

# 产权性质、董事会治理与过度投资

杨继伟(教授), 庞瑞博

**【摘要】** 本文选取2010~2014年我国全部A股非金融类上市公司作为研究样本,以董事会治理特征为切入点,结合产权性质,考察其与过度投资的关系。研究表明:董事会规模、董事薪酬能有效抑制过度投资;董事长和总经理两职分离会加剧过度投资但不显著;董事会持股比例与过度投资负相关但不显著。进一步研究发现,产权性质和独立董事比例与过度投资呈互补关系,且国有企业对过度投资的抑制作用强于民营企业。

**【关键词】** 产权性质; 董事会治理; 过度投资

**【中图分类号】** F276

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)11-0003-4

## 一、引言

投资是中国经济的风向标。投资决策在公司财务决策中居于核心地位,投资效率反映了资源配置的有效性,影响着社会经济生长的速度与质量。在现有文献中非效率投资被划分为投资不足和投资过度两类。代理理论认为委托人和代理人的利益不一致,故代理人的投资行为很可能偏离公司价值,导致过度投资(Jensen, 1993);而信息不对称理论认为信息不对称易导致投资不足(Myers和Majluf, 1984)。有学者认为,信息不对称本质上也是产生代理问题的原因之一。

高效独立的董事会可抑制非效率投资。董事会作为连接股东和管理层的纽带,其能否发挥积极有效的作用直接关系到企业的投资行为和资源配置效率。高效独立的董事会对于缓解代理冲突、遴选合适的管理者和制定科学合理的战略都具有积极推动作用(Brick等, 2007;宋增基等, 2008)。因此,只有完善董事会运作机制,才能降低管理层的代理风险,保障企业所有者的权益。

在我国,国有企业的资源控制方是政府,相对于民营企业,国有企业在资源占有及成本方面具有很大优势,使结合产权性质研究董事会治理与投资效率的关系成为必要。

在理论分析方面,本文从董事会治理的部分特征入手,以董事会规模、董事长与总经理两职分离、独立董事比例、董事激励等多个方面为切入点,并结合产权性质探讨其对投资效率的影响。在经验证据方面,本文在测度投资效率的基础上,考察董事会的部分特征对过度投资的影响,所得结论对现有文献进行了补充。

## 二、理论分析与研究假设

董事会治理是公司治理结构的核心内容,是保障利益相关者利益的基础。董事会治理是为保障董事会科学决策与监督,以及促成其高效运行而形成的(杨军, 2004),包括董事会结构、独立董事的独立性、董事会行为、董事激励与约束机制(高明华等, 2014)。本文着重考察董事会规模、独立董事比例、董事长和总经理两职分离、董事薪酬、董事持股比例与过度投资的关系。

**1. 董事会规模与过度投资。**董事会规模影响董事会的监督功能。大规模董事会可通过多角度和全方位咨询为管理者做出科学合理的决策方案,也为遴选才能出众的管理者和避免任人唯亲提供制度保障。但大规模董事会的监督成本和协调成本也会相对增加,可能引发董事之间相互报复、推诿的现象,从而降低大规模董事会带来的监督效益(Jensen, 1986)。董事会是公司的决策中心,拥有企业资源的控制权和支配权,当企业有较多自由现金流时,管理者会因此产生强烈的扩张愿望,使一些NPV(净现值)为负的项目得以实施,导致过度投资。如果董事会规模较大,可以多方位考察项目投资的风险与收益,能够在一定程度上抑制过度投资。据此,本文提出如下研究假设:

H1: 扩大董事会规模可有效抑制上市公司经理人的过度投资。

**2. 独立董事比例与过度投资。**代理理论认为,独立董事的介入可提高董事会的独立性,保证董事会运作的公正性和透明度。独立董事比例与托宾Q正相关(向朝进、谢明,

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目“制度环境、公司治理与投资效率”(项目编号:71262018); 云南公司治理研究创新团队资助项目(项目编号:2014cx06)

□ 改革·发展

2003),增加独立董事有助于提升公司经营业绩(王跃堂等,2006)。陈运森等(2011)运用网络关系研究方法发现,独立董事所处网络中心度越高,治理效果越好。而且,独立董事比例的提高可明显改善投资效率(程柯,2012)。我国上市公司的一个显著特征是股权高度集中,大股东利用其绝对的控股地位,通过关联交易、盈余管理、市场操纵等手段侵害中小股东利益(李增泉,2004)。独立董事的加入能够扭转“一言堂”的局面(王跃堂,2010),提升外部董事话语权,增强董事会独立性,使之与CEO形成制衡局面,抑制CEO的非效率投资,进而从源头上遏制控股股东对董事会的操纵,维护少数股东权益。基于以上分析,本文提出如下研究假设:

H2:独立董事比例与我国上市公司过度投资水平显著负相关。

3. 董事长和总经理两职分离与过度投资。代理理论认为,董事长和总经理两职分离是维护董事会独立性和有效性的前提。董事会作为重要的决策和监督机构,能否起作用主要取决于其独立性(Fama等,1983)。董事长与总经理两职兼任极易形成总经理凌驾于董事会之上的局面,从而能够支配或控制董事会,使董事会的监督、管理能力受损而无法对总经理非效率投资计划提出否定意见,继而影响公司业绩(饶育蕾等,2010)。董事长与总经理两职分离意味着董事会相对独立,总经理的非理性行为会因受到董事会的监督而降低,进而抑制总经理的非效率投资。据此,本文提出如下研究假设:

H3:董事长与总经理两职分离能有效抑制上市公司过度投资。

4. 董事激励(薪酬、股权)与过度投资。董事作为一名“经济人”,薪酬不仅影响自身利益,而且决定其工作态度。薪酬激励能提高董事监督的积极性(Hermalin等,1991),适度的报酬是对其工作的一种肯定,有助于董事会维护股东利益、规避投资风险、提升公司业绩(刘犁子等,2010;李维安等,2007)。除了薪酬激励,企业还可采用股权激励,通过股份将董事与股东的利益紧密联系在一起,董事会股权激励比例越高,分享企业盈余的程度就越高(Jensen等,1976),董事为了自身利益,会加强对经理人投资行为和经营业绩的监管,有利于提升企业投资效率,实现企业价值最大化。据此,本文提出如下研究假设:

H4a:董事会薪酬可抑制公司过度投资;

H4b:董事会持股比例可抑制公司过度投资。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文研究国内不同产权性质下上市公司董事会治理对过度投资的影响。本文选择2010~2014年A股上市公司作为样本,并按照以下原则剔除部分数据:①剔除金融业上市公司数据;②剔除资产负债率超过100%的上市公司;③剔除当年上市的公司;④剔除S、ST、\*ST、PT等类以及数据缺失的上市公司数据。最后,共得到

3068个样本。本文样本数据来源于CSMAR和WIND数据库。

2. 变量说明。本文所涉及的主要变量的定义与说明如表1所示:

表1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	
被解释变量	资本投资量	INV <sub>t</sub>	t年的资本投资量,即(固定资产+在建工程+无形资产+长期投资)的净值变化量/平均总资产	
	董事会规模	Board	董事会成员总人数	
	独立董事	Indr	董事会中独立董事所占比例,即独立董事人数/董事会人数	
	两职分离	Dual	董事长与总经理两职分离取值为1,否则取值为0	
	董事薪酬	Bpay	董事中前三名薪酬数之和的自然对数	
	董事会持股比例	Bdr	董事会成员持股数量占总股数的比例	
	解释变量	产权性质	Ownership	国有控股取值为1,非国有控股取值为0
		现金持有量	CASH	(年末货币资金+短期投资)/总资产
		成长性	Growth	采用托宾Q值表示,即市值/总资产
		资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
上市年龄		AGE	公司年末上市年龄	
公司规模		SIZE	公司年末总资产的自然对数	
股票年度回报率		RET	为某年度5月至下一年度4月经市场调整后的股票年度回报率	
控制变量	行业	Industry	行业虚拟变量,行业按证监会的分类标准并细分制造业,共有20个行业虚拟变量	
	年度	Year	年度虚拟变量,共有4个年度虚拟变量	
	自由现金流	FCF	公司t年的经营现金流量减去折旧、摊销和预期的t年新投资之后的余额与平均总资产的比率	
	管理费用率	AMD	管理费用/主营业务收入	
	大股东占款	Occu	其他应收款/年末总资产	

3. 计量模型。本文采用Richardson(2006)的投资效率测度模型,检验董事会治理与过度投资的关系,模型如下:

$$INV_t = a_0 + a_1 CASH_{t-1} + a_2 Growth_{t-1} + a_3 LEV_{t-1} + a_4 AGE_{t-1} + a_5 SIZE_{t-1} + a_6 RET_{t-1} + a_7 INV_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_1 \quad (1)$$

在估算出公司的资本投资非效率(残差值)部分后,残差值大于零即为投资过度,据此构建以下模型:

$$OverINV_t = \beta_0 + \beta_1 Board + \beta_2 Indr + \beta_3 Dual + \beta_4 Bpay + \beta_5 Bdr + \beta_6 Ownership + \beta_7 Ownership \times Board + \beta_8 Ownership \times Indr +$$

$$\beta_9 \text{Ownership} \times \text{Dual} + \beta_{10} \text{Ownership} \times \text{Bpay} + \beta_{11} \text{Ownership} \times \text{Bdr} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \sum \text{control} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

#### 四、实证结果与分析

##### 1. 描述性统计。

表2 主要变量的描述性统计

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
Board	3068	4	18	8.99	1.799
Indr	3068	0.125	0.714	0.370	0.055
Dual	3068	0	1	0.80	0.403
Bpay	3068	8.006	17.393	13.941	0.830
Bdr	3068	0E-11	0.892	0.0635	0.149
Ownership	3068	0	1	0.49	0.500
FCF	3068	-1.220	0.743	-0.012	0.088
AMD	3068	0.000	16.608	0.101	0.300
Occu	3068	0E-12	0.474	0.018	0.030
INV	3068	-0.978	1.625	-0.002	0.116
OverINV	3068	0.000	1.625	0.085	0.135

由表2可知,投资效率在取绝对值前的均值(0.002)略大于零,而过度投资的均值(0.85)远大于零,说明我国A股上市公司在2010~2014年间整体存在投资过度现象。董事会规模的极大值与极小值相差较大,且标准差大于其他解释变量,说明上市公司间董事会规模存在较大差异。

##### 2. 投资效率测度模型的回归结果。

表3 投资效率测度模型的回归结果

	预期符号	系数值	T值	Sig.	VIF
(常量)	?	-0.063**	-2.337	0.019	
INV <sub>t-1</sub>	+	0.144***	14.047	0.000	1.081
CASH <sub>t-1</sub>	+	0.058***	5.238	0.000	1.378
Growth <sub>t-1</sub>	+	0.007***	13.795	0.000	1.270
LEV <sub>t-1</sub>	-	-0.015***	-1.839	0.066	1.678
AGE <sub>t-1</sub>	-	-0.002***	-7.089	0.000	1.310
SIZE <sub>t-1</sub>	+	0.003***	2.334	0.020	1.541
RET <sub>t-1</sub>	+	0.013***	5.644	0.000	2.137
行业与年度	?	控制			
F-Value		29.424***			
N		3068			
Adj.R <sup>2</sup>		0.093			
R <sup>2</sup>		0.097			

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

从表3可以看出,解释变量的回归系数符号与预期符号一致,且均在1%的水平上显著。从VIF(方差膨胀因子)列可以看出,VIF值均较小,说明解释变量与被解释变量之间不存在多重共线性。从表3还可看出,测度模型的拟合效果较

好。因此,将变量的回归系数代入模型(1)计算出回归方程的残差,残差大于零表示过度投资,反之表示投资不足。把过度投资代入模型(2)可进一步考察其与董事会治理特征存在的关系。

##### 3. 产权性质、董事会治理特征与过度投资回归结果。

表4 产权性质、董事会治理特征与过度投资回归结果

变量	OverINV			
	系数值	T值	Sig.	VIF
(常量)	0.270***	5.527	0.000	
Board	-0.003**	-2.260	0.024	1.314
Indr	-0.003	-0.074	0.941	1.164
Dual	0.009	1.516	0.130	1.107
Bpay	-0.013***	-4.253	0.000	1.133
Bdr	-0.018	-0.999	0.318	1.311
Ownership	-0.020***	-3.595	0.000	1.410
FCF	0.092***	3.270	0.001	1.087
AMD	0.017	0.703	0.482	1.080
Occu	-0.149	-1.452	0.147	1.103
行业和年度	控制			
N	3068			
Adj.R <sup>2</sup>	0.052			

由表4可知,被解释变量的VIF均小于1.5,表明解释变量与被解释变量之间不存在多重共线性。董事会规模的系数在5%的水平上显著,说明董事会规模越大,越能抑制过度投资。董事薪酬激励与过度投资显著负相关,表明董事薪酬激励能有效抑制过度投资。董事股权激励与投资过度负相关但不显著,说明我国上市公司董事持股普遍都比较少。产权性质在1%的水平上显著,说明国有企业更能抑制过度投资。

从下页表5可知,只有产权性质和独立董事的交乘项与过度投资显著负相关,说明二者存在互补关系。此外,在国有企业公司治理中,独立董事机制相比民营企业效果更好。因为民营企业中的独立董事的薪酬完全来源于公司,使其独立性和监督性有所降低。同时也证明了独立董事对过度投资有抑制作用。表5中显示董事会薪酬系数皆在1%的水平上显著,进一步佐证了H4。产权性质与董事会规模、独立董事比例、董事会持股显著负相关,表明国有企业中董事会的这些特征对过度投资的抑制作用强于民营企业。从控制变量来看,自由现金流显著为正,大股东占款显著为负,说明企业现金流过多易加剧过度投资,而大股东占用资金可抑制过度投资。

4. 稳健性检验。本文主要进行了以下稳健性检验:①考虑到董事会治理特征的内生性问题,借鉴Black(2001)和程柯(2012)的联立方程的检验方法,检验结果基本不支持内生性假设。②借鉴Richardson(2006)和辛清泉(2007)的稳健性检验方法,将模型(1)计算的残差从小到大分成三组,选择残差值大的一组进行模型(2)回归,回归结果与前文结论基本一

表 5 产权性质和董事会治理特征交乘项与过度投资的回归结果

变量	OverINV 分别与董事会治理特征交乘项									
	OS×Board		OS×Indr		OS×Dual		OS×Bpay		OS×Bdr	
	系数值	T 值	系数值	T 值	系数值	T 值	系数值	T 值	系数值	T 值
(常量)	0.378***	7.465	0.295***	5.645	0.356***	7.327	0.387***	6.212	0.357***	7.344
Board	-0.005**	-2.038	-0.002	-1.034	-0.002	-1.344	-0.002	-1.316	-0.002	-1.295
Indr	-0.024	-0.515	0.136**	2.032	-0.014	-0.298	-0.014	-0.299	-0.013	-0.270
Dual	0.010	1.608	0.010*	1.626	0.011	1.534	0.010	1.528	0.010	1.531
Bpay	-0.016***	-5.347	0.017***	-5.481	-0.017***	-5.508	-0.019***	-4.597	-0.017***	-5.522
Bdr	-0.015	-0.845	-0.017	-0.974	-0.012	-0.694	-0.013	-0.729	-0.014	-0.786
Ownership	-0.055**	-2.090	0.086***	2.630	-0.009	-0.737	-0.083	-0.996	-0.016***	-2.789
OS×Board	0.004	1.544								
OS×Indr			-0.278***	-3.143						
OS×Dual					-0.007	-0.529				
OS×Bpay							0.005	0.813		
OS×Bdr									0.142	0.787
FCF	0.102***	3.570	0.102***	3.590	0.100***	3.511	0.101***	3.558	0.101***	3.542
AMD	0.014	0.566	0.014	0.559	0.014	0.580	0.014	0.555	0.013	0.552
Occu	-0.277***	-2.699	-0.262**	-2.552	-0.277***	-2.702	-0.278***	-2.710	-0.280***	-2.730
行业和年度	控制		控制		控制		控制		控制	
N	3068		3068		3068		3068		3068	
Adj. R <sup>2</sup>	0.028		0.030		0.027		0.027		0.027	
R <sup>2</sup>	0.038		0.040		0.037		0.037		0.037	

注:Ownership 在交乘项中简称“OS”。

致。因此,我们认为本文结论是稳健的。限于篇幅,检验过程和结果不予列报。

### 五、研究结论

本文以我国 2010~2014 年全部 A 股非金融类上市公司为样本,将董事会治理特征中的董事会规模、独立董事比例、两职分离、董事薪酬和董事持股比例作为切入点,结合产权性质,考察它们与过度投资的关系。研究发现:董事会规模与过度投资显著负相关,且国有企业对其抑制效果优于民营企业;提高独立董事比例能改善上市公司过度投资现象但并不明显,相反加入产权性质后,在国有企业公司治理中,独立董事机制能很好地抑制过度投资;董事薪酬激励能有效改善过度投资局面,然而董事会持股比例与过度投资负相关但不显著,两职分离亦如此。

### 主要参考文献:

- Brick E. I., Chidambaram N. K.. Board Meeting, Committee Structure, and Firm Performance [M]. New York: Social Science Electronic Publishing, 2007.
- 陈运森,谢德仁.网络位置、独立董事治理与投资效率 [J].管理世界,2011(7).
- 程柯,陈志斌,赵卫斌.产权性质、独立董事机制与投资

效率——来自中国 A 股非金融类上市公司的经验证据 [J].技术经济,2012(3).

高明华.董事会治理、产权性质与代理成本——基于中国上市公司的实证研究 [J].经济与管理研究,2014(2).

刘犁子,杜治平.我国上市公司董事会激励特征及其效果研究——以沪深医药板块公司为例 [J].沈阳大学学报,2010(6).

李维安,孙文.董事会治理对公司绩效累积效应的实证研究 [J].中国工业经济,2007(12).

李延喜,曾伟强,马壮,陈克兢.外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率 [J].南开管理评论,2015(1).

王跃堂,赵子夜,魏晓雁.董事会的独立性是否影响公司绩效? [J].经济研究,2006(5).

王跃堂.独立董事制度的有效性:理论分析与实证检验 [M].北京:中国财政经济出版社,2010.

辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资 [J].经济研究,2007(8).

杨清香,俞麟,胡向丽.不同产权性质下股权结构对投资行为的影响——来自中国上市公司的经验证据 [J].中国软科学,2010(7).

作者单位:云南财经大学会计学院,昆明 650221