

上市公司投资低效率的理性分析

安徽工业大学管理学院 王明虎

[摘要] 本文从内部决策主体和外部约束机制两个角度系统分析了上市公司投资低效率的原因。本文认为,由于流通股东的弱势地位和债权人的软约束,我国上市公司投资的外部约束机制失灵;而受不纯投资动机和低效约束机制的影响,上市公司投资决策者很难提出好的投资项目。最后本文提出了一些改善我国上市公司投资效率的意见。

[关键词] 投资效率、上市公司、约束机制

1. 引言

上市公司的投资效率是学者们比较关注的问题,许多研究文献表明,上市公司存在着投资效率低下的问题,如刘怀珍等(2004)、张坤英(2004)、陆国庆(2004)。这些文献对上市公司投资效率低下的现象从各个方面进行了解释。例如,李虎(2005)认为:由于 IPO 约束的存在,上市公司募集资金投向呈现“单一化趋势”,市场和上市公司在信息披露上的博弈可能导致“坏”的纳什均衡,从而导致上市公司资金投向错误;刘怀珍等(2004)认为,我国上市公司一个明显的特征就是偏好股权融资的同时运行效率却很低,被称之为效率悖论,而产生效率悖论的原因在于我国特殊的股权分割制度导致我国国有资产折股存在溢价效应,激励国有股东同意上市公司承担净现值为负的投资项目;徐莉萍等(2005)的实证研究证明,只有上市公司控制权有偿转让给民营企业,上市公司才表现出盈利能力和经营绩效的提高。综观现代许多类似文献,其研究方法的共同点是从一个特定的角度研究上市公司的投资效率,而未能从上市公司投资的决策与约束机制系统探讨投资效率的成因,从而使得这些文献缺乏全面的说服力。实际上,企业的投资效率取决于投资的内部决策和外部约束机制:决策机制从内部保证企业寻找一个好的投资项目,而约束机制从外部治理结构使公司放弃低效的投资项目。有鉴于此,本文试图从上市公司投资的决策和约束机制两个方面探讨影响上市公司投资效率的各种因素,并据此寻求改善上市公司投资效率的途径。文章的基本结构如下:第 2 部分讨论我国上市公司外部投资约束机制的失灵及原因;第 3 部分讨论上市公司经营者(经理人员)投资决策低效率的原因;第 4 部分讨论上市公司董事会投资决策低效的原因;第 5 部分提出本文的研究结论与意见。

2. 我国上市公司外部投资约束机制的失灵

上市公司投资的资本来源有两个渠道:股东和债权人。在市场经济中,股东和债权人作为一个经济人,向企业转让资本使用权必然需要回报。因此理论上说,只有当企业投资的报酬率高于股东和债权人要求的回报(资本成本)时,企业才能够向股东和债权人筹资用于投资项目,而从资本的供给者(股东和债权人)角度看,只有他们确信企业的投资报酬率不低于他们所需求的必要回报,并确信企业会履行其融资契约时,他们才敢于将其资本让渡给企业使用,这就是资本供给者对上市公司的投资约束机制。在现实生活中,上市公司的投资约束机制主要是通过资本供给者审查企业的投资方案、调查了解企业的信用程度、查阅上市公司的财务报告来具体实现的。

2.1 我国上市公司股东对上市公司投资约束的失灵。我国上市公司的股东有两类:占有控股地位的国有股股东和流通股股东。国有股股东对上市公司投资效率约束的失灵原因本文将在后面讨论,这里先讨论流通股股东的约束问题。流通股股东可以通过两种方式表示自己对公司投资决策的意见:用手投票和用脚投票。然而,囿于监督上市公司投资的成本私人性和效用的外部性,流通股股东很难有动力去监督上市公司的投资决策。由于我国大部分上市公司为国有控股,流通股股东只拥有上市公司少量股权。Shleifer 和 Vishny (1986)认为,由于小股东在对上市公司监督中要私人承担全部信息收集成本,而只能获得公司改善收益中很少的一部分,因此小股东不会积极参与对公司投资决策的监督。而王明虎(2004)的实证研究结果表明,我国大多数上市公司流通股股东参与股东大会的比例很低,平均 89% 的流通股股东不参加股东大会。另一方面,我国上市公司流通股股东也很难通过用脚投票的方式约束上市公司的投资决策。Marris (1964)和 Manne (1965)认为,如上市公司投资效益差,导致企业价值下降,小股东可以通过抛售股票,导致公司股票价格下降,继而吸引其他企业收购公司来威胁现有管理层的地位,从而约束公司管理层的投资决策。然而在

[参考文献]

- [1] Bharat A. Jain and Omesh Kini, . The Post - Issue Operating Performance of IPO Firms [J]. Journal of Finance , December 1994 : 1699 - 1726.
- [2] Halil Kiyamaz. The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market : evidence from Istanbul stock exchange [J]. Journal of Multinational Financial Management 10(2000) : 213 - 227.
- [3] Jay R. Ritter. The Long - Run Performance of Initial Public Offerings [J]. Journal of Finance , March 1991 : 3 - 27.
- [4] 李博,吴世农. 中国股市新股发行(IPOs)的初始收益率研究[J],南开管理评论,2000 年 05 期,31 - 37;
- [5] 沈芝峰,陈雪颖. 我国首次公开发行股票实证研究[J],厦门大学学报(哲学社会科学版),2002 年 02 期,79 - 87.

我国,由于国有股的绝对控股地位,即使流通股股东抛售股票导致股票价格下跌,也很难直接影响到公司管理层的地位,因而不可能对公司投资决策产生有效约束。

2.2 贷款银行对上市公司投资约束的失灵。在我国债券市场不发达的背景下,银行成为上市公司的主要债权人,因此本文主要讨论贷款银行对上市公司的投资约束。银行对上市公司投资决策的约束,主要是通过上市公司债务契约完成的。银行为保证自己的债权利益,一般会在债务契约中设置如下条款:(1)抵押资产;(2)限定债务人财务指标界限(如流动比率、速动比率等);(3)限定债务人财务活动范围(如股利支付比率、投资范围等);(4)破产和接管条款(Shleifer 等 1997)。这些债务契约条款保证了上市公司债务的硬约束,同时也保证了债权人对上市公司投资决策的约束效果。

在我国,由于公司与银行中国有制度的存在,导致了银行贷款的“软约束”问题。Kornai (1980)指出,在社会主义经济中普遍存在“预算软约束”问题,也就是说,在政治干预下,债权人无法强制不能按期还本付息的企业破产清算,导致负债对企业的预算约束是软的。于东智(2003)认为,国有商业银行整体上在公司治理中的角色是消极和不明确的,这表现在以下几个方面:(1)银行的独立性不高。商业银行与上市公司的国有股东大多属于同一行政主体主管,行政主体完全可以通过行政权力干涉商业银行对企业的监控;(2)银企关系的制度设计并未有效地激励银行参与公司治理;(3)我国也没有建立银行对企业的相机治理机制;(4)我国确立的主办银行制度没有起到其应有的作用;(5)现行的《商业银行法》和《证券法》禁止国有商业银行持有其他公司的股票,其结果是形成了债权人与股东的分离,从而削弱了商业银行在公司治理中的作用。

总结以上国有商业银行对上市公司的治理监督机制现状,我们不难得出结论:在现行银行和上市公司关系机制安排下,银行和上市公司的债务契约并不能形成对上市公司的硬约束,因此银行对上市公司的投资约束机制也存在很大的失效可能。

3. 上市公司经营者(经理)投资决策低效率的原因分析

我国《公司法》第 112 条规定:董事会“决定公司的经营计划和投资方案”。第 119 条规定:经理“组织实施公司年度经营计划和投资方案”。实务中,由于董事会并非企业具体业务部门,不可能直接从事投资项目的预测、遴选和可行性研究方案编制等投资决策的前序工作,而主要在于对提出的各种备选投资方案进行选择。因此企业的投资决策实际上有两类主体:经营者(经理)负责拟订各种备选投资方案;董事会负责投资方案的优选。本部分先讨论经营者(经理)对投资决策效率的影响。

经营者对投资决策的影响可从两个方面进行分析:投资决策的动机和必要性。

3.1 上市公司经营者投资决策的动机分析。经营者提出投资建议,其动机可能有如下几个方面:

(1)解决资金闲置问题,改善经营业绩。我国上市公司资金闲置现象比较严重,这已成为我国股票市场上一个不争的事实。对 2001 年已公布的中报财务数据进行统计计算可以看出:2001 年已公布中报的上市公司平均每家闲置资金数为 3.11 亿元(其中平均货币资金 278 亿元,平均短期投资为 3278 万元),同比增长了 43.32%,闲置资金占总资产的比重为 7.96%,同比增长了 24.98%。由于资金闲置不产生效益,经营者期望通过投资,提高企业资金使用效率,改善企业业绩。

(2)提高企业规模,扩大自身权力范围。即使是在资本主义经济制度中,企业也存在恶性增资现象。所谓恶性增资,是指缺乏投资过程中的纠偏控制机制,面对失败的投资无法终止而继续投入资源,恶化企业的财务状况(杨瑞龙 2001)。恶性增资的原因,是因为一旦企业进行投资,企业的规模和组织结构必将扩张,因而经理人员所能控制的资源和薪酬将随之增加,而投资的低效率并不直接影响经营者的地位。在我国大部分上市公司中,由于国有股的绝对控股地位,上市公司的经营者都由当地政府任命(或当地政府通过其控制的董事会任命),因此流通股股东无法通过用手或用脚投票的方式驱除投资低效率的经营者,而经营者却可以因投资规模的扩张而扩大其权力范围,提高其官职级别。

(3)改善其与内部员工关系,培植自己的支持势力。受国有经济管理体制的影响,经营者对有些与自己意见相左的其他管理人员并不能随意解聘或改聘,因此为改善其与其他内部员工的关系,扩大自己的支持力度,经营者会增加投资项目,并将该项目委任给其需要争取的人物。

3.2 经营者投资建议的必要性分析。理论上说,经营者有必要向上市公司董事会建议好的投资项目,这种必要性来自于产品市场竞争、职业经理市场和资本市场的接管压力,以及企业激励机制的引导。但在我国上市公司,经营者受产品市场、经理市场和资本市场的压力和激励引导存在一定的特殊性,试分析如下:

(1)产品市场、经理市场对经营者的宽松约束。由于上市公司经理大多数是公司控股股东的代言人,因此即使其提出的投资建议产生低效率,导致企业在竞争中处于劣势,公司控股股东也不会因此对经理进行严格处罚,而是至多换个企业再做经理,这是由于我国干部管理体制中缺乏有效的决策失误问责制造成的。邓锦林(2004)认为,我国许多国有企业管理者进行盲目投资,在给自己带来收益的同时给企业带来损失,而这种现象无法抑制的主要原因在于我国缺乏一套可操作性的问责制度。顾杰(2004)也认为,问责规定弹性过大,问责官员责任不明确,处罚不严格,是我国现行干部问责制的重要问题。其次,由于我国职业经理市场的缺乏,导致企业难以高效地通过市场对上市公司的经营者进行替代,这也使得建议低效投资的经营者的约束感。

(2)资本市场和激励制度对经营者投资建议约束的失效。资本市场对经营者的投资约束,主要在于如果经营者建议低效的投资项目导致企业效益恶化,会导致股东抛售企业股票,引发股价下跌,从而诱发其他企业收购本企业股票,接管本企业,并重新委派经营者取代原经营者。但在我国,资本市场上的接管压力对上市公

司经营者很小。根据蒲自立等(2004)的研究,中国上市公司的控股权阈值从 1997 - 2000 年的平均值分别为 43.33%, 37.90%, 44.07% 和 43.56%, 由于上市公司的控股权阈值较高, 企业就很难获取上市公司控制权。从激励制度角度说, 我国上市公司的激励制度存在严重缺陷。比如, 陈长英(2004)认为, 我国上市公司薪酬与管理绩效未达到合理匹配, 一些上市公司中存在着激励不足、激励不当、缺乏惩罚机制及高管人员收入与公司效益呈反比的情况。由于上市公司对经营者的激励方案低效, 经理人员无法从高效的投资项目中大幅度提高自己的效用, 以弥补其确定一个良好的投资项目的成本。

综合以上论述我们可看出, 由于经营者投资建议的约束机制的软约束, 因此上市公司投资效率主要取决于经营者投资决策的动机, 如经营者从提高企业规模, 扩大自身权力范围和改善其与内部员工关系, 培植自己的支持势力这两个角度出发, 则不能保证公司高的投资效率。而若想要经营者从解决资金闲置问题, 改善经营业绩角度进行投资, 则经营者又不愿意。因为寻求一个良好的投资项目, 经营者要花费很多个人资源(时间、精力等), 而他只能享受到很到的一点投资回报(企业激励制度的低效率), 另一方面, 即使他建议一个低效率的投资项目, 他的效用不会降低(保持原有的职位和待遇)。因此只要经营者是一个理性经济人, 他就不会花费很大精力去寻求一个好的投资项目。

4. 上市公司董事会(大股东)投资决策低效的原因。由于我国上市公司大多为国有股绝对控股, 因此董事会实际上由大股东把持, 使得董事会的投资决策变成大股东投资决策。

在我国, 上市公司大股东投资决策的动机主要有以下几个方面:

4.1 获取高额投资回报。理论上说, 如果上市公司能投资于高回报项目, 则大股东将会获得较高的投资增值; 相反, 如果投资效率低, 则的股东必将承担大部分损失, 从这一点说, 大股东有动力和压力监督上市公司投资决策。

4.2 为从资本市场圈钱寻找合适理由。上市公司大股东为达到证监会融资约束条件从资本市场圈钱的目的, 总要寻找一些投资项目以求获得证监会对企业配股或增发的审批。靳明(2002)总结了上市公司为圈钱而进行投资的三种情况: (1) 投资行为的短期化和偏离公司根本目标; (2) 投资的随意性和盲目多元化; (3) 资产重组行为的投机化。这些充分证明了大股东为了圈钱而随意投资的现象。

4.3 扩大上市公司投资, 改善当地政府官员的政绩。在我国资本市场的发展过程中, 国家控股的所有制模式、剥离非核心资产的改制方式以及“审批制”、“额度制”相结合的股票发行制度造就了上市公司与控股股东和地方政府之间的紧密关系(李增泉等 2005)。加上地方政府有时直接主管上市公司控股股东, 因此地方政府官员很容易利用这种对控股股东的管理权为自己“改善”政绩。改善政绩的一个重要途径是让上市公司在当地进行大规模投资, 这样一方面改善了当地的就业, 也扩大了当地 GDP 数值, 形成优良政绩。杨瑞龙(2001)也认为, 地方政府和国有企业一直患有投资饥渴症, 一味地追求扩大企业资产规模, 从中享受由投资扩张带来的各种收益, 但却不必承担因投资扩张而造成的亏损。

综上所述, 大股东和董事会不可能提高投资效率。这是因为如果大股东从圈钱和改善当地政府官员的政绩的角度进行投资, 则不可能选择好的投资项目, 而若要大股东从获取高额投资回报角度充分发挥监督作用, 又存在很大的困难。由于大股东与上市公司经营者的特殊关系, 大股东很难否决经营者的投资建议。而从另外一个角度说, 大股东从上市公司获取利益大多数并不是从上市公司股利分配获得。我国许多学者的研究证明, 大股东通常通过关联交易、并购重组等手段掏空上市公司获得收益(李增泉等 2005), 这种收益比获取股利分配要大得多。另外, 由于所有者缺位, 激励机制的低效率等原因, 大股东代言人并不关注国有股权的损失, 他们只关注自身个人利益, 提高投资效率只是一个软约束。

5. 结论和建议

本文根据研究认为, 由于上市流通股股东和债权人无法起到对投资效率的约束机制, 而上市公司大股东和经营者又缺乏选择优秀投资项目的动机和约束力。导致我国上市公司投资的低效率。为了改变这种状况, 我们提出如下建议:

1. 改善上市公司股权结构, 改变国有股一股独大的现状。这样可以促进其他股东监督公司投资效率的动机和效率。
2. 改善上市公司经营者的激励约束机制, 促进其关注公司投资效率。
3. 加强金融体制改革, 提高商业银行控制金融风险能力和独立性, 提高银行对上市公司投资效率的监督。
4. 改善公务员业绩评价体制, 使上市公司业绩与公务员政绩脱钩, 从根本上消除上市公司与地方政府之间的经济利益关系, 保障公司独立投资。

【参考文献】

1. 王明虎、章铁生、顾银宽. 2004. 上市公司财务问题研究. 经济管理出版社. 2004. 161
2. Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W. 1997. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance. Vol. LII. No. 2. 737 - 782
3. 李增泉、余谦、王晓坤. 2005. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验数据. 经济研究. 2005. 1
4. 于东智. 2003. 资本结构、债权治理与公司绩效: 一项经验分析. 中国工业经济. 2003. 15. Marris R. 1964. The Economic Theory of Managerial Capitalism. Illinois: Free Press of Glencoe. 1964