

公司战略对投资水平与资本配置效率的影响

——基于战略性新兴产业的研究

张蕊 王洋洋

(江西财经大学会计发展研究中心/会计学院, 江西 南昌 330013)

摘要: 以2003~2016年A股战略性新兴产业上市公司为样本, 研究公司战略对投资水平和资本配置效率的影响。研究结果表明: 战略性新兴产业上市公司实施的公司战略越激进, 投资水平越高, 资本配置效率却越低, 即“高投资-低效率”的概率越大。进一步分析表明: 公司战略越激进越可能导致过度投资; 银行信贷加剧了战略较为激进公司的“高投资-低效率”; 市场竞争对战略较为激进公司的“高投资-低效率”具有抑制作用。

关键词: 公司战略; 投资水平; 资本配置效率; 战略性新兴产业

Abstract: This paper selects the listed companies in the strategically emerging industries of A-shares in Shanghai and Shenzhen from 2003 to 2016 as a sample, and studies the impact of corporate strategy on investment levels and capital allocation efficiency. The research results show that the more aggressive the company's strategy, the higher level of investment, but the lower level of capital allocation efficiency, namely the greater probability of “high investment-low efficiency”. Further analysis shows that the more radical the company's strategy is, the more likely it may lead to over-investment; bank credits exacerbate the “high investment-low efficiency” of implementing aggressive strategic companies; market competition has a depressing effect on the implementation of ‘high investment-low efficiency’ of aggressive strategic companies.

Key words: corporate strategy, investment level, capital allocation efficiency, strategic emerging industries

作者简介: 张蕊, 女, 会计学博士, 江西财经大学会计发展研究中心教授、博士生导师, 研究方向: 业绩评价与法务会计。王洋洋, 江西财经大学会计学院博士生, 研究方向: 审计与公司治理。

中图分类号: F23 **文献标识码:** A

引言

2016年以来, 供给侧结构性改革已经成为中央政府调整产业结构、谋求经济增长的重要战略手段。供给侧结构性改革的重点在于转变经济发展方式, 实现经济发展从投资驱动向效率驱动的转变, 提高供给质量和效率。战略性新兴产业肩负着实现重大技术突破和满足重大发展需求, 同时刺激经济增长、培育核心竞争力、调整产业结构并带动经济可持续发展的使命。供给侧结构性改革改变了战略性新兴产业发展的宏观环境, 赋予其更多的机遇和有利政策, 但也提出了新的要求。我国战略性新兴产业面临着产业结构雷同、重复建设、资源浪

费等问题, 在一定程度上导致战略性新兴产业无效供给过度和有效供给不足。党的十九大报告明确提出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”, 那么, 在供给侧结构性改革的过程中, 如何实现战略性新兴产业的高质量发展是一个亟需解决的问题。其中, 如何引导有限的资本向产业内最有效的领域流动, 也就是如何提高资本配置效率, 这是决定战略性新兴产业能否高质量发展的关键性问题。

什么决定了企业的投资行为? 这一直是学者研究重点问题, 但是, 以往研究忽视了公司战略对企业投资行为的影响。公司战略确定了公司的基本目标, 并且明确了应采取的约定和行动以完成这些目标(Chandler,

1962)^[2]。Miles和Snow(1978, 2003)^{[4] [5]}根据企业产品和市场的更新速度,沿着从激进到保守的趋势,定义了三种公司战略类型,依次是进攻型战略、分析型战略和防御型战略。公司战略是公司决策的基础,公司战略的差异将导致股东与管理层之间的信息和利益不对称程度产生差异,而这种差异可能会影响到管理层投资决策的目标函数和决策空间,进而影响到企业的投资效率,也即资本配置效率。那么,若要通过改善战略性新兴产业的投资行为,促进其高质量发展,公司战略则是一个重要考虑因素。故此,本文尝试从公司战略层面,剖析战略性新兴产业企业的投资水平及资本配置效率问题,为推动战略性新兴产业企业的高质量发展提供新思路。

基于上述分析,借鉴Bentley等(2013)^[1]和孙健等(2016a)^[16]对公司战略的度量方法,利用2003~2016年我国战略性新兴产业A股上市公司的数据,研究发现:公司的投资水平及资本配置效率与其实施的战略显著相关,公司实施的战略越激进,则投资水平越高,然而投资效率却与之相反,也即资本配置效率越低;进一步研究结果显示:银行信贷会加剧公司战略与投资水平及资本配置效率之间的关系,市场竞争则能抑制公司战略对投资水平及资本配置效率的影响。本文贡献主要体现在以下几个方面:第一,丰富了战略性新兴产业上市公司投资行为和资本配置效率的相关研究。鲜有文献从具有全局性和长远性的公司战略层面,考察战略性新兴产业上市公司投资水平和资本配置效率。本文研究发现可以更加深入地理解战略性新兴产业上市公司的投资行为。第二,已有文献考察了公司战略的经济后果,但现有证据依然有限。从战略性新兴产业上市公司的投资水平和资本配置效率视角,探析公司战略的经济后果,提供了对公司战略如何影响财务行为的增量认识。第三,提醒投资者和相关部门关注公司战略对战略性新兴产业上市公司的投资水平和资本配置效率的影响,从公司战略视角对如何引导资本有效的流动,以保证资本配置效率,最终实现战略性新兴产业高质量发展,提供了一定的政策参考。

文献回顾

公司战略是各项决策的基础,已有学者对其经济后

果进行了研究。Bentley等(2013)^[1]认为,激进的公司战略很可能导致财务报告违规的发生,并且外部审计师能够感知这一风险,因此增加了更多的审计投入。Higgins等(2014)^[3]研究显示,上市公司税收规避程度与公司战略激进程度显著正相关。孙健等(2016a)^[16]认为,上市公司的盈余管理行为与其战略相关,若公司战略较为激进,则上市公司很可能存在较高的盈余管理水平。刘行(2016)^[12]则从会计稳健性角度,考察公司战略对上市公司会计政策性质的影响,研究发现:上市公司战略越激进,越可能采取不稳健的会计政策,导致其会计稳健性水平较低。在不稳健会计政策下操纵盈余,很可能导致上市公司股价崩盘风险增加,孙健等(2016b)^[17]则证实了这一点。王化成等(2016)^[18]还发现公司战略的激进程度与过度投资显著正相关。由上可知,现有关于公司战略经济后果的研究主要涉及审计投入、税收规避和盈余信息质量等方面,在企业投资方面,仅有王化成等(2016)^[18]研究了公司战略对过度投资的影响。

战略性新兴产业具有技术密集、资源消耗少、发展空间大、综合效益好等特点,是我国产业结构调整的重要方向,培育经济新增长的重要突破口,因此政府给予了有力的财税金融支持。已有研究表明,政府提供的财税和金融支持促进了战略性新兴产业企业增加创新投资。卢馨等(2018)^[13]认为政府提供的财政补贴越多,企业的研发投资越大。石璋铭和谢存旭(2015)^[14]发现,在金融发展水平较高的地区,银行间竞争能够缓解战略性新兴产业面临的融资约束,企业的研发投资较高。但是,还有研究表明战略性新兴产业企业可能通过盈余管理来粉饰业绩,以获得更多的补贴,并且财政补贴可能被用于与产业发展无关的社会资本投资,而没有增加创新投资(肖兴志和王伊攀, 2014)^[20]。即便战略性新兴产业企业增加了创新投资,企业绩效也并未必然增加(董明放和韩先锋, 2016)^[10]。张中华和牡丹(2014)^[21]认为财政补贴没有提高战略性新兴产业的投资效率,这与政府对战略性新兴产业进行补贴的初衷相悖。

根据上述可知,较多研究认为我国政府对战略性新兴产业的政策支持,并没有被用在“刀刃”上,战略性新兴产业的投资效率没有提高,企业业绩也没有明显的提升。这在一定程度上能够解释我国战略性新兴产业存

在的无效供给过度和有效供给不足问题。然而，为什么我国政府如此支持战略性新兴产业的发展，上述问题依然存在？鲜有文献对此进行研究。公司战略明确了公司目标，并为实现目标确定了一系列相关的约定和行动，是公司各项决策的基础。本文认为，基于战略性新兴产业的相关研究不能忽视公司的战略异质性。虽然王化成等(2016)^[18]考察了公司战略与过度投资关系，但是，还未有文献专门探究战略性新兴产业企业的公司战略对企业投资行为的影响。本文则从微观层面的公司战略视角，对战略性新兴产业上市公司投资水平和资本配置效率问题进行研究，以期提供新的增量文献。

理论分析与假设提出

战略性新兴产业是以重大技术突破和重大发展需求为基础的产业，它对经济社会全局和长远发展具有重要引领带动作用。基于战略性新兴产业对经济社会发展的作用和贡献，中央连同各级政府不断加大扶持力度，促进战略性新兴产业的培育和发展。然而，真正决定战略性新兴产业能否得到长足发展的是微观企业本身。公司战略是微观企业决策的基础，包涵了实现企业目标而计划并实施的约定和行动，且实施不同战略的企业，其设定的经营目标、采取的盈利模式以及构建的组织结构存在一定的差异(Chandler, 1962)^[2]。投资是驱动企业创造财富的主要力量，决定了企业未来的盈利能力和能否可持续发展，因而投资决策在企业经营活动中占据了重要地位(辛清泉等, 2007)^[19]。那么，若要保证战略性新兴产业的良性发展，则必须厘清战略性新兴产业企业的公司战略与投资行为的关系。

Miles和Snow(1978, 2003)^{[4] [5]}根据公司产品和市场的更新速度，沿着从激进到保守的趋势，定义了三种公司战略类型，依次是进攻型战略、分析型战略和防御型战略。对于实施进攻型战略的公司而言，其业绩成长性较高，比较重视产品研发和市场开拓。但是，这也导致公司业绩存在较大的波动。相反，防御型公司的业绩增长速度较慢但相对稳定，这类公司不热衷于开发新产品和新市场，而更重视产品的质量。新产品的研发和新市场的开拓需要较多的研发投入和较高的市场开拓费用。具体到战略性新兴产业，“重大技术创新”是其发展的

关键，而原创性的技术发现或发明要有较高水平的前期技术积累和后续研发能力，研发周期和产业化周期均较长，这就需要大量且持续不断的资金投入。因此，在战略性新兴产业中，战略较为激进的公司为了保持较高成长性，则会进行较大规模投资，导致其投资水平较高。

此外，虽然战略较为激进的公司较高业绩增长率来自于开发新产品和新市场，但是产品研发和市场开拓的不确定性较大。特别地，战略性新兴产业企业主要从事创新创业活动，而它的一个显著特征就是不确定性，也即，资源必须被投入到不可逆转且收益不确定的项目中。那么，这可能导致战略性新兴产业企业的管理层，因风险规避而放弃长期的创新研发和市场开拓项目。已有研究表明，通过股权激励特别是股票期权方式，能促使规避风险的管理层主动承担风险，做出风险性较高的投资决策以提升企业未来价值(Rajgopal和Shevlin, 2002)^[7]。还有研究发现，股权激励能够增加战略性新兴产业企业的创新投资。Rajagopalan(1997)^[6]则发现战略较为激进的公司更倾向于在管理层薪酬中增加股票期权的比例，其目的就是为了提高管理层的风险承担。但是，战略较为保守的公司则通常基于财务业绩指标来确定管理层的薪酬，薪酬往往以固定的形式存在，且激励形式也比较少(Singh和Agrawal, 2002)^[9]。因此，在战略性新兴产业中，战略较为激进的公司和管理层薪酬契约中设定的股票期权比例高于战略较为保守的公司，致使前者的管理层愿意进行更多的风险承担，能够接受高风险和长期性的投资项目，也就倾向于做出更大规模的投资。另外，国家对战略性新兴产业进行大力扶持，提供大量的政府补贴并通过其他金融政策来降低企业面临的融资约束，这也就给战略性新兴产业企业提供了资金保障。那么，如果战略性新兴产业企业实施的战略较为激进，则管理层更会利用融资不再受限这一便利来扩大投资规模(李云鹤和李文, 2016)^[11]。故此，提出本文假设1：

H1：在其他条件一定的情况下，战略性新兴产业上市公司实施的战略越激进，投资水平越高。

前文分析了战略性新兴产业企业的公司战略对投资水平的影响，然而资本的投入未必是有效的，也即投资水平较高并不代表投资效率也较高。激进的公司战略可能导致较低的资本配置效率。我国战略性新兴产业出现

的产业结构雷同、重复建设、资源浪费等问题便是一种现实反映。战略性新兴产业企业较为激进的公司战略导致资本配置效率降低的原因，可以从以下三方面进行解释。首先，战略性新兴产业本身具有不可预测性和较高技术风险的特征。战略性新兴产业发展的核心是技术创新，重大技术创新一般都面临着很大的不确定性，并且技术开发之后的市场应用也存在一定的不确定性。然而，战略较为激进的公司致力于研发新产品和开拓新市场，这需要较多的资金投入，但是，产出却具有较高的不确定性。相反，战略较为保守的公司倾向于保证现有产品的质量和市场，产出的不确定性较低。因此，前者的投资回报率相对较低。那么，在战略性新兴产业中，如果企业实施较为激进的公司战略，其投资回报率理应更低。

再者，股东和管理层之间的信息和利益不对称程度会因公司战略的不同而存在差异，这一差异影响到管理层对投资决策的执行以及投资结果。如前文所述，战略较为激进的公司往往会增加薪酬契约中股票期权比例，以提高管理层的风险承担水平，而战略较为保守的公司管理层薪酬更多以固定薪酬的形式存在(Singh和Agrawal, 2002)^[9]。股权激励实施的初衷是为了缓解股东和管理层之间的信息不对称和利益不对称，然而，同时它也增加了管理层进行盈余操纵来提高短期股价的自利动机。特别地，战略性新兴产业企业为了粉饰业绩，可能通过盈余管理获取财政补贴。盈余管理的增加导致会计信息质量下降，而会计信息质量与投资效率正相关。此外，在不确定因素更多、投资水平更高的战略性新兴产业中，管理层为了达到股权激励计划中的行权约束条件，获取股票期权带来的巨大收益，还可能直接操控其投资行为，以牺牲公司长远利益为代价，实现自身利益最大化，导致公司的投资效率降低。

最后，公司的组织结构也因公司战略类型的不同而存在较大差异。在战略较为激进的公司中，组织结构冗杂且分散，因其稳定性较差而导致经常发生员工更换。但是，在战略较为保守的公司中，员工任期却较长，因为其组织结构更加集中且运行高效(Miles和Snow, 1978; 2003)^{[4] [5]}。战略较为激进的公司组织结构和人员的不稳定，导致其内部控制体系的不稳定，因而这类公司的内

部控制质量相对较差。与传统产业相比，战略性新兴产业所处的经济、市场和技术环境处于快速变化的状态之中，在这种环境下企业的组织结构更加不稳定，导致内部控制相对更差。然而，内部控制质量对公司投资具有重要影响，良好的内部控制可以通过降低信息不对称和缓解代理问题，以及预防和发现非主观故意性错误，来抑制公司的非效率投资。因此，在战略性新兴产业中，战略较为保守的公司因内部控制较好而投资效率较高，战略较为激进的公司则与之相反。基于以上分析，提出本文假设2：

H2：在其他条件一定的情况下，战略性新兴产业上市公司实施的战略越激进，投资效率越低，也即资本配置效率越低。

研究设计

一、样本选择与数据来源

本文以2003~2016年战略性新兴产业A股上市公司为样本，并在原始数据的基础上剔除了以下样本公司：(1)当年ST或PT的公司；(2)主要财务数据缺失的公司，最后得到了6120个观测值。本文主要数据来源为CSMAR数据库，相关数据经过手工计算和整理，还对所有连续变量进行了1%与99%分位Winsorize处理，以消除极端值对研究结果可能产生的影响。此外，对战略性新兴产业A股上市公司样本的选取借鉴孙早和肖利平(2015)^[15]的做法。

二、变量定义与度量

1. 投资水平

借鉴辛清泉等(2007)^[19]的研究经验，以现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”的差额除以年初总资产得到的比值来度量投资水平INV。

2. 资本配置效率

以投资效率度量资本配置效率，借鉴Richardson(2006)^[8]和辛清泉等(2007)^[19]的研究经验，将根据模型(1)计算出的残差绝对值作为投资效率的替代度量。

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TQ_{i,t-1} + \alpha_2 LEV_{i,t-1} + \alpha_3 CASH_{i,t-1} + \alpha_4 AGE_{i,t-1} + \alpha_5 SIZE_{i,t-1} + \alpha_6 RET_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + Industrydummy + Yeardummy + \varepsilon \quad (1)$$

其中， $INV_{i,t}$ 表示公司*i*在第*t*年的投资水平， $TQ_{i,t-1}$ 表

示公司*i*在第*t*-1年的托宾Q值, $LEV_{i,t-1}$ 表示公司*i*在第*t*-1年的资产负债率, $CASH_{i,t-1}$ 表示公司*i*在第*t*-1年的现金持有量, $AGE_{i,t-1}$ 表示公司*i*在第*t*-1年的上市年限, $SIZE_{i,t-1}$ 表示公司*i*在第*t*-1年的总资产规模, $RET_{i,t-1}$ 表示公司*i*在第*t*-1年的股票回报率, $Industrydummy$ 表示行业虚拟变量和 $Yeardummy$ 表示年度虚拟变量。投资效率为根据模型(1)计算得到的残差绝对值, 以 $INVEFF_{i,t}$ 表示, $INVEFF_{i,t}$ 值越大, 表示公司*i*在第*t*年的投资效率越低, 也即资本配置效率越低。

3. 公司战略

借鉴Bentley等(2013)^[11]和孙健等(2016a)^[16]的研究方法来衡量公司战略。具体地, 基于公司特征, 利用研发支出与销售收入的比值、员工人数与销售收入的比值、销售收入增长率、销售费用和管理费用之和与销售收入的比值、员工人数波动性、固定资产与总资产的比值等六个指标构建公司战略指标。计算方法是: (1)计算上述六个指标过去五年的移动平均值。(2)按照年度-行业, 依据前五个指标的取值, 将样本公司从小到大依次平均分为五等, 并依次赋值为1、2、3、4、5; 对于第六个指标, 依然将样本公司按照取值从小到大的顺序依次平均分为五等, 但赋值的方式相反, 即依次赋值为5、4、3、2、1。(3)加总计算六个指标的得分, 得到公司战略指标STRA。STRA取值越大, 意味着公司战略的激进程度越高, 反之, 保守程度越高。

4. 控制变量

借鉴Richardson(2006)^[8]、辛清泉等(2007)^[19]的研究经验, 本文在考察公司战略对投资水平的影响时控制了公司规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)、现金流量(OCF)、现金持有量(CASH)、投资机会(TQ)、成长性(GROWTH)、固定资产比例(TANG)、上市年限(AGE)、产权性质(SOE)、是否亏损(LOSS)。在考察公司战略对投资效率的影响时, 增加了对管理费用率(MCOST)和其他应收款率(OTREC)的控制, 且所有控制变量均滞后一期。此外, 还控制了行业和年度固定效应。表1列示了变量的具体定义和度量方法。

三、实证模型

为对本文提出的研究假设1和假设2进行检验, 构建OLS多元回归模型(2)和(3)分别进行回归分析, 即:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STRA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 OCF_{i,t-1} + \beta_5 CASH_{i,t-1} + \beta_6 TQ_{i,t-1} + \beta_7 GROWTH_{i,t-1} + \beta_8 TANG_{i,t-1} + \beta_9 AGE_{i,t-1} + \beta_{10} SOE_{i,t-1} + \beta_{11} LOSS_{i,t-1} + Industrydummy + Yeardummy + \varepsilon \quad (2)$$

$$INVEFF_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STRA + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 LEV_{i,t-1} + \gamma_4 OCF_{i,t-1} + \gamma_5 CASH_{i,t-1} + \gamma_6 TQ_{i,t-1} + \gamma_7 GROWTH_{i,t-1} + \gamma_8 TANG_{i,t-1} + \gamma_9 AGE_{i,t-1} + \gamma_{10} SOE_{i,t-1} + \gamma_{11} LOSS_{i,t-1} + \gamma_{12} MCOST_{i,t-1} + \gamma_{13} OTREC_{i,t-1} + Industrydummy + Yeardummy + \varepsilon \quad (3)$$

通过模型(2)考察战略性新兴产业企业的公司战略对投资水平的影响, 若STRA的回归系数 β_1 显著为正, 则支持本文假设1, 即公司战略的激进程度与投资水平显著正相关; 通过模型(3)考察战略性新兴产业企业的公司战略对投资效率的影响, 若STRA的回归系数 γ_1 显著为正, 则支持本文假设2, 公司战略激进程度越高, 非效率投资越高, 也即资本配置效率越低。

实证结果与分析

一、描述性统计

表2列示了变量的描述性统计结果。其中, 投资水平

表1 变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	投资水平	INV	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)除以年初总资产
	资本配置效率	INVEFF	以根据模型(1)计算得到的残差绝对值衡量资本配置效率
待检验变量	公司战略	STRA	参照Bentley等(2013) ^[11] 和孙健等(2016a) ^[16] 的方法计算的公司战略变量
控制变量	公司规模	SIZE	年末总资产数额的自然对数
	财务杠杆	LEV	年末资产负债率
	现金流量	OCF	当期经营活动产生的现金流量净额占总资产的比率
	现金持有量	CASH	年末货币资金占总资产的比率
	投资机会	TQ	托宾Q值=(年末流通股数×年末股价+年末非流通股数×每股净资产+年末负债总额)/年末总资产
	成长性	GROWTH	本年营业收入增长率
	固定资产比例	TANG	年末固定资产净额占总资产的比率
	上市年限	AGE	截至本年公司上市年数的开方值
	产权性质	SOE	实际控制人性质, 若为国有, 则SOE取值为1, 否则为0
	是否亏损	LOSS	当上市公司本年发生亏损时, 取值为1, 否则为0
	管理费用率	MCOST	当期管理费用占营业收入的比率
	其他应收款率	OTREC	年末其他应收款占总资产的比率
		行业	Industrydummy
	年度	Yeardummy	年度虚拟变量

表2 描述性统计

变量名称	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
INV	6120	0.06	0.04	0.07	-0.07	0.36
INVEFF	6120	0.05	0.04	0.05	0	0.35
STRA	6120	18.13	18	4.21	6	30
SIZE	6120	21.74	21.68	1.1	19	24.95
LEV	6120	0.49	0.49	0.21	0.08	1.36
OCF	6120	0.05	0.04	0.07	-0.16	0.26
CASH	6120	0.16	0.14	0.1	0.01	0.52
TQ	6120	2	1.45	1.82	0.27	11.46
GROWTH	6120	0.21	0.09	0.58	-0.77	3.61
TANG	6120	0.26	0.23	0.14	0.02	0.69
AGE	6120	3.28	3.32	0.69	2	4.69
SOE	6120	0.6	1	0.49	0	1
LOSS	6120	0.13	0	0.33	0	1
MCOST	6120	0.1	0.08	0.09	0.01	0.73
OTREC	6120	0.03	0.01	0.05	0	0.35

(INV)的均值是0.06, 中位数是0.04, 标准差是0.07, 表明战略性新兴产业上市公司之间的投资水平存在一定差异; 投资效率(INVEFF)的均值是0.05, 中位数是0.04, 标准差是0.05, 均值和中位数偏离较小, 说明几乎没有受到极端值的影响, 同时表明战略性新兴产业上市公司存在非效率投资现象; STRA的均值是18.13, 中位数是18, 标准差为4.12, 最小值为6, 最大值为30, 总体来看, 战略性新兴产业上市公司多数实施的是分析型战略, 且不同上市公司之间实施的战略类型存在较大差异。

二、多元回归分析

为更加合理验证本文提出的假设, 对模型(2)和模型(3)进行多元回归分析, 表3的Panel A列示了回归结果。模型(2)中STRA的回归系数是0.002, 在1%水平上显著, 说明在战略性新兴产业上市公司中, 公司战略越激进, 越有可能进行较高规模的投资, 这与本文主假设1的预期一致; 在模型(3)中STRA的回归系数是0.001, 在1%水平上显著, 说明在战略性新兴产业上市公司中, 公司战略与非效率投资之间显著正相关, 也即与资本配置效率显著负相关, 说明上市公司实施的战略越激进, 则投资效率越低, 也就是资本配置效率较低, 这与本文主假设2的预期一致。

三、进一步分析

1. 激进的公司战略导致过度投资抑或投资不足?

前文中本文提出的两个假设得到验证, 也即战略性

新兴产业上市公司的战略越激进, 投资水平越高, 但是投资效率却越低。那么, 战略较激进的公司之非效率投资表现为过度投资还是投资不足? 为解答这一问题, 将根据模型(1)计算出的残差>0的样本组定义为过度投资组, 将残差<0的样本组定义为投资不足组, 对模型(2)进行分组回归。

分组回归结果如表3 Panel B所示, 在过度投资样本组中, STRA的系数为0.002, 在1%水平上显著, 在投资不足样本组中, STRA的系数为-0.001, 在1%水平上显著。这表明战略性新兴产业上市公司的战略激进程度与过度投资显著正相关, 与投资不足显著负相关, 也即战略越激进的上市公司越可能进行过度投资, 投资不足的概率也越小。这可能是因为政府在财政补贴和金融政策方面给战略性新兴产业提供了重要支持, 战略较为激进的公司又更倾向于研发新产品和开拓新市场, 加之股权激励较多且内部控制较弱, 导致其进行过度投资的概率较大。

2. 银行信贷对公司战略与投资水平和资本配置效率关系的影响

在条件允许的情况下, 现实中的企业普遍倾向于扩张, 实施激进型战略的公司更是如此。我国资本市场对股权融资的管制比较严格, 上市公司若想进行股权融资, 则需要许多方面达到证监会的标准。此时, 银行贷款便成了上市公司进行投资的主要资金来源。政府对战略性新兴产业的大力扶持, 为上市公司贷款提供了便利。上市公司获得的银行贷款越多, 可用于投资的资源就越多, 也就越可能性进行过度投资, 投资效率越低。如果战略较为激进的公司拥有更多的银行贷款, 管理层在“帝国建立”的偏好下, 很可能扩大其投资规模, 哪怕投资项目是非盈利的, 然而这就导致投资效率更低。

对此, 构建模型(4)和模型(5)进行检验, 其中LOAN为现金流量表的银行贷款, 用借款收到的现金与总资产的比值表示, STRA*LOAN为公司战略与银行信贷的交乘项。

$$\begin{aligned}
 INV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 STRA_{i,t} + \beta_2 LOAN_{i,t-1} + \beta_3 STRA_{i,t} * LOAN_{i,t-1} + \\
 & \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 OCF_{i,t-1} + \beta_7 CASH_{i,t-1} + \beta_8 TQ_{i,t-1} + \\
 & \beta_9 GROWTH_{i,t-1} + \beta_{10} TANG_{i,t-1} + \beta_{11} AGE_{i,t-1} + \beta_{12} SOE_{i,t-1} + \\
 & \beta_{13} LOSS_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

$$INVEFF_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STRA + \gamma_2 LOAN_{i,t-1} + \gamma_3 STRA_{i,t} * LOAN_{i,t-1} + \gamma_4 SIZE_{i,t-1} + \gamma_5 LEV_{i,t-1} + \gamma_6 OCF_{i,t-1} + \gamma_7 CASH_{i,t-1} + \gamma_8 TQ_{i,t-1} + \gamma_9 GROWTH_{i,t-1} + \gamma_{10} TANG_{i,t-1} + \gamma_{11} AGE_{i,t-1} + \gamma_{12} SOE_{i,t-1} + \gamma_{13} LOSS_{i,t-1} + \gamma_{14} MCOST_{i,t-1} + \gamma_{15} OTREC_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

表3 Panel C列示了模型(4)和模型(5)的实证检验结果。由模型(4)的检验结果可知,公司战略与银行信贷的交乘项(STRA*LOAN)的系数为0.006,且在1%水平上显著,这表明若实施激进型的战略获得更多的银行贷款,则会有更高的投资水平。然而,根据模型(5)的回归结果,公司战略与银行信贷的交乘项(STRA*LOAN)的系数为0.004,且在1%水平上显著,这说明在公司战略越激进且银行贷款越多的情况下,投资效率却越低,上述分析得以验证。

3.市场竞争对公司战略与投资水平和资本配置效率关系的影响

市场竞争具有信息揭示和清算威胁两种效应。信息

揭示效应表现在能够加强或替代某些公司治理机制的作用,提升信息披露质量,有助于投资者对管理层的经营能力和努力程度进行评价,遏制管理层的事前信息和事后行为隐藏,从而缓解信息不对称。清算威胁效应表现为,当处于竞争激烈的环境时,公司的经营风险增加,管理层面临更大的业绩压力,其职位安全受到威胁,这就促使管理层谨慎投资,努力为企业创造价值。本文认为,市场竞争环境会影响公司战略与投资水平和资本配置效率的关系,在市场竞争的信息揭示效应和清算威胁效应影响下,战略激进的公司亦会慎重考虑其投资行为。

对此,构建模型(6)和模型(7)进行检验。借鉴已有研究,采用赫芬达尔指数(HHI)衡量市场竞争程度,HHI越

表3 多元回归分析与进一步分析结果(续)

	Panel C进一步分析2		Panel C进一步分析3	
	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)
STRA	0.001*** (2.85)	-0.000 (-1.20)	0.006*** (2.72)	0.004** (2.15)
LOAN	-0.015 (-0.99)	-0.024* (-1.88)		
COMP			0.078 (1.62)	0.042 (1.08)
STRA* LOAN	0.006*** (7.34)	0.004*** (5.67)		
STRA* COMP			-0.004 (-1.63)	-0.003* (-1.67)
SIZE	0.009*** (9.78)	-0.003*** (-3.40)	0.010*** (10.59)	-0.002*** (-3.18)
LEV	-0.039*** (-9.04)	0.012*** (3.21)	-0.005 (-1.24)	0.029*** (8.30)
OCF	0.121*** (10.36)	0.006 (0.60)	0.093*** (7.55)	-0.011 (-1.09)
CASH	0.025*** (2.99)	0.008 (1.14)	0.011 (1.26)	-0.001 (-0.08)
TQ	0.004*** (7.67)	0.003*** (7.23)	0.004*** (6.26)	0.003*** (6.91)
GROWTH	-0.001 (-0.52)	-0.001 (-0.74)	-0.002 (-1.15)	-0.001 (-1.14)
TANG	0.072*** (10.38)	0.014** (2.34)	0.082*** (11.22)	0.018*** (3.05)
AGE	-0.010*** (-8.45)	-0.001 (-1.30)	-0.012*** (-9.03)	-0.002* (-1.66)
SOE	0.004** (2.20)	0.001 (0.91)	-0.001 (-0.31)	-0.001 (-0.52)
LOSS	-0.016*** (-6.43)	0.005** (2.35)	-0.024*** (-9.18)	0.003 (1.39)
MCOST		0.056*** (6.36)		0.030*** (3.42)
OTREC		-0.001 (-0.06)		-0.019 (-1.23)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	6120	6120	6120	6120
Adj-R ²	0.224	0.198	0.135	0.172

注:括号内为T值,*、**、***分别代表在10%、5%、1%水平上显著。

表3 多元回归分析与进一步分析结果

	Panel A多元回归分析		Panel B进一步分析1	
	模型(2)	模型(3)	过度投资组	投资不足组
STRA	0.002*** (9.99)	0.001*** (4.25)	0.002*** (4.75)	-0.001*** (-4.74)
SIZE	0.010*** (10.52)	-0.002*** (-3.25)	-0.003* (-1.68)	-0.005*** (-9.76)
LEV	-0.005 (-1.22)	0.029*** (8.38)	0.054*** (5.62)	0.021*** (8.68)
OCF	0.093*** (7.61)	-0.010 (-1.07)	0.017 (0.71)	-0.050*** (-6.99)
CASH	0.011 (1.23)	-0.001 (-0.11)	0.026 (1.55)	-0.006 (-1.21)
TQ	0.004*** (6.21)	0.003*** (6.86)	0.005*** (4.88)	0.001*** (2.98)
GROWTH	-0.002 (-1.13)	-0.001 (-1.12)	-0.000 (-0.02)	-0.002** (-2.24)
TANG	0.082*** (11.26)	0.018*** (3.08)	0.048*** (3.19)	-0.016*** (-3.87)
AGE	-0.012*** (-8.99)	-0.002 (-1.61)	-0.004 (-1.52)	-0.000 (-0.38)
SOE	-0.001 (-0.32)	-0.001 (-0.56)	0.001 (0.21)	0.000 (0.13)
LOSS	-0.024*** (-9.20)	0.003 (1.37)	0.000 (0.06)	0.008*** (5.58)
MCOST		0.030*** (3.41)	0.043 (1.55)	0.045*** (7.72)
OTREC		-0.019 (-1.22)	-0.054 (-1.06)	0.009 (0.90)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	6120	6120	2178	3942
Adj-R ²	0.135	0.166	0.102	0.445

注:括号内为T值,*、**、***分别代表在10%、5%、1%水平上显著。

低说明市场集中程度越低，市场竞争程度越高，HHI越高说明市场集中程度越高，市场竞争程度越低。为方便理解数据结果，用COMP替代HHI，其中 $COMP=1-HHI$ ，COMP越大，市场竞争程度越大，COMP越小，市场竞争程度越小， $STRA*COMP$ 为公司战略与市场竞争的交乘项。

$$INV_{i,t}=\beta_0+\beta_1STRA_{i,t}+\beta_2COMP_{i,t-1}+\beta_3STRA_{i,t}*COMP_{i,t-1}+\beta_4SIZE_{i,t-1}+\beta_5LEV_{i,t-1}+\beta_6OCF_{i,t-1}+\beta_7CASH_{i,t-1}+\beta_8TQ_{i,t-1}+\beta_9GROWTH_{i,t-1}+\beta_{10}TANG_{i,t-1}+\beta_{11}AGE_{i,t-1}+\beta_{12}SOE_{i,t-1}+\beta_{13}LOSS_{i,t-1}+\sum Industry+\sum Year+\varepsilon \quad (6)$$

$$INVEFF_{i,t}=\gamma_0+\gamma_1STRA+\gamma_2COMP_{i,t-1}+\gamma_3STRA_{i,t}*COMP_{i,t-1}+\gamma_4SIZE_{i,t-1}+\gamma_5LEV_{i,t-1}+\gamma_6OCF_{i,t-1}+\gamma_7CASH_{i,t-1}+\gamma_8TQ_{i,t-1}+\gamma_9GROWTH_{i,t-1}+\gamma_{10}TANG_{i,t-1}+\gamma_{11}AGE_{i,t-1}+\gamma_{12}SOE_{i,t-1}+\gamma_{13}LOSS_{i,t-1}+\gamma_{14}MCOST_{i,t-1}+\gamma_{15}OTREC_{i,t-1}+\sum Industry+\sum Year+\varepsilon \quad (7)$$

表3 Panel C列示了模型(6)和模型(7)的实证检验结果。由模型(6)的检验结果可知，公司战略与市场竞争的交乘项($STRA*COMP$)的系数为-0.004，说明市场竞争能够抑制公司战略与投资水平的正向关系。由模型(7)的检验结果可知，公司战略与市场竞争的交乘项($STRA*COMP$)的系数为-0.003，在10%水平上显著，这表明市场竞争的信息揭示效应和清算威胁效应促使战略激进型公司的管理层谨慎投资，降低了非效率投资，提高了资本配置效率。

四、稳健性测试

本文进行了如下稳健性检验：(1)在从六个维度构建企业战略指标时，以无形资产占总资产的比重作为研发投入的替代变量，然而这种替代未必合理。为此，剔除这一维度，以其他五个维度为基础重新构建公司战略指标。(2)《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》在2010年颁布，意味着培养和发展战略性新兴产业上升到国家战略层面，会出现明显的政策效应。为使研究结果更加稳健，在对主测试进行回归分析时，剔除了2010年之前的数据。(3)为缓解截面相关和时间序列相关问题，对主测试回归分析时，进行公司与年度两个层面的Cluster处理。(4)公司层面不可观测的因素可能影响本文的结论，但是这种影响可能未被有效控制。为解决这一问题，采用固定效应回归对主测试进行分析。(5)为解决本文存在的自选择问题，借鉴刘行(2016)^[12]的研究经验，进行了Heckman两阶段回归。限于篇幅，稳健性

测试结果不展示，但与主测试回归结果基本保持一致。

结论与建议

本文考察战略性新兴产业上市公司的公司战略对投资水平和资本配置效率的影响。研究表明：战略性新兴产业上市公司实施的战略越激进，则投资水平越高，但非效率投资越多，也即资本配置效率越低。进一步的分析结果显示：公司战略与过度投资显著正相关，与投资不足显著负相关；银行信贷加剧了公司战略与投资水平和非效率投资的正向关系；市场竞争则对公司战略与投资水平和非效率投资的正向关系有抑制作用。

据此，启示与建议主要有：(1)战略是企业运作的核心，本文从投资行为角度对此进行了验证。为实现战略性新兴产业的高质量发展，公司战略的异质性不可忽视。战略性新兴产业上市公司应实施恰当的企业战略，既要保证一定的投资水平以促进经济增长，又要保证较高投资效率以实现战略性新兴产业高质量发展。(2)相关部门应采取有效措施将战略性新兴产业的投资规模控制在有利于其发展的水平，提高其资本配置效率。根据本文研究，在对战略性新兴产业提供金融或财政支持时，应将企业战略作为重要考虑因素，对战略较为激进的公司应提供适度的银行贷款，并加强对贷款使用的监督，还需加快市场化进程改革，促进有效的市场竞争，以提高战略性新兴产业的资本配置效率。(3)对战略性新兴产业上市公司的业绩评价要强化效率观。战略性新兴产业要引领经济高速发展，并不意味着盲目地扩大投资，企业应该时刻关注在同行业中的发展水平和所处位置，保证其投资效率，方能真正发挥战略性新兴产业的支柱和先导作用。(4)上市公司实施的战略类型应是投资者决策需要考虑的重要因素。公司经营决策的核心基础是公司战略，那么，投资者只有结合上市公司实施的公司战略类型，才能更好地理解上市公司的经营行为，做出恰当的投资决策。 ■

[基金项目：国家自然科学基金地区项目“企业高管侵占型职务犯罪对企业价值的影响研究”(项目编号：71562014)；江西省社科规划办课题“基于供给侧改革的江西省战略性新兴产业企业业绩评价研究”(项目编号：16GL18)；江西省高校人文社会科学重点研究基地项目“薪酬差距与企业创新——基于关键下属高管晋升锦标赛的研究”(项目编号：JD18095)]

(下转第72页)