

公司控股股东类型与 过度投资水平的关系研究



程仲鸣 王海兵

(咸宁学院 湖北咸宁 437100 重庆工学院 重庆 400050)

【摘要】 本文以我国2002~2006年上市公司为样本,实证检验了公司控股股东类型与过度投资水平的关系,以期为理解我国特定制度背景下的公司过度投资问题提供帮助。

【关键词】 控股股东类型 自由现金流量 过度投资水平

一、研究设计

1. 样本选择与数据来源。 本文以我国2002~2006年的5 871家A股上市公司作为样本,相关财务数据来自万得(Wind)数据库,公司治理数据来自CCER数据库及巨潮资讯网。

对于控股股东类型,如果公司实际控制人为中央国有企业、国资委和教育部所属院校,则认定公司控股股东为中央政府;如果公司实际控制人为地方国有企业、地方政府部门,则认定公司控股股东为地方政府;如果公司实际控制人为自然人、职工持股会、民营企业、村办企业、街道企业、乡镇一级政府部门、乡镇集体企业或外资企业,则认定公司控股股东为非政府主体。

2. 模型的设计与变量选取。 本文选用国内外实证研究中广泛采用的模型来度量投资扭曲程度。模型为:

$$I_{new,t} = \beta_1 + \beta_2 \text{Leverage}_{t-1} + \beta_3 \text{Size}_{t-1} + \beta_4 \text{Cash}_{t-1} + \beta_5 \text{Growth}_{t-1} + \beta_6 \text{Returns}_{t-1} + \beta_7 \text{Age}_{t-1} + \beta_8 I_{new,t-1} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \quad (1)$$

$$I_{new,t}^e = \beta_1 + \beta_2 \text{FCF}_t + \beta_3 \text{POSFCF}_t + \epsilon \quad (2)$$

模型(1)用来估算过度投资水平,模型(2)用来检验不同控股股东类型下的过度投资水平。

二、实证分析

1. 过度投资水平的估计及描述性统计。 表1为模型(1)的回归结果,模型的残差用来估算公司过度投资水平与自由现金流量。可以发现,公司新增投资支出与前期资产负债率、总资产规模、自由现金流量等显著相关,并且回归系数符号与预测符号一致。无论是以上年销售增长率还是以Tobin's Q值作为成长性的替代变量,结果都显著。得到上述系数后,分别用它们估算的残差来计算过度投资水平和自由现金流量,并对以上年的Tobin's Q值代表成长性估算的过度投资水平进行稳健性检验。

表2为变量的描述性统计结果。就过度投资水平而言,地方政府控制的上市公司的过度投资水平明显高于中央政府及非政府控制的上市公司,而非政府控制的上市公司的过度投资水平相对较低。非政府控制的上市公司的标准差相对较大,

表1

变量	预测符号	成长性用上年销售增长率代表		成长性用上年Tobin's Q值代表	
		系数	t值	系数	t值
Intercept		-0.125	-1.270	-0.277	-2.708 ***
Leverage _{t-1}	-	-0.001	-10.474 ***	-0.001	-10.363 ***
Size _{t-1}	+	0.008	2.357 **	0.018	4.795 ***
Cash _{t-1}	+	0.138	12.091 ***	0.136	11.947 ***
Growth _{t-1}	+	0.001	2.785 ***	0.020	4.968 ***
Returns _{t-1}	+	0.022	5.054 ***	0.023	5.217 ***
Age _{t-1}	-	-0.001	-3.301 ***	-0.002	-3.719 ***
I _{new,t-1}	+	0.230	25.700 ***	0.231	25.992 ***
Industry		control	control	control	control
Year		control	control	control	control
Adj.R ²		0.270	0.270	0.268	0.268
N		5 871	5 871	5 871	5 871

注: **、*** 分别代表在5%和1%的水平上显著,下同。

表2 变量的描述性统计结果

变量	中央政府控制的公司		地方政府控制的公司		非政府控制的公司		全样本	
	Mean (Median)	Std.	Mean (Median)	Std.	Mean (Median)	Std.	Mean (Median)	Std.
I _{new} ^e	0.004 (0.023)	0.091	0.008 (0.021)	0.091	0.001 (0.002)	0.097	0.001 (0.019)	0.093
FCF	-0.011 (-0.011)	0.027	-0.011 (-0.010)	0.023	-0.012 (-0.011)	0.026	-0.011 (-0.010)	0.024
POSFCF	0.005 (0.001)	0.013	0.005 (0.000)	0.010	0.004 (0.000)	0.012	0.004 (0.000)	0.011
N	1 124		3 123		1 624		5 871	

说明这类公司之间的过度投资水平有较大差异。就自由现金流量流入量而言,三种公司的差别不大。这些初步说明地方政府控制的上市公司更易进行过度投资,且更易将自由现金流量用于过度投资。

2. 公司过度投资水平与自由现金流量的关系回归。为了考察不同控股股东类型下公司过度投资对自由现金流量的敏感性差异,本文按控股股东类型将样本公司分为中央政府控制的公司、地方政府控制的公司、非政府控制的公司三类。因为本文的数据为非均衡面板数据,可能受异方差的影响,从而在表3中使用了white方差调整后的统计量。在表3最后一行,还检验了不同组别中过度投资对自由现金流量的敏感性是否存在统计上的差异。

表3 过度投资水平与自由现金流量的关系回归结果

变量	预测符号	全样本		中央政府控制的公司	地方政府控制的公司	非政府控制的公司
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept		0.000 (-0.004)	0.000 (-0.005)	-0.010 (-1.139)	-0.001 (-0.006)	0.040 *** (4.432)
POSFCF	+		0.340 ** (2.244)	0.289 (0.952)	0.558 ** (2.474)	0.057 *** (0.201)
FCF	+	0.709 *** (14.201)	0.602 *** (8.715)	0.367 (2.367)	0.629 *** (6.415)	0.797 *** (6.262)
Industry		control	control	control	control	control
Year		control	control	control	control	control
Adj.R ²		0.059	0.06	0.055	0.064	0.08
N		5 871	5 871	1 124	3 123	1 624
不同组别的自由现金流量回归系数的差异及显著性检验(F检验)		(3)与(2)=0.269 *** (0.001) (3)与(4)=0.501 ** (0.028)				

从表3中的全样本回归结果可以发现,过度投资水平与自由现金流量呈显著正相关关系。从总体上看,在其他条件相同的情况下,自由现金流量与过度投资水平显著正相关,这说明了控股股东为追求私人收益而进行过度投资。表3考察不同控股股东类型下公司自由现金流量对过度投资水平的影响。从各组的回归结果来看,各组过度投资对自由现金流量的敏感度并不相同。在地方政府控制与非政府控制的公司中,过度投资水平与自由现金流量的回归系数显著为正,意味着这两类公司的控股股东为追求自身利益而导致公司产生相关代理问题;在中央政府控制的公司中,控制权并没有对公司投资决策产生显著影响,这可能是因为中央政府作为控股股东,更注重约束自己的投资行为,也可能是因为中央政府控制的公司更注重长期稳定的发展。而且,比较表中(3)与(2)、(3)与(4)的自由现金流量的回归系数可以发现,样本组之间的系数差异分别高达0.269与0.501,与按控股股东类型分组得到的结论类似,这意味着地方政府作为公司的控股股东更易于利用自由现金流量进行过度投资。

为了检验上述结论的稳健性,本文进行如下稳健性检验:①用Tobin's Q值作为成长性的替代变量以估算过度投资水平,然后检验不同产权性质下过度投资水平差异;②为了克服残差导致的系统性偏差,将模型(1)的残差分为三组,对残差最大的一组与最小的一组分别进行回归。回归结果与前文的研究结果无实质性差异。基于稳健性检验,本文认为结果是比较稳健的。

三、结论

控股股东可能通过过度投资来谋取私人收益,并且地方政府控制的公司中存在行政干预问题。本文研究发现,公司产生自由现金流量更容易导致过度投资,并且相对于中央政府控制的公司及非政府控制的公司,地方政府控制的公司产生自由现金流量更容易导致过度投资。

地方政府控制的公司过度投资行为,一方面降低了社会资源配置效率,导致对资源的耗竭式开发和利用,最终削弱地方充分就业的能力;另一方面,会引起地方产能过剩,从而产生地方保护主义和限制资源流动。

因此,要提高公司的经营效率,减少过度投资行为:第一,作为地方国有企业控股股东的地方政府,应弱化其行政干预角色,专注其公共管理的职能,让市场的真正主体即企业根据市场的情况独立做出投资决策;第二,大力推进市场化进程,硬化预算约束,完善经理人市场,且加强中小投资者利益保护法制的建设;第三,完善公司内部治理结构与机制,抑制控股股东的自利行为。

【注】本文系湖北省教育厅重点项目(项目编号:D200728003)和湖北省教育厅人文社科项目(项目编号:2006q124)的阶段性成果。

主要参考文献

1. Jensen, Michael C.. The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, 1986;76
2. Bertrand, M., S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preference. Journal of Political Economy, 2003;11
3. Berger, P. G., Hann, R.. The Impact of SFAS 131 on Information and Monitoring. Journal of Accounting Research, 2003;41
4. Holderness C. G.. A Survey of Blockholders and Corporate Control. Economic Policy Review, 2003;4
5. Shleifer, A., R. W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control. Journal of Political Economy, 1986;3
6. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W.. Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics, 2000;58
7. Albuquerque, R. U. I., Wang. Agency Conflicts, Investment and Asset Pricing. The Journal of Finance, 2008;1
8. 程仲鸣,夏新平,余明桂.政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资.管理世界,2008;9
9. 夏立军,陈信元.市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定.经济研究,2007;7
10. Richardson, S.. Over Investment of Free Cash Flow. Review of Accounting Studies, 2006;11