证券投资基金持股与管理者过度投资行为的相关性研究

张继德[1,2]，王　静[1]

(1. 北京工商大学商学院，北京 100048；2. 东北财经大学博士后流动站，辽宁大连 116025)

【摘　要】 基于沪深A股上市公司2008年－2010年的研究数据，分析了证券投资基金持股对企业过度投资的影响。研究发现，证券投资基金持股比例与管理者过度投资显著负相关，证券投资基金能有效抑制管理者的过度投资行为；进一步研究发现，证券投资基金持股比例越高，上市公司派发现金股利水平越高，并且证券投资基金持股在一定程度上能够抑制上市公司恶意派现的现象。

【关键词】 证券投资基金；过度投资；现金股利；恶意派现

【中图分类号】 F271.5　【文献标识码】 A　【文章编号】 1009-6701(2012)03-0010-09

一、引言

所有权与经营权的两权分离是现代企业的重要特征，投资行为是企业重要的财务管理问题(张维迎，1995)。[1] 所有者的目标是企业价值最大化，经营者的目标是自我利益最大化，两者之间的利益冲突引发代理成本问题。按照帝国营造(Empire building)理论、势力投资(Entrenching investment)理论，管理者在投资决策过程中，有可能从其自身角度出发，进行过度投资行为。Jensen(1986)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一己私利而将这些自由现金流投资于非盈利项目，从而导致过度投资。[2] 一直以来，学者们对该领域保持着较强的研究兴趣，并产生了大量的研究成果(Kalay，1982；Lamont，1997；Ghose，2005；姜付秀等，2009)。[3-6]

然而，我们应该看到，该领域现有文献只从董事会等内部治理机制来研究管理者过度投资行为，忽略了公司外部治理机制的作用。而事实是随着近几年机构投资者蓬勃发展，以证券投资基金为代表的机构投资者对公司治理发挥着越来越大的作用。Richardson et al.(2006)发现机构投资者持股等外部治理机制可以缓解企业过度投资行为；[7] 宋常、刘司慧(2010)发现信息披露评级和机构投资者持股在特定的样本环境中能抑制过度投资行为；[8] 蔡敏、徐辉(2011)认为机构投资者持股可以作为一种外部治理机制来影响公司治理水平；[9] 潘立生、张清政(2010)研究发现第一大股东持股比例和股权集中度对抑制过度投资最有效，非国有性质大股东和机构投资者次之，股权制衡与过度投资之

【收稿日期】 2012-01-21

【基金项目】 国家社科基金青年项目(11CGL025)，北京市教委“科研基地－科技创新平台－会计与投资者保护研究基地”项目(PXM_014213_000031)，北京市教委社科计划重点项目(SZ201210011007)

【作者简介】 1，2. 张继德(1969－)，男，山东潍坊人，博士，东北财经大学在站博士后，北京工商大学商学院副教授，研究方向：内部控制、会计信息化；王静(1986－)，女，河北石家庄人，北京工商大学会计学专业硕士研究生，研究方向：内部控制、公司治理。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

间无明显关系;[10] 而李鑫(2008)研究认为,机构投资者持股比例的增加不仅没有缓解上市公司过度投资状况,反而有加剧的倾向。[11] 因此,机构投资者持股对我国上市公司管理者过度投资问题上所起的作用有待进一步证实。

余文结构安排如下,第二部分介绍本文的理论基础及研究假设;第三部分为研究设计;第四部分是描述性统计与实证分析;第五部分为结论与启示。

二、理论基础与研究假设

(一)公司治理与管理者过度投资行为的关系

公司治理,狭义上是指有关股东、董事会、经理人员的功能、结构的制度安排;广义上是指关于公司控制权以及剩余索取权分配的一整套制度、文化和法律安排,这些决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制,风险和收益如何在不同企业成员之间分配等问题(张维迎,1995)。[1] 管理者过度投资指当公司拥有大量的自由现金流时,管理者并非将其分配给投资者或者内部留存发展,而是出于自身利益的考虑,投资于 NPV < 0 或 NPV > 0 但次优的项目。公司治理结构分为内部治理和外部治理两个层次:内部治理层次包括股东会、董事会、监事会等。外部治理层次包括资本市场、接管市场、经理人市场、行业监管部门以及法律法规等(章雁,2004)。[12] 公司治理的核心是促进所有利益相关者由竞争性对抗向竞争性合作发展,实现各方利益最大化。公司治理对管理者过度投资行为的意义如下:

(1)划清公司内部主体之间的权责关系。这是公司治理的首要意义。公司治理的核心是协调股东大会、董事会、经理层及监事会的相互关系,明确各自权利义务,使之相互牵制,保证公司制度的有效运行。良好的公司治理机制可以有效缓解管理层的内部人控制问题,明晰各个主体的权利义务。

(2)协调公司内部主体之间的利益冲突。公司治理的目标是实现公司各个主体之间的利益均衡,由竞争式对抗转向竞争式合作。公司通过制定相关法规章程来对各个利益主体的权利义务进行规定,从制度上避免各个主体之间的利益冲突,实现各个主体之间利益的均衡。

(3)有效激励和约束管理者行为。良好的公司治理机制可以减少由于所有权与经营权的两权分离所带来的管理者的道德风险问题,实现管理者与全体股东之间的激励协同,促使管理者从公司整体利益出发进行决策。

(二)证券投资基金参与上市公司治理的意义

证券投资基金是指一种实行组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合投资方式,是最大的机构投资者。证券投资基金已经越来越广泛地参与公司治理,从不作为的消极主义转变为主动参与公司治理的积极主义。证券投资基金积极参与上市公司治理,主要表现为对大股东及管理者的制约作用。

1. 缓解中小股东“搭便车”现象

上市公司股东是否对管理层和大股东实施监督取决于成本与收益的比较:收益超出成本越多,监督动机越强。中小股东很多时候没有动机去监督大股东及管理者,因为监督成本过大,且常常没有直接的监督收益来补偿。正因为此,中小股东更多是怀着“搭便车”的心理,消极参与公司治理。而证券投资基金可以缓解这一问题。证券投资基金持股比例较高,其监督行为的收益远远超出中小股东,同时因为他们具备参与公司治理的专业知识,能够降低自身监管成本,所以更有动机和能力来监督上市公司管理层与大股东。

2. 缓解信息不对称状况

股权集中度高的上市公司,其董事会往往被大股东控制,相比中小股东,大股东可以从代表自身利益的董事那里获得第一手消息。而且,证券投资基金作为专业投资者又具备更高处理信息的能力。证券投资基金自身也有市场导向功能,他们所做出的决定会影响其他投资者的行动。因此,证券投资基金的发展能够缓解市场上信息不对称的情况。

(三)证券投资基金制约管理者过度投资行为的机制

1. 证券投资基金制约管理者过度投资的内

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

部机制

证券投资基金制衡管理层的内部机制包括股东大会、董事会和监事会。证券投资基金资金实力比较强,持股比例比较高,市场影响力也比较大,同时还与中小股东在一定程度上具有利益协同性,因此在股东大会上具有较大的话语权。证券投资基金连同中小投资者运用累积投票制度,则可以通过股东大会推举公司外部董事和监事,外部董事被认为能够提升公司治理水平。

2. 证券投资基金制约管理者过度投资的外部机制

证券投资基金对大股东形成制衡的外部机制是指资本市场上控制权争夺机制与法律诉讼机制。(1)控制权争夺机制。证券投资基金持股比例比较高,再加上与中小股东的利益协同性,因此容易取得中小股东的代理权。这样,证券投资基金能够影响股东会议,推选公司董事,甚至有可能掌握公司股东会的控制权。不过目前证券投资基金一般扮演监督者的角色,很少直接参与公司的日常经营管理,但控制权市场机制依然是证券投资基金参与公司治理的重要手段之一。(2)股价机制。相比控制权争夺机制而言,股价机制是证券投资基金更常用的手段。公司业绩的好坏是证券投资基金选择股票的重要参考指标,而管理层的过度投资往往会造成公司业绩的下降。当证券投资基金对上市公司管理层的决策不满时,会采用"用脚投票"的方式,而证券投资基金持股比例较大,这会导致上市公司股价的下跌,对公司的管理层造成威胁,迫使管理层做出有利于公司价值的决策。

本文认为,证券投资基金持股能够形成对管理者的制衡,基于基金持股提高公司治理水平的角度,提出如下假设。

Shleifer & Vishney(1986)认为,外部大股东在公司治理中发挥着向内部大股东(控股股东)和管理层提供监督的职能。[13] 证券投资基金具备良好的参与公司治理的专业知识水平与利益驱使动机:从专业知识水平来讲,证券投资基金具备从宏观经济到行业分析再到公司治理的完善的知识构架,从而他们有参与提升公司治理水平的专业能力;从利益动机来分析,他们本质上是股票价差收益与红利收益的追逐者,参与公司治理的成本与收益更加匹配,因此他们比传统中小股东更具备参与公司治理的积极性。因此,外部大股东的股权制衡效应能有效降低管理层与所有者两权分离的代理成本。当证券投资基金的持股比例达到一定界限时,"股东积极主义"便开始对"内部人"的控制地位形成实际性挑战。证券投资基金的监督作用使得管理者放弃为了个人利益而损害上市公司利益的行为,所以本文认为,证券投资基金持股会对管理层过度投资行为形成制约。

但正是由于证券投资基金持股的专业性,那么是否证券投资基金往往会选择管理者过度投资水平低的公司进行投资呢?因此有必要分析证券投资基金持股的特征。对现有文献进行梳理后发现:国内外关于证券投资基金持股决策的研究更多的是从企业财务状况、市场表现等方面入手。国外研究中,Hessel & Norman(1992)认为多数机构投资者关注规模、权益报酬率、成长性和财务杠杆。[14] Falkenstein(1996)认为多数机构投资者关注股票流动性、股价、交易成本、风险、公司新闻曝光度、公司规模。[15] 国内研究中,汪光成(2001)发现基金的持股比例与每股收益、每股净资产、每股收益增长率正相关。[16] 杨德群等(2004)发现我国基金持股与每股收益、价格、换手率和流通市值正相关,与上市时间、波动性呈负相关。[17] 此外还有董事会规模、董事长与总经理是否兼任(戚晓曜等,2011)等影响因素。[18] 而且机构投资者在决定是否投资时很少去计算被投资单位的管理者过度投资水平,由此可见,管理者过度投资水平并不是证券投资基金投资的主要考虑因素,即两者并不存在明显的内生性。因此本文提出假设1。

假设1:证券投资基金的持股比例与上市公司管理者过度投资水平呈负相关关系。

股利被认为是上市公司回报股东的直接形式,包括现金股利与股票股利。现金股利是指上市公司以货币的形式支付给股东的股息红利,其实质来源为公司以往盈利的累积。与股票股利相比,现金股利被认为是真正意义上的

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

回报投资者,因为股票股利可以看作是上市公司在分配股利之后再次从股东手中融资。我国上市公司普遍存在的不分配股利的现金。抛开经营亏损、现金留存不足和有良好的投资机会的情况之后,许多公司在可分配利润丰厚、现金保有充沛和近期无较好投资机会的情况下,依然不愿意分配现金股利或者只是象征性的分配极少现金股利。很多时候象征性的派送现金股利是管理层为了保留公司在以后几年的再融资资格。不分配或者象征性分配现金股利时,上市公司保有更多的现金额度,即上市公司拥有很多的自由现金流。已有文献表明,自由现金流与管理者过度投资水平呈显著正相关,道德风险的存在会使管理者利用多余的现金流进行过度投资。而积极的现金股利分配政策会减少公司的自由现金流,这能够从源头上遏制管理者的过度投资行为。因此,本文提出假设 2。

假设 2:证券投资基金的持股比例与公司现金股利水平呈正相关关系。

尽管现金股利被认为是真正意义上的回报投资者,但现金股利也不是越高越好,当公司的每股现金股利过高时,将会无法满足公司下一年的正常生产经营所需资金,此时企业还可能动用了以前年度的未分配利润,这些都导致恶意派现的现象。因此,单纯的说现金股利水平越高对投资者越有好处并不准确。把现金股利水平和恶意派现水平这两个指标结合起来才对公司的现金股利政策的描述更为全面,进而从现金股利政策能影响企业的自由现金流这个角度来研究证券投资基金持股对管理者过度投资行为的影响。恶意派发现金股利会损害上市公司利益,假设证券投资基金积极参与公司治理,那么必然能够降低上市公司恶意派现水平。因此,本文提出假设 3。

假设 3:证券投资基金的持股比例与公司恶意派现水平呈负相关关系。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文的研究样本为我国沪深股市的 A 股主板上市公司,研究区间为 2008 年 - 2010 年。首先,本文依据以下标准对原始样本进行了筛选来计量管理者过度投资水平:(1)剔除 ST 类和 PT 类公司;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除数据缺失、异常的公司。这样得到 2059 个观测值,剔除过度投资水平为负的样本后得到 1243 个观测值。其次,对本文回归模型进行检验时采取同样的样本选取方法。本文使用的数据全部来源于上海证券交易所、深圳证券交易所以及 CSMAR 数据库。

(二)变量设计

本文的研究变量主要包括对管理者过度投资水平、现金股利水平、上市公司恶意派现水平衡量的变量和证券投资基金持股变量。此外为了控制公司其他特征对管理者过度投资、现金股利、恶意派现水平的影响,本文对相关变量进行了控制。

1. 管理者过度投资水平

对管理者过度投资行为的计量,被普遍引用的有 Vogt(1994)模型和 Richardson et al.(2006)模型,[19][7] 本文选择 Richardson et al.(2006)模型来计量。Richardson et al.(2006)模型认为总投资由保值投资与新增投资组成,保值投资等于上期折旧与摊销,新增投资分为预期投资与非预期投资。预期投资与企业的投资机会、融资约束等因素相关,非预期投资等于新增投资减去预期投资。模型如下:

$$I_{total} = I_{maintenance} + I_{new}$$

$$I_{new} = I^{E}_{new} + I^{\varepsilon}_{new}$$

$$I^{E}_{new} = \beta_0 + \beta_1 Grow_{i-1} + \beta_2 Debt_{i-1} + \beta_3 Cash_{i-1} + \beta_4 Age_{i-1} + \beta_5 Size_{i-1} + \beta_6 Ret_{i-1} + \beta_7 I_{newi-1} + \vartheta_i$$

管理者过度投资计量模型的变量定义见表 1。

2. 控制变量

根据现有的研究结果,本文选取公司规模、资产负债率、公司的投资机会、股权集中度、成长性、盈利能力、自由现金流等作为控制变量。

资产负债率(*Debt*):唐雪松等(2007)认为,企业采用负债方式进行融资,既可提高企业财务杠杆效用,又可降低管理者与股东间的代理成本。[20]

公司规模(*Size*):扩张冲动是企业家精神的重要体现。在企业规模较小时,企业可能更具有强烈的动机去扩张规模。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表1 管理者过度投资计量模型的变量定义

符号	名称	定义
I_{total}	总投资	现金流量表中投资活动现金净流量的相反数/平均总资产
$I_{maintenance}$	保值投资	企业当年现金流量表中折旧与各种长期资产的摊销支出/平均总资产
I_{new}	新增投资	总投资支出与维持性投资支出之差
Grow	公司成长性	(本年主营业务收入 - 上年主营业务收入)/上年主营业务收入
Debt	资产负债率	平均总负债/平均总资产
Size	公司规模	*ln*(平均总资产)
Cash	现金	年末现金与总资产的比率
Age	上市年限数	当前年份 - 上市年份 + 1
Ret	股票年收益率	$t-1$ 年5月到 t 年4月经市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率

表2 回归模型的变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
FSHP	证券投资基金持股比例	上市公司所有证券投资基金所持股份比例的总和
Cd - ratio	现金股利水平	现金股利/总股本
Cd - over	恶意派现水平	每股派现大于每股经营现金流量时,取1;否则取0
Grow	公司成长性	(本年主营业务收入 - 上年主营业务收入)/上年主营业务收入
Cent	股权集中度	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
Q	公司投资机会	市场价值/公司总资产
Size	公司规模	*ln*(平均总资产)
Debt	资产负债率	平均总负债/平均总资产
Roa	公司的盈利能力	净利润/平均总资产
Fcf	自由现金流	(经营活动现金流量净额 - 债务利息 - 现金股利)/平均总资产

公司投资机会(Q):投资机会是影响公司投资支出的一个重要因素。投资机会越多,企业的投资水平可能也就越高。

公司成长性(*Grow*):用主营业务收入增长率表示公司成长性。

股权集中度(*Cent*):股权集中度反映了公司各大股东之间的制衡情况。

企业的盈利能力(*Roa*):企业的盈利能力越高,效益越好,一方面为企业进行投资提供了一定的资本支持,另一方面,为了扩大生产能力,占领更大的市场,企业可能进行大量的投资。

自由现金流(*Fcf*):Jensen(1986)指出,当企业存在着大量的自由现金流时,经理人会为了谋取私利而将这些自由现金投资于非盈利项目,从而导致企业过度投资行为。[2]

本文回归模型的变量定义见表2。

(三)模型设计

为检验本文提出的假设1,本文参考了姜付秀等(2009)的模型,构建了如下模型来分析证券投资基金对管理者过度投资的影响:

$$Overinvest_t = \alpha + \beta_1 FSHP_t + \beta_2 Debt_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 Grow_t + \beta_5 Cent_t + \beta_6 Fcf_t + \xi \quad (1)$$

模型(1)中,*Overinvest* 表示正值的£。该模型试图以证券投资基金的持股比例为解释变量,检验其与管理者过度投资水平的线性关系和相关程度。

为检验本文提出的假设2,本文参考了董峰和罗莉(2011)的模型,[21] 构建了如下模型来分

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

析证券投资基金对现金股利水平的影响:

$$Cd_Ratio_t = \alpha + \beta_1 FSHP_t + \beta_2 Debt_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 Q_t + \beta_5 Roa_t + \xi \quad (2)$$

为检验本文提出的假设 3,本文参考了曹建新和龚练(2011)的模型,[12] 构建了如下模型来分析证券投资基金对上市公司恶意派现水平的影响:

$$Cd_over_t = \alpha + \beta_1 FSHP_t + \beta_2 Debt_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 Q_t + \beta_5 Roa_t + \xi \quad (3)$$

四、实证结果与分析

(一)管理者过度投资水平的计量

根据表 3 所得系数代入管理者过度投资计量模型并通过计算,可以求出企业各个年份的£值,£ >0 表示企业存在过度投资,£ < O 表示企业有可能投资不足,本文主要研究存在过度投资的企业。由此得出在 2008 年至 2010 年间,共计 2059 个观测值,其中 2008 年 654 个,2009 年 700 个,2010 年 705 个。并且有 1243 个观测值£大于零,存在过度投资现象。

表 3　管理者过度投资计量的回归结果

变量	回归系数	T 值
Intercept	0.059	0.776
$I_{new(t-1)}$	0.425***	30.991
Grow	0.017***	3.418
Debt	-0.099***	-5.048
cash	0.234***	7.433
Size	-0.001	-0.433
$Age_{(t-1)}$	0.001	0.667
Ret	0.009**	2.272
R^2	0.261	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

(二)证券投资基金持股对管理者过度投资的实证结果

从表 4 的描述性统计结果中可以看到,证券投资基金持股最小为 3.01%,最大为66.2%,标准差为 6.345,说明上市公司中证券投资基金持股极不均衡。均值约为 21.2%,具备了参与公司治理的动力和能力。股权集中度标准差为 22.03,说明股权集中度也不均衡。资产负债率均值为 0.5 左右,说明我国上市公司资产负债率适中。

表 4　模型(1)的描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Overinvest	715	0.121	0.200	0.000	5.425
FSHP	715	21.192	6.345	3.010	66.20
Size	715	22.601	1.778	19.133	35.00
Grow	715	0.304	1.232	-0.978	11.84
Fcf	715	0.075	0.486	-1.928	1.798
Cent	715	17.939	22.034	1.008	133.4
Debt	715	0.537	0.200	0.050	0.886

表 5　模型(1)的回归结果

变量	回归系数	T 值
FSHP	-0.014***	-5.951
Fcf	0.117***	3.704
Grow	0.025**	1.962
Size	-0.009	-0.964
Debt	-0.005	-0.062
Cent	0.005***	9.540
R^2	0.186	
F 值	24.450	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

模型(1)以前述管理者过度投资计量模型计算出来的£ >0的 *Overinvest* 作为被解释变量,以证券投资基金的持股比例为自变量,控制变量包括公司规模、资产负债率、公司的成长性、股权集中度、自由现金流。

表 5 的回归结果显示,F 检验统计量的 Sig =0.000,说明回归模型整体是有效的。模型(1)中衡量证券投资基金持股比例的变量 *FSHP*,对管理者过度投资的替代变量 *Overinvest* 的系数为负,并且在 1% 的水平上显著,说明证券投资基金的持股比例越大,上市公司的管理者过度投资水平越低。控制变量方面,自由现金流(*Fcf*)对管理者过度投资的系数为正,并且通过了显著性检验,说明上市公司自由现金流越充裕,管理者越有可能进行过度投资,符合管理者过度投资的现金流敏感性。公司的资产负债率(*Debt*)与规模(*Size*)的系数均为负(不显著),与预期相符。这是因为,公司资产负债率有助于降低管理者道德风险,公司规模较小时,

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

管理者有足够的动机去扩大规模。股权集中度(*Cent*)的系数为正且通过了显著性检验,这说明,股权集中度越高,一股独大现象越严重,管理者过度投资水平越高。

综上所述,假设1成立,即证券投资基金的持股比例与上市公司的管理者过度投资水平呈负相关关系。

(三)证券投资基金持股对现金股利水平的实证结果

从表6可以看出,我国上市公司现金股利水平的标准差为0.033,分布较为均衡。均值为0.096,说明我国上市公司发放现金股利水平普遍较低。

表6 模型(2)的描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Cd-ratio	3046	0.096	0.033	0.000	1.672
FSHP	3046	15.447	9.166	0.000	66.196
Size	3046	22.116	1.231	18.266	28.136
Q	3046	2.046	1.464	0.549	21.896
Roa	3046	0.049	0.055	-0.279	0.400
Debt	3046	0.498	0.187	0.014	1.208

表7 模型(2)的回归结果

变量	回归系数	T值
FSHP	0.001***	4.265
Roa	0.997***	19.495
Size	0.025***	10.863
Debt	-0.034***	-2.163
Q	0.001	0.293
R^2	0.209	
F值	161.775	

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

模型(2)以上市公司的现金股利水平为被解释变量,以证券投资基金的持股比例为自变量,控制变量包括公司规模、资产负债率、公司的投资机会、企业的盈利能力。

表7的回归结果显示,F检验统计量的Sig=0.000,说明回归模型整体是有效的。模型(2)中证券投资基金持股比例与上市公司现金股利水平在1%的水平上显著正相关,这说明证券投资基金持股能够促使上市公司积极地发放现金股利返还投资者,机构投资者发挥了积极作用。资产负债率(*Debt*)与现金股利水平显著负相关,与预期相符,因为公司资产负债率越高,可供支配的现金流越少,用于发放的股利越少。公司的盈利能力(*Roa*)与现金股利水平的相关系数为正,且在1%的水平上显著。符合盈利良好的公司其发放现金股利的水平一般较高的预期。

综上所述,假设2成立,即证券投资基金的持股比例与上市公司的现金股利水平呈正相关关系。

(四)证券投资基金持股对恶意派现水平的实证结果

从表8可以看出,我国上市公司恶意派现水平的均值为0.233,标准差为0.423,说明我国上市公司存在一定的恶意派现现象。

表8 模型(3)的描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Cd-over	3046	0.233	0.423	0	1
FSHP	3046	15.447	9.166	0.000	66.196
Size	3046	22.116	1.231	18.266	28.136
Q	3046	2.046	1.464	0.549	21.896
Roa	3046	0.049	0.055	-0.279	0.400
Debt	3046	0.498	0.187	0.014	1.208

表9 模型(3)的回归结果

变量	回归系数	T值
FSHP	-0.002**	-1.960
Size	-0.021***	-2.921
Debt	0.094*	1.884
Roa	-0.909***	-5.533
Q	-0.004	-0.713
R^2	0.025	
F值	16.728	

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

模型(3)以上市公司的恶意派现水平为被解释变量,以证券投资基金的持股比例为自变量,控制变量包括公司规模、资产负债率、公司的投资机会、企业的盈利能力。

表9的回归结果显示,F检验统计量的Sig=0.000,说明回归模型整体是有效的。模型(3)中证券投资基金持股比例与上市公司恶意

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

派现水平在5%的水平上显著负相关,符合机构股东积极主义的假设。资产负债率(*Debt*)与上市公司的恶意派现水平显著正相关,说明负债率能够促使管理者合理利用资金,降低公司的恶意派现水平,这与预期相符。上市公司的投资机会(*Q*)与恶意派现水平负相关也符合预期,投资机会多的企业往往自由现金流不是特别充裕,多余的资金用于投资,这会减少管理层对现金的挥霍。此外,公司的盈利能力(*Roa*)与恶意派现水平呈正比例关系,说明上市公司盈利能力越好,自由现金流越充裕,越具有恶意派现的条件。

综上所述,假设3成立,即证券投资基金持股比例与上市公司恶意派现水平呈负相关关系。

五、结论与启示

本文以中国A股上市公司为样本,对上市公司滥用自由现金流的过度投资行为与证券投资基金持股比例的关系进行了实证研究。研究认为,证券投资基金的持股比例与管理者过度投资的水平呈负相关关系。证券投资基金持股确实起到了制衡管理者侵害上市公司利益的行为。证券投资基金的持股比例越高,其在股东大会的话语权越大,并且其所做出的投资决策对公司股价的影响也越大,从而许多潜在的过度投资行为在证券投资基金股东的监督之下被迫收敛。证券投资基金持股比例越高,上市公司派发现金股利水平越高,并且证券投资基金在一定程度上能够抑制上市公司恶意派现的现象。

综上所述,证券投资基金持股对管理者过度投资行为起到了一定的抑制作用,同时也有助于缓解市场上信息不对称的问题,但是效果仅局限于某些方面,并没有综合性地提高公司治理水平。为了进一步促进我国证券投资基金参与公司治理,本文认为应该从以下几个方面入手。

1. 积极培育机构股东,鼓励基金公司参与公司治理

从本文的实证结果可以看到,我国证券投资基金持股比例的均值仅为20%左右,与发达国家相距甚远。持股比例不高直接影响着证券投资基金参与公司治理的效果。通过国家政策的引导,鼓励证券投资基金进行长线投资,这样他们会更关注企业的长期价值,也更具有参与公司治理的动机。证券投资基金持股比例达到一个具备竞争力的合理水平,从而他们在董事会中具备较强话语权,同时由于证券投资基金与中小股东的利益协同性,也有助于市场对中小股东的利益保护。

2. 完善资本市场,强化外部监督体系

我国资本市场不发达,上市公司通过外部资本市场进行"圈钱",从而为企业滥用自由现金流提供条件。针对不同企业的具体问题,监管部门首先需要加强对外部市场的监管,营造良好的外部环境,包括信息披露环境、中小股东权益保护、规范资本市场等;尤其要引入机构投资者以完善股权结构,形成股权制衡,改善信息不对称状况,进而保护中小投资者。

3. 优化考核机制和约束机制,加强对管理层的内部监管

为减少管理层的代理成本,应充分运用多种约束和激励手段。运用多种指标来衡量管理者的绩效,如通过EVA、EPS等各项综合指标来衡量,能够更加科学、合理地实现对企业管理层的评价,单纯从企业规模、企业资产增长率等方面考虑很容易造成企业滥用现金流过度投资等问题的发生。

参考文献:

[1] 张维迎. 所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. 经济研究,1996,(9):3-15,53.

[2] Jensen, M,C. Agency cost of free cash flow and takeovers [J]. American Economic Review,1986,76: 323-339.

[3] Kalay A. Signaling, information content and the reluctance to cut dividends [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1982,15: 855-869.

[4] Lamont Owen. Cash flow and investment: evidence from internal capital markets [J]. The Journal of Finance,1997,52: 83-109.

[5] Ghose S. Corporate governance and overinvestment by the U. S. Oil Industry [R]. Working Paper,www. ssrn. com,2005.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

[6] 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):130-139.
[7] Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S. H. Does investor misvaluation drive the takeover market? [J]. Journal of Finance, 2006, 61(2):725-762.
[8] 宋常,刘司慧. 信息披露、机构投资者持股与上市公司过度投资 [J]. 商业研究,2010,(11):104-109.
[9] 蔡敏,徐辉. 股权性质、两权分离与企业过度投资行为 [J]. 河北科技大学学报(社会科学版),2011,(3):36-40.
[10] 潘立生,张清政. 股权结构、机构投资者与企业过度投资行为研究 [J]. 理论研讨,2010,(8):101-103.
[11] 李鑫. 股权结构、自由现金流与企业过度投资——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 新疆社会科学,2008,(1):28-33.
[12] 章雁. 试论我国机构投资者参与上市公司治理 [J]. 商业研究,2004,23:4-7.
[13] Shleifer A, R Vishny. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3):461-488.
[14] Hessel C A, Morton Norman. Financial characteristics of neglected and institutionally held stocks [J]. Journal of Accounting Auditing & Finance, 1992, 7(3):313-334.
[15] Falkenstein E G. Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings [J]. Journal of Finance, 1996, 51(1):111-136.
[16] 汪光成. 证券投资基金持股特征的实证研究 [J]. 中国会计与财务研究,2001,(2):28-33.
[17] 杨德群,蔡明超,施东晖. 我国证券投资基金持股特征的实证研究 [J]. 中南财经政法大学学报,2004,(2):68-74.
[18] 戚晓曜,黄炳艺,王泽填. 公司治理与证券投资基金持股决策关系研究——基于中国上市公司的证据 [J]. 山西财经大学学报,2011,(8):101-107.
[19] Vogt S. The cash flow investment relationship: evidence from U. S. manufacturing firms [J]. Financial Management, 1994,(23): 3-20.
[20] 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.
[21] 董峰,罗莉. 不同类型机构投资者持股对上市公司现金股利政策影响研究 [J]. 会计师,2011,(4):13-14.
[22] 曹建新,龚练. 机构投资者持股与上市公司派现相关性研究 [J]. 商业会计,2011,(9):30-31.

Correlation Research on the Securities Investment Funds Holding and Managers´ Over-investment Behavior

ZHANG Ji-de[1,2], WANG Jing[1]
(1. Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China;
2. Post-doctoral Station, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian Liaoning 116025, China)

Abstract: Based on the research data of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchange from 2008 to 2010, the paper analyzes the influence of the shareholding ratio of securities investment funds on managers´ over-investment behavior. It is found that the shareholding ratio of securities investment funds has a significant negative correlation with managers´ over-investment behavior, which implies that the securities investment funds play a significant role in inhibiting managers´ over-investment behavior. Further research shows that the increase of shareholding ratio of securities investment funds improves the company cash dividend level and suppresses the malicious cash dividend level to some extent.

Key words: the securities investment funds; over-investment; cash dividend; malicious cash dividend

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net