

国企分红、治理因素 与过度投资*

魏明海 柳建华

摘要: 国企分红与其过度投资的关系,以及公司内部治理结构和外部治理环境在国企分红与其过度投资关系中所扮演的角色是一个很有必要进行深入研究的理论问题。本文以2001~2004年国有上市公司为样本,实证检验了我国国有上市公司现金股利政策与企业过度投资之间的关系及治理因素对这种关系的影响。研究结果支持了当前国有上市公司的低现金股利政策促进了过度投资的假说,并且公司内部治理结构和外部治理环境的改善会制约国企的过度投资行为。

关键词: 现金股利 公司治理 过度投资 国有企业

一、问题的提出

2005年10月,世界银行中国代表处发表了一份题为《国有企业分红:分多少?分给谁?》的研究报告^①,报告列举了2003年包括省级和市级企业在内的所有非金融类国企的利润总额为7590亿元,占GDP的6.5%,相当于财政收入的35%。同时,国资委的数据显示:2005年全国国企实现利润突破9000亿元,同比增长25%,其中中央企业实现利润6413亿元。2006年1~7月全国重点国企和中央企业实现的利润分别达到4967.5亿元和3516.5亿元^②。表1是我们统计的我国国有控股上市公司2001~2005年的盈利状况^③。同样可发现:国有控股上市公司也有相当强的盈利能力和积累能力。

然而由于历史原因,中央和地方政府以及地方负责管理国企的部门大多未从所管理的国企中获得红利,国企将大量的利润予以留存,从而为企业投资提供了现成的资金来源。据国家统计局的数据显示,与前一年相比,2003、2004和2005年全社会固定资产投资分别增长26.7%、25.8%和25.7%^④。以2005年为例,投资占GDP的比重高达40%以上,而企业投资占GDP的比重为31%,企业投资资金中外部融资(主要是银行借款)大约占1/3,更多的投资资金来自于企业的盈利和积累(企业留利加上折旧),其比重超过50%^⑤。由于内部自有资金的重新配置缺乏像从外部融资所需的严格的审核监督^⑥,在内部治理机制和外部治理环境不佳的情况下,国有企业内部人可能会为了规模私利而不完全是规模经济,利用内部留存利润进行过度投资,从而导致投资过热和投资效率低下。

迄今为止,在我国尚无研究直接提供国企分红与其过度投资之间关系的经验证据,也还没有对公司内部治理机制和外部治理环境在国企分红与其

表1 2001~2005年国有控股上市公司盈利和积累能力
(单位:万元)

指标	年度	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
利润总额	均值	6748.29	8254.99	11765.37	14703.79	13698.52
净利润	均值	5130.36	5662.52	8193.75	10237.75	9086.78
利润总额加折旧摊销	均值	12605.29	15014.59	19903.03	24745.54	24411.36
净利加折旧摊销	均值	10987.36	12422.12	16331.41	20279.5	19799.62
经营活动净现金流	均值	11000.93	14220.24	15401.11	20762.05	22066.05
样本数		739	807	802	815	839

* 本文为国家自然科学基金重点项目(项目批准号:70532003)的阶段性研究成果。作者感谢首届管理学学术年会暨第5届中国实证会计国际研讨会的评论人以及匿名审稿人所提的宝贵意见,但文责自负。

过度投资之间关系中所扮演的角色做出清晰的解释。鉴于此,本文尝试以2001~2004年国有控股上市公司为样本,研究其现金股利与投资行为的关系,并分析治理因素在其中所扮演的角色。

二、文献回顾和研究假设

(一) 股利政策与过度投资假说

自Rozeff(1982)和Easterbrook(1984)等学者从代理成本的角度对股利无关论提出质疑以来^①,股利的代理理论得到越来越多的关注。Kalay(1982)认为股利政策与投资政策是相互依赖的,如果合同规定一个较低的股利支付上限,企业就有较多的留存利润,那些预期盈利不佳的企业就有可能发生过度投资行为。Jensen(1986)指出,由于扩大企业投资规模会增加经理人可控制的资源,而其在职消费往往与公司规模呈正相关关系,因此经理人有扩大企业投资规模的动机,通过少支付现金股利而将更多的留存利润投资到有利于自身利益最大化而未必企业价值最大化的项目中。Lang和Litzenberger(1989)以Tobin Q的高低来衡量企业过度投资行为可能性的大小,发现成长性差的企业可以通过支付高额现金股利来降低过度投资水平。Lamont(1997)和Ghose(2005)均以美国石油公司为样本,实证发现企业过度投资水平的高低取决于经理人直接可用现金之多寡。国外这一系列的研究都表明:现金股利的支付减少了经理人可支配的现金,从而可抑制企业的过度投资行为。

在我国,由于上市公司主要由国企改制而来,为了维护公有制经济的主体地位,国有上市公司在改制的过程中往往采用政府绝对控股或相对控股的股权设置模式,国有股东掌握上市公司的多数股权和控制权。但是由于行使所有权的国有股东本身也是事实意义上的代理人,国企真正的所有者是全体人民,因而不具有人格化,从而产生的“所有者虚位”现象。转轨经济的研究表明,在“所有者虚位”的情况下,政府部门下放了国企经营管理权后又难以有效控制和监督企业经营者的行为,从而导致了严重的内部人控制问题。在存在薪酬管制的情况下,内部人显性货币激励明显不足,因而增加在职消费等控制权收益必然成为国企内部人的理性选

择,以获取最大限度的隐性激励来弥补显性激励的不足。

另一方面,由于体制改革不彻底,政府对国企在行政上实现“超强控制”。绝大多数国企经营者的任免权仍由各级政府部门控制,导致国企经营者更多地对决定自己任免资格的政府部门负责,进而使国企的经营目标因满足政府的要求而多元化,如增加就业岗位、稳定社会环境、投资新兴产业和增加当地的税收以及促进GDP的增长等,实现政府的期望,而企业规模的扩张可能就能满足政府部门的这些要求。事实上,追求规模扩张也对经营者获取更多的在职消费以及其他的隐性激励有好处。另外,因为由于国企经营者不拥有或很少拥有企业的股份,其在企业中没有资本利得,对利润的享用也不可能超过其在企业的任期,所以国企的内部人不愿投资促进生产力长期发展的项目和研究开发项目,而更愿意投资于能为其带来更多控制权私利的项目。因此,理性的国企内部人会热衷于扩大企业规模,但他们更多关心的是投资的规模私利而非规模经济。

由于留存利润为企业投资规模扩张提供了资金来源,而且对其使用所需的审核监督较少,所以我们可以预期,理性的内部人会选择少支付或不支付现金股利而将更多地现金留存在企业内部进行过度投资以最大化个人私利。由于当前我国企业的外部融资渠道还不够发达,企业支付的现金股利越多,内部人用来过度投资的资金相应越少^②。因此我们提出假设1。

假设1:在其他条件不变的情况下,支付现金股利抑制了企业的过度投资行为,且现金股利支付率与企业过度投资水平负相关。

(二) 治理因素对过度投资行为的影响

近年来,一些学者发现股利政策能够反映控股股东对外部股东的利益侵占行为(La Porta et al., 2000; Faccio et al., 2001; Deangelo et al., 2000; Vienna, 2001)。他们认为掌握企业控制权的大股东可以选择少支付现金股利而将更多的现金予以留存,从而有更多的资金投资于能为其带来更多私利但可能不利于其他股东的项目上。

我国的国有上市公司被各级政府部门所控制,上市公司对当地经济和社会发展异常重要,政府的

诸多公共治理目标乃至某些政府官员垄断租金最大化目标的实现在很大程度上都依赖于其所管辖的上市公司(魏成龙,2003)^⑨。但是由于国企承担了政策性负担,其内部人在“所有者虚位”和信息不对称的情况下会产生严重的道德风险,由于当前配套改革滞后,所以政府必须对因国企内部人的道德风险所造成的亏损予以补贴。在国企改革的过程中,政府对它的补贴经历了从财政补贴到银行贷款再到股市融资的过程。因为相对于政府而言,财政补贴对政府的财务约束最硬,银行贷款次之,股市融资的约束最软(林毅夫等,2004)^⑩,所以政府可能最希望国企通过股市融资来实现公共治理的目标。而正如前文所述,国企扩张规模在很大程度上能实现政府的诸多公共治理目标。当国有上市公司中政府持股比例较低时,政府不足以支配企业通过少向外部股东支付现金股利而将大量现金予以留存来扩大企业的投资规模。随着政府在国有上市公司中的持股比例不断增加,其对企业的控制权也不断增强,此时政府越有可能通过留存利润来实现自身的目标。但投资规模的扩大因内部人的道德风险而未必导致规模经济,更多地成了内部人获取规模私利的手段,因此投资的风险随之增加。当持股比例达到一定程度后,投资的风险难以转嫁给外部股东。国企经营者会当心因大量的过度投资导致过差的业绩而影响其升迁,政府也会考虑因此而造成国有上市公司股市融资能力乃至上市资格的丧失,此时国有上市公司可能会抑制自身的过度投资行为。Cho(1988),Pindado和Torre(2005)的研究均发现企业投资与所有权之间存在非线性的关系,并为此提供了经验证据。同时多个大股东的存在可以通过相互监督来弱化控股股东谋取控制权私利的能力(Pagano and Roell,1998;Gugler and Yurtoglu,2003),白重恩等(2005)的研究也发现在我国上市公司中非控股股东的集中度的提高有利于对控股股东的利益侵占行为实行监督。为此,我们提出假设2。

假设2:在其他条件不变的情况下,第一大股东持股比例与企业过度投资水平之间呈倒“U”型关系;其他大股东的制衡力量越大,企业因现金股利政策而导致的过度投资水平越低。

近年来La Porta等人一系列的研究促使人们更加关注公司治理环境对企业的影响。夏立军和方

轶强(2005)认为法律保护、政府治理、市场竞争等公司治理环境是比公司的内部和外部治理机制更为基础的层面,公司治理环境要素会影响到企业契约的顺利签订和执行,进而影响到公司治理的效率。他们的实证证据表明,外部治理环境的改善能促使我国企业价值的提升。

我国不同上市公司所处地区的政府干预程度、执法水平存在着很大差异(樊纲、王小鲁,2004)。由于政府目标与企业价值最大化目标并不一致,在政府干预严重的地区,国企可能会面临更大的来自于政府方面的压力,因而国企经营者可能存在更高的预算软约束预期。正如前文所述,加快投资数度、扩大投资规模能在较大程度上满足政府的要求,由于股权融资和债权融资的资金配置需要相对严格的审核监督,将大量的盈利予以留存显然成了国企内部人满足投资资金需求的一个占优选择。因而,此时留存利润的再配置可能导致更为严重的过度投资问题。而在执法水平较高的地区,国有上市公司这种侵害其他股东利益的行为更可能受到约束。为此,我们提出假设3。

假设3:在其他条件不变的情况下,国有上市公司所处地区的政府干预程度越小,执法水平越高,因现金股利政策而导致的过度投资水平越低。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2001~2004年共4年的在上交所和深交所进行交易的国有上市公司为初始样本。按以下标准对初始样本做了剔除:首先剔除了金融和保险行业的上市公司样本;其次,按照《公司法》的要求,亏损公司当年不能进行分配,因此我们也将净利润为负的样本予以剔除;再次,还剔除了极端值样本和所有数据缺失的样本;最后,我们得到2632个观察值,其中2001~2004年的样本观察值分别为672、646、633和681个。本文所使用的财务数据来自CSMAR中国股票市场研究数据库,股权结构数据来自色诺芬数据库,外部治理环境的数据来自樊纲、王小鲁(2004)所编制的中国市场化指数报告。

(二) 检验模型与变量定义

现有关于过度投资的文献较为丰富,然而直接将过度投资量化分析的文献却较为鲜见。

Richardson(2006)将过度投资定义为超出企业资本保持和净现值为正值的新投资后的投资支出。他认为:企业的新增投资支出由两部分组成,一部分为预期的投资支出,与企业的成长机会、融资约束、行业和其他因素相关,另一部分为企业的非正常投资支出,其可能为正也可能为负,正的代表过度投资,负的代表投资不足。本文参照该方法对过度投资进行度量。

我们设置了如下模型来验证文中的过度投资的假说:

$$\text{Gro_inv}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Control} + \alpha_2 \text{Ind} + \alpha_3 \text{Year} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Abn_inv}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Div_t} + \alpha_2 \text{Top1}_{it} + \alpha_3 \text{Top2}_{it} + \\ & \alpha_4 \text{Herf2} \sim 5_{it} + \alpha_5 \text{Div_t} \times \text{Top1}_{it} + \alpha_6 \text{Div_t} \times \text{Herf2} \sim 5_{it} + \\ & \alpha_7 \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_8 \text{Leg_ind}_{it} + \alpha_9 \text{Div_t} \times \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_{10} \text{Div_t} \times \\ & \text{Leg_ind}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Abn_inv}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Div_r} + \alpha_2 \text{Top1}_{it} + \alpha_3 \text{Top2}_{it} + \\ & \alpha_4 \text{Herf2} \sim 5_{it} + \alpha_5 \text{Div_r} \times \text{Top1}_{it} + \alpha_6 \text{Div_r} \times \text{Herf2} \sim 5_{it} + \\ & \alpha_7 \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_8 \text{Leg_ind}_{it} + \alpha_9 \text{Div_r} \times \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_{10} \text{Div_r} \times \\ & \text{Leg_ind}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

模型中变量的含义如下:

1.因变量。Gro_inv_{it}为新增投资支出,它是i公司第t年的购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金、购买和处置子公司及其他营业单位所支付的现金、权益性投资和债权性投资支出所支付现金之和与第t年初资产总额的比值。模型1的预测值是正常新增投资的预测值,它与企业的成长机会、融资约束等因素相关,企业正常的新增投资应该随增长机会的增加而增加。Abn_inv_{it}为模型1未解释的部分,即模型的残差。

2.测试变量。Div_t_{it}为是否支付现金股利的虚拟变量,当i公司第t年支付现金股利取值为1,未支付现金股利取值为0。Div_r_{it}表示i公司第t年现金股利支付率,该指标为每股现金股利与上一年度每股收益的比值。我们预期这两个变量与过度投资水平成负相关关系。Top1_{it}和Top2_{it}分别是第一大股东的持股比例和其平方值,均经过中心化处理以消除引入平方项后所引起的共线性问题。我们引入该变量用来考察大股东对过度投资行为的影响。Herf2~5_{it}为第2到第5大股东持股比例的赫芬指数,该变量是为了控制其他大股东制衡力量对控股股东投资行为的影响,我们假设该变量与过度投资水平负相关。G_index_{it}为公司治理环境指数总称,我们选取了樊纲、王小鲁(2004)所

编制的中国市场化指数中的政府干预指数和法制水平指数分别表示Gov_ind_{it}和Leg_ind_{it},因为Gov_ind_{it}指数越大表示政府对企业的干预程度越轻,所以我们预期该指数与企业过度投资水平呈负相关关系,Leg_ind_{it}与企业过度投资水平也呈负相关关系。

3.控制变量。根据Dhrymes和Kurz(1967),企业投资的资金来源包括权益融资、新增负债和利润,各种资金来源相互竞争。由于利润受人操纵的可能性太大,它与现金存在差异,因此我们在资金来源中用企业的经营现金净流量来替代利润,变量Cash_{it-1}是i公司第t-1年的经营现金净流量占第t-1年年初总资产的比值。LD_{it}为i公司第t年新增的长期贷款和应付债券与第t年年初总资产的比值。2001年证监会新股发行制度的规定导致股利分配和配股增发往往同时进行,由于企业经营者有了再融资的预期,这会对企业股利分配政策产生影响并进而影响到企业的投资决策,因此我们用SEO_ini_{it-1}来控制权益融资对投资的影响。该指标为虚拟变量,表示公司具有再融资的预期,当公司的ROE>5%时取值为1,否则为0^①。我们预期这些变量与因变量正相关。

Growth_{it-1}用公司i第t-1年托宾Q值来替代^②,Gro_inv_{it-1}表示公司i第t-1年的投资支出,EPS表示公司i第t-1年的盈利能力,Lev_{it-1}表示公司i第t-1年的资产负债率,用来控制企业负债比率对投资行为的影响,Size_{it-1}表示公司i第t-1年总资产的自然对数,用来控制企业规模对投资的影响。我们预期Lev_{it-1}与因变量负相关,其他变量与因变量呈正相关关系。另外我们用行业和年度虚拟变量来控制投资在年度间和行业间的差异。

表2 现金股利政策与企业过度投资

A栏: 派现类型与过度投资: 组间比较分析			
	Group1: Div _t =0	Group2: Div _t =1	Group1 VS Group2
	Mean	Mean	P Value
Abn_inv	0.0009	-0.0008	.050**
Obs	1185	1447	
B栏: 派现比率与过度投资: 组间比较分析			
	Group1: Div _r =1	Group2: Div _r =2	Group1 VS Group2
	Mean	Mean	P Value
Abn_inv	0.0007	-0.0011	.075*
Obs	1630	1002	

注:***为在0.01水平上显著,**为在0.05水平上显著,*为在0.1水平上显著,双尾检验。

四、研究结果及分析

(一) 描述性统计

我们按国有上市公司是否支付现金股利将样本分为 2 组, 未支付现金股利的为组 1, 支付现金股利的样本为组 2。同时根据现金股利支付率的高低将所有样本分为 2 组, 支付率在均值以下的样本为组 1, 即 $Div_r_t=1$, 支付率高于均值的为组 2, 即 $Div_r_t=2$ 。表 2 的描述性统计显示, 未派现公司的过度投资水平显著高于派现的公司的过度投资水平, 现金股利支付率低的公司的过度投资水平也显著高于支付率高的公司。从描述性统计结果我们可以发现现金股利政策对企业过度投资存在影响, 支付现金股利降低了国有上市公司的过度投资水平, 这与我们的假设 1 是一致的。

为了考察公司治理结构和治理环境对企业投资行为的影响, 我们根据同样的方法分别按第一大股东的持股比例、第 2~5 大股东持股比例的赫芬指数、各上市公司所处地区的法制水平和政府干预指数将样本分成两组, 低于均值的样本为组 1, 高于均值的样本划为组 2。表 3 的结果显示, 第一大股东持股比例与过度投资水平之间呈现显著正相关关系。第 2~5 大股东持股比例的赫芬指数与企业过度投

表 3 内部公司治理结构与企业过度投资

A 栏: 第一大股东持股比例分组与过度投资: 组间比较分析

	Group1: $Top_t=1$	Group2: $Top_t=2$	Group1 VS Group2
	Mean	Mean	P Value
<i>Abn_inv</i>	-0.0018	0.0015	.072**
Obs	1171	1461	
B 栏: 其他大股东制衡与过度投资: 组间比较分析			
	Group1: $Herf_t=1$	Group2: $Herf_t=2$	Group1 VS Group2
	Mean	Mean	P Value
<i>Abn_inv</i>	0.0004	-0.0008	0.671
Obs	1781	851	

注: *** 为在 0.01 水平上显著, ** 为在 0.05 水平上显著, * 为在 0.1 水平上显著, 双尾检验。

表 4 外部治理环境与企业过度投资

A 栏: 政府干预程度与过度投资: 组间比较分析

	Group1: $Gov_i_t=1$	Group2: $Gov_i_t=2$	Group1 VS Group2
	Mean	Mean	P Value
<i>Abn_inv</i>	0.0013	-0.0014	.042**
Obs	1348	1284	

B 栏: 法制水平与过度投资: 组间比较分析

	Group1: $Leg_i_t=1$	Group2: $Leg_i_t=2$	Group1 VS Group2
	Mean	Mean	P Value
<i>Abn_inv</i>	0.0004	-0.0007	.095*
Obs	1684	948	

注: *** 为在 0.01 水平上显著, ** 为在 0.05 水平上显著, * 为在 0.1 水平上显著, 双尾检验。

资水平负相关, 但均值差异不显著, 说明其他大股东持股比例增加对企业的过度投资有制衡作用, 但制衡力量不足。

表 4 显示了外部治理环境对企业投资行为的影响。政府干预指数越小, 表明干预程度越严重, 表中的结果显示了政府干预程度越严重的地区的上市公司过度投资的水平越高, 且组间均值差异在 0.05 水平上显著。处在执法水平高的地区的上市公司的过度投资水平显著低于处在执法水平低的样本的过度投资水平, 这说明企业外部治理环境的改善能约束企业的过度投资行为, 从而也在一定程度上证实了假设 3。

(二) 回归分析

表 5 为模型 1 的全样本回归结果, 从投资的资金来源来看, 我们发现企业正常的新增投资支出与现金流水平存在显著正相关关系, 再融资的预期也显著正向影响着企业的正常新增投资, 新增的长期负债与正常新增投资也呈正相关关系, 但不显著。同时企业前一期的投资与本期的投资也存在正相关关系, 系数为 0.314, 且在 0.01 水平上显著。然而模型的回归结果显示企业新增投资与成长性虽然呈正相关关系, 但结果并不显著, 表明国企新增投资的决策可能并非完全根据其成长性而做出。企业的获利能力和负债率对新增投资的影响在方向上

表 5 新增投资的全样本回归结果

变量	预期符号	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
(Constant)		.089** (0.010)	.087** (0.012)	.086** (0.012)	.088** (0.010)
<i>Cash</i>	+	.018** (0.024)			.014** (0.032)
ΔLD	+		0.01 (0.338)		0.009 (0.349)
<i>SEO_ini</i>	+			.073*** (0.008)	.066** (0.017)
<i>Inv_grow_{t-1}</i>	+	.317*** (0.000)	.317*** (0.000)	.315*** (0.000)	.314*** (0.000)
<i>Grow</i>	+	0.003 (0.246)	0.003 (0.278)	0.003 (0.224)	0.027 (0.247)
<i>Lev</i>	-	-0.01 (0.204)	-0.01 (0.180)	-0.01 (0.182)	-0.01 (0.167)
<i>EPS</i>	+	.009* (0.098)	.009** (0.060)	0.002 (0.692)	0.002 (0.767)
<i>Size</i>		-.003* (0.092)	-0.003 (0.108)	-.003* (0.099)	-.003* (0.083)
<i>Ind Year</i>		控制 控制	控制 控制	控制 控制	控制 控制
F		27.127	27.101	27.373	24.841
Adj. R ²		0.159	0.159	0.16	0.167
Obs		2632	2632	2632	2632

注: 回归方程因变量均为 *Inv_grow*; *** 为在 0.01 水平上显著, ** 为在 0.05 水平上显著, * 为在 0.1 水平上显著, 双尾检验。

也与我们的预期一致,而企业规模的大小与新增投资呈负相关关系。

表6是对全体样本公司过度投资水平的多元回归结果。从表6可发现,无论是单变量回归还是纳入公司治理要素变量回归,Abn_inv与Div_t和Div_r均呈现显著负相关关系,表明企业支付现金股利减少了内部自由现金流,从而减少了内部人可动用现金,抑制了其过度投资行为,进而证实了假设1。

同时,模型7和模型8的结果显示Abn_inv与Top1显著正相关,但与Top2显著负相关,且显著性水平均达到0.01,这表明国企的过度投资水平与第一大股东持股比例呈现倒“U”型关系,说明大股东持股比例的大小对企业过度投资水平的高低存在显著的影响。第一大股东持股比例上升会导致企业过度投资水平的增长,当持股比例超过一定限度

时,企业会降低过度投资的水平,这与我们的假设是一致的。因为控股股东持股比例越高,表明其对企业的现金流与控制权的分离程度越小,此时控股股东利益与企业利益趋同,在此情况下政府所控制的国企非理性的投资可能对政府和国企内部人都是不利的。同时交叉项Div_t×Top1和Div_r×Top1的系数符号均与预期的一致,且结果显著,说明控股股东能通过少支付现金股利来从事过度投资。而Abn_inv与Herf2~5之间如预期一样呈现负相关关系,但结果并不显著,同样交叉项Div_t×Herf2~5和Div_r×Herf2~5的系数均为负,但结果也都不显著,这可能表明国有上市公司中其他大股东持股比例不高,对控股股东的制衡力量不足。

表6中模型9和模型10的结果显示了国有上市公司所处地区的治理环境对企业投资行为的影

响。从模型9和模型10的结果来看,Abn_inv与Gov_ind呈现显著负相关关系,且显著性水平达到0.01。由于Gov_ind指数越小表明政府对企业的干预程度越高,所以该结果说明政府对企业的干预程度越严重的地区,政府就越有可能促使企业从事过度投资的行为以满足政绩考核的需要。Abn_inv与Leg_ind之间也呈现显著负相关关系,表明在执法水平低的地区,上市公司的内部人越有可能偏离最大化公司价值的目标而从事过度投资行为。同时我们还发现Div_t×Gov_ind与Div_r×Gov_ind和Div_t×Leg_ind与Div_r×Leg_ind的系数符号都与我们的预期相同,且结果显著。这些结果说明上市公司所处地区的政府干预程度越低,执法水平越高,企业通过低现金股利政策来从事过度投资的行为的可能性越小。在纳入公司内部治理要素和外部治理环境要素后,模型11和模型12的结果同前述的结果基本相同。需要指出的是,表6中各回归模型中变量的方差膨胀因子VIF值均在5以下,表明回归结果受多重共线性的影响较小。

(三) 补充检验

前文的实证结果支持了我国国有上

表6 过度投资的全样本回归结果

变量	预期符号	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9	模型10	模型11	模型12
(Constant)		0.016 (0.324)	0.012 (0.337)	0.020 (.033**)	0.023 (.013***)	-0.008 (0.202)	-0.008 (0.168)	0.010 (0.428)	0.008 (0.485)
Div_t	-	-.017** (0.051)		-.012* (0.053)		-.005* (0.067)		-.009* (0.051)	
Div_r	-		-.030** (0.013)		-.054** (0.029)		-.030* (0.060)		-.016** (0.011)
Top1	+			.120*** (0.004)	.122*** (0.003)			.116*** (0.006)	.119*** (0.004)
Top2	-			-.151*** (0.001)	-.144*** (0.001)			-.147*** (0.001)	-.141*** (0.002)
Herf2-5	-			-0.010 (0.691)	0.006 (0.785)			-0.011 (0.692)	0.009 (0.729)
Div_t* Top1	+			.029* (0.068)				.028* (0.069)	
Div_t* Herf2-5	-			-0.002 (0.821)				-0.003 (0.828)	
Div_r* Top1	+				.019* (0.070)				-.020* (0.058)
Div_r* Herf2-5	-				-0.016 (0.238)				-0.017 (0.215)
Gov_ind	-					-.024** (0.014)	-.029*** (0.003)	-.023** (0.013)	-.031*** (0.006)
Leg_ind	-					-.011* (0.092)	-.012* (0.083)	-.011* (0.062)	-.012* (0.094)
Div_t* Gov_ind	-					-0.047 (.081*)		-.004* (0.086)	
Div_t* Leg_ind	-					-0.004 (.098*)		-.003* (0.094)	
Div_r* Gov_ind	+						-.022* (0.073)		-.019* (0.062)
Div_r* Leg_ind	-						-.002* (0.082)		-.004* (0.076)
F		14.183	25.092	22.934	22.64	15.264	25.448	20.351	25.312
Adj.R2		0.131	0.110	0.050	0.072	0.054	0.069	0.088	0.098
Obs		2632	2632	2632	2632	2632	2632	2632	2632

注:回归方程因变量均为Abn_inv;***为在0.01水平上显著,**为在0.05水平上显著,*为在0.1水平上显著,双尾检验。

市公司不支付或支付低现金股利促进了企业过度投资的假说。但是 Fazzari 等 (1988), Hoshi (1991), Whited (1992) 等人的研究表明, 由于信息不对称等问题的存在, 企业内部融资和外部融资在短期内不可能完全替代, 企业使用外部资金比使用内部资金所需承担的资金成本更高, 因此内部可使用的资金就成为企业投资支出的重要来源。而且在外部融资渠道不通畅时, 即使不存在信息不对称的问题, 企业也可能无法及时从外部筹集到所需的资金, 因而支付高额现金股利减少了内部可使用资金, 可能导致盈利的投资项目无法实施 (Fama and French, 2002; Renneboog and Trojanowski, 2005)。

在我国外部融资市场不够发达的情况下, 企业选择不支付或少支付现金股利而将大量现金予以留存可能是出于减轻外部融资约束的考虑, 满足盈利项目所需投资资金的要求从而进一步提高自身的盈利能力。所以当前多数国有上市公司选择留存更多的现金也可能是为了做大做强自身的主业, 产生“价值增强效应”(Khoddy and Sohrabian, 2001), 获取规模经济以实现企业价值增值。另外由于我们采用模型 1 的残差来衡量我国企业过度投资水平的方法可能会存在一定的局限性, 所以为了验证国有上市公司低现金股利促进过度投资结论的可靠性, 我们构建了如下模型做进一步的检验:

$$\text{Value}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Div}_t + \alpha_2 \text{Control} + \alpha_3 \text{Top1}_{it} + \alpha_4 \text{Top2}_{it} + \alpha_5 \text{Hefr2}_{it} + \alpha_6 \text{Div}_t \times \text{Top1}_{it} + \alpha_7 \text{Div}_t \times \text{Hefr2}_{it} + \alpha_8 \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_9 \text{Leg_ind}_{it} + \alpha_{10} \text{Div}_t \times \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_{11} \text{Div}_t \times \text{Leg_ind}_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{Value}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Div}_r + \alpha_2 \text{Control} + \alpha_3 \text{Top1}_{it} + \alpha_4 \text{Top2}_{it} + \alpha_5 \text{Hefr2}_{it} + \alpha_6 \text{Div}_r \times \text{Top1}_{it} + \alpha_7 \text{Div}_r \times \text{Hefr2}_{it} + \alpha_8 \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_9 \text{Leg_ind}_{it} + \alpha_{10} \text{Div}_r \times \text{Gov_ind}_{it} + \alpha_{11} \text{Div}_r \times \text{Leg_ind}_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

其中 Value_{t+1} 为 i 公司 t+1 年的主营业务利润增长率, 我们将此定义为企业规模经济的替代变量, 其他变量含义同前。在外部融资市场不够发达的情况下, 我们假设企业选择留存更多的利润是为了做大做强自身的主业, 以获取规模经济效应, 提高企业的盈利能力。实证的结果显示 Div_t 和 Div_r 的系数分别是 -0.005 和 -0.006, 但 P 值分别是 0.417 和 0.180, 其他控制变量的结果比较混乱, 因而国有控股上市公司通过不支付或少支付现金股利以留

存更多现金来获取规模经济效应并没有实现, 扩大投资规模可能变为企业经营者自利的工具, 从而进一步支持了过度投资的假说。另外分年度的检验结果也基本相同。

五、研究结论与启示

本文以 2001~2004 年的国有上市公司为样本, 考察了国有上市公司的现金股利政策、治理因素与企业投资行为之间的关系。实证的结果支持了过度投资的假说, 并且发现公司治理的改善也有利于降低过度投资的水平。在当前外部融资市场不发达的情况下, 支付现金股利减少了企业内部可自由支配的现金流, 从而制约了国有上市公司内部人利用内部可自由支配的现金从事过度投资的行为。由于控制权与现金流权的分离, 掌握国有上市公司控制权的国有大股东对企业的投资行为有很大的影响, 随着第一大股东持股比例的增加, 企业过度投资水平也相应增加, 当持股比例增加导致大股东的控制权与现金流权的分离程度降低到一定程度时, 过度投资将使大股东整体收益下降, 此时过度投资水平下降, 因而企业的过度投资水平与大股东的持股比例成倒“U”型关系。但是我们并未发现其他大股东对控股股东过度投资行为产生制衡作用的证据。另外国有上市公司所在的地区政府对企业的干预程度越大, 执法水平越低, 企业过度投资水平越高。

因此我们认为, 国家作为出资人应当行使收益权这项股东的基本权利。提高国企的现金股利支付水平以减少内部人可以随意支配的现金流, 同时强化对国企留存盈利的重新配置的监督, 从而抑制其严重的过度投资行为。国际货币基金组织(IMF)的报告也支持中国政府对国企征收红利。该报告认为: 减少这些企业的(资金)流动性, 有助于“减缓投资”。国资委主任李荣融日前在接受采访时也表示, 国有工业企业可能在 2007 年开始重新支付红利^③。此外, 进一步改善国有上市公司的公司治理结构以及外部治理环境, 减轻政府对国企的过多干预并增强对中小股东的法律保护。

(作者单位: 中山大学管理学院; 责任编辑: 尚增健)

注释

①详见 http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/SOE_

cn_bill.pdf.

②数据来源于 <http://www.sasac.gov.cn/gzjg/yjkh/200602240102.htm>.

③数据来源于 CSMAR 数据库。我们对数据缺失样本和低于 1%分位和高于 99%分位的样本予以剔除。另外,若剔除中央政府控制的国有控股上市公司样本后,2001~2005 年利润总额的均值分别为 5861.41 万元、8254.99 万元、11765.37 万元、14703.79 万元和 13698.52 万元,净利润的均值分别为 4498.64 万元、4955.06 万元、7692.54 万元、9379.31 万元和 8455.74 万元,表明非中央政府控制的国有控股上市公司的盈利能力近年来也得到明显改善。

④数据来源于 2003、2004 和 2005 年的《中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报》。

⑤详见 http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/note_quarterly.pdf。

⑥股权融资的资金使用需越来越严格的信息披露,接受证监会等监管机构的监督;新增负债所筹集的资金用于投资也要受到来自银行等方面的监督。

⑦Rozeff (1982) 认为股利支付能减少因股东与经理人之间的利益冲突所产生的股权代理成本。Easterbrook (1984) 发现支付股利会迫使公司从外部资本市场上筹集新的资金,从而使经理人接受来自外部资本市场更为严格的监督,降低因经理人偷懒、增加在职消费和投资一些对企业可能不利但对自身私利最大化的有利的新项目而产生的代理成本。

⑧2001 年 3 月证监会发布了《上市公司新股发行管理办法》,规定公司最近 3 年没有分红派息而董事会对于不分配的原因未做出合理解释的,将不能获得增发新股的资格。然而我们统计发现很多公司为了迎合该制度要求,只是象征性地支付现金股利,而将大量盈利留在企业内部。在利用自有资金和外部所融资金以满足过度投资需求的选择中,理性的内部人会更倾向于选择留存盈利。

⑨政府对国企的干预并非总是对市场失灵的调节,而更可能是政府官员以企业效率换取个人利益的一种手段。官员可以通过干预企业来满足其政绩考核的要求,同时也可以在此过程中接受国企经营者因获得更多的预算而向其所提供的贿赂。

⑩因为政府需要拿出自身的资金,而银行贷款是拿别人的钱去补贴,而股市融资也是,但约束更软,因为中国的银行多数是国有的,国有银行发生严重的坏账仍需政府的财政补贴。

⑪2001 年 3 月证监会对上市公司配股资格中有关净资产收益率的规定是可以有 1 或 2 年内的净资产收益率低于 6%,只要 3 年内的净资产收益率平均不低于 6%即可。我们对于配股预期指标 SEQ_{ini} 分别用 ROE=6%、ROE=5.5%和 ROE=5%作为临界点来替代,主要结论不变。

⑫我们用了主营业务收入增长率替代,结论并没改变。

⑬详见 <http://finance.sina.com.cn/g/20061206/05463138298.shtml>。

参考文献

(1) 白重恩等:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,2005 年第 2 期。

(2) 樊纲、王小鲁:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2004 年度报告》,经济科学出版社,2004 年。

(3) 林毅夫等:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》,2004 年第 2 期。

(4) 钱颖一:《公司治理结构改革和融资结构改革》,《经济研究》,1995 年第 1 期。

(5) 魏成龙:《企业产权交易与重组——提高中国企业并购绩效的路径分析》,中国经济出版社,2003 年。

(6) 夏立军、方轶强:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,《经济研究》,2005 年第 5 期。

(7) DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Douglas Skinner, 1996, 'Reversal of Fortune, Dividend Signaling and the Disap-

pearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, pp.341~371.

(8) Dhrymes, P., Kurz, M., 1967, 'Investment, Dividends and External Finance Behavior of Firms', In: Ferber, R.(Ed.), *Determinants of Investment Behavior*, New York.

(9) Easterbrook, Frank H., 1984, 'Two Agency- Cost Explanations of Dividends', *American Economic Review*, 74 (4), pp. 650~659.

(10) Faccio, M., L.H.P., Lang and L., Young, 2001, 'Dividends and Expropriation', *The American Economic Review*, 65, pp.365~395.

(11) Fama, E.F. and K.R. French, 2002, 'Testing Trading-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt', *Review of Financial Studies*, 15, pp.1~33.

(12) Gugler, K. and B. B. Yurtoglu, 2003, 'Corporate Governance and Dividend Pay- Out Policy in Germany', *European Economic Review*, 47, pp.731~758.

(13) Hoshi, K. ashyp and Scharfstein, 1991, 'Corporate Structure, liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Date', *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp.33~60.

(14) Lamont, Owen, 1997, 'Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets', *The Journal of Finance*, 52, pp.83~109.

(15) Kalay, A., 1982, 'Signaling, Information Content and the Reluctance to Cut Dividends', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, pp.855~869.

(16) Jensen, Michael C., 1986, 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, 76 (2), pp.323~329.

(17) J. Pindado, C. L.Torre, 2005, 'A Complementary Approach to the Financial and Strategy Views of Capital Structure: Theory and Evidence from the Ownership Structure', Working Paper, www.ssrn.com.

(18) Lang, Larry H. P. and Robert H. Litzenberger, 1989, 'Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis', *Journal of Financial Economics*, 24 (1), pp.181~192.

(19) Pagano, M. and A., Roell, 1988, 'The Choice of Stock Ownership Structure Agency Costs, Monitoring, and The Decision To Go Public', *The Quarterly Journal of Economics*, pp.188~225.

(20) Pawlina, Renneboog, 2005, 'Is Investment - Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK', *European Financial Management*, 11, pp. 483~513.

(21) Renneboog, Trojanowski, 2005, 'Control Structures and Payout Policy', Working paper, www.ssrn.com.

(22) Rozeff, M. S., 1982, 'Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios', *The Journal of Financial Research*, 3, pp.249~ 259.

(23) S. Ghose, 2005, 'Corporate Governance and Over- investment by the U.S. Oil Industry', Working paper, www.ssrn.com.

(24) S. Richardson, 2006, 'Over- investment of Free Cash Flow', *Review of Accounting Studies*.

(25) Shapiro, Andrei and Robert D Willig, 1990, *Economic Rationales for the Scope of Privatization*, In the *Political Economic of Public Sector Reform and Privatization*, Westview Press, London pp.55~87.

(26) S. Kholdy, A. Sohrabian, 2001, 'Internal Finance and Corporate Investment', *The Finance Review*, 37, pp.97~114.

(27) Whited, Toni, 1992, 'Debt, Liquidity Constraints and Corporate Investment: Evidence from Panel Date', *Journal of Finance*, 47, pp.1425~1460.