为：公司管理层与外部资金提供者关于资本投入的选择与使用、公司投资机会、项目风险、产出与利润方面具有同等的信息。这是一个很强的假定，实践中，公司管理层与外部投资者相比在有关公司的投资与运作的很多方面具有信息优势。信息不对称将导致逆向选择与道德风险。

图 2-1：信息不对称与投资不足



假设一个风险中性的企业家自身投入 W_0 进行实业投资，由于不涉及信息不对称导致的逆向选择与道德风险，该部分资金的机会成本等于市场利率， r 。如果该企业家同时向资本市场进行借贷，此时，我们将供给曲线分为两个部分，其一为与 r 等高的水平部分，数量到企业家本身提供的资金 W_0 为止。

由于可能存在的机会主义行为，贷款人对无担保的借贷部分要求风险溢价，故 S 曲线中超过 W 的部分将向上倾斜，即：外部无担保贷款的融资成本大于内部资金的融资成本。 S 的斜率反映外部无担保贷款中信息成本的大小，边际信息成本越大， S 曲线越陡峭。均衡的资本投资量为 S 与 D 曲线的交叉点 K_0 ，该资本投资量小于资本市场无摩擦状态下的合意资本投资量， K^0 ，此时，相对于无信息成本的状态，投资不足现象发生。

图 2-1 描绘了公司净财富、外部资金成本与公司投资之间的关系。假设信息成本为常数,当企业净财富由 W_0 升至 W_1 ,资金的供给曲线也由 $S(W_0)$ 升至 $S(W_1)$,如果我们假设投资机会不变,即 D 曲线保持不变,公司净财富的增加导致资本投资量从 K_0 升至 K_1 。相较而言,如果不存在信息成本或者公司净财富充裕,资本投资将始终在 K^* 处保持均衡,亦即,如果公司面临的信息成本可忽略,在公司投资机会不变的情况下,单纯公司净财富的增长无法影响公司投资行为。对于面临高额信息成本的公司,公司净财富的增长将导致投资量的增长,反之则导致公司投资额的降低。

图 2-1 反映的是公司净财富与公司资本存量之间的关系。该关系亦适用于公司净财富的变化与资本存量的变化——公司投资之间的关系。

2. 经验数据分析

Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1988) (以下简称 FHP) 的暗含思想与图 2-1 所述类似,该篇文章开创了具有现代意义的融资约束对公司投资行为影响的研究先河。其摒弃了经验研究中“代表性厂商”的假定,依据公司不同的财务状况进行分组,在控制公司投资机会之后,分别检验每组样本投资—现金流敏感度的大小,从而考量融资约束对公司投资行为是否具有显著影响。其分类的逻辑出发点为:如果公司外部融资成本高于内部融资成本,则当公司面临较多投资机会时,高额股利支付政策不利于公司价值最大化的实现。因此,如果融资约束问题较为突出,则具有良好投资机会的公司更倾向于尽可能多的保留其留存收益,与实行高额股利支付政策的企业相比,其投资规模与公司内部现金流之间具有更强的敏感度。在 FHP 的研究样本中,随着公司股利支付率的降低,公司投资—现金流敏感度逐渐升高,FHP 由此得出结论:外部融资的高成本导致了公司投资对内部现金流的高度依赖性。

由于该思路的侧重点在于探寻融资约束对公司投资的影响,故研究工作主要考虑那些内、外部融资成本可能具有较大差异的公司。经验研究中常用的其他分类标准有:公司的规模、年龄、与银行或者财务集团的联系密切程度、债券等级或者在资本市场发行公开债券的能力等。这些分类方式与信息成本问题可能具有更为直接的关联性,例如:如果信息不完美性很突出,则与金融中介机构具有密

切联系的公司由于具有降低信息成本的优势而具有更低的投资—现金流敏感度 (Hoshi, Kashap 和 Scharfstein, 1991)。Whited (1992) 通过对由于财务困境而导致的债务融资受限的企业的投资—现金流关系的研究, 发现在具有高的负债比率、高的利息—现金流比率以及没有机会进入公开债券市场的企业中, 企业投资与现金流具有强烈的依存关系; 另外, Himmelberg 和 Petersen (1994) 在对小型研发企业的研究中发现, 这一类型企业的现金流对其自身资本支出与研发支出具有强烈影响, 他们认为该现象是由于小企业与大型企业相比具有信息方面的劣势, 信息不对称导致小型企业高额外部融资成本所致。

3. 各种争论

以上例证皆体现出对 FHP (1988) 结论的支持, 其面临的挑战主要来自于以下三个方面:

(1) 公司投资机会的有效控制

图 2-1 中公司净财富与信息成本对公司投资的作用分析建立在公司投资机会恒定的基础之上, 经验研究首先要寻找合适的公司投资机会代理变量以控制该变量变化所导致的公司投资量的变化, 实践中通常以托宾 Q 值为首选指标。然而, 由于现实对效率市场的违背为常态, 股票误定价现象往往非常严重, Q 值往往并不能很好的衡量公司投资机会, 特别是在信息不完美的世界中, Q 很难反映公司内部人对公司投资机会的评价, 而且, 当公司存在融资约束, Q 值也对公司的该状况予以一定程度的反映, 即: Q 值往往资本化了公司的融资约束程度。

(2) 公司净财富的独立变化

与公司投资机会度量问题相关联的, 是关于如何度量独立于公司投资机会变化的公司净财富的变化。图 2-1 的暗含假定要求 D 与 S 的移动互相独立, 然而, 当我们使用现金流指标作为公司净财富变化的代理变量时, 它很难做到这一点。例如: 当企业面临一项有利的技术冲击时, 不仅带来公司投资机会的成长, 该技术冲击亦对公司现金流的产生具有正向作用, 此时公司投资机会就与现金流产生强烈的正相关关系, 此时该现金流可能主要是公司投资机会变化的反映。

(3) 投资—现金流敏感性与外部融资约束之间是否存在单调关系

FHP (1988) 与其随后的一系列研究基本上都支持随着融资约束的提高, 公司投资—现金流敏感度单调递增, 然而, 此结论受到 Kaplan 和 Zingales (1997) 的严

峻挑战。KZ 以一期模型刻画公司投资—现金流敏感度关系，模型显示：为了保证公司投资—现金流敏感度与融资约束度的单调关系，企业生产函数与成本函数的曲度要满足相当苛刻的条件；在实证方面，KZ 重新检验了 FHP 中 49 个低股利样本，通过对公司年报的详细阅读以确定融资约束程度，他们的结论为当融资约束程度高时，公司投资—现金流敏感度低，从而声称：公司的投资—现金流敏感度的大小并非公司融资约束程度的标志。

尽管 KZ (1997)与 FHP (1988)的结论大相径庭，但二者的关注焦点皆为资本市场信息非完美性对公司投资的影响，由此引发的其一系列争论仍然属于投资—现金流敏感度分析的融资约束理论范畴内部之争。

二、自由现金流、财务政策及公司投资——基于股东、管理层与债权人之间的代理冲突

基于融资约束的公司投资对内部现金流的依赖性暗含假定为投资不足，而上述研究基本上都未涉及现代公司治理中的一项关键性内容——股东、管理层与债权人之间的代理冲突，以此内容为分析焦点的文章形成了公司投资—现金流敏感度分析另一类具有重要影响力的学派，其与融资约束理论除了在对公司投资—现金流敏感度形成原因的解释方面具有本质差别以外，同时还侧重对该行为如何治理进行探讨。

下文首先介绍基于自由现金流代理理论的投资—现金流敏感度分析，该解释认为由股东—管理层冲突引发的高投资—现金流敏感度是公司过度投资的表现形式之一；继而我们介绍公司通过适当的股利政策对自由现金流代理问题予以遏制的思路及实证结论；最后我们依据 Jensen(1986)的思路，扩展的分析负债以及负债、公司内部现金流的平衡对公司投资的作用。

1. 自由现金流代理假说

大量文献证实了追求私利的公司管理层与外部股东之间存在代理冲突，其中，Baumol (1959)，Marris (1964)，Williamson (1964)，Donaldson (1984)等人认为将公司规模不合经济效益地扩大这样的“建造个人帝国”为其重要表现形式之一；而其他还有 Jensen 和 Meckling (1976) 的在职消费说以及 Morck, Shleifer 和 Vishny (1990) 提出的多元化收益考虑等等。Jensen (1986)正式提出了自由现

金流代理假说，其对自由现金流的定义为：减去正 NPV 投资项目所需资金（以相应的资本成本进行折现）之后剩余的现金流。Jensen（1986）将过度投资与管理层对公司内部资源的使用联系在一起，当公司缺乏获利的投资项目和成长机会时，管理层倾向于将公司过度的资源——此处指自由现金流用于机会主义行为，而并不是以股利形式发放给股东，该行为造成高的公司投资—现金流敏感度。

2. 自由现金流代理问题、公司价值与股利政策

自由现金流代理问题为未受完全控制的管理层谋取个人私利的外在表现形式之一，该行为通常导致公司价值的降低，一些文献提出以恰当的股利政策对其予以遏制，其中具有代表性的有 Lang 和 Litzenberger(1989)以及 Vogt(1994)。Lang 和 Litzenberger(1988)以托宾 Q 为公司是否过度投资的标志进行建模，从股利政策的角度对自由现金流假说进行了检验，认为过度投资公司股利政策的变更改变了投资者对公司投资于负 NPV 项目规模的预期，在其他条件不变时，股利增加可以降低未来过度投资水平，从而提高公司价值，股利降低则会有相反的结果；Vogt（1994）建立了以自由现金流代理问题普遍存在为前提的公司投资、公司价值以及股利政策对公司投资行为影响程度的模型并进行了实证检验。我们在此以 Vogt（1994）的模型推导为例对其基本思路予以简要介绍。

当公司存在自由现金流而股东监管不力时，就出现了典型的股东—管理层之间的代理问题，管理层具有过度投资的倾向以获得公司规模扩大所带来的经济与非经济上的利益（Jensen 和 Meckling, 1976），而股东倾向于高股利政策以减少公司的自由现金流（Lang 和 Litzenberger, 1989）。

Vogt (1994)假设管理层将从公司规模扩大中获益，无论投资收益如何；如果股东投入 M 的监管成本，则可杜绝自由现金流代理问题。如果股东投入 M 监管成本，则公司的价值为：

$$V_m = X + X'_m - M \quad (1)$$

其中： V_m 为公司的全部价值； X 为公司现有资产的价值； V'_m 为管理层受到严格监管时公司投资机会的市场价值；假设股东投入监管成本 M 之后可以保证负的 NPV 项目被放弃，此时， $X'_m \geq I$ ，其中 I 为投资成本。

如果股东没有投入监管成本，则公司价值为：

$$V = X + X' \quad (2)$$

其中： X' 为不存在监管是公司投资机会的价值，此时， X' 可能小于投资成本。即使管理层进行过度投资，他也要保证 $V > V_m$ ，否则将受到监管。即：

$V = V_m + \varepsilon$ ，其中： ε 为一任意小的正数。(1)与(2)联系起来考虑，公司管理层发生过度投资行为的条件为：

$$X' > X'_m - M + \varepsilon \quad (3)$$

对(3)式两边同除以投资成本 I ，由于完全竞争市场下投资的扩张边界为边际 Q 等于1，亦即： $X'_m/I=1$ ，故不存在监管的情况下，公司的托宾 Q 值：

$$\frac{X'}{I} \approx 1 - \frac{M}{I} < 1 \quad (4)$$

等式(4)显示，当存在自由现金流代理问题时，公司均衡的边际 Q 小于1，当 $\frac{X'}{I} > (1 - \frac{M}{I})$ 且公司存在自由现金流时，公司管理层将利用其进行过度投资，自由现金流机会主义与低 Q 值相连。

股东可以制定适当的股利政策以抑制公司管理层的过度投资行为，该政策也同时影响公司的边际 Q 值。存在股利分配与外部融资行为的公司价值为：

$$V = \frac{E_1}{k} + \frac{\frac{r(b+s)E_1}{k} - (b+s)E_1}{k - (b+s)r} \quad (5)$$

其中： V 为公司价值； E_1 为下期期望现金流量； k 为资金成本； r 为新投资回报率； b 为留存收益率； s 为每单位现金流外部融资比率。

由于 $I = E_1(b+s)$ ，投资机会本身的市场价值为：

$$X' = \frac{r(b+s)E_1}{k} = \frac{r}{k} * I \quad (6)$$

相应的边际 Q 值：

$$\frac{X'}{I} = \frac{r}{k} \quad (7)$$

利润最大化原则使公司投资到 $r=k$ 为止，此时边际 Q 等于 1。

股东抑制管理层过度投资的方法之一为进行高比例的股利分配，新项目投资所需资金要从外部行筹集，此时投资项目的可行性将受到外部资本市场的有效监管，Vogt (1994)假设如果公司进行对外融资，其固定成本为 M^* 。

定义自由现金流的代理成本为 μ ，它为公司投资规模的函数，假设管理层将每一单位自由现金流都用于投资，此时投资项目的回报率为 $r(1-\mu)$ 。

如果公司没有进行对外融资，则公司投资项目的市场价值为：

$$X^1 = \frac{r[b(1-\mu)]E_1}{k} = \frac{r}{k}[bE_1 - b\mu E_1] \quad (8)$$

如果公司进行对外融资，使公司投资项目置于资本市场监管之下，则公司投资的市场价值为：

$$X^2 = \frac{r(b+s)E_1}{k} - M^* = \frac{r}{k} * I - M^* \quad (9)$$

为了避免外部监管，公司管理层必须使 $X^1 > X^2$ ，亦即：

$$X^1 = \frac{r}{k}(bE_1 - b\mu E_1) = \frac{r}{k} * I - M^* + \varepsilon \quad (10)$$

此时，边际 Q 的均衡值为：

$$\frac{X^1}{I} = 1 - \frac{M^* - \varepsilon}{(b+s)E_1} \approx 1 - \frac{M^*}{I} \quad (11)$$

从中推出从管理层的角度出发，为了避免监管，最高的留存收益率应为：

$$b^* = \frac{M^* - \varepsilon}{\mu E_1} \quad (12)$$

最后，当公司不付股利而外部资本市场又不存在监管时，则相关的边际 Q 为：

$$\frac{X^1}{I} = \frac{r}{k} \left(1 - \frac{b\mu}{I} E_1\right) \quad (13)$$

其为 E_1 的减函数，该式意味着：对于未付股利的公司来讲，由于现金流的增长完全用于增加投资，该行为将导致递减的边际 Q 值。

3. 负债、自由现金流与公司投资

在有关公司自由现金流代理问题进行治理的思路方面,除了适当股利政策的运用以外, Jensen(1986)亦高度重视负债的作用,当负债的“硬”约束机制发挥作用,高额负债迫使现金流流出企业,减少了管理层支出的随意性,财务杠杆与公司过度投资行为负相关。

Jensen (1986)的思想被Stulz (1990)、Harris 和 Raviv (1990)、Hart和Moore (1995)以及 Zwiebel (1996)等人进一步模型化。这些文章吸纳了Grossman 和 Hart (1988)提出的经理人控制权收益概念,假设经理的控制权收益一部分来自企业的投资扩张或者投资以后的总产出,将“建造个人帝国”偏好融入了模型。例如, Hart和Moore (1995)将投资扩张当作经理“建造个人帝国”的表现形式;而 Stulz (1990)的模型则假定经理的控制权收益来自企业产出的增加。这些模型的经验含义是:内生给定的负债水平会平衡企业的过度投资与投资不足。当企业存在大量自由现金流时,企业可能会过度投资;而缺乏资金又会表现出投资不足,因此,这类模型意味着负债水平对企业至关重要,它与代理问题紧密联系在一起,共同影响企业的投资。在此,我们首先单独阐述负债对公司投资行为的影响,然后以Stulz(1990)为例,对上述负债与自由现金流的平衡对投资影响的分析模型进行简要介绍。

(1) 负债对公司投资行为的影响

在经历了大萧条一直到二十世纪三四十年代,企业债务普遍被看做是完全的“魔鬼”(人们认为企业负债的结果主要是引发财务以及经营危机),只是偶尔的对经营状况良好企业的资本结构有所裨益,但是也需控制在一定的范围内。1958年MM定理的发表使人们对企业负债经营的敌意有所缓和,而随后MM提出的负债的税盾优势使人们对负债持欢迎态度,当然,该欢迎态度受限于负债引发的成本,尤其是破产成本,如果不考虑负债利息的税收抵减作用,负债依然被认为是一项次优的融资方式。

然而近年来,学者以更宽泛的视角来看待负债融资的优缺点,其焦点主要集中于负债对公司投资决策的影响方面。一方面,依据Myers(1977),在假设管理层与股东利益一致的前提下,太多的债务易使公司管理者放弃净现值为正的投资项目,因为此时投资收益的大部分将归于债权人而对股东没有太多益处,故负债融资易引发投资不足问题,负债融资对企业价值具有负向影响;另一方面,

Jensen(1986)认为,当企业产生的现金流超过其具有的正 NPV 项目的需求,负债融资具有抑制管理层过度投资的作用,本质上,过度投资由股东与管理层利益不一致而引发,此时,负债融资对公司价值具有正向的影响。从以上论述我们可以看出,尽管负债与投资从两方面看皆为负相关关系,但是其作用是“抑制投资”还是“约束投资”却具有本质差别。

McConnell 和 Servaes(1995)正式对公司投资机会集、负债的影响与公司价值之间的关系予以阐述,他们以公司成长机会的高低对样本进行划分,认为一个合理的假设是:对于存在大量投资机会的企业来讲,负债抑制投资的负面作用占主导地位;然而,对于没有什么成长机会的企业来讲,负债约束过度投资的作用占优,也就是说,对于那些没有多少正 NPV 项目的企业来讲,负债对于公司价值具有正面影响。

(2) 负债与自由现金流的平衡对公司投资的作用——以Stulz(1990)为例

Stulz 考虑一两期模型,三个时点:0, 1 和 2。公司资产在 1 期末产生一随机非负的清理性现金 R , 管理层既可以用此现金进行投资也可以向股东派现。 N 是公司在时点 1 的融资净额,如果 $N > 0$, 表明公司通过股权或债权融资,使时点 1 的投资高于 R ; 如果 $N < 0$, 表明公司为时点 0 时的负债进行偿还或者向股东派现。 R 为一个非负的随机变量,累积分布函数为 $G(R)$, 密度函数 $g(R)$: $g(R) > 0$, 对所有的 R , $\infty > R > 0$ 。在时点 1 公司的投资为 I , Stulz 假设:外部投资者在时点 1 既不能观察到 R 也不能观察到 I , 该假设表明了公司管理层与股东之间的信息非对称性。

管理层比股东更倾向于投资的原因不胜枚数。Stulz (1990) 假设管理层的效用随着额外津贴消费的增加而增加,而该消费仅是时点 1 投资规模的函数。一单位的投资被假定产生一个非随机的正的控制权私有收益,该收益同时也是投资 NPV 的增函数。在该假定下,管理层享受在时点 1 对公司的控制,而且将现金流尽可能多的用于投资。Stulz (1990) 假定管理层取得固定工资,在公司没有拥有股票,故没有在时点 2 能够得到的其他收益可以替代管理层从时点 1 进行投资所得到的控制权私有收益。

投资收益被假定边际报酬递减,该假定使过度投资成为可能。简化的,Stulz 假定在一个投资项目上的 NPV 为正,在另一个项目上的 NPV 为负。第一个项目

(I^*) 在时点 2 的期望投资收益每单位为 Z ；超过 I^* 的每单位投资收益为 Y 。假定利率为 0， $Z > 1$ 并且 $Y < 1$ 。Stulz 称每单位投资获取 Z 收益的投资项目为好项目；每单位投资获取 Y 收益的投资为坏项目。假定投资者为风险中性。

如果公司没有从外部资本市场筹资，其价值为：

$$V = I^*(Z - 1) + E(R) - \int_{I^*}^{\infty} (R - I^*)(1 - Y)g(R)dR - \int_0^{I^*} (I^* - R)(Z - 1)g(R)dR \quad (1)$$

模型 (1) 中的前面两项等于管理层最大化股东价值时时点 0 的价值。在管理层最大化股东价值时，管理层投资 I^* ，投资的净现值为 $I^*(Z-1)$ 。此时，如果自由现金流超过 I^* ，管理层将之全部派现，反之，管理层通过借款完全利用公司的正 NPV 投资机会。

然而，在本文的模型中，管理层最大化投资规模而非最大化股东财富。由于股东与管理层之间信息的非对称性，股东即不能观察到现金流也不能观察到投资规模的状态为管理层追求个人私利的行为提供了可操作空间。管理者自由裁量权的两方面成本与模型 (1) 中的后两项相连。第三项，被称为管理者自由裁量权的过度投资成本，该成本由管理层投资于负 NPV 项目所导致；第四项，被称为管理者自由裁量权的投资不足成本，该项为当现金流小于 I^* 时，管理层不能完全利用公司正 NPV 项目时的成本。

公司财务政策的运用可以减少这两方面的成本，但是不能同时。如果股东允许管理层对外筹资，公司可以完全利用正 NPV 投资项目，但是增加了过度投资的可能性；如果股东迫使管理层在时点 1 将现金流付出，则在抑制过度投资行为的同时有可能引发投资不足问题。

如果股东可以无成本的减少管理层的可控资源，则该行为将导致公司价值的增加。因为，股东认为管理层在时点 1 的最优融资净额为负的条件为： $V(N)$ 对 N 的求导在 $N=0$ 时为负，即：

$$V_N(0) = Y[1 - G(I^*)] + ZG(I^*) - 1 < 0 \quad (2)$$

对 (2) 的解释很直观，已知公司现金流的分布 $G(R)$ 与 I^* ， $[1-G(I^*)]$ 表示多一单位现金公司投资于坏项目的概率； $G(I^*)$ 表示多一单位现金公司投资于好项目的概率。因此，多一单位现金公司的期望投资收益为 $Y[1-G(I^*)]+ZG(I^*)$ ，当该期望收益小于 1 时，股东将从限制管理层对现金流的控制中获益，如果该行为的

成本足够小。

当不等式 (2) 成立，管理层在时点 1 付出现金的举动将提升公司价值。如果公司在时点 0 举债在时点 1 偿还，偿还金额为 N ，则公司在时点 1 具有一个负的净融资，即： $F=-N$ ，此时公司在时点 0 的价值，可以写成 F 的函数：

$$V(F) = E(R) - \int_{R+I^*}^{\infty} (R - F - I^*)(1 - Y)g(R)dR + \int_F^{\infty} (R - F)(Z - 1)g(R)dR - \int_{F+I^*}^{\infty} (R - F - I^*)(Z - 1)g(R)dR \quad (3)$$

等式 (3) 表示公司价值等于时点 1 的现金流的现值加上公司投资于好项目与坏项目的期望 NPV。等式 (3) 的第二项表示：当 $R > F + I^*$ 时，也就是 $R - F > I^*$ ，表示公司产生的现金流在还债之后其金额还大于正 NPV 项目所需资金 I^* ，此时，公司在对超过 I^* 的金额进行投资时，给公司带来的是损失；等式 (4) 的第三项表示：当 $R > F$ 时，公司产生的现金流在还债之后的剩余现金都投资于正 NPV 项目可获得的 NPV；第四项表示，当 $R > F + I^*$ 时，在对正 NPV 项目投资完之后，公司再进行的投资就产生不了 $(Z - 1)$ 的收益，故减去第四项（对第一项的减去亦与之相关，因为多于 I^* 的投资不仅得不到 $(Z - 1)$ 的收益，还使公司的价值降低 $(1 - Y)$ ）。

从股东的角度来看，为了平衡债务导致的投资不足成本与带来的抑制过度投资的收益，公司应选择一定数量的债权融资以使债务的边际收益等于边际成本：

$$\int_{F+I^*}^{\infty} (1 - Y)g(R)dR = \int_F^{F+I^*} (Z - 1)g(R)dR \quad (5)$$

4. 实证研究

在实证研究方面，Kadapakkam, Kumar 和 Riddick(1998)以 6 个 OECD 成员国国家中的企业为样本，提供了支持自由现金流假设的证据。他们以公司规模的大小为样本划分，通常认为，小企业由于接触外部资本市场的能力有限，由于融资约束之故其投资行为更易受到内部现金流的影响，然而实证结果却显示，企业规模越大，投资—现金流敏感度越高，这支持了“大企业经理人的自由现金流代理问题更为严重，一旦有内部资金就会扩大企业规模”的推论。对大型企业由于自由现金流代理问题而具有更高的投资—现金流敏感度的实证支持文章还有

Devereux 和 Schiantarelli(1990), 他们认为大型企业由于股权结构的高度分散其投资行为更易受到股东—管理层之间代理问题的影响。

另外, 也有一些小样本研究对自由现金流代理假说予以支持, 例如: Harford(1999)在对 487 个样本的并购要约研究中发现, 现金充足的企业更倾向于进行并购活动, 而且这些并购活动与随后低的经营绩效相连。Opler, Pinkowitz 和 Stulz (1999) 以及 Williamson(2001)发现, 具有多余现金余额的企业具有更高的资本支出水平, 并且具有更高的并购支出, 即使并不具有投资机会(以托宾 Q 衡量)。在 Blanchard, Lopez-di-Silanes 和 Shleifer(1994)的文章中, 研究发现十一家在诉讼中得到高额赔偿金的企业出现过度投资行为。

对自由现金流代理假说进行检验的一类比较具有代表性的方法——投融资分解法可追溯于 Strong 和 Meyer(1990)。他们首先将公司投资分解为保持性投资与任意性投资; 并进一步计算出企业自由现金流量, 其回归结果支持公司任意性投资与自由现金流之间强的正相关关系, 而该任意性投资与股票价格强烈负相关, 该实证结果支持了公司自由现金流常常用于收益为负的任意性投资支出。之后, 又不断有文献对该分解方法进行改进, 例如, Barro(1990), Hubbard (1998), Lamont(2000), Bates(2005)以及 Richardson(2005)。

Vogt(1994)将企业类型进行划分, 检验融资约束与自由现金流代理假说的同时存在性开创了另一类实证研究方法。其实证结论表明, 自由现金流假说与融资约束理论对投资—现金流关系都具有潜在的解释力。在规模大且低股息支付率的企业中, 固定资产投资更可能由自由现金流代理问题引起; 而在小规模、低股息支付率的企业, 或者进行较少固定投资的企业中, 更可能发生融资约束问题。

继 Vogt(1994)文章之后, 一系列经验数据分析依据其基本思路展开, 尤其是通过对企业规模、成长性、财务状况等的划分来探讨自由现金流与融资约束理论在现实中同时并存的合理性得到了许多经验数据方面的支持。

例如: Kahuria 和 Mueller(1995)以公司投资收益是否高于投资成本为划分标准, 经验数据结果显示: 由自由现金流代理问题导致的投资—现金流敏感度存在于投资收益低于投资成本的企业之中; 而基于融资约束问题引起的投资—现金流敏感度在投资收益高于投资成本的企业中得到印证。

Carpenter(1995)通过对债务融资、债务期限结构与投资支出的关系来检验投

资一现金流敏感度的形成原因,发现融资约束与自由现金流代理问题出现在企业的不同生命周期之中。

Degryse and de Jong(2001)通过对荷兰公司投资行为的研究发现,无论企业投资机会的高低,内部现金流都对公司投资规模产生正向影响,而且,在投资机会缺乏的公司中,该影响尤为显著,表示荷兰公司中自由现金流代理问题相当严重,接下来的数据分析显示,有效的公司治理结构可以缓解该问题。

Kholdy 和 Sohrabian(2001)利用向量误差修正模型对数据进行分析,发现尽管小规模企业面临一定的融资约束,但是投资一现金流敏感度并不高,而大型企业的自由现金流代理问题却很严重。在 Gugler(2003)的文章中,其以公司治理结构的不同进行样本划分,发现家族控制的企业易受融资约束的影响,而国有企业易发生自由现金流代理问题。

Gugler, Mueller 和 Yurtoglu(2006)的实证研究结果发现,欧洲大陆国家公司所面临的融资约束问题与自由现金流代理问题比英美国家的公司更为严重,融资约束使具有大量投资机会的公司产生严重的投资不足,而自由现金流代理问题又使缺乏投资机会的企业发生过度投资,另外,一国的司法系统、会计准则以及所有权结构都将对投资一现金流敏感度产生系统性影响,并且,这些对家族控制型企业尤为显著。

以上谈到的是有关自由现金流代理假说方面的实证研究文献,有关负债对投资影响方面的文章可以说汗牛充栋,我们在此仅简要介绍与本篇论文具有一定关联的外文文献。

McConnell 和 Servaes(1995)分别以市盈率、销售增长预测值以及公司五年的历史销售增长率作为企业成长机会的代表,实证研究结论发现,负债比率与高成长机会公司价值呈现负相关关系,其原因在于负债对高成长机会企业投资规模产生一定程度的抑制从而降低了公司价值;相反的,由于负债对低成长机会企业过度投资行为的约束作用而提升了公司价值,负债比率与低成长机会公司的公司价值呈现正相关关系。经验数据分析结果还显示,企业所有权结构(内部人持股比例、机构投资者或大股东持股比例等)对于企业价值的影响对于低成长性的企业尤为重要,其原因在于低成长性公司更易发生各种代理问题。

Lang, Ofek 和 Stulz(1996)在公司层面以及多元化企业的分部中发现了财务杠

杆与企业增长的负相关关系，进一步的，他们发现，这一负相关关系存在于低 Q 值企业中，在高 Q 值企业以及高 Q 值的行业中他们没有发现该现象。可见，财务杠杆并不抑制具有良好投资机会企业的发展，它对公司投资的抑制作用主要存在于那些发展机会没有被资本市场认可或者发展机会不足以克服债务悬置作用影响的企业。

Jaggi 和 Gul(1999)通过对 U.S.1989-1993 非管制企业 1869 个样本的投资机会、自由现金流于负债水平之间关系的研究发现，在低投资机会的企业中存在自由现金流与负债水平之间强烈的正相关关系，尤其是在规模大的企业中，该结果证实了 Jensen(1986)的自由现金流代理假说。

三、有关公司非效率投资成因的其他解释

除上述原因以外，对公司非效率投资行为的成因还存在多方面解释。例如，行为公司金融理论作为行为金融和主流公司金融理论的融合，放松人的完全理性假设，从非理性投资者、非理性管理层两个角度对公司投、融资政策进行广泛研究，其观点在投资领域的影响力日渐扩大。

关于管理层非理性的研究主要集中在管理层过度自信假设上。Ro11(1986)最早将管理层“过度自信”概念引入到对公司投资行为的研究之中，他认为，管理层的过度自信可以用来解释收购公司过度支付给被收购公司这一过度投资的特殊形式，其称之为“狂妄假说”。Heaton(2002)认为，在公司内部资源充足时，过度自信的经理会高估投资项目价值而投资过度；当内部资源不足时，则由于高估公司价值而不愿增发股票为新项目融资而导致投资不足。管理层过度自信将导致高的公司投资—现金流敏感度，此与融资约束和代理问题无关。Malmendier, Ulrike 和 Tate(2005)以股票期权执行期作为经理过度自信的代理变量，发现经理人过度自信的确影响公司投资。

另外，公司管理层的非效率投资行为也可以从公司管理层对非理性投资者的理性反应中得到解释。首先，当外部投资者对公司未来过度乐观时，即使管理层以最大化公司长期价值为行为基准，但如果拒绝投资于投资者认为盈利的项目，投资者将抛售公司股票，导致公司股票价格下降，使公司面临被收购的风险。其次，由于代理问题的存在，公司管理者更可能基于私有收益的考虑最大化股票

短期价格，主动迎合投资者的情绪配置资本（即迎合机制）。此外，在信息非对称环境下，如果公司管理层认为投资者掌握一些他们不知道的信息，因而重视投资者观点时，可能会把投资者的盲目乐观误解为理性乐观，从而投资于净现值为负的项目。近期来，已有一些实证结果为投资者情绪扭曲公司投资行为提供了初步证据。Baker, Stein and Wurgler (2003)的检验建立在 Stein (1996)预测的基础上，发现股票依赖程度高的公司其实际投资对股价的敏感度更高；Chirinko and Schaller (2001)对数据结构加以限制，发现了日本市场股价泡沫影响投资的证据。Polk and Sapienza (2004)检验了迎合机制，发现当股票错误定价预期持续较长时间、或股东具有较短的投资期限时，公司更容易发生过度投资行为。

四、国外相关研究评析

以上文献以英美为代表的发达市场经济国家为研究背景，其对于公司投资—现金流敏感度以及如何遏制自由现金流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。现实对 MM 定理假设前提的违背形成有关投资—现金流敏感度的两种主要解释，而由于这些国家经济发展的相对有序性与公司治理结构的相对完善性，一般来讲，自由现金流代理问题主要存在于大型、成熟且缺乏成长机会的企业之中，尽管一些实证研究文章对其予以支持，但是从问题的普遍性、经验数据分析的支持力度以及研究重点来看，基于资本市场信息非完美性的融资约束理论对这些发达市场经济国家中公司投资—现金流敏感度的解释更为有力。

另外，单就自由现金流代理问题而言，相当一部分文献对其并非仅满足于证明其存在性的证明，而是更侧重于对其如何治理进行探讨，恰当的股利、负债等公司财务政策的设计以遏制公司管理层的过度投资行为成为与自由现金流代理问题相关的研究重点之一。

第二节 国内研究概况

国内与本篇论文主题相关的研究近几年有一定进展，我们在此分投资—现金流敏感度问题、上市公司过度投资成因以及负债对公司投资行为的影响这三个方面，择代表性文献予以介绍并适度评析。

一、投资—现金流敏感度问题

国内对投资—现金流敏感度问题的研究已取得一定的成果，主要代表性文献有：冯巍（1999）以 135 家制造业上市公司 1995-1997 年财务数据为研究样本，以年度分红派息预案作为公司是否存在融资约束的划分标准，实证研究结果表明，尽管内部现金流对企业投资存在普遍影响，但该现象对于存在融资约束的企业尤为显著。

何金耿、丁加华（2001）以我国 1999-2000 年度上市公司财务数据为研究样本，以股息支付率的高低对样本进行划分，得出投资—现金流敏感度随股息支付率的降低逐步增高的结论，然而，当引进 $Q*CF/K$ 为解释变量时，其系数为负且显著不为零，表明当公司价值下降时，现金流对公司投资的影响力将增强，他们认为，我国股息发放率并不能反映公司面临信息成本的高低，低股利支付率是为了保持较高的自由现金流量，其强投资—现金流敏感度源于自由现金流代理问题。

俞乔，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。

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。

魏锋（2004）以我国制造业上市公司 1998-2002 年数据为研究对象，研究了融资约束、不确定性和公司投资行为之间的内在联系。其以股利支付率与公司规模为企业是否存在融资约束的划分标准，研究结果表明，低股利支付率公司与中小规模公司由于面临较强的融资约束而具有更高的投资—现金流敏感度。

张冀、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。

二、有关上市公司过度投资成因分析

上述有关投资—现金流敏感度分析方面的文章中，对自由现金流代理问题的验证本身就是对我国上市公司过度投资问题存在性的有力证明，当然，有关该问题成因的分析也吸引了众多学者的注意力。

刘朝晖（2002）针对我国上市公司国有股和法人股一股独大引起的公司法人治理结构不完善、投资效率低下的问题，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的动因和模式。该模型的推导与结论指出，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因非效率投资而最终走向崩溃。

潘敏、金岩（2003）运用一个包含有信息不对称和我国现有股权制度安排下的股东目标差异等因素在内的企业股权融资投资决策模型，分析了我国上市公司股权融资偏好下过度投资的形成机制。分析结果表明，即使不考虑信息不对称因素，我国上市公司同股不同权、流通股比例偏低的股权制度安排也会导致股权融资下股东过度投资行为的发生；当同时考虑信息不对称和我国股权制度安排的特殊性时，我国上市公司股权融资下过度投资发生的可能性更要大得多。

贺振华（2006）认为寻租动机是各地方普遍存在过度投资的一个很重要的原因。即使各地方的重复建设行为不能够给政府官员们带来职务晋升与地方福利的提高，如果他们能够从投资建设中获得一定个人私利，则该权力寻租行为将不断推动地方投资规模的增长。

郝颖、刘星、伍良华（2007）从内部人控制与寻租这两个方面对我国企业资金配置效率低下的成因予以阐释，在双重代理框架下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，模型研究和扩展分析表明：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；在国有股权虚设和内部人控制下，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，引发了企业的过度投资行为；经营者寻租和国有代理人补偿行为的相互作用，使过度寻租力度与过度投资规模相互作用，形成恶性循环。

三、负债对公司投资行为的影响研究

对一问题的存在性及其成因的探讨目的往往在于寻求相应的解决方案。较之投资—现金流敏感度问题,有关负债对公司投资行为影响在我国的研究尚处起步阶段,成为近年来公司财务方面的研究热点之一。

李胜楠、牛建波(2005)使用2000-2002年间的面板数据,检验了我国上市公司的负债水平与投资支出之间的关系及影响机制。实证结果表明,在国有股比例低的公司中,高负债抑制了高成长性企业的投资支出;国有股比例高的公司中,高负债既没有约束低增长性公司的过度投资也没有抑制高成长性公司的正常投资。

柳建华(2006)从预算软约束的视角,实证检验了我国上市公司银行负债率对公司投资行为的影响。研究表明,总体上我国上市公司银行负债率抑制了投资规模的扩张;但相对于非国有控股上市公司,国有控股上市公司因具有更强的约束软约束预期,银行负债对其投资规模扩张的抑制作用较弱;相对于中央国有控股上市公司,地方国有控股上市公司的银行负债对其投资规模扩张的抑制作用更弱。

何源、白莹、文翘翘(2007)通过建立负债融资对大股东过度投资行为的相机治理模型,试图探讨负债融资对大股东控制下公司投资行为的影响机制。研究发现:控股股东持股比例越高,因谋取私有收益而导致过度投资的趋势就越弱;负债融资能够抑制控股股东的过度投资行为,尤其是来自与控股股东具有很强谈判能力的债权人的融资,从而有效保护中小股东的利益。

四、国内相关研究评析

国内近年来相关问题的研究成果为我们进一步的研究打下了坚实的基础,然而,国内就相关问题的探讨,大多尚处于模仿阶段,其与我国国情的契合度稍逊于对外文文献的借鉴。例如对我国公司投资—现金流敏感度现象的解释,由于外文文献中大量讨论的是有关资本市场信息不对称而引发的融资约束问题,故我国国内文章也多以公司存在外部融资约束的假设为前提展开研究,而实际情况是:由于我国股权融资低成本以及预算软约束的存在,我国上市公司外部融资约束问题并不突出,大量上市公司具有高额现金持有量,募集资金投向的随意变更与委

托理财业务、上市公司配股增发资金流入股市进行短线炒作的投机行为此起彼伏^①。股利分配也与大股东意向和国家政策息息相关^②，能否作为上市公司融资约束的标准还很难界定。而有关负债对于公司投资的作用问题，例如企业成长机会的衡量，我国国内文章主要借鉴外文文献，以托宾 Q 为主要代理变量，而该变量由于我国大量非流通股份的存在、股票市场投机气氛的过分浓厚而颇有值得商榷之处。

^① 对该问题的详细论述见第四章第一节。

^② 对该问题的详细论述见第六章开篇。

第三章 研究背景

我国近年来经济的高速发展与处在经济转型期的事实为我们的研究工作提供了广阔的素材,研究工作的继承性与发展性支持我们在上述文献的基础上对我国上市公司自由现金流、过度投资行为及负债治理问题进行进一步的研究。本文借鉴 Strong and Meyer(1990)、Richardson(2005)等人的研究成果,用公司财务数据对我国上市公司自由现金流与过度投资规模进行直接衡量,在大样本下检验我国上市公司过度投资—自由现金流高敏感度的存在性,随后以上市公司终极产权归属为依据进行样本划分,探讨不同产权归属下我国上市公司过度投资行为的严重程度、成因以及银行负债对该行为的治理作用。

为了更好的理解该研究思路的恰当性,同时为随后正式的系列分析进行适度铺垫,我们首先对我国全体非金融类上市公司最终控制人情况及其各年度投资状况进行全面的统计性描述,以期增强直观上的感悟力及全局把握力度。该数据皆为本人通过国泰安信息技术公司 CSMAR 数据库及上市公司年报资料收集整理而得,除非个别特殊之处,不再单独注明资料来源。本文所有数据整理与回归分析统一使用 stata8.0 软件。

第一节 上市公司最终控制人概况

一、上市公司最终控制人类型情况统计汇总

表 3-1 总结了我国上市公司 1999 至 2005 年度不同最终控制人类型企业在全部上市公司中所占比例。2001 至 2005 年度数据从上市公司年度报告中“股本变动及股东情况”一栏直接整理而得。鉴于企业最终控制权归属对上市公司各方面行为的重要影响,中国证监会自 2001 年起在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第二号——年报报告的内容与格式》(2001、2002、2003 年修订稿)中规定:自 2001 年度报告起,上市公司必须披露其最终控制人资料。由于 1999 与 2000 年度这方面资料在上市公司年报中未直接披露,故这两年数据我们从中央企业名录、上市公司年报或通过网上查询等多种途径搜索得到。

表 3-1: 99—05 年度不同最终控制人类型企业在上市公司中所占比例

年度	样本比例				样本总数
	中央直属	地方国企	民营企业	其他	
1999	17%	65%	10%	8%	949
2000	18%	64%	12%	6%	1088
2001	18%	62%	13%	7%	1150
2002	17%	58%	17%	8%	1193
2003	17%	54%	22%	7%	1253
2004	18%	50%	26%	6%	1352
2005	18%	49%	27%	6%	1351

注 1: “其他”指的是终极产权掌握在境外法人、集体、学校、职工持股会等手中的上市公司;

注 2: 上市公司各年度年报均从证监会、上交所及深交所网站逐一收集而得, 或有极个别缺漏之处, 望谅。

从表 1 我们可以看出, 民营企业占上市公司总数由 1999 年度的 10% 到 2005 年度的 27%, 增长速度十分可观。

二、我国上市公司股权集中度统计汇总

表 3-2 列出 99 至 05 年度我国上市公司前三大股东持股比例的统计数据。

从表 3-2 我们可以看出, 1999 至 2005 年度我国上市公司股东持股比例相对稳定, 第一大股东的平均持股比例占总股本的 43.07%, 而第二、第三大股东的平均持股比例仅为 8.98% 与 3.55%, 第一大股东的持股比例分别是第二、第三大股东持股比例的 4.79 与 12.13 倍, 第四到第十大股东的持股比例更少。我国上市公司的股权结构呈现出高度集中、一股独大的特点, 这决定了第一大股东在公司决策中往往一言九鼎, 公司行为处处渗透第一大股东意志的格局。

表 3-2: 1999—2005 年度我国上市公司前三大股东持股比例

年度	第一大股东		第二大股东		第三大股东		第四至第十合计	
	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev
1999	45.33	18.08	8.05	8.25	3.24	3.63	6.02	5.79
2000	45.10	18.15	8.27	8.43	3.24	3.79	5.56	5.66
2001	44.13	17.70	8.33	8.34	3.30	3.82	5.30	5.31
2002	43.48	17.40	8.79	8.51	3.42	3.85	5.62	5.47
2003	42.60	17.22	9.26	8.61	3.66	4.02	5.73	5.76
2004	41.84	16.81	9.78	8.71	3.89	4.10	6.23	5.92
2005	40.34	16.22	9.82	8.67	3.90	4.07	6.44	5.68
合计	43.07	17.39	8.98	8.55	3.55	3.93	5.86	5.68

表 3-3: 2005 年度不同类型上市公司第一大股东持股比例分布

第一大股东持股比例	中央直属	地方国企	民营企业
$Sshr \leq 20$	4.6%	6.19%	14.29%
$20 < Sshr \leq 30$	17.99%	18.43%	50.55%
$30 < Sshr \leq 40$	14.64%	18.88%	12.09%
$40 < Sshr \leq 50$	15.90%	16.31%	11.26%
$50 < Sshr \leq 60$	25.52%	20.85%	8.52%
$60 < Sshr \leq 70$	13.39%	15.11%	3.30%
$70 < Sshr$	7.95%	4.23%	0
样本个数	239	662	364

在表 3-3, 我们依据上市公司最终控制人性质的不同对样本进行划分, 考察第一大股东持股比例分布的不同特点, 考虑到各年度大股东持股比例的相对稳定性, 我们在此仅列出 2005 年度的统计数据。从表 3-3 我们可以看出, 中央直属与地方国有上市公司中第一大股东具有绝对控制权(以第一大股东持股比例大于 50%为衡量标准)的企业分别达 46.86%与 40.19%, 处于相对控股(以第一大股东持股比例在 20%与 50%之间为衡量标准)地位的企业分别占 48.53%和 53.62%; 而对于民营上市公司, 第一大股东处于绝对控股地位的比例仅为 11.82%, 有 73.89%的民营上市公司第一大股东处于相对控股地位, 当然, 考虑到民营企业往往为家族控制, 第一与第二、第三大股东之间普遍存在血缘或其他密切关系, 我们认为, 民营上市公司第一大股东对其公司的实际控制能力要高于上表数据所显现出的状态。

自 1932 年 Berle 与 Means 的经典论著《现代公司与私有财产》问世以来, 企业的所有权和控制权与其经营绩效之间的关系就成为经济学家文献中经常讨论的一个议题。而对企业所有权与控制权结构的分析则基本上沿着两个相互关联的方向发展: 一是股权集中度, 亦即股东的控制度; 二是控股股东的类型(刘芍佳, 孙霏, 刘乃全 2003)。对于股东控制度的研究, 传统文献大都致力于寻找一个特定的持股水平标准来区分所有者控制型企业与管理者控制型企业, 进而检验两类企业的经营绩效、各种企业行为规律等是否存在差异; 而近期的讨论则围绕集中持股对公司绩效的正向或反向影响进行(Shleifer 与 Vishny, 1986, 1997)。由于我国上市公司基本上处于“一股独大”的状态, 第一大股东对企业强有力的控制表现的非常明显, 在这种情况下, 第一大股东的性质, 而非其持股比例注定

对企业行为产生更为深远的影响。近几年在对我国上市公司行为规律探讨的方法上，已有一些学者（例如：张冀、李辰，2005；徐莉萍、辛宇、陈工孟 2006）以控股股东的类型进行样本划分，而且该划分不再停留在国有股权、法人持股等含糊不清的方法上，而是通过追踪上市公司的终极产权探讨不同最终控制人类型对企业行为的影响，该方法亦为本文所采用。

三、不同最终控制人类型上市公司的行业分布特点

上市公司行为除了受最终控制人性质的强烈影响外，其所处行业的整体发展状况对单个企业的生产经营亦具有决定性作用，故我们有必要对不同性质（此处的“不同性质”即指最终控制人类型，以后文中未特别标明者皆同）上市公司的行业分布情况进行汇总，下表为我国上市公司 2005 年度行业分布的统计结果。

从表 3-4 我们可以看出，对于中央直属企业，其主要分布在基础工业、公用事业等带有垄断性质的行业。就地方国有企业而言，由于其达到上市公司总家数的 49%，故就其数量而言，除信息技术、纺织、金融等行业以外，在其他行业基本上都占据主导地位；就其主要集中的行业来看，既有采掘、石油化学、交通运输等基础垄断性行业，也有食品饮料、商业贸易等民用类行业。而对于民营上市公司，分布较多的行业有两类，一为农林牧渔、纺织、房地产等竞争激烈的民用类行业，另外是医药、信息技术等风险型高科技行业。

由上述分析我们可以看出，不同性质企业其行业分布差别很大，故本文对各类型企业的分析往往采用经过行业调整后的数据（本企业自身该年度指标减去所处行业该年度指标的中位数），消除行业间发展不平衡给每个企业带来的差异，力求探寻企业自身行为的规律性。

表 3-4: 2005 年度我国不同最终控制人类型上市公司行业分布

行 业	总数	行业内百分比		
		中央直属	地方国企	民营企业
农林牧渔	32	12.5	50	34.38
采掘业	24	29.17	62.50	8.33
制造业				
食品饮料	59	6.78	64.41	23.73
纺织	61	13.11	36.07	37.70
造纸、印刷	27	0	74.07	25.93
石油、化学	149	18.79	53.69	23.49
电子	44	18.18	47.73	22.73
(非)金属	123	13.01	62.60	20.33
机械、设备	216	26.39	40.74	27.78
医药	94	11.70	40.43	38.30
其他	13	15.38	15.38	61.54
电力煤气水	21	35.00	56.67	6.67
建筑业	24	29.17	50	20.83
交通运输	56	21.43	67.86	8.93
信息技术	82	29.27	18.29	39.02
商业贸易	77	7.79	68.83	20.78
金融	9	33.33	33.33	22.22
房地产	54	3.70	51.85	37.04
服务业	37	16.22	59.46	13.51
综合	102	10.78	36.27	40.20
合 计	1351	17.69	49.00	26.94

第二节 上市公司投资现状统计汇总

一、上市公司总体投资规模汇总

我们在本节对投资规模进行总结性描述。首先，我们对本文衡量投资规模的三个指标予以介绍：

(1) $I_{i,t}/K_{i,t-1}$ 为本年度固定资产投资与期初总资产的比率。其中： $I_{i,t}$ 为本年度构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额， $K_{i,t-1}$ 为期初固定资产净值，该指标用以衡量固定资产自身规模的增长速度；

(2) $TI_{i,t}/TA_{i,t-1}$ 为本年度固定资产与长期资产投资的总和与期初总资产的

比率。其中， $IA_{i,t}$ 的计算公式为：本年度 {[构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金+购买和处置子公司及其它营业单位所支付的现金+权益性投资所支付的现金+债权性投资所支付的现金]-[处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额+购买和处置子公司及其它营业单位所收到的现金+收回投资所收到的现金]}，该指标采取扩大化的概念衡量投资；

(3) $\Delta TA_{i,t} / TA_{i,t-1}$ 为总资产增长率，即总资产在 t 年度的变化与年初总资产的比值。

在此基础上，我们就 1999 年至 2005 年间我国上市公司投资规模进行了汇总，统计结果见表 3-5：

表 3-5：上市公司 1999 至 2005 年度总体投资规模汇总

年 度	$I_{i,t} / K_{i,t-1}$	$TI_{i,t} / TA_{i,t-1}$	$\Delta TA_{i,t} / TA_{i,t-1}$
1999	17.12%	6.25%	9.88%
2000	18.74%	7.89%	14.78%
2001	21.97%	3.37%	9.83%
2002	19.75%	5.56%	8.60%
2003	22.75%	6.31%	14.32%
2004	25.32%	8.62%	14.81%
2005	24.05%	8.27%	11.37%
平 均	21.38%	6.61%	11.94%

注：计算方法为，当年度所有上市公司平均投资额除以期初平均总资产（固定资产净值），该方法实为以期初总资产（固定资产净值）为权重的上市公司各年度加权平均投资增长率，以下计算方法与此同

从表 3-5 我们可以看出，在这 7 年中，我国上市公司的投资规模一直保持着高速增长，尤其是 04、05 年，上市公司投资呈显著增长态势。进一步的，我们将上市公司投资增长速度依行业进行划分，发现各行业的投资规模基本上均表现出强劲的增长，没有体现出太大差异，限于篇幅，未进行报告。

二、不同最终控制人类型上市公司投资规模对比分析

下面，我们以 $I_{i,t} / K_{i,t-1}$ 为例，依据企业最终控制权的不同对上市公司的投资增长速度进行分样本考察，统计结果见表 3-6：

表 3-6: 1999—2005 年度上市公司固定资产投资增长速度统计——分样本

年 度	中央直属	地方国企	民营企业
1999	10.54%	19.71%	21.64%
2000	13.01%	19.95%	26.90%
2001	18.39%	21.94%	34.26%
2002	17.66%	19.79%	33.69%
2003	22.29%	21.48%	30.42%
2004	24.39%	24.89%	30.39%
2005	24.55%	23.90%	21.12%
平 均	18.69%	21.67%	28.35%

从表 3-6 我们可以看出, 平均来讲, 1999 至 2005 年度这七年间, 民营上市公司的投资增长率最高, 固定资产增长率年平均达 28.35%, 分别为地方国企与中央直属企业的 1.31、1.52 倍, 从各年度的数据来看, 除 2005 年以外, 每年民营上市公司的投资规模都为最高, 而中央直属企业的投资规模在这 7 年中有 5 年最低。考虑到我国上市公司每年 5%至 8%的最终控制人类型变更, 而且有相当的比例为其他类型的企业转为民营, 民营企业的持续高投资增长率是否包含有民营化初期对企业大规模改造的因素? 为了排除该因素的影响, 我们对 2001 至 2005 年度这 5 年间最终控制人类型未发生变更 (未考虑类型内最终控制人发生变更的情况) 的 927 家上市公司 01 至 05 年度的投资规模进行汇总, 数据显示, 2001 至 2005 年度这 5 年间, 民营上市公司的固定资产平均增长率为 32.60%, 而地方国企与中央直属企业为 22.16%和 21.47%; 对于分年度数据, 这五年中, 有四年民营企业的投资增长率最高。该数据排除了上述疑惑, 进一步支持了我们从表 3-6 中总结出的规律。

三、结语

我国整体的国有企业改革无不渗透着产权归属与企业行为规律之间关系的探讨与争论。从上述描述性统计量我们可以很明显的看出, 我国上市公司中民营企业的发展呈现强劲的上升态势, 而且, 由于最终控制人的不同, 公司各方面行为特征也差别甚远。中央直属企业多处于国家垄断行业, 总体投资扩张规模最小; 民营企业多处于竞争激烈或者高风险行业, 其投资规模基本上历年保持最高规模的增长。

上市公司如何决定投资规模？其投资增长速度与产权归属是否具有一定的内在联系？我国上市公司投资总体上持续的强劲态势是否合意尚难论断，民营上市公司长期保持这样大的投资规模原因何在？带着这些问题，我们在下文展开一系列的分析与探讨。

第四章 自由现金流与过度投资

本章意在检验我国上市公司自由现金流代理问题在不同最终控制人类型企业中的存在性,并且借助对公司自由现金流运用的分析考量不同最终控制人类型企业过度投资行为的严重程度。经过一系列实证分析我们发现,我国上市公司过度投资与自由现金流之间呈现强的正相关关系,并且,地方国有企业与民营企业更倾向于过度投资。

本章结构安排如下:第一节提出有关自由现金流与过度投资之间关系的可检验假设;第二节提出本章自由现金流与过度投资指标的构建方法,该方法亦为本文第六章所采用;第三节运用我国上市公司财务数据对上述可检验假设予以验证和讨论;第四节对我国上市公司自由现金流的运用进行详尽分析,以进一步挖掘不同最终控制人类型上市公司各自的投资规模与过度投资行为的严重程度。

第一节 可检验假设的提出

现实世界对MM定理假设前提的违背导致了高的公司投资—现金流敏感度,然而,外部融资约束与公司内部自由现金流代理问题皆可引致该现象的发生,那么,中国上市公司究竟面临的是哪一种情况呢?我们认为,尽管我国上市公司与外部投资者及银行之间信息不对称程度很高,但对于我国国有控股上市公司而言,由于股权融资低成本与预算软约束的存在,其具有更多的是与西方“融资约束”相反的各种外部“融资便利”(饶育蕾、汪玉英,2006)。

首先,我国证券市场建立的初衷蕴含有相当大的“为国有企业解困”的成份,而其后运作又由于高投机性更成为上市公司的“圈钱”工具。上市公司在盈余管理手段和各种渠道联系方面尽其所能,极力从这一充满中国特色的丰厚资源中分得一杯羹;而由于我国股票发行一级市场与二级市场间的高额价差,外部投资者对新股发行及配股增发行为也趋之若鹜。然而,进行配股增发的上市公司果真各个都有那么好的发展前景需要大规模投资?非也。刘少波、戴文慧(2004)以2000至2002年6月所有在股市进行筹资的322家公司为样本,研究发现其中76%的公司变更了募集资金投向,上市公司资金闲置问题突出。候毅(2004)研究表

明，债务负担轻或者近期实施股权融资的公司倾向于委托理财。马曙光、黄志忠、薛云奎（2005）以 1999 至 2001 上市公司财务数据为样本，研究表明配股资金自配股除权日起三个月之后进入股市，增加了股票市场的货币供应量，促使股票价格上涨。

其次，我国多年的经济市场化改革远未触及国有企业与国有银行共同的国家所有权归属的实质，在国家信誉的隐性担保下，预算软约束问题^①依然长期困扰我国的经济。田利辉（2005）以 1994 至 2003 年度上市公司数据为样本，通过分阶段比较银行市场化改革前后企业负债与企业经理代理成本之间的关系，并未发现银行市场化改革后预算约束对国有企业变“硬”的迹象。施华强（2005）研究表明，剔除 1999 年和 2003 年、2004 年中央政府对四家国有商业银行不良贷款的大规模政策性剥离因素之后，四行的不良贷款率和不良贷款余额一直在高位徘徊。许多国有企业即使经营不力，甚至到资不抵债的地步，也依然可以依靠国有银行的输血行为长期维持，更何况得到上市这样稀缺资源的公司？

在股权融资低成本与约束软约束的共同作用下，植根于高度规范的市场化运作环境中的、由融资约束所引致的投资不足现象在我国上市公司中远非主流。相反的，基于我国国有企业严重的“股权泛化”而滋生出的自由现金流代理问题更具有现实的研究意义。王韬、李梅（2004）认为，从我国国有所有权的根本归属来看，名义上我国国有资产归亿万人民共有的特征使得人人所有就等价于人人没有，我国上市公司股权呈现高度泛化的特征。从我国上市公司的管理层次来看，国有财产一般要经过六个环节才能落实到实际经营者手中，即：全民——国家——国有资产管理部——国有资产管理公司——董事会——经理，而国有经济中的初始委托人——即名义上的所有者，无论是作为个人还是作为一个整体的公民，并不具有谈判、签约的能力。于是，中央政府、地方政府和企业经理人员均成为其代理者。随着代理级数增多，产权保护的动机具有衰减倾向，因此，处于多层委托代理链最下方的经理人员，在没有真正股权所有者的有效约束下，从事以自身利益为价值取向的活动并不难理解。在我国上市公司中，管理层持股制度远未普及，外部经理人市场也未见规模，管理层具有很强的从公司规模扩大中获取各种货币与非货币收益的欲望，其中货币收益主要来源于经营规模越大，显性报酬

^①由于本文第六章正是以预算软约束为视角分析负债对公司过度投资的治理作用，故对预算软约束概念的详细介绍见第六章第一节。

越多的事实,非货币收益来源于控制权收益,包括经营大规模的企业带来的威望、地位、多方面的精神回报、各种有形无形的在职消费等,在现阶段我国的国有企业中,控制权收益的一部分还表现为政治收益。自由现金流作为公司管理层唾手可得的闲置资金,用于大规模投资以实现私有收益最大化正是基于现行制度下个人自利心态的显化形式之一,故我们提出本章可检验假设 I:

我国国有上市公司存在明显的自由现金流代理问题,公司过度投资规模与内部自由现金流量呈显著的正相关关系。

由于我国在司法体系、法律执行力度、减少腐败等方面依然存在诸多问题,在远离权力中心的地方,法律和法规的有效执行会有很大困难,故较之中央政府而言,地方政府行为在各方面的规范化程度往往表现的更弱;更何况,由于各地上市公司其对本地经济发展与当地官员的政绩颇具影响,更增强了其向政府游说与寻租行为成功的概率。而中央直属企业规模一般很大且多属于关系国计民生的支柱性行业,其各方面行为面临中央部委更大力度的监管,由此我们认为,与中央直属企业相比,地方国有企业管理层自利行为更为严重。故我们提出假设 II:

与中央直属企业相比,地方国有上市公司存在更为严重的自由现金流代理问题。

以上为我们对国有上市公司管理层行为的分析,下面我们来考虑民营上市公司。从其第一大股东持股比例的相对集中我们可以推断:我国民营上市公司中,大股东对小股东利益的侵害问题较之股权高度分散下股东—管理层代理问题更为突出。民营企业大股东存在将其他股东的资产向自我进行转移的强烈动机,这对公司的发展与成长具有相当大的潜在危害。然而我们认为,与在所有者缺位的国有企业中将现有资产进行掏空的行为存在差别的是,私有产权归属下大股东对中小股东利益的侵害往往要以公司实际盈利为前提,其本身在该公司持有巨额股份的事实对其盲目扩大规模,投资于负 NPV 项目,从而直接损害公司价值的行为具有极大的约束力。生产经营产生的自由现金流如果不能通过各种途径转移至自然人名下,满足其各种消费或进行其他获利性活动,也并不会象国有企业管理层那样热衷于从规模扩张中获取与投入极不相称的些许私有收益,故我们在此提出本章的可检验假设 III:

与国有上市公司相比,我国民营上市公司股权相对集中的特点与其本身私有产权属性抑制了公司内部自由现金流代理问题的发生。

从第三章不同最终控制人企业在我国上市公司中比例的分年度统计中我们可以看出,尽管民营上市公司近年来发展很快,然而,我国上市公司中国有性质企业仍然为主流,其行为特点在全部上市公司中具有代表性意义,故我们提出假设IV:

在以全部上市公司为样本的混合数据回归下,公司过度投资行为将与内部自由现金流呈现显著的正相关性。

由于经验数据分析一般是按先全样本,后分样本的顺序进行,故我们在本章也遵循此惯例首先检验假设IV,然后在分样本下对假设I至III进行同时检验。

第二节 自由现金流与过度投资指标的构建

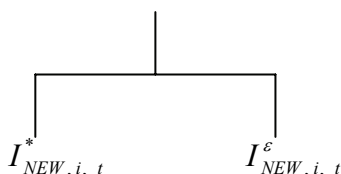
本文借鉴 Strong and Meyer(1990)与 Richardson(2005)等人的研究思路,对自由现金流与上市公司过度投资规模进行直接度量。

我们定义总投资 (I_{total}) 为构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金 ($CAPEX_t$), 减去处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额($SalePPE_t$), 即:

$$I_{TOTAL,t} = CAPEX_t - SalePPE_t$$

继而我们将总投资分解为两个部分: 1) 保持企业现有生产能力的投资 (下文称为保持性投资), $I_{MAINTENANCE}$; 2) 企业新项目的投资, I_{NEW} 。本章用于保持性投资的代理变量为公司的折旧与摊销费用,它是公司本年度进行生产经营而发生的固定资产以及其他长期资产损耗规模的近似度量,我们假设,公司只有对这部分损耗进行补偿才能保有现存生产能力。最后,我们再将 I_{NEW} 分解为两部分: 公司对正 NPV 项目进行的适度投资部分, I_{NEW}^* ; 以及企业的非效率投资部分, I_{NEW}^e 。此分解如下图所示:

$$I_{TOTAL,i,t} = I_{MAINTENANCE,i,t} + I_{NEW,i,t}$$



投资的非效率部分可正可负，我们将正的非效率投资定义为过度投资，负的部分定义为投资不足。

自由现金流在本章定义为企业生产经营性现金流在进行保持性投资与适度投资之后的剩余部分，其计算公式为：

$$FCF = CFO - I_{MAINTENANCE} - I_{NEW}^*$$

其中： FCF 表示公司自由现金流； CFO 表示公司生产经营性现金流净额，该指标可直接从现金流量表中提取； $I_{MAINTENANCE}$ 与 I_{NEW}^* 分别表示上文的保持性投资与适度投资。

为清晰起见，我们将上述计算过程归纳如下：

表 4-1-1：投资分解

+ 构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金	$CAPX$
- 处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额	$SalePPE$
= 总投资	I_{TOTAL}
- 保持性投资（即折旧与摊销费用）	$I_{MAINTENANCE}$
= 公司的新项目的投资	I_{NEW}
- 对正 NPV 项目进行的适度投资部分	I_{NEW}^*
= 企业的非效率投资	I_{NEW}^{ϵ}

表 4-1-2: 现金流分解

+ 企业生产经营性现金流量净额	CFO
- 保持性投资 (即折旧与摊销费用)	$I_{MAINTENANCE}$
- 适度投资部分	I_{NEW}^*
= 自由现金流	FCF

第三节 经验数据分析

一、公司适度投资水平的确定

为了对上述指标进行估计, 我们首先需要对公司的适度投资水平进行衡量, 公司金融领域有大量的文献对公司适度投资水平如何确定进行研究 (e.g., Hubbard 1998, Lamont, 2000, Barro, 1990 and Bates, 2005), 我们参考以往文献, 用以下计量模型对之进行估计:

$$I_{NEW,i,t} = \alpha + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 * ROA_{i,t} + \beta_3 * age_{t-1} + \beta_4 * I_{NEW,i,t-1} + \Sigma Year Indicator + \Sigma Industry Indicator + \varepsilon_{i,t} \quad (4-1)$$

本模型用于刻画企业在未受任何融资约束的情况下, 依据其成长机会、经营状况、上市年龄以及企业投资规模的惯性确定企业该年度适度投资规模。其中: $I_{NEW,i,t}$ 是第 t 期上市公司对新项目的投资。 $Q_{i,t-1}$ 为上市公司 $t-1$ 期期末的 Tobin'Q 值, 用以刻画企业的成长机会, 我们预计新项目的适度投资部分为企业成长机会的增函数。

$ROA_{i,t}$ 是公司绩效代理变量, 计算公式为: (营业利润+财务费用) / 年度资产总计均值。我们认为, 资本的本性在于对利润的追逐, 投资向高利润领域的涌入是微观资本配置有效性的表现形式之一, 其结果导致不同行业利润的平均化趋势。该公式与资产报酬率的计算方法极为类似, 只是以营业利润对利润总额进行了替代, 可称之为“修正的资产报酬率”。之所以采取上述计算方法, 其一是为了准确度量企业的经营能力, 我们对企业的财务费用予以剔除, 以消除负债对企业经营能力度量的影响; 其二, 为了避免企业利用营业外收支等项目对净利润或者利润总额进行操纵的可能性, 我们采用营业利润而非净利润或者利润总额对企

业经营状况进行衡量。

age_{t-1} 为企业的上市年龄，以往的研究文献发现，在成长初期，企业往往具有大规模投资的倾向，随着逐渐走向成熟，增量投资有衰减之势。另外，考虑到企业投资的持续性，我们又加入了滞后一期的投资水平。

我们同时加入行业虚拟变量与年度虚拟变量以控制未由企业成长机会与经营绩效解释的公司层面的投资变动，需引起注意的是，加入这些变量使我们对过度投资的估计产生低估现象，例如，当过度投资行为是某些行业在某些时期的整体现象——这在我国很常见，而我们的模型却将把这些过度投资行为归为适度投资，在后文中，我们将针对这种可能性作进一步的稳健性检验。

我们定义该回归模型的预测值为我们对新项目投资中适度部分的估计 (I_{NEW}^*)；正的残差即我们所定义的过度投资 (I_{NEW}^e)。

二、数据与样本选择

本文的数据主要来自香港大学中国金融研究中心与深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的 CSMAR 数据库，补充数据来自 wind 与 ccer。本文以我国 1999 至 2005 年间所有的非金融类上市公司为初选样本，依据本文的研究目标，我们又对初选样本进行如下筛选：

1. 剔除出现财务困境或无正常营运能力的样本。其中包括 ST、PT 公司；本期主营业务收入小于或等于零的公司；本期资产负债率大于 1 或者小于 0 的公司。这些一般都是经营亏损严重甚至丧失持续经营能力的公司，其行为规律不能等同正常经营的企业来分析，故需从研究样本中删除。
2. 剔除当年新上市或者发生配股、增发行为的公司。本文的研究重在于分析企业自由现金流以及负债水平对公司投资行为的影响，然而，公司上市当年的股市融资以及随后的再融资行为，例如配股与增发，将对公司当年的投资行为产生重大影响，包含这部分样本将对我们的研究结论产生严重干扰，应予以剔除，当然，股权融资对上市公司投资行为的影响举足轻重，尤其考虑到我国股票市场建立的初衷以及股权融资低成本引发上市公司对股权融资的强烈偏好，该部分亦为令人感

兴趣的研究领域之一，限于两领域的差别，我们在此仅对企业自由现金流以及负债水平对公司投资行为的影响予以单独研究，排除股权融资的影响。

- 剔除财务会计数据或指标缺失的公司。本文需要用到上市公司的有关财务数据或指标，但由于信息披露、指标计算或者数据库的问题，某些数据的缺失减少了我们的样本总量。

经过以上筛选，我们最终获得 5809 个样本，占上市公司 1999 至 2005 年度全部初选样本的 70.57%。在进行经验数据分析时，我用年度期初总资产对所有的财务指标进行标准化（用年度销售额对其进行标准化得到的结果与之相似）。

三、回归分析

1. 描述性统计量

主要指标的描述性统计量如表 4-2 所示：

表 4-2：回归模型中各变量的描述性统计量汇总

	<i>Mean</i>	<i>Std Dev</i>	<i>P1</i>	<i>Q1</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>P99</i>
I_{TOTAL}	0.064	0.085	-0.033	0.012	0.038	0.088	0.354
$CAPX$	0.068	0.084	0.000	0.014	0.041	0.091	0.357
$SalePPE$	0.004	0.018	0	0.000	0.000	0.001	0.066
$I_{MAINTENANCE}$	0.026	0.021	0.000	0.014	0.022	0.035	0.092
I_{NEW}	0.038	0.081	-0.066	-0.006	0.014	0.058	0.315
CFO	0.054	0.102	-0.237	0.008	0.051	0.102	0.319
Q	1.481	0.528	0.951	1.144	1.322	1.643	3.435
ROA	0.040	0.066	-0.188	0.016	0.042	0.071	0.221

注： $P1$ 表示 1%分位数的数据值； $Q1$ 表示 25%分位数的数据值； $Q3$ 表示 75%分位数的数据值； $P99$ 表示 99%分位数的数据值；下文采取此表示法时其意义皆与此表同。

从上表我们可以看出，公司的年平均投资规模为其资产总额的 6.4%，其中，总投资的 42.62%为保持性投资，57.38%为新项目投资。

2. 投资期望模型的回归结果与分析

表 4-3 报告了各类投资期望模型的回归结果。

表 4-3: 各类投资期望模型的回归结果

变量	符号预计	模型				
		I	II	III	IV	V
Q	+	0.003 (1.03)				0.006*** (2.31)
ROA	+		0.322*** (16.09)			0.257*** (12.24)
Age	-				-0.004*** (-7.32)	-0.004*** (-7.33)
$I_{NEW,t-1}$	+				0.137** (2.48)	0.112** (2.37)
<i>Year Indicators</i>		No	No	Yes	No	Yes
<i>Industry Indicators</i>		No	No	Yes	No	Yes
<i>constant</i>		0.034*** (9.17)	0.025*** (23.15)	0.538*** (23.92)	0.049*** (4.60)	0.030*** (3.04)
<i>Adjusted R²</i>		0.0003	0.067	0.043	0.080	0.154

以上模型 I 至 V(即计量模型 4-1)用以衡量上市公司的适度投资与过度投资规模。模型 I 仅以企业成长机会为解释变量,之所以首先列示该模型,是因为参考众多国外文献,作为市场对公司发展前景的综合性评价,该指标应与上市公司的投资规模具有很强的正相关关系。本文以年度混合数据的稳健性标准误 OLS 模型对之进行估计,该模型为 White(1980)序列相关与异方差标准误模型的一般化形式(下文回归皆采取此形式)。然而,以我国上市公司 1999 至 2005 年度数据进行回归,其估计系数 β_1 仅为 0.003,且不具备统计意义上的显著性,调整 R^2 只有 0.0003。从模型 I 中我们可以看出,在我国,托宾 Q 对公司投资行为的解释力度极为有限,其原因可能与我国股票市场投机气氛浓厚,股票价格反映的未必是市场对公司前景的评价、且上市公司股本中存在大量非流通股份有关。

随后的模型对模型 I 中的解释变量进行了一定的添加与修改。在模型 II 中,我们单以企业的经营绩效作为解释变量对公司的新投资项目进行回归。该指标不仅在 1%水平上显著,而且估计系数 β_2 等于 0.322,对该系数的经济解释为:企业经营绩效(ROA)增长 1%,公司投资规模将增长 0.322%,其调整 R^2 达到 0.067,

解释力度远远超过托宾 Q 。可见在我国，公司的基本面信息对公司的投资规模具有相当的影响力，经营绩效好的公司更有能力与理由扩大生产规模，而托宾 Q 并非我国上市公司成长机会很好的度量。

仅包含行业效应（在此我们以证监会行业 13 级分类为基础，其中工业又按二级目录进行了细分）与年度效应的模型 III 解释了企业新项目投资 4.3% 的变化；包含上市年龄、滞后期投资水平与行业及年度控制变量的模型 IV 对企业新项目投资具有 8% 的解释力度；模型 V（既本章计量模型 4-1）包含了托宾 Q 以及公司经营绩效在内的所有解释变量，其对 I_{NEW} 的总的解释力度为 15.4%。回归中解释变量的符号与预期相符，公司的适度投资规模随着公司成长机会、经营绩效、滞后期投资水平的增加而增加，随着公司上市年龄的增长而减少。

在随后的数据分析中，我们对适度投资规模 I_{NEW}^* 与过度投资 I_{NEW}^ε 的确定采用了模型 V 的回归结果（出于数据的稳健性考虑，我们又以表 3 中的模型 I 至 IV 为基础对数据进行处理，其回归结果基本类似，为简略起见，在此未列示结果）。

表 4-4 对样本中有关自由现金流方面的财务数据进行了描述性统计。从下表我们可以看出，公司年平均现存资产产生的净现金流为总资产的 2.7%，在减去公司的适度投资之后（均值为公司总资产的 3.8%），公司平均出现 1.1% 的资金短缺；总体来讲，44.1% 的样本出现正的自由现金流。

表 4-4：自由现金流方面财务数据的描述性统计

	<i>Mean</i>	<i>Std Dev</i>	<i>P1</i>	<i>Q1</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>P99</i>
CF_{AIP}	0.027	0.097	-0.244	-0.013	0.027	0.071	0.277
I_{NEW}^*	0.038	0.032	-0.033	0.019	0.037	0.056	0.110
I_{NEW}^ε	0	0.075	-0.119	-0.037	-0.013	0.018	0.258
FCF	-0.011	0.094	-0.274	-0.050	-0.009	0.032	0.230

3. 公司自由现金流与过度投资回归结果

我们以公司的自由现金流为解释变量，以过度投资指标为被解释变量（由于

本章主要分析公司自由现金流与过度投资之间的关系,故以后的回归分析集中于 $I_{NEW}^{\varepsilon} > 0$ 的 2203 个样本之中),在对公司特征进行控制之后进行混合年度数据回归,回归模型如下所示:

$$I_{NEW,i,t}^{\varepsilon} = \alpha + \delta_1 FCF_{i,t} < 0 (> 0) + \delta_2 fixasset_{i,t-1} + \delta_3 abh_dum_{i,t} + \delta_4 size_{i,t-1} + \delta_5 cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-2)$$

$$I_{NEW,i,t}^{\varepsilon} = \alpha + \delta_1 FCF_{i,t} + \delta_2 (FCF_dum_{i,t} * FCF_{i,t}) + \delta_3 fixasset_{i,t-1} + \delta_4 abh_dum_{i,t} + \delta_5 size_{i,t-1} + \delta_6 cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-3)$$

对于计量模型 4-2: $I_{NEW,i,t}^{\varepsilon}$ 为公司本期过度投资规模; $FCF_{i,t}$ 为公司本期自由现金流量,其中: $FCF < 0$ ($FCF > 0$) 为 FCF 小于零 (大于零) 的样本。其余四项为公司控制变量,其中: $fixasset_{i,t-1}$ 为公司期初固定资产比率,为期初固定资产与期初总资产之比,我们认为,当企业固定投资比重较高时,企业规模的扩张往往表现在固定投资规模的扩大上,故我们预计其与企业固定资产的过度投资行为呈现很强的正相关关系; $abh_dum_{i,t}$ 为度量公司是否双重上市的哑变量,当企业仅在 A 股市场发行股票时设为 0,当企业同时发行 B 股或者 H 股时设为 1,我们认为,双重上市公司由于各种披露制度的严格而更趋规范,具有抑制管理层过度投资的可能性; $size_{i,t-1}$ 为公司期初规模的代理变量,以公司上期主营业务收入的对数表示,我们认为,规模小的企业往往具有更为强烈的投资扩张冲动; $cash_{i,t-1}$ 为公司期初现金持有比率,计算方法: 期初现金余额/期初总资产,我们认为,期初现金余额高的公司其管理层更倾向于将之视为可控资金的一部分,用于“帝国建立”等目的的过度投资。

与模型 4-2 相比,模型 4-3 仅在解释变量中增加了自由现金流哑变量与自由现金流的交互乘积项,其中:自由现金流哑变量以 FCF_dum 表示,如果样本的自由现金流小于或等于 0,我们设之为 0;反之设为 1。

表 4-5 报告了模型 4-2 与模型 4-3 的回归结果。

表 4-5：我国上市公司过度投资与自由现金流回归结果

变量	符号预计	模型 4-2		模型 4-3
		$FCF < 0$	$FCF > 0$	<i>total</i>
<i>FCF</i>	+	0.019 (0.60)	0.357*** (9.35)	0.012 (0.37)
<i>FCF_dum*FCF</i>	+			0.344*** (6.90)
<i>fixasset</i>	+	0.112*** (8.83)	0.118*** (8.45)	0.115*** (12.15)
<i>abh_dum</i>	-	-0.015* (-1.89)	-0.017** (-2.21)	-0.016*** (-2.92)
<i>size</i>	-	-0.003* (-1.89)	-0.003 (-1.64)	-0.004** (-2.49)
<i>cash</i>	+	0.130*** (5.77)	0.064** (2.45)	0.099*** (5.78)
<i>constant</i>	+	0.067 (1.64)	0.063 (1.50)	0.075*** (2.59)
<i>Adjusted R²</i>		0.07	0.12	0.10
样本个数		1112	1091	2203

表 4-5 的回归结果显示了过度投资与自由现金流之间关系的非对称性：当公司具有正的自由现金流时，自由现金流前的系数 δ_1 等于 0.357，并在 1% 的显著性水平上显著；而当公司的自由现金流为负时， δ_1 等于 0.019，并且不具备统计上的显著性，此时公司过度投资与自由现金流的弱化趋势源于公司投资尚依赖外部资本市场。模型 4-3 的回归结果显示：自由现金流哑变量与公司自由现金流量的乘积项前系数 δ_2 为 0.344，并且在 1% 的显著性水平上显著，表明 $FCF < 0$ 与 $FCF > 0$ 的样本相比，系数 δ_1 的差别具有统计上的显著意义，该回归结果支持了本章的可检验假设 IV——在以全部上市公司为样本的混合数据回归下，公司过度投资行为与内部自由现金流呈现显著的正相关性。

该回归不仅在解释变量的显著性方面完全符合预期，而且调整 R^2 达到 0.10，由于该模型的解释力度是对公司新投资支出其他决定因素（图表 3 的模型 V——即适度投资期望模型 4-1 解释了公司新投资支出的 15.4%）的边际贡献水平，因此，模型 4-1 与 4-3 联合起来看可以说对公司层面的投资支出进行了相当程度的解释。

四、稳健性检验

为了考察上述过度投资与自由现金流之间正相关关系的稳健性，我们针对特定的质疑进行了一系列检验，下文将对之进行逐一报告。

1. 度量公司投资机会的其他指标

本章适度投资期望模型 4-1 在建模主导思想上存在的一个潜在缺陷为：以公司绩效为基础衡量公司投资的适度性，其在一定程度上涵盖了公司治理水平的高低，并不完全是对公司当年投资机会的反映；更何况该指标取自财务数据，而财务数据的最大缺点在于前瞻性的不足，这些将对公司过度投资指标衡量的准确性产生一定的冲击，而偏差程度又不易衡量。为了弥补该方法的缺陷，我们在下文将采取一种非绩效因素的公司适度投资指标的度量方法，以期对公司过度投资与自由现金流之间的关系进行进一步的检验。

我们将每家公司的新项目投资 I_{NEW} 与其所处行业的年度投资规模中位数， I_{NEW}^{IND} 相比较，将行业年度投资规模中位数 I_{NEW}^{IND} 作为本行业每家公司适度投资规模 I_{NEW}^* 的度量，将 I_{NEW} 与 I_{NEW}^{IND} 的差值作为该公司过度投资指标 I_{NEW}^e 的度量（该度量方式的缺陷在于：将行业投资规模的中位数作为该行业发展前景的替代变量，未确立行业整体投资规模是否过度或不足，但是该缺陷也为上文适度投资期望模 4-1 型所有）。在不考虑公司绩效的情况下，模型 4-3 中 $FCF_dum * FCF$ 前的系数虽然只有 0.032，但是其 t 值为 6.09，依然在 1% 的显著性水平上显著，支持了公司过度投资与自由现金流之间强的正相关关系。

2. 过度投资及自由现金流的度量误差

我们所使用的简化形式的适度投资期望模型可能会由于单个企业的度量误差而受到质疑。为了尽量减轻对该问题对回归结果的影响，我们使用组合的方法重新估计过度投资与自由现金流之间的关系。我们将所有样本随机的分为 200 个组合，对这些组合分别计算其过度投资与自由现金流的平均数，利用组合内的平均数进行回归，其调整 R^2 为 0.045， $FCF_dum * FCF$ 前的系数为 4.32，且在 1% 的显著性水平上显著，换为中位数数据我们得到了类似的结果。由于在随机

生成的组合内部取平均数消除了单个公司计算该指标时可能出现的偏差，我们在此得到的过度投资与自由现金流之间的正相关关系排除了偶然性误差所导致的影响。

3. 过度投资与自由现金流之间的相关关系是否源于指标构建方法本身特点对该回归结果的另一类批评来自于我们对指标构建方法的选择。根据我们计算自由现金流的方法，其又可以写为： $FCF = CF_{AIP} - I_{NEW} + I_{NEW}^{\varepsilon}$ ，而过度投资指标正是 I_{NEW}^{ε} ，这样，本文所论述的公司过度投资与自由现金流之间的相关关系可能是由本文框架下的指标构建方法所引致。

对该质疑的一个有利回击在于：本文的回归结果显示，公司过度投资与自由现金流之间的关系是非对称性的，且主要集中于具有正的自由现金流的样本之中。如果该统计上显著的相关关系为指标的构建方法所引致，这一正相关关系应具有普适性而非主要集中在某一类子样本中。

尽管上述提法富于逻辑性，我们还是进行了其他的稳健性检验以消除此忧虑，我们认为其中最简单的方法即为：直接对 I_{NEW} 和 CF_{AIP} 进行回归以消除投资与现金流同时减去 I_{NEW}^* 所产生的系统性影响。其计量模型形式如下：

$$I_{NEW,i,t} = \alpha + \delta_1 CF_{AIP,i,t} + \delta_2 (CF_{AIP_dum_{i,t}} * CF_{AIP,i,t}) + \delta_3 fixasset_{i,t-1} + \delta_4 abh_dum_{i,t} + \delta_5 size_{i,t-1} + \delta_6 cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-4)$$

其中： CF_{AIP_dum} 是对 CF_{AIP} 设立的哑变量，当 CF_{AIP} 小于或等于 0 时令其为 0，反之设为 1。与表 4-5 中的回归结果类似，该模型也表现出了公司过度投资与自由现金流之间的非线性关系，其中 $FCF_dum * FCF$ 前的系数为 0.215，t 值为 5.95，在 1% 的显著性水平上支持了本章的可检验假设 IV。

4. 保持性投资指标的缺陷

本框架下的保持性投资被认为是公司为维持其现有的生产经营能力所必需进行的投资，我们使用公司本年度的折旧与摊销费用近似度量该指标，然而，如果折旧与摊销费用的计算并未准确的刻画该公司生产经营对于资产的消耗，就会产生该指标的度量偏差问题，这尤其是表现在公司无形资产摊销的计算方面。弥

补上述缺陷的一个备选观点是：将公司的所有投资（包括保持性）都看作是可控的，公司应完全依据本身的发展前景制定投资计划，不再考虑保持性投资，此时，我们应对 I_{TOTAL} 而不是 I_{NEW} 进行分解。我们依此思路进行数据分析，结果与模型 4-1 的回归结果类似，用计量模型 4-1 中的解释变量对 I_{TOTAL} 进行回归，调整 R^2 甚至高达 0.32，模型 4-3 中 $FCF_dum_{i,t} * FCF_{i,t}$ 前的系数为 0.242，t 值为 4.78，在 1% 的显著性水平上支持本章可检验假设 IV。

以上各种稳健性检验与模型 4-1 的回归结果在结论上具有内在的一致性。当然，为了行文的统一性，我们在对样本作进一步划分以探求我国不同最终控制人上市公司投资行为的规律时，我们依然首先采用计量模型 4-1 的指标构建方法进行回归。

五、对样本依最终控制人类型作进一步的划分

以上回归与各种稳健性检验皆在全样本下进行，然而，针对不同最终控制人类型的上市公司，假说 I 至 III 是否成立？下面，我们首先以适度投资期望模型 4-1 为基础进行分样本检验，随后分析该方法存在的不足之处及我们的弥补措施。

1. 回归分析

在发生过度投资行为（即 $I_{NEW}^e > 0$ ）的企业中，我们考察最终控制人类型的不同对企业自由现金流与过度投资之间关系的影响。

在此，我们依然使用上文的模型 4-3，回归结果见表 4-6。

对于表 4-6，我们观察 $FCF_dum * FCF$ 前的系数 δ_3 ，对于中央企业， δ_3 等于 0.211，t 值在 5% 的显著性水平上显著；在地方国有企业样本中， δ_3 等于 0.377，t 值在 1% 的显著性水平上显著；而民营上市公司样本中的 δ_3 等于 0.471，t 值在 1% 的显著性水平上显著；比较三者的差别我们可以看出，当企业具有正的自由现金流时，尽管各类型企业的管理层都有利用它进行过度投资的倾向，但该行为在地方国有企业与民营企业样本中显得尤为突出。

表 4-6: 公司自由现金流与过度投资之间的关系——分样本回归

变量	符号预计	模型		
		中央企业	地方国企	民营企业
<i>FCF</i>	+	-0.030 (-0.45)	0.042 (0.99)	0.014 (0.13)
<i>FCF_dum*FCF</i>	+	0.211** (2.33)	0.377*** (5.99)	0.471*** (2.90)
<i>fixasset</i>	+	0.109*** (6.09)	0.117*** (9.93)	0.113*** (3.44)
<i>abh_dum</i>	-	-0.010 (-1.06)	-0.010 (-1.54)	-0.025 (-1.02)
<i>size</i>	-	-0.004 (-1.47)	-0.002 (-1.11)	-0.002 (-0.45)
<i>cash</i>	+	0.072** (2.20)	0.110*** (4.63)	0.110** (2.45)
<i>constant</i>	+	0.086 (1.50)	0.041 (1.04)	0.051 (0.59)
<i>Adjusted R²</i>		0.11	0.13	0.05
样本个数		350	1266	403

以上结论似乎预示了我们本章所提假设并不能够完全成立。为了比较这三类企业 δ_2 的差别是否具有统计意义上的显著性，我们对上市公司设立最终控制人类型哑变量，其中：当上市公司的终极控制权掌握在中央手中时，我们令 *kind_1* 等于 1，否则为 0；当上市公司在地方政府的控制之下时，我们令 *kind_2* 等于 1，否则为 0；当上市公司的终极控制人为自然人时，我们令 *kind_3* 等于 1，否则为 0。我们将该哑变量与自由现金流的交互乘积项加入计量模型 4-3 形成模型 4-5，对具有正的自由现金流且发生过度投资行为的企业样本进行回归。

模型 4-5 如下所示：

$$I_{NEW}^{\varepsilon} = \alpha + \delta_1 FCF_{i,t} + \delta_2 (kind_2_{i,t} * FCF_{i,t}) + \delta_3 (kind_3_{i,t} * FCF_{i,t}) \\ + \delta_4 fixasset_{i,t-1} + \delta_5 abh_dum_{i,t} + \delta_6 size_{i,t-1} + \delta_7 cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-5)$$

表 4-7 列示了模型 4-5 的回归结果。

表 4-7 的数据显示，在中央直属企业与地方国有企业的样本比较中，*kind_2*FCF* 前的系数为 0.240，t 值在 1% 的显著性水平上显著，表明与中央直

属企业相比，地方国企在企业存在正的自由现金流时，会将该资源更多的用于过度投资；在中央直属企业与民营企业的样本比较中， $kind_3*FCF$ 前的系数为 0.281，t 值在 5% 的显著性水平上显著，表明民营企业与地方国有企业具有类似的倾向性；而在地方国企与民营企业间的样本比较中，我们发现 $kind_3*FCF$ 前的系数不显著，表明地方国企与民营企业在利用自由现金流进行过度投资的力度方面不具有统计意义上的差别性。

表 4-7：上市公司自由现金流与过度投资——分样本比较

变量	符号预计	比较样本			总回归
		中央与地方	中央与民营	地方与民营	
FCF	+	0.181** (2.33)	0.190** (2.30)	0.484*** (4.79)	0.184** (2.26)
$kind_2*FCF$	+	0.240*** (2.61)			0.234** (2.42)
$kind_3*FCF$	+		0.281** (2.18)	-0.066 (-0.57)	0.299** (2.36)
$fixasset$	+	0.128*** (8.42)	0.098*** (3.68)	0.123*** (7.23)	0.120*** (8.15)
abh_dum	-	-0.011 (-1.30)	-0.015 (-1.03)	-0.015 (-1.50)	-0.013 (-1.59)
$size$	-	-0.004 (-1.63)	0.002 (0.64)	-0.002 (-0.59)	-0.002 (-0.73)
$cash$	+	0.084*** (2.78)	0.044 (1.02)	0.074** (2.31)	0.071*** (2.58)
$constant$	+	0.063 (1.28)	-0.047 (-0.65)	0.027 (0.53)	0.020 (0.44)
$Adjusted R^2$		0.149	0.104	0.132	0.135
样本个数		828	347	843	1009

以上结论对我们提出的假设 I 与 II 予以实证方面的支持，表明我国国有上市公司中严重的自由现金流代理问题的存在，而且，该问题在地方国有上市公司中表现的尤为突出。但是，对于民营上市公司，经验数据的结论与我们提出的假设 III 严重相违，为何民营上市公司中亦存在过度投资与内部自由现金流之间强烈的正相关关系？按照我们通常的理解，该行为似乎有悖于其私有产权属性下以利润为导向的理性行为。为了进一步确定我们数据分析的准确性，我们对以上回归进行了进一步检验。

2. 稳健性检验

对于分样本回归，一个明显的问题是：以资产报酬率为基础的公司适度投资期望模型的偏差性。从表 4-3 各种投资期望模型的回归中我们可以看出，表 4-3 中的模型 II，即单纯以企业资产报酬率为解释变量对 I_{NEW} 回归，其解释度已达 6.7%（总回归模型 V 的解释度为 15%），然而，我国不同控制人类型的企业在收益的获取方面具有地位上的非平等性。对于中央直属企业，其主要以关系国计民生的重点行业为主，特别是诸如石化、电讯、能源等垄断性行业，这样，一方面，这些企业的大股东和管理者受到来自中央部委更大力度的监管（张冀、李辰，2005），自由现金流代理问题相对减少；但另一方面，其分布行业的垄断性注定了其绩效衡量方面的偏差。而对于民营企业，其主要分布在高度竞争性行业之中，又并非国家的主要扶植对象，绩效自然无法与央企相提并论。地方国有企业的经营相对多元化，然而其与政府千丝万缕的联系也甚难割舍。在下文对各类型企业的绩效分析中我们可以看出，央企的绩效高于地方国企，而地方国企的绩效又好于民企，但是这些绩效是否真实的反映了各企业的管理水平以及发展前景尚难定论。依据我们的回归模型，资产报酬率对 I_{NEW} 的回归系数显著为正，这就意味着对绩效好的企业赋予了更大的适度投资规模，然若企业绩效的衡量本身并不客观，则公司投资期望模型的建立本身也就存在相当的缺陷。

为了回应对该问题的质疑，我们用企业主营业务成本率取代资产报酬率对 I_{NEW} 进行回归。之所以用该指标，一方面是因为企业的成本管理水平在一定程度上是从一側面对企业综合治理水平的反映；另一方面，依据后文的数据，民营企业虽然在总资产报酬率指标上逊于国有企业，但其成本率却显著低于国企—无论是央企还是地方国企，运用该指标可以对民营企业赋予相对大的适度投资规模比重，如果上文数据中民营企业的过度投资是由于其资产报酬率偏低引起，那么，用主营业务成本率对企业适度投资规模进行衡量将在一定程度上纠正该偏差，由于民营企业的成本率总体来讲控制的比国企好，用该指标进行回归甚至有可能产生纠正过度的情况。我们将该指标带入适度投资期望模型 4-1 取代资产报酬率进行回归，主营业务成本率对 I_{NEW} 的回归系数为 -0.056，t 值为 -7.75，在 1% 的显著性水平上显著，调整 R^2 等于 0.124，略小于模型 V 的结果，在此基础上我们对计

量模型 4-3 与 4-5 进行分样本回归与比较，结果与表 4-7 极为类似。另外，我们还对上文的各种稳健性检验进行了分样本回归，结果支持我们的结论：地方国有与民营上市公司更倾向与利用公司内部自由现金流进行过度投资。

以上是在对分样本进行进一步检验所得出的结论。地方国有企业倾向于过度投资在我们心中是一普遍性概念，各方面数据支持我们对国有企业投资行为的分析。依照我们对民营企业的行为特点分析，由于其产权归个人所有，经营绩效与个人利益紧密相连，在投资方面本应以利润为导向，持相当谨慎的态度，然而，数据却与常理相悖，假设Ⅲ的失败激发了我们对民营上市公司投资行为特点的进一步思考。

当然，以上回归结果只是说明与中央直属企业相比，地方与民营企业中正的自由现金流将被更多的用于过度投资，并不能说明这二者的过度投资行为比央企更为严重，因为，即使企业发生很严重的过度投资行为，也可能是通过外部筹资的方式予以资金方面的支持，并不见得只是依赖企业内部现金流。综合考虑各种融资因素，与中央直属企业相比，地方国企与民营企业的整体过度投资行为是否更为严重？对该问题的回答我们尚需借助对企业自由现金流的运用分析再下定论。

第四节 自由现金流的运用

本章集中讨论我国上市公司自由现金流下的过度投资行为，通过上文对我国上市公司过度投资与自由现金流之间的回归分析我们可以很清楚的看到，相当比例的自由现金流被我国上市公司管理层用于过度投资，而且，该问题在地方国有企业与民营企业中表现的尤为突出。然而，过度投资仅为自由现金流多种运用方式之一，通过下文对自由现金流运用方式的进一步分析我们可以得出结论：当企业具有正的自由现金流时，上市公司平均过度投资规模为自由现金流量的 11%，但不同样本间表现出很大的差异性，其中：中央直属企业此时依然出现 10%（用公司自由现金流量进行标准化）的投资不足，而地方国有企业与民营企业此时的过度投资比率却分别高达 15%与 24%；当企业自由现金流为负时，虽然总样本显示我国上市公司此时平均出现 8%的投资不足，而且中央直属与地方国有企业

分别以 15%与 10%的比例对适度投资规模进行消减，但此时民营企业却依然采用高额负债政策以维持其适度投资规模，各方面数据皆显示我国民营上市公司强烈的投资扩张冲动，其力度远远超过我们普遍认为代理问题非常严重的地方国有企业。

一、自由现金流运用方式分解

利用公司财务报表信息我们可以将自由现金流的运用分为五个部分，分别是：1) 过度投资，即 I_{NEW}^{ε} ；2) 分配股利、利润或偿付利息所支付的现金，以 $paying$ 表示；3) 增加现金持有量，即 $\Delta cash$ ；4) 偿还债务，以 $\Delta Debt$ 表示；5) 其他运用， $Other$ 。上述分类以等式表示，即为：

$$FCF_t \equiv I_{NEW,t}^{\varepsilon} + paying_t + \Delta cash_t + \Delta Debt_t + Other_t$$

其中： FCF_t 与 $I_{NEW,t}^{\varepsilon}$ 为依据本文上述框架计算的自由现金流与过度投资指标，具体请参见图表 4-1-1，4-1-2； $paying_t$ 项，即“分配股利、利润或偿付利息所支付的现金”，该项可从现金流量表中直接取得； $\Delta cash_t$ 等于资产负债表中期末货币资金与期初货币资金的差额； $Other_t$ 为现金流量表中：“支付的其他与投资活动有关的现金—收到的其他与投资活动有关的现金+支付的其他与筹资活动有关的现金—收到的其他与筹资活动有关的现金—汇率对现金的影响—其他对现金的影响”的余额。

本来自由现金流的运用有可能涉及权益资本的增减，但由于在本文的样本中对当年新上市或者发生配股、增发行为的公司样本进行了剔除，而我们上市公司又鲜见股票回购与减资者，故权益资本的变化在此未予考虑。企业自由现金流除了用于股利、利息的支付、过度投资、增加现金持有或者其他用途外，剩下的即为对债务的偿付，由于对此项的直接计算涉及较多的财务报表科目，包括对银行的长、短期债务、对供应商的商业往来信用等，故在此采用倒挤法进行计算，即以 FCF_t 与其他四项运用的减项来表示。

二、我国上市公司自由现金流运用分析

表 4-8 的第一部分对自由现金流的使用进行了描述性统计分析。“其他运用”的变异很小，下文的分析对之忽略。

表 4-9 将总体划分为具有正的自由现金流和具有负的自由现金流的两个子样本进行进一步的分析，侧重于自由现金流符号不同的情况下其分配使用流向。

表 4-8：自由现金流的运用——全样本

	<i>Mean</i>	<i>Std Dev</i>	<i>P1</i>	<i>Q1</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>P99</i>
<i>FCF</i>	-0.010	0.094	-0.274	-0.050	-0.009	0.032	0.230
I_{NEW}^E	0	0.075	-0.119	-0.037	-0.013	0.018	0.258
<i>paying</i>	0.028	0.020	0	0.015	0.024	0.036	0.096
$\Delta cash$	0.009	0.098	-0.220	-0.033	0.002	0.042	0.338
$\Delta Debt$	-0.046	0.129	-0.448	-0.092	-0.023	0.016	0.211
<i>Other</i>	-0.002	0.043	-0.138	-0.003	0	0.000	0.126

从表 4-8 可以看出，“分配股利、利润或偿付利息所支付的现金”一项具有最小的标准差，*P99* 与 *P1* 之间的跨度也最小，概因虽对股利或利润的支付有较大的随意性，然利息支付却具有一定的刚性，在我国资产负债率各上市公司之间差别不大的情况下，该项的变异程度也较小。而“偿还债务”一项不仅具有最大的标准差，而且其均值与中位数结为负，表明上市公司在持续增加其负债经营的力度。

表 4-9：自由现金流的运用——分样本

来源 与运用	<i>FCF > 0</i> <i>n</i> = 2562			<i>FCF < 0</i> <i>n</i> = 3247		
	<i>Mean</i>	<i>Std Dev</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>Std Dev</i>	<i>percent</i>
<i>FCF</i>	0.057	0.065	100%	-0.064	0.078	-100%
I_{NEW}^E	0.006	0.081	11%	-0.005	0.070	-8%
<i>paying</i>	0.031	0.022	53%	0.026	0.018	40%
$\Delta cash$	0.033	0.102	57%	-0.009	0.090	-14%
$\Delta Debt$	-0.010	0.117	-19%	-0.074	0.131	-115%
<i>Other</i>	-0.001	0.048	-2%	-0.002	0.038	-3%

注：以上数字由于四舍五入的原因可能有小范围的偏差；*n* 表示样本个数。

从表 4-9 可以看出,对于具有正的自由现金流的样本来讲,其平均用途如下:11%用于过度投资;53%用于对股东与债权人的支付;57%用以增加公司的现金持有量;然而,这三项的汇总已超过企业内部产生的自由现金流量,其弥补主要来源于对外债务的增加,比例为 19%;以及从其他杂项方面获得 2%的来源,在企业具有正的自由现金流的情况下,平均来讲上市公司也未将之用于偿还债务,而是进一步的扩大负债额度。

对于具有负的自由现金流的企业来说,情况就大不相同了,其 8%以消减投资来弥补;14%消耗其期初的货币资金;3%来自于其他;引人注目的是,在企业现金流为负的情况下,公司依然要有大量的资金用以对股利、利润以及利息的支付,其比例高达 40%,而这一切的开销主要来自公司负债的高度增长,表 4-9 显示,当企业自由现金流为负时,其负债的增加是其本身自由现金流量绝对值的 1.15 倍,可见,在企业自由现金流为负的情况下,企业除了消减必要的投资支出、消耗自身的现金余额外,最主要的来源为借债。

相较而言,对于具有正的自由现金流的企业来讲,其 11%用于过度投资;而对于自由现金流为负的企业来讲,8%的现金来源由对正 NPV 项目的消减来获得。可见,我国上市公司不仅在存在正的自由现金流的情况下倾向于利用之进行过度投资,而且,公司过度投资行为的整体严重程度也与内部自由现金流的额度息息相关,考虑到第二个子样本,即自由现金流为负的情况下,公司即使对外借债高达 115%,依然对公司的必要性投资进行了消减,该数据表明我国上市公司中过度投资行为更可能发生在具有正的自由现金流的企业之中。

三、进一步的样本划分

下面我们对于不同最终控制人类型企业其自由现金流运用方面的差别予以分析。表 4-10 列示了在存在正的自由现金流的企业中,由于最终控制人类型的不同而显示出的现金流运用方面的差别:

表 4-10: 正自由现金流的运用——按最终控制人的不同进行样本划分

来源 与运用	中央直属		地方国企		民营企业	
	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>percent</i>
<i>FCF</i>	0.067	100%	0.052	100%	0.063	100%
I_{NEW}^{ε}	-0.007	-10%	0.008	15%	0.015	24%
<i>paying</i>	0.032	48%	0.031	59%	0.027	43%
$\Delta cash$	0.041	60%	0.029	54%	0.040	62%
$\Delta Debt$	0.002	3%	-0.013	-25%	-0.020	-31%
<i>Other</i>	-0.001	-1%	-0.002	-3%	0.001	2%

从上表可以看出,企业在产生正的自由现金流的情况下,虽然就不同最终控制人类型的企业而言,他们都会把很大的份额用于利息与股息的支付与货币资金的保持,然而,此时企业在投资与对外融资的政策方面则存在着相当的差别。在投资方面,对于中央直属企业,尽管现金流充裕,然而,与其适度投资规模相比,还是会出现 10%的投资不足现象;而对于地方国企与民营企业来讲,企业由生产经营活动产生的正自由现金流中,分别有 15%与 24%被用于过度投资。另一个与之有一定相关性的明显差别在于企业在具有正的自由现金流的情况下的对外融资政策问题。央企在此时将 3%的比例用于对外债务的消减,而地方国企与民营企业在此时的负债状况依然是加重的,债务的增长总量分别为其内部产生的正的自由现金流量的 25%与 31%。可见,地方国企与民营企业的经营政策总体来说具有强烈的扩张性:即使在现金流充裕的情况下,依然会依靠负债数量的进一步扩张以支持其高额的现金持有与过度投资政策,而高额的现金流持有量,毋庸置疑,为今后进一步的扩大投资作了铺垫,该结论与图表 4-7 对正的自由现金流且发生过度投资行为企业的组间比较检验相互印证。为何后两者与央企相比具有明显的过度投资倾向?该问题引人深思。

表 4-11 列示了在存在负的自由现金流的企业中,由于最终控制人类型的不同而显示出的现金运用方面的差别。

表 4-11 显示了上市公司在存在现金流不足的情况下,不同最终控制人类型企业的现金来源与运用情况。与企业存在正的自由现金流的情况明显不同的是,此时地方国有企业与中央直属企业具有类似的表现,两者在投资政策方面与民营企业迥异。中央与地方国有企业在此时都会对必要性投资规模进行缩减,而民营企业此时依然保持适度投资规模(我们对之进行了是否异于零的 t 检验)。在企

业资金紧张的状况下，民营企业不惜大规模负债以维持其相当的投资规模，该行为模式甚至在普遍认为过度投资现象严重的地方国有企业亦未出现。结合表 4-10，我们看到民营企业在具有正的自由现金流时，其自由现金流的 24% 被用于过度投资，甚至在平均出现 7.5%（以期初总资产为分母）的资金短缺的情况下亦通过借债维持其适度投资规模，而此时包括地方国企在内的上市公司都对投资进行了一定程度的消减，民营企业缘何具有如此强劲的投资扩张冲动？这似乎有违常识，对该问题的剖析将构成本文第五章实证部分的主体。

表 4-11：负自由现金流的运用——按最终控制人的不同进行样本划分

来源 与运用	中央直属		地方国企		民营企业	
	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>percent</i>
<i>FCF</i>	-0.066	100%	-0.059	100%	-0.075	100%
I_{NEW}^{ε}	-0.010	-15%	-0.006	-10%	0.0003	0.4%
<i>paying</i>	0.025	37%	0.026	44%	0.026	34%
$\Delta cash$	-0.010	-16%	-0.007	-12%	-0.016	-21%
$\Delta Debt$	-0.068	-102%	-0.070	-118%	-0.084	-112%
<i>Other</i>	-0.003	-4%	-0.002	-4%	-0.001	-2%

鉴于我们对分样本下以资产报酬率为基础的公司适度投资期望模型的质疑，我们在此将之换为主营业务成本率进行稳健性检验，主要结果如下表 4-12 所示：

表 4-12：以主营业务成本率为基础的稳健性检验——分样本

来源与运用	中央直属		地方国企		民营企业		
	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	<i>Mean</i>	<i>percent</i>	
$FCF > 0$	<i>FCF</i>	0.075	100%	0.057	100%	0.069	100%
	I_{NEW}^{ε}	-0.001	-1%	0.011	20%	0.019	27%
$FCF < 0$	<i>FCF</i>	-0.066	100%	-0.062	100%	-0.078	100%
	I_{NEW}^{ε}	-0.009	-14%	-0.009	-15%	-0.006	-7%

从表 4-12 我们可以看出，当我们以主营业务成本率为企业适度投资规模的衡量指标，在 $FCF > 0$ 的情况下，民营企业与地方国企具有强烈的过度投资冲动；在 $FCF < 0$ 的情况下，三类企业皆出现投资不足的现象，与上文的结论稍有差异，但是我们可以看出，在 $FCF < 0$ 时，央企与地方国企投资不足的比例相当，也与

表 4-11 的数据基本吻合，只有民营企业的非效率投资状况与之不符，当然，由于民营企业的主营业务成本率总体较低，此数据亦符合我们的直觉。在随后对 $FCF < 0$ 情况下进行的 t 检验中，我们发现民营企业此时的非效率投资比例与国有企业具有显著的不同，亦即：在企业存在现金短缺的情况下，民营企业对适度投资规模的消减程度远小于国有企业。出于对该结论稳健性的考虑，我们还用了我们认为与企业业绩与投资机会有相关性的其他解释变量对 I_{NEW} 进行了回归，其结果与表 4-12 类似，总体来讲，民营企业具有最强烈的投资扩张冲动，其次为地方国企。

该结论有些令人迷惑，然而我们又尝试使用其他解释变量度量企业的非效率投资状况，结论总体上具有内在的一致性。普遍的观点认为，由于我国国有企业“股权泛化”问题导致严重的“内部人控制”现象，国有上市公司自由现金流代理问题产生的原因似乎不言自明；然而，我国民营上市公司第一大股东相对较高的持股比例使公司管理层与大股东往往合二为一，民营企业的私有产权属性本应使其投资行为持相当谨慎的态度——依据企业本身的投资机会与经营绩效将投资保持在适度的范围之内，但各方面数据显示出该逻辑与现实的严重违背。我国民营上市公司缘何具有如此强烈的投资扩张冲动？这是否依然可归结为 Jensen(1986)等人所提出的管理层“帝国建造”、“在职消费”等原因，亦即：我国民营上市公司自由现金流与过度投资之间强烈的正相关关系是否也可以用自由现金流代理理论来解释？对该现象存在原因的探寻构成了我们进一步研究的方向与动力。

四、本章局限

本章目的在于集中讨论我国上市公司自由现金流下的过度投资行为，由于总样本及分样本回归分析皆以公司适度投资期望模型为基础，故该模型对公司投资机会反映的客观性与全面性就成为问题的焦点所在。总体来讲，下列问题构成本章研究的主要局限：

1. 由于本章上市公司适度投资规模的计算以回归的方式取得，用回归残差表示公司的非效率投资规模。因回归残差具有总和 $\sum e = 0$ 的性质，故本文的暗含假定为：我国上市公司总体投资规模适度，不存在投资过度或者投资不足的情况，

该假定显然未有任何依据。有关我国上市公司总体投资状况是否适度的相关文献非常多，但结论的可验证性一般都很弱，普遍认为，我国企业的过度投资行为非常严重，如果事实如此，则本文对我国上市公司过度投资的检验方法将出现系统性的低估问题。

2. 对于何谓“适度投资”学术界的观点较为统一：公司投资项目的取舍应建立在本公司实际投资机会的基础之上。然而，如何衡量公司投资机会？在资本市场半强式有效或者弱式有效的前提下，以市场评价为基础而形成的托宾 Q 值不失为一个较好的代理变量，该指标目前广泛运用于英美等发达市场经济国家的学术研究之中，但在我国股票误定价极为严重的情况下，该指标对我国投资行为基本上没有太多解释力度。本文以资产报酬率为主要衡量指标建立公司适度投资期望模型，但该指标的前瞻性具有一定的不足，且对于不同样本其衡量的可比性将受到相当程度的质疑，尽管上文对之进行了一系列的稳健性检验，然而理论永无尽善尽美之时。鉴于准确衡量公司适度投资规模的难度，本章在该领域进行的研究具有一定的尝试性，对其缺憾的弥补构成我今后的努力方向之一。

第五章 我国民营上市公司过度投资原因探讨

以上是我们对不同最终控制人类型上市公司投资行为规律的探寻，对这些现象的揭示固然有其现实意义，但更为重要的应为对该现象下隐藏的经济动因的把握。对于地方国有企业的过度投资倾向，我们很容易联想到我国国有股权泛化下严重的内部人控制，而且经验数据分析也支持了我们的分析假设；然而，对于民营企业，该行为似乎有悖于私有产权下利润导向的经营者理性行为，在股权高度分散的企业所有权结构下我们尚可以管理层私利行为对该现象进行解释，然现实是我国民营上市公司的股权结构亦高度集中，为何我国民营上市公司在大股东与管理者往往合二为一的情况下对投资扩张行为如此情有独钟？

由于本文以经营绩效为主要指标衡量上市公司投资行为的适度性，故对民营上市公司过度投资行为原因的探讨离不开对其经营绩效的进一步分析。以此为主线，本章的结构安排如下：首先，我们对支撑公司投资行为的融资方式予以比较分析，随后，我们对不同控制人类型上市公司的经营绩效予以评价并寻求绩效差别的原因——民营企业的内部控制优于国有企业，然其“草根经济”的本质注定其在生产经营中不得不承受高额政治依附成本与行业竞争成本，而该成本的降低显著依赖于企业规模的扩张，由此得出本章关键性结论：民营上市公司在经营与发展中各方面的不平等待遇为引发其持续大规模投资扩张的本质原因。

第一节 上市公司融资方式分析

与公司投资行为相互交织、密不可分的，为公司融资行为，它为公司投资予以资金方面的支持，是公司投资行为得以存在的前提。欲对公司投资行为进行深入剖析，离不开对支撑其行为的公司的各种融资方式的把握。

公司融资方式有内源性融资和外源性融资之分。内源性融资主要来自留存收益；外源性融资包括外部债权融资和外部股权融资。表 5-1 为我国全部上市公司 99 至 05 年度融资方式比较，表内数据以各种方式融资金额占融资总额的百分比来表示，各项计算公式如下：

融资总额 = 留存收益 + 债权融资 + 外部股权融资；

留存收益=经营活动产生的现金流量净额-分配股利、利润或偿付利息所支付的现金;

债权融资=短期借款、长期借款与应付债券三项变动值合计;

股权融资=增发或配股实际募集资金净额。

表 5-1: 我国上市公司 99—05 年度各种融资方式比较

年 度	内源性融资	债权融资	股权再融资	总融资额
1999	31.58%	36.68%	31.74%	1.38e+08
2000	33.77%	27.12%	39.12%	1.73e+08
2001	31.49%	38.13%	30.38%	1.77e+08
2002	63.89%	26.66%	9.45%	2.03e+08
2003	57.27%	38.67%	4.06%	3.08e+08
2004	54.73%	39.30%	5.97%	3.59e+08
2005	67.10%	26.06%	6.84%	2.97e+08
平 均	48.54%	33.23%	18.22%	2.36e+08

从表 5-1 我们可以看出,内源性融资在 99 至 05 年度的平均比例为 48.54%,是上市公司的第一大资金来源,尤其是在股市衰落的 02 至 05 年度,其平均比例高达 60.75%;债权融资这七年的平均比例为 33.23%,在各种融资和方式中位居第二,但其各年的比例起伏较大;而以配股或增发方式得到的外部股权融资数额则更不稳定,在股票泡沫严重的 2000 年达 39.12%,其后融资比例一路下滑,具体来看,配股或增发融资占融资总额的比例在 99 至 01 年度平均为 33.75%,在 02 至 05 年度平均为 6.58%,这种变化显然与中国股票市场的起伏密切相关。

以上为我国上市公司总体融资状况汇总,由于本文通篇以终极产权归属作为样本划分的标准,接下来我们要考虑的是:最终控制人类型的不同是否会对上市公司融资方式产生影响?直觉似乎是国有企业在取得银行贷款及股权融资方面会占优,然而,统计结果却与之大相径庭。

表 5-2 列出了分样本下各种融资方式的统计数据。

从表 5-2 可以看出,这三类企业在融资方式的选择上具有诸多不同之处。对于债权融资,民营企业在这七年中有六年债权融资比例最高,而中央直属企业在这七年中有六年债权融资比例最低,从平均意义来看,民营企业 99 至 05 年度债权融资的平均比例为 57%,分别是中央直属企业与地方国有企业债权融资比例的 2.71 与 1.46 倍,;对于股权融资,虽然各类型企业的融资比例从分年度角度来看

并无一定之规，但是平均数显示，民营企业股与增发筹资所占比例依然最高；对于内源性融资比例，中央企业在这七年中稳居榜首，而民营企业内源性融资比例却一直最低，01 年甚至成为负数，中央企业在这七年的平均内源性融资比例为 64%，分别为地方国有企业与民营企业的 1.52 与 2.78 倍。

表 5-2：各种融资方式比较——分样本

年度	内源性融资 (%)			债权融资 (%)			股权融资 (%)		
	中央	地方	民营	中央	地方	民营	中央	地方	民营
1999	46	31	12	27	37	50	26	32	38
2000	52	31	18	4	32	43	44	37	39
2001	51	28	-8	36	34	83	13	38	25
2002	83	55	21	14	29	67	3	16	11
2003	84	39	16	14	58	70	3	3	13
2004	64	46	38	29	48	59	7	5	4
2005	69	64	62	20	35	30	11	1	8
平均	64	42	23	21	39	57	15	18	20

综上所述，我们可以得到的初步结论是，一方面，民营上市公司的发展更依赖于外部融资的支撑；另一方面，国有上市公司的生产运营能力高于民营上市公司，然而，对民营企业内源性融资比例偏低的一种可能性解释为，该现象主要为民营上市公司过度分红所致，并非其自身盈利能力低下之故。那么，究竟不同控股股东性质下企业的经营绩效有无实质性差别？

由于本文的主导思想在于以企业经营绩效指标为公司投资期望模型的主要解释变量，亦即：对公司适度投资水平的确定以公司的实际经营绩效为主要衡量标准，并在此基础上考察不同性质企业投资规模大小的倾向性。从上一章的数据分析我们可以看出，我国民营上市公司具有与其本身经营绩效不相匹配的大规模投资扩张冲动，而上表又揭示了民营上市公司历年来持续低的内部留存收益比例，支撑其经济发展与规模扩张的，主要是外部股权与债权融资，那么，究竟不同性质上市公司其经营绩效是否具有一定规律性？原因为何？该状况对于民营上市公司严重的过度投资行为是否具有一定的解释力？我们下一步的研究以上述问题为主线逐步展开。

第二节 终极产权与公司绩效

一、相关文献综述

有关国有产权与私有产权的争论一直是国内外经济理论分析和经验研究的焦点问题。Alchian (1965)提出的理论模型指出：与私有企业相比，国有企业具有与生俱来的低效率特征。随后，大量的理论和经验研究文献都开始考察国有股权的相对效率问题。Shirley 和 Walsh (2000)认为，国有企业天然的低效率特征为公有产权带来的一系列严重问题所引致，如预算软约束、竞争缺乏、追求政府目标导致的行为扭曲、监管失效等。近十多年来全世界范围内掀起的大规模私有化运动似乎从一侧面证实了该论断。

然而，在国有产权上演一系列“公地悲剧”的同时，私有产权的效率也未必尽如人意。国内大量的实证研究就该问题并未形成统一结论。总体来讲，早期的研究多支持私有产权具有较好的绩效，而近期的研究则相反，例如：徐晓东、陈小悦（2003）以 1997 年以前在中国上市的 508 个上市公司 1997 至 2000 年度的 2032 个观察值为样本，研究了第一大股东的所有权性质、第一大股东的变更对公司治理效力和企业业绩的影响，研究发现，第一大股东为非国家股股东的公司有着更高的企业价值和更强的盈利能力，在经营上更具灵活性，公司治理的效力更高，其高级管理层也面临着更多的来自企业内部和市场的监督和激励；张俊喜、张华（2004）亦持上述观点，他们以 1999 至 2001 年度的上市公司为样本，研究发现：民营企业在运营状况、赢利、资本结构和市场评价四大绩效方面的表现都优于非民营企业，但其同时也指出由于民营企业的素质良莠不齐，潜在风险较高；然而，叶勇、胡培、何伟（2005）以 2003 年度上市公司数据为样本，得出的结论是：不同终极控制股东控制的上市公司其净资产收益率没有显著差异；谢三百、谢曙光（2003）以加权每股收益与加权平均净资产收益率为衡量指标，数据显示 1993 至 2000 年间民营上市公司整体表现相对较好，但与其样本数目小有关，且民营上市公司整体赢利能力逐年持续下降，从 2001 年和 2002 年中期两项指标的对比来看，民营上市公司整体业绩水平和赢利能力均低于中国上市公司总体的平均水平，而非主流媒体所认为的“民营公司业绩高于两市平均水平”；持相同观点的还有林乐芬、刘葆金（2004），他们以 1999 至 2002 年间我国 A 股市场的民营上市公司为样本，采用因子分析方法，得出的结论是：民营上市公司的绩效在

2000-2002 年经历了一个下滑的过程，且其绩效低于总体上市公司；对此问题更近期的研究有徐莉萍、辛宇、陈工孟（2006），其以 1999 至 2003 年度的上市公司数据为样本，数据分析结果显示：国有资产管理机构控股的上市公司绩效最差，中央直属企业的绩效表现最好，而地方国企表现居中，私有产权控股股东与中间水平的国有控股股东的表现相似。

本文以 1999 至 2005 年度的上市公司数据为研究样本，依据刘芍佳、孙霏、刘乃全（2003）的思路，通过追溯上市公司的终极产权对样本进行划分。中国上市公司股权结构的典型特点是“一股独大”，由于控股股东所持股份集中度很高，其他中小股东甚至第二、第三大股东都很难对控股股东的经营决策产生实质性影响，中小股东的“集体性缺位”状态使控股股东的动机与勤勉尽职程度成为上市公司经营成功与否的关键因素，故我们主要依据控股股东的性质对上市公司进行分类并展开进一步的研究。

二、研究样本与指标的选取

1. 样本选取

由于本节在于考量不同最终控制人类型上市公司的经营绩效问题，故样本选取与研究自由现金流与上市公司过度投资行为相比相对宽泛。在第四章的研究中，我们根据需要，剔除了出现财务困境或无正常营运能力以及当年新上市或发生配股增发行为的样本，最终样本量为 5809；在此，为了考量不同最终控制人类型上市公司的分样本绩效，我们仅剔除了金融行业以及财务数据缺失的样本，出自回归结果的稳健性考虑，我们对本年度主营业务收入为负的样本以及期间费用的极端值（0.5%）进行了剔除，总样本量为：7589，另外考虑到我们仅对国有企业与民营企业样本予以分析，故对其他性质企业（外资、集体、学校控股等情况）的样本予以删除，最终样本量：7059。当然，为保证研究样本期的统一性，我们依然使用 99 至 05 年度数据。我们随后用同样的方法对第四章的 5809 个样本进行检验，其基本结论不变。

2. 绩效衡量指标的选取

参考前人文献，我们使用的经营绩效衡量指标有：资产报酬率（*ROA*）、单位资产经营性现金流产生能力（*CFOA*）、主营业务成本率（*COR*）、期间费用率（*EOR*）、主营业务成长率（*GROWTH*）。同时，我们以上市公司的规模（以

期初资产总计对数 $\ln asset$ 表示) 与融资约束 (以期初资产负债率 lev 表示) 指标作为控制变量。各项指标的计算过程见表 3:

表 5-3: 指标选取及计算方法

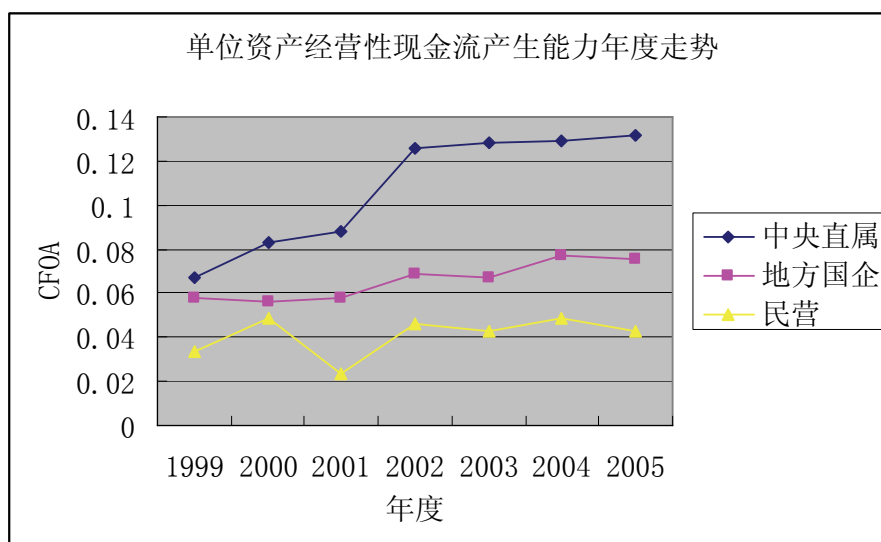
	衡量指标	计算方法
盈利能力	ROA	(t 期营业利润+财务费用) / t 期资产总计均值
	$CFOA$	t 期经营性现金流净额 / t 期资产总计均值
经营效率	COR	t 期主营业务成本 / t 期主营业务收入
	EOR	t 期期间费用 / t 期主营业务收入
成长性	$GROWTH$	t 期主营业务收入 / $t-1$ 期主营业务收入
控制变量	$\ln asset$	t 期初资产总计的对数
	lev	t 期初资产负债率

注: 1. 此处的 ROA 计算方法与第四章第三节的定义一致, 也将财务费用予以剔除;
 2. 本文的期间费用=销售费用+管理费用, 未包含通常期间费用概念所包含的财务费用, 因为财务费用并不反映本文所关注的企业经营中的外联性成本, 更准确的讲, 本文所采用的是一种经过修正的期间费用率指标。

三、绩效年度趋势

为了对不同性质上市公司经营绩效具有一直观上的把握, 我们首先对 99 至 05 年度我国上市公司单位资产现金流产生能力 ($CFOA$) 进行分年度比较, 以下为 $CFOA$ 年度走势图 (数据未经行业中位数调整):

图 5-1: 不同最终控制人类型上市公司 $CFOA$ 年度走势



注: 考虑到我国上市公司规模的差异, 计算时以每家上市公司 (期初资产总计+期末资产总计) / 2 作为权重, 即显示的是加权 $CFOA$ 。

图 5-1 显示,中央直属企业的单位资产经营性净现金流产生能力明显高于其他类型的上市公司,人们普遍评价不高的地方国有企业表现的确欠佳,但其业绩尚略优于民营上市公司。结论似乎有违常识,当然,我们在此尚须考虑到的一种情况是:由于近年国有企业的民营化趋势很明显,是否各年度新的民营企业大都为绩效表现不好的国有企业转化而来,从而加剧了民营企业 CFOA 的逐年下滑?为此,我们对 01 至 05 这五年间未发生最终控制人类型变更的 926 家企业进行了分年度的绩效统计,其结果与全样本下的结论基本类似,由此可知:民营企业绩效低下应该源于其自身因素。然而,即使如此,我们依然有可能从另一方面为民营企业辩护:由于它们多处于高度竞争性行业,其利润率由于竞争的激烈性本身就无法与垄断性行业相比,而后者主要为中央及地方各级国有企业所控制。为此,我们在下文对不同最终控制人类型企业进行绩效比较时使用经行业中位数调整后的数据进行分析,详细分析过程与结论见下文。

以上对不同性质上市公司绩效年度趋势的结论仅为我们粗略的观察所得,该结论是否具有统计上的显著意义尚待我们进一步分析。一种简单的方法为直接比较组间均值或中位数,并检验这种差异在统计上是否显著;另外,对每家上市公司的特质性因素进行控制之后的回归分析似乎更能严格的回答该问题,下面,我们分别报告这两种方法下的检验结果。

四、组间比较的显著性检验

为了比较中央直属企业、地方国有企业以及民营企业经营绩效的异同,我们将之两两配对,形成三组样本分别进行比较,表 5-4 报告了不同最终控制人类型上市公司经营绩效与各项控制指标的均值与中位数(均经行业中位数调整);表 5-5 报告了组间差异的显著性检验,我们将 t 检验(报告的是 T 检验中的 t 统计量)与 Wilcoxon-Mann-Whitney 秩和检验(报告的是 Wilcoxon-Mann-Whitney 秩和检验下构造的 Z 统计量)一并列出,然鉴于各项指标基本上均未通过正态性检验,结论主要参考秩和检验。

表 5-4 与 5-5 的数据结果显示,不同最终控制人类型的上市公司,其经营绩效存在明显的差异,针对盈利能力的检验结果支持了我们对表 5-3 的分析,而且,资产报酬率的结论与单位资产净现金流产生能力的组间差异方向一致且该差异亦具有统计意义上的显著性。

表 5-4: 经营绩效指标的均值与中位数 (行业中位数调整后数据, 未加权)

	中央		地方		民营		总样本	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
盈利能力								
<i>ROA</i>	0.007	0.005	-0.008	-0.006	-0.025	-0.002	-0.008	0
<i>CFOA</i>	0.013	0.002	0.002	0.0008	-0.008	-0.006	0.002	0
经营效率								
<i>COR</i>	0.007	0.018	-0.006	0.001	-0.033	-0.023	-0.010	0
<i>EOR</i>	0.029	-0.014	0.082	0.000	0.353	0.017	0.130	0
成长性								
<i>GROWTH</i>	-0.05	-0.054	0.003	0.0005	0.078	0.039	0.008	0
控制变量								
<i>ln asset</i>	0.27	0.099	0.120	0.076	-0.317	-0.305	0.059	0
<i>lev</i>	-0.004	-0.028	0.016	0	0.129	0.035	0.038	0

表 5-5: 组间绩效差异的显著性检验 (行业中位数调整后数据)

	中央与地方		中央与民营		地方与民营	
	秩和检验	<i>t</i> 检验	秩和检验	<i>t</i> 检验	秩和检验	<i>t</i> 检验
盈利能力						
<i>ROA</i>	6.198***	6.345***	6.324***	8.656***	1.938*	5.18***
<i>CFOA</i>	2.832***	3.484***	5.194***	5.547***	3.854***	3.62***
经营效率						
<i>COR</i>	3.983***	2.936***	8.034***	5.994***	6.835***	4.65***
<i>EOR</i>	-6.569***	-3.297***	-10.37***	-6.32***	-7.19***	-5.39***
成长性						
<i>GROWTH</i>	2.364**	-0.977	2.388**	-1.742*	1.044	-1.63
控制变量						
<i>ln asset</i>	2.855***	4.986***	14.36***	15.96***	16.44***	16.79***
<i>lev</i>	-5.134***	-1.829*	-8.752***	-4.81***	-17.49***	-4.32***

接下来, 我们对其他绩效指标进行逐项分析:

(1) 对于主营业务成本率指标, 经行业调整的中值与中位数数据皆显示: 对其控制最不力的为中直企业, 地方国有企业居中, 而民营企业做得最好。主营业务成本率作为企业内部管理的一个关键性指标, 可以从一侧面反映该企业的内部控制水平, 该指标民营的占优标志着民营企业的内部管理水平在一定程度上是值得信赖的。

(2) 然而, 对于期间费用率指标, 数据却显示了完全相反的结果, 中直企业的期间费用率最低, 而民营企业的该指标却远远高于中央与地方国企, 我们对其

甚感迷惑之处在于：既然民营企业对内部生产环节控制那么好，为何管理费用、销售费用与国企相比居高不下？难道民营企业对之长期漠视，抑或这些费用的产生具有某些特殊之处，非企业自身所能驾驭？对其详尽分析见下文，而这就构成了本文对民营企业过度投资进行解释的切入点。

(3) 就企业成长性而言，经行业中位数调整的中直企业其均值与中位数皆为负，地方国企居中，而民营企业却表现出强劲的增长态势，该结论与民营企业倾向于大规模的投资扩张具有内在密切的相关性。

五、控制公司特征因素后的回归分析

表 5-4 与 5-5 显示了中直企业、地方国企与民营企业三者 in 绩效方面存在显著的差异，然而该结论能否得到计量模型的支持尚须验证。计量模型 5-1 如下所示：

$$OR_{i,t} = \alpha + \beta_1 * kind_2_{i,t} + \beta_2 * kind_3_{i,t} + \beta_3 * \ln asset_{i,t-1} + \beta_4 * lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5-1)$$

其中， $OR_{i,t}$ 分别代表各项经营绩效指标（资产报酬率、单位资产经现金流产生能力、主营业务成本率、期间费用率）； $kind_2$ 与 $kind_3$ 为虚拟变量， $kind_2$ 表示当企业为地方政府所控制时，等于 1，其他性质的企业等于 0； $kind_3$ 表示当企业为民营上市公司时，等于 1，其他性质的企业等于 0。我们同时控制了企业特质因素，以期初资产总计的对数控制公司规模规模，以期初资产负债率控制公司融资约束。表 5-6 对全样本下的回归结果予以报告。

模型 5-1 的回归结果支持了我们从表 5-4 与 5-5 得出的初步结论，地方国企与民营企业在资产报酬率、单位资产净现金流产生能力与主营业务成本率方面显著低于中央直属企业，表示地方国有企业与民营企业虽然总体绩效劣于央企，但内部成本控制方面好于后者。然而，对于期间费用率来讲，地方国有企业与中直企业未见显著差异，而民营企业与中直企业相比却具有统计意义上的显著差别。以上仅为地方国企与民营企业二者与中直企业的比较，表 5-7 报告了地方国企与民营企业之间的比较结果。

表 5-6: 最终控制人类型对上市公司经营绩效影响的回归分析

变 量	经营绩效指标			
	<i>ROA</i>	<i>CFOA</i>	<i>COR</i>	<i>EOR</i>
<i>kind_2</i>	-0.010*** (-4.76)	-0.008*** (-2.77)	-0.014*** (-3.28)	0.024 (1.52)
<i>kind_3</i>	-0.011*** (-3.54)	-0.012*** (-3.15)	-0.047*** (-7.61)	0.199*** (4.58)
<i>ln asset</i>	0.018*** (17.39)	0.013*** (10.30)	-0.003 (-0.92)	-0.139*** (-8.14)
<i>lev</i>	-0.073*** (-5.96)	-0.008* (-1.84)	0.046*** (2.77)	0.307*** (2.70)
<i>constant</i>	0.001 (0.73)	0.009*** (3.41)	0.007** (1.99)	0.069*** (4.71)
<i>Adjusted R²</i>	0.268	0.026	0.032	0.06

表 5-7: 地方国企与民营企业经营绩效比较分析 (样本数: 5746)

变 量	经营绩效指标			
	<i>ROA</i>	<i>CFOA</i>	<i>COR</i>	<i>EOR</i>
<i>kind_3</i>	0.0005 (0.19)	-0.004 (-1.44)	-0.035*** (-6.38)	0.160*** (3.79)
<i>ln asset</i>	0.021*** (16.12)	0.012*** (8.65)	-0.006 (-1.54)	-0.174*** (-7.59)
<i>lev</i>	-0.074*** (-5.39)	-0.007 (-1.54)	0.044** (2.47)	0.313** (2.44)
<i>constant</i>	-0.009*** (-8.59)	0.001 (0.83)	-0.006*** (-2.75)	0.098*** (10.16)
<i>Adjusted R²</i>	0.287	0.02	0.03	0.063

从表 5-7 我们可以看出, 在控制了企业资产规模与融资约束后, 回归结果并未支持地方国有上市公司与民营上市公司在资产报酬率与单位资产净现金流产生能力之间的显著区别。在成本控制方面, 民营企业显著优于地方国企; 而对于期间费用, 地方国企明显的低于民营企业。

也许我们会将民营企业高额期间费用归于规模小的缘故, 规模扩大引致的专业化协同效应也许是国有企业该项指标远低于民企的原因, 然而, 我们在回归模型中控制规模因素之后, *kind_3* 前的系数依然在 1% 的显著性水平上显著异于 0, 这是否能够说明企业性质的确是影响期间费用率的一项重要因素? 如果我们进

一步考虑规模效应问题，企业规模与期间费用率之间有可能是一种非线性关系，亦即：期间费用率在小规模的企业中表现的尤其高，非上述回归中的线性关系能够刻画，而民营上市公司恰好属于该样本中最小一类，故 *kind_3* 前系数的显著性依然是一种规模效应的体现。

为了澄清上述疑惑，我们单独挑选出期初资产总额小于 13 亿（因为考虑到民营上市公司的平均总资产为 12.7 亿）的民营企业与地方国有企业样本，由于央企小于 13 亿资产的样本量过少，基于对回归结果稳健性的考虑，我们将之从样本中删除。此时的样本总数为 2019，其中地方国企样本为 1378，我们依然使用表 5-7 的回归形式，采用经行业中位数调整后数据的回归结果显示，企业规模前的系数为-0.047，*t* 值为-1.08，*p* 值为 0.28，由于所选样本规模类似，规模前的系数已经不再显著；而企业性质 *kind_3* 前的系数为 0.142，*t* 值为 3.22，*p* 值为 0.001，依然在 1% 的显著性水平上显著。可见，即使在同为上市公司最小规模的地方国有企业与民营企业样本中，回归结果依然支持民营上市公司具有显著异于国有企业的高期间费用率。当我们使用未经行业中位数调整的原始数据进行回归，亦得到类似的结果。至此，我们可以这样讲：企业性质对期间费用的高低的确具有实质性影响。

民营企业显著高的期间费用率引起我们的高度重视，该现象的产生源于何因？它对企业的投资行为是否产生影响？对以上问题的探讨构成我们下文的分析内容。

第三节 民营上市公司绩效低下原因探析

一、相关文献综述

以上回归数据与 *t* 检验、Wilcoxon-Mann-Whitney 秩和检验的结果基本相符。关于民营上市公司近年来绩效低下的问题我们的数据分析支持了谢三百、谢曙光（2003）、林乐芬、刘葆金（2004）以及徐莉萍、辛宇、陈工孟（2006）的研究结论，然而，上述文章对该现象的解释却令人甚感牵强，例如，谢三百、谢曙光（2003）指出：“民营上市公司何以整体运行低绩效？直接原因在于上市公司股权结构畸形——控股股东民营企业“一股独大”，赋予了控股股东操纵上市公司

几乎一切活动的“合法”权力；根本原因在于目前股市的股权分裂制度——控股股东及其他法人持有的约 2/3 股份不能上市流通，而仅有约 1/3 股份上市流通，这种制度安排赋予了控股股东天然的剥削流通股股东尤其是中小投资者的“合法”权力”；而徐莉萍、辛宇、陈工孟（2006）认为，中国私有产权控股股东往往通过转移价格、由上市公司提供债务担保、无偿占用上市公司的资产和现金、向上市公司征收过高的商标、专利权、特许权以及其他资产的使用费等途径转移上市公司资产，使私有产权在中国上市公司中的相对效率大打折扣，而国有股东由于有关的监管使转移上市公司资产面临较大的风险而较少发生此行为。然而，正如张俊喜、张华（2004）所言，“我们的直接和间接经验分析都表明，上市公司的“隧道行为”在中国相当普遍，民营上市公司也不例外，只是它的表现形式有所不同而已，非民营一般通过另一国有母公司转移共用资源，民营则基本上将共有资源转移至背后自然人”。至于于谢三百、谢曙光（2003）谈到的“一股独大”与股权分裂问题，我们认为在国企与民企中具有共性，并非民营企业绩效低下的直接原因。

二、绩效指标构成的进一步分解

我们认为，对公司绩效的分析须借助对绩效构成的进一步分解，国企与民企在主营业务成本率与期间费用率指标上截然相反的表现引起我们的高度关注，因为它们作为主营业务收入最重要的两个减项，可以看作公司绩效的决定性因素，虽财务费用亦为主营业务利润减项的主要组成部分，但因其对单位资产经营性净现金流产生能力与我们对企业盈利进行衡量的修正资产报酬率并不构成影响，故分析时略去。

虽然从综合指标，例如 ROA 与 $CFOA$ 来看，央企明显优于后两者，但是随着对利润率的进一步分解，我们发现，央企并非在各方面的控制皆占优，下面我们对代表公司盈利能力与经营效率的指标进行比较分析，统计结果见表 5-8。

为了便于数据分析，我们随后以中央直属企业为参照系计算了各性质企业在这些指标上的具体差别，结果见表 5-9：

表 5-8: 不同最终控制人类型上市公司各年度经营绩效比较 (未经行业调整)

年度	资产报酬率 (%)			主营业务成本率 (%)			期间费用率 (%)		
	中央	地方	民营	中央	地方	民营	中央	地方	民营
1999	4.92	4.09	1.55	80.48	78.42	74.63	8.76	11.38	17.11
2000	4.89	4.11	3.18	82.07	78.56	73.81	8.69	11.54	15.70
2001	3.72	2.97	1.73	82.79	79.18	72.41	9.86	12.87	19.94
2002	5.76	3.30	2.57	79.74	78.86	74.87	9.90	12.92	17.27
2003	7.23	4.60	2.39	78.10	79.38	76.76	10.06	11.54	16.37
2004	9.63	4.90	2.11	78.26	81.11	77.27	9.17	10.34	17.05
2005	7.82	4.02	0.67	82.32	82.75	80.11	8.08	10.11	16.57
平均	6.28	4.00	2.03	80.54	79.75	75.69	9.22	11.53	17.14

注: 考虑到我国上市公司规模的差异, 计算不同最终控制人资产报酬率指标时, 我们以每家上市公司 (期初资产总计+期末资产总计)/2 作为权数; 计算主营业务成本率与期间费用率时, 我们以本期主营业务收入为权数, 即计算的是加权指标。

表 5-9: 不同最终控制人类型上市公司各项绩效指标的具体差别

年度	资产报酬率 (%)			主营业务成本率 (%)			期间费用率 (%)		
	中央	地方	民营	中央	地方	民营	中央	地方	民营
1999	0	-0.83	-3.37	0	-2.06	-5.85	0	2.62	8.35
2000	0	-0.78	-1.71	0	-3.51	-8.26	0	2.85	7.01
2001	0	-0.75	-1.99	0	-3.61	-10.38	0	3.01	10.08
2002	0	-2.46	-3.19	0	-0.88	-4.87	0	3.02	7.37
2003	0	-2.63	-4.84	0	1.28	-1.34	0	1.48	6.31
2004	0	-4.73	-7.52	0	2.85	-0.99	0	1.17	7.88
2005	0	-3.8	-7.15	0	0.43	-2.20	0	2.03	8.49
平均	0	-2.28	-4.25	0	-0.79	-4.85	0	2.31	7.92

从表 5-9 的平均值数据我们可以看出, 中央直属企业比地方国有企业与民营企业的资产报酬率分别高出 2.28 与 4.25 个百分点, 回归结果也支持三者的显著差别, 然而, 中央直属企业的高利润率源自何处? 首先我们看主营业务成本率指标, 央企的平均成本率仅高于地方国企 0.79 个百分点, 然而却高于民营企业 4.85 个百分点, 占央企总的成本率的 6.02%, 可见央企的利润并非来自内部良好的成本管理与控制; 我们再来观察期间费用率指标, 地方国企与民营企业的该项指标比央企分别高出 2.31 与 7.92 个百分点。我们的统计数据显示, 99 至 05 年度所有上市公司平均年度主营业务收入为其年度平均资产的 0.74, 由于期间费用率的计算为期间费用/年度主营业务收入, 如果将分母换算成为年度平均总资产, 也就是民营企业在期间费用上的开销比央企大约高出年度平均总资产的 5.86%, 甚

至超过了民营上市公司资产报酬率比央企低的部分——4.25%。从中我们可以看出，高额的期间费用才是地方国企，尤其是民营上市公司绩效低下的主要原因。然而，此指标的高低往往受整体经济环境的左右，非单个企业所能驾驭。管理费用和销售费用往往包含大量企业生产经营中用于对外联系性支出，我们认为，民营企业历年来这两项费用居高不下的原因与其发展历程和发展手段密切相关。

三、民营上市公司低绩效原因探析

我国的民营上市公司虽贵为我国私有经济发展中的上层，其掌舵人也往往为各大媒体竞相追捧，然上市行为并未改变其“草根经济”的本质。我国民营经济在发展过程中由于意识形态引起的政治约束使得我国民营经济带有明显的“体制外”发展特征，自1970年代末起步开始，私营企业主为了在两种制度的夹缝中求生存，不得不靠“戴红帽子”、假合资等解决身份问题，靠游走于政策和法律的边缘来完成其原始积累。一些民营企业通过交结公共权力等方式来分配或者转移了大批社会财富。这些与民企发展相伴而生的问题，被喻为民营企业家的“原罪”，它们使得民营经济总有半边脸蒙于灰色之中。民营企业的原始积累手段多有不足为外人道者，但总的来讲，其站稳脚跟的方式除了善于抓住机遇、提高内部经营效率以外，为了从国家垄断势力中分得“一杯羹”，还有两种手段较为普遍：

1. “灵活”的经营机制。例如在争夺市场占有率上的高额返利政策，该方式为其销售渠道的打通与拓展可以说立下了汗马功劳。
2. 依附政府的“权力寻租”行为。我国的民营企业家是在从计划经济到市场经济转换的不规范时期异军突起的，当时由于商品供给的短缺造就了市场的空白，由于政策和法规的不完善造就了政策上的空子，由于新旧体制转轨的动荡无序造就了体制上的空子，在这样的环境下成长起来的企业家行为往往行走于法律与道德的边缘，而这样的生存离不开政府官员的庇护。民营企业家通过金钱或其他渠道贿赂政府官员，把大量的时间、精力和资源花费在处理与政府的关系上。张维迎曾访谈了一些企业领导人，他们有百分之五六十的时间都是在应付政府，而民营企业家花在与政府关系上的时间比国有企业更多。民营企业的发展可以部分的归结为

社会公共资源在民营企业家与政府官员之间的共同分享。民营企业家利用自己的经济优势，通过各种方式、途经直接影响政府政策，从政府那里获得价格低廉的优势资源和有利于自己的政策。民营企业家的决策行为比国有企业的经营者的决策行为受政府的影响要小一些，但从根本上说，他们同样也无法摆脱政府的影响。民营企业如果没有行政机关的扶持，发展就十分困难。虽然说行政机关不拥有对民营企业家的考核任免权，但行政机关利用政策仍可以控制民营企业的发展，其中最重要的就是对民营企业发展所需的资金、人才技术、土地等要素的控制，因此民营企业家仍需要充分考虑政府的意志，其人格依附性较为明显。

民营企业的这两种发展手段无不以其高额的费用支出为代价，在民营企业尚处于弱小的发展阶段时，这些费用多在帐外列支，与各项帐外收入相抵；然而，在上市之后，财务行为的规范化使这些开销主要归集于管理费用与销售费用名下，造成了民营上市公司即使内部成本控制远好于国企，然期间费用却长期居高不下、营绩效明显弱于国有上市公司的局面。

也许我们会认为那些上市的民营企业都已颇具规模，早已脱胎换骨，完全可以与国有经济平起平坐，往日那些潜规则大可不必提及。而事实上，即使能够达到上市规模的民营企业，也只能说与其同类相比遥遥领先，在与同行业的国有上市公司的较量中，它们无论是规模还是与政府的关系方面，依然未摆脱其天然的劣势地位。德隆系的坍塌虽根源于盲目的扩张，然其资金链的断裂与国家整体宏观调控下的银行收贷行为首先波及民企有关。民营上市公司一旦财务问题曝光，往往造成人人喊打，迅速衰落的局面，而大量的国企即使资不抵债，也依然可以依靠国有银行的输血行为长期维持，企业的“身份”不同，各方面的待遇差别很大，上市公司亦在所难免。民营企业的期间费用中包含着相当比例的政治依附成本与行业竞争成本，该成本的发生实为我国民营经济在现行政治条件下发展所必需。

我国市场经济的发展远未改变各领域的国家垄断实质，国有企业由于国家的多年扶植与经营，在市场份额与销售渠道上具有天然的优势；更为重要的，国有企业的经营者不是企业家，而是政府官员，具有行政级别，可以就企业的财务与经营问题与政府展开谈判；而民营经济为了在激烈的市场竞争中崭露头角或者得到政府各方面的照顾，就不得不为此付出高额成本，这些直接影响到了企业利润

率的高低。现在对民营上市公司绩效低下的解释的流行观点认为：由于民营企业往往通过金字塔式的控股结构实现对上市公司的控制，现金流流量权与控制权的分离使民营业主多发生操纵股价、关联方交易、掏空上市公司等行为，导致其经营绩效的大幅度下滑（例如孙森林，2005）。我们认为这的确是一方面的原因，但是，该行为亦发生于国有上市公司中，且这些行为对财务数据的影响主要体现在线下项目上，亦即：通过投资收益、营业外收支等科目予以反映，而我们所选取的绩效指标为了规避该行为的影响，对线下项目并未考虑。

第四节 基于绩效分析的民营上市公司过度投资原因探讨

近年来对民营上市公司绩效低下的谴责之声此起彼伏，各大媒体往往从民营上市公司令人眼花缭乱的“造系”运动，从民营上市公司不透明的财务呈报中为之寻求答案。然而，大量早年脱颖而出的民营企业的“英年早逝”在令人叹惋之余又发人深思，为何民营企业屡屡惨败于盲目的规模扩张，而其对此飞蛾扑火之举又为何总是前仆后继、乐此不疲？除了从民营企业家本身好大喜功又乐于冒险、或者基于个人素质而对全局把握与决策能力欠佳的角度出发分析该问题外，从对民营上市公司财务数据的分析中，我们认为，民营经济天然的劣势地位以及规模效应给企业发展带来的各方面便利与利益才是民营企业大规模投资扩张冲动的内在动因。

一、可检验假设的提出

政府对诸如融资、技术、场地、政策等关键性生产要素方面的掌握造成我国民营企业对政府，尤其是地方政府人格上长期的依附，地方政府的强势地位在此表现的淋漓尽致。然地方政府亦有借助民营企业发展当地经济的强烈意图，这两种需求的交融构成政府与民营企业之间带有相互博弈性质的互动。当一个民营企业的发展尚处弱小时期，其对地方政府的依附占绝对主导地位，但是随着企业规模的扩大，政府也会因其对当地经济发展影响程度的提高而逐渐另眼相待，甚至出于本地经济的发展而着力扶植，地方政府与民营企业的关系会随企业实力的改变而逐渐发生变化。郭强、帅萍（2006）建立了以政府与银行青睐大资本为假设前提的民营企业过度投资模型，从融资问题的角度证明了民营企业偏好过度投资

的内在机理。的确，当企业规模日益扩大，经济行为从大量的游击战术向长期化与规范化转变、抗风险能力的增强易使民营企业信用随之提升，加之本地政府的重视，民营企业融资难问题才可能得到逐步改善。我们认为，融资问题只是民营企业与政府之间关系的表现形式之一，随着民营企业规模的扩大，政府对民营企业的照顾将体现在方方面面，而这对于一定规模的国有企业来讲却似乎是再自然不过的事情，政府与国企千丝万缕的联系使国有企业规模扩张未必导致各种优惠政策的大幅度增加，而这却是民企用以改善与政府的关系，使其与政府关系的维持性成本得以降低的利器。

在所有上市公司中，民营上市公司在其中属于“弱势群体”之流，各行业的弄潮儿依然为各级政府所控制的国有企业（包括为政府直接控制或者由国有资产管理委员会控制）。例如，从企业规模（以资产总计衡量）来看，民营上市公司的弱小就可见一斑。而从企业的经营方式来看，高额负债融资为民营企业的主要特征。

表 5-10：不同最终控制人类型上市公司规模比较（单位：亿元）

年 度	总样本	中央直属	地方国企	民营
1999	15.496	22.230	15.736	8.049
2000	17.790	24.713	17.911	9.825
2001	19.253	27.854	18.848	11.151
2002	24.743	54.233	20.977	13.305
2003	29.031	65.216	24.577	14.446
2004	33.220	72.939	28.495	16.189
2005	35.409	81.136	30.810	15.944
平 均	25.020	49.760	22.479	12.701

表5-11：不同最终控制人类型上市公司的各年度资产负债率

年 度	总样本 (%)	未经行业调整(%)			经行业中位数调整(%)		
		中央	地方	民营	中央	地方	民营
1999	46.30	47.32	45.99	50.10	6.45	3.09	5.75
2000	46.14	45.48	46.46	49.38	2.94	2.82	5.04
2001	47.03	46.66	46.62	52.51	3.24	2.82	7.48
2002	49.00	51.28	46.48	52.59	11.54	0.98	5.49
2003	50.38	50.66	48.03	56.69	6.98	0.15	7.06
2004	52.27	51.80	50.12	58.64	4.25	-0.51	6.82
2005	54.33	53.61	52.81	60.20	3.33	0.22	6.92
平 均	49.35	49.54	48.07	54.30	5.53	1.38	6.37

注：计算时考虑了企业规模的差异，采用以期末资产总计为权重的加权资产负债率。

表 5-10 中的数据 displays, 截至至 2005 年年底, 中央直属企业平均资产达 49.76 亿, 堪称我国上市公司中的“航空母舰”, 其资产规模分别是地方国企与民营企业的 2.21 与 3.918 倍。与本文研究背景中的不同最终控制人行业分布状况联合考虑, 我们可以看出, 民营企业不仅规模小, 而且多分布在非国家保护的竞争性行业之中。表 5-11 数据显示, 与其他类型企业相比, 民营上市公司更倾向于高额负债经营方式, 这更体现出民营企业经营的风险性。

邓剑琴、朱武祥 (2006) 基于产品市场竞争环境下, 以企业需要投资扩张更新换代产品或者达到规模经济为前提, 建立多期模型, 分析高负债融资的权衡因素, 其模型的进一步推导证明, 在产品生命周期短、更新换代快以及规模效应明显的情况下, 企业会倾向于将保持足额投资放在首位, 而舍弃资本结构的安全性。其模型建立的出发点与我们通过财务数据对民营上市公司真实处境的分析结论颇具相通之处。

的确, 产业的规模经济特性随处可见, 达不到经济规模很容易在竞争中被淘汰。随着低层次竞争的企业增加, 现有业务收益显著递减, 经营和财务风险越来越大, 如果不能迅速投资扩大规模, 很难挤进行业领先的行列, 原有产品会逐渐失去市场分额, 销售额萎缩, 产品线、技术、品牌等固定投入都将失去价值 (引自: 邓剑琴、朱武祥, 2006)。

民营企业本身的弱小与高风险特征, 加上政府与国有银行对国有企业的扶植, 使民营企业对市场销售份额的占有、廉价原材料的争夺方面皆处于劣势地位。企业间的竞争遵循丛林法则, 处处体现着“弱肉强食”的残酷。“出身”既无可改变, 能对此予以改善的, 就是走扩大规模, 从而扩大各方面影响力的道路。例如, 随着本行业排名的提升, 本公司品牌的打出, 主营业务的销售方面才会逐步顺畅, 不再主要依靠高额的返利政策与同行争夺市场, 这些行业竞争成本的降低是其利润得以上升的重要手段, 加上企业规模效应带来的政府提供的各种优惠措施的增加, 才能最终保证民营企业在激烈竞争中保有一席之地。

综上所述, 我们提出本章可检验假设:

民营上市公司规模的扩大能够显著的降低行业竞争成本与政治依附成本, 其最直接表现即为公司期间费用率的下降, 我国民营上市公司的内在投资扩张冲动与私有产权下的利润导向行为并无相悖之处。

二、回归分析

我们对表 5-6 与 5-7 的回归模型 5-1 进行扩展，在对企业特征进行进一步的控制之后对企业的期间费用率(*EOR*)进行回归，形成计量模型 5-2；在模型 5-2 的基础上加入企业性质与规模的乘积项，形成模型 5-3。在回归中我们使用剔除非正常运营企业的样本数据，即以第四章确定的样本为基础进行回归，为了集中考虑以上三种性质的企业行为，我们对其他性质企业的样本予以删除，最终样本量：5412。计量模型如下所示：

$$\begin{aligned}
 EOR_{i,t} = & \alpha + \delta_1 \ln asset_{i,t-1} + \delta_2 kind_2_{i,t} + \delta_3 kind_3_{i,t} + \delta_4 lev_{i,t-1} + \delta_5 fixasset_{i,t-1} \\
 & + \delta_6 I_{total,i,t} + \delta_7 cash_{i,t-1} + \delta_8 ope_{i,t-1} + \sum industry\ indicator \\
 & + \sum year\ indicator + \varepsilon_{i,t} \quad (5-2)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 EOR_{i,t} = & \alpha + \delta_1 \ln asset_{i,t-1} + \delta_2 kind_2_{i,t} + \delta_3 kind_3_{i,t} + \delta_4 (kind_2_{i,t} * \ln asset_{i,t-1}) \\
 & + \delta_5 (kind_3_{i,t} * \ln asset_{i,t-1}) + \delta_6 lev_{i,t-1} + \delta_7 fixasset_{i,t-1} + \delta_8 I_{total,i,t} \\
 & + \delta_9 cash_{i,t-1} + \delta_{10} ope_{i,t-1} + \sum industry\ indicator + \sum year\ indicator + \varepsilon_{i,t} \quad (5-3)
 \end{aligned}$$

对模型 5-2 和 5-3 选取的控制变量的解释见表 5-12。

表 5-12: 对模型 5-2 与 5-3 中控制变量的解释

标识	名称	计算方法
<i>lev</i>	期初资产负债率	期初负债总计 / 期初资产总计
<i>fixasset</i>	期初固定资产比率	期初固定资产 / 期初资产总计
<i>I_{total}</i>	本期投资规模	见图表 4-1-1
<i>cash</i>	期初现金持有比率	期初现金余额 / 期初资产总计
<i>ope</i>	期初营运资金比率	(期初流动资产 - 期初流动负债) / 期初流动资产

之所以采取以上指标作为控制变量，是因为：

1. 期初资产负债率、期初现金持有比率、期初营运资金比率这三个指标分别从不同侧面衡量企业资金的流动性与可获得性，我们预计它们与企业的期间费用具有强烈的依存关系；

2. 本期投资规模在一定程度上标志本期流动资金任意支配权的大小,企业大的投资项目往往抑制企业当期在其他方面可控性支出的比例;
3. 期初固定资产比率是一个具有一定行业特征的控制变量,例如:以商业贸易为主业的公司,其期间费用率较高;而对于大小制造企业来讲,主要成本发生在产品制造上,期间费用相对较低。

模型 5-2 与 5-3 的回归结果见表 5-13, 基于数据运行的稳健性考虑, 我们分别采取经行业调整与未经行业调整两类数据进行回归。

表 5-13: 不同最终控制人类型与公司规模对上市公司期间费用的影响

变量	经行业调整		未经行业调整	
	I	II	I	II
<i>ln asset</i>	-0.046*** (-4.41)	-0.024 (-1.27)	-0.047*** (-4.47)	-0.025 (-1.37)
<i>kind _2</i>	0.008 (0.36)	0.015 (0.65)	0.008 (0.34)	0.517 (1.11)
<i>kind _3</i>	0.115*** (4.03)	0.111*** (3.84)	0.113*** (3.99)	1.387** (2.18)
<i>kind _2*ln asset</i>		-0.020 (-0.86)		-0.024 (-1.10)
<i>kind _3*ln asset</i>		-0.070** (-2.19)		-0.061** (-2.00)
<i>lev</i>	-0.182*** (-2.78)	-0.183*** (-2.79)	-0.181*** (-2.77)	-0.181*** (-2.77)
<i>fixasset</i>	-0.230*** (-3.59)	-0.239*** (-3.72)	-0.229*** (-3.59)	-0.238*** (-3.71)
<i>I_{total}</i>	-0.378*** (-3.56)	-0.373*** (-3.81)	-0.380*** (-3.58)	-0.377*** (-3.55)
<i>cash</i>	-0.274*** (-2.95)	-0.272*** (-2.93)	-0.274*** (-2.95)	-0.269*** (-2.89)
<i>ope</i>	-0.078*** (-3.60)	-0.078*** (-3.58)	-0.079*** (-3.62)	-0.078*** (-3.62)
<i>industry indicator</i>	yes	Yes	Yes	yes
<i>year indicator</i>	yes	yes	Yes	yes
<i>constant</i>	0.404*** (5.17)	0.404*** (5.16)	1.519*** (6.78)	1.043*** (2.70)
<i>adjusted R²</i>	0.053	0.052	0.067	0.063

注: 在经行业调整栏中, 解释变量与被解释变量皆使用经行业中位数调整数据; 反之则使用未经行业调整的原始数据

从表 5-13 我们可以看出，整体数据回归结果具有解释上的一致性。对于模型 5-2，其基本结论与我们从表 5-8 与 5-9 中观察出的初步结论相吻合： $\ln asset$ 前的系数在 1% 显著性水平上显著，表明企业规模的增加能够显著的降低期间费用率；而 $kind_3$ 前系数的显著性表示对于民营性质的上市公司，其期间费用率显著的高于国有企业为上市公司中带有共性的归律。在模型 5-2 的基础上我们引入企业规模与企业性质的乘积项，用以测度不同性质上市公司资产规模扩大对期间费用的影响。对于模型 5-3 的回归，经行业调整的数据结果显示，对于民营性质上市公司，资产规模每增长 1%，其期间费用率将降低 0.094%（计算方法： $0.024 + 0.070$ ），并在 5% 的显著性水平上显著；而对于央企与地方国企，资产规模每增长 1%，期间费用率分别降低 0.024% 与 0.044%。 $kind_2 * \ln asset$ 前的系数不显著，而 $kind_3 * \ln asset$ 前的系数却在 5% 的显著性水平上显著，我们由此可以得出结论：民营上市公司资产规模的扩大对期间费用率的降低具有比国有企业更为重要的影响。经验数据分析结果对上述可检验假设进行了有力的支持。

此外，考虑到企业规模的另一个衡量指标——本期主营业务收入的对数，我们以此为解释变量对上述回归模型进行稳健性检验，回归结果见表 5-14。

表 5-14 的回归结果在主要方面与我们从表 5-13 得出的结论一致。经行业调整数据的回归结果显示，对于民营企业来讲，1% 销售收入的提高，将使期间费用降低 0.22%（计算方法： $0.183 + 0.037$ ），而对央企与地方国企来讲，1% 销售收入的提高，仅使期间费用降低 0.037% 与 0.077%；采用未经行业调整的数据进行回归，所得结论基本一致。使用公司主营业务收入作为公司规模代理变量，回归结果使不同类型上市公司规模扩大对期间费用影响的差别进一步扩大化，对本章可检验假说提供了进一步的支持。

表 5-14: 以主营业务收入对数作为企业规模的衡量——稳健性检验

变量	经行业调整		未经行业调整	
	I	II	I	II
<i>ln sale</i>	-0.094*** (-12.10)	-0.037** (-2.49)	-0.095*** (-12.19)	-0.042*** (-3.00)
<i>kind _2</i>	-0.021 (-0.95)	0.009 (0.40)	-0.021 (-0.95)	0.802** (2.36)
<i>kind _3</i>	0.048* (1.67)	0.030 (1.03)	0.046* (1.66)	3.334*** (7.96)
<i>kind _2*ln sale</i>		-0.040** (-2.27)		-0.039** (-2.39)
<i>kind _3*ln sale</i>		-0.183*** (-8.16)		-0.164*** (-7.91)
<i>lev</i>	-0.050 (-0.78)	-0.056 (-0.87)	-0.048 (-0.74)	-0.043 (-0.66)
<i>fixasset</i>	-0.186*** (-2.95)	-0.212*** (-3.36)	-0.186** (-2.95)	-0.212*** (-3.37)
<i>I_{total}</i>	-0.274*** (-3.52)	-0.247** (-2.36)	-0.272*** (-2.58)	-0.250** (-2.39)
<i>cash</i>	-0.187*** (-2.03)	-0.178* (-1.94)	-0.187** (-2.03)	-0.163* (-1.78)
<i>ope</i>	-0.063*** (2.95)	-0.058*** (-2.74)	-0.063*** (-2.95)	-0.058*** (-2.70)
<i>industry indicator</i>	yes	yes	Yes	Yes
<i>year indicator</i>	yes	yes	yes	Yes
<i>constant</i>	0.361*** (4.68)	0.349*** (4.54)	2.337*** (14.29)	1.238*** (4.26)
<i>adjusted R²</i>	0.082	0.084	0.089	0.091

三、本章结论

综上所述,在国家垄断势力夹缝中曲折发展的我国民营经济,即使在上市后仍远未摆脱其与国有经济相比在规模、经济地位乃至政治地位上的非平等性。扩大规模可显著的降低其行业竞争成本与政治依附成本,我国民营上市公司所表现出的持续的投资扩张冲动并非非理性行为,其与私有产权下资本对利润的追逐具有内在逻辑上的一致性。

四、本章局限

1. 没有进一步划分行业竞争成本与政治依附成本。对该指责的可能性辩护是：当民营企业日益发展，地方政府出于本地经济发展的需要，可能会对其在主要方面予以照顾，从而增强其综合竞争能力，亦即：企业规模扩大引致政治依附成本降低的同时很可能带来行业内竞争力的提升；而行业内排名的提高、企业影响力的扩大也可能改变民营企业与当地政府之间相互博弈的强弱对比——该隐性较量对其政治依附成本的大小具有至关重要的影响。二者之间相辅相成、互相促进，对其进一步的分解与分析必要性似乎不大。

2. 如果民营上市公司的规模扩张可以使本公司期间费用率大幅度降低，从而为提高利润水平作准备，则该投资行为似乎不应以“过度”来称之。这样，以企业经营绩效为衡量指标的公司适度投资期望模型就显示出其固有的局限。应对该指责的可能性解释是：民营企业的大规模投资扩张极易导致企业资金链的断裂，从而加大其经营风险，大量有发展前景的民营企业的“英年早逝”现象似乎在一定程度上支持了该论点。由于民营上市公司本身现金流产生能力不强，高额负债融资为其主要发展手段之一，大规模的与自身经营绩效不相匹配的投资扩张进一步降低了其抵抗经营风险与财务风险的能力，从而增加了其经营失败的可能性。当然，民营上市公司的过度投资行为及其危害本身就足以构成一个令人感兴趣的研究领域，对此问题的追踪为我今后的研究方向之一。

3. 上述结论也许仅在揭示一种规模效应——由于民营上市公司规模与大部分的国有上市公司都无法相提并论，规模扩张的协同效应引致的期间费用率的降低在企业成长的初期更为明显，当然，我们认为，追求规模效应本身就是我们所论述的民营企业内在投资冲动的原因之一，其行业内竞争力的提升对降低行业竞争成本功不可没。

4. 以上分析皆针对“原生性”民营企业而言，对于那些由国有企业改制而来的民营化企业，我们认为，终极产权归属的改变对其行业竞争成本与政治依附成本亦可能产生相当影响，由于收集资料及精力所限，未展开论述。

第六章 负债治理

本章以双重软预算约束为制度背景，集中探讨银行负债对我国上市公司过度投资行为的治理。我们在第二章对国外文献的回顾中看到，对于公司的过度投资行为，发达市场经济国家主要的应对措施有二，除了强调负债的治理功能外，亦高度重视股利政策在遏制管理层过度投资方面的作用。然而，我们认为，股利政策的公司治理作用在我们上市公司中的实践中未得到体现。

我国上市公司的股利政策往往以满足监管政策的外在性要求为前提，以大股东的意志为根本出发点，基本上是上市公司大股东实施利益向自身输送的工具。例如：配股的丰厚收益往往使上市公司为之颇费心思，配股的成功不仅可使大股东及公司管理层获得更多的可支配资源，而且，股利分配行为常紧随其后，此时大股东往往放弃配股权，不出一文就在随后的股利分配方案中获得巨额现金，而且由于我国上市公司股权高度集中的特点，配股权的放弃对其控制权并不造成影响。当 1999 年《关于上市公司配股工作有关问题的通知》规定，上市公司近 3 年的净资产必须达到平均 10% 以上，且每年不得低于 6%，才有配股资格。对于那些净资产收益率接近 6% 以及每股净资产很高的上市公司而言，为了达到配股要求，可能会通过采取大量发放股利的办法调低每股净资产，以提高净资产收益率；2000 年规定：上市公司在《配股说明书》中增加第五部分详细说明公司上市后历年分红派息的情况，在审查配股资格时，是否向股东发放现金股利是一项重要的审核指标。随后在 2001、2004 年有关强化该意见的政策又不断出台，为了获得再融资资格，上市公司纷纷采用现金股利的方式满足监管政策的要求。又如：随着近年来对关联交易、大股东占用上市公司资金管理的日趋严格，高派现成为上市公司大股东套现的一种新手段，在给股利政策披上“同股同利”外衣的同时，“合法”地从上市公司转移现金。无怪乎原红旗（2001）指出，中国现行的股利政策不仅不是控制代理成本的一种工具，而恰好是代理问题没有得到解决的产物。

综上所述，我们认为，我国现行股利政策还不存在与上市公司过度投资治理问题联系起来进行研究的必要性。本章以预算软约束为视角，集中探讨银行负债

对于不同最终控制人类型上市公司过度投资行为的治理作用。余下部分安排如下：第一节，我们首先对银行负债的治理效应予以简洁描述，然后在我国双重软预算约束背景下提出本章的可检验假设 I 和假设 II：中央及地方国有上市公司在双重软预算约束这一所有权安排形式下，银行负债对其过度投资并未起到抑制作用；相对于国有企业来讲，民营上市公司的过度投资行为将受到银行负债的抑制。在本章的第二节，我们采用经验数据分析对上述两个假设予以论证。

第一节 理论分析与研究假设

一、银行债权的治理效应

现代公司治理是指通过一套正式或非正式的制度和机制的安排来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系。公司治理机制可分为内部治理机制、外部市场机制以及社会治理机制三类。内部治理机制主要通过公司的法人治理结构起作用，其发生作用的基础是股东大会、董事会、监事会和经理层；市场治理机制通过公司控制权市场、债务市场、产品市场、经理市场等起作用；社会治理机制通过根植于人们价值观念的一个国家或公司的传统文化、法律规范等对公司治理起作用。各种公司治理机制不仅在功能上相互补充，而且在一定程度上可以相互替代，后两种治理机制在一定情况下，可转化为内部治理或通过公司的法人治理结构起作用。

国外关于银行治理作用的研究，比较一致的观点是银行有动力和能力发挥对公司的控制监督作用。此观点最早的可追溯到金融资本理论，该理论认为，银行资本通过资本信用，支配社会资源，促进产业资本的扩张，并利用金融的优势地位，控制和监督企业，金融资本对企业有较强的控制作用。此后，以 David M. Kotz 和 Berkeley(1978)等为代表的金融资本控制论认为，现代大公司的控制权实际上仍掌握在各类金融机构手中，即金融机构控制了大公司，工商企业对贷款的依赖很强，一旦银行停止贷款，企业的运营就会面临困境。所以贷款是体现金融霸权地位的重要手段。而 70 至 80 年代开始活跃的金融中介理论对银行的代理监督作用也作了深入的研究，Leland 和 Pyle (1977)认为，银行可对潜在的借款人进行筛选，并对实际借款人进行监督，该行为可减少和消除信息和可信性问题，减少

由于道德风险所引起的交易成本。Douglas W. Diamond (1984) 认为, 金融中介如银行具有净成本优势, 使银行有动力进行相应的监督。Stiglitz (1985) 认为, 传统的股东大会、接管和投票权三种机制都不是有效的控制管理层的机制, 进而提出应该由银行、由贷款者实施控制职能。

我们认为, 银行对公司过度投资行为的抑制作为银行债权的公司治理效应的重要表现形式之一, 具体而言, 主要通过以下两个方面发挥作用:

1. 自由现金流效应。Jensen (1986) 认为, 当管理层存在利用公司自由现金流从事获取私有利益的过度投资行为时, 债务融资有利于消减公司自由现金流量。通过对流动性的限制, 一方面, 负债约束了管理者对自由现金流的随意支配; 另一方面, 流动性的降低增大了企业的经营风险甚至破产的可能性, 该可能性的存在有利于培养企业管理层行为上的谨慎, 从而在一定程度上对过度投资行为产生抑制作用。

2. 银行债权对借款人的筛选与监督效应。负债水平的增加将影响出资者的出资行为 (Myers, 1977; Hart 和 Moore, 1995; Lamont, 1997), 如果新的资本支出项目需要负债融资, 和原先的债权相比, 新债权将处于后偿的位置, 若没有其他优惠条件, 过高的负债水平将无法吸引新的债权人, 或者由于考虑到企业违约风险的增大, 原先债权人将进一步降低提供贷款的可能性。在不考虑上市公司股权融资及内部现金流效应的前提下, 银行债权对借款人的筛选与监督效应的发挥使企业的某些过度投资行为由于得不到外部债权融资的支撑而受到抑制。

二、预算软约束与公司投资

以上观点起源并发展于西方高度市场化的公司运作环境之中, 他们的观察、认知和理念基于西方发达成熟的市场环境。很多理论需要发掘各种暗含的假设和潜在的前提。负债对过度投资的上述效应以预算硬约束为必要条件, 而我国企业的投资决策和银行贷款决策一直深受政府行为的影响, 其中, 备受经济学家指责的正是预算软约束综合症问题 (Kornai, 1979; 林毅夫、李志赞, 2004)。

“预算软约束”概念由 Kornai (1979、1980) 提出, 定义为社会主义国家政府持续救助入不敷出的企业。也就是说, 企业不存在破产情况。随着计划经济的转轨和对市场经济中非市场成分的深入观察, 该术语含义不断拓展泛化。

Dewatripont 和 Tirole (1994) 贡献了“道德风险”下的内生预算软约束理论模型——如果追加的贷款成本低于收回全部贷款本金和利息的可能收益, 贷款方就愿意软化预算约束, 继续提供贷款而非清算重整企业。广义的“预算软约束”被定义为提供信贷的一方对于未完成的尚且有利可图的投资项目的“再”贷款。Kornai (1998) 明确了他的“预算软约束”概念——如果在政府和某些企业的隶属关系下, 该企业决策者存在政府援助的理性预期, 预算的约束就是软的。即使投资项目继续进行的边际经济效益为负, 政府也可能提供援助, 使其继续运营。这种援助可以是事前的, 也可以是事后的。问题的关键不是政府援助是否发生, 而是经理人如何期望。这种预期不仅是一个有无的问题, 而且常常是一个强弱的问题。

在我国如今的经济转轨时期, 政府同时作为国有企业与国有银行(是一种略有特殊的国有企业)的所有人, 实质上形成的是同时实施国有企业软预算约束和国有商业银行软预算约束这样一种所有权安排(施华强, 2004), 预算软约束是政府干预市场作用的结果, 乃转轨时期政府作用定位不清的表现。从新古典经济学的范式出发, 必然得出软预算约束在很大程度上破坏了市场经济优胜劣汰机制的结论(崔之元, 1999)。因而逐步硬化这一双重软预算约束成为政府的必然选择。

三、可检验假设的提出

我国国有商业银行在 1994—1998 的商业化改革、1999—2003 年的银行市场化改革、以及 2003 年至今的银行股份制改革无不透出我国政府发展市场经济的强烈愿望, 然而, 由于预算软约束内生于共同的国有产权安排, 在企业所有权本质未发生变化的情况下, 上述各项改革远未触及及我国双重软预算约束的实质。中央直属企业由于“近水楼台”之故, 国有银行很难对其行为进行有效约束; 而对于地方来讲, 财政分权之后, 各级地方政府从原来作为中央政府的执行机构转变为具有较强独立利益的主体, 地方政府有极大的动力采取各种措施发展本地经济, 争夺贷款这一关键性生产要素成为其主要手段之一, 而银行的垂直领导体系更使地方政府有足够的动力支持企业的逃废债行为, 将银行呆帐、坏帐推予中央政府承担。由此, 我们提出假设 I:

中央及地方国有上市公司在双重软预算约束这一所有权安排形式下，银行负债对其过度投资并未起到抑制作用。

对于民营上市公司，虽然他们可能通过各种方式极力与国有银行建立密切联系，然而产权关系决定的亲疏使民营上市公司在负债达到一定程度时，考虑到经营风险以及还贷的风险，银行对其过度投资行为不会予以支持，故我们提出假设 II：

相对于国有企业来讲，民营上市公司的过度投资行为将受到银行负债的抑制。

第二节 经验数据分析

一、描述性统计量

本部分考量我国银行负债是否对上市公司过度投资行为产生抑制作用，具体检验方式为：在对企业其他特征进行控制之后，检验企业的过度投资行为（第四章模型 4-1 回归后 $e > 0$ 的样本）与银行负债率的依存关系。在利用计量模型进行回归之前，我们首先对数据进行描述性统计，以便从感性方面把握我国上市公司过度投资行为与银行负债率之间的关系。

我们依期初银行负债率（期初短期借款、长期借款、一年内到期长期负债与应计利息之和/期初资产总计）将样本分为五组，利用描述性统计量观察不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模的变化趋势，

表 6-1：不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——全样本

银行负债率	样本数	Mean	Std Dev	P1	Q1	Median	Q3	P99
0-10%	415	0.072	0.108	0.0003	0.016	0.038	0.093	0.509
10-20%	522	0.062	0.080	0.0009	0.013	0.034	0.081	0.352
20-30%	562	0.059	0.085	0.0003	0.011	0.030	0.081	0.320
30-40%	392	0.055	0.072	0.0005	0.012	0.029	0.069	0.328
40-50%	312	0.053	0.067	0.0003	0.011	0.028	0.064	0.353
<i>total</i>	2203	0.060	0.085	0.0004	0.012	0.032	0.078	0.372

从表 6-1 我们可以看出，随着银行负债率的提高，我国上市公司过度投资规模的均值、中位数以及各百分位数字均呈下降趋势，初步结论是：我国银行的负

债治理在抑制上市公司过度投资行为方面具有一定的作用。然而，该作用的强弱对是否依上市公司性质的不同而有所区别？接下来我们对央企、地方国企与民营企业不同银行负债率区间下的过度投资规模进行分别统计。统计结果见表 6-2、6-3 与 6-4。

表 6-2、6-3 的数据显示，在每一负债率区间内，地方国有企业基本上都比中央直属企业更倾向于过度投资，该结论与我们在自由现金流与上市公司过度投资中的结论颇有相通之处。然而，除此之外，我们并未发现随银行负债率的提高，中央直属企业与地方国有企业过度投资规模有下降的趋势。

表 6-2：不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——央企

银行负债率	样本数	Mean	Std Dev	P1	Q1	Median	Q3	P99
0-10%	98	0.059	0.074	0.0003	0.016	0.035	0.075	0.509
10-20%	84	0.058	0.073	0.0003	0.009	0.028	0.078	0.335
20-30%	80	0.045	0.053	0.0001	0.009	0.027	0.052	0.254
30-40%	40	0.047	0.049	0.0005	0.008	0.024	0.072	0.186
40-50%	48	0.052	0.074	0.0002	0.011	0.025	0.059	0.380
<i>total</i>	350	0.053	0.067	0.0003	0.011	0.028	0.072	0.335

表 6-3：不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——地方

银行负债率	样本数	Mean	Std Dev	P1	Q1	Median	Q3	P99
0-10%	215	0.073	0.123	0.0006	0.014	0.038	0.094	0.631
10-20%	311	0.056	0.069	0.0010	0.012	0.032	0.075	0.313
20-30%	344	0.059	0.075	0.0003	0.011	0.032	0.083	0.315
30-40%	244	0.055	0.064	0.0006	0.013	0.032	0.072	0.295
40-50%	152	0.061	0.073	0.0003	0.014	0.036	0.081	0.372
<i>total</i>	1266	0.060	0.082	0.0005	0.012	0.033	0.080	0.327

表 6-4：不同银行负债率区间下我国上市公司过度投资规模统计——民营

银行负债率	样本数	Mean	Std Dev	P1	Q1	Median	Q3	P99
0-10%	58	0.096	0.115	0.0008	0.026	0.058	0.131	0.675
10-20%	78	0.100	0.124	0.0002	0.026	0.061	0.131	0.782
20-30%	96	0.080	0.133	0.0003	0.014	0.037	0.103	0.923
30-40%	78	0.052	0.086	0.0002	0.010	0.029	0.060	0.630
40-50%	93	0.039	0.053	0.0001	0.008	0.021	0.047	0.346
<i>total</i>	403	0.071	0.108	0.0007	0.014	0.036	0.085	0.630

对于民营上市公司样本，我们发现了其与国有上市公司诸多不同之处。民营上市公司与地方国有企业相比，具有更加强烈的投资扩张冲动，从中值与中位数来看，当银行负债率在 10—20% 之间，民营上市公司过度投资规模达到了最大值，高于银行负债率在 0—10% 之间的过度投资规模，可以看出，民营企业在低的银行负债率的前提下，可通过银行负债进一步扩大投资规模，迅速实现其企业规模的扩张；然而，这远非常态，表 6-4 的数据显示：银行负债率的进一步提高对民营上市公司的过度投资行为具有非常强烈的抑制作用，无论从中值、中位数或者其他任何百分位数的统计规律来看。

二、回归分析

我们的样本采用第四章以适度投资期望模型 4-1 所衡量的发生过度投资行为的企业，我们在对企业各种特征进行控制之后，建立银行负债与过度投资的回归模型 6-1：

$$I_{NEW,i,t}^{\varepsilon} = \alpha + \delta_1 bank_lev_{i,t-1} + \delta_2 FCF_{i,t} + \delta_3 (FCF_dum_{i,t} * FCF_{i,t}) + \delta_4 fixasset_{i,t-1} + \delta_5 abh_dum_{i,t} + \delta_6 size_{i,t-1} + \delta_7 cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6-1)$$

上式中的 FCF_dum 与第四章实证部分中的含义相同，是企业自由现金流的哑变量，如果样本的自由现金流小于或等于 0，我们设为 0；反之设为 1。回归结果见表 6-5：

表 6-5 的回归结果支持了我们对银行负债率与上市公司过度投资规模之间关系的初步判断——银行对我国上市公司的过度投资规模总体上具有一定的抑制作用，但该作用主要表现在对民营上市公司的态度上，平均来看，民营上市公司银行负债率每提高 1%，就有 0.115% 的过度投资受到抑制。对于国有企业，无论是中央直属企业抑或地方国有企业，该机制的作用在回归分析中都不显著，而且从系数与 t 值来看，地方国有企业甚至为微弱的正数，这是否表示：相较而言，银行负债率对央企的治理作用高于地方国企？

表 6-5: 上市公司过度投资与银行负债率回归结果

变量	模型			
	全样本	中央	地方	民营
<i>bank_lev</i>	-0.017 (-1.36)	-0.017 (-0.68)	0.005 (0.30)	-0.115*** (-3.19)
<i>FCF</i>	0.010 (0.29)	-0.031 (-0.46)	0.043 (1.01)	0.017 (0.16)
<i>FCF_dum*FCF</i>	0.343*** (6.90)	0.210** (2.32)	0.377*** (5.99)	0.421*** (2.61)
<i>fixasset</i>	0.114*** (12.10)	0.109*** (6.05)	0.117*** (9.93)	0.106*** (3.26)
<i>abh_dum</i>	-0.016*** (-2.89)	-0.009 (-0.97)	-0.011 (-1.55)	-0.032 (-1.30)
<i>size</i>	-0.004** (-2.46)	-0.004 (-1.51)	-0.002 (-1.13)	-0.001 (-0.19)
<i>cash</i>	0.092*** (5.16)	0.062* (1.72)	0.112*** (4.54)	0.072 (1.56)
<i>constant</i>	0.080*** (2.72)	0.094 (1.61)	0.040 (1.02)	0.072 (0.84)
<i>Adjusted R²</i>	0.102	0.108	0.127	0.072
样本个数	2203	350	1266	403

为了比较不同性质上市公司负债对过度投资抑制程度有无实质性差别,我们引入企业性质虚拟变量,其中, *kind_1* 表示当该上市公司为央企时等于 1, 其他情况为 0; *kind_2* 表示当该上市公司为地方国企时等于 1, 其他情况为 0; *kind_3* 表示当该上市公司为自然人控制时等于 1, 其他情况为 0; 我们同时利用 *kind_dum* 代表总的企业性质虚拟变量, 在引进企业虚拟变量与 *bank_lev* 的交互乘积项之后, 我们建立计量模型 6-2, 回归结果见表 6-6。

$$\begin{aligned}
 I_{NEW,i,t}^{\varepsilon} = & \alpha + \delta_1 bank_lev_{i,t} + \delta_2 kind_dum_{i,t} + \delta_3 (kind_dum_{i,t} * bank_lev_{i,t-1}) \\
 & + \delta_4 FCF_{i,t} + \delta_5 (FCF_dum * FCF_{i,t}) + \delta_6 fixasset_{i,t-1} + \delta_7 abh_dum_{i,t} \\
 & \delta_8 size_{i,t-1} + \delta_9 cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{6-2}$$

表 6-6: 计量模型 6-2 的回归结果

变量	子样本间的相互比较		
	中央与地方	中央与民营	地方与民营
<i>bank_lev</i>	-0.0003 (-0.01)	-0.012 (-0.35)	0.003 (0.16)
<i>bank_lev*kind_2</i>	0.0006 (0.02)		
<i>bank_lev*kind_3</i>		-0.109** (-2.51)	-0.110*** (-3.33)
<i>kind_2</i>	0.007 (0.82)		
<i>kind_3</i>		0.050*** (4.09)	0.044*** (4.43)
<i>FCF</i>	0.021 (0.59)	-0.008 (-0.12)	0.035 (0.87)
<i>FCF_dum*FCF</i>	0.321*** (6.11)	0.292*** (3.20)	0.389*** (6.42)
<i>fixasset</i>	0.115*** (11.42)	0.102*** (5.64)	0.114*** (9.89)
<i>abh_dum</i>	-0.011** (-1.99)	-0.017 (-1.60)	-0.014* (-1.95)
<i>size</i>	-0.002 (-1.48)	-0.002 (-0.84)	-0.002 (-1.02)
<i>cash</i>	0.098*** (4.75)	0.060** (2.01)	0.098*** (4.52)
<i>constant</i>	0.042 (1.25)	0.054 (0.99)	0.081** (2.23)
<i>Adjusted R²</i>	0.119	0.090	0.114
样本个数	1616	753	1669

计量模型 6-2 的回归结果显示, 银行负债对民营上市公司过度投资行为的治理作用与对待国有企业此行为在态度方面的差别, 无论是中央还是地方国企, 均通过显著性检验; 然而, 尽管表 6-5 中的中央直属企业子样本中 *bank_lev* 前的系数与 t 值的绝对值均大于地方国有企业, 且二者符号相反, 但是二者的差别并未通过显著性检验, 可见, 国有银行作为预算软约束的实际支持体, 对于同为国家所属的企业在贷款倾向上并无实质性区别。

三、本章结论

本章的实证结果表明,虽然总体上银行负债对我国上市公司过度投资行为具有一定的抑制作用,但该作用主要体现在对民营企业过度投资行为的控制上,由于预算软约束在国有银行与国有企业中的共生性,我们的回归分析结论并不支持银行负债对中央及地方国有上市公司过度投资治理作用的存在。

四、本章局限

1. 由于本章依旧采取第四章的投融资分解框架,以计量模型 4-1 进行回归从而确定上市公司过度投资规模及自由现金流量,故在第四章提及的,适度投资期望模型 4-1 的局限在本章同样存在。

2. 本章仅研究了银行负债对公司过度投资行为的影响,然而,企业信用作为公司负债来源的一个重要组成部分,其规模大小对国有企业管理层的自利行为有无约束作用?对民营企业强烈的投资扩张冲动有无一定程度的抑制?这些问题尚待研究;另外,随着我国银行贷款规范性的增强,短期借款滚动使用情况日渐减少,负债期限结构对公司投资行为的影响亦逐渐显露其研究价值。

第七章 结论及展望

本章首先对全文进行总结，然后对将来可能的研究方向略加叙述。鉴于本文实证部分在每章末皆对其不足之处予以详尽分析，故在此略去。

一、主要结论

本文采取经验数据分析与文字逻辑推演相结合的技术路线，从我国特有的制度层面，而非仅囿于公司层面因素，寻求对上市公司投资行为的规律性把握，得出的主要结论有以下几点：

1. 在运用我国上市公司财务数据对过度投资与自由现金流指标进行直接度量与回归分析之后，我们发现，我国国有上市公司过度投资与自由现金流之间强的正相关关系与自由现金流代理假说相吻合。进一步的，我们通过对自由现金流运用的详尽分析可知，地方国有企业与民营企业更倾向于过度投资。

2. 在上述结论的基础上，我们对不同最终控制人类型上市公司的经营绩效予以详尽分析，认为自由现金流代理假说并不能用来解释民营上市公司过度投资的原因。民营企业的内部控制显著优于国有企业，然其“草根经济”的本质注定其在生产经营中不得不承担高额政治依附成本与行业竞争成本，而该成本的降低显著依赖于企业规模的扩张，我们认为，民营上市公司在行业竞争中各方面的不平等待遇为引发其持续大规模投资扩张的本质原因。

3. 通过第六章银行负债对上市公司过度投资行为治理状况的探讨，我们得出以下结论：虽然总体上银行负债对我国上市公司过度投资行为具有一定的抑制作用，但该作用主要体现在对民营企业过度投资行为的控制上，由于预算软约束在国有银行与国有企业中的共生性，我们的回归分析结论并不支持银行负债对中央及地方国有企业过度投资治理作用的存在。

二、未来研究方向

上市公司过度投资问题作为一持续的研究热点，有诸多方面问题尚待进一步探讨。本文从制度层面对企业投资行为予以探讨的系列工作仅为在此领域展开研

究的初步尝试,经验数据对可检验假说的支持是对本人在该领域规律性把握的肯定,也是对我进一步进行追踪研究的鼓励。在未来的研究中,本人将在以下几个方面继续深入探索:

1. 公司适度投资期望模型的改进;
2. 上市公司过度投资行为对公司经营效率及公司价值的影响;
3. 公司治理与上市公司过度投资行为的互动;
4. 企业信用对公司过度投资行为的影响;
5. 负债期限结构对公司过度投资行为的影响;
6. 金融发展与金融业竞争度的地区间差异对以预算软约束为背景的上市公司投资行为是否构成影响。

[参考文献]

一、英文部分：

- [1] Akerlof, G., 1970, The Market for 'Lemons': Quality and The Market Mechanism [J], *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500.
- [2] Alchian, A.A., 1965, Some Economics of Property Rights [J], *Politico*, 30: 816-829.
- [3] Baker, M., J.C. Stein and J. Wurgler, 2003, When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms [J], *Quarterly Journal of Economics*, 118: 969-1006.
- [4] Barro, R.J., 1990, The Stock Market and Investment [J], *Review of Financial Studies*, 3: 115-131.
- [5] Bates, T.W., 2005, Asset Sales, Investment Opportunities and The Use of Proceeds [J], *Journal of Finance*, 60: 105-135.
- [6] Baumol, W., 1959, Business Behavior, Value and Growth [M], Macmillan, New York.
- [7] Berle, A., and G. Means, 1932, The Modern Corporation and Private Property [M], New York.
- [8] Blanchard, O.J., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 1994, What Do Firms Do With Cash Windfalls? [J], *Journal of Financial Economics*, 36: 337-360.
- [9] Bolton, P. and E.L.V. Thadden, 1998, Blocks, Liquidity and Corporate Control [J], *Journal of Finance*, 53(1): 1-25.
- [10] Calomiris, C.W. and R.G. Hubbard, 1995, Internal Finance and Firm-level Investment: Evidence From the Undistributed Profits Tax of 1936-1937 [J], *Journal of Business*, 68(4): 443-382.
- [11] Carpenter, R.E., 1995, Finance Constraints of Free Cash Flow? A New Look at The Life Cycle Model of The Firm [J], *Financial Management*, 26: 82-89.
- [12] Chirinko, R.S., Robert S. and H. Schaller, 2001, Business Fixed Investment and Bubbles: The Japanese Case [J], *American Economic Review*, 91: 663-680.
- [13] Chi-Wen Jevous Lee and Xing Xiao, 2002, Cash Dividend and Large Shareholder Expropriation in China [Z], *Working Paper*.
- [14] Cleary, S., 1999, The Relationship Between Firm Investment and Financial Status [J], *Journal of Finance*, 54: 673-692.

- [15] David M. Kotz and Berkeley, 1978, Los Angeles and London: *University of California Press*.
- [16] Degryse, H. and A.D. Jong, 2001, Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion? [Z], K.U. Leuven and Tilburg University, *Working Paper*.
- [17] Dewatripont, M., and J. Tirole, 1994, A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence [J], *Quarterly Journal of Economics*, 109(4): 1027-1054.
- [18] Devereux, M. and F. Schiantarelli, 1990, Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data, in R. Glenn Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment* [C], Chicago, IL, *University of Chicago Press*.
- [19] Diamond, D.W., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, 51(3): 393-414.
- [20] Donaldson, D., 1984, Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System [Z], New York: *Praeger*.
- [21] Fazzari, S.M., R.G. Hubbard and B.C. Petersen, 1988, Financing Constraints and Corporate Investment [J], *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-206.
- [22] Gilchrist, S., 1991, An Empirical Analysis of Corporate Investment and Financing Hierarchies Using Firm-Level Panel Data [R], Mimeograph, *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- [23] Greenwald, B., J.E. Stiglitz and A. Weiss, 1984, Informational Imperfections in The Capital Market and Macroeconomic Fluctuations [J], *American Economic Review*, 74:194-199.
- [24] Grossman, S. and O. Hart, 1988, One Share-One Vote and The Market for Corporate Control [J], *Journal of Financial Economics*, 20: 175-202.
- [25] Gugler, K., 2003, corporate governance and investment [J], *International Journal of the Economics of Business*, 10: 261-289.
- [26] Gugler, K., D.C. Mueller and B.B. Yurtoglu, 2006, Corporate Governance and The Determinants of Investment [Z], University of Vienna, *Working Paper*.
- [27] Hall, R.E. and D.W. Jorgenson, 1967, Tax Policy and Investment Behavior [J], *American Economic Review*, 57: 391-414.
- [28] Harford, J., 1999, Corporate Cash Reserves and Acquisitions [J], *Journal of Finance*, 54: 1969-1997.

- [29] Harris and Raviv, 1990, Capital Structure and the Informational Role of Debt [J], *Journal of Finance*, 45: 321–350.
- [30] Hart, O. and Moore, 1995, Debt and Seniority: an Analysis of The Role of Hard Claims in Constraining Management [J], *American Economic Review*, 85: 567–585.
- [31] Heaton, J. B., 2002, Managerial optimism and corporate finance [J], *Financial Management*, 31: 33-45.
- [32] Himmelberg, C.P, and B. Petersen., 1994, R&D Investment and Internal Finance: a Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries [J], *Review of Economics and Statistics*, 76: 38-51.
- [33] Hoshi, T., Kashap, and Scharfstein, 1991, Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data [J], *Quarterly Journal of Economics*, 106(1): 33-60.
- [34] Hubbard, R.G., A.K. Kashyap and T.M. Whited, 1995, International Finance and Firm Investment [J], *Journal of Money, Credit, Banking*, 27(3): 683-701.
- [35] Hubbard.R.G., 1998, Capital-market Imperfection and Investment [J], *Journal of Economic Literature*, 36: 193-225.
- [36] Jaggi, B. and F.A. Gul, 1999, An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Sizes on Corporate Debt Policy [J], *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12: 371-381.
- [37] Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J], *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- [38] Jensen, M.C., 1986, Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J], *American Economic Review*, 76: 659-665.
- [39] Kadapakkam, P.R, P.C. Kumar and L.A. Riddick, 1998, The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence [J], *Journal of Banking & Finance*, 22: 293-320.
- [40] Kahuria, R. and D.C. Mueller, 1995, Investment and Cash Flow: Asymmetric Information or Managerial Discretion [J], *Empirica*, 22: 211-234.
- [41] Kaplan, S.N. and L. Zingales, 1997, Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [J], *the Quarterly Journal of Economics*, 112: 169-215.
- [42] Kholdy, S. and A. Sohrabian, 2001, Internal Finance and Corporate Investment [J], *the*

- Financial Review*, 36: 97-114.
- [43] King, R.G. and R. Levine, 1993, Finance and Growth: Schumpeter Might be Right [J], *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-737.
- [44] Kornai J., 1979, Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems[J], *Econometrics*, 47: 801-819.
- [45] Kornai, J., 1980, Economics of Shortage [M], Amsterdam: *North-Holland*.
- [46] Kornai, J., 1998, The Concept of The Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory [J], *Journal of Comparative Economics*, 26(1): 11-17.
- [47] Lamont, O., 2000, Investment Plans and Stock Returns [J], *Journal of Finance*, 55: 2791-2748.
- [48] Lang, L.H.P. and R.H. Litzenger, 1989, Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis [J], *Journal of Financial Economics*, 24: 181-191.
- [49] Lang, L.H.P., E. Ofek and R. Stulz, 1996, Leverage, Investment, and Firm Growth [J], *Journal of Financial Economics*, 40: 3-30.
- [50] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance [J], *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- [51] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, Law and Finance [J], *Journal of Political Economy*, 106:1113-55.
- [52] Leland, H. E. and Pyle, D. H., 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 32(2): 371-381.
- [53] Levine, R., and S. Zervos, 1998, Stock Markets, Banks and Economic Growth [J], *American Economic Review*, 88: 537-558.
- [54] Malmendier, U., and G. Tate, 2005, CEO Overconfidence and Corporate Investment [J], *Journal of Finance*, 60(6): 2661-2700.
- [55] Marris, R., 1964, The Economic Theory of Managerial Capitalism [M], Glencoe, IL: *Free Press*.
- [56] McConnell, J.J. and C.J. Servaes, 1995, Equity Ownership and The Two Faces of Debt [J], *Journal of Financial Economics*, 39: 131-157.
- [57] Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, 1990, Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? [J], *Journal of Finance*, 45: 31-48.

- [58] Modigliani, F. and M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment [J], *American Economic Review*, 48: 261–297.
- [59] Myers, S.C., 1977, Determinants of Corporate Borrowing [J], *Journal of Finance*, 59: 2061-2092.
- [60] Myers, S.C., 1984, The Capital Structure Puzzle [J], *Journal of Finance*, 39: 575–592.
- [61] Myers, S.C. and N. C. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have [J], *Journal of Financial Economics*, 13: 187–222.
- [62] North, Douglass C. and Robert P. Thomas., 1973, The Rise of the Western World: A New Economic History [M], Cambridge: *Cambridge University Press*.
- [63] Opler, T., L. Pinkowitz., R. Stulz and R. Williamson, 1999, The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings [J], *Journal of Financial Economics*, 52: 3-46.
- [64] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson, 2001, Corporate Cash Holdings [J], *Journal of Applied Corporate Finance*, 14: 55-66.
- [65] Polk, C., and P. Sapienza, 2004, The Real Effects of Investor Sentiment [Z], *NBER Working Paper* no. 10563.
- [66] Richardson, S., 2005, Over-Investment of Free Cash Flow [Z], University of Pennsylvania, Wharton School, *Working Paper*.
- [67] Roll, R., 1986, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J], *Journal of Business*, 59: 197-216.
- [68] Shirley. M. and Vishny. R. W, 2000, Public vs. Private Ownership: The Current State of The Debate [R], *World Bank EDI report*.
- [69] Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control [J], *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- [70] Shleifer, A. and R.W. Vishny., 1997, A Survey of Corporate Governance [J] *Journal of Finance*, Vol. 52(2): 737-783.
- [71] Stein. J.C., 1996, Rational Capital Budgeting in An Irrational World [J], *Journal of Business*, 69: 29-455.
- [72] Stiglitz, J.E., 1985, Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17: 133-152.

- [73] Strong, J.S. and J.R, Meyer, 1990, Sustaining Investment, Discretionary Investment and Valuation: A Residual Funds Study of The Paper Industry, in R. Glenn Hubbard, ed., Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment [C], Chicago, IL, *University of Chicago Press*.
- [74] Stulz, R.M., 1990, Managerial Discretion and Optimal Financing Policies [J], *Journal of Financial Economics*, 26: 3-27.
- [75] Vogt, S.C., 1994, The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms [J], *Financial Management*, 23: 3-20.
- [76] White, H., 1980, A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, 48: 817-838.
- [77] Whited. T., 1992, Debt, Liquidity Constraints and Corporate Investment: Evidence from Panel Data [J], *Journal of Finance*, 47(4): 1425-1460.
- [78] Williamson, O. E., 1964, The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach [J], *American Journal of Sociology*, 87: 548-577.
- [79] Zwiebel, J., 1996, Dynamic Capital Structure Under Management Entrenchment [J], *American Economic Review*, 86: 1197-1215.

二、中文部分

- [1] 崔之元. 看不见的手范式的悖论[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [2] 邓剑琴、朱武祥. 战略竞争、股权融资与高负债融资抉择[J]. 经济学(季刊), 2006, (5): 1179-1196.
- [3] 冯巍. 内部现金流与企业投资[J]. 经济科学, 1999, (1): 51-57.
- [4] 郭强、帅萍. 民企过度投资的经济学分析[J]. 当代经济管理, 2006, (4): 33-35.
- [5] 郝颖 刘星 伍良华. 基于内部人寻租的扭曲过度投资行为研究[J]. 系统工程学报, 2007, (4): 128-133.
- [6] 何金耿 丁加华. 上市公司投资决策行为的实证分析[J]. 证券市场导报, 2001, (9): 44-47.
- [7] 何源 白莹 文翘翘. 负债融资、大股东控制与企业过度投资行为[J]. 系统工程, 2007, (3): 61-65.
- [8] 贺振华. 寻租、过度投资与地方保护[J]. 南开经济研究, 2006, (2): 64-73.

- [9] 黄少安 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, (11): 12-20.
- [10] 候毅. 我国上市公司委托理财动因和影响的实证研究[D]. 清华大学经济管理学院硕士学位论文, 2004.
- [11] 胡奕明 周伟. 债权人监督: 贷款政策与企业财务状况[J]. 金融研究, 2006, (4): 49-59.
- [12] 江曙霞 罗杰 黄君慈. 信贷集中与扩张、预算软约束和银行系统性风险[J]. 金融研究, 2006, (4): 40-48.
- [13] 姜秀珍 全林 陈俊芳. 现金流与公司投资决策——从公司规模角度的实证研究[J]. 工业工程与管理, 2003, (5): 30-34.
- [14] 林乐芬 刘葆金. 中国民营上市公司绩效的实证分析[J]. 南京农业大学学报(社会科学版), 2004, (9): 29-33.
- [15] 李胜楠 牛建波. 上市公司负债水平与投资支出关系的实证研究[Z], 工作论文, 2005.
- [16] 林毅夫 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 经济研究, 2004, (2): 17-27.
- [17] 刘朝晖. 外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策[J]. 世界经济, 2002, (7): 71-79.
- [18] 刘芍佳 孙霏 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究, 2003, (4): 51-62.
- [19] 刘少波 戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. 经济研究, 2004, (5): 88-97.
- [20] 柳建华. 银行负债、预算软约束与企业投资[J]. 南方经济, 2006, (9): 100-109.
- [21] 马曙光. 上市公司配股、货币政策与股票价格——配股资金参与资本市场调控的经验证据[J]. 金融研究, 2005, (11): 100-108.
- [22] 马曙光 黄志忠 薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J]. 会计研究, 2005, (9): 44-50.
- [23] 潘敏 金岩. 信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资[J]. 金融研究, 2003, (1): 36-45.
- [24] 饶育蕾 汪玉英. 中国上市公司大股东对投资影响的实证研究[J]. 南开管理评论, 2006, (9): 67-73.
- [25] 施华强. 中国国有商业银行不良贷款内生性: 一个基于双重软预算约束的分析框架[J]. 金融研究, 2004, (6): 1-16.
- [26] 施华强. 国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度: 1994-2004[J]. 金融研究, 2005, (12): 25-39.

- [27] 孙森林. 民营上市公司治理要跟上[N]. 证券时报, 2005, 10, (21).
- [28] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界, 2005, (7): 123-128.
- [29] 田利辉. 制度变迁、银企关系和扭曲的杠杆治理[J]. 经济学(季刊), 增刊, 2005, (10): 119-134.
- [30] 王韬 李梅. 论股权泛化条件下的内部人控制[J]. 金融研究, 2004, (12): 106-111.
- [31] 王艳辉 杨帆. 债务结构对上市公司过度投资约束的实证研究[J]. 现代管理科学, 2007, (3): 110-111.
- [32] 魏锋. 融资约束、不确定性与公司投资行为研究[D]. 重庆大学博士论文, 2004.
- [33] 谢百三 谢曙光. 关于中国民营上市公司低绩效问题的深层思考[J]. 财经科学, 2003, (1): 32-36.
- [34] 徐莉萍 辛宇 陈工孟. 控股股东的性质与公司经营绩效[J]. 世界经济, 2006, (10): 78-89.
- [35] 徐晓东 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2003, (2): 64-74.
- [36] 叶勇 胡培 何伟. 上市公司终极控制权、股权结构及公司绩效[J]. 管理科学, 2005, (4): 58-64.
- [37] 应展宇. 股权分裂、激励问题与股利政策——中国股利之谜及其成因分析[J]. 管理世界, 2004 (7): 108-119.
- [38] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析[J]. 财经研究, 2001, (3): 33-41.
- [39] 俞乔 陈剑波. 乡镇企业投资行为研究[J]. 经济学(季刊), 2002, (4): 501-520.
- [40] 张冀 李辰. 股权结构、现金流与资本投资[J]. 经济学(季刊), 2005, (10): 229-245.
- [41] 张俊喜 张华. 民营上市公司的经营绩效、市场价值和治理结构[J]. 世界经济, 2004, (11): 5-15.
- [42] 郑江淮 何旭强 王华. 上市公司投资的融资约束: 从股权结构角度的实证分析[J]. 金融研究, 2001, (1): 92-99.
- [43] 周立. 自由现金流代理问题的验证[J]. 中国软科学, 2002, (8): 43-47.

后记

见惯了南国的山清水秀，将离去之际颇恋恋不舍。为论文思路茫然无助时，白城边温柔击岸的海浪抚慰我心灵；为数据整理与运行苦闷不已时，五指峰群山忘情的攀越还我思维敏捷。然而，最让我难以割舍的，还是三年来与各位悉心帮助过我的老师、同学、朋友间愉快的相处。

首先衷心感谢恩师郑振龙教授及师母杜宏帆女士。郑老师学问的广博已令人惊叹，然其谈吐、治学间散发出的那股超乎寻常的悟性更令人可望而不可及，在天分极高的人面前常常会有挫败感，这也许就是我们同门面对他常心生敬畏之故。恩师的师道、治学与为人深深令我折服，在此道一声：能成为您的弟子，我深感幸运！师母杜宏帆女士，其乐观、超然的个性深深影响着我，其独到的话语常使我心由阴转晴，在此道一声祝福：祝您美丽智慧永远！

金融系魏巍贤教授，其在学问上对我的帮助与指导着实令我感激不尽，还要感谢张亦春教授、朱孟楠教授、林宝清教授、江曙霞教授、张顺明教授、郑鸣教授、邱崇明教授、陈国进教授、何孝星教授及金融系其他未能提及的老师，他们在学业上对我予以的指导与帮助，我铭记在心。

难忘三年来师兄（弟）师姐（妹）间相处的点点滴滴，感谢林海、陈蓉、陈淼鑫、邱文华、陈惠玲、冯玲、黄兴孛、王保合、郑泽星、唐革榕、马喜德、杨皓阳、张蕾、秦洪远、刘晓曙、何凯浩、胡炜、王珏、杨伟、贺涛、俞林、黄文彬、黄蕙洲、陈志娟、任婕茹、邹春昊。

卫华的聪慧大方、张戈的真诚、胡颖的成熟、沈蕾的缜密，如此多关怀充盈我心。尤其感谢我的硕士同窗兼同届博士王艳艳与于李胜，他们对我论文写作的莫大帮助，实非一谢字能了。

感谢父母，他们的正直、善良永远是我的榜样，他们的鼓励支持着我闯过一道又一道难关。感谢弟弟，你总是给我带来那么多的欢乐与温暖。

行文至此，道出我最珍爱与感激的人——我的先生张付成博士，硕博六年的分离与物质上持续的清贫，没有动摇过他对我学业的支持与理解，这么多年艰难的路我们共同走过，你是我值得信赖与挚爱一生的人！

包苏昱 于丰庭

2007 07 17

