

# Financial Information Distortion, Equity Concentration and Corporate Investment Efficiency

Zhigang Yu

Department of Financial Management, School of Management, Wuhan University of Technology, Wuhan Hubei  
Email: 1733795227@qq.com

Received: Apr. 30<sup>th</sup>, 2020; accepted: May 18<sup>th</sup>, 2020; published: May 25<sup>th</sup>, 2020

---

## Abstract

Investment decision-making is the core of an enterprise's financial decision-making and an important basis for an enterprise to achieve scale expansion and sustainable development. The level of investment efficiency reflects the quality of investment decisions to a certain extent. High-efficiency investment can improve the efficiency of enterprise resource allocation and enhance corporate performance and value. The distortion of financial information is a common financial phenomenon, reflecting that the capital efficiency of enterprises is seriously underestimated and financial risks are seriously overestimated, so can it play a role in guiding enterprises to improve their investment efficiency? The phenomenon of equity concentration is common in listed companies in China. Is the relationship between financial information distortion and investment efficiency affected by equity concentration? This is a problem that needs to be thoroughly explored and resolved by the industry. Therefore, this paper selects the A-share listed companies in China's Shanghai and Shenzhen stock markets from 2014 to 2018 as the research object, and empirically studies the influence mechanism of financial information distortion on investment efficiency, and examines the effect of equity concentration on the correlation between the two. The study found that financial information distortion and corporate investment efficiency do have significant negative effects. Among them, capital efficiency distortion has negative effects on underinvestment and overinvestment. Financial risk distortion only exacerbates underinvestment; equity concentration weakens capital efficiency distortion. The aggravating effect of efficient investment also weakens the promotion effect of financial risk distortion on inefficient investment. The research conclusions of this paper have very important practical significance, and provide empirical evidence for relevant departments to adjust the financial analysis system to reflect the true level of financial information to optimize the capital allocation of the capital market, and help listed companies pay attention to the quality of financial information and the optimization of equity structure to provide theoretical support for enterprises to improve the efficiency of capital allocation.

## Keywords

Financial Information Distortion, Equity Concentration, Investment Efficiency, Underinvestment, Overinvestment

---

# 金融信息扭曲、股权集中度与企业投资效率

虞志刚

武汉理工大学, 管理学院财务管理系, 湖北 武汉

Email: 1733795227@qq.com

收稿日期: 2020年4月30日; 录用日期: 2020年5月18日; 发布日期: 2020年5月25日

## 摘要

投资决策是企业财务决策的核心, 是企业实现规模扩大和可持续发展的重要基础。投资效率的高低在一定程度上体现了投资决策结果的好坏, 高效率的投资可以提高企业资源配置效率, 提升企业业绩和价值。而金融信息扭曲是一种普遍的财务现象, 反映出企业资金效率被严重低估, 财务风险则被严重高估, 那么它能否起到引导企业提高其投资效率的作用呢? 股权集中的现象在我国上市公司中普遍存在, 金融信息扭曲与投资效率之间的关系是否受到股权集中度的影响呢? 这是亟待业界深入探究和解决的问题。故本文选取了2014~2018年我国沪深两市A股上市公司作为研究对象, 实证研究了金融信息扭曲对投资效率的影响机制, 同时考察了股权集中度对二者相关关系的作用效果。研究发现: 金融信息扭曲与企业投资效率确实存在显著消极影响, 其中资金效率扭曲对投资不足和过度投资均有负面效用, 财务风险扭曲不仅会加剧投资不足, 股权集中度弱化了资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用, 同时也削弱了财务风险扭曲对非效率投资的促进效用。本文的研究结论具有十分重要的现实意义, 为有关部门调整财务分析体系以反应金融信息真实水平来优化资本市场的资本配置提供了经验证据, 有助于上市公司重视金融信息质量和股权结构的优化, 为企业提高资本配置效率提供理论支持。

## 关键词

金融信息扭曲, 股权集中度, 投资效率, 投资不足, 过度投资

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

金融信息在我国企业中影响深刻而又普遍存在, 资金效率信息和财务风险信息又是最重要、最基础的金融信息。然而其中资金效率被低估、财务风险被高估的情况在我国实体经济上市公司层面广泛并且持续地存在, 这将严重阻碍金融资本流入实体经济(王竹泉, 2019) [1]。外部投资者和债权人由于信息的不对称, 几乎不可能掌握和企业内部人员相当的信息量, 从而引起投资不足, 非效率投资随之产生(Myers和Majuf, 1984) [2]。缺乏外部投资会使得企业错失规模扩大的良机, 影响企业的持续经营和限制企业价值的提升。而金融信息的扭曲, 势必会加剧金融资本和投资者更为谨慎地支持资金效率被低估而财务风险被高估程度更大的企业, 从而导致企业投资效率低下。因而随着现代企业的不断进步, 对我国企业的财务状况和质量做出科学、合理的评估, 对于减少企业的非效率投资, 尤其是对于培育深化企业创新能力和行业长期竞争优势至关重要。

从既有的学者研究来看,委托代理问题既可能导致企业投资不足,也可能引发企业过度投资。现代企业大多出现“两权”分离的现象,即所有权与经营权的分离,代理人即经理人与委托人即股东之间的代理冲突会引发企业过度投资(Jensen, 1986) [3],而导致企业盲目投资新项目的启动是因为这样能够给经理带来私人利益,尤其是在监管不到位的企业更易发生。除了私人利益,也会滋生私人成本。道德风险、滋生代理会使喜欢偷懒或安于现状的经理人减少投资以逃避监管责任,从而导致投资不足(Bertrand 和 Mullainathan, 2003) [4]。经理人直接对股东大会负责,持有较高股权比例或者通过增加持股而提高股权比例的股东可以控制股东大会,进而形成对公司重大事项决策的控制权,对于经理人的决策可以起到一定影响。因此,股东对于投资活动的影响力同样很大。国内上市公司股权集中的现象又较为普遍,在此背景下探究股权集中度在金融信息扭曲与投资效率的具体影响及作用方向具有很高的研究价值和意义,而既有的此类实证研究还比较少见。

传统财务分析体系存在着一系列缺陷和不足,资金与资产混淆不清,金融性和营业性负债未加以分辨,导致我国企业资金效率和财务风险两类重要的金融信息被严重扭曲。由于金融信息扭曲,企业价值被严重低估,而经理人作为企业的领导者以及投资决策的实际执行者,在面对私人利益与私人成本的客观存在时,对于企业投资效率会产生何种效用?目前我国上市公司中大多数都存在着股权相对集中的现象,这意味着大股东拥有较高的话语权和控制权,那么金融信息扭曲与投资效率之间的关系是否会受到股权集中度的影响呢?开展该问题的研究对于深入了解金融信息扭曲效应如何影响企业财务决策,以及股权集中度在金融信息扭曲与非效率投资之间的关系有很强的实际意义。

故本文选取了 2014~2018 年我国沪深两市 A 股上市公司作为研究对象,从财务方面考察财务扭曲效应是否影响上市公司的企业投资效率,同时考察股权集中度是否会对二者之间的关系产生影响。研究结论:1) 金融信息扭曲与企业投资效率确实存在显著消极影响,其中资金效率扭曲对投资不足和过度投资均有负面效用,财务风险扭曲仅会加剧投资不足,与过度投资则无显著影响。2) 股权集中度削弱了资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用,也抑制了财务风险扭曲对非效率投资的促进效果。也抑制了财务风险信息扭曲对非效率投资的促进作用。

本文的创新点在于总结归纳现有非投资效率及影响投资决策和效率的影响因素之外,探究金融信息扭曲对其的影响,引入资金效率和财务风险两类最重要的金融信息的扭曲度来衡量金融信息的扭曲度,扩大了研究企业投资效率的深度和广度,并进一步地引入调节变量股权集中度。以实证数据为基础,研究资金效率扭曲与财务风险扭曲对企业投资效率的影响,以及股权集中度在资金效率扭曲与财务风险扭曲对企业投资效率的影响过程中发挥的中介效应,以期为提升国内上市公司投资效率提供有用的建议。探究金融信息扭曲对于我国企业投资效率的影响,以期对企业以及国家相关经济政策的研究和制定科学、合理的财务分析体系提供一定参考。

## 2. 文献回顾与理论假设

### (一) 资金效率扭曲对企业投资效率影响的机制研究

#### 1) 资金效率扭曲对投资效率的总体影响

金融是实体经济的血脉,它的天职和宗旨就是为实体经济所服务(习近平, 2017) [5]。而资金效率与财务风险是两类最基础、最核心的金融信息,是企业内部和外部资本市场投资者分析并决策的重要依据,对于资本的配置具有重要影响。由于过去传统的财务分析体系存在着许多不足和缺陷,资金与资产混淆不清,金融性和营业性负债未加以分辨,致使反映我国实体经济金融信息中的两类重要信息:资金效率和财务风险两类重要的金融信息被严重扭曲,由于金融信息扭曲,企业价值被严重低估(王竹泉, 2016) [6]。企业领导者既是金融信息的接收者也是决策的实行者,因而金融信息的扭曲必然影响着领导者的投资决策。既有文献关于此大多是从经营权与所有权分离所致的委托代理矛盾出发的。对企业经营情况如数家珍的经理人

与处于信息劣势方的股东所获得的收益却形成天壤，导致经理人产生了追求私人利益的想法。经理人会尽可能获取并掌握更多的资源，甚至盲目地启动净现值为负的会侵害公司整体利益的非效率项目，只为扩大企业规模来满足自己的私人利益，进而导致过度投资的发生(Jensen, 1986)。带来私人利益的同时，投资行为的启动也会使经理人肩负包括监管、绩效等更大的责任而带来私人成本，引起投资不足(张洪辉和王宗军, 2009) [7]。当私人成本大大超过了私人利益时，经理人有可能选择放弃一些投资，即便是可以给公司带来正向收益的项目，以减少他们必须做的事情，导致投资不足(McConnell 和 Muscarella, 1985 [8]、Fazzari 等, 1988 [9])。因此，是否投资新项目，经理人要在利益与成本之间做出选择，既有关于企业投资活动效率的实证文献往往对其进行了规避或忽略。而在实体经济的资金效率被严重低估情况下，经理人为了掌握控制权、减少被替代的概率势必会放弃一些净现值为正的投资机会，加剧了投资不足；另外，企业规模与经理人利益直接挂钩，由于资金效率扭曲所导致企业价值被低估，经理人为了提高自己被更替的成本以及职位得到固定，有可能选择加大投资，过度投资的可能也在增大。由此我们提出假设 H1a:

**H1a:** 在其他条件不变的情况下，资金效率信息扭曲与非效率投资正相关。

## 2) 资金效率扭曲对投资效率影响的股权集中度异质性分析

股东作为企业投资者拥有收益权、重大事项决策权、以及管理者的选择权等权利。股权集中度越高，大股东话语权和决策权越强。因此，股权集中对于企业的投资决策具备重大影响的能力。现有研究主要是基于代理问题所展开的。为了化解管理层为了私人利益而盲目扩大投资规模建立自己的企业帝国这一矛盾，提高股权集中度来改善公司的治理体系，对于企业最终做出正确的投资决策和提高投资效率有正向促进作用。第一大股东持股比例越高，企业的资源配置更合理即效率越高(杨继伟等, 2017) [10]。持股比例越高，股东话语权和控制权也越高。当公司内的大股东拥有控制权后，会加强公司内部管理、降低内部交易成本来增加公司价值(Grossman 和 Hart, 1988) [11]。不仅如此，适度的股权集中度还可以激励大股东加强对经理人的监督，以做出正确的投资决策(Pindado 和 de La Torre, 2005 [12], Pindado 和 de la Torre, 2006 [13], Tribó, 2007 [14])。综上所述，在股权集中度较高的情况下，控股股东有能力、有理由在企业资金效率被严重低估的情况下通过加强对经理人的监督，使其做出正确的投资决策来减少非效率投资行为。由此我们提出假设 H1b:

**H1b:** 在其他条件不变的情况下，股权集中度削弱了资金效率扭曲对非效率投资的加剧效用。

## (二) 财务风险扭曲对投资效率影响的机制研究

### 1) 财务风险扭曲对投资效率的总体影响

负债在现代公司极为普遍，企业由于投资活动等原因会借入资金，丧失偿债能力的可能性随之产生。过多负债会导致企业承担巨大的财务风险，而负债率或杠杆率持续被高估会向资本市场传递实体经济的财务风险极高等负面信息，迫使银行等金融机构对实体经济企业采取敬而远之的谨慎策略，而且也严重误导了我国政府对实体经济真实财务风险水平的判断。而企业综合财务风险对新增投资有显著的消极作用，企业背负过多负债会产生巨大财务风险，一定程度上导致投资不足，降低投资效率(陆正飞等, 2006) [15]。但也有学者发现它们并非单纯的负相关关系，王鲁平和毛伟平(2010)研究发现财务杠杆确实对投资决策有影响，既可抑制过度投资也会造成投资不足。负债定期会减少企业现金流量或至少形成还款压力是不可否认的[16]。而 Grossman、Hart (1995)发现企业投资不能及时偿还债务，控制权就会从经理人手中向债权人转移增大私人成本[17]，致使经理不愿意借钱投资而引发投资不足。当另一类金融信息：财务风险被严重扭曲即低估时，负债水平被严重高估，迫于高度的还款压力，经理人为了掌握控制权势必会引发投资不足。由此我们提出假设 H2a:

**H2a:** 在其他条件不变的情况下，财务风险扭曲与非效率投资负相关。



2) 财务风险扭曲对投资效率影响的股权集中度异质性分析

最优资本结构理论认为在完美市场中企业只对净现值为正的项目投资，但是在现实世界中，由于股权所有者之间的矛盾等因素的存在，多数上市公司的投资活动是非效率的，投资不足和过度投资的现象屡见不鲜(张功富等，2009) [18]。而大股东与小股东之间的的矛盾最突出的就是“搭便车”现象，小股东收益份额少，对公司经营管理不竭尽全力。控股股东就可以消除小股东“搭便车”现象，并且出于大股东利益与公司利益紧密相关，因此他们会加大投资以及对投资的监督，达到提高投资效率的目的。陈共荣和徐巍(2011)研究发现，企业投资效率并非与第一大股东持股比例呈简单线性相关，而是随着持股比例的增加先提升，而后下降，最后再提高，呈类似“N”型的曲线关系[19]。不仅如此，当股权高度集中时，大股东往往会对管理者做出的投资决策产生影响(Aggarwal and Samwick, 2006) [20]。因此，股东作为企业的直接受益者，在企业财务风险被严重高估的情况下，必然会督促小股东的行为，同时有理由有能力监督经理人以便于其做出正确的投资决策。由此我们提出假设 H2b:

H2b: 在其他条件不变的情况下，股权集中度削弱了财务风险扭曲对非效率投资的加剧效用。

3. 变量界定与模型构建

(一) 样本选取与数据来源

本文选取了 2014~2018 年我国沪深两市 A 股上市公司作为研究对象，模型计算所需的所有数据均取自于国泰安数据库(CSMAR)，同时运用 Excel2016、stata15 软件对相关数据进行整理分析。并对数据进行了以下四项处理工作：1) 剔除掉了所选样本中的金融保险企业，因为金融保险企业的标准不同；2) 剔除掉了所选样本中被证监会确定的 ST 企业，因为它们的经营状况不理想；3) 剔除掉了有数据缺失的样本；4) 使用 Winsor2 对所有连续变量都进行了双尾 1%的缩尾处理，以减少离群值的影响。经过数据筛选过后一共获得 12,465 个有效观测值。

(二) 变量界定

本文的三个被解释变量均由引用的 Richardson (2006)模型[21]得出，如表 1 所示，被解释变量中的非效率投资、投资不足和过度投资分别用模型中的残差绝对值、残差小于零的绝对值和大于零的残差来计量；解释变量资金效率进信息扭曲度与财务风险信息扭曲度分别用重设的财务分析体系中的总资产回报率扭曲度和权益乘数扭曲度来计量(王竹泉，2019)，用我国上市公司第一大股东的持股比例来计量股权集中度，因为它是定义股权集中度的标准，得到认可的同时在国内外被相关学者们广泛使用。借鉴既有相关研究，选取并引入了企业规模、自由现金流、资产负债率、公司上市年龄、产权性质、行业及年度作为控制变量。

Table 1. Variable description table  
表 1. 变量说明表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义或计算方法
被解释变量	非效率投资	Inefficient_investment	投资效率残差模型的残差绝对值
	投资不足	Under_investment	投资效率残差模型种残差小于零的绝对值
	过度投资	Over_investment	投资效率残差模型中大于零的残差
解释变量	资金效率扭曲	ROAdis	$= 1 - (\text{息税前利润}/\text{总资产平均余额})/(\text{息税前利润}^{\text{①}}/\text{总资金平均余额})$
	财务风险扭曲	Emdis	$= 1 - (\text{权益乘数} - \text{资本杠杆})/\text{资本杠杆}$
	股权集中度	Top	第一大股东持股比例

## Continued

企业规模	Size	年末总资产的自然对数	
自由现金流	FCF	经营活动现金流量净额(息税前利润 - 税金 + 折旧与摊销 - 资本性支出 - 营运资本)/年末总资产	
资产负债率	Lev	年末负债总额/资产总额	
控制变量	年龄	Age	公司上市年限
产权性质	Owner	国有上市公司取值为 1, 否则为 0	
行业	Industry	17 个行业(证监会标准), 定义 16 个行业虚拟变量	
年度	Year	样本时间跨度为 2014~2018 年, 定义 4 个虚拟变量	

注: 息税前利润<sup>①</sup> = 利润总额 + 财务费用 + 财务费用附注中的利息收入 + 对联营企业和合营企业的投资收益 × [所得税率/(1 - 所得税率)]; 营业性负债 = 应付票据 + 应付账款 + 其他应付款 + 预收账款 + 应付职工薪酬 + 应付税费。

## (三) 模型的提出

为研究金融信息扭曲对投资效率的影响, 引入资金效率扭曲财务风险扭曲检验金融信息扭曲与非效率投资之间的相关关系, 考虑到我国股市的政策影响和不同行业间经营环境的差异性, 引入了时间和行业控制变量 Year 和 Industry。并构建回归估计模型(1)

$$\begin{aligned} AINVT_{i,t} & \left( \frac{Under\_investment_{i,t}}{Over\_investment_{i,t}} \right) \\ & = \alpha 0 + \alpha 1 \times ROAdis_{i,t} (Emdis_{i,t}) + \alpha 2 \times Size_{i,t} + \alpha 3 \times FCF_{i,t} + \alpha 4 \times Lev_{i,t} \\ & + \alpha 5 \times Age_{i,t} + \alpha 6 \times Owner_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

在上述模型基础上, 同时引入第一大股东持股比例的平方和作为赫芬达尔指数以及前五大股东的持股比例计量股权集中度, 作为稳健性检验的度量指标。根据假设 H1a、H2a, 资金效率扭曲度 ROAdis 和财务风险扭曲度 Emdis 的系数应该显著小于零。

为了探究金融信息扭曲与投资效率之间的关系是否会受到股权集中度的影响。我们在模型(1)的基础上的加入了股权集中度及其与金融信息扭曲的交乘项并构建了回归估计模型(2):

$$\begin{aligned} AINVT_{i,t} & = \alpha 0 + \alpha 1 \times ROAdis_{i,t} (Emdis_{i,t}) + \alpha 2 \times Top + \alpha 3 \times ROAdis_{i,t} (Emdis_{i,t}) \times Top_{i,t} + \alpha 4 \times Size_{i,t} \\ & + \alpha 5 \times FCF_{i,t} + \alpha 6 \times Lev_{i,t} + \alpha 7 \times Age_{i,t} + \alpha 8 \times Owner_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

根据假设 H1b、H2b, 金融信息扭曲和股权集中度的两个交乘项 ROAdis × Top 和 Emdis × Top 的系数应该显著小于零。

## 4. 实证结果与分析

## (一) 样本情况及描述性统计

表 2 展示了回归模型中变量的描述性统计结果。根据表 2 显示可知: 本文选取的研究样本中, 非效率投资的两个最值分别是 0.001 和 0.193, 二者差距接近 200 倍, 我国两地上市公司非效率投资差异度可见一斑。由投资不足和过度投资现象的公司分别占有 65.09% 和 34.91%, 表明非效率投资的情况在我国企业中极为普遍; 资金效率扭曲度和财务风险扭曲度的均值分别达到了 20% 和 30%, 表明我国企业的金融信息被严重的扭曲且普遍存在信息被扭曲的情况, 其中财务风险扭曲率的最大值更是达到了 160%, 这对相应企业的健康发展可能造成了极大的消极影响; 第一大股东持股比例均值接近 40%, 最大值则达到了 74.824%, 控股股东在我国上市公司中的话语权和控制力影响深远。这些信息都说明, 研究我国上市公司金融信息扭曲与非效率投资之间的关系意义非凡且迫在眉睫。

**Table 2.** Variable descriptive statistics  
**表 2.** 变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
AINVT	12465	0.032	0.032	0.001	0.193
Under_investment	8113	0.025	0.015	0.001	0.065
Over_investment	4352	0.045	0.048	0.001	0.193
ROAdis	12465	0.196	0.135	0.012	0.656
Emdis	12465	0.289	0.276	0.014	1.645
Top	12465	33.815	14.613	8.54	74.824
Size	12465	22.335	1.267	19.771	26.1
FCF	12465	0.036	0.065	-0.157	0.228
Lev	12465	0.433	0.205	0.059	0.896
Age	12465	11.342	6.951	1	28
Owner	12465	0.372	0.483	0	1

(二) 相关性分析

表 3 展示了主要变量的 Pearson 相关系数。资金效率扭曲与非效率投资和投资不足的相关性系数分别为 0.034 和 0.064，且在 1% 的置信水平上显著，扭曲度越高，非效率投资现象越明显，需要进一步检验，说明资金效率扭曲与非效率投资基本呈正相关，初步验证了 H1a。财务风险扭曲与投资不足和过度投资的相关系数分别为-0.047 和-0.032，至少在 5% 的置信水平上显著，说明财务风险扭曲与非效率投资基本呈负相关，这与假设 H2a 不相符，需要我们进行进一步验证。股权集中度与资金效率扭曲和财务风险扭曲均在 1% 水平相关，可以作为调节变量。企业规模与投资不足和过度投资均在 1% 的水平上显著负相关，表明我国上市公司的企业规模越大，所做的投资决策越正确，大大减少了非效率投资的行为的发生。自由现金流与投资不足的相关系数为 0.023，且在 5% 的水平上显著，但是与过度投资不显著，说明自由现金流会加剧投资不足的发生。资产负债率与投资不足在 1% 的水平上显著性负相关，与过度投资则无显著关系，说明负债率比较高的企业一般面临的偿债压力比较大，企业决策者更多的选择保守的投资策略。产权性质、企业上市年限对投资不足与过度投资均在 1% 的显著性水平上呈负相关，说明国企和上市越久的企业非效率投资行为越少发生。各解释变量间的相关系数均小于 0.3，回归分析不存在多重共线性的问题。

**Table 3.** Tables of Pearson correlation coefficient  
**表 3.** Pearson 相关系数表

	AINVT	UI	OI	ROAdis	Emdis	Top	Size	FCF	Lev	Owner	Age
AINVT	1										
UI	1.000***	1									
OI	1.000***	.	1								
ROAdis	0.034***	0.064***	0.01	1							
Emdis	-0.051***	-0.047***	-0.032**	0.822***	1						
Top	-0.004	0.016	-0.007	0.066***	0.086***	1					
Size	-0.047***	-0.155***	-0.042***	0.182***	0.182***	0.238***	1				
FCF	0.034***	0.023**	0.012	-0.085***	-0.062***	0.089***	0.015*	1			
Lev	-0.038***	-0.127***	-0.014	0.441***	0.502***	0.086***	0.504***	-0.160***	1		
Owner	-0.103***	-0.090***	-0.130***	0.147***	0.167***	0.263***	0.340***	-0.002	0.269***	1	
Age	-0.151***	-0.239***	-0.152***	0.205***	0.220***	0.001	0.306***	-0.049***	0.319***	0.466***	1

注：()内为 t 值，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平，下同。

### (三) 回归分析

#### 1、资金效率扭曲对企业投资效率影响的机制研究

##### 1) 资金效率扭曲对企业投资效率影响的多元回归结果分析

用模型 1 来检验资金效率扭曲对投资效率影响。表 4 展示了 OLS 多元回归的结果，第一列为变量名称列，(1) (2)、(3) (4)、(5) (6)列则分别是非效率投资全样本、投资不足组及过度投资组核心解释变量及加入控制变量后的结果展示。由表可知，资金效率扭曲与非效率投资、投资不足、过度投资的回归结果均显著正相关，这表明资金效率的扭曲程度越高，企业的投资效率越低，投资不足及过度投资的行为就越多。也就是说资金效率扭曲对企业投资效率有显著的消极影响，结果充分验证了前文的假设 H1a，尤其是对于投资不足的影响更显著。

从控制变量的结果来看，规模越大的企业，投资越理性，说明资源配置在一定程度上有优化效用。企业自由现金流则降低了企业的投资效率，现金流越多，越助长了经理人出于满足私人利益而挥霍企业宝贵的资金导致的过度投资。资产负债率对过度投资有显著的促进效用，与投资不足则无显著关系，表明高负债率也可能加剧企业过度投资的情况，但与投资不足则无实质性关系。公司上市年限和产权性质与非效率投资、投资不足和过度投资均均呈显著负相关关系，表明上市年限时间越长，对于有限的资源配置得更合理，企业非效率投资现象越少，同样国有企业相比于民营企业和外资企业非效率投资的情况也更少，可能是因为国企监管工作执行更到位。

**Table 4.** The regression results of capital efficiency distortion and investment efficiency  
**表 4.** 资金效率扭曲与投资效率的多元回归结果

VARIABLES	AINVT		Under_investment		Over_investment	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROAdis	0.00088 (0.37)	0.00482* (1.86)	0.00196 (1.62)	0.00875*** (6.67)	0.01231* (1.69)	0.01317* (1.71)
Size		0.00042 (1.39)		-0.00083*** (-5.16)		0.00057 (0.73)
FCF		0.00995** (2.18)		-0.00391 (-1.57)		0.00733 (0.59)
Lev		0.00535*** (3.02)		-0.00122 (-1.19)		0.01233** (2.46)
Age		-0.00053*** (-9.99)		-0.00046*** (-16.07)		-0.00502*** (-5.80)
Owner		-0.00495*** (-7.08)		0.00016 (0.42)		-0.01083*** (-6.07)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.03159*** (58.15)	0.02675*** (4.24)	0.02420*** (82.18)	0.04707*** (13.92)	0.04287*** (29.03)	0.03639** (2.20)
R-squared	0.027	0.047	0.088	0.132	0.022	0.048
Obs.	12465	12465	8113	8113	4352	4352



## 2) 资金效率扭曲对投资效率影响的的股权集中度异质性分析

表 5 展示了模型 2 关于股权集中度、资金效率扭曲与投资效率的 OLS 多元回归结果。在之前模型 1 的基础上又引入了股权集中度以及股权集中度与资金效率扭曲的交乘项。为了保证结果和结论分析的稳健性,另外又引入了第一大股东持股比例的平方和作为赫芬达尔指数以及前五大股东的持股比例作为股权集中度的稳健性检验的两个衡量指标。(1)~(6)列分别是上述三个组别的回归结果。从第一大股东持股比例样本组来看,资金效率扭曲加剧了企业非效率投资行为,扭曲程度越高,资源配置得越不合理。资金效率扭曲和股权集中度的交互项与企业投资效率在 5% 的置信水平上显著负相关,股权越集中,对资金效率扭曲与非效率投资的正相关关系起到更为显著的抑制效果,具有显著的反向调节效用,说明企业股权集中度越高,资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用就越微弱。从赫芬达尔指数样本组的回归结果来看,资金效率扭曲与非效率投资及二者的交互项回归结果均显著,同样说明股权集中度抑制了资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用,即股权集中度越高,越能削弱资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用。从前五大股东的持股比例样本组的回归结果来看,股权集中度同样抑制了资金效率扭曲对非效率投资的促进效用,且在 1% 的置信水平上显著,即股权集中度越高,越能减弱资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用。结果充分验证了假设 H1b。

**Table 5.** The regression results of ownership concentration degree, capital efficiency distortion and investment efficiency  
**表 5.** 股权集中度、资金效率扭曲与投资效率的多元回归结果

VARIABLES	第一大股东持股比例		赫芬达尔指数		前五大股东持股比例	
	AINVT		AINVT		AINVT	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROAdis	0.01218** (2.18)	0.01430** (2.54)	0.00589* (1.65)	0.00901** (2.44)	0.02528*** (3.20)	0.02528*** (3.22)
Top	0.00007** (2.16)	0.00007** (2.07)	0.00786* (1.83)	0.00759* (1.76)	0.00019*** (5.56)	0.00012*** (3.52)
ROAdis×Top	-0.00033** (-2.43)	-0.00028** (-2.06)	-0.03611** (-2.19)	-0.03054* (-1.88)	-0.00048*** (-3.34)	-0.00040*** (-2.82)
Size		0.00044 (1.44)		0.00044 (1.44)		0.00038 (1.21)
FCF		0.00963** (2.10)		0.00972** (2.12)		0.00920** (2.01)
Lev		0.00525*** (2.96)		0.00527*** (2.96)		0.00551*** (3.11)
Age		-0.00053*** (-9.88)		-0.00053*** (-9.91)		-0.00050*** (-9.03)
Owner		-0.00501*** (-6.84)		-0.00499*** (-6.86)		-0.00506*** (-7.15)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.02912*** (22.39)	0.02392*** (3.71)	0.03054*** (37.39)	0.02530*** (3.95)	0.02199*** (12.24)	0.02107*** (3.15)
R-squared	0.027	0.047	0.027	0.047	0.029	0.048
Obs.	12465	12465	12465	12465	12465	12465

## 2、财务风险扭曲对投资效率影响的机制研究

### 1) 财务风险扭曲对企业投资效率影响的多元回归结果分析

同样用模型 1 来检验财务风险扭曲对投资效率的影响。表 6 是 OLS 多元回归的结果。从表 6 来看，在投资不足组别中，财务风险扭曲与投资不足在 1% 的水平上是显著正相关的；但是在过度投资组别中，财务风险扭曲与过度投资并无显著关系。说明财务风险扭曲度越高，企业投资不足行为越多，非投资效率程度也就越大，假设 H2a 得到验证。

从控制变量的结果来看，企业规模与投资不足同样负相关，规模越大的企业，投资决策越谨慎合理。企业自由现金流与投资不足在 5% 的水平上显著负相关，当企业现金流充沛的时候，几乎不会发生投资不足。资产负债率与投资不足负相关，与过度投资则显著正相关，说明高负债率会使企业承担巨大的偿债压力和财务风险，迫使企业放弃一些净现值大于零的机会；但是在企业现金流量处于较低水平的情况下，也会因发生必要的投资而可能导致过度投资。公司上市年限和产权性质与非效率投资、投资不足以及过度投资几乎都在 1% 的水平显著负相关，上市年限时间越长的企业对于资源的利用更合理；国有企业投资效率情况的情况相对较好，这可能是由于监管等因素导致的。

**Table 6.** The regression results of financial risk distortion and investment efficiency

**表 6.** 财务风险扭曲与投资效率影响的多元回归结果

VARIABLES	AINVT		Under_investment		Over_investment	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Emdis	-0.00177 (-1.63)	-0.00044 (-0.35)	0.00179*** (3.24)	0.00545*** (8.79)	-0.00280 (-0.73)	-0.00240 (-0.58)
Size		0.00037 (1.25)		-0.00074*** (-4.64)		0.00035 (0.45)
FCF		0.01042** (2.28)		-0.00498** (-1.99)		0.01002 (0.80)
Lev		0.00690*** (3.72)		-0.00277*** (-2.60)		0.01707*** (3.37)
Age		-0.00052*** (-9.86)		-0.00046*** (-16.17)		-0.00072*** (-5.65)
Owner		-0.00488*** (-6.98)		0.00012 (0.32)		-0.01084*** (-6.06)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.03228*** (73.47)	0.02797*** (4.43)	0.02405*** (103.10)	0.046*** (13.67)	0.04587*** (37.41)	0.04195** (2.53)
R-squared	0.027	0.047	0.089	0.135	0.022	0.048
Obs.	12465	12465	8113	8113	4352	4352

### 2) 财务风险扭曲对投资效率影响的的股权集中度异质性分析

表 7 展示了模型 2 的股权集中度、财务风险扭曲与投资效率的 OLS 多元回归结果。这是为了深入探

究股权集中度对财务风险扭曲与非效率投资之间关系的调节作用, 为了保证结果和结论的准确性和普适性, 同样引入了第一大股东持股比例的平方和作为赫芬达尔指数以及前五大股东的持股比例作为股权集中度的稳健性检验的两个衡量指标。(1)~(6)列分别是上述三个组别的回归结果。从第一大股东持股比例样本组来看, 金融信息扭曲中的财务风险扭曲加剧了企业非效率投资行为, 扭曲程度越高, 资源配置的越不合理。财务风险扭曲和股权集中度的交互项与企业非效率投资在 1% 的置信水平上显著负相关, 股权集中度显著抑制了财务风险扭曲对非效率投资的加剧作用, 起到显著的负向调节作用, 即企业股权比例越集中, 财务风险扭曲对非效率投资的加剧作用就越弱。从赫芬达尔指数样本组的回归结果来看, 股权集中度对财务风险扭曲与非效率投资的正相关关系具有显著的负向调节作用, 即企业股权比例越集中, 财务风险扭曲对非效率投资的促进作用越微弱。从前五大股东的持股比例样本组的回归结果来看, 股权集中度对财务风险扭曲与非效率投资的正相关关系同样具有显著的负向调节作用, 即企业股权比例越集中, 财务风险扭曲对非效率投资的促进作用越弱。股权集中度越高, 大股东由于自身利益与企业利益紧密相关, 势必会尽心尽力监督经理人做出的投资决策。假设 H2b 得到验证, 由于了两个股权集中度的替代指标进行了稳健性检验, 且结果一致, 说明本文的研究结论具有普遍适应性和稳健性。

**Table 7.** The regression results of ownership concentration degree, distortion of financial risk and investment efficiency  
**表 7.** 股权集中度、财务风险扭曲与投资效率关系的多元回归结果

VARIABLES	第一大股东持股比例		赫芬达尔指数		前五大股东持股比例	
	AINVT		AINVT		AINVT	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Emdis	0.00709** (2.49)	0.00774** (2.57)	0.00220 (1.24)	0.00331* (1.73)	0.01718*** (4.46)	0.01654*** (4.13)
Top	0.00087*** (3.01)	0.00008*** (2.93)	0.00942** (2.57)	0.00949** (2.54)	0.00020*** (7.35)	0.00014*** (4.91)
Emdis×Top	-0.00025*** (-3.84)	-0.00023*** (-3.45)	-0.02730*** (-3.60)	-0.02520*** (-3.32)	-0.00037*** (-5.64)	-0.00033*** (-4.95)
Size		0.00047 (1.53)		0.00045 (1.47)		0.00046 (1.46)
FCF		0.00995** (2.17)		0.01003** (2.19)		0.00952** (2.08)
Lev		0.00632*** (3.36)		0.00643*** (3.42)		0.00654*** (3.47)
Age		-0.00052*** (-9.84)		-0.00052*** (-9.86)		-0.00049*** (-8.90)
Owner		-0.00489*** (-6.71)		-0.00489*** (-6.75)		-0.00494*** (-7.00)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.02933*** (26.58)	0.02315*** (3.54)	0.03100*** (45.24)	0.02516*** (3.89)	0.02173*** (14.43)	0.01855*** (2.73)
R-squared	0.028	0.048	0.028	0.047	0.031	0.049
Obs.	12465	12465	12465	12465	12465	12465

## 5. 研究结论和政策建议

本文选取了 2014~2018 年沪深两市 A 股的非金融保险类上市公司为研究样本, 三个被解释变量均由引用的 Richardson (2006)模型得出, 被解释变量中的非效率投资用模型中的残差绝对值来计量, 残差负值的绝对值为投资不足, 残差正值为过度投资; 将金融信息中最基础、最重要的资金效率和财务风险两类信息来衡量金融信息来研究金融信息扭曲效应对企业投资效率的影响, 分别用总资产回报率扭曲率与权益乘数扭曲率来计量, 用普遍认可和使用的第一大股东持股比例来计量股权集中度, 另外引入了第一大股东持股比例的平方和作为赫芬达尔指数以及前五大股东的持股比例作为股权集中度的稳健性检验的两个衡量指标。研究结论是: 1) 金融信息扭曲与企业投资效率确实存在显著消极影响, 其中资金效率扭曲对投资不足和过度投资均有负面效用, 财务风险扭曲仅会加剧投资不足, 与过度投资则无显著影响。2) 股权集中度削弱了资金效率扭曲对非效率投资的加剧作用, 也抑制了财务风险扭曲对非效率投资的促进效果。也抑制了财务风险信息扭曲对非效率投资的促进作用。

本文的研究为我国政府有关部门调整财务分析体系以反应金融信息真实水平来优化资本市场的资本配置提供了经验证据, 有助于上市公司重视金融信息质量和股权结构的优化, 为企业提高资本配置效率提供理论支持。基于前文得出的结论, 本文提出以下三点政策建议: 第一, 我国政府相关部门应该调整并施行更科学、合理的财务分析体系, 对传统财务分析体系造成的金融信息扭曲进行矫正, 重新对我国尤其是实体经济的发展状况和质量做出科学、合理的评估, 减少资本错配的非效率投资的发生, 为实体经济的可持续发展提供一个健康的市场环境和政策环境。第二, 要合理调整企业的股权结构。保持合理的股权集中比例, 加强股东间的制衡以便于大股东尽心尽力起到良好的监督作用, 对提高上市公司的投资决策效率至关重要。第三, 优化完善企业内部控制及监督体系。我国上市公司公司治理机制普遍存在缺陷和漏洞, 使得两类代理问题普遍存在, 使得非效率投资行为发生的频率很高, 降低了企业的投资效率, 不利于企业的长期健康发展, 各种不正当行为到处泛滥并造成严重的资源浪费和资本配置的不合理, 所以完善企业内部控制监督体系并强化内部监督迫在眉睫。不可否认, 本文对研究样本特征以及指标度量的考虑, 会损失一些一般性的价值, 这是本文的一项缺陷, 也是今后研究中需要改进和需要努力的方向。

## 参考文献

- [1] 王竹泉, 王苑琢, 王舒慧. 中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在? [J]. 管理世界, 2019, 35(2): 58-73, 114.
- [2] Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, **13**, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- [3] Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, **76**, 323-329.
- [4] Bertrand, M. and Mullainathan, S. (2003) Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, **111**, 1043-1075. <https://doi.org/10.1086/376950>
- [5] 习近平. 习近平谈治国理政[M]. 第一卷. 2017.
- [6] 王苑琢, 王竹泉, 孙莹, 孙建强, 杜媛. 中国上市公司资本效率与财务风险调查: 2016[J]. 会计研究, 2017(12): 66-72.
- [7] 张洪辉, 王宗军. 经理私人成本与我国企业创新投资不足模型研究[J]. 软科学, 2009, 23(10): 83-86.
- [8] McConnell, J.J. and Servaes, H. (1995) Equity Ownership and the Two Faces of Debt. *Journal of Financial Economics*, **39**, 131-157. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00824-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00824-X)
- [9] Fazzari, S., Hubbard, G. and Peterson, B. (1988) Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, **1**, 141-195. <https://doi.org/10.2307/2534426>

- [10] 杨继伟, 张云云. 金融发展、股权结构与投资效率[J]. 会计之友, 2017(2): 60-65.
- [11] Grossman, S.J. and Hart, O.D. (1988) One Share-One Vote and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, **20**, 175-202. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- [12] Pindado, J. and de la Torre, C. (2005) A Complementary Approach to the Financial and Strategy Views of Capital Structure Theory and Evidence from the Ownership Structure. SSRN Working Paper. <https://doi.org/10.2139/ssrn.666167>
- [13] Pindado, J. and de la Torre, C. (2006) The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain. *European Financial Management*, **12**, 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00272.x>
- [14] Tribó, J.A. (2007) Ownership Structure and Inventory Policy. *International Journal of Production Economics*, **108**, 213-220. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2006.12.011>
- [15] 陆正飞, 韩霞, 常琦. 公司长期负债与投资行为关系研究——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2006(1): 120-128.
- [16] 王鲁平, 毛伟平. 财务杠杆、投资机会与公司投资行为——基于制造业上市公司 Panel Data 的证据[J]. 管理评论, 2010, 22(11): 99-110.
- [17] Grossman, D.C., Hart, L.G., Rivara, F.P., et al. (1995) From Roadside to Bedside. *Journal of Trauma Injury Infection & Critical Care*, **38**, 14-21. <https://doi.org/10.1097/00005373-199501000-00006>
- [18] 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[J]. 会计研究, 2009(5): 69-77.
- [19] 陈共荣, 徐巍. 大股东特征与企业投资效率关系的实证研究[J]. 会计之友, 2011(1): 99-104.
- [20] Aggarwal, R.K. and Samwick, A.A. (2006) Empire Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives. *Journal of Corporate Finance*, **12**, 489-515. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.01.001>
- [21] Richardson, S. (2006) Overinvestment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>