

股权性质、管理层激励和过度投资

吕峻

(中国社会科学院数量经济与技术经济研究所,北京 100732)



内容提要:国内已有的研究均发现管理层激励(包括薪酬激励和股权激励)强度和公司的过度投资水平成反比关系,支持有效契约理论(或利益协同理论),这对政府对国有企业管理层的“限薪令”和股权激励管制提出了挑战。本文利用2008—2016年A股上市公司数据,研究发现只有对于非国有公司来说,管理层激励才适用有效契约理论(或利益协同理论),而对于国有公司来说,薪酬激励同时适用有效契约理论和管理者权力理论,管理层货币薪酬和过度投资之间呈U形关系,股权激励和过度投资之间不存在显著相关关系。进一步的分析发现,非国有公司的管理层超额薪酬和过度投资成反比关系,管理层的超额薪酬对于降低公司代理成本具有激励作用。但是,竞争性行业的国有公司管理层超额薪酬和过度投资成正比关系,管理层超额薪酬有可能是拥有较高权力的管理层寻租的结果。出现这一现象的原因应该是国有企业“内部人控制”和管理层不完全承担投资失败责任共同作用的结果。因此,政府对国有企业管理层的“限薪令”和股权激励管制在当前情形下仍是合理的,竞争性国有企业管理层“市场化”薪酬制度的实施需要在进一步厘清政企关系之后的基础上进行。

关键词:股权性质 薪酬激励 股权激励 过度投资

中图分类号:F276.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)09—0160—15

一、引言

公司投资质量直接影响公司价值。由于公司所有权和经营权分离会产生代理成本,管理层(代理人)为了私人收益会投资一些净现值为负的项目(即过度投资),从而损害公司价值和股东利益。Jensen(1986)^[1]认为,管理层的私人收益和他们控制的公司资源正相关,公司规模越大,他们控制的资源越多,因而管理层经常有“帝国建设”的冲动,即希望把所有可支配的资金都投入到投资项目中去,而不考虑投资质量。

过度投资是公司的一项代理成本,从理论上来说,设计良好的监督机制和报酬激励制度(包括薪酬激励和股权激励)是抑制公司过度投资的主要手段。由于投资具有专业性和信息不对称性,在公司的投资决策中,监督机制特别是外部监督机制作用相对有限,报酬激励制度更能发挥作用。那么,从实践来说,报酬激励制度是否能够有效抑制公司过度投资水平?学术界为此进行了一系列的研究。在薪酬激励方面,辛清泉等(2007)^[2]利用我国上市公司数据研究发现高管货币薪酬与过度投资的关系为负。他们认为,由于当时我国上市公司的薪酬契约无法补偿经理层的努力与才能,低薪酬容易诱发过度投资。此后,詹雷与王瑶瑶(2013)^[3]、张丽平和杨兴全(2012)^[4]的研究也得出了类似的结论。在股权激励方面,唐雪松等(2007)^[5]采用我国制造业上市公司的数据,发现经

收稿日期:2019-03-21

作者简介:吕峻,男,副研究员,研究领域是公司财务,电子邮箱:lj6662@126.com。

理持股和发放现金股利可以有效制约过度投资。罗付岩与沈中华(2013)^[6]研究发现,股权激励能够抑制上市公司的非效率投资,且对非国有公司的抑制作用大于国有公司。岑维和童娜琼(2018)^[7]研究发现,薪酬业绩敏感度高的薪酬激励机制能促进企业管理层的理性从众行为,抑制非理性投资行为。罗富碧等(2008)^[8]的研究也得出类似的结论。

上述研究基本都得出对管理层无论是提高薪酬激励还是股权激励强度,都有利于减轻公司过度投资水平的结论,支持有效契约理论或利益协同理论(即激励水平的提高有利于降低代理成本)。那么,从抑制过度投资的角度,对管理层的激励是否存在一定的限度?超出一定限度的报酬激励,是否可以进一步有效抑制管理层的过度投资呢?上述研究都没有在实证模型中加入变量或变更实证方法对这一问题进行深入分析。根据管理者权力理论,过高的报酬有可能是管理层权力寻租的体现,并不能起到降低代理成本的效果(吕长江和赵宇恒,2007^[9];肖星和陈婵,2013^[10])。管理层报酬和过度投资之间的关系是仅适用有效契约理论(或利益协同理论),还是在一定情形下也适用管理者权力理论(或防御理论),有必要进一步验证。

从实践来说,由于我国国有企业高管薪酬在2010年前增长过快,政府出台了一系列政策进行了规范。2009年人力资源和社会保障部等六部委发布的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》和2014年中央发布的《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》,都对国有企业领导人和员工的薪酬差距做了限制。地方政府部门也依照中央文件精神对地方国有企业领导人薪酬做出了类似限制。最近,关于国有企业的改革讨论中对国有企业管理层薪酬进行松绑的呼声再起。如果国有企业管理层激励仅适用有效契约理论,那么政府对国有企业管理层薪酬设限的政策是不合理的。如果国有企业的管理层激励也适用管理者权力理论,则政府对于管理层薪酬当前的管制政策是合理的。对于上市民营企业来说,如果也存在类似情况,则证券监管部门应从公司治理层面对上市民营企业的管理层薪酬决定机制从公司治理的角度予以引导和规范,以保护投资者利益。

本文的研究目的是从管理层激励强度和过度投资的关系角度,探讨不同股权性质企业中管理层激励(包括方式和强度)对于代理成本(过度投资水平)影响机制的差异,一方面评价政府对于国有企业管理层激励现有管制政策的合理性,另一方面从管理层激励层面就提高公司治理质量提出政策建议。相对于已有文献,本文的增量贡献在于,同时基于有效契约理论(或利益协同理论)和管理者权力理论(或防御理论)进一步深入分析了管理层报酬激励对过度投资水平的影响机制,讨论了这一影响机制在国有公司和非国有公司之间存在差异的原因,并用上市公司数据进行了实证检验,为当前政府对于国有企业管理层报酬激励(包括薪酬和股权激励)管制政策的合理性提供了依据。

二、理论分析和研究假设

1. 股权性质、薪酬激励^①与过度投资

要理解薪酬激励对公司过度投资的作用机制,首先应了解过度投资会给公司财务状况带来什么样的影响,进而如何影响管理层薪酬。一般来说,过度投资净现值为负的项目,会给管理层薪酬带来正负两方面的影响。从正的方面来说,过度投资会扩张公司规模,随着公司规模的扩大,公司的管理跨度和难度都会增加,使管理层有理由申请增加薪酬水平,并增加管理层扩大职务消费和获得“灰色收入”等隐形利益的机会;从负的方面来说,过度投资的增加会损害公司价值和股东利益,从而对管理层薪酬的增加带来压力。而且,过度投资也会过度消耗公司的现金资源,如果没有足够

^① 本文所提薪酬激励均指货币薪酬激励。

的权益融资或经营现金流的补充,也会抑制管理层薪酬的增加。

因此,不考虑行业、管理者特征等因素的影响,管理层薪酬对于过度投资的影响首先取决于管理层薪酬决定因素的主次。已有的研究均发现公司规模是高管薪酬决定的主要因素(如 Conyon 和 Murphy, 2000^[11]; 李琦, 2003^[12]; 杜胜利和翟艳玲, 2005^[13]), 其次才是业绩等因素。因此, 如果管理层薪酬较低, 管理层会有强烈的动机通过过度投资扩大公司规模而给自己加薪, 过度投资对管理层收益的负向影响不足以抵消其正向影响。随着管理层薪酬的增加, 过度投资对管理层薪酬的正向影响会逐渐减小(公司规模扩大所带来的边际薪酬增量会因薪酬水平的提高而减少)^①, 负向影响会逐步加大(在公司业绩下降、现金资源紧张的情形下, 拥有高薪的管理层压力更大, 管理层卸责成本更高)。此时, 管理层进行过度投资的动机会减弱。

那么, 从降低代理成本的角度来说, 是否管理层薪酬越高越好呢? 管理者权力理论给出了不同的答案。管理者权力理论认为, 过高的管理层薪酬更可能是高管权力寻租的结果, 而不是对管理者的补偿或激励。Bebchuk 等(2002)^[14]、Bebchuk 和 Fried(2003)^[15]认为, 管理层会利用自身权力影响或俘获董事会, 使其报酬合同非但没有解决代理问题, 反而本身成为一种代理问题。由于管理层可以影响其薪酬的制定, 他们在取得超额薪酬的同时, 就不会努力降低公司的代理成本, 甚至随着其权力的提升, 进行无效投资或扩大在职消费。Eriksson(2005)^[16]研究发现高管权力和薪酬水平正相关。近年来中国上市公司的高管薪酬增长迅速并引起社会的广泛关注。吴育辉和吴世农(2010)^[17]利用我国上市公司数据研究发现高管的薪酬水平随着其控制权的增加而显著提高。高管高薪并未有效降低公司的代理成本, 反而提高了代理成本。吕长江和赵宇恒(2007)^[9]通过理论与实证分析发现, 权力强大的管理者可以自己设计激励组合, 在获取权力收益的同时实现高货币性补偿。

基于以上分析, 对于薪酬激励和过度投资之间的关系, 如果适用有效契约理论, 则二者呈反比关系, 薪酬激励强度越大, 过度投资越少; 如果适用管理者权力理论, 则二者呈正比关系, 管理层权力越大, 过度投资受到的约束越小, 其薪酬水平也会越高。但是, 从公司治理的逻辑来说, 管理层薪酬的升高如果仅用权力理论来解释就意味着薪酬激励完全丧失应有的意义, 这从理论和实践的角度都难以成立, 只有超过合理范围的管理层薪酬更有可能是管理层权力的体现。因此, 薪酬激励和过度投资之间的关系也可能同时适用有效契约理论和管理层权力理论, 即管理层薪酬处于合理范围之内适用有效契约理论, 超过合理范围适用权力理论, 此时, 管理层薪酬和过度投资之间呈 U 形关系。

从中国的实践来看, 公司的控股权性质是影响薪酬激励和过度投资之间关系的重要变量。这是因为国有控股公司(以下简称国有公司)和非国有控股公司(以下简称非国有公司)的公司治理和投资行为都存在着较为明显的差异。

在公司治理方面, 尽管国有公司管理层薪酬受到政府管制, 但是由于最终委托人的缺位, “内部人控制”现象相对严重, 许多学者认为国有公司管理层可以通过游说政府, 利用权力增加自身薪酬。郑志刚(2012)^[18]认为, 国有公司经理人特殊的选拔、委派和提升机制可能使单一的经理人业绩考核渠道容易被经理人俘获而纵容经理人攫取超额薪酬。权小锋等(2010)^[19]研究发现, 国有公司高管的权力越大, 其获取的私有收益越高。因此, 国有公司管理层超高的薪酬更有可能是管理层权力的一种体现, 拥有较高权力的管理层一方面通过游说政府增加自身薪酬, 另一方面通过过度投资扩大公司规模为加薪提供理由。他们不用过于担心过度投资损害公司价值进而使自身利益受

^① 如果管理层原来薪酬低于同行业水平较多, 增加薪酬会使得管理层的公平感增加, 降低代理成本; 如果管理层薪酬超过同行业水平或内部员工过多, 考虑到社会影响和内部员工的公平感, 单纯利用规模因素增加薪酬的阻力会加大。

损,因为国有公司的股权和政府具有天然的联系,国有公司的投资在许多时候属于一项“保增长”或“保稳定”的“政治任务”,受到政府的干预较多(白俊和连立帅,2014)^[20],一旦投资失败对企业业绩造成负面影响,管理层可以找到理由为不良的公司业绩做辩护或从政府部门获得财政补贴。因此,拥有更大权力的管理层为了私人利益乐于进行过度投资。总之,国有公司管理层薪酬激励和过度投资之间的关系更有可能同时适用有效契约理论和管理者权力理论,一定范围之内的薪酬水平和过度投资的关系适用有效契约理论。超出一定范围的薪酬水平应该是管理者权力寻租的一种体现,此时二者之间的关系适用管理者权力理论。

与国有公司不同,民营企业管理层中的重要职务多数由创办者或其家族成员担任,管理层和公司股东的利益更趋一致,利用自身拥有的权力在薪酬方面寻租而侵害公司价值的可能性较小(肖星和陈婵,2013)^[10],薪酬机制也更加符合市场化原则。此外,与国有公司相比,民营企业投资受政府干预较少,需要管理层自身承担投资失误的后果。因此,民营企业的管理层薪酬和过度投资之间关系更有可能仅适用有效契约理论。管理层较高的薪酬水平更有可能是对管理层成员特殊才能或贡献的一种奖励或激励。因此,本文提出如下假设:

H₁:国有公司管理层薪酬水平和过度投资之间呈U形关系。

H₂:非国有公司管理层薪酬水平和过度投资之间呈反比关系。

2. 股权性质、股权激励与过度投资

公司所有权和经营权分离产生了代理成本,作为代理人的管理层和作为委托人的股东对于公司经营有不同的目标函数。管理层如果没有持股,其通过努力产生的剩余收益主要被股东所享有,除非给予管理层很高的基于业绩的薪酬奖励。但是,这样做一方面会消耗公司大量的现金,另一方面可能会导致管理层为了获得高额的基于短期收益的奖金而进行利润操纵(如减少研发投入等),不利于公司价值的实质性提高。但是如果这样做,管理层可能会通过职位享受和过度投资而侵害股东利益,从而产生更大的代理成本。因此,一般认为给予管理层股权激励,可以在一定程度上缓解所有权和经营权相分离的代理问题。但是给予管理层多大程度的股权激励会有效降低代理成本。学术界有不同的观点,大致可以分为利益趋同理论和防御理论。

Jensen和Meckling(1976)^[21]指出,为避免或减少股东和管理层的利益冲突,股东给予管理层股权激励,管理层获得剩余收益索取权并承担相应的风险,这样二者的利益趋于一致,从而可以降低代理成本(该理论称为利益趋同理论)。根据利益趋同理论,管理层存在道德风险的根本原因在于管理者对公司剩余收益分享的比例过低。如果增大管理层分享公司剩余收益的比例,管理层和股东的利益趋同度会显著上升,管理层进行过度投资等背离公司价值最大化的行为会明显减少。

防御理论也称为掘壕自守理论(Fama和Jensen,1983)^[22],该理论认为,随着管理层持股比例的增加,他们对公司的控制权也随之提高。如果管理层的持股比例较高,股东对管理层的有效约束力会减弱,从而对管理层形成一种保护。管理层会有更多的动机利用权力去谋求私人收益而不是公司和股东的利益,同时也不用过于担心在公司绩效不好时被解雇。因此,在管理层持股较高的情况下,提高股权激励水平可能会进一步增加代理成本,加大公司的过度投资水平。防御理论本质上和管理者权力理论一致,管理层持股过高也是管理者权力理论的一种表现。当管理层权力较大时,管理层可以通过设计有利于自身的股权激励计划,通过风险更高的投资刺激股价的上涨。

综上所述,管理层股权激励和过度投资之间的关系,如果适用利益趋同理论,二者之间呈反比关系;如果适用防御理论,二者之间呈正比关系。也有许多学者认为,二者关系同时适用利益趋同理论和防御理论,股权激励在一定范围内适用利益趋同理论,超过一定范围,则适用防御理论,此

时,二者之间呈U形关系。国有公司和非国有公司在公司治理和投资行为方面的差异,会影响两类公司管理层股权激励和过度投资之间的关系。

对于国有公司来说,国有公司管理层一般先天不拥有公司股权。只有在企业发展到一定程度之后,经过政府部门的审批才能通过实施股权激励计划拥有股权。由于企业权益价值客观度量的复杂性,对国有企业管理层实施股权激励,因可能存在“暗箱操作”和“国有资产流失”等现象,在学术界和实务界曾引发过很多争议。因此,政府部门对国有企业管理层实施股权激励计划的审批比较谨慎。2006年国资委和财政部联合颁布了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,2008年国资委针对国有公司颁布了《关于规范国有控股上市公司实施股权激励有关问题的补充通知》,对国有公司激励对象、激励范围和激励水平和条件均做了具体规定。管理层能够实施股权激励很有可能是其拥有较高权力的一种体现,难以发挥激励作用。肖星和陈婵(2013)^[10]认为,政府部门难以有效控制和监督国有公司管理者的行为,容易形成“内部人”控制,致使管理层能够为牟取个人私利或本公司职工的小集团利益而损害公司出资人的权益。他们通过实证分析发现,国有公司的股权激励计划符合“管理者权力论”,而民营公司的股权激励计划则符合“最优契约论”。辛宇和吕长江(2012)^[23]通过案例研究,发现国有公司的股权激励兼具激励、福利和奖励三种性质,无法发挥其应有的激励效果。在投资行为方面,如前文所述,国有公司投资受政府干预较多,一般情况下管理层不会完全承担投资失误的后果。因此,国有公司管理层股权激励和过度投资之间的关系更有可能适用防御理论所预测的结果,即拥有较高权力能够劝说政府部门的 가 管理层更有可能被政府批准实施股权激励计划,并且在不用过分担心承担过度投资后果的前提下寻求企业投资规模扩大所带来的显性或隐性私人利益。由于国有公司管理层持有公司的股权一般占比很低(根据本文样本的描述性统计,国有公司管理层持股占总股本比例的平均值在1%以下),所以国有公司股权激励和过度投资之间的正向关系不能用标准的防御理论解释,但是背后的决定机制和防御理论的解释基本一致。

对于民营公司来说,绝大多数民营公司管理层先天拥有较大份额的公司股权,股东与管理层之间的利益更加一致,管理层利用自身权力通过股权激励寻租而侵害股东和公司利益的可能性较小。同时,民营公司投资受政府干预较少,如果投资失败需要管理层自身承担后果。因此,民营公司的股权激励和过度投资之间关系更有可能适用利益趋同理论。因此,本文提出如下假设:

H₃:国有公司管理层股权激励和过度投资之间呈正比关系。

H₄:非国有公司管理层股权激励和过度投资之间呈反比关系。

三、实证研究设计

1. 研究思路和计量模型

本文采用如下面板数据模型来实证分析管理层激励对于过度投资的影响。

$$\begin{aligned} OverI_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Salary_{i,t-1} + \alpha_2 Salary_{i,t-1}^2 + \alpha_3 Rshare_{i,t-1} \\ & + \alpha_4 Rshare_{i,t-1}^2 + \gamma Contr + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中,*OverI*为过度投资水平,*Salary*为管理层人均薪酬,*Rshare*为管理层持股比例,*Contr*为一组控制变量。如果管理层激励和过度投资之间的关系适用有效契约理论(利益协同理论),则激励变量的系数(α_1 和/或 α_3)显著为负,如果适用管理层权力理论或防御理论则它们为正。如果同时适用有效契约理论和管理者权力理论,则激励变量的系数显著为负,而它们的平方项的系数(α_2 和/或 α_4)显著为正。下标中*t*代表当年,*t-1*代表上年度。解释变量(包括财务类控制变量)之所以取滞后值(即*t-1*值)有两方面的原因:(1)从公司管理实践来看,公司当年投资计划一般是在上年末或当年年初依据企业发展战略、管理层意愿(管理层对市场的判断或出于自身的利

益考虑等)和财务状况等因素制定的,因而解释过度投资的相应变量应该采用滞后值;(2)当年投资会给当年公司财务状况和激励变量产生影响(如提高公司负债率、降低货币持有水平等),解释变量当期值和因变量之间存在内生性问题,采用滞后值在很大程度上可以降低或避免变量内生性问题。

2. 变量含义

过度投资 (*OverI*): 过度投资有不同度量方法,当前研究中最常见的是采用 Richardson (2006)^[24]的预期投资模型来度量公司的过度投资。预期投资模型的残差大于零为过度投资。本文仍采用该模型来度量公司过度投资。预期投资模型(2)如下:

$$Inve_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TQ_{i,t-1} + \beta_2 Cash_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Inve_{i,t-1} + \alpha_7 RET_{i,t-1} + \sum Indu + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中,*Inve* 代表投资(固定资产、在建工程、工程物资以及长期股权投资的增加额/年初资产总额)。*TQ* 为托宾 Q 值,代表公司投资机会。*Cash* 为公司现金持有水平(货币资金/年初总资产),*Size* 为公司规模(资产总额的对数),*Lev* 为资产负债率(负债总额/资产总额),*Age* 为公司上市年龄,*RET* 为公司年度股票回报率,*Indu* 为行业虚拟变量(采用申万一级行业分类),*Year* 为年度虚拟变量。

管理层人均货币薪酬 (*Salary*): 反映薪酬激励强度,等于董监高前三名薪酬总额除以三,为消除量纲影响,在回归模型中取自然对数。

管理层持股比例 (*Rshare*): 在股权激励的研究中,股权激励的度量大多采用了股权持有量或持有比例(如,唐雪松等,2007^[5])以及是否实施高管股权激励计划(二值变量)。本文采用管理层持股比例(管理层持股数量/总股本)度量管理层股权激励水平,在稳健性检验中采用管理层人均持股市值和分红之和度量对管理层的股权激励水平。

控制变量 (*Contr*): 采用可能影响公司投资的管理费用率 (*Manexp*)、现金持有量 (*Cash*)、公司规模 (*Size*)、公司杠杆 (*Lev*)、托宾 Q 值 (*TQ*)、独立董事比例 (*Indire*)、股权集中度 (*Equicom*)、行业和年度九个变量作为控制变量。为避免内生性影响,除独立董事比例和股权集中度以及行业和年度外,其余变量均采用上年(*t-1*)值。管理费用率反映了对管理层的隐形激励,其值越高说明隐形激励越强,按照有效契约理论应与过度投资成反比关系。现金持有量以货币资金/年初总资产度量,公司持有现金越多,投资扩张的动力越强。公司规模用总资产的自然对数衡量。在公司规模较小时,公司可能更具有强烈的动机去通过投资扩张规模。公司杠杆用公司账面资产负债率计算,反映了公司偿债能力。托宾 Q 值反映公司投资机会,投资机会越多,投资水平越高。独立董事比例用独立董事/董事会规模度量,独立董事所占比重越高,董事会独立性越强,对于过度投资可能会有抑制作用。股权集中度用第一大股东持股比例/第二、第三大股东持股比例之和度量,该值越高说明公司股权越集中,有利于大股东监督管理层的投资行为,抑制公司的过度投资。

3. 样本选择

本文选择 2008—2016 年在沪深两市上市的公司为样本总体,剔除金融业和资产负债率大于 100% (经营处于不正常状态)以及数据不全的公司,最终获得 2511 家公司的 16320 个样本点(公司·年)(样本的选取实际上是从 2006 年^①开始,因为计算过度投资和用滞后年度数据回归需要至少提前两年的数据)。其中包括 957 家国有公司的 7627 个样本点和 1544 家非国有公司的 8693 个

^① 上市公司股权分置改革直到 2006 年底才基本完成,同时 2006 年我国新颁布的《中华人民共和国公司法》放松了对股票回购制度的限制,同年国资委和财政部联合颁布了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》。

样本点。最后通过预期投资模型筛选出 2720 个国有公司样本点和 3096 个非国有公司样本点。本文所使用的财务数据和市场数据来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。为降低异常值的影响,对连续型变量进行 1% 分位及 99% 分位的缩尾处理。

四、描述性统计

首先,分析主要变量各年原始数据的特征(如表 1 所示):(1)过度投资水平:无论是国有还是非国有公司的过度投资水平各年虽然有波动,但总体相对平稳,均值在 8.3% 左右(其中国有公司均值为 8.29%,非国有公司的均值为 8.28%)。(2)管理层人均薪酬:随着时间推移管理层人均薪酬都有明显的增长。2016 年国有公司和非国有公司的管理层人均薪酬分别为 88.9 万元和 100.7 万元,是 2008 年的 2.2 倍和 2.5 倍,年均增长率为 10% 和 12%。国有公司和非国有公司管理层人均薪酬水平各年略有差异,但总体差异不大(总体均值两类公司都为 64 万元)。(3)管理层持股比例:随着时间推移管理层持股比例有明显的增长,但受体制、政策和行业影响,国有公司管理层持股比例远低于非国有公司。2016 年国有公司和非国有公司管理层持股比例分别为 0.4% 和 18%,都是 2008 年的 3.6 倍。

表 1 主要变量原始数据分年度均值

年度	过度投资水平		管理层人均薪酬(万元)		管理层持股比例	
	国有(%)	非国有(%)	国有	非国有	国有(%)	非国有(%)
2008	9.86	8.34	40.3	40.7	0.12	4.85
2009	10.92	7.86	45.0	45.8	0.34	9.00
2010	9.85	8.61	54.1	56.6	0.21	9.08
2011	8.64	8.30	61.2	67.0	0.30	11.47
2012	7.52	7.67	61.8	55.4	0.62	18.22
2013	6.27	6.84	66.9	59.5	0.52	20.36
2014	7.29	7.37	77.1	72.0	0.36	19.52
2015	6.86	9.41	83.1	81.9	0.70	19.22
2016	7.41	10.13	88.9	100.7	0.44	17.69

资料来源:本文整理

从主要变量的分年原始数据可以看出,受物价、工资水平和政策等因素的影响,年度之间管理层报酬(包括薪酬和股权激励)差异较大,缺乏可比性,简单将各年的管理层报酬数据用于计量分析,得出的结果不稳健。因此,本文将管理层报酬用各年行业中值调整后进行实证分析和检验。

表 2 为对管理层报酬调整后用于计量分析的主要变量描述性统计。可以看出所有样本的过度投资水平在国有公司和非国有公司之间没有明显差别,但是国有公司过度投资标准差略高,说明国有公司过度投资水平在不同公司之间的差异较大。就管理层人均薪酬(对数化后行业中值调整值)来说,国有公司均值(0.097)大于非国有公司(0.080),但是标准差小于非国有公司,说明管理层薪酬在国有公司之间的差异小于非国有公司,非国有公司管理层薪酬在不同公司之间的差异较大。就管理层持股比例(行业中值调整后值)来说,国有公司由于绝大多数公司管理层持股比例较低因而总体均值为负数,非国有公司均值为 0.131。国有公司和非国有公司管理层激励的差异主要体现在股权激励方面。

表 2 变量描述性统计

变量名称	平均值		标准差		四分之一分位		四分之三分位	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
<i>OverI</i>	0.083	0.082	0.134	0.120	0.013	0.016	0.085	0.098
<i>Salary</i>	0.097	0.080	0.660	0.679	-0.289	-0.380	0.489	0.495
<i>Rshare</i>	-0.012	0.131	0.050	0.205	-0.001	-0.000	0.000	0.267
<i>Manexp</i>	0.081	0.108	0.069	0.090	0.039	0.055	0.102	0.128
<i>Lev</i>	0.539	0.429	0.184	0.192	0.410	0.280	0.680	0.580
<i>Cash</i>	0.145	0.168	0.095	0.109	0.080	0.090	0.190	0.220
<i>Size</i>	22.637	21.866	1.287	1.064	21.720	21.113	23.456	22.517
<i>TQ</i>	1.378	2.360	1.274	2.126	0.588	1.094	1.731	2.927
<i>Indire</i>	0.368	0.373	0.057	0.053	0.333	0.333	0.375	0.429
<i>Equicom</i>	10.912	5.314	19.853	11.466	1.724	1.218	12.243	5.009

资料来源:本文整理

五、实证结果

面板数据的回归可以采用固定效应、随机效应和混合模型三种方法进行。本文虽然从表面是研究管理层激励强度对于过度投资的影响问题,但实质上是研究管理层激励强度决定机制对于过度投资的影响。这一决定机制在一定时间范围内的同一公司内部发生变化的情况较少,其差异主要体现在公司之间。因此,本文更为关注的是公司间不同管理层激励强度决定机制所反映的委托代理问题。由于固定效应模型变量系数主要反映组内(公司内)差异而不是组间(公司间)差异对因变量的影响,从经济意义上来说本文应该采用混合模型(为避免同一公司在不同时期的扰动项之间存在自相关,采用了聚类稳健的标准误估计)或随机效应模型估计模型(1)的回归系数。由于混合模型和随机效应模型回归结果基本一致,本文仅报告混合模型的回归结果。采用国有公司和非国有公司样本数据的模型(1)回归结果如表 3 所示。

从薪酬激励来看,在采用国有公司样本的回归结果中,薪酬激励系数显著为负,且其二次项系数显著为正。但是,在采用非国有公司样本的回归结果中,薪酬激励系数显著为负,薪酬激励的二次项系数并不显著。这说明对于国有公司来说,薪酬激励和过度投资呈 U 形关系,在一定的薪酬范围内,随着管理层薪酬的增加,过度投资水平会下降。但是,超过一定的范围,过度投资反而随着薪酬的增加而增加。因此,对于国有公司来说,同时适用有效契约理论和管理者权力理论,验证了假设 H_1 成立。对于非国有公司来说,薪酬激励和过度投资呈简单的反比关系,仅适用有效契约理论,验证了假设 H_2 成立。

从股权激励来看,在采用国有公司样本的回归结果中,管理层持股比例系数为正但是未达到显著性水平,没有完全验证假设 H_3 成立。在采用非国有公司样本的回归结果中,不含管理层持股比例二次项的回归中管理层持股比例系数显著为负,在引入该变量的二次项之后,无论是一次项和二次项的系数均不显著,说明对于非国有公司的股权激励和过度投资的关系来说,仅适用有效契约理论,管理层持股比例越高,越有利于降低过度投资,从而验证了假设 H_4 成立。这一结果与肖星和陈婵(2013)^[10]的实证结果具有一定相似之处。她们研究发现国有公司中率先实行管理层股权激励的公司主要是一些约束机制较弱的企业,管理层持股是管理层权力的体现,不具有激励效应。推出管理层股权激励的民营企业基本都是约束机制较强的企业,因而民营公司的股权激励适用有效契约理论,管理层持股具有激励效应。

此外,从回归结果来看,股权结构和独立董事所占比例的系数均没有达到显著性水平,说明股权集中度和独立董事对于公司过度投资没有显著的抑制作用,这与许泽君(2017)^[25]研究结果基本一致。

表3 过度投资和管理层激励(模型(1)回归结果)(一)

变量	国有公司		非国有公司	
	过度投资	过度投资	过度投资	过度投资
<i>Salary</i>	-0.0153 *** (-3.70)	-0.0166 *** (-3.97)	-0.0154 *** (-4.28)	-0.0158 *** (-4.34)
<i>Salary</i> ²		0.0085 ** (2.47)		0.0021 (0.67)
<i>Rshare</i>	0.0402 (0.56)	0.0397 (0.54)	-0.0337 *** (-3.21)	-0.0242 (-0.90)
<i>Rshare</i> ²		-0.0257 (-0.09)		-0.0179 (-0.36)
<i>Manexp</i>	-0.0462 (-1.16)	-0.0533 (-1.34)	0.0500 * (1.86)	0.0487 * (1.80)
<i>Lev</i>	0.0693 *** (4.20)	0.0675 *** (4.09)	0.0685 *** (4.96)	0.0686 *** (4.96)
<i>Cash</i>	0.0126 (0.49)	0.0128 (0.51)	0.0390 ** (2.16)	0.0392 ** (2.17)
<i>Size</i>	-0.0083 *** (-2.96)	-0.0089 *** (-3.16)	-0.0056 * (-1.86)	-0.0059 * (-1.93)
<i>TQ</i>	0.0198 *** (8.72)	0.0194 *** (8.53)	0.0132 *** (10.43)	0.0131 *** (10.33)
<i>Indire</i>	0.0049 (0.11)	0.0089 (0.20)	0.0397 (1.00)	0.0399 (1.01)
<i>Euiqcon</i>	-0.0000 (-0.22)	-0.0000 (-0.16)	0.0003 (1.59)	0.0003 (1.63)
常数项	0.2819 *** (4.37)	0.2915 *** (4.52)	0.1562 ** (2.25)	0.1609 ** (2.30)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
观察数	2720	2720	3096	3096
R ²	0.12	0.12	0.11	0.10

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著

资料来源:本文整理

六、薪酬激励和过度投资关系的进一步分析

接下来,本文进一步用超额薪酬和过度投资之间的关系分析不同股权性质企业货币薪酬激励所适用的经济理论。超额薪酬一般是指薪酬总额中超过市场平均薪酬或者正常影响薪酬的因素不能解释的薪酬部分。其经济意义从不同角度有不同的解释。从有效契约理论角度,超额薪酬是高管能力

的一种体现,是对高管能力的补偿和奖励(Fama,1980^[26];方军雄,2012^[27]),从管理层权力理论角度,超额薪酬是高管利用手中权力和影响获得超过公平薪酬的收入(Bebchuk 等,2002^[14];郑志刚,2012^[19])。

根据前面实证结果,可以看出国有公司的薪酬激励同时适用有效契约理论和管理者权力理论,而对于非国有公司来说,薪酬激励适用有效契约理论。那么根据这一结果可以合理推测,对于国有公司来说,管理层的超额薪酬和过度投资成正比关系(超额薪酬一般是薪酬总额超过一定范围获取),而对非国有公司来说,二者则成反比关系,非国有公司的超额薪酬具有激励作用。借鉴 Core 等(2008)^[28]的方法,通过模型(3)的残差估计管理层的超额薪酬。

$$ESalary_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \varepsilon \quad (3)$$

其中, *ESalary* 是管理层的预期薪酬(取自然对数), *X* 为包括影响管理层薪酬的一组变量,包括总资产回报率(营业利润/年初总资产)、管理费用率、资产负债率、货币资金占比、资产规模(总资产自然对数)、托宾 *Q* 值(成长机会)、独立董事比例和股权集中度(计算方式同前面),以及行业、年度和地域变量。

模型(3)的残差即为管理层实际薪酬和预期薪酬的差额,反映了超额薪酬的大小。首先计算分产权性质的国有和非国有公司超额薪酬与过度投资的相关系数(如表 4 所示)。发现国有公司超额薪酬(*t*-1 年)和过度投资水平在 5% 的显著性水平上正相关,对于非国有公司二者在 1% 的显著性水平上负相关。

表 4 过度投资与解释变量的相关系数

变量	国有样本	非国有样本
过度投资和超额薪酬	0.072*	-0.107**

注: **、* 分别表示在 5%、10% 水平上显著

资料来源:本文整理

建立如下计量模型(4)验证过度投资和超额薪酬的关系。

$$OverI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Exsalary_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Contrl_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

其中, *OverI* 为过度投资, *Exsalary* 为超额薪酬, *Size* 为资产规模, *Contrl* 包括行业和年度在内的控制变量。回归结果如表 5 所示。可以看出,国有公司超额薪酬的系数为正,虽不显著,但接近 10% 的显著性水平;非国有公司超额薪酬的系数显著为负,这和相关性分析结果基本一致,进一步验证了模型(1)的实证结果,即国有公司管理层超额薪酬不具有激励作用,如第二部分所述,应该是管理层利用权力寻租的一种体现,适用管理者权力理论,而非国有公司的超额薪酬具有激励或奖励作用,适用有效契约理论。也就是说,由于国有企业最终委托人“缺位”,国有企业内部控制现象相对严重,管理层可以游说政府或者利用自身对于国有企业的控制力(在现实中许多国有企业的领导人以前就是一些政府部门负责人)获得较高的超额薪酬。当然,也有一些研究认为非国有企业管理层的薪酬也适合管理者权力理论,但本文的实证结果没有支持这一观点。

表 5 超额薪酬与过度投资关系

变量	国有样本 <i>OverI</i>	非国有样本 <i>OverI</i>
<i>Exsalary</i>	0.0154 (1.39)	-0.0432*** (-3.84)
<i>Size</i>	-0.0131*** (-5.08)	-0.0099*** (-3.30)

续表 5

变量	国有样本 <i>OverI</i>	非国有样本 <i>OverI</i>
常数项	0.4073*** (6.52)	0.3590*** (4.87)
年度和行业	控制	控制
R ²	0.11	0.04

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著；模型(4)加入其余解释投资的控制变量后回归结果和表 5 基本一致
资料来源：本文整理

在最近政府部门出台的一系列关于国有企业改革文件中,都对国有企业按照功能进行了分类(如公益性、商业类),并对不同类型的国有企业采取了不同的考核和管理内容。相对来说,对具有垄断性质的公益类企业管制相对较多,而对竞争性商业类企业的管制较少。考虑垄断和非垄断性行业国有企业管理机制可能存在一定差异,从而会对超额薪酬和过度投资之间的关系产生影响,本文又将国有公司样本分为垄断性和非垄断性(将采掘、国防军工、交通运输、公用事业行业分类为垄断行业,其余行业分为非垄断行业),采用模型(4)进行了回归。回归结果如表 6 所示,可以看出,对于垄断性行业,管理层超额薪酬系数为负但是不显著,对于非垄断性行业,管理层超额薪酬系数为正且在 5% 的水平上显著,说明非垄断性行业的国有企业管理层超额薪酬明显适用管理者权力理论。出现这一结果的原因可能是由于垄断行业政府管制相对较多,公众社会关注度较高,管理层利用权力谋取私人利益受到的约束相对较多,而非垄断性行业的国有企业政府管制较少,社会公众关注度较低,管理层利用权力谋取私人利益空间较大。董红晔和李小荣(2014)^[29]的实证研究结果就证明了这一点,他们发现高管权力的增大是国有企业过度投资严重的重要影响因素,特别是当政府干预低时,高管权力能很好地解释国有企业的过度投资问题。

表 6 国有公司超额薪酬与过度投资关系

变量	垄断行业样本 <i>OverI</i>	非垄断行业样本 <i>OverI</i>
<i>Exsalary</i>	-0.0223 (-0.53)	0.0239** (2.35)
<i>Size</i>	-0.0310*** (-4.68)	-0.0044* (-1.79)
常数项	0.7996*** (5.08)	0.1824*** (3.31)
年度	控制	控制
R ²	0.131	0.050

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著；模型(4)加入其余解释投资的控制变量后回归结果和表 5 基本一致
资料来源：本文整理

那么,同样拥有超出市场平均薪酬的国有企业管理层,为什么没有像非国有企业管理层一样因为卸责成本的提高而降低企业的非效率投资水平呢?吕长江和赵宇恒(2007)认为,高额薪酬只是国有企业管理层利用权力的副产品,国有企业的管理层更重视货币薪酬之外私人收益(包括权力地位、内部交易、政治晋升、在职消费等)。货币薪酬之外的私人利益大小都是与企业规模正相关。企业规模越大,管理层可以获得更高的私人物质收益,也可以获得包括政治晋升在内更多的精神激

励(虽然政府早在 20 世纪就发文^①提出取消国有企业的行政级别,但从实际情况来看,国有企业管理层的升迁或调动等事件都与企业的行政级别有关,而企业的行政级别与企业规模具有很大的关联性^②)。政府对于国有企业的要求也一直是“做大做强”。相对来说“做大”容易,“做强”较难,而且在“做大”的过程中管理层可以获得更多的个人收益。因此,国有企业的管理层拥有权力越大,无论明里响应政府号召还是暗里为了个人的收益,都愿意进行过度投资。一旦投资失败对企业业绩造成负面影响,由于国有企业承担部分社会职能,而且投资过程中容易受到政府干预,管理层不用承担或者不用完全承担投资失败的后果,过度投资给管理层带来的收益大于成本。近些年来,除非因投资失败给企业造成较大恶劣影响(如 2014 年前后中钢集团管理层被免职事件)之外,鲜有国有企业管理层因为不良业绩受到处分的消息。对于权力发挥自由度相对较高的竞争性国有公司管理层,超额薪酬更有可能是权力“寻租”的结果。虽然当下一些学者认为对国有企业管理层薪酬实施限制容易导致管理人才流失,降低国有企业的竞争力,但是这些学者忽略了即使是对竞争性行业的国有企业,和民营企业相比在融资、投资、生产经营(如进出口配额)等方面享有很多隐性或显性的便利,国有企业管理层的政治地位和政治升迁也非民营企业管理层可比。

七、稳健性检验

考虑到管理层持股比例不能反映管理层持有股权的价值量,用其度量管理层股权激励水平具有一定的局限性。本文也用管理层人均持股市值和分红($MVdiv$)来反映股权激励程度。管理层人均持股市值(MV)用董监高人均持股市值度量,该变量的计算公式如下:

$$\text{董监高人均持股市值} = \text{董监高人均最高持股数量} \times \text{当年股票收盘价}$$

董监高人均最高持股数量 = $MAX(\text{董事会人均持股数量}, \text{监事会人均持股数量}, \text{高管人均持股数量})$ ^③,其中:董事会人均持股数量 = 董事会持股数量 / (董事会规模 - 独立董事人数);监事会人均持股数量 = 监事会持股数量 / 监事会规模;高管人均持股数量 = 高管持股数量 / 高管人数。

管理层人均股利分红($Dividend$)用董监高人均分红度量,等于董监高人均最高持股数量乘以每股股利。

将模型(1)中的管理层持股比例用管理层人均持股市值和分红之和($MVdiv$)代替,重新进行回归,结果如表 7 所示。可以看出,该回归结果与表 3 回归结果基本一致。

表 7 过度投资和管理层激励(模型 1 的回归结果)(二)

变量	国有样本		非国有样本	
	过度投资	过度投资	过度投资	过度投资
$Salary$	-0.0151 *** (-3.61)	-0.0160 *** (-3.80)	-0.0148 *** (-4.10)	-0.0147 *** (-4.02)
$Salary^2$		0.0087 ** (2.52)		0.0021 (0.68)

① 如原国家经贸委 1999 年颁布的《国有大中型企业建立现代企业制度和加强管理的基本规范(试行)》提出企业不再套用党政机关的行政级别,也不再比照党政机关干部的行政级别确定企业经营管理者待遇,实行适应现代企业制度要求的企业经营管理者管理办法。

② 在国有企业的兼并重组中,小规模国有企业很容易被大型国有企业通过行政命令的方式予以兼并。

③ 即董事会、监事会和高管人均持股孰高。采用这种计算方式而不是采用董监高持股数量除以董监高人数的方式计算,是由于几乎每个公司存在数量不等董监高交叉任职的现象,采用最高值是为了和薪酬激励相对应。

续表 7

变量	国有样本		非国有样本	
	过度投资	过度投资	过度投资	过度投资
<i>MVdiv</i>	-0.0001 (-0.34)	-0.0007 (-1.13)	-0.0009*** (-2.95)	-0.0016*** (-3.96)
<i>MVdiv</i> ²		-0.0001 (-1.06)		-0.0001* (-2.75)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
观察数	2720	2720	3096	3096
R ²	0.12	0.12	0.10	0.11

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著；模型(4)加入其余解释投资的控制变量后回归结果和表 5 基本一致；控制变量回归结果因篇幅所限未列示，备索

资料来源：本文整理

八、结论和启示

按照有效契约理论,高管激励是降低公司代理成本的有效手段,但按照管理者权力理论(或防御理论),高薪酬或高持股可能是管理层强势权力的一种体现,并不能有效降低代理成本。本文利用 2008—2016 年 A 股上市公司数据,研究了管理层激励(包括薪酬激励和股权激励)对于公司过度投资的影响,发现对于非国有公司来说,管理层激励适用有效契约理论(或利益趋同理论),无论是管理层薪酬还是持股比例和公司过度投资水平负相关,提高对管理层的激励程度有利于抑制公司的过度投资;对于国有公司来说,管理层激励的效果相对复杂,国有公司的薪酬激励同时适用有效契约理论和管理者权力理论,管理层薪酬和公司过度投资水平呈 U 形关系,管理层薪酬在一定范围内具有激励作用,和过度投资成反比关系,但是超过一定范围,则可能是管理层权力寻租的一种体现,和过度投资成正比关系。管理层超额薪酬和过度投资之间的关系分析结果进一步佐证了上述观点,国有公司特别是竞争性国有公司管理层超额薪酬和过度投资之间成正比关系,非国有公司管理层超额薪酬和过度投资成反比关系。本文没有发现国有公司的股权激励和过度投资之间存在显著的相关关系。

同刘张发等(2017)^[31]、鄢伟波和邓晓兰(2018)^[32]实证结果一样,本文的实证结果支持在当前经济社会环境下对国有企业管理层薪酬进行限制,当前是否对国有企业管理层给予市场化薪酬,仍需要慎重对待。要放松对于国有企业管理层的薪酬管制,需要进一步厘清政企关系,减轻政府对于国有企业投资等方面的显性或隐性干预(或政策扶持),避免将企业管理层身份和行政级别、管理层升迁和企业规模挂钩。在此基础上,通过强化监督机制和建立市场化的选人用人机制,使管理层能够实质性地承担投资失败的后果,才能放松薪酬管制,实施市场化的薪酬机制。这一点对于政府正在逐步放松管制的竞争性行业的国有企业尤其重要。需要说明的是,尽管本文的研究结果总体支持了民营企业管理层激励适用有效契约理论,但不排除个别治理失败的民营上市公司管理层一边拿着高额薪酬、一边通过盲目投资等方式做损害公司利益事情的现象。

就股权激励来说,没有发现国有企业管理层股权激励和过度投资之间有显著关系,可能有三方面原因。第一方面是由于管理层股权激励强度相对来说仍很低,激励效果总体来说不明显;第二方面如辛宇和吕长江(2012)^[23]所述,国有企业管理层实施股权激励动机混杂(可能有激励、福利和奖励三种目的),而且实施股权激励有可能是管理层权力的体现(肖星和陈婵,2013)^[10],不同动机的股权激励后果可能会相互抵消;第三方面原因如前文所述,国有企业投资受到政府干预较多,管

理层不完全投资后果,股权激励所起作用有限。总之,对于国有企业的股权激励政府仍应实行严格管制,并定期评估国有企业中股权激励机制的运行状况和效果,稳健推行高管股权激励制度。对于非国有上市公司来说,由于管理层持股和代理成本成反比关系,监管层可以考虑出台鼓励或限制措施引导企业管理层长期持股(如在再融资和并购审核时优先考虑管理层长期持股且未减持的公司,或者限制业绩非正常大幅下滑的公司管理层减持公司的股票),以进一步提升管理层股权激励的激励效果。

参考文献

- [1] Jensen, M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance[J]. American Economic Review, 1986, 76, (2): 323 - 329.
- [2] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 北京: 经济研究, 2007, (8): 110 - 122.
- [3] 詹雷, 王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与公司价值[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (3): 36 - 46.
- [4] 张丽平, 杨兴全. 管理者权力、管理层激励与过度投资[J]. 成都: 软科学, 2012, (10): 107 - 112.
- [5] 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 北京: 会计研究, 2007, (7): 44 - 52.
- [6] 罗付岩, 沈中华. 股权激励、代理成本与公司投资效率[J]. 蚌埠: 财贸研究, 2013, (2): 146 - 156.
- [7] 岑维, 童娜. 高管薪酬激励和企业投资从众行为[J]. 北京: 投资研究, 2018, (4): 57 - 73.
- [8] 罗富碧, 冉茂盛, 杜家廷. 高管人员股权激励与投资决策关系的实证研究[J]. 北京: 会计研究, 2008, (8): 69 - 76.
- [9] 吕长江, 赵宇恒. 国有公司管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 北京: 管理世界, 2008, (11): 99 - 109, 188.
- [10] 肖星, 陈婵. 激励水平、约束机制与上市公司股权激励计划[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (1): 24 - 32.
- [11] Conyon, K. J., and M. J. Murphy. The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom[J]. Economic Journal, 2000, 110, (467): 640 - 671.
- [12] 李琦. 上市公司高级经理人薪酬影响因素分析[J]. 北京: 经济科学, 2003, (6): 113 - 127.
- [13] 杜胜利, 翟艳玲. 总经理年度报酬决定因素的实证分析——以我国上市公司为例[J]. 北京: 管理世界, 2005, (8): 114 - 120.
- [14] Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17, (3): 71 - 92.
- [15] Bebchuk, L., and J. Fried. Power, Rent Extraction, and Executive Compensation[C]. CESifo Forum. Ifo Institute-Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, 2002.
- [16] Eriksson T. The Managerial Power Impact on Compensation - Some Further Evidence[J]. Tor Eriksson, 2003, 2, (3): 87 - 93.
- [17] 吴育辉, 吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利? ——来自中国上市公司的证据[J]. 北京: 会计研究, 2010, (11): 40 - 48, 96 - 97.
- [18] 郑志刚. 经理人超额薪酬和公司治理——一个文献综述[J]. 北京: 金融评论, 2012, (1): 103 - 112, 126.
- [19] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 北京: 经济研究, 2010, (11): 73 - 87.
- [20] 白俊, 连立帅. 国企过度投资溯源: 政府干预抑或管理层自利? [J]. 北京: 会计研究, 2014, (2): 41 - 48, 95.
- [21] Jensen, M., and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305 - 360.
- [22] Fama, E. F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, (2): 301 - 325.
- [23] 辛宇, 吕长江. 激励、福利还是奖励: 薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析[J]. 北京: 会计研究, 2012, (6): 67 - 75, 93.
- [24] Richardson, S. A. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11, (2 - 3): 159 - 189.
- [25] 许泽君. 官员独董与民营企业非效率投资——基于中组部 18 号文的准自然实验[J]. 北京: 投资研究, 2017, (12): 78 - 96.
- [26] Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm[J]. Journal of Political Economy, 1980, (88): 288 - 307.
- [27] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策[J]. 北京: 管理世界, 2012, (11): 144 - 155.
- [28] Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker. The Power of the Pen and Executive Compensation[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88, (1): 1 - 25.
- [29] 董红晔, 李小荣. 国有企业高管权力与过度投资[J]. 北京: 经济管理, 2014, (10): 75 - 87.
- [30] 修宗峰, 黄健柏. 市场化改革、过度投资与企业产能过剩——基于我国制造业上市公司的经验证据[J]. 北京: 经济管理, 2013, (7): 1 - 12.
- [31] 刘张发, 田存志, 张潇. 国有企业内部薪酬差距影响生产效率吗[J]. 北京: 经济学动态, 2017, (11): 46 - 57.
- [32] 鄢伟波, 邓晓兰. 国有企业高管薪酬管制效应研究——对高管四类反应的实证检验[J]. 北京: 经济管理, 2018, (7): 58 - 73.

Ownership Property, Management Incentive and Over-investment

LV Jun

(Institute of Quantitative and Technical Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China)

Abstract: From the view of the relationship of management incentive intensity and corporate excessive investment, this article explores the different impacts of management incentive (including the way and the intensity) on agency cost (excess investment level), and evaluate the reasonability of China government's regulation on management incentive of the state-owned enterprise. Existing research in China has found that the intensity of management incentives (including compensation incentives and equity incentives) is inversely related to the company's over-investment level, supporting the effective contract theory and interest convergence theory, which challenges the government's "pay limit order" and equity incentive regulation for the management of state-owned enterprises. Using the data of A-share listed companies in China from 2008 to 2016, this paper finds that only for non-state-owned companies, management incentives apply the effective contract theory (for compensation incentives) and interest convergence theory (for equity incentives), while for state-owned companies, monetary compensation incentives apply both effective contract theory and managerial power theory. For state-owned companies, there is a U-shaped relationship between management monetary compensation and corporate over-investment level, and there is no significant correlation between management equity incentives and corporate over-investment. Further empirical analysis finds that the management excess-pay and corporate over-investment of non-state-owned companies are inversely related, which means management's excess pay has an incentive effect on reducing corporate agency cost. However, for state-owned companies in competitive industries, management's excess-pay and corporate overinvest level has a positive relationship, which implies management's excess-pay is the result of management rent-seeking with higher power. The reason arising from this phenomenon should be the result of the joint effect of "inner control" of state-owned enterprises and management's failure to fully assume the responsibility of investment failure. In terms of equity incentive, there is no significant relationship between management equity incentive and corporate excessive investment in state-owned enterprises. There may be three reasons. First, the incentive effect is not obvious because the equity incentive intensity of the management is still relatively low. Second, the implementation of management equity incentive motivation is mixed (incentives or welfare or reward), and the implementation of equity incentive is likely the embodiment of the power management, different motivation equity-incentive effects may cancel each other out; Third, the investment of state-owned enterprises is subject to more government intervention. The reason of management incentive mechanism difference between state-owned companies and non-state companies results from not-yet-fully-straightened-out relationship between government and state-owned enterprise. Therefore, the government's "pay limit order" and equity incentive regulation for the management of state-owned enterprises are still reasonable under the current circumstances. The implementation of the "market-based" incentive system and the relaxation of equity incentive regulation for the management of state-owned enterprises needs to be carried out on the basis of further clarifying the relationship between government and enterprises. For non-state-owned listed companies, securities regulators may consider introducing reward or restrictions policies and measures to encourage managers to hold corporate shares for longer term. Compared with extant related literature in China, the incremental contribution of this paper is further analysis of the impact mechanism of management incentive on excessive investment level, discussion of the reason of management incentive mechanism difference between state-owned companies and non-state companies based on the theory of effective contract (or interests convergence theory) and management power theory (or managerial entrenchment theory) as well. After theoretical analysis, this paper verifies theoretical viewpoints by empirical model using data of Chinese listed companies.

Key Words: ownership property; compensation incentive; equity incentive; over-investment

JEL Classification: D25, M41, M12

DOI: 10. 19616/j. cnki. bmj. 2019. 09. 010

(责任编辑:刘建丽)