

上市公司过度投资行为的实证研究

——基于安徽上市公司的面板数据

王晓晖, 王德赢

(安徽大学 商学院, 合肥 230039)

摘要: 经理人的机会主义导致过度投资行为的发生, 低效率的过度投资问题关系到企业的利益特别是公司股东的利益, 本文将从投资现金流相关性作为考察对象, 采用 2006—2009 年安徽上市公司相关数据实证分析了过度投资是产生投资现金流相关性的主要原因, 结果表明安徽省上市公司存在着一定的过度投资行为, 研究结果可以为上市公司提高投资效率和改善企业绩效指明问题所在。

关键词: 经理人机会主义 过度投资 投资现金流相关性

中图分类号: F275.1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-1807(2012)05-0087-04

现代企业的典型特征是所有权和控制权两权分离, 这种分离使得企业在运行中可能存在着委托代理成本, 经理人并非总是按照企业价值最大化的原则进行决策, 他们可能利用所控制的自由现金流从事一些损害公司价值但使自己受益的非盈利项目, 从而产生了过度投资的机会主义行为。近年来, 我国上市公司非效率投资问题严重, 人们普遍认为企业过度投资行为是导致投资无效的重要原因之一, 对于这种看法却缺乏相应的经验证据。

1 文献综述

长期以来, 学者们对该领域一直保持着较强的研究兴趣, 也产生了大量的研究成果。

1.1 国外过度投资行为的研究

Jensen 和 Meckling 认为在企业投资决策过程中, 管理者有可能从其自身利益出发, 选择有利于自己而非有益于股东的投资项目, 或发动可能有损于企业价值的并购活动^[1]。Jensen 进一步指出, 当企业存在着大量的自由现金流时, 企业的经理人员会为了谋取私利而将这些自由现金流投资于非盈利项目, 从而导致企业过度投资行为的发生^[2]。Devereux 和 Schiantarelli 发现企业规模越大, 投资现金流相关性就越高, 其原因在于大公司具有更分散的所有权结构, 代理问题更严重^[3]。Strong 和 Meyer 发现剩余

现金流与任意投资显著正相关, 股票市场对企业任意投资公告做出负面评价^[4]。Vogt 研究产生投资现金流相关性的原因时, 发现规模较大、股利水平较低企业的投资行为可以通过经理的管理机会主义进行解释; 过度投资行为导致了显著的投资现金流相关性^[5]。Mark 和 Clifford 将现金流分为预期与未预期部分, 发现未预期部分更多地被经理用于负 NPV 项目; 低 TobinQ 值企业现金流与投资支出显著正相关, 这意味着代理成本越高, 过度投资问题越严重^[6]。Richardson 发现美国企业普遍存在过度投资行为, 平均而言, 企业每拥有 1 美元剩余现金流量, 它将在过度投资中花掉其中的 43 美分^[7]。

1.2 国内过度投资行为的研究

何金耿和丁加华以沪市 397 家上市公司为样本, 研究认为上市公司经理约束机制并非普遍有效, 经理机会主义动机导致企业高额利润留存, 进而引发过度投资问题^[8]。张功富以我国沪深 A 股工业类 434 家上市公司 2000—2005 年的数据为样本, 对自由现金流与过度投资的关系进行考察, 结果发现过度投资显著地集中在拥有自由现金流的企业中, 18.92% 的自由现金流被用于过度投资, 55.16% 的自由现金流以金融资产的形式保留在企业中^[9]。唐雪松等利用制造业上市公司 2000—2002 年 1 477 个样本数据, 进

收稿日期: 2012-03-12

作者简介: 王晓晖(1981—), 男, 安徽淮南人, 安徽大学商学院硕士研究生, 研究方向: 财务管理; 王德赢(1981—), 男, 安徽蚌埠人, 安徽大学商学院硕士研究生, 研究方向: 投资项目管。

行相关研究,也证实了上市公司投资与自由现金流之间存在显著的相关性,并且这种相关性是由于经理的机会主义所导致的^[10]。程仲鸣等以2002—2006年上市公司为样本,实证检验了在中国转型经济制度背景下,公司控股股东、自由现金流与过度投资的关系。研究发现,正自由现金流易导致过度投资,并且在地方政府控制的公司中,正自由现金流更易导致过度投资。随着持股比例的增加,控股股东与中小股东利益趋于一致,可以抑制过度投资行为,而地方政府作为控股股东,减弱了持股比例上升带来的积极治理作用,产生了“溢出”效应^[11]。

关于投资现金流相关性的研究,有两种不同的角度,一些学者从融资约束角度来研究投资现金流相关性,另外一个角度是从过度投资角度进行研究。本研究则基于过度投资角度对经理人过度投资行为进行研究,寻找企业过度投资行为的证据的研究逻辑为:企业代理问题越严重,过度投资行为就越严重,相应地投资现金流相关性就会越高;而有效资本市场能够识别过度投资行为,并给予相应市场评价。本文试图利用安徽上市公司的141个样本数据进行相关研究来论证这种过度投资行为产生的条件,以及拥有自由现金流的企业是否出现了过度投资问题。

2 研究假设

Jensen^[2]的自由现金流量假说指出,在信息不对称且拥有自由现金流量的情况下,经理人不是基于股东财富最大化的目标将自由现金流量支付给股东,而是将其投资于能增加经理人私利但损害股东财富的项目上,造成过度投资。公司过度投资的根源来源于所有权与控制权相分离的股东与经理的委托代理关系。在完全的资本市场上,信息是完全的和对称性的,代理人的行动是可观测到的,那么尽管公众与官员的行为符合“经济人”的本性,他们都会有充分理性、没有机会主义倾向、不存在外部性。上述的假定在现实社会中是不存在的,实际情况往往是信息不对称。首先,在公司的委托代理运行中,代理人(经理人)对公司运作拥有更多的信息,并在这种隐含的委托代理契约及其执行中拥有潜在的优势;其次,双方都是有限理性与有限能力;其三,双方都具有机会主义倾向。因此,广大股东之间私有权利的相互冲突与相互制约性,导致对公共权力执行掌握的信息不充分,使股东与经理人之间的公共权力执行信息分布不对称。与股东目标不同,经理人致力于自己的薪水、职位、声誉的效用最大化,因此,当企业存在自由现金流量时,经理人不是基于股东财富最大化的目标将它们支付给股东,

而是将其投资于不能为股东创造财富但对有利于扩大企业规模的项目上,从而形成过度投资。

综合上述,在信息不对称的程度足以“掩护”经理人的“败德”行为,且公司治理机制对经理人的约束效率低下的情况下,只要企业拥有自由现金流,经理人就可能将过度投资的动机付诸实施。故本文得出以下检验假设:安徽上市公司经理人存在过度投资行为。

3 数据变量及研究方法

3.1 数据变量

检验样本企业投资与现金流之间是否存在显著的相关性,数据来源于巨潮资讯上海、深圳两地证券交易所安徽上市公司2007、2008、2009三年定期报告数据。①截止2009年7月底,安徽共有上市公司56家,由于此项研究需要3个年度的会计数据,本文选取了2006年12月31日前上市的公司作为样本,剔除在这之后上市的公司5家;②剔除ST类和PT类公司3家,样本期间被ST或处于ST状态的公司,原因是这类公司的财务状况异常,若将其纳入研究样本将影响研究结论的可靠性和一致性;③剔除金融类上市公司——国元证券。共得到样本47个,共有141个观察值。检验软件为Eviews6.0。

3.2 研究方法

根据托宾Q理论,股票价格会影响企业投资,企业的市场价值与其重置成本之比可以作为衡量要不要进行新投资的标准,这个比率用Q来表示。企业的市场价值就是企业股票的市场价值总额,因此Q等于企业股票的市场价值除以新建造企业的成本。如果Q小于1,说明买旧的企业比新建设便宜,因此就不会投资;Q大于1则会有新的投资,可见,股票价格上升时,投资会增加。Hong和Zhang考虑到我国证券市场实际情况,补充更具实际经济特点的销售收入增长(本文采用REV)指标作为解释投资机会的补充变量,以控制当前投资机会对投资行为的影响。借鉴Fazzari et al和Vogt的模型,我们首先检验样本企业投资与现金流之间是否存在显著的相关性(模型1),在此基础上,检验投资现金流相关性是否由经理机会主义所引起的(模型2),模型2中交叉项 $Q \times FCF$ 的回归系数符号可以用于辨识产生投资现金流相关性的原因,如果系数显著为负,则表明原因为过度投资^[5]。

$$I_i = c + \beta_1 Q + \beta_2 REV_i + \beta_3 FCF_i + \sum_{i=1}^2 Y_i + \epsilon \quad (1)$$

$$I_i^* = c + \beta_1 Q + \beta_2 REV_i + \beta_3 FCF_i + \beta_3 Q_i \times FCF_i$$

$$+\sum_{i=1}^2Y_t+\epsilon$$

(2)

FCF 为自由现金流,本文的自由现金流计算公式为: $FCF=OCF-INT-DIV$,其中, OCF 为经营活动产生的现金流净额, INT 为债务利息, DIV 为现金股利。 I 为企业投资,为固定资产(资产负债表中国定资产原价、工程物质及在建工程三项之和)的年度增加值,并除以期初固定资产净额以消除规模影响。 $QXFCF_i$,是 $Tobin\ Q$ 与自由现金流的交叉项, REV 主营业务收入增长率。在股票分置改革之前

$TobinQ=流通股市值+非流通股账面价值+负债账面价值/资产账面价值$,股改之后不存在流通股和非流通股差异,所以 $Tobin\ Q=(MVE+PS+DEBT)/TA$ 其中: MVE 是公司的流通股市值, PS 为优先股的市值, $DEBT$ 是公司的负债净值, TA 是公司的总资产账面值。此外,为控制行业和时间因素对投资支出的影响,本文还在模型中纳入年份虚拟变量 Y 。

4 实证分析

4.1 描述性统计

表 1 变量的描述性统计结果

变量	均值	中位值	最大值	最小值	标准差	样本数
I	0.378	0.304	1.542	0.062	0.309	141
Q	2.438	2.164	6.921	1.013	1.053	141
REV	0.192	0.158	1.053	-0.213	0.232	141
FCF	0.086	0.084	0.508	-0.356	0.105	141

由表 1 可知 141 个样本企业的投资均值为 0.378 1,说明企业三年的平均投资率为 37.81%,总体上符合我国企业投资增长速度较快这一趋势。这些企业 $TobinQ$ 均值为 2.438,水平较为一般。 REV 均值为 0.192 1,说明安徽上市公司存在一定的投资

机会。自由现金流量为 0.086,表明这些企业存在一定的自由现金流,这为经理人机会主义的出现和过度投资行为创造了物质条件。

4.2 实证检验

表 2 过度投资的回归检验(固定效应)

变量	模型 1					模型 2		
	预期符号	系数	T 值	显著性	系数	预期符号	T 值	显著性
C		1.594	2.909	0.005	1.614		2.969	0.004
Q	+	-0.022	-3.834	0.000	-0.027	+	-3.714	0.000
REV	+	0.133	7.338	0.000	0.147	+	6.562	0.000
FCF	+	0.452	4.513	0.000	0.294	+	2.453	0.014
$QFCF$					-0.148	-	1.701	0.094
Y_1		-1.382	-1.382	0.014	-1.386		-2.537	0.013
Y_2		-1.113	-1.113	0.046	-1.122		-2.053	0.043
$\overline{R^2}=0.567$						$\overline{R^2}=0.490$		

由表 2 可知,模型 1 中投资和自由现金流存在显著的正相关,回归系数为 0.452,这说明安徽省上市公司存在投资现金流相关性。回归模型 2 的 $Q*FCF$ 项回归系数为-0.148, Vogt (1994)通过分析投资现金流相关性与投资机会(Q)的交互影响提出了两种原因。如果低 Q 值企业投资依赖于现金流,则可认为产生投资现金流相关性的原因是过度投资,相应地,回归检验中交互项系数应该显著为负;如果高 Q 值企业投资依赖于现金流,则可认为原因是融资约束,此时,回归检验中交互项系数应该显著为正。所以我们可以得出安徽企业的经理人存在着一定的

机会主义倾向,证实了样本企业中过度投资行为存在,假设得以验证。

5 结论

安徽省的上市企业数量在全国位居前列,而且这些企业大多为国有控股的工业企业,样本的选择具备一定代表性。实证结果表明安徽省企业总体上存在过度投资行为,这种经理人低效率的投资行为,损害了公司和股东利益。关于如何防止经理人的机会主义行为,寻求相应的经理人约束机制,则是未来可以进行研究的一个方向。

参考文献

[1] JENSEN,MECKLING. Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 303—360.

[2] JENSEN. Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986 (76): 323—329.

[3] DEVEREUX, SCHIANTARELLI. Investment, Financial Factors, and Cash flow: Evidence from U. K. Panel Data [G]//R Glenn Hubbard, ed. Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, Chicago: University of Chicago Press, 1990: 279—306.

[4] STRONG, MEYER. Sustaining Investment, Discretionary Investment, and Valuation: A Residual Funds Study of the Paper Industry[G]//R Glenn Hubbard, ed., Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. Chicago: University of Chicago Press, 1990: 127—148.

[5] VOGT. The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from US Manufacturing Firms[J]. Financial Management, 1994, 23 (2): 3—20.

[6] MARK, CLIFFORD. A Test of Stulz's Over investment Hypothesis[J]. Financial Review, 1995, 30 (3): 387—398.

[7] RICHARDSON. Corporate Governance and the Over-investment of Surplus Cash[D]. University of Michigan, 2002.

[8] 何金耿, 丁加华. 上市公司投资决策行为的实证分析[J]. 证券市场导报, 2001(9): 44—47.

[9] 张功富. 企业的自有现金流量全部用于过度投资了吗——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2007(6): 11—16.

[10] 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007(7): 44—52

[11] 程仲鸣, 夏银桂. 控股股东, 自由现金流与企业过度投资[J]. 经济与管理研究, 2009(2): 19—24.

Listed Companies over the Investment Behavior of Empirical Research

——The Anhui-based panel data of listed companies

WANG Xiao-hui, WANG De-ying

(Business School, Anhui University, Hefei 230039, China)

Abstract: Manager's opportunism led to the occurrence of acts of over-investment, inefficient over-investment issues related to corporate interests, especially the interests of shareholders, this article from the investment cash flow as the inspection object, Anhui, listed in 2006—2009 the relevant data Empirical Analysis of the over-investment is to generate investment cash flow correlation of the main reasons, the results show that the listed companies in our province there is a certain degree of over-investment behavior, the findings indicate the problem can invest in listed companies to increase efficiency and improve business performance.

Key words: manager opportunism; over-investment; the investment cash flow correlation

(上接第 65 页)

续表 12

名称	β 值	Sharpe	Treynor	Jenson
建信 300	0. 676 093	—0. 032 54	—0. 000 71	—1. 36E—04
沪深 300	1	—0. 034 59	—0. 000 51	0
富国 300	0. 962 336	—0. 016 21	—0. 000 24	2. 51E—04
沪深 300	1	—0. 033 72	—0. 000 50	0
银河 300	0. 909 866	—0. 039 24	—0. 000 61	—9. 70E—05
沪深 300	1	—0. 033 55	—0. 000 50	0
申巴 300	0. 915 428	—0. 043 16	—0. 000 67	—1. 44E—04
沪深 300	1	—0. 034 42	—0. 000 52	0

An Empirical Analysis of Performance Evaluation of HS300 Index Funds

XU Lu, TAN Fei-fei, WANG Xiang-rong

(Financial Engineering Institute, Shandong University of Science and Technology, Qingdao Shandong 266510, China)

Abstract: According to the market ups and downs cycle, this paper divide the whole market into 4 stages, apply Tracking Error, Regression Analysis, Mean Squared Deviation and Single Factor Performance Analysis to survey the performance of the 17 CSI 300 index funds which have been on the market of China at different stages, analyze the factors affecting the performance of index funds. The result indicates that the performance of the different funds at different periods reflects great difference, some fund displays outstanding achievement in all 4 stages, but the anti-risk ability index is not prominent.

Key words: tracking error; index funds; performance; mean squared deviation