

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 32120111150602

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

上市公司具有较高的投资效率吗?

——基于我国上市公司与非上市公司样本的实证研究

Do Public Firms have Higher Investment Efficiency?

Evidence from Public and Private Firms in China

朱媛

指导教师姓名: 肖 珉 教 授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_

评 阅 人: \_\_

年 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)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

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



## 内容摘要

促进资源有效配置是股票市场的核心功能之一。然而，股票市场真的能使得公司提高投资效率吗？一方面，上市使公司得以进入公开资本市场，增强融资谈判能力，提升信息透明度，从而缓解融资约束问题。另一方面，上市也使得公司的所有权与控制权相分离，从而产生委托代理问题，需要通过严格的公司治理和资本市场监督降低代理成本。本文结合投资-现金流敏感性相关文献，深入地考察上市公司与非上市公司之间在投资效率上的具体差异，并从融资约束和代理问题两个方面对造成差异的原因做了进一步的探讨。

本文以 2002 年到 2010 年所有 A 股上市公司及非上市公司作为研究对象进行分析，实证结果表明：总体上，上市公司的投资效率优于非上市公司。区分两种不同性质的投资-现金流敏感性可以发现，上市公司具有较低的现金流不足-投资不足相关性，这种降低作用与上市缓解公司融资约束有关；然而，相对于非上市公司，上市公司的现金流富余-投资过度相关性不降反升，这种关系与上市加剧公司代理问题有关。由此，本文推断，上市总体上有助于提高公司的投资效率，但投资效率的提升仅限于拥有投资机会而内部现金流匮乏的公司，而不能惠及内部现金流富余而投资过度的公司。本文关于上市公司与非上市公司的跨样本研究结果验证了投资效率的融资约束理论和代理问题理论，但未能支持会计信息质量作为融资约束与代理问题的解决机制所发挥的作用。

本文利用包含非上市公司在内的更为广泛和具有代表性的样本，区分现金流不足-投资不足相关性和现金流富余-投资过度相关性两种不同性质的投资效率，研究上市与投资效率之间的关系，一方面对投资效率这一财务学经典研究问题作出了新的实证检验，另一方面也为我国股票市场在企业微观层面所产生的影响提供了可供政策参考的研究证据。

**关键词：** 上市公司；非上市公司；投资效率



## ABSTRACT

Promoting the efficiency of resource allocation is one of the core functions of stock market. However, could the stock market really help to improve investment efficiency? On the one hand, to be listed help firm access to public capital markets, increase financing negotiation skills, enhance information transparency, so as to ease the financial constraints. On the other hand, a stock market listing may also lead to agency problems as ownership and managerial control are separated and manager's interests diverge from those of their investors. To reduce agency cost, there is need to perfect the internal corporate governance and develop the supervision function of the capital market. Based on the literature of investment - cash flow sensitivity, this paper focuses on the particular differences of the investment efficiency between private and public firms and further studies the causes of the differences from two aspects: financial constraints and agency problem.

With a data set of all A-share listed firms and private firms during 2002 to 2010 of China, the empirical results show that, in general, the investment efficiency of public firms is better than that of private firms. Specifically speaking, relative to the private firms, the correlation of poor cash flow— underinvestment is lower for public firms and this is caused by lower financial constraints; however, the correlation of rich cash flow – overinvestment is not lower, but even higher for public firms than private firms and this is caused by the higher agency cost. Thus, this paper conclude that listed, on the whole, could help to improve investment efficiency. But this improvement of investment efficiency is limited to firms which have investment opportunities but lack of internal cash flow, and cannot help to improve the investment efficiency of firms that have excessive internal cash flow and overinvest. These results verify the financial constraints theory and agency problem theory of investment efficiency, but fail to support that financial reporting quality could play a role in solving the problem of financial constraints and agency problem.

By using a more widely and representative sample which includes private firms

and distinguishing the two aspects of investment efficiency: the poor cash flow-underinvestment correlation and the rich cash flow - overinvestment correlation, this paper compares the investment efficiency of public and private firms. This study, on the one hand, provides a new empirical test of investment efficiency which is one of classic research problem in finance; on the other hand, provides evidence about the influence of stock market on the enterprise micro level, and thus provides referenced information for policy-making.

**Keywords:** Public Firms; Private Firms; Investment Efficiency

## 目录

<b>第一章 导论</b> .....	<b>1</b>
一、问题的提出.....	1
二、研究动机与研究意义 .....	1
三、研究框架.....	2
四、研究特色与可能的研究贡献 .....	4
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>5</b>
一、上市对公司的影响研究 .....	5
二、公司的投资效率研究 .....	7
三、上市与投资效率之间的关系研究 .....	11
<b>第三章 制度背景</b> .....	<b>13</b>
<b>第四章 研究假设与研究设计</b> .....	<b>17</b>
一、研究假设.....	17
二、数据来源与样本选择 .....	21
三、变量的定义与指标说明 .....	22
四、检验模型的构建 .....	26
<b>第五章 实证检验与结果分析</b> .....	<b>31</b>
一、数据描述.....	31
二、实证检验.....	34
三、稳健性测试与进一步的研究 .....	54
<b>第六章 结论</b> .....	<b>62</b>
一、研究结果.....	62
二、研究推论和研究启示 .....	62
三、研究局限.....	63
<b>参考文献:</b> .....	<b>64</b>
<b>致谢</b> .....	<b>69</b>



## CONTENTS

<b>Chapter1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
Section1 Propose the Problem.....	1
Section2 Research Motivation and Significance .....	1
Section3 Research Structure .....	2
Section4 Research Characteristics and the Possible Contribution .....	4
<b>Chapter2 Literature Review .....</b>	<b>5</b>
Section1 the Influence of List.....	5
Section2 Investment Efficiency .....	7
Section3 the Investment Efficiency of Public and Private Firms .....	11
<b>Chapter3 Background of Institution .....</b>	<b>13</b>
<b>Chapter4 Research Hypothesis and Research Design.....</b>	<b>17</b>
Section1 Research Hypothesis.....	17
Section2 Data Resource and Sample Construction.....	21
Section3 Measurement of Main Variables .....	22
Section4 Empirical Model Construction.....	26
<b>Chapter5 Empirical Test and Results Analysis .....</b>	<b>31</b>
Section1 Data Description .....	31
Section2 Empirical Test.....	34
Section3 Robustness Test and Furture Research .....	54
<b>Chapter6 Conclusion.....</b>	<b>62</b>
Section1 Results.....	62
Section2 Inferences and Revelations .....	62
Section2 Limitations .....	63
<b>References:.....</b>	<b>64</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>69</b>



## 第一章 导论

### 一、问题的提出

理论上，促进资本有效配置是股票市场的核心功能之一。现实中，上市是否有助于公司提高投资效率？上市公司与非上市公司相比，是否具有较高的投资效率？相关研究并未得到一致的经验证据。一些研究认为上市增进了公司的投资效率(Mortal和 Reisel, 2013<sup>[1]</sup>), 另一些研究认为上市损害了公司的投资效率(Asker, Joan和 Ljungqvist, 2013<sup>[2]</sup>)。但同时, Mortal和 Reisel (2013)<sup>[1]</sup>也指出上市对投资效率的影响取决于所在国家的制度背景, 这还远远不能协调相关经验证据之间的矛盾, 因为 Asker, Joan和 Ljungqvist (2013)<sup>[2]</sup>关于上市减损效率的证据正是来自被作为良好制度代表的美国。在这个背景之下, 本文基于更加细致的角度, 更为深入地考察上市公司与非上市公司之间在投资效率上的具体差异, 从而为回答上市是否有助于提高投资效率这个问题提供新的有益的经验证据。

### 二、研究动机与研究意义

在完美的资本市场上, 成长机会是资本投资的惟一驱动因素 (Hayashi, 1982<sup>[3]</sup>)。然而, 现实中的投资却受到成长机会之外的诸多因素的影响, 公司投资与现金流之间的相关关系广泛存在, 是投资资本配置非效率的突出特征之一 (如 Fazzari, Hubbard和 Peterson, 1988<sup>[4]</sup>)。以往的研究认为, 投资与现金流之间的相关性可归结于外部投资者与公司内部人之间的信息不对称: 一是逆向选择问题; 二是道德风险问题。在提供资金之前, 外部投资者难以合理评估公司投资项目的质量, 面临逆向选择问题。逆向选择使公司外部融资代价高昂 (Stiglitz和 Weiss, 1981<sup>[5]</sup>; Myers和 Majluf, 1984<sup>[6]</sup>), 而无法实现完美状态下的“内部资金的完美替代”。如果公司内部现金流不足, 很可能被迫放弃有利可图的投资项目, 出现投资不足。在提供资金之后, 外部投资者与内部管理者之间形成委托代理关系, 管理者存在损害投资者利益实现自利的道德风险 (Jensen和 Meckling, 1976<sup>[7]</sup>), 由于管理者的管理收益是企业规模的增函数, 大公司的管理者在货币

及非货币收益上都远高于小公司的管理者（Conyon 和 Murphy, 2000<sup>[8]</sup>），管理者通常具有强烈的建立商业帝国的愿望，追求规模增长的最大化。如果公司的自由现金流较多，管理者很可能滥用资金，投资于净现值为负的项目，导致投资过度（Jensen, 1986<sup>[9]</sup>；Stulz, 1990<sup>[10]</sup>）。本文参照 Richardson（2006）<sup>[11]</sup>的方法，将投资效率分解为投资过度与投资不足，并将自由现金流分解为现金流富余和现金流不足。接下来，本文探究了上市公司与非上市公司在“现金流富余-投资过度相关性”与“现金流不足-投资不足相关性”这两种不同性质的投资效率上是否存在差异以及差异的形式是否有所不同。进一步地，本文还以财务杠杆和超额现金持有量作为代理变量，研究融资约束和代理问题是否能够解释上市公司与非上市公司的投资效率差异，并检验会计信息质量在两类公司投资效率差异上所发挥的作用，从而一方面更为深入地理解上市与否对投资效率产生影响的可能原因，另一方面也利用包含非上市公司在内的更为广泛和具有代表性的样本检验投资效率的一般性理论——融资约束理论和代理问题理论。

### 三、研究框架

本文在以前学者研究投资与投资机会之间的相关关系的基础上，从投资-现金流敏感性的角度，分“现金流富余-投资过度相关性”与“现金流不足-投资不足相关性”，研究了上市对这两种不同性质的投资效率的具体影响。进一步地，从融资约束和代理问题两个角度探讨了上市与否对投资效率产生影响的可能原因。

本文的研究内容安排如下：

第一章导论中，主要阐述了研究的背景、研究的动机及研究意义、研究思路及框架、本文的特色和创新。

第二章文献综述，从三个方面对相关文献进行了回顾。首先对有关上市对公司影响的文献进行了梳理，主要回顾了上市对公司行为，如对现金持有量、债务水平、高管薪酬、会计信息质量、公司治理等的影响；然后从投资-现金流敏感性的角度对有关投资效率的文献进行了回顾；最后整理了近年来有关上市对投资效率影响的相关文献。文献回顾主要是对国内外已有研究进行了分析，总结以往研究的主要成果，提出尚未解决的问题。

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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库