

## 摘要

投资作为上市公司财务管理的核心内容之一，是公司价值增长的关键动因，决定公司的投资风险、获利水平与资本市场对于其未来发展前景的评估。然而，基于我国投资现状而言，上市企业经营权与所有权的分离，催生了信息不对称与代理冲突，促使公司非效率投资现象普遍存在，不利于企业长期稳定、健康有序地发展。故此，如何科学有效地抑制非效率投资行为是我国企业亟需解决的问题。而战略管理作为公司经营发展的全局规划，对投资决策发挥着至关重要的作用，进一步影响企业投资效率的高低。因采取与行业传统战略模式一致的企业难以应对复杂的内外部环境，多数公司在战略发展方向上主动寻求突破，选择偏离行业常规水平的战略决策，形成公司战略差异度。现关于非效率投资的研究主要聚焦于董事会特征及产业政策等方面，基于企业战略差异度这一非财务信息的研究较为有限。那么，战略差异度是否会对企业非效率投资行为产生影响？另外，本文以管理层股权激励与审计师行业专长作为内外部治理因素并加入分析框架，探究内外部治理机制是否会影响二者之间的关系？且在中国现有制度背景下，产权性质是否会对内外部治理机制发挥的作用具有异质性呢？尚需深入探究。

本文通过阅读相关文献，结合理论基础，探讨战略差异度与企业非效率投资的内在关联，并引入管理层股权激励与审计师行业专长作为调节变量，研究其对战略差异度与非效率投资的影响。此外，考虑到上市公司产权性质的影响，进一步检验国有及非国有上市公司中管理层股权激励与审计师行业专长调节作用的异质性。实证分析可知（1）企业战略差异度越大，非效率投资问题越严重；（2）管理层股权激励对企业战略差异度与非效率投资之间的正向关系具有抑制性；（3）审计师行业专长有利于弱化战略差异度与企业非效率投资之间的正向关系；（4）与国有企业相比，非国企管理层股权激励更能削弱战略差异度对非效率投资的正向作用；（5）相对于国有企业，非国有企业的审计师行业专长对战略差异度与非效率投资正向关系的缓解作用更显著。

本文以战略差异度的研究视角作为出发点，探究其对非效率投资的影响，丰富了战略差异度的经济后果以及非效率投资影响因素的相关研究，并补充了战略差异度与非效率投资的理论研究框架。本文的研究结果在制定战略管理决策、优化战略信息披露、建立有效的管理层股权激励机制等方面具有重要的参考意义。

**关键词：**战略差异度，非效率投资，管理层股权激励，审计师行业专长，产权性质

## **Abstract**

Investment, as one of the core contents of financial management of listed companies, is the key driver of corporate value growth, which determines the investment risk and profit level of a company and the evaluation of its future development prospect by the capital market. However, the emergence of information asymmetry and principal-agent problems has been led by the separation of management rights and ownership of listed enterprises in such a current situation of Chinese investment, which has made a widespread existence of inefficient investment. It is not good to keep an enterprise stable and healthy. Therefore, it's urgent for Chinese enterprises to find a way to scientifically and effectively restrain inefficient investment behavior. As an overall planning of the company's operation and development, strategic management plays a vital role in investment decisions, which further affects the level of investment efficiency of enterprises. Because the enterprises that adopt the traditional strategic mode in the industry are difficult to deal with the complex internal and external environment, most companies actively seek breakthroughs in the strategic development direction and choose strategic decisions that deviate from the conventional level of the industry, forming the strategic difference degree of the company. Currently, it is the research on inefficient investment that mainly focuses on the characteristics of the board of directors and industrial policies, while the research based on the non-financial information of corporate strategic difference is relatively limited. So, does strategic difference degree affect inefficient investment behaviour of enterprises? In addition, this paper takes the management incentive and auditor expertise as internal and external governance factors adding the analysis framework to explore will the internal and external governance mechanism affect their relationship. What's more, will the nature of property rights have heterogeneity to the role of internal and external governance mechanisms in the context of China's existing system? More deep exploration is needed.

Reading relevant literature and combining with theoretical basis aim to discuss the internal relationship between strategic variance and inefficient investment of enterprises, and introduces management equity incentive and auditor industry expertise as moderating variables to study the impact of strategic variance and inefficient investment. Additionally, the study examines the heterogeneity of the moderating effect of management equity incentive and auditor industry expertise in state-owned and non-state-owned listed companies is listed, in consideration of the influence of listed companies' property rights nature. Empirical analysis shows that (1) the greater the strategic difference, the more severe the problem of

inefficient investment; (2) the management's equity incentive has a restraining effect on the positive relation of the strategic differentiation and inefficient investment; (3) Auditor industry expertise is in favor of weakening the positive relation between strategic variance and firm inefficient investment; (4) management equity incentive of non-state-owned enterprises can more greatly weaken the positive effect of strategic difference on inefficient investment than state-owned enterprises; (5) Auditor industry expertise of non-state-owned enterprises can more greatly tone down the positive relationship between strategic variance and inefficient investment than state-owned enterprises.

Proceeding from point of view of strategic difference, this paper explores its impact on inefficient investment, which enriches the economic consequences of strategic difference and the influential factors of inefficient investment, also makes the theoretical research framework of strategic difference and inefficient investment perfect and complete. The research results of this paper have important reference significance in making strategic management decisions, optimizing strategic information disclosure and establishing effective equity incentive mechanism for management.

**Keywords:** Strategic variance degree, inefficient investment, management equity incentive, auditor industry expertise, property rights

# 目 录

第一章 绪论 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	3
1.2.1 理论意义 .....	3
1.2.2 实践意义 .....	3
1.3 国内外文献综述 .....	4
1.3.1 战略差异度的相关研究 .....	4
1.3.2 非效率投资的相关研究 .....	7
1.3.3 战略差异度与非效率投资的相关研究 .....	9
1.3.4 文献述评 .....	9
1.4 研究内容与思路 .....	10
1.5 研究方法与贡献 .....	12
1.5.1 研究方法 .....	12
1.5.2 研究贡献 .....	13
第二章 理论分析与研究假设 .....	14
2.1 概念界定 .....	14
2.1.1 战略差异度 .....	14
2.1.2 非效率投资 .....	14
2.1.3 管理层股权激励 .....	15
2.1.4 审计师行业专长 .....	15
2.2 理论基础 .....	16
2.2.1 战略选择理论 .....	16
2.2.2 信息不对称理论 .....	17
2.2.3 委托代理理论 .....	17
2.2.4 信号传递理论 .....	18
2.3 研究假设 .....	19
2.3.1 战略差异度对非效率投资的影响 .....	19
2.3.2 管理层股权激励对战略差异度与非效率投资关系的调节作用 .....	20
2.3.3 审计师行业专长对战略差异度与非效率投资关系的调节作用 .....	21
2.3.4 不同产权性质下, 管理层股权激励的调节作用 .....	21
2.3.5 不同产权性质下, 审计师行业专长的调节作用 .....	22

<b>第三章 研究设计</b> .....	<b>24</b>
3.1 样本选取与数据来源 .....	24
3.2 变量定义 .....	24
3.2.1 被解释变量 .....	24
3.2.2 解释变量 .....	25
3.2.3 调节变量 .....	25
3.2.4 控制变量 .....	27
3.3 模型构建 .....	28
<b>第四章 实证检验</b> .....	<b>30</b>
4.1 描述性统计分析 .....	30
4.2 分组均值测试 .....	31
4.3 相关性分析 .....	32
4.4 回归分析 .....	34
4.4.1 战略差异度对非效率投资影响的检验 .....	34
4.4.2 管理层股权激励对战略差异度与非效率投资影响的检验 .....	36
4.4.3 审计师行业专长对战略差异度与非效率投资影响的检验 .....	38
4.4.4 产权性质对管理层股权激励调节作用的影响检验 .....	40
4.4.5 产权性质对审计师行业专长调节作用的影响检验 .....	42
4.5 稳健性检验 .....	44
4.5.1 2SLS 检验 .....	44
4.5.2 替换被解释变量 .....	46
<b>第五章 结论与建议</b> .....	<b>54</b>
5.1 研究结论 .....	54
5.2 政策性建议 .....	56
5.2.1 制定科学的战略管理决策 .....	57
5.2.2 优化战略信息披露 .....	57
5.2.3 建立有效的股权激励机制 .....	58
5.2.4 加强审计师行业专门化 .....	58
5.3 研究局限与展望 .....	59
<b>参考文献</b> .....	<b>60</b>
<b>攻读学位期间取得的研究成果</b> .....	<b>67</b>
<b>致谢</b> .....	<b>68</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景

随着全球经济形势日趋复杂以及国内经济下行压力的加大，如何在竞争激烈的市场中快速发展以防止被市场所淘汰，成为各个公司首要考虑的问题。投资作为三驾马车中最重要的抓手，既是国家稳定国民经济增长的法宝，又是公司在市场浪潮中不断创新和发展的重要支撑。特别是在目前的经济环境下，企业面临的经营困境日益加剧，许多公司纷纷开始筹划上市，上市公司也正逐步成为我国经济发展的一支重要力量。在上市公司的发展过程中，投资活动作为企业生产经营过程中必不可少的环节，直接关系到公司的资金来源和资源配置，进而影响到企业的生存发展与投资质量。

2021 年政府工作报告重提经济增速目标，力求恢复疫情后的经济运行，明确指出要引导各方聚焦改革创新，推动高质量发展，恢复经济增速。实现高质量发展必然需要依靠切实高效的经济运转效率。而投资效率的高低决定着经济运转效率的高低，高效的投资行为不但可以使企业的资源配置达到最优，而且能够带来持续、稳定和可观的现金流量，亦有助于促进上市公司经济增长并保持健康发展的态势。故此，高质量投资行为不仅可以提高资金利用率，还可以为公司未来的发展打下坚实基础，也对企业可持续发展具有至关重要的意义。

然而现实情况是，我国上市公司的整体投资效率并不理想。蒋东生（2011）和李世刚（2013）研究指出非效率投资问题的产生不但对企业的价值产生负面影响，而且有损于整个社会资源配置效率的情况<sup>[1][2]</sup>。在跌宕起伏的资本市场中，要提高投资效率，提升资金利用率，加强资源的利用效果，企业就必须做出科学合理的投资决策才能把握发展契机以遏制非效率投资发生的概率，实现上市公司的可持续成长并推动国民经济的增长。而企业是把战略作为发展的垫脚石与出发点，通过建立完善的组织结构来提高治理水平，设计和开展经营活动以获得长期、稳定的核心竞争优势。同时，基于公司所处于相同的市场环境以及宏观环境，同一行业内的上市企业逐步形成与行业平均水平一致的战略模式，这在某种程度上反映了行业自身的特点。企业若采用与行业传统战略背道而驰的模式，可能会导致其可靠性、合理性以及合法性等特质被市场参与者所质疑并受到挑战。所以通常情况下为了获取优质资源、避免意外风险发生，上市公司很大程度上会选择常规标准的战略。但是在面对外部环境等诸多不利因素的冲击时，一些公司为获得更高的利润而采取与同行业背离的战略目标，致使公司面临更大的内部和外部风险，从

而影响企业的非效率投资水平。正如曾辉煌一时的乐视，在提出“生态圈”概念后，大举投资，向多个领域扩张，其公司战略与同行业企业迥然不同。然而，乐视迅速扩张的模式最终却使自身陷入困境，同时也引发巨大的风险与挑战。究其根源，这到底是一种急功近利的做法，还是一种独特的优势？与此类似地，对于乐视的所有者、经理人员及外部投资者等利益相关者而言，应该对公司战略目标的选择加以重视与关注，并且要明确与之相适应的投资方向以增强投资效率。因此企业战略偏离行业主流模式究竟是另辟蹊径还是剑走偏锋？企业决策者在规划战略方案时，需要综合考虑选择该战略后可能存在的不利因素，并提前进行预测以提供科学的解决策略，防止非效率投资现象的持续发生。鉴于此，公司在发展过程中要想改善整体投资质量，提高企业投资效率，必须通过制定科学、有效的发展战略，健全公司治理体系，进而避免企业因战略差异导致的非效率投资。

公司内外部治理体系是由治理机制组成的有机系统，其健康运行不仅依赖于结构科学、运行高效的内部治理机制，还受到外部治理机制的影响（李维安，2019）<sup>[3]</sup>。对于我国企业来说，实行股权激励是较为有效的一种激励方式。国家有关部门在2006年首次发布《上市公司股权激励管理办法（试行）》规章制度之后，又在2016年正式推出。此外，《关于修改〈上市公司股权激励管理办法〉的决定》也于2018年重新颁布。伴随着公司股权激励新规章制度的出台，实行管理层股权激励是否会对企业战略差异与非效率投资之间的关系产生影响呢？与此同时，为达到最佳治理效果，审计师作为外部治理的一个重要渠道，在公司治理中具有举足轻重的地位。据此，审计师行业专长在上市公司战略差异与非效率投资之间扮演着怎样的角色？有待深入探讨。

此外，考虑到上市公司产权性质的不同，治理结构存在着差异性，大多数国有上市企业的经理人员基本都由国家委派或者任命，承担着不同程度的政治任务，所以他们更注重的是获得政治上的职业晋升与激励（翁辰，2020）<sup>[4]</sup>，然而想要在职业发展上更上一层楼，则需要企业保持健康、稳定有序的发展态势。因而，国有上市企业的高级管理人员在战略选择方面，通过采取与行业平均水平一致或者差异程度略小的战略来规避企业隐匿的潜在风险，使其承担过高风险的意愿性偏低。但对于非国有企业的高管来说，他们更加期待获取可观的收入、奖金，为了自身的经济利益达到最高水平，经理人员进行盈余管理的可能性增加，致使企业投资质量受到影响。基于上述分析，管理层股权激励与审计师行业专长的作用机理是否在不同产权性质的公司中存在着差异性呢？

鉴于以上，论文站在前人的肩膀上，基于国泰安（CSMAR）数据库的财务数据，

实证检验战略差异度与企业非效率投资之间的关系，并进一步分析企业管理层股权激励及审计师行业专长对于战略差异度和非效率投资之间产生的影响，最后探讨这种作用机制在不同产权性质公司中可能存在的差异。本研究以期为监管部门完善战略信息披露制度提供理论依据，为公司制定科学的战略管理决策、完善治理结构提供理论支撑，从而遏制上市企业非效率投资问题发生的概率。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 理论意义

第一，丰富了我国上市公司非效率投资影响因素的研究。国内外学者对非效率投资的探究多集中在宏观经济政策及审计质量等方面。而战略作为公司内部环境的关键构成要素，对引领企业向前发展、指导其经营管理等方面具有至关重要的意义。因此，实施不同战略模式的公司，其投资效率亦存在着一定的差异性。王化成等（2016）从战略异质性的视角探讨对过度投资的影响<sup>[5]</sup>，但却很少涉及到战略差异对非效率投资的影响效果。因此，本文拓展了非效率投资影响因素的研究。

第二，补充了企业战略差异度经济后果的研究。已有研究关于公司战略差异度对投资决策的文献其实并不多见，本文是对企业战略差异度经济后果研究的延展。进一步将管理层股权激励与审计师行业专长分别纳入分析框架，探究内外部治理机制在企业战略差异与非效率投资之间的作用机理。同时，研究不同产权性质下管理层股权激励与审计师行业专长分别对其二者的影响，从而有助于理解内外部治理机制在企业战略差异与非效率投资之间发挥的作用，对后续研究也可起到有益参考。

### 1.2.2 实践意义

本文对企业管理者制定合理的战略目标、优化公司治理环境及抑制非效率投资问题等方面具有良好的实践意义。具体有以下实践意义：

第一，本研究有利于上市企业更好地明确战略定位选择的重要性。通过分析采取行业非常规化的战略对公司非效率投资的影响，能够促使战略制定者科学有效地识别高战略差异度的企业所存在的风险性与收益性，并且综合考虑行业整体运营及生存发展水平。同时，对企业战略差异造成的影响予以重视，理性选择战略定位。

第二，本研究有助于监管部门完善非财务信息披露制度。近年来，上市公司为寻求长期高效、稳定有序的发展，更加关注企业战略这一非财务信息的披露，逐渐降低企业的信息不透明度，增进投资者等利益相关者对公司战略选取与财务状况的深入了解。与



此同时，监管部门亦需持续不断地完善企业战略信息的披露机制，加大对上市公司非财务信息披露的监管，以期提升企业的投资质量。

第三，本研究有助于企业加强内外部环境治理。从内外部治理机制的角度，探讨公司战略差异对非效率投资的影响，立足于公司内部治理层面，完善管理层股权激励机制，继而对制定战略差异较大的企业进行必要的约束，以此削弱非效率投资问题，从而确保企业投资决策水平。其次，基于外部治理机制，进一步探究审计师行业专长对企业战略差异与非效率投资内在关系的影响，有助于明确具有行业专长的审计师在公司治理中的角色，促使其更好地发挥外部治理效果。因此，本文认为剖析内外部治理机制在上市公司战略差异度与非效率投资之间发挥的作用，对于优化企业治理职能具有十分重要的现实意义。

### 1.3 国内外文献综述

#### 1.3.1 战略差异度的相关研究

在二十世纪七十年代国外就已经出现了战略差异度的相关文献研究，而国内在 2014 年之后才开始深入探究并关注战略差异度问题，鉴于此，本研究从两个方面论述了企业战略差异度，即“前因”和“后果”。

##### （1）战略差异度的影响因素

Hambrick（2007）认为自恋型的企业 CEO 更依赖于选择高战略差异以引起人们的注意力，进而导致成功获胜或重大损失，但是他们的业务表现并不比非自恋型的 CEO 们差<sup>[6]</sup>。孙洪峰（2019）发现过于自信的经理人会认为自己拥有足够的搜集信息和问题分析能力以及对成功的渴望，希望通过更具挑战性的任务来证明自己出色的工作能力，因而更愿意冒险实施高风险高收益的高差异化战略<sup>[7]</sup>。曹玉珊（2019）指出企业关键经理人员的薪酬差距越大，剩余管理层会更期待晋升，从而能够积极主动地参与到上市公司战略执行过程中，促使企业战略方案的制定更加激进，且逐渐背离行业常规战略模式<sup>[8]</sup>。傅超等（2021）深入探究管理者从军经历产生的行事风格对公司战略偏离度的表现，分析可知 CEO 参军经历明显地促进了企业选择偏离行业主流战略的程度，这类结果在不同产权性质公司中的表现也具有差异性，且在非国企中更加明显<sup>[9]</sup>。

##### （2）战略差异度的经济后果

国内外关于公司战略差异度经济后果的研究主要包括避税行为、盈余管理、融资活动及会计信息质量等方面。

##### ① 战略差异度与会计信息质量

叶康涛等（2015）研究可知企业采用激进的战略模式后，无法根据已有经验或常识对公司的投资活动和业绩做出准确的判定，从而引发会计信息质量的下降<sup>[10]</sup>。胡刘芬（2021）指出企业选择与行业传统模式偏离大的战略会引致融资约束问题，并且表明进攻型战略在增加企业整体风险水平的基础上，也不利于会计信息质量的增加<sup>[11]</sup>。罗忠莲与田兆丰（2018）基于资源基础理论，研究发现战略偏离度对会计信息可比性具有明显的约束作用，而高质量的审计能够显著弱化二者之间的负向影响<sup>[12]</sup>。因此，各利益相关者对于战略偏离度大的企业应保持警醒，谨慎解读此类企业披露的财务及非财务信息，从而有利于控制信息决策风险。

## ②战略差异度与盈余管理

目前，国内外现有研究表明企业的战略差异与盈余管理具有显著的正相关性。Doyle et al.（2007）学者注意到由于外界压力的存在，企业选择的战略与行业常规水平背道而驰时，发生利润操纵行为的概率较大<sup>[13]</sup>。王化成等（2017）指出公司战略是其获得竞争优势的关键方式，企业选择激进的战略，会加剧公司的各类风险，例如经营风险、违约风险等，不利于企业信息透明度的增加，进而引发高管加大盈余操纵的空间与动机<sup>[14]</sup>。闫焕民等（2020）及邵剑兵和陈永恒（2018）均发现企业激进的战略会加剧应计盈余操纵行为，而与真实盈余管理活动呈明显的负向关系，并且不同战略类型的企业，盈余管理偏好与动机亦具有差异性<sup>[15][16]</sup>。Bentley（2013）等表明企业战略的选择对财务报告违规可能性以及财务报表质量都发挥着举足轻重的作用，激进型战略比保守型战略的企业更容易背离规则<sup>[17]</sup>。施先旺和刘会芹（2019）指出随着公司选择非常规化的战略，导致企业对行业环境及规范的熟悉程度偏低，促使其发生盈余波动、极端收益或者亏损的可能性增加<sup>[18]</sup>。

## ② 战略差异度与业绩波动

关于战略偏离程度对上市公司极端业绩波动的影响，国内外学者的研究结果多数认为前者会加剧后者的严重程度。Hiller and Hambrick（2005）发现在公司中处于领导地位的管理人员往往会选择与行业主流战略偏离的模式，而且他们更喜欢在高风险的项目上投入资金，这无疑会增加公司的投资风险，业绩波动幅度加大<sup>[19]</sup>。李晋杰和曾繁荣（2017）认为选择极端战略的公司，因缺乏成熟的行业常识及科学的规范体系，则在企业经营过程中所面临的风险更严重，造成绩效剧烈的纵向和横向波动<sup>[20]</sup>。郑明贵等（2020）以及刘名旭和李来儿（2019）研究得出上市公司选择与行业平均水平背离程度较大的战略时，经营绩效波动性越强<sup>[21][22]</sup>。王化成等（2019）将财务理论与战略理论相结合，分析发现

企业战略定位与同行业主流模式背离越大，投资者信息搜集的难度与成本不断上升，且发生违约风险的可能性越高<sup>[23]</sup>。

#### ④战略差异度与融资活动

国内外现有研究认为上市公司战略差异度越大，融资难度越大。杨兴全和张兆慧（2018）提出企业采用与行业常规模式差异程度较大的战略，公司经营绩效的不确定性增加，利益相关者往往通过提高企业的利率或者增加契约条款方式以应对不确定性风险，进而造成公司外部融资成本上升<sup>[24]</sup>。方红星和楚有为（2019）以及胡志亮和郑明贵（2021）发现公司实行与行业主流模式差异大的战略会不利于商业信用融资，并在有形资产比例较高及大型规模企业中的表现更剧烈<sup>[25][26]</sup>。张静和张焰朝（2021）认为公司经营战略的选择可能引发融资风险，通过实证检验发现公司选择偏离行业主流模式的战略会加剧融资约束问题，并且在分析师关注度高、国企及被“四大”审计的上市公司中的显著性较弱<sup>[27]</sup>。因此，关于战略差异度较大的企业，相关部门应该对公司或者项目进行具体评估，重视可能产生的融资约束问题，提升辨别能力，做出科学合理的决策。

#### ⑤战略差异度与避税行为

现有研究结论认为战略差异度越大，公司避税行为越激进。袁蓉丽等（2019）指出与行业战略背离程度较小的上市企业相比，偏离主流战略程度越大的公司，更愿意冒险接受不确定性并勇于承担风险，同时更可能通过转移资产、并购等方式进行激进的避税行为<sup>[28]</sup>。潘俊与王亚星（2019）及闫焕民等（2021）研究均表明企业战略与行业常规模式不同且偏离程度过大时，股东不易快速地获取相关企业经营活动的信息，出于利己动机高管会选择更为激进的避税行为以及高风险项目去投资<sup>[29][30]</sup>。

#### ⑥战略差异度与外部审计

由于战略差异对公司风险的影响效应比较明显，在进行审计时，审计人员会针对公司风险，确定对应的审计程序。即战略选择的不同，其对审计结果也会产生不一致的影响。Bentley et al.（2013）指出企业采取与行业常规模式背道而驰的战略时，审计人员出具的审计报告要求更严格，同时进行的审计过程也比较复杂<sup>[17]</sup>。董雪雁等（2021）认为公司采用与行业主流战略偏离的模式，此时选择聘用的审计师质量更高<sup>[31]</sup>，审计师选择作为一种重要的管理决策无疑会受到公司战略的影响。朱文莉和丁洁（2019）及王百强和伍利娜（2017）通过梳理已有文献，将审计师的客户辞聘决策纳入到审计师决策中进行分析，研究发现企业战略偏离度较小时，产生的审计风险偏低，同时审计师不太可能出具非标准审计意见，更倾向于保留审计客户<sup>[32][33]</sup>。

### 1.3.2 非效率投资的相关研究

#### (1) 非效率投资的影响因素

关于非效率投资的相关研究，本文主要从影响非效率投资的内部和外部两个方面进行梳理。

##### ①影响非效率投资的内部因素

高管团队因素。林朝南和林怡（2014）基于管理层团队与 CEO 个人两种角度分别探讨其对公司投资效率的影响，研究表明年长的 CEO 具有丰富的管理经验以及理性的价值观，可以快速有效地避免上市企业发生投资不合理的行为<sup>[34]</sup>。夏晗（2019）及代昀昊和孔东民（2017）以高管的海外背景特征为研究视角，分析指出在民营上市公司中，具备海外背景的 CEO 对企业的非效率投资产生显著的约束作用<sup>[35][36]</sup>。蒋勇等（2021）从 CEO 团队学历断裂带的角度出发，表明管理层学历、年龄等特征会引发团队之间的权力争斗，加大了工作群体之间的矛盾，导致企业非效率投资现象发生的可能性增加<sup>[37]</sup>。

董事会因素。张横峰和段承蒙（2018）研究提出女性董事是风险防御者，更加倾向于选择稳健性的战略目标，减小企业在经营过程中发生的各类风险，进而更好地约束非效率投资行为<sup>[38]</sup>。王营和曹廷求（2018）借助资源与信息优势，认为董事网络关系有利于弱化市场失灵产生的一系列冲击，且有助于实现企业之间的资源流动，削弱公司因信息透明度低而导致的非效率投资问题<sup>[39]</sup>。张耀伟等（2021）发现董事会断层可能具有双刃剑效应，随着断层强度的加大，投资效率明显提升且达到最佳，当断层强度趋于一定程度时，其对投资质量的正负效果完全抵消，并产生消极影响<sup>[40]</sup>。

管理层股权激励因素。关于管理层股权激励对企业非效率投资的影响，研究结论并未达成一致。Aggarwal and Samwick（2006）研究表明 CEO 股权激励比例的多少对公司的投资质量与经营绩效具有不同的影响，得出股权激励能够促进公司业绩水平的上升，同时也积极作用于公司的投资效率<sup>[41]</sup>。吕长江和张海平（2011），张庆君等（2018）及徐倩（2014）分析指出在研究样本中，高管股权激励能够约束两权分离带来的利益冲突，促使股东与经营者形成利益结盟，有助于投资效率的提升<sup>[42][43][44]</sup>。王桂花和彭建宇（2019）将管理层激励作为研究的调节变量，纳入到会计稳健性与投资效率的同一个分析框架中，研究发现 CEO 获取的股权比例越高，由于“利益趋同效应”的出现，降低了公司管理层为追求在职消费等而产生的盈余操纵行为，更加倾向于缓解非效率投资现象<sup>[45]</sup>。此外，郑玲和周晓雯（2019）以及汪健等（2013）指出上市公司中采用管理层股权激励机制，不能很好地抑制企业非效率投资发生的可能性<sup>[46][47]</sup>。

## ②影响非效率投资的外部因素

关于公司非效率投资的外部影响因素，国内外专家学者重点关注机构投资者以及外部审计等方面的研究。

机构投资者因素。郭晓冬等（2020）从监督假说与合谋假说两个角度探究机构投资者网络团体对企业投资效率产生的作用效果。研究指出机构投资者网络团体因想要赢得更多的私人收益，更加偏向与企业管理者及所有者联盟，达成互利共赢的局面，减少对企业投资行为的监督，致使公司非效率投资问题更严重<sup>[48]</sup>。钟芳（2020）与以往学者对机构投资者的研究视角不同，选择实地调研角度探寻其对企业投资决策的影响。研究指出机构投资者具备丰富的投资经验，能够通过收集各类报告或者投资策略向资本市场释放公司信息，以弱化非效率投资问题<sup>[49]</sup>。陈明利等（2018）和岑维等（2017）分析指出因为机构投资者是经过专业训练的职业分析人员，具备优秀的信息搜集以及大规模投资决策的能力，能够阻止企业管理者进行机会主义行为的发生，提高企业的投资决策质量<sup>[50][51]</sup>。

产业政策因素。王克敏等（2017）和张新民等（2017）基于企业投资效率角度探寻国家产业政策这一影响因素。产业政策作为地方政府政策执行过程中的“帮扶之手”，对公司的投资质量产生负面影响，加大了非效率投资问题发生的概率<sup>[52][53]</sup>。关宇航和师一帅（2019）从民营企业信贷融资切入，产业政策是影响民营上市公司持续发展的关键外部流动性方式，可以为企业带来良好的信贷资源，削弱融资成本，从而有助于投资效率的提升<sup>[54]</sup>。

外部审计因素。窦炜等（2015）指出审计师通过抑制审计客户的可操纵性应计盈余利润以减少其本身引发的一系列风险，降低企业非效率投资水平，有利于公司投资质量的提升<sup>[55]</sup>。刘笑霞等（2021）认为非标审计意见对非效率投资不同类型的影响具有异质性，即非标准审计意见能够平滑企业的投资过度水平，亦可加重投资不足问题<sup>[56]</sup>。赵艺和倪古强（2020）提出审计师行业专长能够提供决策信息给客户，并且可以带来有价值的信息，从而有助于投资水平的提升<sup>[57]</sup>。

## （2）非效率投资的经济后果

近些年来，学术界对非效率投资行为经济后果的研究日益关注。江轩宇和许年行（2015）分析表明源于股东与经营者之间代理问题的产生，高管实现私有利益的行为动机更加严重，引发股价崩盘风险<sup>[58]</sup>。唐嘉尉和蔡利（2021）在供给侧结构性改革的背景下，研究可知抑制非效率投资是政府审计促进产能利用率提升的重要路径<sup>[59]</sup>。周微等

(2017) 基于腐败曝光的角度探讨投资低效率引发的经济后果, 分析提出国有控股企业在投资策略选择中, 既能够考虑寻租者的利润, 也会带来机会成本, 促使投资项目净现值背离常规标准, 从而加强外界对公司的重点关注, 有助于腐败行为被曝光的可能性<sup>[60]</sup>。吉继平和王谨乐 (2021) 从不同角度检验公司非效率投资对审计收费的影响, 结论表明公司投资过度行为明显提高了审计师的费用, 同时管理者过度自信与利益冲突更能够加剧二者之间的关系<sup>[61]</sup>。

### 1.3.3 战略差异度与非效率投资的相关研究

战略决定企业的资源配置决策和资本投资水平, 现有研究认为公司的战略差异程度可能会促使管理者做出与所有者利益相违背的行为, 从而对投资效率产生一定的影响。

Tang (2011) 研究表明企业的战略定位与行业传统战略背道而驰时, 其绩效与平均水平的偏差就会越大。这时, 管理者会把更多的精力放在自己的表现上, 并且更倾向于选择高风险的投资, 从而使公司面临更大的投资风险<sup>[62]</sup>。王化成 (2016) 发现企业的战略定位通过影响经营者的决策动机、空间, 使投资水平出现异常变动<sup>[5]</sup>。Navissi (2017) 将战略定位划分为两种类型, 即激进型企业与保守型企业, 分别探索这两种类型的企业对投资决策产生不同的影响, 研究可知前者易于造成过度投资, 而后者的投资不足更是如此<sup>[63]</sup>。张宏亮 (2019) 发现企业采取激进型战略时, 过度投资的情况更为明显, 而采取保守型战略的公司则表现出不一致的投资行为<sup>[64]</sup>。曾春华等 (2012) 指出上市公司实行的多元化战略对负债与过度投资的关系具有一定的影响, 并且会加剧公司内部矛盾, 提高企业代理费用, 进而导致投资过度<sup>[65]</sup>。

### 1.3.4 文献述评

第一, 关于企业战略差异度的经济后果分析, 通过对国内外已有研究文献的整体梳理, 相对于上市公司战略发展路径的探寻, 我国学者早期对战略差异程度的重视与聚焦比较少, 直到 2014 年才逐渐将研究范围向公司战略异质性及细化类型战略差异视角扩展。现有研究主要集中于其对避税行为与外部审计等方面的影响, 少有文献讨论企业战略差异对非效率投资的影响, 这为本研究提供了契机。

第二, 针对非效率投资影响因素的研究, 已有文献主要从企业内部视角 (高管团队、董事会特征等) 和外部角度 (机构投资者异质性、审计师层面) 展开探讨, 相关研究成果比较丰富。然而, 鲜有学者把企业战略这一非财务信息纳入分析框架, 以探寻战略对非效率投资的作用机理。故此, 本文综合考虑公司战略差异度与非效率投资之间的内在

关系是非常有必要的，对非效率投资影响因素的文献进行有效地补充。

第三，管理层股权激励作为企业的内部治理机制，已成为国内外学者研究的热点。根据“利益趋同效应”与“壕沟效应”的区别，现有学者关于管理层股权激励与非效率投资的研究结论存在不一致，但大多学者认为管理层股权激励能促使经营者在参与企业事务时更加勤奋与负责，可以综合考虑企业利益与个人利益一致化，提升企业的投资决策水平。此外，审计师行业专长作为一种重要的外部治理机制，其治理效果正逐渐被学术界加以重视并广泛研究。具有行业专长的审计师可以对企业披露的信息进行解读，抑制企业信息不透明度，降低公司非效率投资行为发生的可能性。立足于已有研究，本文以管理层股权激励与审计师行业专长作为企业内外部治理机制的重要组成部分，分别探究内外部治理对上述二者之间的作用机理。

本研究考察战略差异对上市公司非效率投资的影响，并将管理层股权激励与审计师行业专长分别纳入研究框架，着重分析三方面的问题：一是公司战略差异如何影响非效率投资；二是引入公司内部治理因素（管理层股权激励）层面与外部治理因素（审计师行业专长）层面，进一步考察内外部治理机制对上述二者之间的影响；三是研究不同产权性质下，内外部治理对战略差异度与非效率投资的作用机理是否存在不一致性，并基于研究结果提出有价值的政策建议。

## 1.4 研究内容与思路

本文以公司战略差异度为出发点对其经济后果进行研究，探讨公司战略差异与资本市场上非效率投资有机结合的作用机制；在此基础上，引入非效率投资的内外部治理因素，分析并检验管理层股权激励、审计师行业专长对二者作用效果的调节效应；并基于不同产权性质，探讨内外部治理机制对企业战略差异与非效率投资之间的影响；最后针对上述研究提出具体建议。

第一章：绪论。本章首先对论文的研究背景进行阐述，并就研究思路、理论与实践意义做以简单的回顾；接着对目前存在的战略差异、非效率投资等问题进行总结和评价，以期更好地了解 and 把握国内外的研究现状；然后明确本文的研究内容，且构建清晰明了的结构框架图；最后简单描述本文的研究方法，并指出可能具有的贡献之处。

第二章：理论分析与研究假设。结合已有研究观点对研究主题相关的战略差异度、非效率投资、审计师行业专长等概念进行界定；其次以研究内容相关的基础理论为依托，分别是战略选择及信号传递理论等，考察战略差异度与公司非效率投资之间的关系，最后基于内外部治理机制作为问题解决视角，探寻管理层股权激励与审计师行业专长对二

者关系的作用效果，并且按照产权性质的差异性，分样本讨论内外部治理机制对战略差异与非效率投资关系的影响；最后提出本文的五个研究假设。

第三章：研究设计。首先介绍研究对象的选取范围、理由以及来源；其次对本文研究涉及到的全部变量的度量方式及处理过程进行详细说明；最后在前述基础上，构建回归模型。

第四章：实证分析。本章对战略差异度、内外部治理机制与非效率投资所涉及变量的样本进行描述性统计分析、Pearson 系数检验以及回归分析。最后通过替换被解释变量法和工具变量法检验研究结果的可靠性。

第五章：结论与建议。一是总结本文的回归结果；二是根据所得结论提出具有实践价值的对策与建议；三是阐述本研究中存在的不足及未来可能的切入视角。

本文的研究框架如图 1.1 所示：



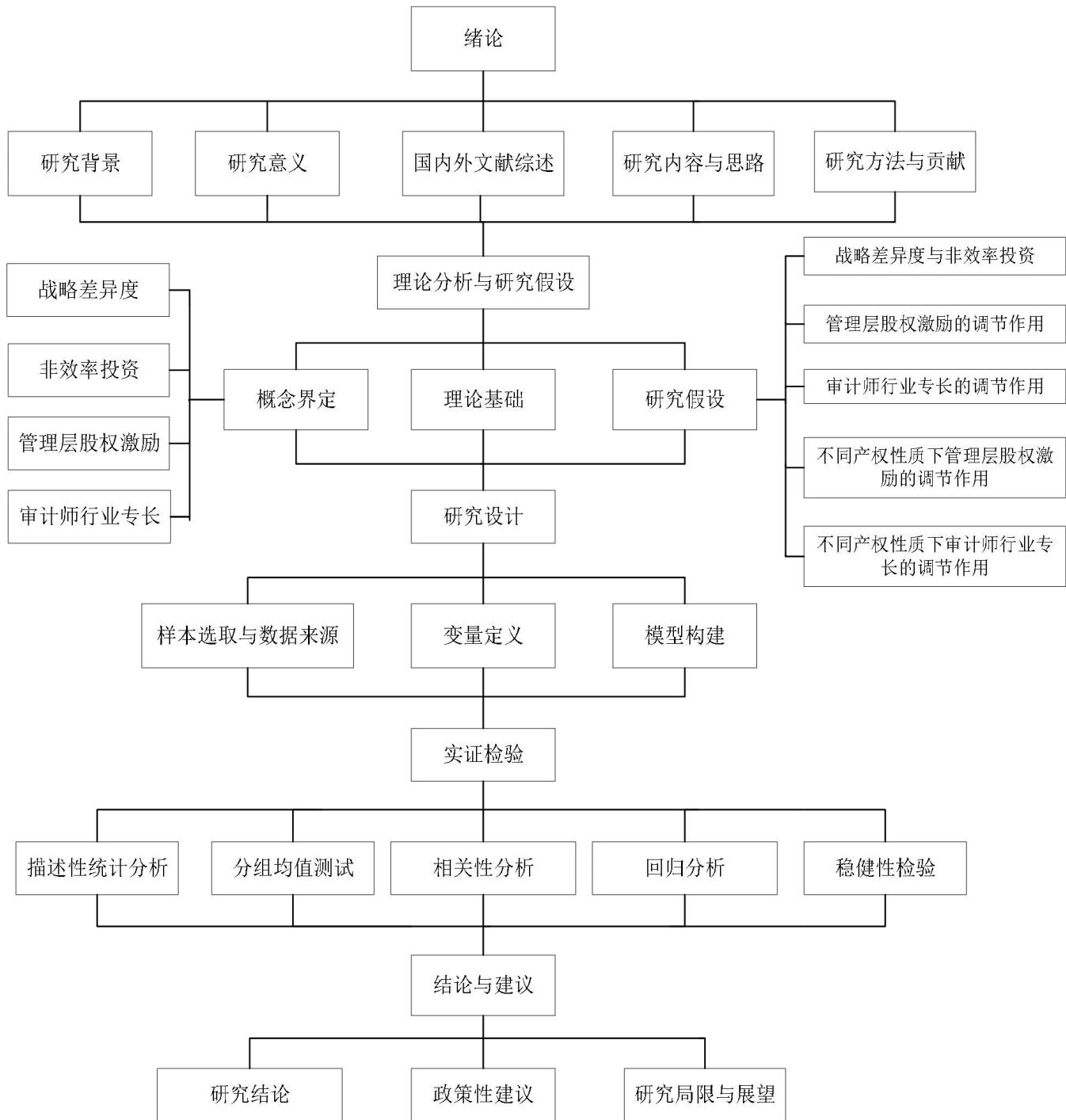


图 1.1 研究框架图

## 1.5 研究方法与贡献

### 1.5.1 研究方法

本文采用规范研究与实证研究两种方法，探讨企业战略差异度对非效率投资的影响效果和内外部治理机制的调节作用以及不同产权性质下，内外部治理机制调节作用存在的差异性。

(1) 规范研究法。本文利用规范研究法展开的研究过程可以分为三方面：第一，搜集并研读国内外与战略差异度、非效率投资等方面的相关文献及书籍，在梳理、总结文献与论著的基础上，明确本文的研究方向与内容；第二，基于前述过程的积累和沉淀，并结合战略选择等理论基础，提出本文的研究假设；第三，根据相应的研究结论，提出可能的对策建议。

(2) 实证研究法。

该方法在理论分析的基础上，从实证角度验证前文的理论假设，基于 2009-2020 年（初始阶段）A 股全部非金融类上市公司数据，通过收集整理共获得 21550 个研究样本，运用 STATA15.0 和 EXCEL 统计软件对样本数据进行筛选与处理，并将研究样本代入模型进行回归分析与稳健性检验。

### 1.5.2 研究贡献

其一，研究内容方面，拓宽战略差异度在投资决策中的研究。现有文献中，关于融资决策、分配决策等研究比较多，但较少涉及投资决策方面。另外，针对战略与非效率投资关系的讨论，较少从程度上考虑战略差异度对非效率投资的影响效果。本文重点探究企业战略差异度对非效率投资的影响，可以丰富相应的研究内容。据此，本研究不仅补充了非效率投资的影响因素，也对理解企业战略差异影响非效率投资行为提供经验数据及理论支持。

其二，研究视角方面。已有研究主要聚焦于管理者特征及会计信息质量等视角探寻非效率投资的影响因素，本文基于公司资源配置效率，即战略差异的角度探讨其是否对企业非效率投资行为产生影响，构建公司战略差异度与非效率投资的内在联系，为以往研究提供新思路。

其三，问题分析视角。关于如何解决企业非效率投资问题及战略差异度对非效率投资的影响，本文以内外部治理为问题解决视角进行探究，即从管理层股权激励与审计师行业专长两方面对战略差异度与非效率投资的关系进行细化研究，对比分析战略偏离与非效率投资的相关关系是否得到强化或弱化。并进一步按照产权性质差异进行分组，剖析不同分组下内外部治理机制对战略差异度与企业非效率投资行为的影响。拓展了战略差异度对非效率投资影响的适用性，为上市企业提供一定的理论依据。

## 第二章 理论分析与研究假设

本章首先对战略差异度、非效率投资、管理层股权激励及审计师行业专长进行概念界定，明确主要定义；其次，介绍与研究内容有关的战略选择理论、委托代理等基础理论；最后，提出本文的五个研究假设。

### 2.1 概念界定

#### 2.1.1 战略差异度

随着企业生存与发展水平的需要，战略的内涵也在不断地丰富与拓展。传统概念认为，公司的战略是以自身经营目标为基础，依据其资源、能力和外部市场环境的实际情况，完成既定的目标并采取相应的行动来达到目的。与传统概念相比，现代概念的内涵更加广泛与灵活，认为战略的制定需更关注适应性与动态性，且着重指出在公司外部环境或者自身发生某些变化时，企业战略应适时进行调整。现有研究结果显示公司战略的分类方法有很多种（Treacy and Wiersema, 1995）<sup>[66]</sup>，譬如 Miles et al.（1978）将公司战略划分为保守型、分析型和激进型<sup>[67]</sup>，通过产品市场的扩张速度与程度作为标准。除此之外，学术界还提出依据公司战略与行业主流战略模式的差异程度进行划分，分别为行业常规战略与行业非常规战略。即公司战略偏离程度愈大，面对的外部风险与市场挑战也会持续加剧，可能遭受巨额亏损或获得超额收益，企业的经营情况存在着更高的不确定性。

本文延续 Deephouse(1999)的研究，强调公司选择偏离行业常规战略的经济后果<sup>[68]</sup>，以避免将公司战略随机划分为指定的类型。尤其是差异化战略与公司战略差异的区分，差异化战略侧重于竞争战略下与成本战略对应的一种战略类型。而战略差异着重强调的是公司制定的战略背离行业主流模式的程度。综上，借鉴叶康涛等（2015）的研究，本文将战略差异度定义为企业采取的战略与行业内常规战略的偏离程度<sup>[10]</sup>。即偏离程度越高，战略差异度越大。

#### 2.1.2 非效率投资

在经济学、金融学、财政学等学科中，投资是一个非常常见的概念。投资可以被概括为一种实际经济体在以后某一特定时期，为获得未来的收益将资金预先投入到某一领域。但不管属于哪一种领域内的投资，都是为了公司的资源得到充分利用，使其财务管理水平达到一个新的高度，从而实现企业利益最大化并获得更多的利润。

公司的投资效率是评判投资决策是否准确以及企业绩效增加与否的直接依据，也是

公司比较与评估投资项目利用程度的基础。Biddle (2009) 提出应以企业净现值的大小来衡量投资效率的好坏, 并认为选取投资 NPV 高于零的项目或者放弃 NPV 小于 0 的项目能够说明投资是有效的<sup>[69]</sup>。但实际情况是, 由于存在代理冲突、融资约束等有损于公司价值的现象, 使得公司的投资效率不能达到最佳, 这时进行的投资则是一种非效率投资。陈明利 (2018) 认为非效率投资不但会造成资源的浪费, 也会引发公司价值下降, 甚至会使股东的利益受损<sup>[50]</sup>。据此, 解决非效率投资问题是很有必要的。

通过上述分析及已有实践研究, 本文按照非效率投资的表现结果将其划分为过度投资与投资不足。具体而言, 企业将其内部未使用完或者大量留存的现金流投资于 NPV 低于 0 的项目时, 会造成投资过度; 同时, 上市公司在经营过程中缺少资金以致其未能正常运转甚至会陷入财务困境, 无法投资于 NPV 高于零的优质项目, 并且处于放弃的状态, 产生投资不足。除此之外, 本文利用 Richardson (2006) 残差模型法<sup>[70]</sup>, 对非效率投资进行计量。残差绝对值愈大, 则非效率投资问题愈严重。

### 2.1.3 管理层股权激励

股权激励是一种在我国上市公司中实行的长期激励方式, 目的在于招聘和鼓励优秀员工。股权激励机制的实施可以促使管理层像主人翁那样重视企业的长远发展, 并与公司发展方向保持一致性以形成利益共同体关系, 从而完成公司长远稳定、有效的战略目标。此外, 股权激励机制可以使员工为了上市公司的经营目标而奋斗努力, 且在日常工作中保持恪尽职守、认真谨慎的工作态度, 以促使管理层做出科学的投资决策。

管理层股权激励是指企业为使经营者与股东保持同一个立场或者角度去思考公司经营中的具体安排, 通过赋予高管股票期权、限制性股票等股权激励方式, 使管理者基于公司长远稳定的发展目标而做出合理的投资决策, 如投资于优质项目或者放弃投资劣质项目。同时, 经理人员在获得收益的同时, 也应与公司一起面对未来的挑战与风险, 并且对企业的发展前景抱有一种积极的、审慎的心态, 将管理人员的短视行为最小化, 达到双赢。股权激励既可以增强公司的内部凝聚力, 又能有效地遏制代理冲突与信息不透明度等问题, 从而提升公司治理水平与投资效率。另外, 本文采用董事、监事及高管的持股数与公司总股数的比例作为股权激励的衡量方式。

### 2.1.4 审计师行业专长

审计师行业专长是指审计师具有审计某一特定行业或领域内的丰富经验与专业技能, 其主要体现在审计师对被审计企业所在行业的经营特点、交易流程以及特定的会计

标准和行业的相关经济指标等方面的熟悉，并且专业知识丰富的审计师对此行业的经营环境与宏观政策也比较了解。故此，具有行业专长的审计师能够在瞬息万变的市场竞争中保持独立性，减小被审计单位的违规成本，并充分发挥审计师独有的专业技术能力，维护审计师的声誉且更好地服务客户。

关于审计师行业专长的测量方法，目前还没有一个统一的定论，但已有研究选择最多的是行业市场份额法。行业市场份额法是以特定行业为基础，选择会计师事务所所在某特定行业中的审计收费与所有事务所在此行业的审计收费总和的比重进行计量。并且该计量方法是以整个审计市场而言，可以推断出会计师事务所所在行业间的专门化投资分配标准，以更好地体现不同事务所在各个不同行业所表现出的核心优势，故本文也采用行业市场份额法衡量审计师行业专长。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 战略选择理论

Child (1972) 提出战略选择这一理论，即公司依据外部环境的变化做出反应并制定战略，但企业内部政治才是决定组织战略是否变革与如何变革的关键<sup>[71]</sup>。该理论认为公司中的高管对企业经营活动、外部环境变化的应对方面能够产生重大影响，且因企业之间存在特征差异性，经理人的能力水平参差不齐，最终企业采取的战略也各不相同。由于战略选择的基础理论不断推进，学者们意识到战略不是一成不变的，而是动态变化的，要依据实际效果进行调整。早期的战略选择理论指出企业在制定战略时，要完全根据外部环境进行规划，忽略了企业内部环境的作用以及高管与普通员工的差异性。随着战略选择理论的逐渐完善，人们意识到内部环境也发挥着不可或缺的作用。

另外，企业在选择战略模式时，要与长期发展目标匹配，或是在逐步实施的过程中，不断向战略目标调整与靠近。并且战略管理的过程需具有可行性，不能脱离实际发展情况，应依靠各部门的协同配合，加强各个部门之间的协作与交流，提高资源利用率。依据 Hitt (2011) 的战略整合观点，因同一行业内的不同企业存在着相似的市场风险和监督管理压力，可使得同行业的企业在资源配置和投资决策上互相学习和效仿，形成一种主流的行业发展趋势<sup>[72]</sup>。然而，同一个行业内的不同企业之间是不同的，有些具有独特资源的公司，倾向于在资源分配上采取非常规的方式，以得到超额收益或亮眼的绩效，这样就形成了战略差异。因此，鉴于各企业生产经营模式、内部组织结构的特点具有异质性，战略差异必然会成为主流市场独占鳌头的首要选择，战略上的偏离程度促使企业放弃已有成熟的行业经验，从资金支持、资源获取等诸多角度加大公司的经营业绩、财

务风险以及投资风险的不确定性，进而影响到企业的投资水平及效率。同时，企业的战略选择主要依赖于企业的高管人员以及其他决策者，管理者的主观判断会直接关系到公司的经营绩效以及投资效益。

### 2.2.2 信息不对称理论

早期理论认为市场是完美的，信息是透明的，市场参与者可以掌握一切有关于市场竞争的信息。但在现实中这种理想状态是不存在的，所以美国的斯蒂格利等学者提出了信息不对称理论，考虑到企业规模、发展方向、高管权利等因素均会影响企业对市场信息的获取，不同的公司拥有的信息是不尽相同的。因此，拥有全部信息的人就比信息匮乏的人更有优势，在未来的发展中，他们就会抢占市场先机。在双方信息条件约定达成一致之前，二者获得的数据资料都不是完全一致的，信息来源丰富的一方可能故意或无意的隐藏有利于其自身的信息，形成“逆向选择”，从而导致“劣胜优汰”；而一旦信息双方条约达成一致之后，具有信息优势的一方就会利用自身的核心竞争力来达到自己的目的，即为“道德风险”。

信息不对称包括两类，即公司内部信息不对称和外部信息不对称。本文所探讨的公司战略差异问题，与信息不对称在很大程度上密切相关。由于高层管理者是公司战略的决策者，对公司的内部状况有更多的了解，而股东一般并不参与企业的日常运作，获得公司的经营情况、投资状况等有关信息十分有限，经理人经常会做出与股东利益相违背的战略选择，导致某个领域投资浪费或缺乏，即非效率投资，在信息占有方面处于不利地位。另外，公司的外部投资者和管理者之间也是信息不对称的一种。当企业战略与行业惯例背道而驰时，外部投资者很难对公司的运营做出合理的评估，而因常规性的认知和判断力，投资者往往不容易接受与同行业公司偏离程度较大的战略，且持有一种质疑的态度。若企业的市场价值被高估，对公司的融资行为产生有利影响，促使其融资难度降低，但会引发流动资金过剩，导致投资过度。而若市值被低估，则会致使企业的融资成本上升，资金短缺，进而影响公司的资金周转，产生投资不足。总之，在信息不对称的情况下，企业内部和外部的利益相关者进行高效的沟通与交流是非常困难的，这样会逐渐出现一种恶性循环，影响上市企业的投资效益。

### 2.2.3 委托代理理论

委托代理理论与信息不对称理论之间有着不可分割的关系。代理问题会加剧信息不对称，同时，信息不对称也会导致代理问题的产生。委托代理是指所有者雇佣代理人（经

理)为其提供服务,授权经理人员做出决策,并按照规定标准向其支付相应的费用和报酬。而委托人与经理人员利益要求存在着冲突,双方都在寻求自身利益最大化。当两者的目标一致时,职业经理人追求的是与企业所有者相同的经营目标;当两者的目标不一致时,就会导致职业经理人做出的决策行为有可能损害企业价值,产生代理冲突。具体而言,股东们期望经理人员能更好地工作,使公司业绩最大化,带来更多的收益,而经理们则更愿意提升自己的工资,让自己有更多的休闲时间和更好的工作环境。当利益目标不统一时,经理们就会产生更多的动机,做出对自己有益但又不利于股东的事情,,增加企业经营风险,进而影响到公司的投资质量。由于所有者与高管的利益目标是不相同的,企业经理人员因利润操控而选择背离行业主流模式过大的战略,并且为维护自我声誉及提高经营业绩有可能进行盲目投资,对一些 NPV 偏低乃至负值的劣质项目进行投资,使得过度投资现象更为严重;但对于风险规避的经理人,则往往过于保守或者是懈怠,以至于错过了许多投资的好时机,引发投资不足,脱离企业战略发展的轨迹,导致投资效率下降。

总而言之,公司选取与行业主流战略模式不一致且背离程度较大时,由于股东和管理者的利益目标不同,经理人员会经常做出违背股东意愿的诸多冒险行为。因此,股东会通过一系列的激励和监督手段来规范公司的经营活动,维护自身利益。为了解决此类问题,上市企业的股东往往通过财务会计信息对管理层进行评估,但经理人员也会选择盈余管理和战略模式偏差等手段来遮掩其对股东利益的损害。本文认为管理层股权激励是一种稳定的内部治理机制,它能够促使经理人员和股东共同分享公司的经营成果,并在一定程度上制约管理者的代理行为,降低所有者与经营者之间的利益冲突;另一方面,管理者股权激励亦可以有效地调动管理人员的积极性,使他们在实现自身价值的同时,又能达到公司所有者的目标,提升企业的投资水平。

#### 2.2.4 信号传递理论

信号传递理论是基于信息不对称理论发展起来的,着重解决由于信息不对称而引起的一系列问题,可以有效地减少信息获取费用。这一理论由三部分组成,即信号的传递者(公司高层、部门主要负责人以及其他相关人员)、信号(包括公司的投融资计划、并购与管理层变更等事宜)、信号的接收者(各利益相关者)。通常情况下,信息接收者可筛选并分析接收到的信息,依据公司的具体发展情况进行判断,再将接收的信息通过一定的方式反馈于传递者。另外,信息不对称也会带来逆向选择问题,因此,公司往往会向外界发出利润分配公告、股利分配公告等信息,将公司的运营情况和财务情况传递

于投资者，从而降低投资者对公司具体发展情况的不熟悉而造成投资失误。已有研究表明审计机构出具的审计意见企业信息披露等均发挥着信号传导的功能，在一定程度上具有引导投资者正确投资的作用。

当上市公司的战略与行业传统战略模式背道而驰时，则会产生较高的信息不对称性，认为战略模式偏离的企业，其业绩波动更大，高级管理人员会更容易操纵企业的经营活动。因此，外部投资者等其他利益相关者不能仅凭借过去的经验做出科学、正确的决策。投资者出于审慎考虑，会减少对高战略偏离程度的上市企业进行投资，缺乏投资者支持的公司势必造成投资不足，从而导致投资效益下降。然而，在企业战略差异化的大环境下，外部独立审计已成为一种被普遍接受的、向外界传递公司未来发展情况的方式之一，能够有效地发挥对公司的监管职能，抑制管理者的非理性行为，减少代理冲突，增强外部投资者的信任，增加对上市公司的投资意愿。

## 2.3 研究假设

### 2.3.1 战略差异度对非效率投资的影响

Tang (2011) 认为企业制定偏离行业主流战略的程度即为战略差异度。为获取独特的或者不同寻常的发展机遇，抢占行业领先地位、形成有特色的品牌效益，上市公司往往会采取与行业背离程度过大的战略模式。然而，在获得高回报的同时，也存在着巨大的风险，战略偏离所引发的经济后果往往难以预料，不但会对公司的健康发展产生不利影响，而且也使其投资决策偏离最优目标，进而影响到公司的投资效率。据此，本文基于信息不对称与经营风险两个视角，探究战略差异度与非效率投资之间存在的关系。

从信息不对称角度看，企业选择与行业非一致性的战略且背离程度较大时，同行业常规战略的经验不能作为利益相关者的判断依据，它的组织结构及经营活动更加复杂。由此，上市公司内外部信息不透明程度逐渐加大，导致所有者与经理人员之间出现代理问题，企业资源配置效率下降，陷入经营困境（王百强和伍利娜，2017）<sup>[33]</sup>。此时，投资者无法获取企业真实可靠的财务信息，产生较高的信息搜集成本。另外，战略差异导致内外部信息差距拉大的环境背景下，管理者的机会主义行为极易发生（叶康涛等，2015；潘俊等，2019）<sup>[10][29]</sup>，经理人员“浑水摸鱼”的空间和动机有所加剧，致使所有者与经理人员对投资决策的评估及监管难度愈加困难，上市企业非效率投资问题日益突出，造成公司利益在一定程度上受损。

从经营风险视角看，企业采用与行业主流模式差距较大的战略，经营风险会显著提高，公司非效率投资行为发生的可能性加大。首先，战略偏离度越大的企业，无法模仿



行业常规化战略总结的经验（Geletkanycz and Hambrick, 1997）<sup>[74]</sup>，管理层对战略指导下所投项目前景的预估难度进一步上升，风险不确定性也随之增加，极端业绩出现的可能性增大，公司的现金流量不稳定并持续恶化，使其出现投资过度或投资不足。翟淑萍等（2017）认为公司的业绩变动会导致管理者对短期利润的关注，进而提高公司进行非效率投资的可能性和程度<sup>[75]</sup>。其次，相比采用常规战略的企业，高战略差异度的企业所能得到的资源相对较少，获取政府支持的难度持续增加，经营不善或面临破产的风险逐渐加剧，公司的投资状况受到直接影响，从而造成企业非效率投资问题更加严重。

综上所述，企业选择背离行业主流模式较大的战略，一方面，会导致所有者与经理人员之间存在的代理冲突与信息不透明度更加严峻，并且由于规避税收及追求名望等原因，管理者存在着较大的利润操纵空间，企业的投资效率受到不利影响。另一方面，上市公司的战略差异越大，企业经营不确定性发生的频率以及极端业绩的波动幅度逐渐增加，管理者的投资策略也会受到一定的影响，非效率投资行为更易发生。据此，本文提出假设 H1：

H1：企业战略差异度越大，非效率投资问题越严重。

### 2.3.2 管理层股权激励对战略差异度与非效率投资关系的调节作用

管理层股权激励作为现代企业解决委托代理问题的一种有效途径，能够促使经营者获得一定的剩余价值，并将其与股东的利益结合起来，防止管理者因过度注重短期经营而导致企业经营风险的加剧，使管理者更加关注公司的长远发展，降低与行业传统模式相背离而产生的非效率投资行为，更加理性地做出投资决策，实现企业长期稳定、健康有序的发展目标。

首先，企业采取激进的战略决策后，实施管理层股权激励机制能够使高管从单纯的经营管理者向企业所有者的身份转变，给予管理者一定的身份认同感<sup>[76]</sup>，亦可促使他们更加注重企业的长期业绩，减少为自身谋求私利的短视行为，防止管理者因战略决策失误而进行盈余管理以及内部操纵等，降低企业代理成本。从而避免管理层对不具有发展前景以及财务不稳定的项目进行投资，更积极地选择投资决策，有利于企业投资效率的提高。其次，企业选择与行业背道而驰的战略方案会加大公司的经营风险，而给予管理者一定的股权激励，有助于弱化管理层的风险规避倾向（苏坤，2015）<sup>[77]</sup>，使高管和股东利益存在紧密联系，实现管理者与所有者之间收益共享、风险共担的互利局面，进一步抑制上市企业非效率投资发生的可能性。最后，企业战略偏离程度过大，通过赋予高管人员一定的股份，可以使经理人员的态度发生明显的变化，从原来的代理人转变为企业的主

人翁，更好地激发其内心深处的工作主动性和创造力，增强他们的归属感，降低企业非效率投资行为。同时，高管面对上市公司经营过程中存在的挑战时，能够快速学习新知识并提高其在管理方面的短板，主动甄别出良好的投资机遇，进一步提升其风险承担能力，敢于选择 NPV 高于零的优质项目进行投资，实现企业价值的增值与保值。此外，当公司资金规模适度、现金流充足时，高管不会因追求“建造商业帝国”而盲目扩大投资范围，造成企业价值贬损。因此，通过对管理者进行股权激励，有利于经理人员做出符合公司长远发展的投资决策，降低战略偏离、政府干预等内部和外部环境对非效率投资的影响。

基于此，上市公司选择与行业主流战略不一致且背离程度较大的战略后，管理层股权激励可以缓解代理冲突，降低经营风险，并且激发经理人员的职业潜能，有利于减少企业非效率投资问题发生的可能性。鉴于以上分析，本文提出假设 H2：

H2：管理层股权激励有利于缓解战略差异度对企业非效率投资的正向作用。

### 2.3.3 审计师行业专长对战略差异度与非效率投资关系的调节作用

审计师在公司外部治理中发挥着举足轻重的作用，企业选择偏离行业主流模式的战略时，行业专长能力强的审计师可以对被审计单位所在行业背景、运用体系、业务流程和内控系统及适用的会计政策具有深入透彻的了解，挖取并分析公司的经营和管理信息，减少审计失败发生的可能性，以提升企业的投资效率。已有研究发现审计师行业专长能够抑制委托人与受托人之间的利益冲突<sup>[56]</sup>，缓解企业信息不对称程度，起到良好的外部治理功能，提升企业的投资质量。

首先，具有行业专长的审计师能够降低战略差异带来的公司内外部之间的信息不透明度<sup>[12][78]</sup>，提高外部利益相关者对企业的了解，可以帮助企业引来更多的投资者，给公司带来更多的经营资金并降低其投资风险，避免非效率投资问题给企业造成的冲击。此外，公司采取偏离行业平均水平过大的战略，拥有行业专业经验丰富的审计师可以更全面、更详细地了解企业的生产经营活动，并对被审计单位所在行业的政策制度、财务管理都有着更加深入的理解，真实、可靠地披露被审计单位的财务信息，发挥外部治理效果，促使管理层勤勉尽职的工作，从而约束战略差异对企业非效率投资造成的影响。

其次，专业能力优秀的审计师能够对实施战略偏离度大的企业管理层所提供的财务报表提供专业化服务，有效揭示客户存在的财务信息操纵行为，弱化非效率投资问题。审计师在审计工作中具备的专业胜任能力和独立性<sup>[79]</sup>，可以提升其发现企业管理过程中可能存在的财务漏洞以及会计政策选择错误等方面，及时与被审计单位进行沟通、交流，

并提请被审计单位进行修正以增强高管对企业做出正确的投资决策。

故而，作为外部治理机制的一部分，上市企业战略偏离程度越大，具有行业专长的审计师可以监督管理人员的利润操控等不合理的行为，同时能有效地抑制买卖双方之间的信息不透明度，从而缓解企业非效率投资问题发生的概率。综上，本文提出假设 H3：

**H3：审计师行业专长有利于抑制战略差异度对企业非效率投资的正向作用。**

### 2.3.4 不同产权性质下，管理层股权激励的调节作用

上市企业选择与行业主流战略不一致且背离程度较大的模式，会导致该企业出现行业成熟经验以及资金的缺乏。然而由于国企以往在支持国家政策、承担社会责任等方面发挥着引领作用，通常可以获得政府的隐形担保（祝继高和陆正飞，2011）<sup>[80]</sup>，以给予投资者更多信心，降低国有企业的投资成本及风险。相反，非国有企业因自身信用水平低、无法获得政府各部门的资源支持，在融资方面存在着较大的困难与挑战，并面临着严重的融资约束问题<sup>[81][82][83]</sup>，致使其非效率投资行为发生的概率加大。故此，相比国有上市公司，非国有上市公司实施较大的战略差异会有更大的利润操纵动机，而内部治理机制具有更加显著的治理效果，可以缓解公司在战略执行过程中产生的各种不确定性，并有利于企业非效率投资行为的降低。

由前文分析可知管理层股权激励机制在公司治理中发挥着重要的作用，能够改善企业的治理环境。“预算软约束”和政治资源是国有上市企业的最大特点，银行等债权人在制定贷款利率政策的过程中，不用对管理者给予股权激励就基本能对企业的信息不透明程度进行制约。反之，非国有上市公司是没有上面这些优势的，企业投资者在进行投资决策时为保障自身权益，规避经营风险，往往更偏向给予管理层一定的股权激励，进而使管理者与企业所有者利益趋向一致性，提升企业的投资效率水平。因此，股权激励制度在投资者和股东等利益相关方的投资决策中具有举足轻重的地位。同时，在非国企中，管理层股权激励机制对投资者和管理者的信息不对称缓解程度表现得就更加显著。选择管理层股权激励方式，能够加强非国有企业管理层在高战略差异执行过程中实施盈余操纵等机会主义行为的监督效果，提高经理人的投资效率，进而促使非国有企业管理者认真对待投资机会，有助于公司投资质量的提升。

基于此，本文认为与国有企业相比，非国企采用与行业相背离的战略模式后，管理层股权激励机制对非效率投资问题的负向影响更加明显。因此，本文提出假设 H4：

**H4：与国有企业相比，非国有企业管理层股权激励更能削弱战略差异度对非效率投资的正向影响。**

### 2.3.5 不同产权性质下，审计师行业专长的调节作用

我国现代资本市场正处于经济体制改革的关键时期，上市企业大多由国有企业改制而成。首先，在促进我国经济发展的进程中，国有企业一般可以获得更多的政策红利、丰富的资产资源和政府关系资源，也更容易获得外部投资资金。与国有企业相比，非国有企业因产权性质的差异性，在向银行等其他金融机构融资过程中遇到了诸多限制，譬如，筹集资金困难，投资活动的资金缺少，最终致使非效率投资问题发生的频率增加<sup>[84]</sup>。其次，非国有上市公司没有国家财政资金及政策支持，只能自负盈亏，企业可能会面临破产的风险，所以做出的投资决策更加审慎。然而审计师作为具有高度独立性的外部监管机构，可以对被审计单位因选择与行业背离而驰的战略模式存在的各项风险进行更精确的识别和评价，进一步有效地提升企业投资效率。最后，在国家反腐败强度不断加大的背景下，国有企业作为政策受益者，亦首当其冲地受到政府的重点关注，面临着更加严格的政府监管。然而，在具有高战略差异的非国企中，管理层为谋取自身利益最大化，会采取一些利己措施，对企业投资决策的质量产生重要影响。但具备行业专长能力的审计师具有全方位的监督治理功能，致使在经营管理过程中非国有上市公司管理层对利润操纵行为的积极性受到限制，从而缓解企业的非效率投资行为。

综上，上市企业在政府监管作用及内部治理效应的共同影响下，相比于国企，非国有上市公司选择的战略模式与行业不一致且偏离程度较大时，审计师行业专长的外部治理作用在非国企中的边际效应更为明显（陈汉文和周中胜，2014）<sup>[85]</sup>，更能约束非效率投资行为。因而，本文提出假设 H5：

H5：相对于国有企业，非国有企业的审计师行业专长更能弱化战略差异度对非效率投资的正向影响。

### 第三章 研究设计

第二章介绍了本研究所涉及的相关理论内容，并提出研究假设。本章主要包括以下内容：首先，对数据的采集与筛选做以简单的介绍；然后对变量的选取过程、衡量方式进行细致说明；最后，针对本文的研究内容，并结合国内外相关研究，构建战略差异度对非效率投资影响以及内外部治理机制调节作用的多元回归模型。

#### 3.1 样本选取与数据来源

本研究选择沪深 A 股上市公司作为研究对象，考虑到 2008 年金融危机可能对数据的波动程度产生较大的影响，进一步影响到回归结果的准确性。故此，本文选取 2009-2020 年的相关数据作为分析样本。对收集到的初始数据进行以下处理：

(1) 由于 ST、\*ST 上市公司的会计数据可能存在异常现象，为降低对回归结果的影响，将 ST 和 \*ST 的样本进行筛选并剔除。

(2) 剔除金融保险行业的上市公司。因为金融保险公司的财务状况和业务状况较特殊，将其作为样本来验证本文假设可能会带来部分极端数据。

(3) 剔除上市年限小于 1 的企业，原因是非效率投资的计量方式需要滞后一期。

(4) 剔除主要会计资料如管理层股权激励等数据不完整的公司样本。

(5) 为遏制极端数值对实证分析的影响，本研究把主要连续变量按照前后 1% 进行缩尾处理。

本文研究的全部变量的原始数据资料基本来自国泰安数据库 (CSMAR)。在样本筛选整理中，主要选择 EXCEL (2010) 表格进行预处理。其中解释变量战略差异度与被解释变量非效率投资的计算以及后文的实证分析部分使用统计软件 STATA15.0 进行处理。最终确定 21550 个数据作为观测样本。

#### 3.2 变量定义

##### 3.2.1 被解释变量

本文借鉴肖珉等 (2014) 的做法<sup>[86]</sup>，非效率投资采用 Richardson (2006) 模型。通过构建非效率投资的回归模型，计算残差，用回归结果中的残差取绝对值衡量非效率投资。绝对值越大，表示上市公司非效率投资问题愈严重。结果如模型 (3.1) 所示：

$$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Lev}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Invest}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{Age}_{i,t-1} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3.1)$$

表 3.1 是 Richardson 模型中变量的详细说明。

表 3.1 Richardson 模型变量说明

变量名称	变量符号	变量定义
投资水平	Invest	(购建资产支出+对子公司或其他企事业单位的投资支出-处置资产收益-当期折旧和摊销)/总资产
成长机会	Grow	主营业务收入增长率
资产负债率	Lev	总负债与总资产的比值
现金流量	Cash	(货币资金+短期投资净额)/资产总计
上市年龄	Age	截止上年末企业上市时间的对数
公司规模	Size	总资产自然对数
投资回报率	Ret	考虑现金红利的年个股回报率
虚拟变量	Year	年度
虚拟变量	Ind	行业

### 3.2.2 解释变量

本文借鉴 Tang et al. (2011), 徐鹏和王瑞康 (2021), 孙洁和殷方圆 (2020) 及叶康涛等 (2014) 的研究<sup>[62][87][88][89]</sup>, 用表 3.2 中六个维度的指标衡量企业战略差异度。在综合考量的基础上, 该指标的六个战略维度反映了样本公司各个方面的竞争能力。

表 3.2 企业战略差异六个维度

维度	计算方法
资本密集度	固定资产/员工人数
固定资产更新程度	固定资产净值/固定资产原值
广告宣传投入	销售费用/营业收入
研发投入	无形资产净值/营业收入
管理费用投入	管理费用/营业收入
企业财务杠杆	短期借款、长期借款及应付债券之和/权益价值

本文进一步将表 3.2 中六个维度的指标, 按照如下方式进行处理: 首先, 计算各企业六个维度的指标值; 其次, 按照年度和行业对六个指标的平均值和标准差进行计算, 将计算结果标准化处理后取绝对值, 得到各企业在六个维度上偏离行业常规水平的程度; 最后, 计算标准化后的平均数, 得到战略差异度 (STD)。这一指标的数值越大, 说明企业战略偏离行业常规水平的程度越大。

### 3.2.3 调节变量

#### (1) 管理层股权激励

关于管理层股权激励的计量方式, 本文参考韦琳等 (2021)<sup>[90]</sup>以及李小荣和张瑞君 (2014)<sup>[91]</sup>的做法, 采用管理层持股比例即董监高的持股数量与企业总股数的比值衡量

股权激励，计算公式如下：

$$\text{管理层股权激励} = \text{董事、监事及高管持股数} / \text{股本总数} \quad (3.2)$$

### (2) 审计师行业专长

已有研究对于审计师行业专长测度方式有多种，具体有行业市场份额法、加权市场份额法等，但究竟哪种衡量方式会使结果更加准确，目前国内和国际上都有不同的看法。刘文军等（2010）<sup>[92]</sup>学者认为，在当前国内经济形势下，审计行业面临着越来越多的竞争压力，采用行业市场份额法可以更好地反映审计师行业专长（MSA），即以会计师事务所所在某一行业中的资产总额占该行业全部客户资产总额。同时，为了防止营业收入小于 0 对最终结果产生影响，选用审计客户的总资产衡量审计师行业专长（MSA）。计算公式如下：

$$MSA_{ik} = \sum_{j=1}^J ASSET_{ikj} / \sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J ASSET_{ikj} \quad (3.3)$$

### (3) 产权性质（State）

本文以产权性质作为分组标准，将研究样本划分为国有企业并取值为 1，以及非国有企业且赋值为 0；分析不同产权性质的公司样本中，管理层股权激励与审计师行业专长对两者关系的调节效应。

## 3.2.4 控制变量

本文参照 Richardson（2006）和申慧慧等（2012）的研究<sup>[70][93]</sup>，选用现金持有水平、公司规模、营业利润增长率、流动资产比率、速动比率及上市年限等作为控制变量，增加回归结果的可靠性。

### (1) 现金持有水平（Cash）

本研究采用经营活动现金流除以总资产余额平均值的方式，对其计算结果取自然对数来衡量上市公司的现金持有水平。企业拥有的自由现金数值越大，在一定程度上，会加大经理人员投资净现值低于 0 的劣质项目，不利于企业投资质量的提升，亦不利于实现企业长远稳定、健康发展的目标。

### (2) 公司规模（Size）

根据规模效应理论，与小规模公司相比，大公司往往具有一定程度抵御风险的能力，拥有更多的股东，更容易受到投资者的关注。同时，公司的内外治理机制更加完善，管理层更倾向于主动告知市场，调整市场预期，从而减少非效率投资行为；反之，公司规模越小，内外部治理机制越不完善，公司治理水平偏低，企业进行非效率投资的可能性

就越大。因此，控制公司规模对本文的影响是非常有必要的。

(3) 营业利润增长率 (Gro)

本文选择营业利润增长率作为量化企业成长能力的指标。在指标数值较低的情况下，企业可能因为缺乏资本而投资不足，而在企业能够实现较好增长的情况下，则可能因规模较大而投资过度，从而造成一系列不合理的行为，如非效率投资。

(4) 财务杠杆 (Lev)

财务杠杆是指上市公司全部负债与总资产的比值，也就是公司的资本结构。通常而言，较高的资产负债率会导致企业由于借款产生较高的利息支出，从而限制上市企业的资金流动和融资能力。

(5) 上市年限 (Age)

本文选用观测年度减去企业上市年度，并取自然对数的方法衡量上市年龄。企业上市年限越短，即企业越年轻，内外部治理水平有所欠缺，更容易出现非效率投资行为。反之，企业上市时间愈长，其各项治理机制以及规章制度更加完善，企业的经营状况更加稳定，进而企业非效率投资发生的频率会出现下降的趋势。

(6) 行业 (Ind)

行业控制变量主要用于控制企业背景差异。每个行业都有自己的独特之处，面对的投资环境均有所不同。基于此，本文按照中国证监会 2012 年的行业分类，将行业变量设置为虚拟变量。

(7) 年份 (Year)

本文在模型中设置 2009-2020 年度共 12 个哑变量。在不同年份中，不同宏观经济政策的实施可能会对企业投资行为具有一定的影响。基于此，本研究将年份变量设置为虚拟变量。

本文除控制上述因素外，还将股权集中度（前十大股东持股比例 (Ten)）及偿债能力的两个衡量指标（流动资产比率 (LR)、速动比率 (QR)）也纳入考虑范畴。综上，变量定义及计算如表 3.3 所示。

表 3.3 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	Invest	Richardson 模型计算残差取绝对值
解释变量	战略差异度	STD	六个维度指标平均值
调节变量	审计师行业专长	MSA	行业市场份额法（选用审计客户的总资产）
	管理层股权激励	Inc	董事、监事及高管持股数与总股数的比值



表 3.3 变量定义及说明（续）

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
产权性质	State		国有企业取值为 1，否则取 0
现金持有水平	Cash		经营活动现金净流量自然对数
公司规模	Size		企业总资产的自然对数
流动资产比率	LR		总流动资产与流动负债合计比值
速动比率	QR		速动资产总额与流动负债总额的比率
成长能力	Gro		(本年营业利润-上年营业利润)/上年营业利润
财务杠杆	Lev		总负债与总资产的比率
前十大股东持股比例	Ten		公司前十大股东持股比例之和
上市年限	Age		上市年龄的自然对数
年份	Year		虚拟变量
行业	Ind		虚拟变量

### 3.3 模型构建

为验证假设 H1 “企业选择高战略差异度，会导致非效率投资问题更加严重”，参考刘进等（2021）及张蕊和王洋洋（2019）的做法<sup>[94][95]</sup>，构建模型（3.4），探讨其二者之间存在的关系：

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 STD_{i,t} + \alpha_2 State_{i,t} + \alpha_3 Cash_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 LR_{i,t} + \alpha_6 QR_{i,t} + \alpha_7 Gro_{i,t} + \alpha_8 Lev_{i,t} + \alpha_9 Ten_{i,t} + \alpha_{10} Age_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3.4)$$

其中，Invest 表示非效率投资水平，STD 是战略差异度， $\alpha_0$  表示常数项， $\alpha_1$  为战略差异度（STD）与非效率投资（Invest）的回归系数，若回归结果  $\alpha_1$  显著为正，则表明战略差异度会加剧企业非效率投资行为。

为检验管理层股权激励与审计师行业专长在战略差异度与非效率投资关系中如何发挥作用，本文参考袁振超和韦小泉（2018）以及郑玲与周晓雯（2019）的做法<sup>[96][46]</sup>，分别引入二者与战略差异度的交乘项，构建模型（3.5）与模型（3.6），以验证假设 H2 及假设 H3：

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 Inc_{i,t} + \beta_3 STD_{i,t} \times Inc_{i,t} + \beta_4 State_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 LR_{i,t} + \beta_8 QR_{i,t} + \beta_9 Gro_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \beta_{11} Ten_{i,t} + \beta_{12} Age_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3.5)$$

$$Invest_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STD_{i,t} + \gamma_2 MSA_{i,t} + \gamma_3 STD_{i,t} \times MSA_{i,t} + \gamma_4 State_{i,t} + \gamma_5 Cash_{i,t} + \gamma_6 Size_{i,t} + \gamma_7 LR_{i,t} + \gamma_8 QR_{i,t} + \gamma_9 Gro_{i,t} + \gamma_{10} Lev_{i,t} + \gamma_{11} Ten_{i,t} + \gamma_{12} Age_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3.6)$$

模型（3.5）与模型（3.6）中，分别纳入管理层股权激励（Inc）与战略差异度（STD）的交乘项、审计师行业专长（MSA）与战略差异度（STD）的交乘项， $\beta_3$  与  $\gamma_3$  的符号及

显著性各自代表着管理层股权激励与审计师行业专长调节作用的方向及大小。

为验证前述理论分析提出的假设 H4 与假设 H5, 本研究以公司的产权性质作为样本划分标准对模型 (3.5) 与模型 (3.6) 进行分组回归, 以检验管理层股权激励与审计师行业专长的调节作用在不同产权性质的分组样本中是否存在异质性。

## 第四章 实证检验

基于前文战略差异度与非效率投资的相关理论和假设分析，本章对提出的研究假设及构建的回归模型展开实证检验，并在此基础上，对回归结果进行稳健性测试。

### 4.1 描述性统计分析

表 4.1 列示了主要变量的中位数、均值、标准差、最小值以及最大值的描述性统计结果。

表 4.1 描述性统计

变量	样本数	中位数	均值	标准差	最小值	最大值
Invest	21550	0.027	0.030	0.023	0.002	0.305
STD	21550	0.543	0.568	0.114	0.405	0.743
Inc	21550	0.003	0.171	0.286	0	0.875
MSA	21550	0.048	0.055	0.041	0.006	0.151
State	21550	0	0.409	0.492	0	1
Cash	21550	0.144	0.175	0.117	0.015	0.584
Size	21550	22.10	22.14	0.692	20.84	23.17
LR	21550	0.576	0.566	0.120	0.357	0.727
QR	21550	1.142	1.732	1.865	0.163	11.67
Gro	21550	0.512	0.568	1.211	-0.402	8.329
Lev	21550	0.4251	0.4318	0.3	0.0746	0.8352
Ten	21550	0.580	0.573	0.089	0.422	0.695
Age	21550	10	10.96	6.797	2	26

由表 4.1 可知，企业的非效率投资（Invest）的最大值为 0.305，最小值为 0.002，表明 A 股不同上市公司之间投资效率存在比较大的差距，总体上波动幅度较大。非效率投资的平均值为 0.030，中位数为 0.027，两者均大于 0，说明 A 股上市公司的非效率投资行为较为普遍；从战略差异度的相关衡量指标来看，战略差异度（STD）的均值是 0.568，表明样本中有多数企业制定高差异度的战略以寻求新的发展途径，进而突破原行业的约束，标准差为 0.114，可知选择不同战略执行情况的上市公司具有差异性；管理层股权激励（Inc）的均值是 0.171，得出管理层持股比例的平均值为 17.1%；最大值和最小值分别是 0.875 与 0，说明现阶段我国管理层股权激励的比例不高并存在差异性较大的情况；审计师行业专长（MSA）的均值是 0.055，表明在平均水平上事务所在某行业客户的总资产占该行业资产总额的 5.5%。

在控制变量方面，现金持有水平（Cash）的中位数为 0.144，最小值与最大值分别

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/477114041056006041>