

# 管理者变更、EVA考核与投资不足

何 艺, 徐全华(副教授)

**【摘要】**近年来,我国的上市公司存在着非效率投资问题。通过对我国央企上市公司2010~2014年管理者正常变更对EVA业绩评价体系与投资不足程度之间关系的影响进行研究,结果发现:EVA能显著降低央企投资不足行为的发生;相对于管理者未发生变更或发生了非正常变更的央企而言,在发生了管理者正常变更的央企中,EVA指标对投资不足程度的抑制作用有所增强。

**【关键词】** EVA考核; 管理者变更; 投资不足; 央企

**【中图分类号】** F276.1;F272

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)24-0009-5

## 一、引言

在资本市场中,企业的基本活动是寻找有价值的投资项目并进行筹资、投资活动,再运用这些项目所获得的利润来生产经营,不断地创造企业价值。其中,有效的投资是实现股东财富最大化并提高企业价值的前提,于是投资效率成为资本运营的核心问题之一。近年来,我国的上市公司存在着非效率投资问题(张纯和吕伟,2009;花贵如等,2010;杜兴强等,2011),主要是过度投资与投资不足并存(张功富和宋献中,2009;周伟贤,2010;周春梅,2011)。过度投资的企业表现为管理者投资于净现值为负的项目(Jensen,1986),投资不足的企业则表现为管理者主动放弃净现值为正的投资项目(Myers和Majluf,1984)。无论是过度投资还是投资不足,都损害了股东的权益,降低了企业价值。因此,非效率投资现象是价值创造中亟需解决的问题。

企业内部的代理问题往往会反映在企业的投资决策和投资效率中(Stein,2003),也就是说,由于股东与管理者的利益冲突,管理者有可能为了个人私利而选择与企业目标不一致的投资项目。为了督促管理者提高投资效率,以提高央企的价值创造能力,国资委于2010年起在中央企业负责人的业绩评价体系中全面开展经济增加值(EVA)指标考核,并于2013年将EVA(Economic Value Added)考核指标的权重由原来的40%提高到50%,体现了国家在规范企业管理者行为上的决心。EVA是指从税后净利润中扣除全部成本(包括股权成本和债务成本)后的所得,它站在股东的角度考虑了资本的机会成本,引导央企负责人从长远的视角为股东资本负

责,从而将央企负责人的个人目标同企业目标相结合,有助于降低代理成本,抑制非效率投资行为,能更加真实地反映管理者对资本的使用效率及其在企业的价值创造方面的能力。

池国华和邹威(2014)的研究指出,在已实施EVA业绩考核的样本公司中,非效率投资主要表现为投资不足,且基于EVA的薪酬机制确实能抑制非效率投资行为。值得注意的是,EVA是针对在在职的央企负责人来考核的,因此在职的管理者通过改善任期内的EVA指标就可以提高薪酬并取得良好的声誉。但即将离职的管理者可能存在两种不同的态度:一种是要放弃长期投资项目,并抓住最后的机会获得短期利润,这种机会主义行为放大了管理者与股东的利益冲突,会损害到企业的长远利益;另一种是风险偏好增加,不再对长期投资缩手缩脚,而是会接受风险较大的投资项目,这种态度也能给外界树立积极进取的形象,增加自身的声誉,有利于以后的职业发展。所以,在管理者发生变更的情况下,EVA是否仍能发挥其抑制投资不足行为的作用还有待检验。

本文以央企上市公司为研究样本,对EVA业绩考核的实施影响进行实证研究。研究发现,在全面实施EVA业绩考核体系后,央企的投资不足行为显著减少,且管理者是否发生变更会影响EVA业绩考核体系作用的发挥,具体表现为,相对于管理者未发生变更或者发生了非正常变更的情况来说,在管理者正常变更的前一年,EVA指标抑制投资不足行为的效果有所增强。上述结果表明,EVA业绩考核体系的引入降低了央企的投资不足程度,且其效果会受到管理者是否发生正常变更的影响。本文研究丰富了EVA业绩考核体系的相关

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目(项目编号:71362013);教育部人文社会科学基金项目(项目编号:13YJC790088);广西自然科学基金项目(项目编号:2013GXNSFBA019011)

## □ 理论与探索

成果,对于理解EVA的实施是否会导致央企负责人的短视行为提供了新的视角。

### 二、文献回顾

根据委托代理理论,分离所有权与经营权而产生的代理成本会导致企业的非效率投资行为。一方面,管理者过度自信、构建“企业帝国”、扩大在职消费、产生管理防御等会使管理者选择净现值为负的项目,造成过度投资(Shleifer和Vishny,1986;Stulz等,1990;姜付秀等,2009);另一方面,管理者为了避免风险、降低机会成本、维护声誉,可能会主动放弃一些值得投资的项目,引发投资不足(Ross,1973;Holmstrom,1999;Bertrand和Mullainathan,2003;Aggarwal和Samwick,2006)。为了降低代理成本,协调管理者与股东两者之间的目标,企业常用监督和激励的方式来缓解他们的利益冲突,以增加理性投资。公司治理机制如独立董事制度、董事会治理、大股东持股、机构投资者持股、债务融资等可以作为监督管理者的方式来抑制过度投资行为(Richardson,2006;范从来和王海龙,2006;李维安和姜涛,2007;罗进辉等,2008);而融资便利、分析师关注度、股权制衡度、会计信息质量、董事长与经理两职合一、管理层持股等内外因素都有助于缓解企业的投资不足行为(程哲,2011;蒋瑜峰和蔡艳芳,2012;王菁和程博,2014;王菁和孙元欣,2014;程仲鸣和刘合华,2014)。同时,建立良好的管理层薪酬契约体系可能会是较为有效的激励方式,因为将企业业绩与管理者的薪酬挂钩能使管理者从股东的角度来进行投资,有利于提高投资效率,而在业绩评价系统中引入EVA指标恰好可以实现这一目的(Jensen和Merckling,1986;Rogerson,1997;辛清泉等,2007)。

从理论上分析,将EVA作为业绩考核指标能避免管理者盲目扩大企业规模,有助于抑制过度投资。近年来,国内学者的研究结果也表明EVA业绩评价指标能显著减少央企的过度投资行为,达到较好的治理效果(张先治和李琦,2012;池国华和邹威,2014)。刘凤委和李琦(2013)从市场竞争的角度进行了进一步研究,结果表明,对于市场竞争度较高行业的央企来说,EVA对过度投资的抑制效果更为明显。Young和Stephen(2009)认为,因EVA是由会计利润扣除资本成本调整得来的,所以EVA可能会导致管理者的短期机会主义行为,造成投资不足的现象。而李琦(2014)的实证研究结果表明,EVA并没有使管理者过于注重降低资本成本、出现矫枉过正的情况,而是能让管理者出于长远考虑为股东创造价值,抑制了投资不足行为。但因国资委开展EVA绩效考核的年限较短,国内关于EVA与非效率投资关系的研究仍比较少。

根据“理性经济人”假设,人在面对不同的机遇时,总是倾向于选择能给自己带来更大经济利益的机会。相对于在任的管理者来说,一方面,即将离任的管理者由于缺乏继续为企业创造价值的动力,就可能会拆分企业目标与个人目标,放弃长远利益,存在短视现象,所以会选择会计收益较高但

净现值较低甚至为负的项目来进行投资(Smith和Watts,1982;Cheng,2004)。另一方面,他们的风险偏好可能会发生改变,不再过于小心谨慎地对待长期投资,而是会考虑具有投资价值但风险更高的项目。鉴于即将离任的管理者可能存在这两种心态,且尚未有学者从管理者变更的角度探讨在长短期利益冲突下EVA对非效率投资的治理作用,因此,本文将立足于管理者变更这一视角,展开EVA考核与投资不足关系的研究。

### 三、理论分析与假设提出

国资委在业绩评价系统中引入EVA指标前主要以净资产收益率(ROE)作为考核指标,这种传统的会计指标仅强调会计利润,未剔除债务资本成本以及股权资本成本,会高估企业真实的经营成果。EVA指标则在会计利润基础之上扣除了全部资本成本,同时加回研究开发费用和在建工程支出的调整项,不仅有利于减少管理者过于追求大规模投资的行为,还保证了管理者不会在长期投资上畏手畏脚,从正反两个方面影响着管理者的薪酬和晋升。所以EVA在一定程度上实现了会计利润向经济利润的靠拢,充分考虑了股东的长远利益,这一价值理念将会督促央企的管理者进行谨慎投资,减少非理性投资行为。因此,本文提出:

H1:EVA业绩评价体系能显著减少央企的投资不足行为。

EVA的考核机制要求管理者为股东的资本负责,从长远的角度去创造企业价值,因而能将管理者的个人目标与企业目标协调一致,解决短期与长期的利益冲突问题。但在企业的生命周期中,时常会发生管理者变更,且管理者变更的原因各不相同。例如“任期届满”和“退休”属于正常变更,即是因政策规定自然发生的变更,而诸如“工作调动”、“解聘”、“个人原因”、“涉案”等的变更则属于非正常变更,即该变更通常与企业的管理和当事人的行为等因素有关,这种变更的发生属于偶然,较难影响到管理者在离职前一年所做的投资决策。有研究指出,管理者在变更的前一年进行盈余管理的程度会比在变更前两年的盈余管理程度更高(陈德球等,2011;王一宇等,2015),说明在任期发生变更的前一两年,管理者的短视动机更加明显,可能不会顾及企业的长远利益。为了避免EVA指标下降而影响到个人的薪酬和声誉,即将换届或退休的管理者很可能放弃短期内不能带来回报的新项目,尤其是那些存在收益时滞、风险不确定但可能因项目初期筹备而使现状更糟糕的长期投资,所以在EVA业绩评价体系中,即将离任的管理者可能存在投资不足的现象。但无论管理者是否发生了正常变更,EVA指标都是鼓励长期投资的。由于长期投资的风险通常由下一任管理者来承担,所以即将离任的管理者也可能不会出现短视现象。同时,基于未来职业的发展或自身声誉的考虑,在即将离任之时,管理者会选择一些风险较大但具有投资价值的项目,或许有利于企业长远的利益。鉴于此,本文提出:

H2a:在管理者正常变更的前一年,EVA业绩评价机制对投资不足的抑制效果减弱。

H2b:在管理者正常变更的前一年,EVA业绩评价机制对投资不足的抑制效果增强。

#### 四、研究设计

##### (一)样本选取与数据来源

本文采用沪深A股主板非金融类中央上市公司2006~2014年间的观测值作为大样本,并剔除ST、\*ST和缺失或异常的数据,以估计上市公司投资不足的水平,共得到1434个样本观测值。因国资委于2010年起在央企范围内全面开展EVA指标考核体系,所以本文再从大样本中选取2010~2014年间剔除了缺省值的投资不足数据作为小样本,用于检验管理者变更对EVA抑制投资不足效果的影响,最终获得了625个样本观测值。本文使用的报表数据全部来源于国泰安数据库,央企上市公司的确定来源于国资委网站的央企名录以及各央企集团网站。

##### (二)模型构建与变量定义

1. 投资不足的计量模型。为了检验EVA业绩评价体系对投资不足行为的抑制效果,本文首先借鉴Richardson(2006)的投资模型估算出2006~2014年所有样本公司正常的投资水平,再利用模型的回归残差来判断上市公司是否存在投资不足的情形。模型构建如下:

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 RET_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $INV_t$ 为上市公司第 $t$ 年的资本投资量, $INV_{t-1}$ 为第 $t-1$ 年的资本投资量。同时,模型还控制了企业成长性、财务风险、现金持有量、上市年龄、公司规模、股票回报率以及年度变量和行业变量。通过模型(1)回归求出残差,若残差小于零,表明上市公司存在投资不足的现象,并用UI变量来表示负残差的绝对值,即投资不足的程度,负残差的绝对值越大,表明上市公司投资不足的程度越大。上述模型变量的定义见表1。

2. EVA与投资不足关系的计量模型。为了验证H1,本文在模型(1)的估算结果中选取2010~2014年间残差小于零的样本作为研究子样本,并构建如下模型:

$$UI = \beta_0 + \beta_1 EVAR + \beta_2 MER + \beta_3 CFFA + \beta_4 FCFA + \beta_5 Growth + \beta_6 Age + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

其中,UI表示投资不足的程度,EVAR表示经济增加值率。鉴于本文假设EVA业绩评价体系能减少企业的投资不足行为,因此预期EVAR与UI呈负相关关系。现金流、代理成本以及公司的成长性等都会影响企业的投资效率(Richardson,2006;魏明海和柳建华,2007),于是本文使用管理费用率、筹资现金流、自由现金流、成长性、上市年龄、年度以及行业虚拟变量作为模型的控制变量。上述模型变量的定义见表1。

表1 变量定义

变量符号	变量名	变量定义
INV	资本投资量	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金)/总资产;其中, $INV_t$ 表示第 $t$ 期的资本投资量, $INV_{t-1}$ 表示第 $t-1$ 期的资本投资量
Growth	成长性	主营业务收入增长率
Lev	财务风险	资产负债率
Cash	现金持有量	期末现金及现金等价物余额/总资产
Age	上市年龄	公司上市年龄的自然对数
Size	公司规模	公司总资产的自然对数
RET	股票回报率	年度股票回报率
UI	投资不足程度	模型(1)中小于0的回归残差的绝对值
EVAR	经济增加值率	经济增加值/投入资本;其中,经济增加值按照国资委2013年《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》的规定来计算:经济增加值=净利润+(利息支出+研究开发费用调整项) $\times(1-25\%)$ -(平均所有者权益合计+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工程) $\times$ 平均资本成本率
MER	管理费用率	管理费用/主营业务收入
CFFA	筹资现金流量	筹资活动产生的现金流量净额/总资产
FCFA	自由现金流	(净利润+利息费用+非现金支出)-营运资本追加-资本性支出
NC	管理者变更	0-1变量,1表示管理者发生了正常变更,0表示管理者未发生变更或发生了非正常变更

3. 管理者变更、EVA与投资不足关系的计量模型。为了验证H2,本文将模型(2)的样本按照管理者是否发生正常变更进一步分成两组,用“NC=1”表示管理者发生了正常变更,“NC=0”表示管理者未发生变更或者发生了非正常变更。同时,把模型(2)中的所有变量换成第 $t-1$ 期的数据,并将第 $t-1$ 期的经济增加值率与第 $t$ 期管理者的变更情况进行交乘。模型构建如下:

$$UI_{t-1} = \gamma_0 + \gamma_1 EVAR_{t-1} + \gamma_2 EVAR_{t-1} \times NC + \gamma_3 NC + \gamma_4 MER_{t-1} + \gamma_5 CFFA_{t-1} + \gamma_6 FCFA_{t-1} + \gamma_7 Growth_{t-1} + \gamma_8 Age_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

## 五、实证结果与分析

### (一)描述性统计

表2 模型(1)回归残差的描述性统计

	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
残差	1434	$5.85 \times 10^{-11}$	-0.01180	0.07168	-0.44891	1.19714
投资不足	902	0.03213	0.02711	0.02973	0.00010	0.44891
投资过度	532	0.05448	0.02946	0.08741	0.00016	1.19714
非效率投资	1434	0.04042	0.02765	0.05919	0.00010	1.19714

## □ 理论与探索

如表2所示,模型(1)回归的残差可以表示我国央企在2006~2014年间资本投资的基本情况。全部的样本观测值为1434个,其中902个表现为投资不足,均值为0.0321,最大值为0.4489;有532个观测值表现为投资过度,均值为0.0545,最大值为1.1971。这一结果表明,我国央企的非效率投资行为是投资过度与投资不足共存的,虽然投资过度现象更为严重,但投资不足现象更为普遍。

对模型(1)进行回归后,本文从902个投资不足样本中选取了2010~2014年间的数据进行下一步研究,表3是变量的描述性统计结果。对比表2可以看出,央企投资不足的程度(UI)在2010~2014年的均值和中位数分别为0.0294和0.0235,均小于在2006~2014年间投资不足程度的均值和中位数(分别为0.0321和0.0271),间接说明在2010年央企开始实施EVA业绩评价体系之后,投资不足的情况得到了改善,这一结论也在表4的样本均值T检验、中位数Z检验中得到了验证。同时,经济增加值率(EVAR)的均值和中位数均大于零但数值较低,且最小值与最大值相差较大,说明我国央企在整体上创造了价值,但各企业所能创造的经济利润仍有差距,国资委应进一步提高EVA指标考核的效率。

**表3 主要变量的描述性统计**

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
UI	625	0.02937	0.02349	0.02939	0.00010	0.44891
EVAR	625	0.01378	0.01112	0.05612	-0.46733	0.19859
MER	625	0.07796	0.06396	0.07396	0.00223	0.81553
CFFA	625	-0.00160	-0.00906	0.07050	-0.27955	0.28726
FCFA	625	0.01118	0.01793	0.09633	-0.78614	0.52838
Growth	625	0.14286	0.08626	0.42219	-0.68940	5.42228
Age	625	2.45333	2.56495	0.45771	0.69315	3.04452

为了检验EVA考核指标对央企投资不足现象的治理效果,本文把表2中代表投资不足水平的902个样本按时间分成两组,如表4所示。

**表4 央企投资不足水平的分组T检验和Z检验**

		2006~2009年	2010~2014年	均值T检验/ 中位数Z检验
投资不足	样本量	253	649	
	均值	0.039	0.029	0.010***
	中位数	0.034	0.023	30.900***
投资过度	样本量	133	399	
	均值	0.075	0.048	0.027***
	中位数	0.045	0.026	9.634***
非效率投资	样本量	386	1048	
	均值	0.052	0.036	0.015***
	中位数	0.036	0.024	39.830***

从表4中可以看出,央企在实施EVA业绩评价体系后,投资不足程度、投资过度程度以及非效率投资程度都得到了显著的改善。

## (二)相关性分析

**表5 主要变量的相关性分析**

变量名	UI	EVAR	MER	CFFA	FCFA	Growth	Age
UI	1.000	-0.098**	0.026	-0.146***	0.112***	-0.010	-0.099**
EVAR	-0.079**	1.000	0.129***	-0.116***	0.105***	0.308***	-0.172***
MER	0.008	-0.019	1.000	0.049	-0.035	-0.213***	0.046
CFFA	-0.091**	0.139***	-0.008	1.000	-0.340***	0.154***	-0.054
FCFA	0.037	-0.577***	-0.069*	-0.328***	1.000	-0.038	-0.016
Growth	-0.005	0.164***	-0.125***	0.168***	-0.103***	1.000	-0.184***
Age	-0.032	0.022	0.015	-0.069*	-0.045	-0.055	1.000

注:左下部分是Pearson相关系数,右上部分是Spearman相关系数;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上的显著性。

如表5所示,UI与EVAR呈显著的负相关关系,初步表明EVA业绩评价体系能够抑制投资不足现象。同时,变量CFFA与UI显著负相关,初步表明企业能筹集到的现金流量越多,越能减小企业投资不足的程度。从总体上看,各变量间的相关性较弱,可以判断模型(2)的构建较为合理,不存在严重的多重共线性问题。

## (三)回归结果分析

表6是本文的回归结果。第(1)列是单独对央企EVA业绩评价体系与投资不足之间的关系进行回归的结果。可以看出,EVAR与UI之间呈显著的负相关关系,即EVAR指标越高,投资不足的程度越小,说明EVA业绩评价体系能够减少我国中央企业投资不足的行为,验证了H1。

表6的第(2)(3)(4)列是在模型(2)的基础上加入了NC变量、 $EVAR_{t-1}$ 变量及其与NC的交乘项,以检验管理者正常变更(NC)对EVA业绩评价体系与投资不足关系的影响。从第(4)列可以看出, $EVAR_{t-1}$ 的系数为负,交乘项 $EVAR_{t-1} \times NC$ 的系数显著为负,表明管理者正常变更与经济增加值率的交互项与企业发生投资不足的程度是显著的负相关关系,即相对于管理者未发生变更或发生了正常变更的央企来说,在管理者正常变更的前一年,央企所创造的经济增加值对投资不足的负向影响程度会加深,说明EVA业绩评价体系不会造成管理者的短视现象,而是会让他们对长期投资项目抱有更积极的态度,因此加大了投资力度,H2b得到验证。

## (四)稳健性检验

本文以分组的形式重新检验了管理者正常变更对EVA业绩评价体系与投资不足程度之间关系的影响,即把2010~2014年间发生投资不足的央企按NC分成两组,分别进行了回归,所得结论与前文一致。因篇幅所限,此处省略相关研究过程。

表 6 模型(2)、(3)的回归结果

	(1)		(2)	(3)	(4)
变量名	UI	变量名	UI <sub>t-1</sub>	UI <sub>t-1</sub>	UI <sub>t-1</sub>
-cons	0.0415*** (5.07)	-cons	0.0297*** (3.89)	0.0315*** (4.04)	0.0311*** (4.00)
		NC	-0.0026 (-0.73)	-0.00253 (-0.71)	-0.00124 (-0.34)
EVAR	-0.0465* (-2.14)	EVAR <sub>t-1</sub>		-0.0397* (-2.03)	-0.0296 (-1.47)
		EVAR <sub>t-1</sub> × NC			-0.134* (-1.98)
MER	0.0245 (1.44)	MER <sub>t-1</sub>	0.0346* (2.21)	0.0337* (2.14)	0.0360* (2.28)
CFFA	-0.0303 (-1.68)	CFFA <sub>t-1</sub>	0.0173 (1.00)	0.012 (0.69)	0.00951 (0.54)
FCFA	-0.00057 (-0.04)	FCFA <sub>t-1</sub>	0.00308 (0.27)	0.00587 (0.52)	0.00515 (0.45)
Growth	0.00104 (0.37)	Growth <sub>t-1</sub>	-0.00184 (-0.76)	-0.00063 (-0.26)	-0.00072 (-0.29)
Age	-0.00439 (-1.65)	Age <sub>t-1</sub>	-0.00256 (-1.04)	-0.00318 (-1.28)	-0.00359 (-1.45)
Year	控制	Year	控制	控制	控制
Industry	控制	Industry	控制	控制	控制
N	625	N	482	482	482
adj. R <sup>2</sup>	0.095	adj. R <sup>2</sup>	0.172	0.182	0.187

注:括号内为t值;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上的显著性。

## 六、研究结论

本文以2010~2014年沪深A股非金融类中央企业主板上市公司为样本,研究了国资委开展EVA业绩评价体系对非投资效率的影响效果,并进一步考察了管理者正常变更、EVA业绩评价体系与投资不足之间的关系。结果表明,EVA业绩评价体系能有效地抑制央企的投资不足行为。另外,在管理者正常变更的前一年,EVA指标抑制投资不足程度的效果有所增强,说明对于即将离任的管理者来说,EVA指标仍引导他们为股东资本负责,积极进行长期投资,并没有出现短视现象。

因国资委开展EVA业绩评价体系的年限较短,所以本文的样本量较少。虽然实证结果说明国资委在央企负责人考核办法中大力推展EVA指标的政策卓有成效,但仍需相关的措施和制度来监督管理者在离职前的风险投资行为,例如加大风险控制力度、建立在职业声誉体系,并挂钩于管理者的职业生涯,这样才能充分发挥EVA业绩评价体系的激励作用,减少企业的非理性投资行为。

## 主要参考文献:

- 陈德球,雷光勇,肖童姝. CEO任期,终极产权与会计盈余质量[J]. 经济科学,2011(2).
- 程哲. 公司治理对投资不足的影响性研究[J]. 财会通讯,2011(33).
- 程仲鸣,刘合华. 信息透明度、融资便利与企业投资不足[J]. 财会通讯,2014(3).
- 池国华,邹威. EVA考核、管理层薪酬与非效率投资[J]. 财经问题研究,2014(7).
- 杜兴强,曾泉,杜颖洁. 政治联系、过度投资与公司价值[J]. 金融研究,2011(8).
- 范从来,王海龙. 上市公司资本结构与公司投资行为之间关系的实证研究[J]. 当代财经,2006(11).
- 花贵如,刘志远,许嵩. 投资者情绪、企业投资行为与资源配置效率[J]. 会计研究,2010(11).
- 姜付秀,伊志宏,苏飞,黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界,2009(1).
- 蒋瑜峰,蔡艳芳. 会计信息质量与投资不足关系[J]. 财会通讯,2012(21).
- 刘凤委,李琦. 市场竞争、EVA评价与企业过度投资[J]. 会计研究,2013(2).
- 王菁,程博. 外部盈利压力会导致企业投资不足吗?——基于中国制造业上市公司的数据分析[J]. 会计研究,2014(3).
- 王菁,孙元欣. 资本市场的绩效压力与企业投资不足——股权制衡和两职兼任的调节作用[J]. 山西财经大学学报,2014(4).
- 王一宇,李延喜,薛光. 公司治理差异下管理者变更与盈余管理的关系[J]. 华东经济管理,2015(9).
- 魏明海,柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界,2007(4).
- 张纯,吕伟. 信息披露、信息中介与企业过度投资[J]. 会计研究,2009(1).
- 张功富,宋献中. 我国上市公司投资过度还是不足?[J]. 会计研究,2009(5).
- Aggarwal R., Samwick A.. Empire Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance and Managerial Incentives [J]. Journal of Corporate Finance, 2006(3).
- Shleifer M. R., Vishny R. W.. Large Share Holder and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986(94).
- Stephen F., Young S. D.. Why Capital Efficiency Measures are Rarely Used in Incentive Plan, and How to Change that [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2009(2).
- 作者单位:广西大学商学院,南宁530004