

从公司治理角度看企业非效率投资行为

——以江浙民营上市公司为例

王丽娟, 朱和平(教授)

(江南大学商学院, 江苏无锡 214122)

【摘要】 本文以2009~2013年江浙民营上市公司为研究对象,探讨内外部公司治理因素对企业非效率投资行为的抑制作用。研究表明:第一大股东持股比例与企业过度投资行为呈倒“U型”关系,对投资不足无显著抑制作用;股权制衡度、董事会规模、独立董事机制与企业的非效率投资行为均无显著的相关关系;董事长和总经理的两职合一及薪酬激励制度与过度投资呈显著的正相关关系;而管理层持股对企业的非效率投资无显著影响;外部治理中短期债务与过度投资无显著负相关,但加剧了企业的投资不足;长期债务在增加企业过度投资行为的同时,也抑制了企业的投资不足行为;产品市场竞争度并未发挥有效的治理效果,与企业投资不足显著正相关。

【关键词】 公司治理; 过度投资; 投资不足

一、引言

投资是经济发展和增长的动力,其效率的高低直接影响着企业的成败。然而,在我国特殊的资本市场背景下,由于公司治理体制的不完善,非效率投资问题广泛存在。企业的资金可能被投资于净现值为负的项目,发生过度投资行为(Jensen, 1986),也可能在企业拥有大量闲置资金时,仍然放弃净现值为正的项目,发生投资不足行为(Myers、Majluf, 1984)。非效率投资使公司偏离企业价值

最大化的目标,损害了投资者的利益,势必会影响企业的生存和发展。而公司治理机制是通过一系列制度安排实现股东、经理人和债权人等之间的相互制衡,协调各相关利益集团对企业控制和收益权的分配,以降低企业的投资风险。Richardson(2006)以1988~2002年美国上市公司为研究对象,发现特定的治理结构能够抑制公司的过度投资。Giroud、Mueller(2010)、Billett等(2011)研究发现薄弱的公司治理更可能导致企业发生非效率投资。张会丽

土地潜在价值挖掘受限,无法使其得到最大化利用;房产开发缺乏区域整体规划,导致部分房企出现缺乏配套设施与社会资源的状况。

五、结论与启示

本文由李嘉诚资产重组行为提出疑问,以浙江标杆房企滨江集团为例,从内部人新视角分析我国内地房企存在的价值低估现象并探究其背后原因。研究发现,内地房企价值被低估,而该估值偏离又离不开行业集中度低、股权分散、政策利空不明朗、土地开发利用率低等一系列原因。由此,本文认为,投资者在做出房企的投资决策时,适宜采用内部人视角这一不确定性更少、更为客观的估值方法,减少投资风险;房企在开发过程中,应该寻求兼并整合、适度提高股权集中度、密切关注政策动向、加大创新、注重可持续性发展、加强整体系统规划能力,从多方面入手提升自身价值,维护投资者利益。

主要参考文献

王广斌.上市公司财务指标分析与投资价值判断[J].经济问题,2004(7).

杨朝晖,陈书宏,张婕.房地产行业上市公司价值分析[J].运城学院学报,2011(6).

范芙蓉.上市公司投资价值分析[J].内蒙古财经学院学报(综合版),2012(1).

罗晓君.房地产企业投资价值分析[D].昆明:昆明理工大学,2013.

何杰.上市公司投资价值基本分析与实务[J].商,2013(6).

Smith Clifford Jr., Watts Ross L.. The investment opportunity, corporate financing, dividend and compensation policies[J]. Journal of Financial Economics,2000(58).

淳伟德,胡培.股权集中度对上市公司市场价值的影响——股权分置改革后非金融行业的实证分析[J].社会科学,2008(6).

王世强.如何选出优良的上市公司进行投资[D].成都:西南财经大学,2011.

刘星,刘伟.监督,抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J].会计研究,2007(6).

和陆正飞(2012)认为高质量的公司治理机制能够抑制非效率投资。刘娥平和徐海(2013)以发行公司债券的企业为样本,研究表明有效的债务治理能够改善企业的投资效率。可见,公司治理对非效率投资的影响一直是学术界和实务界广泛关注的热点。

改革开放30多年来,随着民营经济的迅猛发展,大批民营企业通过发行上市、买壳或借壳等方式涌入证券市场,截至2013年年底在沪深两市上市的民营企业已达1476家,其中江浙两省的民营企业占26.08%。与国有控股上市公司相比,民营企业主要是家族化经营模式,缺乏合理的产权结构和复合型管理人才。且现有的研究成果更多是从沪深两市的大样本或国有控股公司的背景出发,考察大股东控制、董事会特征、债权治理等因素对非效率投资的影响(郭胜、张道宏,2011;蒋明跃,2010;王旭,2012),较少关注小样本或民营企业。鉴于此,本文将江浙两省民营上市公司为样本,研究内外部治理因素对非效率投资行为的影响,以帮助企业提高资金的配置效率水平。

二、理论分析与研究假设

(一)内部治理因素

1. 股权结构与非效率投资。在所有权和经营权分离的背景下,公司存在着两类委托——代理问题:一类是股东与经理人之间的代理问题(Jensen等,1976)。经理人可能出于机会主义动机,追求个人利益最大化,使企业做出偏离最优投资水平的决策,发生非效率投资行为。另一类是大股东和小股东之间的代理问题。大股东可能与经理人合谋,侵占小股东的利益,产生“掏空”公司资源的行为(La Porta等,1998)。在股权分散的企业中,基于“搭便车”理论,小股东没有动力去评估和监督企业的管理绩效,导致管理层侵占小股东的利益,产生非效率投资行为。因此,适中的股权集中度是必要的。然而,当大股东的持股比例较低时,大股东会采取扩张式的投资策略,尽可能多地占用公司资源,并利用其控股地位来攫取私人收益;当其持股比例较高时,大股东几乎拥有完全控制权,此时其与小股东的利益趋于一致,侧重采取保守型投资策略,注重提高企业的投资效率,以稳定其在公司的地位(谢军、李千子,2012)。据此,本文提出假设1a和假设1b:

假设1a:大股东的持股比例与过度投资呈现倒“U型”曲线关系。

假设1b:大股东的持股比例与投资不足负相关。

股权制衡是缓解以上两类代理问题的一条重要途径。Bennedsen和Wolfenzon(2000)研究发现,由几个大股东分享公司的控制权,股东之间的相互牵制,会使任何一名大股东都无法单独控制企业的投资决策,限制了单个大股东利用控制权追求私人收益。但国内学者对此的研究结果有矛盾。如潘立生(2012)研究得出,第2至第5大

股东股权集中度对企业的非效率投资行为没有明显的制衡作用。谢军和李千子(2012)的实证结果表明股权制衡机制失效,不能改善企业非效率投资水平。但陈共荣和徐巍(2011)发现,股权制衡能够有效地约束大股东利益主导下的非效率投资行为。综上,我国公司治理中的股权制衡能否有效发挥作用暂无统一结论。因此,本文提出假设2a和假设2b:

假设2a:股权制衡与企业的过度投资行为无显著相关性。

假设2b:股权制衡与企业的投资不足行为无显著相关性。

2. 董事会结构与非效率投资。董事会是公司内部治理机制的核心环节,董事会治理效率关系着整个公司的决策行为,因而影响了公司的投资效率。理论上,董事会规模越大,董事会对管理层的监督作用越强,能更有效地制约企业的非效率投资决策,从而降低非效率投资。然而,如果董事会成员过多,可能会产生“搭便车”、“小团体”以及决策效率低下等问题,降低了董事会成员之间的互相监督作用,使得董事会被大股东利用,从而难以约束企业的非效率投资行为。研究表明,最佳的董事会规模应该为8到9人。因此,本文提出假设3a和假设3b:

假设3a:董事会规模的扩大与企业的过度投资无显著负相关关系。

假设3b:董事会规模的扩大与企业的投资不足无显著负相关关系。

2001年,我国证监会引入上市公司独立董事制度,重点解决大股东、经理人等内部人操纵董事会的问题。但是,由于我国的独立董事制度起步较晚,独立董事的专业素养和独立性仍然需要较大提升。且公司缺乏对独立董事的激励机制,使其没有足够的动力参与公司投资决策的讨论,从而使我国的独立董事制度流于形式,无法发挥有效的公司治理作用。陆媛和康进军(2012)以制造业A股公司为样本,研究发现独立董事制度并未能有效改善企业的非效率投资行为。据此,本文提出假设4a和假设4b:

假设4a:独立董事机制与企业的过度投资无显著负相关关系。

假设4b:独立董事机制与企业的投资不足无显著负相关关系。

《公司法》规定,董事长的工作职责之一是决定总经理的聘用和免职,对总经理的行为决策负有监督职责,根据总经理的工作业绩决定其应有的报酬。董事长和总经理的两职合一将会降低董事会的独立性,严重削弱董事会监督管理层机会主义行为的有效性。总经理拥有企业的最高决策权和控制权,出于自身利益最大化目标的追求,其很容易发生经理人“败德行为”,损害公司的价值。而两职分离,使董事长和总经理各司其职、相互制衡,董

事会能够独立于管理层对行为投资决策进行科学的评价,从而更好地保护投资者的利益,提高企业的投资效率水平。因此,本文提出假设5a和假设5b:

假设5a:两职合一的程度与企业的过度投资呈正相关关系。

假设5b:两职合一的程度与企业的投资不足呈正相关关系。

3. 管理层激励与非效率投资。所有权和经营权的分离导致股东和管理层的利益不一致。一方面,管理层出于自身利益的考虑,偏爱于追求企业规模的扩大来建造“个人帝国”,造成过度投资;另一方面,管理层因考虑所增项目收益低于其私人成本时,主动放弃NPV为正的项目,造成投资不足。解决此类委托——代理问题的一个办法就是实施管理层激励方案。薪酬激励制度是管理层激励的主要部分,合理的薪酬设计有利于提高管理层的积极性,增加企业的价值。但管理层薪酬一般是与企业业绩挂钩的,当管理层的权力随着其薪酬水平增大时,管理层有很强的机会主义动机,通过扩大企业投资规模来获得在职消费、晋升、权利等隐性激励或更多的未来货币薪酬(简建辉等,2011)。据此,本文提出假设6a和假设6b:

假设6a:管理层薪酬水平与企业的过度投资呈正相关关系。

假设6b:管理层薪酬水平对企业的投资不足无显著影响。

自2006年股权分置改革以来,我国上市公司开始实施股权激励机制。管理层持有公司股票后,在参与投资决策时兼具股东的身份,分享利润的同时也与其他股东一起承担风险。管理层的目标函数与行为选择将与企业的长远利益保持一致,这在很大程度上缓解了股东——经理人之间的委托——代理问题。因此,管理层持股不但优化了企业的股权结构,还抑制了管理层的在职消费、盲目投资等行为,提高了公司的投资效率,有利于企业的长远发展。因此,本文提出假设7a和假设7b:

假设7a:管理层持股与企业的过度投资呈负相关关系。

假设7b:管理层持股与企业的投资不足呈负相关关系。

(二)外部治理因素

1. 债权治理与非效率投资。债务融资是目前企业重要的外部融资渠道之一,影响着企业的经营业绩和长远发展。随着公司治理研究的深入,国内外学者逐渐将债权人纳入到公司治理机制中。负债按期限可以分为短期债务和长期债务,两者对非效率投资的影响也有所不同。首先,短期债务的金额较小,减少了经营者手中可控制的自由现金。其次,短期债务的到期日先于长期债务,股东和经营者迫于经常性偿付的压力,往往放弃对债权人有利

的项目,一般将短期债务所获资金用于企业日常的生产经营中。而企业通过长期债务契约所融到的资金流数目较大,在短期内没有偿付压力。基于股东——管理层合谋与债权人冲突问题,企业可能会将剩余资金配置于高风险高收益的投资项目中,损害了债权人的利益,很容易导致过度投资行为。据此,本文提出假设8a和假设8b:

假设8a:短期债务对企业的过度投资没有显著影响,而长期债务与企业的过度投资呈正相关关系。

假设8b:短期债务与企业的投资不足呈正相关关系,而长期债务能够抑制企业的投资不足。

2. 产品市场竞争与非效率投资。产品市场竞争是现代公司重要的外部治理机制。“清算威胁假说”认为,产品市场竞争可以制约管理层的行为。市场环境竞争越激烈,企业被并购或清算的可能性也越大,这将直接威胁股东的资金安全和管理层的职业安全。因此,迫于外部环境的压力,大股东会弱化其与管理层合谋的动机,加强对管理层投资决策的监督。管理层因投资失败可能面临失去工作的危险,会减少对代理商品的消费,避免可能的效用损失,努力工作。徐一民和张志宏(2010)的经验数据表明产品市场竞争有利于提高公司的投资效率。此外,企业的经营业绩将在竞争的过程和结果中充分揭示,产品市场竞争可以改善投资者与企业信息不对称的情况,从而降低代理成本,减少管理层对工作的懈怠,有利于遏制低效率的行为决策。因此,本文提出假设9a和假设9b:

假设9a:产品市场竞争与企业的过度投资呈负相关关系。

假设9b:产品市场竞争与企业的投资不足呈负相关关系。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2009~2013年江浙民营上市公司作为研究样本。由于部分变量需要用到前一期的数据,所以数据的实际跨度为2008~2013年。为保证数据的连续性,本文按照以下标准进行筛选:①剔除2007年之后上市的企业;②剔除被ST或*ST的公司;③剔除同时发行A股和B股的企业;④剔除金融保险类公司,最后得到94家江浙民营上市公司共470个观测值。同时本文对所有变量进行1%的缩尾(winsorize)调整以消除异常值对实证结果的影响。本文使用的财务数据均来自于国泰安CSMAR数据库,统计软件为Excel2013和Spss21.0。

(二)模型设计和变量定义

1. 非效率投资模型。本文借鉴Richardson(2006)的研究,采用模型(1)对样本数据进行回归分析,计算企业的预算新增投资,企业的实际新增投资减去预期新增投资的差额为企业的非效率投资,即模型的残差。正的残差为过度投资,负的残差为投资不足。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中:Inv表示企业的投资总额,在现金流量表中以“资本支出+并购支出-出售长期资产收入-折旧和摊销”表示,除去期初总资产是为了消除规模影响;Growth代表企业的成长机会,用主营业务收入增长率表示;Lev为财务杠杆效应,用资产负债率表示;Cash表示现金持有量,用货币资金和交易性金融资产之和与期末资产的比值来计量;Age表示企业的上市年数,取自然对数;Size代表企业的规模,取总资产的自然对数;Ret表示考虑现金红利再投资的年回报率;Ind表示行业虚拟变量。

2. 公司治理对非效率投资回归模型。在模型(1)回归结果分组的基础上,本文构建模型(2)来检验内外部治理对非效率投资的抑制作用。

$$Over_Inv_{i,t}(Under_Inv_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 Owner_{i,t} + \beta_2 Board_{i,t} + \beta_3 ManaL_{i,t} + \beta_4 Credit_{i,t} + \beta_5 Comp_{i,t} + \beta_6 Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \theta_{i,t} \quad (2)$$

其中:Over_Inv表示过度投资;Under_Inv表示投资不足;Owner表示股权结构,包括股权集中度(Top1, Top1²)和股权制衡度(Cstr2_5);Board表示董事会结构,包括董事会规模(Bsize)、独立董事比例(Ibr)及两职合一(Ma_t);ManaL表示管理层激励,包括高管薪酬(Salary)和管理层持股(Hold);Credit代表债权人治理,包括短期债务(ShortD)和长期债务(LongD);Comp表示产品市场竞争度;Control为一组控制变量。具体变量说明见表1。

四、实证结果及分析

(一)非效率投资模型回归结果

根据表2中模型(1)的全样本回归结果可知,企业的新增投资与其成长机会显著正相关,说明企业经营业绩较好时,将面临更多的投资机会,从而导致投资支出的增加。企业财务杠杆对新增投资产生了抑制作用,在一定程度上说明资产负债率对非效率投资有约束作用。现金持有量和股票回报率跟新增投资也都显著正相关,这表明企业的现金流越充裕、股票回报率越高,企业下一年的新增投资就越多。同时,企业的新增投资受上期投资影响较大,表明我国民营企业普遍存在“投资惯性”。以上的回归结果符合现实的经济意义,因此根据模型(1)的回归残差将样本分为过度投资和投资不足。

(二)描述性统计分析

从表3中的各变量描述性统计来看,样本中发生投资不足的有268个,过度投资的有202个,说明江浙民营上市公司同时存在投资不足和过度投资问题。第一大股东持股比例均值为32.82%,说明江浙民营上市公司的股权较为集中,且最大值为62.66%,表明“一股独大”现象较为严重。股权制衡度的均值为60.58%,表明第2至第5大股东对第一大股东的制约作用比较弱。董事会规模、独立董

表1 变量说明

	变量符号	变量定义
被解释变量	Over_Inv	过度投资,模型(1)大于0的残差
	Under_Inv	投资不足,模型(1)小于0的残差,并取绝对值
解释变量	Top1, Top1 ²	Top1=第一大股东持股比例,Top1 ² =第一大股东持股比例的平方
	Cstr2_5	第二大股东至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值
	Bsize	Bsize=董事会总人数
	Ibr	独立董事比例=独立董事人数/董事会总人数
	Ma_t	董事长和总经理是否是同一个人,同一个人人为1,否则为0
	Salary	前三名高管薪酬总额的自然对数
	Hold	管理层持股=管理层持股总数/总股本
	ShortD	短期债务=(应付账款+应付票据+预收账款+短期借款)/资产总额
	LongD	长期债务=(长期借款+应付债券)/资产总额
	Comp	主营业务利润率=营业利润/营业收入
控制变量	Lev	资产负债率=负债/资产
	Growth	主营业务增长率=(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	Fcf	自由现金流=(净利润+折旧和摊销-分配股利、利润或偿付利息支出的现金-营运资金的增加额)/期初资产
	Year	年度虚拟变量,以2009年为基底,共设置4个虚拟变量
	Ind	行业虚拟变量,以制造业为基底,共设置4个虚拟变量

表2 非效率投资模型的回归结果

	Intercept	Growth _{i,t-1}	Lev _{i,t-1}	Cash _{i,t-1}	Age _{i,t-1}	Size _{i,t-1}
系数	0.085 (1.186)	0.021** (2.533)	-0.040** (-2.299)	0.066** (2.344)	0.001 (0.175)	-0.003 (-0.822)
	Ret _{i,t-1}	Inv _{i,t-1}	Ind	Adj-R ²	F值	D.W.
系数	0.015*** (5.245)	0.400*** (9.530)	控制	0.267	16.532	2.036

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,括号内为t统计值。下同。

事比例及两职合一的均值分别为8.94、0.35、0.28,符合上市公司董事会的基本要求。管理层持股的均值只有12.90%,且最大值为63.66%,最小值为0,说明江浙民营上市公司股权激励制度实施尚不完善。短期债务和长期债务的均值分别为0.340 682、0.049 317,表明江浙民营上市公司倾向于短期债务。用主营业务利润率衡量产品市场竞争度,发现最大值为0.346 82,最小值为-0.244 490,表明江浙民营上市公司的主营业务利润率存在较大的差距。

表 3 变量描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Over_Inv _{i,t}	202	0.043 571	0.047 376	0.000 045	0.239 970
Under_Inv _{i,t}	268	0.032 841	0.024 215	0.000 05	0.134 527
Top1 _{i,t}	470	0.328 204	0.119 646	0.081 103	0.626 614
Cstr2_5 _{i,t}	470	0.605 803	0.469 299	0.023 425	2.273 467
Bsize _{i,t}	470	8.944 681	1.299 960	5	14
lbr _{i,t}	470	0.356 233	0.039 990	0.333 333	0.5
Ma _t _{i,t}	470	0.289 362	0.453 949	0	1
Salary _{i,t}	470	14.002 215	0.689 708	12.621 488	15.632 71
Hold _{i,t}	470	0.128 997	0.159 159	0	0.636 617
ShortD _{i,t}	470	0.340 682	0.161 072	0.029 922	0.730 946
LongD _{i,t}	470	0.049 317	0.065 537	0	0.256 03
Comp _{i,t}	470	0.070 758	0.090 156	-0.244 490	0.346 82

(三)公司治理对非效率投资的回归分析

1. 内部治理因素对非效率投资的回归分析。根据模型(2),本文得出内部治理机制对非效率投资的回归结果如表4所示。在控制了资产负债率、企业成长机会、自由现金流以及年份和行业的影响后,第一大股东持股比例与过度投资显著正相关,且第一大股东持股的平方值与过度投资显著负相关,这说明第一大股东持股比例与江浙民营上市公司过度投资呈倒“U型”关系,验证了假设1a。第一大股东持股比例与投资不足负相关,但系数不显著,表明股权集中度不能有效治理企业的投资不足,假设1b未得到验证。这可能是因为当大股东因控制权获取的私人收益高于项目投资后享有的剩余利润时,大股东会选择放弃NPV大于0的投资项目,发生投资不足行为。

股权制衡度与企业的非效率投资(过度投资和投资不足)没有明显的相关关系,验证了假设2a和2b。原因是第2至第5大股东的持股数较低,无法有效地约束第一大股东的决策行为,表明江浙民营上市公司的“一股独大”问题较为严重。董事会规模和独立董事比例与企业过度投资和投资不足的相关系数都为负,但治理效果都不明显,这支持了假设3a、3b和假设4a、4b。这表明,首先江浙民营上市公司董事会规模越大,决策时越容易发生“搭便车”的行为,致使治理效果趋于无效。其次在“量”与“质”之间,独立董事机制更需注重于“质”,即独立董事的独立性、参与度和专业能力等。回归结果中,两职合一与过度投资显著正相关,验证了假设5a,表明董事长和总经理的兼任程度越高,越容易发生管理层滥用公司资源追求个人收益的现象。而两职合一虽然能制约投资不足,但效果不明显,否定了假设5b。

管理层薪酬与过度投资在10%的水平上显著正相关,证实了假设6a,说明与绩效挂钩的薪酬制度反而会推动

管理层盲目地扩大投资规模以增加私人收益。而薪酬制度对企业的投资不足无显著的影响,验证了假设6b。回归结果中,股权激励制度并未发挥其应有的作用,与非效率投资无显著的相关性,否定了假设7a和7b。这可能是由于江浙民营上市公司管理层的持股比例较低,不能产生有效的激励约束效果。

表 4 内部治理与企业非效率投资回归结果

解释变量	Over_Inv			Under_Inv		
	1	2	3	4	5	6
Intercept	-0.032 (-0.951)	0.078* (1.741)	-0.119 (-1.586)	0.052*** (5.099)	0.068*** (3.054)	0.093*** (2.840)
Top1 _{i,t}	0.351** (2.294)			-0.005 (-0.278)		
Top1 ² _{i,t}	-0.453** (-2.247)					
Cstr2_5 _{i,t}	0.002 (0.234)			-0.004 (-0.923)		
Bsize _{i,t}		-0.003 (-1.061)			-0.001 (-0.442)	
lbr _{i,t}		-0.094 (-1.094)			-0.043 (-1.096)	
Ma _t _{i,t}		0.013* (1.752)			-0.001 (-0.260)	
Salary _{i,t}			0.010* (1.917)			-0.003 (-1.396)
Hold _{i,t}			0.033 (1.575)			-0.005 (-0.590)
Lev _{i,t}	-0.002	0.012	0.019	-0.035***	-0.034***	-0.036***
Growth _{i,t}	0.008	0.009	0.003	0.011**	0.011**	0.012**
Fcf _{i,t}	0.075***	0.069***	0.066***	-0.028**	-0.027*	-0.028*
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.131	0.130	0.130	0.114	0.111	0.117
Sig.F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Obs	202	202	202	268	268	268

2. 外部治理因素对非效率投资的回归分析。在研究外部治理对企业非效率投资的影响时,本文将短期债务和长期债务分别代入模型(2)中,以消除两变量之间的共线性问题。从表5的回归结果可以看出,短期债务与企业的过度投资负相关,但系数不显著;而短期债务与企业的投资不足在10%的水平上显著正相关,证实了假设8a。这说明对于非效率投资,短期债务并没有发挥有效的制约作用,而是加剧了江浙民营上市公司的投资不足。长期债务一方面与过度投资显著正相关,另一方面与企业的投资不足显著负相关,这与假设8b一致,表明长期债务的增加使股东和管理层手中可控自由现金增多时,会加剧企

业的过度投资,同时缓解了投资不足问题。

用主营业务利润率指标度量产品市场竞争程度时,Comp值越小,表示竞争程度越激烈。在回归结果中,Comp值与过度投资的系数为负但不显著,说明产品市场竞争激烈时,公司可能会出现过度投资行为,否定了假设9a。这可能是由于企业的高层,包括董事会和管理层,都存在一个公司经营误区,即认为加大企业的投资规模可以增强企业在产品市场中的竞争力。Comp值与投资不足在1%的水平上显著负相关,这说明产品市场竞争越强,企业越容易发生投资不足,否定了假设9b。此结果与徐一民、张志宏(2010)、张红辉(2014)对沪深大样本的研究结果完全相反。其原因可能是由于江浙民营上市公司多为家族式的中小企业,在面对激烈的外部竞争时,管理者为保存企业现有资源和避免投资风险,进行投资决策时会更加谨慎。此外,江浙民营上市公司的管理者可能缺乏专业胜任能力和洞察力,无法从产品市场竞争中敏锐地发现企业投资的契机,从而导致投资不足。

表5 外部治理与企业非效率投资回归结果

解释变量	Over_Inv			Under_Inv		
	1	2	3	4	5	6
Intercept	0.026** (2.027)	0.027** (2.120)	0.033** (2.052)	0.047*** (10.072)	0.046*** (9.883)	0.060*** (11.461)
ShortD _{i,t}	-0.043 (-0.979)			0.032* (1.732)		
LongD _{i,t}		0.122** (2.141)			-0.076*** (-2.905)	
Comp _{i,t}			-0.035 (-0.746)			-0.084*** (-4.802)
Lev _{i,t}	0.039	-0.011	0.001	-0.58***	-0.026***	-0.052***
Growth _{i,t}	0.004	0.006	0.004	0.011**	0.012**	0.017***
Fcf _{i,t}	0.077***	0.086***	0.075***	-0.030**	-0.036**	-0.027*
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.117	0.134	0.115	0.124	0.142	0.187
Sig.F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Obs	202	202	202	268	268	268

五、结论

本文以2009~2013年江浙民营上市公司为样本,研究了公司内外部治理机制对企业非效率投资的影响。研究表明:①股权集中度与公司的过度投资行为存在倒“U型”曲线关系,而对投资不足行为的治理效果却不明显。②由于民营上市公司“一股独大”问题严重,股权制衡度不能有效抑制企业的非效率投资行为。③董事会规模的扩大使其治理效果趋于无效,不利于改善企业的过度投资和投资不足行为。④独立董事机制同样缺乏有效的

制约作用,董事独立性的提高并不能缓解企业的非效率投资行为。⑤董事长和总经理的兼任会导致过度投资行为,对企业的投资不足有约束作用,但效果不明显。⑥管理层的薪酬激励制度加剧了企业的过度投资行为,而股权激励制度对企业非效率投资行为无显著影响。⑦短期债务对企业过度投资行为的制约作用较弱,却会加剧企业的投资不足。⑧企业长期债务的增加虽然抑制了投资不足行为,却加大了过度投资行为。⑨产品市场的竞争程度没有发挥其治理作用,反而推动了公司的非效率投资,尤其是投资不足行为。

主要参考文献

陆媛,康进军.基于公司治理机制的非效率投资实证研究[J].青岛大学学报(自然科学版),2012(11).

Giroud X., H. Mueller. Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries [J].Journal of Financial Economics,2010(3).

Billett M. T., J. A. Garfinkel, Y. Jiang. The Influence of Governance on Investment: Evidence from a Hazard Model [J]. Journal of Financial Economics,2011(3).

张会丽,陆正飞.现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J].管理世界,2012(3).

刘娥平,徐海.债务融资硬约束与过度投资治理[J].中山大学学报(社会科学版),2013(6).

郭胜,张道宏.大股东控制、非效率投资与上市公司治理——基于中国上市公司的经验数据[J].西北大学学报(哲学社会科学版),2011(7).

蒋明跃.董事会特征与公司过度投资相关性实证研究[J].商业时代,2010(11).

王旭.异质性债权人防御型治理与上市公司非效率投资——基于控股环境调节效应的实证研究[J].管理论坛,2012(6).

谢军,李千子.公司治理结构能缓解非效率投资吗?——来自上市公司的证据[J].兰州商学院学报,2012(2).

潘立生.上市公司非效率投资治理研究[D].合肥:合肥工业大学,2012.

简建辉,余忠福,何平林.经理人激励与公司过度投资[J].经济管理,2011(4).

高雷,何少华,黄志忠.公司治理与掏空[J].经济学(季刊),2006(4).

徐一民,张志宏.产品市场竞争、政府控制与投资效率[J].软科学,2010(12).

张洪辉.市场竞争下的非效率投资与公司绩效:来自中国上市公司的经验数据[J].系统工程,2014(5).

【基金项目】江苏省软科学研究计划项目“江苏民营中小企业R&D投资强度和效率研究”(编号:BR2014007)