

员工持股计划会影响企业投资效率吗？ ——基于代理成本与内部控制质量角度^①

欧阳越秀^② 莫惠^③

^① 投稿日期：2020-07-31；修回日期：2022-01-01

^②作者欧阳越秀，女，1976.10-，管理学硕士，上海师范大学商学院副教授，硕士生导师，研究领域：财务管理，风险管理。电子邮箱：ouyangyuexiu@shsn.cn；联系电话：13917659027；通讯地址：上海市徐汇区桂林路100

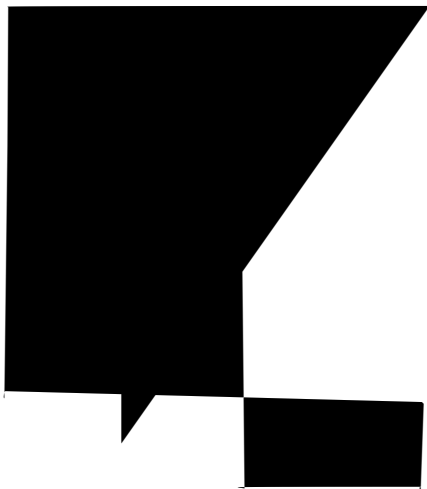
Will Employee Stock Ownership Plan Affect the Investment Efficiency of Enterprises?

-Based on Agency Cost and Internal Control Quality

HU MO , Y e OUYANG

(1. School of Business, Shaanxi Normal University, Shaanxi 710062, China)

Abstract:



Keywords:

一、引言

1 2

1

变量说明	符号	变量定义
投资支出	I_{it}	当年年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金/期初总资产
营业收入增长率	ΔY_{it}	营业收入之差除以上年营业收入
资产负债率	L_{it}	期初总负债/期初总资产
现金持有量	C_{it}	期初货币资金金额/期初总资产
股票收益率	R_{it}	期初年个股回报率
公司规模	$Size_{it}$	$\ln$ （期初总资产）
公司年龄	A_{it}	截止期初的上市年限 $\ln$ (当年年份—上市年份)
上一年投资水平	I_{it-1}	期初 I_{it}
年度虚拟变量		虚拟变量
行业虚拟变量	I_{it}	虚拟变量

2

变量性质	变量说明	符号	变量定义
被解释变量	投资效率	O	模型 1 回归的残差取绝对值
	投资过度		

两职合一	D	若高管两职合一，则 Dual=1，否则为 0
上市年限	A	上市年限
年度虚拟变量		虚拟变量
行业虚拟变量	I	虚拟变量

2.

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Ret_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Age_{i,t-1} + \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

$$\frac{e_{i,t}}{IC_{i,t}} = \beta + \beta_1 \frac{Esop_{i,t}}{IC_{i,t}} + \beta_2 \frac{Control_{i,t}}{IC_{i,t}} + \sum_3 Year + \sum_4 Ind + \sum_5 \delta_{i,t} + \phi \tag{2}$$

$$e_{i,t} = \varpi + \varpi Esop_{i,t} + \varpi Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \delta_{i,t} \tag{3}$$

$$IC_{i,t} = \varpi + \varpi Esop_{i,t} + \varpi Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \delta_{i,t} \tag{4}$$

$$e_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 Esop_{i,t} + \kappa_1 IC_{i,t} + \kappa_3 Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \delta_{i,t} \tag{5}$$

四、实证分析

Z [> U 8 Q S

e	0.3043	-0.1968	A
	Under		64.43%
Over	35.57%		
Esop	8.16%		

3					
	O	M	. D .	M	M
	14, 741	0. 0000	0. 0443	-0. 1968	0. 3043
	9490	-0. 0217	0. 0197	-0. 1968	-1. 43e-07
O	5251	0. 0392	0. 0492	2. 46e-15	0. 3043
E	14, 741	0. 0816	0. 2738	0	1
	14, 741	22. 3235	1. 2764	19. 9082	26. 2313
L	14, 741	0. 4305	0. 2035	0. 0592	0. 8845
OE	14, 741	0. 0599	0. 1097	-0. 5781	0. 3083
BM	14, 741	0. 5728	0. 2421	0. 1110	1. 1055
	14, 741	0. 1445	0. 5374	-0. 5750	2. 2493
O 1	14, 741	34. 6452	14. 5646	9. 4800	74. 5700

OE	14,741	0.3956	0.4890	0	1
E	14,741	7.7585	1.2558	4.6728	11.2297
O	14,741	0.0460	0.0676	-0.1546	0.2408
D	14,741	1.7482	0.4341	1	2
A	14,741	11.1855	6.9173	2	25

Z \$ [O) 8 + F

4			Esop	e
		1		
		Lev	SOE	Emp
Age	e1	1%		

4				
	E	L	OE	BM
	1			
E	-0.0076	1		
	-0.0772*	0.0415*	1	
L	-0.0413*	-0.0266*	0.5216*	1
OE	0.0409*	0.0135*	0.1353*	-0.1388*

O	0.1063*	0.0081	1			
E	0.1997*	0.2633*	0.1700*	1		
D	0.0503*	0.2870*	0.0083	0.1241*	1	
A	0.0031	0.4802*	-0.0180*	0.1556*	0.2160*	1

Z [" R 0 6 P G + F

Esop
e

1

变量	非效率投资	投资不足	投资过度
E	-0.0018* (-1.69)	0.0012* -1.69)	-0.0024 (-0.95)
	0.0022*** (4.72)	0.0007** (2.16)	0.0069*** (6.11)
L	0.0114*** (6.3)	-0.0011 (-0.87)	0.0286*** (6.27)
OE	0.0077*** (2.69)	0.0001 (0.05)	0.0127 (1.47)
BM	-0.0212*** (-11.71)	-0.0000 (-0.03)	-0.0521*** (-12.18)
	0.0027*** (3.92)	0.0015*** (3.11)	0.0069*** (4.3)
O 1	0.0000* (1.75)	-0.0000* (-1.90)	0.0001** (2.04)

OE	-0.0049*** (-6.59)	0.0030*** (5.94)	-0.0050*** (-2.76)
E	-0.0019*** (-4.91)	0.0018*** (6.53)	-0.0064*** (-6.66)
O	0.0051 (1.1)	0.0075** (2.46)	0.0149 (1.24)
D	-0.0017** (-2.58)	0.0004 (0.75)	-0.0031* (-1.94)
A	-0.0003*** (-6.49)	0.0003*** (7.75)	-0.0003*** (-2.65)
	0.0073 (0.85)	-0.0546*** (-9.02)	-0.0459** (-2.23)
I	YES YES	YES YES	YES YES
N	14741	9490	5251
A .	0.0615	0.1216	0.0778

五、进一步分析

Z [& L 9 B

2013 [34]

1

0

变量	投资不足		投资过度	
	高代理成本	低代理成本	高代理成本	低代理成本
E	0.0022** (2.07)	0.0002 (0.17)	-0.0068* (-1.73)	-0.0004 (-0.12)
	0.0009* (1.93)	0.0005 (1.07)	0.0032* (1.81)	0.0109*** (7.18)

L	-0.0002 (-0.10)	-0.0012 (-0.66)	0.0287*** (4.18)	0.0301*** (4.74)
OE	0.0031 (1.30)	-0.0038 (-1.30)	0.0503*** (4.16)	-0.0296** (-2.28)
BM	0.0031* (1.72)	-0.0035* (-1.88)	-0.0460*** (-7.15)	-0.0615*** (-10.29)
	0.0018*** (2.74)	0.0013* (1.86)	0.0032 (1.39)	0.0098*** (4.34)
O 1	-0.0000	-0.0000*	-0.0005*** -0.0005***	

变量	国有企业		非国有企业	
	投资不足	投资过度	投资不足	投资过度
	(1)	(2)	(3)	(4)
E	-0.0001 (-0.07)	-0.0028 (-0.46)	0.0016* (1.83)	-0.0022 (-0.75)
	0.0017*** (4.13)	0.0070*** (4.38)	-0.0006 (-1.12)	0.0078*** (4.69)
L	0.0002 (0.11)	0.0299*** (4.44)	-0.0024 (-1.38)	0.0280*** (4.48)
OE	-0.0015 (-0.60)	-0.0215* (-1.78)	0.0011 (0.43)	0.0375*** (3.08)
BM	-0.0006 (-0.31)	-0.0555*** (-8.50)	0.0009 (0.51)	-0.0498*** (-8.58)
	0.0016** (2.06)	0.0042 (1.54)	0.0016** (2.39)	0.0073*** (-3.44)
O 1	-0.0000 (-1.63)	0.0001* (1.65)	-0.0000 (-1.18)	0.0001 (1.35)
OE	0.0011*** (2.93)	-0.0073*** (-5.20)	0.0025*** (6.22)	-0.0065*** (-4.79)
E	0.0100** (2.30)	0.0415** (2.28)	0.0046 (1.09)	-0.0034 (-0.21)
O	0.0005 (0.55)	0.0000 (0.01)	0.0004 (0.69)	-0.0037* (-1.95)
D	0.0002*** (4.25)	-0.0001 (-0.71)	0.0004*** (7.27)	-0.0005*** (-3.02)
	-0.0695*** (-8.87)	-0.0502* (-1.78)	-0.0312*** (-3.32)	-0.0690** (-2.15)
I	YES YES	YES YES	YES YES	YES YES
N	3833	1999	5657	3252
A .	0.1534	0.1112	0.0907	0.0565

$$Z = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N T_i Y_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N M_i$$

1 3

4 6

		投资不足	投资过度
变量		IC	IC
	(1)	(2)	(3)

	(4.16)
L	0.0188***
	(5.17)
OE	0.0094*
	(1.65)
BM	-0.0235***
	(-6.63)
	0.0043***
	(3.34)
O 1	0
	(-0.01)
OE	-0.0077***
	(-5.10)
E	-0.0030***
	(-3.86)
O	0.0226**
	(2.43)
D	-0.0023*
	(-1.92)
A	-0.0004***
	(-4.21)
	-0.0141
	(-0.83)
I	YES
	YES
N	4137
A .	0.0770

Z \$ [1 3 ? 4 | 2

10			
变量	全样本	投资不足	投资过度
	(1)	(2)	(3)

E	-0.0028** (-2.11)	0.0030*** (-2.97)	-0.0015 (-0.43)
	0.0187*** (17.27)	-0.0067*** (-7.90)	0.0313*** (10.15)
L	-0.0012 (-0.36)	-0.0002 (-0.06)	0.0074 (0.79)
OE	0.005 (1.57)	-0.001 (-0.47)	0.0028 (0.24)
BM	-0.0320*** (-12.02)	-0.001 (-0.50)	-0.0705*** (-9.56)
	0.0020*** (3.03)	0.0024*** (4.65)	0.0078*** (4.34)
O 1	0.0004*** (7.07)	-0.0002*** (-4.16)	0.0003** (2.12)
OE	-0.0062** (-2.05)	0.0012 (0.55)	-0.0179* (-1.96)
E	-0.0013 (-1.47)	0.0015** (2.04)	-0.0044* (-1.69)
O	0.0116** (2.20)	-0.0002 (-0.05)	0.003 (0.18)
D	-0.0027** (-2.52)	0.0003 (0.41)	-0.0060* (-1.96)
A	0.0007 (0.25)	-0.0015 (-0.77)	-0.0125* (-1.70)
	-0.3744*** (-10.60)	0.1392*** (5.22)	-0.5130*** (-5.36)
行业年份 固定效应	YES	YES	YES
N	14741	9490	5251
	0.0696	0.0828	0.1369

Z [更换被解释变量

变量	全样本 (1)	投资不足 (2)	投资过度 (3)
E	-175.9081*** (-2.65)	187.1149** -2.07	-202.4020** (-2.14)
	77.7641*** -2.67	-27.5223 (-0.72)	139.2364*** -3.18
L	515.1610*** -4.55	-294.8959** (-2.02)	865.5641*** -5.02
OE	28.1933 -0.16	58.3664 -0.28	307.9592 -0.98
BM	-663.6538*** (-5.88)	-52.1704 (-0.34)	-1216.0667*** (-7.41)
	15.285 -0.35	171.6298*** -2.94	178.4041*** -2.87
O 1	2.8369** -2.18	-4.8860*** (-2.81)	1.2005 -0.63
OE	-112.0127** (-2.41)	90.3417 -1.48	-72.4867 (-1.05)
E	-335.6362*** (-13.68)	379.6885*** -11.82	-364.6949*** (-9.74)
O	129.4027 -0.45	468.9338 -1.29	395.1044 -0.88
D	-71.8285* (-1.71)	85.7663 -1.5	-60.6616 (-1.01)
A	-0.5158 (-0.16)	19.4356*** -4.44	14.4816*** -3.06
	3611.3790*** -6.68	-4822.8647*** (-6.78)	2605.4000*** -3.23
I	YES YES	YES YES	YES YES
N	14741	7557	7184
A .	0.0404	0.0721	0.0738

七、研究结论与启示

参考文献

(07):98-108.