

可用冗余和过度投资

——基于高管股权激励的调节作用

朱芳芳^{1a},李海舰^{1b},邵剑兵²

(1. 中国社会科学院 a. 研究生院,北京 102488;b. 工业经济研究所,北京 100836;

2. 辽宁大学 商学院,沈阳 110036)

摘要:以我国2012~2016年间沪深两市A股企业为样本,分析了可用冗余与过度投资间的关系及其引发的经济后果,探讨了高管股权激励在可用冗余与过度投资方面存在的作用。结果表明:可用冗余与过度投资正相关;过度投资是可用冗余负向影响企业绩效的中介变量;高管股权激励负向调节可用冗余与过度投资间的关系。

关键词:可用冗余;过度投资;企业绩效;高管股权激励

DOI:10.13956/j.ss.1001-8409.2019.06.15

中图分类号:F270;F272

文献标识码:A

文章编号:1001-8409(2019)06-0084-05

Available Slack and Over-Investment

——Based on the Moderating Effect of Executive Equity Incentives

ZHU Fang-fang^{1a}, LI Hai-jian^{1b}, SHAO Jian-bing²

(1a. Graduate School, 102488; b. Institute of Industrial Economics, 100836, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing;

2. School of Business, Liaoning University, Shenyang 110036)

Abstract: Based on the data of listed companies in Shanghai and Shenzhen A-share market from 2012 to 2016, this paper examines the relationship between available slack and over-investment and its economic consequences. Then it analyzes the moderating effect of executive equity incentives on the relationship between available slack and over-investment. The results are shown below: Available slack is positively related to over-investment, and available slack leads to over-investment which in turn decreases firm performance. It also finds that executive equity incentives will weaken the positive relationship between available slack and over-investment.

Key words: available slack; over-investment; firm performance; executive equity incentives

引言

所有权与经营权的分离引发了代理冲突,扭曲了高管的投资决策,诱发高管实施非效率投资行为以谋取私利,使得过度投资问题普遍存在于企业之中。高管进行过度投资离不开必备的资源支持,迫使其从企业内外部开辟融资渠道。根据啄食顺序理论的解释,高管偏好依靠内部资源开展投资活动,此举可避免将其行为置于外部投资者的密切关注之下,便于其隐藏违约行为^[1]。

随着经济进入结构升级的转型阶段,不少企业积累了大量冗余。冗余可定义为组织的资源池,其超出给定产出水平所需而留存在组织内部。依据资源调用难度,冗余可划分为可用冗余、可恢复冗余以及潜在冗余三种类型^[2]。其中,可恢复冗余已被各项运营活动吸收,锁定在企业内部,无法直接供高管调用;潜在冗余涉及到企业的债务融

资能力,具备较大的不确定性,调用难度最高;可用冗余流动性高,容易检索和获取,可直接用于支持各项业务融资。因此,本文集中关注可用冗余。

作为组织理论中的一个重要概念,可用冗余已成为战略管理相关文献讨论的焦点。目前,关于可用冗余的研究集中在以下三个方面:一是可用冗余与企业创新的关系。李健等认为,可用冗余会对持续性创新投入起到平滑作用^[3];Shaikh等发现可用冗余可以防止研发所需资源中断,确保新产品开发顺利进行^[4]。与之对立、持消极看法的学者认为可用冗余极易滋生无序的创新活动,从而降低创新效率^[5];毕晓方等认为可用冗余会加剧其通过从外部购买技术、专利等实现创新目标的倾向,导致其内部探索式创新能力发展迟缓^[6]。此外,还有学者关注影响可用冗余与企业创新关系的因素。例如,Falco和Renzi分析

收稿日期:2018-11-12

基金项目:国家社会科学基金项目(18BGL081);国家自然科学基金青年项目(71602082);教育部人文社会科学青年项目(16YJC630148)

作者简介:朱芳芳(1992-),女,山东临沂人,博士研究生,研究方向为管理创新(通讯作者);李海舰(1963-),男,山东潍坊人,博士、研究员,研究方向为管理创新;邵剑兵(1973-),男,辽宁盘锦人,博士、教授,研究方向为公司治理。

了沉没成本对可用冗余和企业创新关系的调节作用^[7]; Lee 关注了制度环境对可用冗余与创新投入关系的影响^[8]; 王娜和衣长军考察了企业国际多元化程度对可用冗余与创新强度关系的影响^[9]。二是可用冗余与企业绩效的关系。持积极看法的学者普遍认为可用冗余能够支持企业开展正常的战略投资活动,有益于企业绩效。例如, Vanacker 和 Collewaert 发现易于重新配置的可用冗余能够缓冲来自内外部环境的冲击,确保企业稳定运营^[10]; Latham 和 Braun 发现可用冗余作为超出维持企业正常运营所需的冗余资源,能为研发、生产、营销等业务提供资源支持,缓解融资压力的同时可以创造额外利润^[11]; 赵兴庐等发现可用冗余能够促进企业识别业务发展机会,并提供资源支持,进而提升绩效^[12]; 江旭和沈奥发现可用冗余能支持企业承担起绿色发展的高额成本,进而实现高质量发展^[13]。与之相对立,持消极看法的学者大都基于资源搁置角度认为可用冗余会损害企业绩效。例如, Herold 等认为可用冗余意味着许多资源处于闲置状态,这会导致资源浪费、降低组织运转效率^[14]; Rafailov 认为可用冗余会诱发高管产生懈怠、安于现状的心理,降低其对环境威胁的反应能力,削弱其开展战略投资、促进企业持续成长的动力,导致资源利用率低下、绩效下滑^[15]。此外,还有学者关注了影响可用冗余与企业绩效关系的一些因素。赵立祥和张文源发现创业投资持股比例会负向调节可用冗余与企业绩效间的关系^[16]; 于晓宇等考察了创业拼凑方式对可用冗余与企业绩效关系的作用^[17]; Matz 等分析了企业竞争性行为对可用冗余与企业绩效间关系的影响^[18]; 张晓晔等发现环境动态性会负向调节可用冗余与企业绩效间的关系^[19]。

通过文献梳理,发现学者们已充分意识到可用冗余作为一种内部资源在支持企业投资方面存在重要作用。然而,一方面,既有研究主要关注可用冗余对企业正常战略投资活动的影响及由此所产生的绩效促进作用,而过度投资作为一种非正常、非效率投资活动,以上文献并未对可用冗余与过度投资的关系进行探讨,也较少关注直接影响高管认知的股权激励因素在其中的作用;另一方面,既有关于可用冗余如何危害企业绩效的研究则侧重于从资源搁置角度进行探讨,并未从过度投资角度进行剖析,忽略了过度投资在其中的驱动作用。这就难以全面理清在支持企业投资方面发挥重要作用的可用冗余损害企业绩效的机制。

事实上,尽管可用冗余在支持企业投资、提升企业绩效等方面发挥着积极作用,但是高管存在自利动机,会将可用冗余投入到利己项目之中,其中不乏净现值小于零的项目,由此引发过度投资、损害股东利益和企业绩效。因此,基于代理理论,需要对高管实施股权激励,促使其与股东利益趋向一致^[20]。然而,高管本质上属于“经济人”,故股权激励是否能抑制其代理动机、促使其在可用冗余方面做出利于企业绩效的积极行为值得探讨。鉴于此,本文在考察可用冗余与过度投资关系的基础上,构建起可用冗余损害企业绩效的路径,剖析了高管股权激励对可用冗余与过度投资关系的影响,从而为企业设计激励机制以抑制高管利用可用冗余实施过度投资的代理行为提供理论指导。

1 理论基础与假设提出

1.1 可用冗余与过度投资

可用冗余是高管开展投资活动的必要条件。例如,可用冗余可用于应对由内外经营环境变化引发的紧急情况,避免相关业务发生资源供给短缺的现象^[10];可用冗余可

支持创新活动,促进新产品、新工艺的孵化^[21]。

由此看来,可用冗余在支持企业各项投资活动方面发挥了积极作用。然而,可用冗余并非必然发挥积极作用,这关键取决于高管。高管作为内部代理人,其拥有可用冗余的配置权,该权力包括决定将可用冗余投入到哪些项目、预算编制中资源闲置的数量等^[22]。若高管认真履行“管家”角色,将可用冗余投入到那些净现值为正的项目,此时,可用冗余便会发挥增加股东利益的积极作用。但是,高管本质上是个“经济人”,其会为了追逐财富最大化而做出偏离股东利益的行为。在激励不足、监管缺失的情况下,可用冗余的存在为高管冒着道德风险实施过度投资的违约行为创造了便利条件。这种便利条件主要体现在可用冗余增加了企业的资源储备,营造了较为宽松的内部融资环境,进而既减少了高管开展投资活动的资源约束压力,又降低了高管在配置资源时所受到的审查严格度。当资源压力较小、资源配置审查松懈时,高管极易产生关于过度投资的自利动机。这就意味着,在可用冗余存在的情况下,高管倾向于利用其进行过度投资,以便实现自身利益最大化。具体而言,高管通过利用可用冗余开展不必要的收购活动、支付溢价收购、对绩效较差的模块进行交叉补贴等,使得企业发展超出其最佳规模^[23]。通过管理规模更大的企业,高管可以享受更多收益。如果投资成功,高管可以享受额外的显性薪酬,隐性的声誉、地位也会提升;如果投资失败,高管也可通过资源控制缓冲负面影响,同时也能获得一些隐性收益,例如在职消费、非现金薪酬等^[20]。据此,本文提出如下假设:

H1:可用冗余与过度投资正相关。

1.2 可用冗余、过度投资与企业绩效

本文引入过度投资来研究可用冗余危害企业绩效的路径。高管利用可用冗余开展过度投资不仅是一个谋取私利的过程,也是一个资源配置效率低下的过程。例如,在留存较多可用冗余的企业中,高管偏好利用其进行许多不必要的溢价收购活动,而这些超出正常收购所需的部分冗余资源原本可用于其他项目投资尤其是那些净现值为正的项目投资。这样,就造成了资源浪费,降低了资源利用效率,间接对绩效产生负向影响^[24]。Brush 等的研究也认证了这一点,拥有较多自由资源的企业极易诱发或加剧高管进行帝国建设的动机,使得高管倾向于利用资源投资净现值为负的项目,其结果往往导致企业发展规模扩大,但业绩增长率却远低于那些自由资源较少的企业^[25]。这表明,当可用冗余较多时,高管倾向于以有利于自身利益的方式进行过度投资,而不是将其归还给股东,在损害股东利益的同时会对企业业绩产生负面影响。据此,本文提出如下假设:

H2:过度投资是可用冗余负向影响企业绩效的中介变量。

1.3 可用冗余、过度投资与高管股权激励

依据高管的“经济人”定位,其存在谋取财富最大化的动机。反映到过度投资方面,该动机表现为高管会操纵手头可用资源选择利己而非利于股东利益的项目进行投资,从而引发过度投资代理问题。高管产生此动机的原因主要在于高管利用可用冗余实施违约行为的代理成本较低。相对于可用冗余等内部资源,高管利用外部资源实施违约行为的难度和成本较高。当高管利用外部资源实施投资活动时,其需要向外部投资者实时披露资源使用用途和企业动态,使得其投资过程和行为全部置于外部投

投资者的严密监督之下^[1]。这必然会对高管实施过度投资的自利行为带来难度,增加了其实施和隐藏过度投资行为的成本。

相比之下,可用冗余属于超出现有运营所需的富余部分,当高管利用其开展投资活动时,较少会对企业现有运营活动造成资源约束,且受到的内外关注也相对较少^[5]。这样,就更利于高管实施违约行为,降低了高管利用可用冗余开展过度投资并谋取私利的难度和成本。如果不对高管实施有效激励,那么其就会为了增加私利而凭借内部人优势操纵可用冗余、实施过度投资。考虑到高管扭曲投资决策的根源在于其与股东之间的代理冲突,基于代理理论,赋予高管股权可使其由之前的“管家”转化为“合伙人”。这样,高管不仅可以获取短期薪酬,还可以分享剩余价值。由此,才能让高管与股东利益趋于一致,促使高管放弃或减少利用可用冗余开展过度投资的行为。据此,本文提出如下假设:

H3: 高管股权激励负向调节可用冗余与过度投资的关系。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文选择2012~2016年沪深两市A股上市公司为研究样本。样本筛选过程中剔除了ST、PT类特殊处理和金融类样本,剔除了公司治理相关数据缺失的样本,剔除了财务相关数据缺失的样本。最终获得2891个观测值。样本数据均来自手工整理、国泰安数据库和万德数据库。

2.2 变量定义

(1) 过度投资 *OI*。本文参照 Richardson 的模型衡量

过度投资^[23],构建如下模型:

$$I_{i,t} = \alpha + \alpha_1 Lev_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Stockret_{i,t-1} + \alpha_5 I_{i,t-1} + \alpha_6 Cash_{i,t-1} + \alpha_7 Age_{i,t-1} + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (1)$$

式(1)中, $I_{i,t}$ 代表第 t 年企业实际新增的固定资产、无形资产、在建工程和长期股权投资除以期初总资产; $Lev_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的资产负债率; $Size_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的企业规模; $Growth_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的企业成长性,采用销售收入增长率进行衡量; $Stockret_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的股票投资报酬率,其等于净利润与期末股东权益的比值; $I_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年企业实际新增的固定资产、无形资产、在建工程和长期股权投资除以期初总资产; $Cash_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的现金持有比率; $Age_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的企业上市年数。此外,模型还引入了年份 *Year* 和行业 *Indus* 作为控制变量。对式(1)进行回归所得出的残差 ε 可作为投资过度或投资不足的衡量标准。参照詹雷和王瑶瑶的研究,若残差 ε 为正,意味着企业当年的投资超过预期,过度投资 $OI = \varepsilon$;若残差 ε 为负,则令过度投资 $OI = 0$,以排除企业当年投资不足对研究的影响^[26]。

(2) 可用冗余 *Slack*。借鉴 Chen 和 Miller 的做法,选取流动资产/流动负债和营运资金/销售收入两个比值,分别将其标准化并相加,以此对可用冗余进行度量^[27]。

(3) 企业绩效 *Perf*。采用托宾 *Q* 进行测量。

(4) 高管股权激励 *Hold*。采用高管持股数量与股本总数的比值加以衡量。

(5) 模型中涉及的其他控制变量详见表1。

表1 变量定义

变量含义	变量符号	变量说明
投资	<i>I</i>	新增的固定资产、无形资产、在建工程和长期股权投资/期初总资产
过度投资	<i>OI</i>	$\varepsilon > 0, OI = \varepsilon; \varepsilon < 0, OI = 0$
可用冗余	<i>Slack</i>	流动资产/流动负债 + 营运资金/销售收入
企业绩效	<i>Perf</i>	(每股价格 × 流通股份 + 每股净资产 × 非流通股份 + 负债账面价值)/总资产
高管股权激励	<i>Hold</i>	高管持股数量/股本总数
资产负债率	<i>Lev</i>	公司负债/公司资产
企业规模	<i>Size</i>	Ln 年末总资产
企业成长性	<i>Growth</i>	(当年销售收入 - 上年销售收入)/上年销售收入
股票投资报酬率	<i>Stockret</i>	净利润/期末股东权益
现金持有比率	<i>Cash</i>	经营活动现金流量/总资产
年龄	<i>Age</i>	公司自上市至当年的年数
企业性质	<i>Owner</i>	国企取1,否则取0
独立董事比例	<i>Inde</i>	独立董事人数/董事人数
董事长和总经理两职合一	<i>Dual</i>	兼任取1,否则取0
股权集中度	<i>Hefc</i>	公司第一大股东持股比例
企业获利能力	<i>EBIT</i>	息税前利润/总资产
资产运用效率	<i>TAT</i>	当年销售收入/总资产
留存收益比率	<i>RET</i>	留存收益/总资产
短期偿债能力	<i>Capi</i>	营运资金/总资产
高管团队稳定	<i>SI</i>	Garner 和 Kale 提出的平稳性指数
行业	<i>Indus</i>	依据证监会2012版行业分类,基于样本行业分布,引入10个行业虚拟变量
年份	<i>Year</i>	2012~2016年度

2.3 模型构建

本文构建以下模型:式(2)用来检验可用冗余与过度投资的关系,若 *Slack* 的系数显著为正,则 H1 成立。关于

H2,为了验证过度投资是可用冗余负向影响企业绩效的中介变量,本文采用中介效应分析法,依次对式(3)、式(2)和式(4)进行检验,必要时做 Sobel 检验。式(5)用来

检验高管股权激励对于可用冗余与过度投资关系的调节作用,若 $Slack \times Hold$ 的系数显著为负,则 H3 成立。

$$OI = b + b_1 Slack + b_2 Size + b_3 Owner + b_4 Lev + b_5 Inde + b_6 Dual + b_7 Herf + b_8 EBIT + b_9 TAT + b_{10} Capi + b_{11} RET + b_{12} SI + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (2)$$

$$Perf = d + d_1 Slack + d_2 Size + d_3 Owner + d_4 Lev + d_5 Inde + d_6 Dual + d_7 Herf + d_8 EBIT + d_9 TAT + d_{10} Capi + d_{11} RET + d_{12} SI + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (3)$$

$$Perf = e + e_1 Slack + e_2 OI + e_3 Size + e_4 Owner + e_5 Lev + e_6 Inde + e_7 Dual + e_8 Herf + e_9 EBIT + e_{10} TAT + e_{11} Capi + e_{12} RET + e_{13} SI + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (4)$$

$$OI = f + f_1 Slack + f_2 Hold + f_3 Slack \times Hold + f_4 Size + f_5 Owner + f_6 Lev + f_7 Inde + f_8 Dual + f_9 Herf + f_{10} EBIT + f_{11} TAT + f_{12} Capi + f_{13} RET + f_{14} SI + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (5)$$

3 实证分析

3.1 描述性统计

表2为变量的描述性统计结果。其中,过度投资样本占总样本的41.78%,其均值为0.0378;可用冗余介于-7.0504至204.8423之间,均值为3.9132,标准差为5.9671,分布较为离散;高管股权激励 Hold 介于0至0.7954之间,均值为0.0843。

表2 描述性统计

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
OI	2891	0.0000	2.0794	0.0378	0.0924
Slack	2891	-7.0504	204.8423	3.9132	5.9671
Hold	2891	0.0000	0.7954	0.0843	1.4750
Perf	2891	0.6837	259.159	2.7618	7.6749
Size	2891	15.5773	25.8090	21.6593	1.0375
Herf	2891	1.0284	60.7333	23.3600	12.2760
Lev	2891	0.0071	13.3969	0.3890	0.3755
Inde	2891	0.2500	0.6670	0.3719	0.0533
TAT	2891	0.0362	5.6810	0.6060	0.3881
EBIT	2891	-1.8948	11.0062	0.0558	0.2181
Capi	2891	-11.6531	0.9492	0.2634	0.3675
RET	2891	-85.3994	0.7338	-0.0231	2.8711
SI	2891	0.0000	1.0000	0.7280	0.2484

3.2 回归分析

3.2.1 可用冗余与过度投资

表3中,模型1a为式(2)的回归分析结果。其中,可用冗余 Slack 与过度投资 OI 显著正相关($\beta = 0.005, p < 0.01$),H1 得到验证。当企业存在较多的可用冗余时,这些资源为高管进行过度投资提供了便利条件,诱使高管开展过度投资进而谋取私利。

3.2.2 可用冗余、过度投资与企业绩效

关于 H2,本文采用中介效应分析方法,依次对式(3)、式(2)和式(4)进行检验,结果分别见模型1b、模型1a和模型1c。模型1b中,可用冗余 Slack 与企业绩效 Perf 显著负相关($\beta = -0.072, p < 0.05$),表明可用冗余对企业绩效存在负向影响。模型1a中,可用冗余与过度投资显著正相关,高管倾向于利用可用冗余进行过度投资。模型1c在模型1a的基础上引入了过度投资 OI,发现可用冗余与

企业绩效显著负相关($\beta = -0.065, p < 0.1$)。这表明,过度投资是可用冗余负向影响企业绩效的中介变量,中介效应显著,支持 H2。

为了进一步验证可用冗余是通过过度投资对绩效产生负向影响,本文进行 Sobel 检验,计算统计量 z ,其公式为: $z = b_1 \times e_2 / \sqrt{b_1^2 \times Se_2^2 + e_2^2 \times Sb_1^2 + Sb_1^2 \times Se_2^2}$ 。其中, Sb_1 、 Se_2 分别为 b_1 、 e_2 的标准误。通过检验 z 统计量,观察式(2)中的 b_1 与式(4)中的 e_2 两者乘积,即 $b_1 \times e_2$ 是否显著异于0。若 $b_1 \times e_2$ 显著异于0,则过度投资在可用冗余与企业绩效方面的中介效应显著;反之,不存在中介效应。通过计算, z 值约为 $-3.43 (p < 0.01)$,说明 $b_1 \times e_2$ 显著异于0。模型1c中可用冗余 Slack 的系数 -0.065 相比模型1b中 Slack 的系数 -0.072 显著变大,表明通过过度投资的间接影响,可用冗余对企业绩效的负向作用得到增强,从而验证可用冗余对企业绩效的负向作用是部分通过中介变量过度投资实现的,再次支持 H2。

3.2.3 可用冗余、过度投资与高管股权激励

表3中,运用分层多元回归分析方法对 H3 进行检验,结果见模型2和模型3。模型2中,引入可用冗余 Slack、高管股权激励 Hold 和控制变量,发现可用冗余 Slack 与过度投资 OI 显著正相关($\beta = 0.005, p < 0.01$),与 H1 保持一致。模型3在模型2的基础上引入 $Slack \times Hold$,发现交互项与过度投资显著负相关($\beta = -0.017, p < 0.05$),且 Slack 与 OI 始终保持显著正相关关系,表明高管股权激励对可用冗余与过度投资的正向关系具有显著的负向调节作用,H3 得到支持。这充分印证只有对高管实施有效的股权激励,才能驱使其为了增加个人财富而将可用冗余投入到真正益于企业发展的项目之中,抑制其利用可用冗余开展过度投资的违约行为。

表3 回归分析结果

变量	模型1a	模型1b	模型1c	模型2	模型3
Slack	0.005 ***	-0.072 **	-0.065 *	0.005 ***	0.007 ***
OI			-1.327 ***		
Hold				0.059	0.160 *
Slack × Hold					-0.017 **
Size	-0.002	-0.285	-0.288	-0.002 *	-0.002
Owner	-0.116 ***	0.117	-0.037	-0.113 ***	-0.108 ***
Lev	0.370 ***	-2.911 **	-2.420 **	0.369 ***	0.373 ***
Inde	0.159	1.740	1.951	0.153	0.133
Dual	0.033 *	-0.077	-0.034	0.025	0.026
Herf	0.0003	-0.013	-0.012	0.0002	0.0003
EBIT	0.069 *	-0.351	-0.259	0.069 **	0.069 **
TAT	-0.140 ***	0.392	0.206 ***	-0.139 ***	-0.144 ***
Capi	-0.267 ***	1.273	0.919 ***	-0.270 ***	-0.266 ***
RET	-0.017 ***	-4.077 ***	-4.100 ***	-0.017 ***	-0.017 ***
SI	-0.019	-0.652	-0.677	-0.021	-0.021
Indus	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制
AD. R ²	0.226	0.568	0.572	0.226	0.233
F 值	41.178 ***	181.580 ***	174.122 ***	39.345 ***	37.870 ***
N	2891	2891	2891	2891	2891

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

4 稳健性检验

借鉴 Geiger 和 Cashen 的做法以速动比率对可用冗余重新度量,并对以上假设进行验证,见表 4 的模型 1a 至模型 2^[28]。其中,为了验证过度投资是可用冗余损害企业绩效的中介变量,本文基于模型 1a、模型 1b 和模型 1c 的回归结果,经 Sobel 检验计算所得的 z 值等于 -2.01 且显著异于 0,说明模型 1c 中可用冗余 Slack 的系数 -0.088 相比模型 1b 中 Slack 的系数 -0.096 显著变大。这表明,通过过度投资的间接影响,可用冗余对企业绩效的负向作用得到增强,从而验证可用冗余对企业绩效的负向作用是部分通过中介变量过度投资实现的,支持 H2。至于其余两个假设,发现各个检验结果与之前结论保持一致。

表 4 稳健性检验结果

变量	模型 1a	模型 1b	模型 1c	模型 2
Slack	0.006 ***	-0.096 **	-0.088 *	0.008 ***
OI			-1.327 ***	
Hold				0.160 **
Slack × Hold				-0.017 **
Size	-0.003	-0.283	-0.287	-0.003
Owner	-0.116 ***	0.114	-0.040	-0.108 ***
Lev	0.376 ***	-2.963 **	-2.463 **	0.380 ***
Inde	0.161	1.698	1.912	0.136
Dual	0.033 *	-0.072	-0.029	0.025
Herf	0.0003	-0.013	-0.012	0.0003
EBIT	0.069 *	-0.353	-0.261	0.069 **
TAT	-0.142 ***	0.427	0.238 ***	-0.146 ***
Capi	-0.255 ***	1.183	0.845 ***	-0.252 ***
RET	-0.017 ***	-4.079 ***	-4.101 ***	-0.017 ***
SI	-0.018	-0.651	-0.675	-0.020
Indus	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
AD. R ²	0.225	0.560	0.569	0.226
F 值	41.061 ***	181.638 ***	174.179 ***	37.752 ***
N	2891	2891	2891	2891

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著

5 研究结论与对策建议

本文得到以下结论:第一,可用冗余与过度投资正相关。可用冗余的存在为高管实施过度投资的违约行为提供了先天资源条件。第二,过度投资是可用冗余负向影响企业绩效的中介变量。高管作为代理人,倾向于利用可用冗余进行过度投资,谋取私利的同时会对企业业绩产生负面影响。第三,高管股权激励负向调节可用冗余与过度投资的关系。对高管实施的股权激励可将其转化为股东角色,激发其为了分享更多的剩余价值而积极利用可用冗余开展正常战略投资活动,促使其放弃或减少利用可用冗余开展过度投资的行为。

本文的理论贡献主要在于:(1)将可用冗余视为一种内部资源,从资源视角关注其对过度投资的作用,进而将可用冗余所引发的代理问题扩展到非效率投资领域,弥补了可用冗余与过度投资关系领域的文献空缺;(2)从过度投资角度分析可用冗余影响企业绩效的机制,将过度投资引发的经济后果与可用冗余进行关联,并在可用冗余、过

度投资与企业绩效三者之间建立起传导机制,理清了可用冗余损害企业绩效的途径,填补了可用冗余负向作用于企业绩效的路径研究空白;(3)考察了高管股权激励对于抑制其利用可用冗余开展过度投资的作用,不仅可弥补股权激励在可用冗余与过度投资关系领域的研究空缺,还拓宽了现代契约理论的应用范围。

除了理论贡献和理论意义,本文还存在重要的管理实践意义:(1)可用冗余具有两面性,其既是待开发的财富,又是未充分利用的冗赘,而这关键取决于高管对其如何使用。若高管积极利用可用冗余,将其用于研发项目、购置设备等,就会提升资源利用效率,推动企业精简瘦身。但是,高管存在获取显性、隐性收益的违约动机,且可用冗余的存在也便利了其实施过度投资行为,导致原本应用于支持企业发展的资源被擅用。因此,需要对高管实施有效激励,谨防高管利用可用冗余实施过度投资,损害企业绩效。(2)鉴于高管利用可用冗余进行过度投资能享受到更多私利,企业应当在对其实实施短期薪酬激励的基础上进一步对其实施长期股权激励,赋予其参与分享企业剩余收益的权力,将其个人利益与股东利益紧密捆绑。受到股权激励的高管为了获取更多的收益,倾向于在可用冗余方面采取积极行为,将其投入到真正益于企业增值的项目之中,抑制过度投资。(3)除了赋予高管股权,企业还应注重健全内部控制。这就需要:一是督促董事认真履行勤勉义务,提升其在公司治理活动中的投入程度与参与质量,强化董事会的监督作用,对高管不良行为加以约束;二是及时并准确披露会计信息,避免高管操纵财务报告;三是创新高管绩效评价指标,可考虑将可用冗余支持净现值为正的项目投资比例纳入进来,关注高管在积极开发可用冗余方面做出的努力。

本文存在以下研究局限:(1)仅研究了可用冗余与过度投资的关系,未来可深入剖析可恢复冗余、潜在冗余两类冗余与过度投资的关系及其引发的经济后果;(2)仅关注了长期高管股权激励对可用冗余与过度投资关系的作用,未来研究可进一步分析高管短期薪酬激励和高管晋升激励两种机制对可用冗余与过度投资关系的影响。

参考文献:

[1] Ahmadimousaabad A, Bajuri N, Jahanzeb A, et al. Trade-off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories[J]. International Journal of Management and Commerce Innovations, 2013, 1(1): 11-18.

[2] Bourgeois L J. On the Measurement of Organizational Slack[J]. Academy of Management Review, 1981, 6(1): 29-39.

[3] 李健,李婷婷,潘镇. 组织冗余、产品市场竞争与创新可持续性[J]. 中国科技论坛, 2016(1): 88-92.

[4] Shaikh I A, O'Brien J P, Peters L. Inside Directors and the Underinvestment of Financial Slack towards R&D - Intensity in High-Technology Firms[J]. Journal of Business Research, 2018, 82(1): 192-201.

[5] Wiersma E. How and When Do Firms Translate Slack into better Performance? [J]. British Accounting Review, 2017, 49(5): 445-459.

[6] 毕晓芳,翟淑萍,姜宝强. 政府补贴、财务冗余对高新技术企业二元创新的影响[J]. 会计研究, 2017(1): 46-52+95.

[7] Falco S E D, Renzi A. The Role of Sunk Cost and Slack Resources in Innovation: A Conceptual Reading in an Entrepreneurial Perspective[J]. Entrepreneurship Research Journal, 2015, 5(3): 167-179.

(下转第 116 页)

- [25] Smith C A, Organ D W, Near J P. Organizational Citizenship Behavior: Its Nature and Antecedents. [J]. Journal of Applied Psychology, 1983, 68(4):653-663.
- [26] 赵红丹,彭正龙. 基于扎根理论的强制性公民行为影响因素研究[J]. 管理评论,2012,24(3):132-139.
- [27] Kahn W A. Psychological Conditions of Personal Engagement and Disengagement at Work [J]. Academy of Management Journal, 1990,33: 692-724.
- [28] Tu Y, Lu X, Jin N C, et al. Ethical Leadership and Team - Level Creativity: Mediation of Psychological Safety Climate and Moderation of Supervisor Support for Creativity [J]. Journal of Business Ethics, 2018(1):1-15.
- [29] Basharat J, Mehdi R N S M, Karim K A, et al. Impact of Inclusive Leadership on Innovative work Behavior: The Role of Psychological Safety [J]. Journal of Management & Organization, 2017, 23(3):472-472.
- [30] Watkins T, Fehr R, He W. Whatever It Takes: Leader Beliefs of Abusive Supervision Instrumentality [J]. Academy of Management Annual Meeting Proceedings, 2017(1):11226.
- [31] Yu W Y. Relationships among Authoritarian Leadership and Affective Commitment and Psychological Well - being: The Moderating Effect of Psychological Capital [J]. Human Resource Management, 2014.
- [32] Michael A, Hogg. Subjective Uncertainty Reduction Through Self-categorization: A Motivational Theory of Social Identity Processes [J]. European Review of Social Psychology, 2000, 11(1): 223-255.
- [33] 曹霞,瞿皎皎. 资源保存理论溯源、主要内容探析及启示 [J]. 中国人力资源开发,2014(15):75-80.
- [34] 杨中芳. 中庸实践思维研究——迈向建构一套本土心理学知识体系 [M]. 本土心理研究取径论丛, 台北, 远流书店, 2008.
- [35] Ma C, Liu H, Gu J, et al. How Entrepreneurs' Zhong-yong Thinking Improves New Venture Performance: The Mediating Role of Guanxi and the Moderating Role of Environmental Turbulence [J]. Chinese Management Studies, 2018(2).
- [36] 李宁,严进. 组织信任氛围对任务绩效的作用途径 [J]. 心理学报,2007(6):1111-1121.
- [37] 吴佳辉,林以正. 中庸思维量表的编制 [J]. 本土心理学研究, 2005(24):247-300.
- [38] Podsakoff P M, Mackenzie S B, Lee J Y, et al. Common Method Biases in Behavioral Research: A Critical Review of the Literature and Recommended Remedies [J]. J Appl Psychol, 2003,88(5): 879-903.
- [39] 温忠麟,侯杰泰,马什赫伯特. 结构方程模型检验:拟合指数与卡方准则 [J]. 心理学报,2004(2):186-194.

(责任编辑:秦颖)

(上接第88页)

- [8] Lee S. Slack and Innovation: Investigating the Relationship in Korea [J]. Journal of Business Research, 2015, 68(9): 1895-1905.
- [9] 王娜,衣长军. 中国在美上市公司冗余资源对创新强度的影响和国际多元化程度的调节作用 [J]. 管理学报, 2016(3): 440-446.
- [10] Vanacker T, Collewaert V, Zahra S A. Slack Resources, Firm Performance, and the Institutional Context: Evidence from Privately Held European Firms [J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(6): 1305-1326.
- [11] Latham S F, Braun M R. The Performance Implications of Financial Slack during Economic Recession and Recovery: Observations from the Software Industry [J]. Journal of Managerial Issues, 2008, 20(1): 30-50.
- [12] 赵兴庐,刘衡,张建琦. 冗余如何转化为公司创业? ——资源拼凑和机会识别的双元式中介路径研究 [J]. 外国经济与管理, 2017(6):54-67.
- [13] 江旭,沈奥. 未吸收冗余、绿色管理实践与企业绩效的关系研究 [J]. 管理学报,2018(4):539-547.
- [14] Herold D M, Jayaraman N, Narayanaswamy C R. What is the Relationship between Organizational Slack and Innovation? [J]. Journal of Managerial Issues, 2006, 18(3):372-392.
- [15] Rafailov D. Financial Slack and Performance of Bulgarian Firms [J]. Journal of Finance, 2017, 5(2): 1-13.
- [16] 赵立祥,张文源. 创业投资对组织冗余与企业绩效关系的影响研究 [J]. 当代经济科学, 2015(2):114-123.
- [17] 于晓宇,陈颖颖,蔺楠,李雅洁. 冗余资源、创业拼凑和企业绩效 [J]. 东南大学学报(哲学社会科学版), 2017(4):52-62.
- [18] Matz C C, Kai X, Sirmon D G, et al. How Competitive Action Mediates the Resource Slack - Performance Relationship: A Meta - Analytic Approach [J]. Journal of Management Studies, 2018, 56(1): 57-90.
- [19] 张晓昱,朱慧明,吴宣明. 动态环境调节下财务冗余结构对企业绩效的影响研究——以中国制造业为例 [J]. 软科学, 2014(8):125-129.
- [20] Jensen M C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. Journal of Finance, 1993, 48(3):831-880.
- [21] 弋亚群,刘怡,谷盟. 互联网情境下企业冗余资源与新产品开发的关系 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版),2018(3):70-77.
- [22] Davila T, Wouters M. Managing Budget Emphasis through the Explicit Design of Conditional Budgetary Slack [J]. Accounting Organizations & Society, 2005, 30(7):587-608.
- [23] Richardson S. Over - Investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3):159-189.
- [24] Wan W P, Yiu D W. From Crisis to Opportunity: Environmental Jolt, Corporate Acquisitions, and Firm Performance [J]. Strategic Management Journal, 2009, 30(7):791-801.
- [25] Brush T H, Bromiley P, Hendrickx M. The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance [J]. Strategic Management Journal, 2000, 21(4):455-472.
- [26] 詹雷,王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值 [J]. 南开管理评论, 2013(3):36-46.
- [27] Chen W R, Miller K D. Situational and Institutional Determinants of Firms' R&D Search Intensity [J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(4):369-381.
- [28] Geiger S W, Cashen L H. A Multidimensional Examination of Slack and Its Impact on Innovation [J]. Journal of Managerial Issues, 2002, 14(1):68-84.

(责任编辑:李镜)