

## “一带一路”专题

## 政府干预、高管特征对企业过度投资的影响研究

——以“一带一路”沿线直接投资的上市公司为例

袁广达, 仲 也

(南京信息工程大学 商学院, 江苏 南京 210044)

**[摘 要]**“一带一路”沿线对外直接投资(OFDI)企业的投资效率关乎中国“一带一路”倡议的顺利实施。基于“一带一路”沿线 OFDI 的中国上市公司样本,结合政府干预视角与高管团队理论,实证分析政府干预和高管团队特征对企业过度投资的影响。研究发现:总体上看,国有控股增加了企业过度投资的可能性,政治关联、高管薪酬与任职年限对企业过度投资行为有着强化作用,而高管持股和董事会监管对企业过度投资行为有着抑制作用;东道国民众话语权、政府管理质量调和了企业过度投资行为,使投资效率回归理性。然而,考虑到“一带一路”沿线国家的地理位置与经济环境等差异,上述研究结论因投资地区的异质性而有所不同。研究成果对中国政府优化“一带一路”倡议的有关政策,以及“走出去”企业提升投资效率有重要的启发和借鉴意义。

**[关键词]**一带一路;对外直接投资;政府干预;高管特征;过度投资;制度环境;政府管理质量;投资效率

**[中图分类号]**F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)03-0092-10

## 一、引言

自习近平主席在 2013 年提出共建“丝绸之路经济带”以及“21 世纪海上丝绸之路”以来,“一带一路”倡议一直是国内外学术界热点话题<sup>[1]</sup>。搜索 CNKI 关键词发现,“一带一路”投资的相关文献有接近七千篇,其中,对“一带一路”中我国对外直接投资(OFDI)企业投资效率的探究越来越多。随着委托代理理论、信息不对称等理论在投资学中的丰富应用,学者们逐渐从公司财务特征、公司治理以及宏观环境等角度研究投资效率的影响因素。

关于政府干预对企业过度投资的影响,学者们发现,一方面,政府干预通过外部治理的方式来监督管理者的投资决策,抑制了盲目投资和构建“帝国”的行为<sup>[2]</sup>;另一方面,作为投资主流的国有企业偏好于把政治任务或扩张投资作为追求目标,甚至出现变更资金使用方向与投资恶性竞争的倾向,这在一定程度上加大了企业的过度投资<sup>[3]</sup>。这是因为,在转型时期,中国政府仍然会通过控制股权、制定经济任务,促使任职的官员为企业带来政策性扶持、税收优惠与融资便利性等,从而加剧过度投资行为<sup>[4-6]</sup>。另有学者研究发现,在充足的政策环境激励下,即使企业投资的资源有限,管理层也仍然会出现过度投资的偏激行为<sup>[7]</sup>。政府干预程度与公司对管理者的监管强度是显著正相关的,这是因为,干预放权为企业直接面临市场带来了机会,管理层的投资逐渐缺乏有效的监督,导致委托代理问题的加剧。在此背景下,作为国有股东代理人的管理者,更容易为了满足金钱效益,动用职权干预决策构建“公司帝国”,造成严重的过度投资行为。

另外,高管团队是企业投资决策的核心,其结构与特征对“一带一路”沿线企业投资决策与效率的影响同样重大。“高层梯队理论”出现之后,高管对企业投资行为的研究开始应用于财务学领域<sup>[8]</sup>。该

**[收稿日期]**2020-09-23

**[基金项目]**国家社会科学基金一般项目(19BGL011)

**[作者简介]**袁广达(1961—),男,江苏南京人,南京信息工程大学商学院教授,主要研究方向为环境会计与管理、环境审计与控制、现代会计理论与实务,邮箱:yuanguangda@163.com;仲也(1995—),男,江苏宿迁人,南京信息工程大学商学院硕士生,主要研究方向为公司治理、环境会计。

理论认为, 高管作为组织中最具影响力的角色以及信息处理中心, 对企业的战略决策有着重要的作用。在团队中, 高管的思维方式、价值观和风险规避能力很容易受到薪资、控股、任职等因素的影响, 形成差异性投资决策偏好<sup>[9]</sup>。为了巩固自身地位和维护利益, 高管通常偏爱过度投资对自身有利的项目, 而忽视公司整体收益。然而, 作为企业投资决策的主要制定者, 高管具有的不同类别的特征也会带来差异性效果。比如, 当管理者薪酬水平较高、任职年限较长或者在政府任职时, 高管拥有更高的决定权和执行权, 同时为达到收益最大化, 其所制定的投资决策更倾向于冒险性; 而当高管持股较大或董事会监管力度较强时, 高管受到的约束性会加大, 投资决策更倾向于保守, 从而会减少过度投资的行为。本文可能的创新点表现在: 改变前人关于政府干预和高管特征对企业过度投资的研究大多局限于个别变量带来的效应的研究思路, 采用“一带一路”沿线 OFDI 上市公司的样本, 从东道国制度环境的视角, 实证分析政府干预和高管团队特征对过度投资产生的差异, 将内部影响因素归类为强化指数和约束指数, 为政府优化政策、改进高管团队结构提供新的证据。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 政府干预与过度投资

制度背景是上市公司经营环境的重要构成要素, 影响着企业内部委托-代理关系<sup>[10]</sup>。在我国, 与其他发展中国家类似, 对外直接投资活动在很大程度上受制度因素的影响, 呈现着浓厚的政府干预色彩, 尤其是“一带一路”倡议下的直接对外投资活动。为了加速经济增长以及实现与毗邻国家的友好共处, 中国政府倾向于支持大型制造企业进行大规模的海外投资。一方面寻找资源, 另一方面将先进的技术和管理经验分享给周边经济发展程度低、地缘优势小的国家。由此, 政府就会通过干预控制, 促使企业扩大投资, 以实现其政治目的。徐晓东等研究发现, 政府控制的企业中, 容易出现滥用自由现金流从而引发投资过度的情况<sup>[11]</sup>; 程仲鸣等研究发现投资过度是由正的自由现金流导致的, 并且在国有控股的企业里效果更明显, 即地方政府作为最终控制人对企业经营活动的干预扭曲了企业对自由现金流的使用方向, 产生过度投资的现象<sup>[12]</sup>; 张洪辉等发现政府将经济任务、公共目标强压于企业更容易造成企业过度投资行为的产生<sup>[13]</sup>。可见, 随着“一带一路”倡议的顺利推行, 企业面临的政策优势以及干预程度都在增加, 同时也会带来较好的信贷支持和风险保障机制。这些为企业对外直接投资提供了一个相对稳定的环境, 从而使得有较强投资实力的企业产生较强的过度投资倾向, 制定更加激进的投资战略。据此, 本文提出以下假设:

H1: 国有控股增加了企业的过度投资。

### (二) 高管团队特征与过度投资

本文将从政治关联、高管薪酬、高管任期三个方面论述其对过度投资的强化效应, 并从高管持股与董事会监管的角度论述其对过度投资的约束效应。

就政治关联的强化效应而言, 一般是指企业高管积极参政议政或者聘请政府官员到企业担任高管。政治关联作为正式制度的一种替代机制, 可以为企业带来政策性资助、税收优惠和融资便利等优势<sup>[4]</sup>。政治关联越高的企业, 越容易进入政府管束的行业, 进而拓展投资范畴, 而且还能获得便利的银行贷款和更长的贷款期限, 降低投资成本。在“一带一路”倡议下, 一方面, 部分政治关联的企业为了“服务政府”, 会出于政治目的来强化直接投资意愿, 主要通过政治关系和经济优势等手段, 在“一带一路”沿线国家建立子公司和分支机构、兴办投资项目、创建国家产业园区等, 以推动当地政府的发展, 从而带来更多的投资行为。另一方面, 在政府任职的高管很容易因为政治任务压力增加而产生利益交换的行为, 此时, 高管迷惑于虚假繁荣的会计信息, 过分追求表面的投资规模, 无形中加大了过度投资。

就高管货币薪酬的强化效应而言, 一方面, 薪酬设计一般是为了促进股东与管理层的利益趋同, 然而“重奖轻罚”现象的存在, 很容易造成权责失衡、私利投资等问题。辛清泉等研究发现, 国有控股的企

业中,经理人为了保障利益的稳定,倾向于投资一些自利性项目,从而引发过度投资<sup>[14]</sup>。另一方面,管理层薪酬水平与工作效率正相关,为了减少代理人在决策中产生的道德风险和逆向选择成本,企业一般会与代理人签订报酬-绩效合约,将管理层的薪酬与公司绩效进行挂钩。在此种情形下,高管的薪酬水平越低,被解雇的风险越大,为了利益最大化,高管会产生过度投资的行为<sup>[15]</sup>。在“一带一路”倡议下,企业过度投资带来了巨大的收益,高管薪酬水平的重要程度也逐渐增大。根据锦标赛理论与社会比较理论,高管将自己的薪酬在公司内外进行比较,以回报率来决定投资战略。在优势的环境经济政策下,管理层权责不匹配更容易导致滥用投资决策,盲目扩大投资规模,造成过度投资行为的增加。

就高管任期的强化效应而言,高管任职时间是企业对其能力的认可,能直接决定投资决策的效率。高管作为企业投资策略、战略变迁的推动者和执行者,在追求经济绩效目标时,或多或少会留下自己的“烙印”。在“一带一路”倡议下,高管很容易存在经济效益高于其他效益的偏差。任期越长的高管越容易对自己的专业能力和管理经验产生过度自信,从而增加投资决策过程中出现的失误。此外,任期越长的高管对企业的控制权越牢固,在没有严格的监督机制下,管理层的错误决策很容易造成企业投资效率的持续低下<sup>[16]</sup>。张巧良等以我国2006—2012年A股上市公司为样本研究发现,随着高管任期增加的声誉资本及信用机制加剧了过度投资的行为,降低了企业的投资效率<sup>[17]</sup>。据此,本文提出以下假设:

H2:政治关联、高管薪酬水平、任职年限强化了企业过度投资的倾向。

就高管持股的约束效应而言,根据委托代理理论,高管持股有利于形成利益共同体,降低企业投资决策的代理风险。同时,持股高管可以有效减少战略决策中的风险规避行为以及机会主义,带来稳步收益的理性投资。由于利益挂钩的关系,持股高管会力争以最优的方式去获得最高的企业投资效率。周娜等研究发现持股高管能够提高投资效率,发挥长效治理机制,使得高管和股东互利双赢<sup>[18]</sup>。此外,持股高管之间相互制约,促使内部监督机制完善,在投资决策时不会因为个人利益而产生代理层的矛盾激化,迫使投资回归理性。

就董事会监督的约束效应而言,公司董事会除了监督经营者外,还会给公司决策提供强大的支持和管理帮助,即有效监督和高效决策服务<sup>[9]</sup>。Peterson认为董事会会议频率是监督公司经营管理人员力度的重要体现<sup>[19]</sup>。方红星等认为监督机制使得经理人变得理性而且富有激情,通过制造懒惰代价来减少经理人的惰性行为,提高效率投资<sup>[20]</sup>。在“一带一路”倡议下,外部市场环境中机遇和挑战并存,管理层在制定投资决策时,很容易被表面的投资收益迷惑。公司内部通过定期召开董事会,可以及时审查投资方案的可行性,从规章制度、法律法规的角度规范高管的投资行为,保证投资战略决策在法律以及公司章程范围内,减少企业的过度投资行为。由此,本文提出以下假设:

H3:高管持股和董事会监督约束了企业过度投资的倾向。

### (三) 东道国制度环境的调节效应

从国际商务学者的研究成果来看,东道国制度分为正式制度和非正式制度<sup>[21]</sup>。正式制度一般包括当地政府的管理效率、腐败程度、法律法规等,这些因素直接影响着外来企业的投资。一般而言,跨国企业为了减少不必要的交易成本,更倾向于选择在制度环境较好的国家投资,以保证眼前和潜在的交易顺利完成。刘晓光等发现东道国较差的政治制度对外来投资有着显著的抑制作用,而良好的双边政治关系会削弱这种影响<sup>[22]</sup>。本文主要选取政府管理质量作为正式制度,良好的监管质量在同等制度水平的国家更有助于降低信息不对称程度,其反映东道国政府制定并执行政策及规章制度的态度与能力。发展中国家作为典型的“投资洼地,发展高地”,存在大量的劳动力和市场。政府管理质量的提高,说明其国内制度环境相对缓和,可以更好地为我国企业创造投资温室,并且有效保证项目的实施以及员工的安全,间接增加我国企业高管强化指数(政治关联、高管薪酬水平、任职年限)对过度投资的促进作用。进一步分析,东道国正式制度越完善,其与周边国家的贸易往来壁垒越小。目前,“一带一路”沿线已经有十几个国家放松了对中国投资的限制,甚至颁布了一系列良好的投资政策来推动“一带一路”倡议的进一步实施,这些都为管理

层制定激进的过度投资决策带来了动力,使得高管特征的强化指数对过度投资的正向促进作用加大。

非正式制度是当地民众价值观、伦理与习俗等社会文化层面的综合反应,这些将直接影响消费者对产品、服务的选择标准,间接影响外来企业的战略行为及投资效率,如东道国民众话语权和问责就体现了当地社会外部治理的非正式制度影响。该指标反映了东道国整体的民主政治水平,同时反映了东道国公民参与选举,以及言论、集会和媒体自由的程度。一方面,民主政治水平会带来全社会福利主义的兴起,推动当地市场向更加饱和的方向发展,在这种情况下,我国企业高管约束特征会显著减少过度投资行为。这是因为,我国在“一带一路”沿线 OFDI 的企业大多是注重基础设施、实力庞大的国企,最多的业务就是在东道国投资设厂,既创造收益又创造就业机会,如果当地市场过分饱和,那么投资设厂的收益会显著减少。另一方面,过高的民主政治水平会导致维权机构的膨胀,此类组织追求更多的就业机会以及经济保障,主张过度引进外来企业投资建厂,那么民众话语权则会有效削弱高管约束指数(高管持股、董事会监督)对过度投资的抑制作用。此外,民主政治水平涉及的人文社会因素是减少投资悖论的桥梁,比如华人华侨在东道国中可以减少非正式制度信息不对称的问题,通过文化输出让当地居民更好地了解“一带一路”内涵,从而接受和欢迎中国的海外投资。据此,本文提出以下假设:

H4: 东道国制度环境会对企业过度投资产生显著的调节作用。

H5: 东道国正式制度政府管理效率会通过增大高管的强化指数特征增加企业过度投资。

H6: 东道国非正式制度民众话语权会通过削弱高管的约束指数特征增加企业过度投资。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

本文的实证数据来自国家商务部网站的《境外投资企业(机构)名录》<sup>①</sup>以及万德数据库,选取了 2013—2018 年中国“一带一路”沿线直接投资上市公司中的 3943 个样本观测值。为消除极端值的影响,本文对主要连续变量进行 1% 缩尾处理。

#### (二) 变量设计

被解释变量有两个:一是投资水平,用投资支出除以期初总资产来表达。二是过度投资,参考 Richardson 的方法<sup>[23]</sup>,用基准回归的正残差代表。借鉴陈信元、张保柱等的研究<sup>[24-25]</sup>,解释变量中反映政府干预的变量采用是否国有控股,企业性质为国有企业时,表示政府干预程度较强。其他具体指标说明参见表 1。

表 1 变量定义和说明

| 变量类型  | 变量名称   | 变量简称              | 变量定义                                              |
|-------|--------|-------------------|---------------------------------------------------|
| 被解释变量 | 投资水平   | <i>Invest</i>     | “走出去”当年及后两年投资支出的现金/年初总资产值                         |
|       | 过度投资   | <i>Overinvest</i> | 非预期投资,等于模型(1)中的回归正残差                              |
|       | 投资不足   | <i>Downinvest</i> | 非预期投资,等于模型(1)中的回归负残差                              |
| 解释变量  | 国有控股   | <i>Nature</i>     | 国有控股企业取值为 1,否则取值为 0                               |
|       | 高管政治关联 | <i>PCI</i>        | 实际控制人、董事长或总经理为前任或现任政府官员、人大代表、党代表或政协委员时记为 1,否则记为 0 |
|       | 高管薪酬水平 | <i>Pay</i>        | “走出去”前一年高管薪酬/高管总薪酬                                |
|       | 任职年限   | <i>Tenure</i>     | 高管任期大于等于三年记为 1,否则为 0                              |
|       | 高管持股   | <i>Share</i>      | 高管持有股权取值为 1,否则取值为 0                               |
|       | 董事会监管  | <i>BOD</i>        | “走出去”前一年董事会会议次数                                   |
| 控制变量  | 现金流    | <i>CF</i>         | “走出去”当年及后两年年初经营活动产生的现金流量净额/年初固定资产净额的均值            |
|       | 研发投入   | <i>RDIN</i>       | “走出去”当年及后两年研发投入/营业收入均值                            |
|       | 投资机会   | <i>Q</i>          | “走出去”前一年市值/总资产                                    |
|       | 财务杠杆   | <i>lever</i>      | 年初非流动负债合计占所有者权益合计的比例                              |
|       | 企业规模   | <i>LNSIZE</i>     | “走出去”前一年年末总资产的自然对数                                |
|       | 净资产收益率 | <i>Roe</i>        | 净利润除以总资产                                          |
| 调节变量  | 固定资产比率 | <i>ASSET</i>      | 固定资产除以总资产                                         |
|       | 民众话语权  | <i>Voice</i>      | 源于世界银行治理数据库(WGI)公布的东道国政治制度指数,东道国民众话语权程度           |
|       | 政府管理效率 | <i>Regulatory</i> | 源于世界银行治理数据库(WGI)公布的东道国政治制度指数,东道国政府管理水平高低          |
|       |        |                   |                                                   |

①网址为: [http://femhzs.mofcom.gov.cn/fecpmvc/pages/fem/fem\\_cert\\_stat\\_view\\_list.jsp](http://femhzs.mofcom.gov.cn/fecpmvc/pages/fem/fem_cert_stat_view_list.jsp)。



### (三) 模型方法

参考 Richardson 的模型<sup>[23]</sup>,本文首先以模型(1)估算出企业正常的投资水平,用正残差代表过度投资,用负残差代表投资不足。模型(2)检验政府干预、高管特征对投资水平的影响,这里的投资水平由“走出去”当年及后两年投资支出的现金/年初总资产值来衡量。然后在模型(1)的基础上构建模型(3),用来考察政府干预、高管特征对企业过度投资的影响机理,构建模型(4)用来考察东道国制度环境的调节机制。其中,就模型(1)而言,*Growth*代表企业增长机会、*Lev*、*Cash*、*Age*、*Size*、*RET*、*INV*分别代表资产负债率、现金持有量、上市年限、企业规模、股票收益率、资本投资总量。

$$Invest_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 Growth_{i,t-1} + \partial_2 Lev_{i,t-1} + \partial_3 Cash_{i,t-1} + \partial_4 Age_{i,t-1} + \partial_5 Size_{i,t-1} + \partial_6 RET_{i,t-1} + \partial_7 INV_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$Invest_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 CF_{i,t-1} + \partial_2 Nature_{i,t-1} + \partial_3 PCI_{i,t-1} + \partial_4 Pay_{i,t-1} + \partial_5 Tenure_{i,t-1} + \partial_6 Share_{i,t-1} + \partial_7 BOD_{i,t-1} + \sum_{j=1}^4 \beta_j Control_j + \varepsilon \quad (2)$$

$$Overinvest/Downinvest_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 CF_{i,t-1} + \partial_2 Nature_{i,t-1} + \partial_3 PCI_{i,t-1} + \partial_4 Pay_{i,t-1} + \partial_5 Tenure_{i,t-1} + \partial_6 Share_{i,t-1} + \partial_7 BOD_{i,t-1} + \sum_{j=1}^4 \beta_j Control_j + \varepsilon \quad (3)$$

$$Overinvest/Downinvest_{i,t} = \partial_0 + \partial_1 mpower_{i,t-1} + \partial_2 cpower_{i,t-1} + \partial_3 CF_{i,t-1} + \partial_4 voice_{i,t-1} + \partial_5 Regulatory_{i,t-1} + \partial_6 mpower \times voice_{i,t-1} + \partial_7 cpower \times voice_{i,t-1} + \partial_8 mpower \times Regulatory_{i,t-1} + \partial_9 cpower \times Regulatory_{i,t-1} + \sum_{j=1}^4 \beta_j Control_j + \varepsilon \quad (4)$$

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

表2显示了主要变量的描述性统计结果。国有控股(*Nature*)的均值为0.897,说明样本中约90%的企业为国有企业;政治关联(*PCI*)的均值为0.016,说明约2%的样本企业具有政治关联背景;而且,现金流(*CF*)的标准差高达1.295,说明“一带一路”沿线*OFDI*企业的内部融资与现金运用能力差异较大。

### (二) 投资水平的基准回归

首先,本文借鉴 Richardson 的投资效率模型<sup>[23]</sup>,对企业投资水平进行回归分析,并作为后续过度投资测度及回归分析的基础,回归结果见表3。

表3中,模型1为全样本的投资水平基础回归,模型2为非中亚地区投资水平基础回归,模型3为中亚地区投资水平基础回归。总体来看,国有控股(*Nature*)与企业投资水平(*Invest*)在10%水平上显著正相关,说明政府通过股权控制加大了对企业投资水平的影响力;政治关联(*PCI*)、薪酬水平(*Pay*)与企业投资水平分别在5%、1%水平上显著正相关;高管持股(*Share*)与投资水平在1%水平上高度负相关;而任职年限(*Tenure*)与投资水平不相关;董事会会议强度(*BOD*)与投资水平在1%水平上高度负相关。就投资地区的差异性而言,主要变量现金流(*CF*)的分析结果与全样本检验基本保持一致,说明现金流越大,企业投资水平越高。但全地区与部分地区的检验结果有一定的差异性。例如,政府干预(*Nature*)、高管政治关联(*PCI*)以及薪酬水平(*Pay*)分别与投资水平在10%、5%、1%水平上显著正相关。这表明,相对于其他国家,我国企业对外投资经验充裕,在政府“隐形之手”的帮助下,减少了投资风险。

中亚与非中亚地区检验效果也有所不同。如在非中亚地区,国有控股(*Nature*)与投资水平(*Invest*)

表2 描述性统计结果 (N=3943)

| 变量名称          | 均值     | 标准差   | 最小值    | 最大值   |
|---------------|--------|-------|--------|-------|
| <i>Invest</i> | 0.035  | 0.073 | 0      | 0.474 |
| <i>CF</i>     | 0.403  | 1.295 | -6.152 | 9.361 |
| <i>Nature</i> | 0.897  | 0.304 | 0      | 1     |
| <i>PCI</i>    | 0.016  | 0.125 | 0      | 1     |
| <i>Pay</i>    | 0.041  | 0.042 | 0      | 0.900 |
| <i>Tenure</i> | 0.942  | 0.233 | 0      | 1     |
| <i>Share</i>  | 0.233  | 0.423 | 0      | 1     |
| <i>BOD</i>    | 11.814 | 4.359 | 3      | 26    |

不相关, 董事会监督 (*BOD*) 与投资水平在 1% 水平上显著负相关。而在中亚地区中, 国有控股 (*Nature*) 与投资水平 (*Invest*) 显著负相关, 董事会监督 (*BOD*) 与投资水平在 1% 水平上显著正相关。这可能是中亚地区在“一带一路”中的特殊区位造成的, “一带一路”倡议提出后, 中亚国家为了尽快摆脱国内经济困境, 积极改善国内投资环境, 削弱了国有控股和政治关联对投资效率的影响; 另外, 考虑到中国与中亚国家的长期友好关系, 薪酬较高的高管为了获得长期的投资区位, 会逐渐减少企业短期的投资行为。最后, 本文做了系数差异性检验, 大部分变量都显著通过检验, 说明本部分回归结果可以接受。

### (三) 过度投资的回归分析

据样本统计, 过度投资占比近 84%, 这说明在政府鼓励与企业自身发展需求的推动下, 沿线投资中的过度投资行为较为普遍。表 4 的模型 1 为基于全地区的过度投资水平的回归, 模型 2 与模型 3 分别为基于非中亚地区、中亚地区的过度投资分析。就模型 1 的结果来看, 国有控股 (*Nature*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 这说明政府干预会增加企业过度投资的倾向, 假设 1 得到支持。政治关联 (*PCI*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 高管薪酬水平 (*Pay*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 高管任期 (*Tenure*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 假设 2 得到支持。高管持股 (*Share*) 与过度投资在 1% 水平上显著负相关, 董事会监管 (*BOD*) 与过度投资在 1% 水平上显著负相关, 假设 3 得到支持。就地区差异而言, 国有控股 (*Nature*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 政治关联 (*PCI*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 高管薪酬水平 (*Pay*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 高管任期 (*Tenure*) 与过度投资在 1% 水平上显著正相关, 高管持股 (*Share*) 与过度投资在 1% 水平上显著负相关, 董事会监管 (*BOD*) 与过度投资在 1% 水平上显著负相关, 说明地区间过度投资的影响因素差异不大。

进一步讨论, 表 4 的模型 4 为基于全地区的投资不足回归, 模型 5 与模型 6 分别为基于非中亚地区、中亚地区的投资不足分析。就模型 4 的结果来看, 国有控股 (*Nature*) 与投资不足在 1% 水平上显著正相关, 政治关联 (*PCI*) 与投资不足在 5% 水平上显著正相关, 高管薪酬水平 (*Pay*) 与投资不足在 1% 水平上显著正相关, 高管任期 (*Tenure*) 与投资不足在 1% 水平上显著正相关, 高管持股 (*Share*) 与投资不足在 1% 水平上显著负相关, 董事会监管 (*BOD*) 与投资不足在 1% 水平上显著负相关。就地区差异而言, 非中亚地区与检验结果与全样本一致。而在中亚地区中, 现金流 (*CF*) 对投资不足在 1% 水平上显著负相关, 这可能是因为我国企业响应国家号召, 纷纷加大对中亚国家的投资, 现金流对投资行为带来了促进作用。最后, 本文在回归结果的基础上还对过度投资与投资不足分别做了系数差异性检验, 主要变量大致通过了检验, 说明本部分回归结果可以接受。

表 3 投资水平的基础回归分析

| 变量                 | 模型 1<br>全样本           | 模型 2<br>非中亚地区         | 模型 3<br>中亚地区          | 系数差异检验                                        |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|
| <i>CF</i>          | 0.004 ***<br>(0.001)  | 0.001 *<br>(0.001)    | 0.059 ***<br>(0.002)  | $\chi^2 = 259.46$<br>$Prob > \chi^2 = 0.0000$ |
| <i>Nature</i>      | 0.014 *<br>(0.007)    | 0.006<br>(0.009)      | -0.071 ***<br>(0.009) | $\chi^2 = 149.71$<br>$Prob > \chi^2 = 0.0000$ |
| <i>PCI</i>         | 0.014 **<br>(0.006)   | 0.007<br>(0.006)      | 0.005<br>(0.009)      | $\chi^2 = 3.54$<br>$Prob > \chi^2 = 0.0600$   |
| <i>Pay</i>         | 0.063 ***<br>(0.020)  | 0.029<br>(0.024)      | 0.014<br>(0.016)      | $\chi^2 = 7.79$<br>$Prob > \chi^2 = 0.0053$   |
| <i>Tenure</i>      | -0.003<br>(0.003)     | -0.005<br>(0.004)     | 0.002<br>(0.003)      | $\chi^2 = 0.97$<br>$Prob > \chi^2 = 0.3245$   |
| <i>Share</i>       | -0.010 ***<br>(0.002) | -0.009 ***<br>(0.002) | -0.006 **<br>(0.002)  | $\chi^2 = 2.74$<br>$Prob > \chi^2 = 0.0976$   |
| <i>BOD</i>         | -0.001 ***<br>(0.000) | -0.005 ***<br>(0.000) | 0.002 ***<br>(0.000)  | $\chi^2 = 55.31$<br>$Prob > \chi^2 = 0.0000$  |
| <i>Control</i>     | yes                   | yes                   | yes                   |                                               |
| <i>Year</i>        | yes                   | yes                   | yes                   |                                               |
| <i>Industry</i>    | yes                   | yes                   | yes                   |                                               |
| 常数项                | 0.123 ***<br>(0.019)  | -0.104 ***<br>(0.022) | 0.515 ***<br>(0.029)  |                                               |
| 样本数                | 3943                  | 2453                  | 1490                  |                                               |
| F 值                | 224.69                | 196.89                | 552.29                |                                               |
| R <sup>2</sup>     | 0.546                 | 0.618                 | 0.888                 |                                               |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.544                 | 0.615                 | 0.886                 |                                               |

注: \*\*\* 表示  $p < 0.01$ , \*\* 表示  $p < 0.05$ , \* 表示  $p < 0.1$  (双侧检验); 括号内为标准差。下同。

表4 过度投资回归分析

| 变量                 | 过度投资                  |                       |                       |                                         | 投资不足                  |                       |                       |                                         |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------------------------|
|                    | 模型1<br>全地区            | 模型2<br>非中亚地区          | 模型3<br>中亚地区           | 系数差异                                    | 模型4<br>全地区            | 模型5<br>非中亚地区          | 模型6<br>中亚地区           | 系数差异                                    |
| <i>CF</i>          | 0.003 ***<br>(0.000)  | 0.004 ***<br>(0.000)  | 0.004 ***<br>(0.000)  | $Chi2 = 0.06$<br>$Prob > chi2 = 0.7988$ | 0.002 ***<br>(0.000)  | 0.002 ***<br>(0.000)  | -0.004 ***<br>(0.001) | $Chi2 = 0.07$<br>$Prob > chi2 = 0.7659$ |
| <i>Nature</i>      | 0.046 ***<br>(0.000)  | 0.047 ***<br>(0.001)  | 0.043 ***<br>(0.001)  | $Chi2 = 8.37$<br>$Prob > chi2 = 0.0038$ | 0.037 ***<br>(0.002)  | 0.037 ***<br>(0.002)  | 0.037 ***<br>(0.003)  | $Chi2 = 8.27$<br>$Prob > chi2 = 0.0037$ |
| <i>PCI</i>         | 0.013 ***<br>(0.001)  | 0.013 ***<br>(0.001)  | 0.015 ***<br>(0.001)  | $Chi2 = 3.70$<br>$Prob > chi2 = 0.0921$ | 0.008 **<br>(0.004)   | 0.008 **<br>(0.004)   | 0.009 ***<br>(0.004)  | $Chi2 = 3.65$<br>$Prob > chi2 = 0.0900$ |
| <i>Pay</i>         | 0.023 ***<br>(0.002)  | 0.024 ***<br>(0.002)  | 0.022 ***<br>(0.003)  | $Chi2 = 0.11$<br>$Prob > chi2 = 0.7384$ | 0.012 **<br>(0.005)   | 0.012 **<br>(0.005)   | 0.022 ***<br>(0.006)  | $Chi2 = 0.07$<br>$Prob > chi2 = 0.6384$ |
| <i>Tenure</i>      | 0.002 ***<br>(0.000)  | 0.002 ***<br>(0.000)  | 0.002 ***<br>(0.001)  | $Chi2 = 0.09$<br>$Prob > chi2 = 0.7680$ | 0.003 ***<br>(0.000)  | 0.003 ***<br>(0.000)  | 0.003 ***<br>(0.001)  | $Chi2 = 0.08$<br>$Prob > chi2 = 0.7570$ |
| <i>Share</i>       | -0.010 ***<br>(0.000) | -0.010 ***<br>(0.000) | -0.009 ***<br>(0.000) | $Chi2 = 6.57$<br>$Prob > chi2 = 0.0104$ | -0.010 ***<br>(0.000) | -0.010 ***<br>(0.000) | -0.010 ***<br>(0.001) | $Chi2 = 6.37$<br>$Prob > chi2 = 0.0100$ |
| <i>BOD</i>         | -0.004 ***<br>(0.000) | -0.004 ***<br>(0.000) | -0.004 ***<br>(0.000) | $Chi2 = 0.12$<br>$Prob > chi2 = 0.7333$ | -0.004 ***<br>(0.000) | -0.004 ***<br>(0.000) | -0.004 ***<br>(0.001) | $Chi2 = 0.12$<br>$Prob > chi2 = 0.7333$ |
| <i>Control</i>     | yes                   | yes                   | yes                   |                                         | yes                   | yes                   | yes                   |                                         |
| <i>Year</i>        | yes                   | yes                   | yes                   |                                         | yes                   | yes                   | yes                   |                                         |
| <i>Industry</i>    | yes                   | yes                   | yes                   |                                         | yes                   | yes                   | yes                   |                                         |
| 常数项                | -0.040 ***<br>(0.002) | -0.040 ***<br>(0.002) | -0.040 ***<br>(0.003) |                                         | -0.049 ***<br>(0.004) | -0.065 **<br>(0.030)  | -0.057 ***<br>(0.005) |                                         |
| 样本数                | 3292                  | 2346                  | 946                   |                                         | 651                   | 107                   | 544                   |                                         |
| F 值                | 24019.78              | 15404.65              | 8946.75               |                                         | 768.94                | 126.44                | 638.27                |                                         |
| R <sup>2</sup>     | 0.990                 | 0.989                 | 0.992                 |                                         | 0.940                 | 0.940                 | 0.940                 |                                         |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.990                 | 0.988                 | 0.992                 |                                         | 0.939                 | 0.939                 | 0.939                 |                                         |

## (四) 进一步研究:东道国制度环境对企业过度投资的调节作用

为了更直观地检验东道国制度环境的调节作用,本文将国有控股(*Nature*)、政治关联(*PCI*)、高管薪酬(*Pay*)以及高管任职年限(*Tenure*)处理成虚拟变量后相加作为企业投资的强化指数 *mpower*;高管持股(*Share*)以及董事会监管(*BOD*)处理后相加作为约束指数 *cpower*。处理方式:对相关变量取中位数,即在中位数及以上赋值为1,中位数以下赋值为0。表5的模型1检验的是全地区强化指数与约束指数对过度投资的影响,检验结果发现,*mpower*会增加企业过度投资倾向,*cpower*会减少企业的过度投资倾向,这与预期结果相一致,为进一步的东道国制度环境检验提供了基础。模型2检验的是加入调节变量后强化指数与约束指数对过度投资的影响。结果显示,现金流(*CF*)与过度投资在1%水平上显著正相关,这说明企业内部自由现金流越多,过度投资倾向越严重。

进一步,表5的模型3加入了调节变量交互项,总体来看,现金流(*CF*)与过度投资在1%水平上显著正相关,东道国民众话语权(*Voice*)与强化指数(*mpower*)的交互项与过度投资在1%水平上显著正相关,这表明非正式制度民众话语权进一步影响投资行为。原因是,当地民众对就业机会的迫切需求,导致公司内部治理对企业过度投资的强化效应得到增加。与国内经营企业不同,相对于公司内部治理机制的影响,在海外投资中东道国民众话语权起到了占优的影响,为了保证民众生活质量,增加就业机会,东道国会放宽贸易壁垒,间接为我国企业带来扩张的投资机会和收益,同时引发管理层更为激进的过度投资行为。东道国民众话语权(*Voice*)和约束指数(*cpower*)的交互项与过度投资在1%水平上显著负相关,说明公司内部治理对企业过度投资的约束效应得到增加。这是因为,由于西方国家的不正当参与,

各国间的竞争激烈,我国企业在投资时无法准确预测沿线国的经济市场环境,很多优质投资项目就此搁浅甚至被抢夺。东道国甚至会有一些“中国威胁论”的不良说法,其民众对中国政府影响力的感知较弱,间接约束了高管的过度投资行为。另外,东道国正式制度政府管理质量(*Regulatory*)与强化指数(*mpower*)的交互项与过度投资在1%水平上显著负相关,这说明东道国政府管理质量在一定程度上约束了企业过度投资的倾向,减少了管理者过度投资的行为;政府管理质量(*Regulatory*)与约束指数(*cpower*)的交互项在5%水平上显著正相关,这说明东道国政府管理质量削弱了约束指数对过度投资的约束作用,这是因为我国的对外直接投资主体,资金规模、基建能力都比较雄厚,东道国政府管理质量提高,在一定程度上说明当前国内政治环境良好,投资企业的资产安全和员工人身安全都能得到保证,从而减少约束指数对过度投资的抑制作用。

就地区差异而言,表5的模型4、模型5分别检验的是非中亚与中亚地区东道国制度环境对过度投资的调节作用。非中亚地区中,东道国民众话语权(*Voice*)与约束指数(*mpower*)的交互项与过度投资在1%水平上显著正相关,与强化指数(*mpower*)的交互项与过度投资不相关,这说明非中亚地区的东道国民众话语权加强了过度投资行为;东道国政府管理质量(*Regulatory*)与强化指数(*mpower*)、约束指数(*cpower*)的交互项与过度投资在1%和5%水平上均显著负相关,这说明政府管理质量约束了我国企业过度投资行为;而东道国制度环境在中亚地区的调节作用并不显著。

#### (五) 稳健性检验

首先,为了检验模型的稳健性,本文先做了Tobit检验,结果发现主变量的显著性与方向并没有发生变化,说明结果较为稳健;其次,替换解释变量,将董事会人数代替董事会会议次数代入回归分析;最后,替换控制变量,用总资产报酬率代替净资产收益率,员工总人数的自然对数代替总资产自然对数。通过以上检验,研究发现主变量结果并未发生改变,说明本文结果较为稳健,碍于篇幅,结果留存备索。

表5 东道国制度环境调节作用的回归分析

|                            | 模型1                   | 模型2                   | 模型3                   | 模型4                   | 模型5                   |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                            | 全地区<br>基准检验           | 加入调节<br>变量            | 加入<br>交互项             | 非中亚<br>地区             | 中亚<br>地区              |
| <i>CF</i>                  | 0.005 ***<br>(0.000)  | 0.005 ***<br>(0.000)  | 0.007 ***<br>(0.000)  | 0.007 ***<br>(0.000)  | 0.008 ***<br>(0.001)  |
| <i>mpower</i>              | 0.008 ***<br>(0.003)  | 0.008 ***<br>(0.000)  | 0.008 ***<br>(0.000)  | 0.007 ***<br>(0.000)  | 0.014<br>(0.011)      |
| <i>cpower</i>              | -0.019 ***<br>(0.000) | -0.019 ***<br>(0.000) | -0.019 ***<br>(0.000) | -0.017 ***<br>(0.000) | 0.046 ***<br>(0.014)  |
| <i>Voice</i>               |                       | 0.001<br>(0.000)      | -0.006 ***<br>(0.001) | -0.008 ***<br>(0.001) | -0.078 ***<br>(0.026) |
| <i>Regulatory</i>          |                       | -0.002 ***<br>(0.001) | 0.012 ***<br>(0.002)  | 0.012 ***<br>(0.002)  | -0.044 **<br>(0.018)  |
| <i>Voice × mpower</i>      |                       |                       | 0.003 ***<br>(0.001)  | 0.003 ***<br>(0.001)  | 0.009<br>(0.009)      |
| <i>Voice × cpower</i>      |                       |                       | -0.002 ***<br>(0.001) | 0.001<br>(0.001)      | 0.052 ***<br>(0.011)  |
| <i>Regulatory × mpower</i> |                       |                       | -0.006 ***<br>(0.001) | -0.005 ***<br>(0.001) | -0.000<br>(0.008)     |
| <i>Regulatory × cpower</i> |                       |                       | 0.002 **<br>(0.001)   | -0.002 **<br>(0.001)  | 0.044 ***<br>(0.009)  |
| <i>Control</i>             | yes                   | yes                   | yes                   | yes                   | yes                   |
| <i>Year</i>                | yes                   | yes                   | yes                   | yes                   | yes                   |
| <i>Industry</i>            | yes                   | yes                   | yes                   | yes                   | yes                   |
| 常数项                        | -0.008 *<br>(0.004)   | -0.016 *<br>(0.005)   | -0.172 ***<br>(0.057) | 0.132 ***<br>(0.002)  | 0.066 **<br>(0.031)   |
| 样本数                        | 3292                  | 3292                  | 3292                  | 2346                  | 946                   |
| F值                         | 2740.48               | 2406.85               | 2012.89               | 1634.20               | 454.52                |
| R <sup>2</sup>             | 0.921                 | 0.922                 | 0.921                 | 0.930                 | 0.903                 |
| Adj-R <sup>2</sup>         | 0.921                 | 0.921                 | 0.921                 | 0.930                 | 0.901                 |

注:括号外数值为系数,括号内数值为标准误差。



## 五、结论性评述

本文基于“一带一路”沿线对外直接贸易(OFDI)的中国上市公司的样本,结合政府干预视角、高管团队理论以及东道国制度环境,实证分析了政府干预途径和高管团队特征对企业过度投资的作用机理。研究发现,我国“一带一路”直接投资中存在普遍的过度投资行为:(1)国有控股增加了企业过度投资的可能性;(2)政治关联、高管薪酬与任职年限对企业过度投资行为有着强化作用;(3)高管持股和董事会监督对企业过度投资行为有着抑制作用;(4)东道国民众话语权、政府管理质量中和了企业过度投资行为。

基于研究成果,本文提出以下建议:(1)减少政府对企业投资的过度干预。政府在提供金融支持和政策优惠时,要避免通过股权控制扭曲企业的投资行为,这种方式虽然在短期可能会带来一定的经济效益,但在长期会导致过度投资的增大。(2)重视高管特征对企业过度投资的差异作用。企业在优化高管结构时,除了重视董事会的监督作用,还可以适当减少高管在特定岗位的任职期限以及固定年薪,避免因控制力强化及年薪激励僵化而增加过度投资的可能性。(3)重视东道国制度环境的外部作用。我国企业在对“一带一路”沿线国家直接投资时,要结合国内政治环境、内部高管结构以及东道国制度环境,做出差异化战略投资。

本文的研究不足及未来展望:由于篇幅限制,在对高管特征与过度投资研究中只考虑了内部机制显得单一,进一步研究将会加入一些外部机制比如董高管责任险等。此外,随着“一带一路”倡议的不断推进,参与对外直接投资的“走出去”企业会随之增加,相关研究的样本也不断加大,必将为开展相关研究提供更加丰富的实践基础,预期会取得更好的研究成果。

## 参考文献:

- [1] 刘卫东. “一带一路”战略的科学内涵与科学问题[J]. 地理科学进展, 2015(5): 538-544.
- [2] 付强, 刘星. 政府干预、公司控制权转移与投资效率——基于 Heckman 两阶段选择模型的分析[J]. 技术经济与管理研究, 2017(5): 58-64.
- [3] 金宇超, 靳庆鲁, 宣扬. “不作为”或“急于表现”: 企业投资中的政治动机[J]. 经济研究, 2016(10): 126-139.
- [4] 张功富. 政府干预、政治关联与企业非效率投资——基于中国上市公司面板数据的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2011(3): 24-30.
- [5] 赵静, 郝颖. 政府干预、产权特征与企业投资效率[J]. 科研管理, 2014(5): 84-92.
- [6] 蔡卫星, 高洪民. 企业集团、政府干预与投资效率[J]. 北京工商大学学报, 2017(2): 89-99.
- [7] 唐清泉, 罗党论. 政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2007(6): 149-163.
- [8] Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193-206.
- [9] 姜付秀, 尹志宏, 苏飞, 等. 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.
- [10] 鲁海帆. 政府干预与上市公司多元化折价实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2009(6): 72-78.
- [11] 徐晓东, 张天西. 公司治理、自由现金流与非效率投资[J]. 财经研究, 2009(10): 47-58.
- [12] 程仲鸣, 夏银桂. 高管股权激励实施效应实证研究[J]. 财会通讯, 2009(32): 40-41.
- [13] 张洪辉, 王宗军. 政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资[J]. 南开管理评论, 2010(3): 101-108.
- [14] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007(8): 110-122.
- [15] Wiersema M F, Bantel K A. Top Management team demography and corporate strategic change[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(1): 91-121.
- [16] Carpenter M A, Geletkanycz M A, Sanders W G. Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition[J]. Journal of Management, 2004, 30(6): 749-778.
- [17] 张巧良, 刘欣佳. 高管变更与非效率投资的相关性研究——基于我国 A 股上市公司数据[J]. 南京审计学院学报, 2014(4): 49-59.

- [18] 周娜, 付晨杰. 我国上市公司股权集中度对非效率投资的影响——高管持股的调节效应研究[J]. 会计之友, 2016(4): 67-70.
- [19] Peterson R S, Smith D B, Martorana P V, et al. The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance[J]. Journal of Applied Psychology, 2003, 88(5): 795-808.
- [20] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2013(7): 63-69.
- [21] Wu J, Wang C, Hong J, et al. internationalization and innovation performance of emerging market enterprises: The role of host-country institutional development[J]. Journal of World Business, 2016, 51(2): 251-263.
- [22] 刘晓光, 杨连星. 双边政治关系、东道国制度环境与对外直接投资[J]. 金融研究, 2016(12): 17-31.
- [23] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [24] 陈信元, 黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界, 2007(1): 92-97.
- [25] 张保柱, 黄辉. 考虑政府干预的企业 R&D 行为研究[J]. 财经论丛, 2009(3): 9-14.

[责任编辑: 黄 燕]

## A Study on the Influence of Government Intervention and Executive Characteristics on Over-investment of Enterprises: Taking Listed Companies with Direct Investment along the “Belt and Road” as an Example

YUAN Guangda, ZHONG Ye

(Business School, Nanjing University of Information Science & Technology, Nanjing 210044, China)

**Abstract:** The investment efficiency of OFDI enterprises along the Belt and Road is related to the smooth implementation of China's initiative of the “Belt and Road”. Based on the sample of Chinese listed companies of OFDI along the Belt and Road, combined with the perspective of government intervention and the theory of senior management team, this paper empirically analyzes the mechanism of government intervention and the characteristics of senior management team on the excessive investment of enterprises. The study finds that, on the whole, state-owned holding increases the possibility of excessive investment. Political affiliation, executive compensation and years of service have a strengthening effect on excessive investment behavior of enterprises, while executive shareholding and board supervision have an inhibiting effect on excessive investment behavior of enterprises. The people's right of speech and the quality of government management in the host country harmonize the excessive investment behavior of enterprises and make the investment efficiency return to rationality. However, considering the differences in geographical location and economic environment of countries along the Belt And Road, the above research conclusions are different due to the heterogeneity of investment regions. The research results of this paper have important inspiration and reference for the Chinese government to optimize the relevant policies of the “Belt and Road” initiative and the “going out” enterprises to improve the investment efficiency.

**Key Words:** the Belt and Road; OFDI(outward foreign direct investment); government intervention; executive characteristics; over-investment; institutional environment; quality of government management; investment efficiency