

学校编码: 10384
学号: 17520111151184

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业财务指标和资本-劳动比率关系研究：
基于中国制造业企业的经验证据
Financial Indicators and Capital-Labor Ratio:
Evidence from Chinese Manufacturing Firms

王 衣 辰

指导教师姓名: 黄炳艺 副教授
专业名称: 会 计 学
论文提交日期: 2014 年 4 月
论文答辩时间: 2014 年 5 月
学位授予日期: 2014 年 6 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2014 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈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其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

论文摘要

我国目前处于产业结构转型和资本深化的关键阶段，资本和劳动力要素报酬失衡现象严重，关于企业要素投入决策的研究非常必要。目前国内与企业投资行为相关的研究硕果累累，但关于企业层面资本-劳动比率的研究极少，将企业资本-劳动比率与财务指标相联系的研究更是凤毛麟角。考虑到中国企业具备一些特有的经济特质，针对美国、欧洲各国企业的相关研究结论对中国企业并不具备普遍适用性，而企业的要素投入决策不仅与企业日常经营活动有关，还关系到宏观经济增长和资源配置效率，因此对企业资本-劳动比率进行研究十分必要。

本文以我国沪深股市制造业上市公司为研究对象，计算了 2001-2012 年 12 年间我国制造业企业的资本存量与资本-劳动比率，从资产负债率和现金流量两个角度来研究财务指标对企业资本-劳动比率的影响，并分别区分不同地区企业、不同所有权性质企业以及金融危机前后进行了分析。研究结果表明我国制造业企业的资本-劳动比率确实会受到其财务指标的影响，且影响程度会因地区市场化程度、所有权性质和外部经济环境发生变化。本文主要结论如下：一是我国制造业企业资本-劳动比率和财务指标的相关性主要由融资约束和代理问题导致；二是相对于市场化程度较高地区企业，市场化程度较低地区的企业存在预算软约束的问题，因此其主要面临的是过度投资而不是融资约束问题；三是我国国有企业资本-劳动比率和财务指标的相关关系主要由融资约束导致，而非国有企业的这一关系主要由代理问题导致；四是金融危机这一外在经济环境会加强代理问题对资本-劳动比率和财务指标关系的影响。

关键词：资本-劳动比率；财务指标；GMM

ABSTRACT

Nowadays China is in a key period of capital deepening and adjustment of industrial structure. The imbalance between capital factor payment and labor factor payment occurs and is becoming more serious every day. There are so many researches focus on Chinese firms' investment, but rarely care about their employment, let alone the firms' capital-labor ratio. Firms' factor input decision is closely related with firms' operation and the macro economy. Compared with fruitful foreign researches, domestic research about capital-labor ratio is so rare. So this article focuses on Chinese manufacturing firms' capital-labor ratio, wants to know how firm allocates its limited funds on these two inputs to reach its' target capital-labor ratio.

The object of this article is to explore the effects of financial indicators on firm's capital-labor ratio, and how this effect happens. This study based on the data of Chinese listed manufacturing firms, calculates the firm-level capital-labor ratio of every corporate. This study investigates the relationship between capital-labor ratio and financial indicators. This paper is structured as follows. Section 1 introduces the background of this study. Section 2 reviews the literature about firm's input decision-making process. Section 3 analyzes the mechanisms which link financial factors to firm-level capital-labor ratio and develops hypothesis. Section 4 describes the data and introduces the method of estimation. Section 5 presents the empirical results. Section 6 makes a conclusion and discusses the policy implications. The empirical evidence indicates that firm-level capital-labor ratio is closely related with financial condition, and this relationship is caused by financial constrains and principal-agent problem. This paper also finds that the capital-labor ratio sensitivity of firms from different region shows some difference, and that of firms with different ownership is also different. And after the financial crisis of 2008, this sensitivity changed. This may illustrates the existence of soft budget constraint in China.

Key words: Capital-Labor Ratio; Financial Indicators; GMM

目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 第一章 引言 | 1 |
| 1.1 研究动机 | 1 |
| 1.2 研究思路与结构安排 | 1 |
| 1.3 研究贡献和创新 | 2 |
| 第二章 文献综述 | 3 |
| 2.1 资本-劳动比率相关研究综述 | 3 |
| 2.1.1 企业层面资本-劳动比率的计量 | 3 |
| 2.1.2 财务状况和企业资本-劳动比率关系研究 | 4 |
| 2.1.3 劳动保护法规和企业资本-劳动比率关系研究 | 5 |
| 2.1.4 企业资本-劳动比率的其他相关研究 | 6 |
| 2.2 企业投资行为相关研究综述 | 6 |
| 2.2.1 代理冲突与企业投资行为 | 7 |
| 2.2.2 融资约束与企业投资行为 | 9 |
| 2.2.3 国内企业非效率投资相关研究 | 11 |
| 2.3 企业雇佣行为相关研究综述 | 13 |
| 2.3.1 财务因素影响企业雇佣行为的研究 | 14 |
| 2.3.2 企业超额雇员相关研究 | 15 |
| 第三章 理论分析与假说提出 | 18 |
| 3.1 理论分析 | 18 |
| 3.1.1 一般均衡理论 | 18 |
| 3.1.2 信息不对称理论 | 18 |
| 3.1.3 工资决定理论 | 20 |
| 3.1.4 人力资本理论 | 21 |
| 3.2 假说提出 | 23 |
| 第四章 研究设计 | 26 |

| | | |
|----------------------|-------------------------|-----------|
| 4.1 | 样本选取 | 26 |
| 4.2 | 变量选择 | 26 |
| 4.2.1 | 被解释变量 | 26 |
| 4.2.2 | 解释变量 | 28 |
| 4.2.3 | 控制变量 | 28 |
| 4.3 | 模型设定与估计方法 | 30 |
| 4.3.1 | 模型设定 | 30 |
| 4.3.2 | 估计方法 | 30 |
| 第五章 样本描述与实证分析 | | 33 |
| 5.1 | 描述性统计 | 33 |
| 5.2 | 回归分析 | 34 |
| 5.2.1 | 企业财务指标和资本-劳动比率的关系 | 34 |
| 5.2.2 | 不同地区企业的财务指标和资本-劳动比率的关系 | 35 |
| 5.2.3 | 不同所有制企业的财务指标和资本-劳动比率的关系 | 36 |
| 5.2.4 | 金融危机前后企业财务指标和资本-劳动比率的关系 | 38 |
| 5.3 | 稳健性检验 | 39 |
| 第六章 研究结论 | | 41 |
| 6.1 | 结论 | 41 |
| 6.2 | 对策和建议 | 41 |
| 6.3 | 研究局限性 | 42 |
| [参考文献] | | 43 |
| 致谢 | | 50 |

CONTENTS

| | |
|---|-----------|
| Chapter1 Introduction | 1 |
| 1.1 Research Motivation..... | 1 |
| 1.2 Research Approach..... | 1 |
| 1.3 Research Innovation | 2 |
| Chapter2 Literature Review | 3 |
| 2.1 Researches about Capital-Labor Ratio | 3 |
| 2.1.1 Measures of Capital-Labor Ratio | 3 |
| 2.1.2 Financial Factors and Capital-Labor Ratio | 4 |
| 2.1.3 Employment Protection Legislation and Capital-Labor Ratio | 5 |
| 2.1.4 Others about Capital-Labor Ratio | 6 |
| 2.2 Researches about Investment..... | 6 |
| 2.2.1 Agency Conflict and Investment | 7 |
| 2.2.2 Financing Constrains and Investment | 9 |
| 2.2.3 Inefficient Investment of Chinese Firms | 11 |
| 2.3 Researches about Employment..... | 13 |
| 2.3.1 Financial Factors and Employment | 13 |
| 2.3.2 Researches about Excessive-Employment | 15 |
| Chapter3 Theoretical Analysis and Hypothesis Development | 18 |
| 3.1 Theoretical Analysis..... | 18 |
| 3.1.1 General Equilibrium Theory | 18 |
| 3.1.2 Asymmetric Information Theory..... | 18 |
| 3.1.3 Wage Determinism | 20 |
| 3.1.4 Human Capital Theory | 21 |
| 3.2 Hypothesis Development | 23 |
| Chapter4 Research Design..... | 26 |
| 4.1 Sample Selection..... | 26 |

| | | |
|--|--|-----------|
| 4.2 | Variable Description | 26 |
| 4.2.1 | Explained Variables | 26 |
| 4.2.2 | Explanatory Variables | 28 |
| 4.2.3 | Control Variables | 28 |
| 4.3 | Model Specification and Statistical Method | 30 |
| 4.3.1 | Model Specification | 30 |
| 4.3.2 | Statistical Estimation Method | 30 |
| Chapter5 Empirical Analysis | | 33 |
| 5.1 | Descriptive Statistics | 33 |
| 5.2 | Regression Analysis | 34 |
| 5.2.1 | Financial Indicators and Capital-Labor Ratio | 34 |
| 5.2.2 | Region, Financial Indicators and Capital-Labor Ratio..... | 35 |
| 5.2.3 | Ownership, Financial Indicators and Capital-Labor Ratio..... | 37 |
| 5.2.4 | Financial Crisis, Financial Indicators and Capital-Labor Ratio | 39 |
| 5.3 | Robustness Test | 41 |
| Chapter6 Conclusions, Suggestions and Limitations | | 43 |
| 6.1 | Research Conclusions | 43 |
| 6.2 | Countermeasures and Suggestions | 43 |
| 6.3 | Limitations | 44 |
| Reference | | 45 |
| Acknowledgement | | 52 |

第一章 引言

1.1 研究动机

近年来我国要素报酬失衡的现象凸显，资本深化进程加快。研究认为，从经济学上来说，经济增长的推动力来自物质资本和人力资本的增长，而我国的经济增长主要由物质资本积累推动，但是目前来看物质资本对我国经济增长的推动力已经开始减弱，技术进步不够、人力资本积累太少对经济的制约作用已经开始凸显，而人力资本积累不足还会导致要素配置效率的恶化，如果这种现状不得到改变，长期来看我国的经济增长将不可持续（张小雪和陈万明，2010）^[1]。而人力资本积累不足反映在就业市场上，形成了如今劳动力就业难、企业招聘难的两难局面。企业是我国经济的重要组成部分，微观层面多个企业的资本和劳动力配置情况组成了宏观层面我国要素配置的现状，企业资本和劳动力报酬则组成了宏观层面要素收入分配的现状，直接反映我国经济发展状况。

在微观层面，对于企业在日常生产经营中的物质资本投入和人力资本投入行为，物质资本投入受到了较多的关注，目前有关企业投资行为的研究日渐丰富，而劳动力投入作为企业的另外一种重要的生产要素，却较少有文献从企业层面对其进行研究，而更少有学者对我国企业微观层面的资本和劳动力配置情况进行研究。企业究竟是如何将其有限的资金在资本和劳动力这两种要素间进行分配的，而财务因素在其中又起到了怎样的作用？

国外已有的相关文献已经证明，企业的财务状况能够通过影响资本和劳动力两种要素的价格和生产率的方式影响企业的要素投入决策（Benito 和 Hernando，2007）^[2]。为了探索我国企业的财务状况是否会影响企业的要素投入决策，以及这种影响是否与其他因素有所关联，本文收集了我国制造业企业的数据，从多个角度研究了财务指标对我国制造业企业的资本和劳动力投入决策的影响，为我国企业的投资和雇佣决策提供有意义的借鉴。

1.2 研究思路与结构安排

本文共分为六章，具体研究思路和结构安排如下：

第一章为引言，主要介绍了本文的研究动机、研究背景和结构安排，并阐述了本文的研究创新。

第二章为文献综述，首先总结了已有的关于企业资本-劳动比率的研究，重点阐述了研究资本-劳动比率和企业财务指标之间关系的文献，接下来分别回顾了国内外与企业投资行为和雇佣行为相关的研究。

第三章为理论分析和假说发展，介绍了基于完全竞争市场的一般均衡理论，并阐述了在不完全竞争市场下信息不对称对企业投资的影响，以及工资决定理论和人力资本理论。

第四章为研究设计，介绍了本文的数据来源、样本选取过程、实证研究模型的设计以及所使用的统计方法。

第五章为实证研究，首先进行了样本描述，然后检验了财务指标和企业资本-劳动比率的相关关系，并且分别针对不同类型的企业进行了研究，检验地域、所有权和金融危机因素对财务指标和企业资本-劳动比率关系的影响，最后进行了稳健性检验。

第六章为研究结论，总结了本文的研究结论，根据研究结论提出了相应的政策建议，并指出了本文的研究局限。

1.3 研究贡献和创新

(1) 本文关于企业资本-劳动比率的研究弥补了我国在这方面研究的空白。目前关于资本-劳动比率的研究多是在宏观层面从经济学角度进行研究，鲜少有人关注微观层面企业的资本-劳动比率决策。本文从一个全新的角度研究了我国企业资本-劳动比率和财务指标的关系。

(2) 本文深入研究了市场化程度和企业所有权性质以及金融危机环境对企业资本-劳动比率和财务指标之间的关系的的影响，加深了对企业资本和劳动力投入决策影响因素的了解。

(3) 本文设计了企业资本-劳动比率指标，应用资本永续盘存方法计算了企业的资本存量，充实了本文的研究内容。

第二章 文献综述

2.1 资本-劳动比率相关研究综述

资本-劳动比率是指资本总量除以劳动总量的比率，其经济学内涵是平均每个工人拥有的资本量，也称人均资本占有率，从宏观经济角度来看，储蓄率增加和技术进步都会促使资本-劳动比率升高。目前已有的关于资本-劳动比率的研究多集中在经济学领域，探讨其对宏观经济的影响。国外已有一些研究关注到企业层面的资本-劳动比率，讨论的范围集中在企业层面资本-劳动比率的影响因素上。

2.1.1 企业层面资本-劳动比率的计量

对经济学意义上的资本-劳动比率来说，资本即固定资产投资总量，劳动即劳动力数量。因此在计量企业层面的资本-劳动比率时，对于劳动总量，所有相关研究都选择了企业员工数量进行计量，这也是符合其经济学定义的。

对于资本总量即固定资产投资总量的计量，部分文献选择使用企业有形固定资产账面价值计算资本-劳动比率，比如 Mark (2008)^[3]、Christopher、Robert 和 Victor (2001)^[4]、Federico、Marco、Julian 和 Giovanni (2009)^[5]的研究都使用了企业固定资产账面价值来计算资本-劳动比率。Marina (2009)^[6]考虑到固定资产账面价值仅反映了历史成本信息，不能充分说明企业在当前时间点做出资本和劳动力投入决策的依据，因此使用了企业固定资产的重置价值来计算企业的资本-劳动比率。Marina (2009)^[6]采用了 Blundell et al.的永续盘存方法计算企业固定资产重置价值，以样本期间第一年的有形固定资产历史价值为基础，假设企业第一年的固定资产重置价值等于当年有形固定资产历史价值，第二年的固定资产重置价值即第一年固定资产重置价值减去折旧加上投资品价格上涨额和本年投资额，逐年类推，计算得到每年的企业资本-劳动比率。根据 Marina (2009)^[6]的观点，本文选择企业有形固定资产重置价值作为企业资本-劳动比率的计算基础。

2.1.2 财务状况和企业资本-劳动比率关系研究

目前已有的关于企业财务状况和资本-劳动比率关系的研究多是建立在融资约束影响企业投资的研究的基础上,从融资约束的角度着手研究财务状况不同的企业的生产过程和决策。

Richard (1990)^[7]分别研究了融资约束对企业资本投入和劳动力投入的影响,间接说明了融资约束对企业资本-劳动比率产生的影响。Richard (1990)^[7]使用资产负债率和利息保障倍数作为企业融资约束的代理变量,将企业分为高融资约束和低融资约束两组,研究受到不同程度融资约束的企业的资本和劳动力的变动程度。结果表明高资产负债率和利息偿付压力大的企业的两种要素投入量变动对需求变动和现金流变动更敏感。Richard (1990)^[7]虽然是分别针对企业的资本投入和劳动力投入受到财务因素的影响程度进行研究,没有明确指出财务因素对企业资本-劳动比率的影响,但是他的研究为后来者研究财务因素对企业资本-劳动比率的影响奠定了基础。

Marina (2009)^[6]使用英国制造业企业的数据进行实证分析,用企业规模、企业年龄和银行依赖度三个指标分别作为融资约束的代理变量,对受到不同程度融资约束的企业的资本-劳动比率对现金流、资产负债率和有形资产比重的敏感性进行了分析。实证结果表明,相比受到融资约束程度较浅的企业,受到更多融资约束的企业的资本-劳动比率对现金流、资产负债率的变动存在明显的负相关关系,而对有形资产比重变动的敏感性没有明显差别。Marina (2009)^[6]认为,这说明了三点:一是当企业外部融资遇到困难时,受到融资约束的企业不能进行最佳资本投资,因此会使用更多劳动力来满足需求,其雇佣活动对内部资金的敏感性增强;二是高负债水平确实使得一个企业的外部融资渠道受限,获得外部融资的难度和成本都上升,因此企业只能增加劳动力投入;三是可抵押资产即有形资产占总资产的比重确实对企业获取外部融资非常重要,无论企业是否受到融资约束,这种重要性都不会受到影响。

Mark (2008)^[3]以劳动者信息优势为切入点,以企业的贷款申请是否曾被否决作为判断企业是否受到融资约束的标准,研究了融资约束对企业资本-劳动比率的影响。Mark (2008)^[3]认为,员工在和企业建立雇佣关系之后,直接参与了企业的生产过程,并在这种过程中对企业有了较为全面的了解,具备信息优势,

而资本提供者只有在生产完成后才能了解到企业信息。相对于资本提供者，劳动力的信息优势体现在其可以掌握企业家的创新力、管理能力等影响企业发展能力的信息，对具备较强能力的企业家，员工愿意在创业初期做出努力来提高自己的企业专用性技能，提升自己的生产率，这就形成了一种劳动力对企业的劳动力专用性投资。对于那些受到融资约束的企业，由于信息不对称的存在，获取这种劳动力的企业劳动力专用性投资比对外融资效率更高、成本更低，因此受到较多融资约束的企业更愿意使用劳动力来替代资本，资本-劳动比率较低。同时 Mark (2008)^[3]也发现，这种劳动力专用性投资使得受到融资约束的企业在获得成功后再难以替换员工，与没有受到融资约束的企业相比，其劳动生产率随时间递减。

总的来说，已有研究普遍认为融资约束和企业资本-劳动比率负相关，并且从资本成本和信息不对称角度对此进行了一定的解释。

2.1.3 劳动保护法规和企业资本-劳动比率关系研究

根据人力资本理论，劳动保护法规的存在可以显著提升员工在工资谈判中的讨价还价能力，进而对企业的雇佣决策产生影响。目前已有的大部分文献都是从劳动保护法规对企业劳动力雇佣的影响的角度进行研究，本节仅介绍关于劳动保护法规和企业资本-劳动比率关系的研究。

Federico、Marco、Julian 和 Giovanni (2009)^[5]使用了来自 14 个国家的企业 1997-2003 年的数据，在已有的关于劳动保护法规和企业雇佣调整关系的研究的基础上，研究了劳动保护法规对企业资本-劳动比率的影响，并进一步研究了融资约束对劳动保护法规影响企业资本-劳动比率程度的加剧作用。研究结果表明，劳动保护法规完善程度和企业的资本-劳动比率负相关，且受到融资约束的企业这种负相关关系更为明显。Federico、Marco、Julian 和 Giovanni (2009)^[5]认为，由于劳动保护法规的存在使得企业的解雇成本进而劳动力调整成本上升，因此企业会使用劳动替代资本；同时劳动保护法规增强了工人的讨价还价能力，当企业进行投资时，投资收益要更多地被员工分享，导致企业所有者得到的投资收益减少，使得企业投资意愿减弱，这也导致了企业使用劳动来替代资本。因此，劳动保护法规完善程度和企业的资本-劳动比率负相关。而融资约束之所以会加剧这种负相关关系，是因为当劳动保护法规增强了员工的讨价还价能力后，企业的内

部资金更多地被用来支付较高的工资，企业的投资自然减少。虽然实证结果支持了劳动保护法规完善程度和企业的资本-劳动比率的负相关关系，Federico、Marco、Julian 和 Giovanni（2009）^[5]提出，短期来看劳动保护法规确实会使企业用劳动力替代资本，但是从长期来看，反而使得企业资本-劳动比率上升。因为劳动保护法规带来的解雇成本上升和工人讨价还价能力增强使得企业在进行技术革新时，更愿意选择资本密集的技术，因此从长期来看，劳动保护法规会推进资本深化。

2.1.4 企业资本-劳动比率的其他相关研究

国外学者还从需求不确定性角度研究了企业的资本-劳动比率。Holthausen 和 Duncan（1976）^[8]的研究结果表明，市场需求不确定性和企业资本-劳动比率负相关。Vivek（1991）^[9]使用美国 125 个工业行业的数据检验了需求不确定性与企业资本-劳动比率的关系，证实两者确实负相关。Christopher、Robert 和 Victor（2001）^[4]在上述两篇文献的基础上，使用完善的理论模型检验了波兰企业的资本-劳动比率和需求不确定性的关系，研究结果表明波兰企业资本-劳动比率和需求不确定性正相关。以上关于需求不确定性和企业资本-劳动比率的研究认为，企业对需求不确定性的反应显示了企业的风险偏好，如果企业资本-劳动比率和需求不确定性正相关，说明企业是风险爱好者，反之则是风险厌恶者。

Danny 和 Terence（2005）^[10]使用加拿大制造业企业 1981 年-1997 年的数据，研究了汇率对企业资本-劳动比率的影响，发现企业资本-劳动比率与资本和劳动的相对价格存在负相关关系。Danny 和 Terence（2005）^[10]认为，汇率的变动影响了国外引进资本的价格，通过资本-劳动相对价格影响到企业的要素投入。

2.2 企业投资行为相关研究综述

企业投资方面相关理论研究数量繁多，从 MM 理论的基础上发展起来的新古典投资理论主要阐述了企业融资方式对其投资决策并不会产生影响，关注的主要是企业最优资本结构和最优融资方式的存在性。后续研究基于新古典投资理论，通过在模型中引入资本市场不完全性，将委托代理问题和公司治理问题与投

资理论相结合，拓展到企业融资方式对企业投资效率、财务决策的影响等方面。而行为财务理论通过引入投资行为参与者的非理性行为，对投资理论进行了进一步的拓展，着重强调投资者非理性行为导致的对股票定价的反应偏差和经理人非理性导致的管理决策偏差对企业投资行为的影响。^[11]目前对企业投资行为的研究主要从代理冲突、融资约束和行为财务理论三个方面阐述了企业在资本配置时的决策过程和影响因素。由于行为财务理论较少关注财务因素发挥的作用，因此本节主要总结与代理冲突和融资约束对企业投资行为影响相关的研究。

2.2.1 代理冲突与企业投资行为

Jensen 和 Meckling (1976)^[12]在契约理论的基础上，提出委托代理关系是一种契约关系，即一个或者更多委托人聘用代理人来代表他们行使某些权力。在企业中，委托代理关系表现在企业的所有权和经营权相分离，所有权属于股东，经营权由企业管理者或者经理人代表股东行使。由于股东和经理人的目标不同，这种委托代理关系就带来了股东和经理人之间的代理冲突。Jensen 和 Meckling (1976)^[12]指出，代理成本由三个部分组成：委托人对代理人的监督成本、代理人的担保成本和剩余损失。在他们之后，学者们将公司财务和公司治理结合进行考虑，展开了较为全面的研究。总的来说，目前关于代理冲突对企业投资行为的影响主要关注三种代理冲突：第一是股东和经理人之间的代理冲突，第二是股东和债权人之间的代理冲突，第三是大股东和小股东之间的代理冲突。

(1) 股东和经理人之间的代理冲突。

股东和经理人之间的代理冲突主要源自于剩余索取权。上市公司的经理人拥有的剩余索取权小于其掌握的公司控制权，也小于其承担的经营风险，因此经理人的目标是自身利益最大化，其个人目标偏离了股东价值最大化和公司价值最大化，很可能产生非效率投资行为。Jensen (1986)^[13]的研究表明，经理人的晋升机会和企业的规模正相关，因此经理人出于追逐个人利益的动机，会投资于能够尽可能扩大企业规模而不是增加股东价值的项目。Hart (1995)^[14]和 Richardson (2006)^[15]的研究支持了 Jensen (1986)^[13]的这一结论。Jensen (1986)^[13]还提出了自由现金流的概念，认为经理人对于自由现金流控制权最大，使用自由现金流受到的外界监督最少，因此经理人会有使用自由现金流进行过度投资的动机。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库