

# 企业非效率投资国内外研究综述

曾 牧

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

**【摘要】** 企业非效率投资一直是理论界讨论的热点问题。本文从非效率投资的界定、度量和理论解释等方面对国内外相关研究成果进行了系统综述,并提出了未来研究方向。

**【关键词】** 非效率投资 非效率投资界定 理论解释

企业投资是企业发展的源泉,而投资方向的选择、投资量的大小、投资时机决策等问题对企业资本结构、盈利能力、长远发展起决定性作用。投资需要引发融资需求,单个企业的投资融资规模又构成了社会的投融资水平,并决定了整个社会的资本配置。

长期以来,我国企业普遍重筹资,轻投资,导致各类企业不同程度存在盲目投资,资金闲置等情况,既损害了企业价值,又导致了社会资源低效配置。因此,如何提高企业投资效率一直是公司治理研究的热点问题之一。国内外学术界依据委托代理、信息不对称、不完全契约、金融行为学等理论,从代理冲突、资本结构、融资约束、自由现金流、大股东控制、管理人特质等方面对企业非效率投资行为的影响进行了大量研究,取得了丰富成果。

本文全面回顾了学术界对企业非效率投资行为的研究进展,对非效率投资的界定、度量、形成机理等方面进行了总结,并对未来的研究方向进行了展望,希望能够对我国企业非效率投资行为的后续研究提供有益的借鉴。

## 一、企业非效率投资的界定

对于企业非效率投资的界定,目前国内外学术界基于不同的研究目的和角度,没有完全一致的看法。本文根据现有研究成果,将其归纳为两大类:

1. 基于公司财务学角度投资理论的界定。学术界普遍采用的是净现值(NPV)准则,即企业根据资本成本并综合考虑各种风险因素,设定一个基准收益率(Hurdle Rate),以此计算所有NPV大于零的项目都被实施,直至NPV等于零,此时达到均衡,企业投资就处于有效率的状态了。如果用净现值为负的项目替代一个较低风险的项目或者是将一个净现值为负的项目增加到企业现存项目中就被称为投资过度(Jensen and Meckling, 1976),而如果企业放弃一些净现值为正的项目则被称为投资不足(Myers, 1977)。

2. 基于公司治理角度的经验性概念。国外学术界在对企业多元化的研究中,也提出了非效率投资概念。研究表明,企业多元化使得企业内部资本市场成为可能,当存在内部资本市场的条件下,企业通常会过度投资于收益较差的部门,造成

在较弱的业务领域进行过度投资,而在较强的领域出现投资不足,即存在基于平均主义、寻租与交叉补贴的非效率投资行为(Berger和Ofek, 1995; Shin和Stulz, 1998; Rajan等, 2000; Scharfstein和Stein, 2000; Shin和Kim, 2002; Larnont和Polk, 2002; Ahn等, 2006)。

此外,根据我国企业的生存背景和行为特征,国内学者将募集资金投向变更(刘勤等, 2002; 朱武祥, 2002; 刘少波和戴文慧, 2004; 李虎, 2005; 张为国和翟春燕, 2005)、融资偏好与投资行为(袁国良等, 1999; 何金耿, 2001; 杜丽虹和武祥, 2003)、恶意增资的投资行为(韩志丽等, 2007)等投资扭曲现象也纳入非效率投资的研究范围。

目前学术界多倾向于将非效率投资定义为不符合NPV准则的投资行为。而基于公司治理的经验性概念并没有准确反映投资的本质和内涵,应属于引发非效率投资现象的动因研究范畴。

## 二、企业非效率投资的度量

关于企业非效率投资经验研究的度量,学术界主要采用以下几种研究方法:

1. 以投资—现金流敏感性来检验企业面临融资约束而导致的投资不足。这种方法推出时,被从事这类研究的各国学者广泛使用。但(Kaplan和Zingales, 1997)等的实证研究表明,融资约束最轻的企业组表现出最大的投资—现金流敏感性,与Fazzari(1988)等的研究结论完全相反。

同时投资过度也同样表现为投资支出与自由现金流之间的敏感性,研究者难以判断是哪种效应导致的这种敏感性,给理论解释工作造成困难。此外该方法不能度量投资不足程度。

2. 以现金流、投资机会(Tobin's Q)及其交互项来检验投资现金流敏感性,从而判断投资过度还是投资不足。在投资机会不高的情况下,投资—现金流和投资机会的交互项负相关表示过度投资,相反,当公司有较大价值的投资机会时,投资—现金流和投资机会的交互项正相关表示投资不足。

国内学者也大量采用此研究方法(如何金耿和丁加华, 2001; 梅丹, 2005; 饶育蕾和汪玉英, 2006)。此种方法克服了Fazzari(1988)等方法的缺陷,但只是一种间接判断投资过度

和投资不足的方法,不能度量投资过度或投资不足的程度。

3. 基于会计计量的最优投资模型的残差项度量投资过度或投资不足程度。Richardson(2006)采用会计计量方法,构建了一个包含投资机会、资产负债率、现金流、公司规模、公司经营时间、每股收益、上年度新增投资等相关解释变量的最优投资模型,模型残差项可以度量投资过度(NPV大于零)或投资不足(NPV小于零)程度。但此方法没有考虑代理冲突和信息不对称等其他因素对投资行为的影响,且模型中引入上年度新增投资依据不足,所以检验样本如果整体上存在投资过度或投资不足时采用该模型就会存在系统性误差等问题。尽管如此,Richardson残差模型对非效率投资的经验研究做了有益探索,并被学者们借鉴使用(辛清泉等,2007;张功富和宋献中,2009)。

### 三、企业非效率投资行为的理论解释

对于企业非效率投资行为的动因,因观察的视角不同,学者们提出了不同的理论解释,至今仍然是研究热点之一。这也间接表明了企业非效率投资形成动因的复杂性。本文沿着学术界研究的演变脉络,对现有关于企业非效率投资的动因研究进行了总结。

#### (一)委托代理问题

在现代企业制度框架下,因所有权和控制权分离,委托人和受托人的利益并不完全一致,所以在存在不完全契约、信息不对称和道德风险的情况下,就会发生利益冲突,产生代理问题。代理问题在企业投资行为上的表现,就是股东、经理层和债权人之间的利益冲突导致非理想投资行为的发生,投资并未使公司价值最大化,而是仅使某一方受益,外部表现就是非效率投资行为(Jensen和Meckling,1976;Stulz,1990)。

1. 股东—经理层冲突。股东和经理层的目标并不总是一致的,股东追求公司价值最大化,而经理层则希望手中掌控更多的资源,以实现其个人收益最大化,如超常的在职消费等(Jensen和Meckling,1976;Stulz,1990)。因此经理层有动机从事NPV为负的项目而持有大量现金这样更有机会发生过度投资(Jensen,1986;1993;Lamont和Polk,2002;Dittmar和Thakor,2007)。当然股东与经理层的冲突并不总是倾向过度投资,在经理层追求更多闲暇时间、风险规避等情况下,也会投资不足。

Grenadier和Wang(2005)的研究表明,经理人在拥有私人收益时将过度投资,而存在私人成本时将出现投资不足,在信息不对称下,经理层的投资行为具有急速性或延迟性。总之,当经理层和股东之间的激励不相容时,投资行为与成长机会之间的关系并不密切,经理人可能投资于非价值最大化的项目(Shin和Kim,2002)。

国内学者的研究也证明了代理问题是导致企业过度投资和资本配置低效的根本原因,在国有控股企业中此现象更严重(杨兴全,2002;何金耿,2002)。

2. 股东—债权人冲突。股东和债权人之间的不同利益冲突会造成投资过度和投资不足,但同时也有抑制过度投资的效应。关于债务融资对投资行为的影响研究一直是企业财务

学研究的热点之一,但学术界至今也没有形成一致结论。

Jensen和Meckling(1976)指出,在负债率较大的情况下,股东和经理将具有强烈动机去从事那些尽管成功机会甚微但一旦成功获利颇丰的投资项目,如果这些投资成功,他们将获得大部分收益,而如果他们失败,则债权人将承担大部分成本。这种牺牲债权人利益用更高风险和更高收益的项目替代原有投资即资产替代行为的外部表现就是过度投资。但当企业的债务超过项目的NPV时,债权人将获得项目所有净现值,而当前股东将一无所获,股东就会有放弃项目的动机,此外,在负债水平较高时管理者为了避免破产而失去控制权收益,即使出现NPV大于零的新投资机会也不去实施(Myers,1977;Myers和Majluf,1984),外部表现为投资不足。

也有文献指出,债权人的相机治理作用有利于减少股东—经理层冲突导致的过度投资行为,因为按期固定支付本金和利息将减少企业可供经理层使用的闲置资金,同时债权人的监控使得经理层面临控制权转移的风险,抑制经理采取有利于自己而不利于股东的过度投资行为(Titman,1984;John和Senbet,1988;Heinkel和Zechner,1990;Stulz,1990;Hort和Moore,1995;Lang等,1996),而短期债务更能够地降低投资不足和过度投资的代理成本(Childs等,2005)。

国内学者也开展了相关研究,但得到的结论与国外研究结论并不一致。辛清泉和林斌(2006)发现,企业投资支出整体上与债务融资负相关,而国有绝对控股企业的投资支出对于负债水平不敏感。童盼和陆正飞(2005)的研究表明,短期负债不仅带来代理成本,而且其代理成本甚至可能高于长期负债的代理成本。

3. 控股股东—小股东冲突。当企业股权集中到达一定程度后,最基本的代理问题将从投资者和经理人之间的冲突转移到控股股东和小股东之间的冲突(La Porta等,1999;Claessens等,2002)。大股东通过金字塔结构以牺牲小股东利益为代价谋取私人控制权收益(Johnson等,2000)。低效率投资、关联交易和过度多元化等方式成为控股股东获取隐性收益的途径。大量文献研究表明,大股东的超强控制与非效率投资相关(Parrino和Weisbach,1999;Goergen和Renneboog,2001;Bertrand等,2002;Cull和Xu,2005;Cheung等,2007)。

国内学者的一系列研究成果表明,在我国现阶段资本市场缺乏对小股东有效的保护机制而又不能约束大股东的行为情况下,控股股东与小股东冲突非常严重,大股东以债权或股权投资的方式对小股东进行掠夺(刘朝晖,2002;朱红军和汪辉,2004;李增泉等,2004)。

#### (二)信息不对称问题

资本市场的信息不对称会导致道德风险和逆向选择。为防止道德风险,资金提供者往往会通过提高利率、信用配置或增加限制条款等手段,要求更高的风险溢价,导致外部融资的成本一般会高于内部融资,往往引发投资不足。因为当企业面临内部资金约束时,现有股东和管理者认为用高成本的外部融资支持项目比放弃项目损失得更多,可能会放弃正NPV的项目(Myers和Majluf,1984)。这种因内外部融资成本差异导致

的投资不足,学术界称为融资约束理论。学者们大都采用投资与现金流敏感性来衡量融资约束程度。

一些研究表明,融资约束和投资-现金流敏感性之间成正相关关系(Hoshi等,1991;Whited,1992;冯巍,1999;郑江淮等,2001;魏锋和孔煜,2005),为企业融资约束理论提供了支持。但另外一些实证研究结论并不一致。有研究发现,投资-现金流敏感性不是企业受到融资约束的必要条件,而且融资约束和投资-现金流敏感性之间具有负相关关系(Deshmukh等,2005;Whited,2007)。同时由于代理问题和信息不对称都能解释投资-现金流的敏感性,但投资与现金流之间关系受到各种复杂因素的影响,因此,使用投资-现金流的敏感性的研究结果要慎重。不过,这些问题给学术界的后续研究也带来了新的研究主题。从广义的角度看,信息不对称引发的逆向选择实质上是委托方对受托方潜在道德风险采取的一种预防措施,属于委托代理问题的连带效应。

### (三)管理者特质问题

本文前述的各种理论都隐含了一个前提条件,即企业投资行为都是假设企业管理者为理性经济人的决策结果。但是这一前提日益受到心理学和行为金融学理论的质疑,企业投资行为除了受到经济利益的驱动外,还容易受到管理者个性特质和情绪、本能、感觉、偏见等主观心理因素的影响。其中过度自信被认为是管理者非理性最主要的表现,也是学术界研究较多的管理者特质之一。

过度自信是指人们倾向于高估自己成功的概率,而低估失败的概率的心理偏差(Wolosin等,1973;Langer,1975)。Weinstein(1980)和Alicke(1985)等的研究表明,人们普遍存在着过度自信的心理特征。企业管理者的过度自信程度普遍要高于一般大众(Cooper等,1988;Landier等,2004)。以前的研究往往忽视了行为假定(Barberis和Thaler,2003),但近年来,随着行为金融学理论的兴起,学术界越来越多地认识到,管理者的一些特质对投资决策产生重大影响。

Roll(1986)首先提出了管理者“自以为是”(Hubris)假说,认为过度自信的管理者往往会高估并购收益,而且相信并购能带来协同效应,从而使得本身不具有价值的并购活动发生。Heaton(2002)提出了一个基于管理者过度自信的投资异化模型,研究表明,管理层过度自信通常会低估项目风险、高估项目收益,从而使公司实际投资的是NPV为负的项目,导致过度投资的发生;同时过度自信的管理层认为投资者低估了公司股价,不愿发行新股筹资,因此会放弃NPV为正的项目,导致投资不足。

国内外一些研究表明,管理者越自信,投资和现金流之间的正相关程度越高(Malmendier和Tate,2005;Lin等,2005;郝颖等,2005;姜付秀等,2009),而且在这种情况下越容易实施并购(Doukas和Petmezas,2006;Brown和Sarma,2006;吴超鹏等,2008)。

但有文献也同时指出,从非效率投资治理的角度看,管理者过度自信心理能提高为股东利益服务的水平,有利于减少投资不足,节约治理成本。

还有学者研究了羊群效应对管理者投资行为的影响。羊群行为(Herding Behavior)是心理学的术语,也叫从众效应、跟风行为,主要指个体在信息不完全不确定环境下的行为特征。从马斯诺的需求理论的角度可解释为个体追求安全感和归属感的外在需要。Zwiebel(1995)认为,管理者为了证明自己的能力,往往追随或盲目效仿其他企业尤其是成功企业的投资,忽略自己对投资项目所掌握的信息,导致企业投资过度,这是一种非理性的行为。

此外,学术界还研究了管理者性别特征对投资行为的影响,多数研究表明,男性较女性自信程度更高、风险偏好更强,在投资行为上的表现就是,男性比女性更激进(Hinz等,1996;Barber等,2001;Bliss和Potter,2001)。

### 四、企业非效率投资的研究展望

学术界对企业非效率投资行为的理论和实证研究已取得丰富的成果,研究视角逐步扩展,研究内容逐步深入。国内学者借鉴国外现有理论,结合我国企业生存环境和自身特点也开展了探索性的研究,取得了一些有益的成果,为后续研究奠定了良好基础。

总结现有研究成果,本文认为今后对于非效率投资的研究应从以下几个方面展开:

1. 关于非效率投资理论解释问题。目前学术界主要立足于过度投资和投资不足的动因开展非效率投资理论研究,还没有形成一个完整的理论框架(刘松,2009),关于非效率投资的理论解释并不清晰。投资过度和投资不足是一个问题的两个方面,不会独自在企业投资行为中表现出来,往往一个导致投资过度的动因,也会导致投资不足,反之亦然。例如,就代理问题而言,管理层有建造帝国、构建壕堑的动机,总是倾向于过度投资,但追求闲暇和规避风险效应又往往会造成投资不足。股东-债权人冲突同时导致股东/经理的资产替代(投资过度)和投资不足行为,负债相机治理效应又可以抑制股东-经理冲突带来的非效率投资。同样,管理者特质的影响也有两面性,管理者过度自信高估了自己的能力会造成过度投资,但另一方面认为外部资本市场低估了公司价值,不愿从外部融资又会造成投资不足。

企业非效率投资行为应是各种动因综合叠加的结果。因此,如何构建一个综合理论体系而不局限于某一方面来解释非效率投资值得进一步深入研究。

2. 制度背景差异问题。制度环境作为公司治理的外部环境,对内部公司治理功能的发挥起了很大的作用(白重恩等,2005)。当我们在对企业投资行为的分析中引入制度环境后会发现,国内外制度环境存在明显差异。

国外的研究以西方的市场环境为前提,即资本市场和公司治理机制相对完善、债权控制有效、理性投资者和市场化的经理人等。而我国政治体制决定了各级政府都属于强势政府,在经济中起着主导作用。虽然经过30余年的改革,社会主义市场经济体制已初步建立,但政府仍在宏观上充当着社会资源分配者的角色,且在微观上干预着企业行为。外在表现是:国有企业主要由政府控制,民营企业受到来自各级政府的行政

干预,并处于严格管制下的资本市场,间接负债比例大,且主要来源于国有商业银行等。

因此在我国的公司治理均表现出了与国外不同的特征,当然企业的投资行为会表现出特有的差异。所以下一步要紧密结合我国现阶段的制度背景,对我国企业非效率投资行为的形成机理开展更深入、更全面的研究。

3. 关于非效率投资的区分和度量问题。目前对于非效率投资的度量研究仍处于探索阶段。如前文所述,无论是采用Vogt(1994)模型以现金流、投资机会(Tobin's Q)及其交互项来检验投资现金流敏感性来判断公司是投资过度还是投资不足;还是采用Richardson(2006)基于会计计量的最优投资模型的残差项来度量公司的投资过度和投资不足程度,都存在缺陷,所以缺乏足够的说服力。因此,对非效率投资的度量方法还有待创新。

#### 主要参考文献

1. Ahn,Seoungpil,Denis,David J.. Leverage and Investment in Diversified Firms.Journal of Financial Economics,2006;79
2. Barber, Brad M.,T. Odean. Boys Will Be Boys: Gender,Overconfidenceand Common Stock Investment. Quarterly Journal of Economics,2001;116
3. Brown,Rayna and Neal Sarma. CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions,working paper, 2006
4. Cheung Y. L.,Rau P. R.,Stouraitis A.. Tunneling, Propping and Expropriation:Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong.Journal of Financial Economics, 2007;82
5. Childs P. D.,Mauer D. C.,Ott S. H.. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions:The Effects of Agency Conflicts. Journal of Financial Economics,2005;76
6. Claessens S.,Djankov S.,Fan J. P. H.,et al.. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of large Shareholdings. Journal of Finance,2002;57
7. Cull Robert,Xu L. C.. Institutions,Ownership,and Finance:The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms. Journal of Financial Economics,2005;77
8. Dittmar A. ,Thakor A.. Why do Firms Issue Equity. Journal of Finance,2007;62
9. Fazzari,S.M.,Hubbard,R.G.,Petersen,B.C.. Financing Constraints and Corporate Investment. Brookings Papers on Economic Activity,1988;1
10. Goergen,Renneboog. Investment Policy,Internal Financing and Ownership Concentration in the UK. Journal of Corporate Finance,2001;7
11. Grenadier S. R.,Wang N.. Investment Timing,Agency, and Information.Journal of Financial Economics,2005;75
12. Hart O.,Moore J.. Debt Seniority:An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. American Economics Review,1995;85
13. Hinz, R. P., McCarthy, D. D.,Turner, J. A.. Are Women Conservative Investors?Gender Difference in Participant-Directed Pension Investments,Positioning Pensions for the Twenty-First Century. University of pennsylvania Press,1996
14. Lamont O.,Polk C.. Does Diversification Destroy Value? Evidence from Industry Shocks. Journal of Financial Economics,2002;63
15. Richardson,Scott. Over-Investment of Free Cash Flow. Review of Accounting Study,2006;11
16. Roll, Richard. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. Journal of Business,1986;59
17. Shin H. H.,Kim Y. H.. Agency Costs and Efficiency of Business Capital Investment:Evidence from Quarterly Capital Expenditures. Journal of Corporate Finance,2002;8
18. Vogt,S.C.. The Cash Flow Investment Relationship: Evidence from US Manufacturing Firms. Financial Management, 1994;23
19. Whited T. M.. External Finance Constraints and the Intertemporal Pattern of Intermittent Investment. Journal of Financial Economics,2007;81
20. Zwiebel, J.. Corporate Conservatism and Relative Compensation. Journal of Political Economy,1995;103
21. 白重恩等.中国上市公司治理结构的实证研究.经济研究,2005;2
22. 韩志丽等.民营金字塔企业终极所有者融资约束与非效率投资研究.中国管理科学,2007;5
23. 朱红军,汪辉.“股权制衡”可以改善公司治理吗?管理世界,2004;10
24. 姜付秀等.管理者背景特征与企业过度投资行为.管理世界,2009;1
25. 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排.会计研究,2004;12
26. 刘松.企业非效率投资研究困境:概念、机理和度量.生产力研究,2009;16
27. 饶育蕾,汪玉英.中国上市公司大股东对投资影响的实证研究.南开管理评论,2006;5
28. 童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为.经济研究,2005;5
29. 辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资.经济研究,2007;8
30. 张功富,宋献中.我国上市公司投资:过度还是不足?基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量.会计研究,2009;5