

经理人管理防御对企业非效率投资的影响：薪酬结构作用分析

李秉祥(博士生导师) 王梦泽 姚冰滢

(西安理工大学金融与管理学院 西安 710054)

【摘要】 本文选取2009~2013年上海证券交易所的A股制造业上市公司为研究样本,以Richardson投资期望模型为基础,通过构建经理人管理防御指数,用薪酬结构作为调节变量来研究经理人管理防御行为对企业非效率投资的影响。研究表明:经理人管理防御与非效率投资呈现正相关关系;经理人的固定薪酬对管理防御与过度投资的关系起到正向调节作用,且固定薪酬越高,管理防御对过度投资的影响越大;经理人的固定薪酬对管理防御与投资不足的关系也起到正向调节作用,固定薪酬越高,则管理防御对投资不足的影响也越大;经理人持股对管理防御与过度投资行为的关系起到负向调节作用;经理人持股越高,则管理防御对过度投资的影响越小。

【关键词】 经理人管理防御 薪酬结构 非效率投资 投资期望模型

一、引言

企业的投资行为是否具有效率是目前研究的热点之一。随着企业经营权和所有权的分离,经理层成为公司最有影响力的决策层,能够对企业的投资行为产生重大影响。在信息不对称环境中,经理人出于自利动机,往往会利用掌握的决策权力,做出与股东目标不一致的决策行为,如进行非效率投资,损害股东的利益。非效率投资行为通常指经理人在投资决策中表现出来的过度投资、投资不足、敲竹杠行为和投资短视行为,而管理防御动机是经理人发生非效率投资的根本原因。

管理防御又称职位固守,是指经理人在公司内外控制机制下,选择有利于维护自身职位并追求自身效用最大化的决策。管理防御作为一种假说,起源于有关内部人所有权与公司业绩之间关系的研究。最早由Morck、Shleifer和Vishny(1988)提出。他们通过研究发现,经理人会为了个人利益的最大化而做出有害于公司价值最大化的决策。经理人薪酬结构对其管理防御和企业非效率投资之间的关系具有调节作用,主要体现在:薪酬结构会影响经理人自身效用函数,从而影响其管理防御行为的选择和防御水平。经理人薪酬结构对企业投资的影响主要体现在:高管固定薪酬过低会导致非效率投资,而经理人持股能够有效抑制非效率投资行为。

目前研究经理人薪酬对管理防御行为和企业非效率投资行为产生的影响,主要集中在薪酬水平而不是薪酬结构。本文拟将薪酬结构作为主要的研究对象,并将薪酬结构分为固定薪酬和浮动薪酬来研究其对经理人管理防

御和企业非效率投资行为的影响,同时运用Richardson投资期望模型把非效率投资分为投资不足和过度投资两个方面来分别探讨薪酬结构对它的影响。为了保证研究的精确性,我们拟从人口学特征角度构建经理管理防御指数,将薪酬结构作为一个调节变量来分析经理管理防御行为对企业非效率投资的影响。

二、文献回顾与研究假设

1. 经理人管理防御行为与非效率投资。国内学者在研究管理防御行为与非效率投资的关系时,对经理人管理防御行为采用了两种度量方法:

一是如袁春生、杨淑娥(2006)等运用相关的经典理论,借鉴西方财务政策选择方法来进行系统分析,以得出对经理人管理防御行为一个总的评价。

二是对两者之间的关系进行规范性研究,用实证方法来进行度量。如李秉祥、薛思珊(2007)应用二期博弈模型对经理人的短期投资行为在数量上进行量化分析;李秉祥、郝艳(2011)运用信号传递模型对经理人的敲竹杠行为进行了博弈分析;李秉祥、张海龙(2010)运用我国制造业上市公司的经验证据分析了经理人的过度投资行为;袁春生、杨淑娥(2006)研究指出,管理防御动机是经理人发生非效率投资的深层次原因;李秉祥和薛思珊(2008)运用构建指标的方法来衡量经理人管理防御的大小,并用对管理防御有重要影响的六维变量构建管理防御指数;李秉祥、姚冰滢(2013)以中国企业上市为背景论述了经理人管理防御指数的设计 and 应用。

这些研究都表明,管理防御行为在我国经理人中确

实存在,并且可以借鉴人口学特征进行量化。

袁春生、杨淑娥(2006)研究发现,经理人管理防御动机是企业发生非效率投资的深层次原因,也是影响企业财务政策和公司治理的一个深层次原因。两位学者认为,经理人的职位固守行为是导致企业发生非效率投资的重要原因。因为管理防御行为不仅是经理人对企业组织外部威胁的应对策略,而且是应对来自企业组织内部威胁的策略,所以股东为了达到自身的利益最大化会对经理人进行激励与约束,其中最主要的约束就是解雇。这对于经理人来说是一种无法承担的个人损失,所以经理人会采取防御措施来维护自身的利益最大化,这也是经理人管理防御行为产生的动机。

现代行为学的金融理论认为,在现实决策中不存在完全理性的经理人,因为经理人往往具有与最优决策相偏离的心理特征,如嫉妒心理、过度自信、规避个人损失、规避个人风险等,这些都是影响企业投资决策的不良因素。同时,经理人的短视倾向、模仿倾向、敲竹杠倾向、建造个人帝国倾向和投资多元化倾向会导致其做出不符合企业利益最大化的投资选择,从而发生非效率投资行为。代理问题对非效率投资的影响主要表现为过度投资和投资不足两个方面,比如说经理人通过进行新投资项目来使自身可以支配更多的资源,从而加强对企业的控制和在企业中的影响力,削弱股东对他们的监督控制。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设1:经理人管理防御与非效率投资呈正相关关系。

2. 经理人薪酬结构与管理防御下的非效率投资行为。薪酬结构是指在同一组织内不同职位或不同技能员工薪酬水平的排列形式,强调薪酬水平等级的多少、不同薪酬水平之间级差的大小以及决定薪酬级差的标准,它反映了企业根据不同职务重要性程度和任职者能力大小所作出的评价。经理人薪酬按照分类方式的不同可分为固定薪酬和浮动薪酬,侯清麟(2009)认为,“固定薪酬+奖金+持股”是当前企业经理人的最佳薪酬结构,其中奖金和经理人持股属于浮动薪酬。不同的薪酬形式会对经理人产生不同的激励效果,进而对经理人的管理防御行为和企业的投资行为产生不同的影响。

(1)固定薪酬与管理防御下的非效率投资行为。固定薪酬是经理人获得的固定利益(这主要是工资和补贴)收入,其主要特点就是固定性,并且固定薪酬的多少和等级只与职位相关,它是一种对经理人人力资本价值的认可。目前我国经理人持股比例普遍较低,固定薪酬对经理人投资行为的影响很大,所以讨论固定薪酬对企业过度投资行为的影响具有重要的现实意义。

Murphy(1997)指出,以货币收入为主的薪酬结构只能使经理人追求企业的生存目标而不追求增值目标。许

多学者对此进行了检验,表示赞同这一观点。Ronald(2008)研究了薪酬不同组成部分对高管防御行为的影响,发现现金、股票期权等与管理防御程度呈正相关关系。Blackwell(2007)研究发现,经理人薪酬结构的一个微小变化都能够直接影响到企业的未来绩效。固定薪酬作为对经理人的激励手段,与经理人的职位密切相关,与经理人员采取何种投资行为无关。采用固定薪酬模式往往忽视了经理人离职后的福利,因此能否保住现有职位成了经理人获取经济利益的关键,这往往会导致经理人通过管理防御来巩固自身职位。因为进行过度投资可以使市场对经理人自身能力的评价最大化,但这种收益是以损害股东长期利益为代价的。国内学者袁春生(2006)研究标明,我国上市公司存在较严重的使用现金流进行过度投资的问题,其主要原因是经理人可以通过过度投资来扩张企业规模,以达到个人升迁、掌握更多企业资源的目的。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设2:经理人的固定薪酬对管理防御与过度投资的关系起到正向调节作用,固定薪酬越高,则管理防御对过度投资的影响就越大。

固定薪酬同时也对管理防御与投资不足的关系起到调节作用。投资不足也是非效率投资的一种重要表现形式,如前所述,在经理人进行新项目投资时,往往会从自身利益出发,从而会错过最优投资的选择。因为进行长期投资需要付出更多的努力,往往要承担更大的风险,投资失败会导致经理人职位的丢失,同时个人名誉、社会地位及其在企业中的地位也会下降,这对于经理人来说私人成本过高。袁春生、杨淑娥的研究发现,经理人的风险态度会偏向于风险厌恶。经理人的风险厌恶态度则使其在投资决策时选择低风险项目,所以经理人很有可能放弃净现值大于零的投资项目,造成投资不足的情况发生。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设3:经理人的固定薪酬对管理防御与投资不足的关系起到正向调节作用,固定薪酬越高,则管理防御对投资不足的影响就越大。

(2)经理人持股与管理防御下的非效率投资行为。Jensen和Meckling(1976)研究发现,经理人持股比例的增加有利于减少经理人与股东的冲突,促使二者的利益趋向一致。早在1995年,国外学者Mehran(1995)就实证检验了美国经理人的薪酬结构、所有权与企业绩效的关系,发现托宾Q值和资产收益率(ROA)都与高管持股比例正相关,但货币收入与其负相关。同时Mehran研究发现,不同年龄层次的经理人对薪酬结构的偏好也有所不同,年龄较大的经理人更加偏向于货币收入,而年轻的经理人则更加偏向于股权收入,这是因为不同经理人存在的管理防御行为是不同的,这也导致了经理人对投资的倾向是

不同的。**Noe**和**Rebelle(1997)**认为,经理人发生职位固守的防御行为多以短期投资来降低风险,容易发生投资不足;而经理人为了提高自己的专用性人力资本,则可能实施长期投资,容易发生过度投资行为。

委托代理理论认为,当经理人持有公司的股权后,自身利益便与股东的利益紧密地连接在一起,他们之间的代理成本也因此而降低,因此高管持股可以制约其非效率投资尤其是其过度投资行为,因为对经理人的业绩考核多以资产总额、净资产收益率、利税总额、营业收入、经济增加值等财务指标进行加权计算后的数值作为评价标准。这些财务指标都与企业规模呈显著正相关关系,所以经理人持股可以有效地制约经理人因盲目扩大公司规模而导致的过度投资行为。但从现实情况看,企业经理人的持股数量远没有达到危害到股东利益的程度。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设4:经理人持股对管理防御与过度投资行为的关系起到负向调节作用。经理人持股越高,则管理防御对过度投资的影响就越小。

李秉祥、薛思珊(2007)认为,经理人管理防御是导致投资不足行为产生的深层次原因。**郝艳和李秉祥(2011)**通过进一步研究发现,因为需要进行职位固守,当经理人需要在长短期两个互斥的投资项目进行选择时,均会选择短期项目来保证自身职位的稳固,这样就会发生投资不足的问题。经理人持股会将自己的个人利益和企业长期利益紧密联系在一起,从而防止投资不足行为的发生。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设5:经理人持股对管理防御与投资不足行为的关系起到负向调节作用。经理人持股越高,则管理防御对投资不足的影响就越小。

三、样本数据与研究方法

1. 样本数据的选择。为了排除因行业因素而产生的影响,本文以《中国上市公司分类指引》为标准,选取上海证券交易所A股制造业上市公司为研究对象,样本观察期选取2009~2013年,并且剔除了ST和*ST类公司,在做这些技术处理后获得419家样本公司,共5个年度1891个样本观察值。本文所需经理个人特征数据来自新浪财经网,所需公司财务数据来源于RESSET数据库。

2. 经理管理防御水平的度量。现有文献主要以替代的可测变量来度量经理人管理防御水平,但由于管理防御行为反映的是经理人自身内在活动和在公司内外控制约束条件下所采取的行为,在这种情况下,用单一变量来描述管理防御行为的难度太大,所以一般使用多变量来构建管理防御指数。国内学者**李秉祥、薛思珊(2008)**、**吴建祥(2013)**、**郝艳(2010)**等人做了大量关于防御指数的构建指标和方法的研究,根据相关研究,本文使用六维可测

变量来对管理防御行为进行具体度量,分别为经理人的年龄、学历、任期、专业背景、两职兼任情况和代理成本。具体计量办法如下:

(1) 年龄(age)。年龄较大的经理人固守职位动机较强,其管理防御程度较高,故可根据经理人的不同年龄段将之分为三个层次:45岁以下、45至55岁、55岁以上,并对其分别赋值0、1、2。

(2) 学历(degree)。经理人的学历对经理人的管理防御行为影响很大,低学历经理人跳槽的成本较高,故职位固守动机较强,且管理防御程度也较高,因此,我们可按经理人的学历层次分别赋值2、1、0,分别表示专科及其以下、本科、硕士及其以上。

(3) 经理人任期(tenure)的影响。经理人的任期越长,其对企业的专属人力成本就越高,对企业的控制程度也越高,其管理防御程度也就越高,故将任期分为:3年以下、3年至6年、6年以上,对其分别赋值为0、1、2。

(4) 专业背景(specialty)。拥有不同学历的经理人会拥有不同的专业背景,本文将经理人专业分为管理类、工科加管理、工科。工科专业背景的经理人往往拥有较高的防御程度,对其分别赋值0、1、2。

(5) 两职兼任(control)。由于人才的限制,目前经理人在企业中兼任多职的现象较普遍,而当总经理兼任董事长时,此时会导致公司的内部控制机制失效,此种情况下经理人的防御程度较高。赋值情况为当总经理兼任董事长的赋值2,兼任其他高级职务的赋值1,没有兼任其他职务的经理人赋值0。

(6) 代理成本(turnover)。代理成本选用资金周转率来进行衡量,因为经理人的高额在职消费和非效率投资等行为都会降低资金周转率。而资金周转率是反映经理人经营效率的一个重要指标,一般认为,资金周转率和经理人管理防御程度呈负相关关系。所以采取的赋值方法为:把样本公司资金周转率从小到大进行排序,前、中、后各1/3,分别赋值为2、1、0。

在实际运用中,我们对以上六个变量赋予相等的权重,从而得到衡量管理防御程度大小的综合性指标——经理人管理防御指数(Mei)。虽然这种度量方法会存在一定的误差,但理论上不影响管理防御行为与企业非效率投资之间关系的总趋势。

$$Mei = (\text{age} + \text{degree} + \text{tenure} + \text{specialty} + \text{control} + \text{turnover}) / 6$$

3. 非效率投资的计量。本文用**Richardson(2006)**的模型来对非效率投资值进行计量,通过模型回归得到企业最优的投资水平。**Richardson**认为公司的总投资(I_{total})可以分为两个部分来表示,即资本保持支出($I_{maintenance,t}$)和新增项目投资($I_{new,t}$)。其关系如下:

$$I_{total} = I_{maintenance,t} + I_{new,t}$$

其中 $I_{new,t}$ 要从两个方面来表示,即:

$$I_{new,t} = I_{new,t}^+ + I_{new,t}^-$$

式中: $I_{new,t}^+$ 表示预期新增 NPV 为正的投资项目; $I_{new,t}^-$ 代表非预期投资。我们先建立新增项目投资的回归模型,然后用该模型所得出的残差来表示非效率投资值,正残差值用 $Overin_t$ 表示,负残差值的绝对值用 $Underin_t$ 表示。建立的模型如下:

$$INV_t = \alpha + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Size_{t-1} + \beta_5 Stock_{t-1} + \beta_6 INV_{t-1} + \varepsilon$$

表 1 非效率投资计量的变量定义

变量名称	变量标识	变量定义
投资水平	INV_t	第 t 年的投资水平
前一期投资水平	INV_{t-1}	第 t-1 年的投资水平
公司成长机会	$Growth_{t-1}$	第 t-1 年的主营业务增长率
资产负债率	Lev_{t-1}	第 t-1 年的资产负债率
货币资金持有量	$Cash_{t-1}$	第 t-1 年年初公司货币资金持有量
公司规模	$Size_{t-1}$	第 t-1 年年末总资产的自然对数
股票收益率	$Stock_{t-1}$	第 t-1 年的股票收益率

注:投资水平 INV_t 用当年的长期投资水平、固定资产、在建工程及无形资产的净值之和与平均总资产的比值表示。

4. 模型设计。根据上文的分析,建立模型如下:

$$Overint = \alpha_0 + \alpha_1 Mei + \alpha_2 CM + \alpha_3 Mei \times Lnpay + \alpha_4 Mei \times CM + \alpha_5 Size + \alpha_6 Roa + \alpha_7 Fixasset + \varepsilon \quad (1)$$

$$Underin = \alpha_0 + \alpha_1 Mei + \alpha_2 CM + \alpha_3 Mei \times Lnpay + \alpha_4 Mei \times CM + \alpha_5 Size + \alpha_6 Roa + \alpha_7 Fixasset + \varepsilon \quad (2)$$

表 2 模型变量定义

	变量名称	变量的解释
因变量	$Overint$	过度投资
	$Underin$	投资不足
解释变量	Mei	经理管理防御指数
	$Lnpay$	经理人固定薪酬
	CM	经理人持股
	$Mei \times Lnpay$	管理防御指数与经理人固定薪酬的交叉项
	$Mei \times CM$	管理防御指数与经理人持股的交叉项
控制变量	Roa	(营业利润+财务费用)/年度资产总计均值
	$Size$	年末总资产的自然对数
	$Fixasset$	期初固定资产/期初总资产

注:①经理人固定薪酬选用“薪酬最高的前三位高管薪酬总额”除以 3,再取自然对数为指标,因为我国企业经理持股比例都较低,零持股现象较为普遍,所以本文以此作为经理人的固定薪酬。②文中用 CM 表示经理人持股,因为我国企业经理人持股多少很难衡量,所以本文中假设经理人持股则 CM 取值为 1,否则取 0。

四、实证结果分析

1. 描述性统计检验。为了保证实证结果的准确性,需要对模型的参数进行检验。首先,我们对模型选取的主要变量进行共线性检验。通过方差膨胀因子(VIF)进行分析,主要变量的 VIF 值为 1.138,容差最小值为 0.879,显示所选取的模型并不存在多重共线性问题。

然后我们利用投资期望模型来分析 419 家样本公司的投资情况,从中选出 237 家公司的 814 个大于零的样本观察值,确定为发生了过度投资行为;选出 182 家公司 783 个小于零的样本观察值,确定为发生了投资不足行为。由表 3 可知,样本公司发生过度投资行为的数量大于发生投资不足行为的数量,同时偏差量更大,这说明企业发生过度投资的程度大于投资不足的程度。

表 3 样本公司 $Overint$ 、 $Underin$ 的描述性统计

变量名称	均值	最大值	最小值	标准差	样本数
$Overint$	0.133	0.525	0.000 12	0.104	814
$Underin$	0.124	0.472	0.000 38	0.087	783

表 4 列示了样本公司 MEI 指数的年度值,从中可以看出,所选取的制造业样本公司 MEI 的最小值为 0.327,最大值为 1.998。从整体看,经理人管理防御指数整体呈现上升趋势,说明经理人的防御程度在逐渐增强。样本公司防御指数的最大值已经非常接近防御指数上限,经理人防御行为对企业投资行为的影响不容忽视。

表 4 样本公司 MEI 指数的描述性统计

年份	均值	最大值	最小值	标准差	样本数
2009	0.719	1.899	0.361	0.498	355
2010	0.723	1.992	0.334	0.543	352
2011	0.806	1.998	0.327	0.591	317
2012	0.724	1.989	0.328	0.553	314
2013	0.754	1.913	0.332	0.528	321

近年来我国企业经理人持股比例逐步提升,但是持有数量偏低,无法进行精确的数值统计,所以本文对经理人持股的计量采用赋值的方法。对经理人持股的企业赋值为 1,对经理人不持股的企业赋值为 0。通过统计,样本企业中经理人持股的企业数量为 296 家。

2. 回归检验结果分析。在回归检验开始前,我们先对选取的投资不足和投资过度两个模型的主要变量进行共线性检验,通过对方差膨胀因子(VIF)和容差(Tolerance)进行分析,主要变量 VIF 的最大值分别为 1.584 和 1.540,主要变量容差最小值分别为 0.629 和 0.631,这说明本文所选取的变量不存在多重共线性。

(1)由表 5 可以看出,我们在回归检验过程中是以逐步加入变量的方式得到回归结果 I 到回归结果 IV 的。在回归结果中经理人管理防御变量的系数始终为正,并且始终在 1%的水平上显著,这说明经理人管理防御行为与

过度投资呈显著的正相关关系。

表6回归结果V到回归结果VIII同样也说明经理人管理防御行为与投资不足具有显著的正相关关系。这验证了假设1,即经理人管理防御行为与非效率投资呈显著的正相关关系的假设成立。

表5 过度投资实证检验结果(模型1)

变量名称	回归结果 I	回归结果 II	回归结果 III	回归结果 IV
Mei	0.063* (0.807)	0.062* (0.755)	0.059* (0.734)	0.057* (0.731)
Ln timer		0.012* (2.487)	0.012** (2.481)	0.009** (2.480)
CM		-0.053*** (-0.928)	-0.051** (-0.723)	-0.050** (-0.722)
Size			0.012 (0.268)	0.011 (0.256)
Roa			0.010* (0.017)	0.010* (0.011)
Fixasset			-0.047 (-0.189)	-0.043 (-0.178)
Mei×Ln timer				0.016* (0.293)
Mei×CM				-0.051** (-0.718)
R ²	0.213	0.212	0.215	0.216
样本量	814	814	814	814

注: *、**、***分别代表显著性水平 10%、5%、1%, 下同。

表6 投资不足实证检验结果(模型2)

变量名称	回归结果 V	回归结果 VI	回归结果 VII	回归结果 VIII
Mei	0.071* (1.125)	0.070* (1.131)	0.069* (0.935)	0.068* (0.927)
Ln timer		0.013* (0.609)	0.011** (0.694)	0.011** (0.685)
CM		-0.052** (-1.108)	-0.114** (-1.958)	-0.114** (-1.875)
Size			0.003 (1.011)	0.003 (1.006)
Roa			-0.073* (-1.754)	-0.072* (-1.736)
Fixasset			0.043 (2.142)	0.041 (2.078)
Mei×Ln timer				0.034** (0.745)
Mei×CM				-0.063 (-0.921)
R ²	0.222	0.211	0.230	0.225
样本量	783	783	783	783

(2)在表5中,回归结果II加入了固定薪酬(Ln timer)和经理人持股变量(CM)两个变量进行回归,表明固定薪酬与过度投资行为呈正相关关系(B=0.012, P<0.1),而经理人持股与过度投资行为呈负相关关系(B=-0.053, P<0.01)。

由回归结果IV可以看出,在加入了经理人固定薪酬与管理防御的交叉项和经理人持股与管理防御的交叉项两个变量后R²发生改变,这表明经理人固定薪酬和经理人持股对过度投资行为具有调节作用。

由表5还可以看出,在回归结果II到回归结果IV这3个回归结果中,固定薪酬变量的系数始终为正,并且分别在10%和5%的水平上显著,经理人固定薪酬与管理防御的交叉项系数为正,并且在10%的水平上显著(B=0.016, P<0.1),这说明经理人的固定薪酬对管理防御与过度投资的关系起到正向调节作用,固定薪酬越高,则管理防御对过度投资的作用就越大,从而验证了假设2。陈冬华(2005)等发现,我国企业的高管薪酬敏感性较差,这也解释了固定薪酬变量系数相对较小的原因。

(3)表6的回归结果VI到回归结果VIII表明,固定薪酬与投资不足呈正相关关系,变量系数为正,并且分别在10%和5%的水平上显著。经理人固定薪酬与管理防御的交叉项系数为正,并且在5%的水平上显著(B=0.034, P<0.05),这说明固定薪酬对管理防御与过度投资的关系起到正向调节作用,从而证明了假设3。

(4)由表5的回归结果II可以看出,经理人持股与过度投资行为呈负相关关系(B=-0.053, P<0.01)。在加入了经理人持股变量与管理防御的交叉项后,R²呈正向变化,这说明经理人持股对管理防御与过度投资行为起到了有效的调节作用;回归系数为负,并且分别在5%的水平上显著(B=-0.051, P<0.05),这说明经理人持股是一个重要影响因素,虽然我国经理人持股比例普遍偏低,有些企业的经理人甚至没有持股,但只要经理人持股,依旧能对其管理防御行为起到调节作用,从而验证了假设4。

国外学者研究表明,经理人持股比例在5%~25%之间时,持股比例的增高会导致企业的价值降低。本文上述结果与国外学者实证研究的结果不相符,这是因为国外的经理人持股制度比较完善且经理人持股比例较高,而我国经理人持股比例普遍较低,远没有达到5%,所以本文的回归结果是可信的。

(5)由表6的回归结果IV可以看出,经理人持股与管理防御的交叉项虽然为负,但在统计上不显著,并没有通过显著性检验,这表明经理人持股对管理防御与投资不足的关系没有明显的调节作用,假设5不成立。

其主要原因要从经理人本身来分析。从前文的论述中可知,经理人发生非效率投资行为是为了获得自身利

益,随着经营规模的扩大,经理人能拥有更多的可控资源,获得更大的权利、社会地位和声誉等,所以经理人有扩大非生产性消费倾向,从而倾向过度投资。

而投资不足是经理人为了保持既得利益、回避经营风险给自己带来的损失而选择的一种投资决策,选择投资不足的经理人对待风险的态度更加偏向风险厌恶,这部分经理人主要是为了保住自己现有的利益,而不是为了获取长期的最大利益。

经理人持股是为了保持既得利益、将自身长期利益与企业的长期利益紧密地结合在一起,所以经理人持股对管理防御与过度投资的关系能起到调节作用,而经理人持股对管理防御与投资不足的关系不能起到明显的调节作用。

3. 稳健性检验。为了测试本文实证结果的稳健性,我们用前三名董事的薪酬和津贴来代替前三名高管的薪酬来对五个假设进行检验,结果如表7所示:

表7 稳定性检验回归结果

变量名称	过度投资模型	投资不足模型
Mei	0.060* (0.686)	0.070* (1.039)
Lnpay	0.004* (0.807)	0.003* (0.800)
CM	-0.066* (-0.903)	-0.122** (-2.061)
Size	0.010 (0.412)	0.003 (0.899)
Roa	0.014* (0.271)	-0.074* (-1.760)
Fixasset	-0.034 (-0.126)	0.040 (1.950)

五、研究结论与不足

本文在我国上市公司存在严重的非效率投资行为的背景下,运用Richardson提出的投资期望模型来检验经理人管理防御对企业非效率投资行为的影响。通过构建经理人管理防御指数,从固定薪酬和经理人持股两个层面引入调节指数变量,利用2009~2013年在上交所上市交易的A股制造类企业数据来实证检验薪酬结构对企业非效率投资的调节作用。

1. 研究得出如下结论:

第一,经理人管理防御与非效率投资呈正相关关系,管理防御程度越高,非效率投资行为越严重。

第二,经理人固定薪酬对管理防御与非效率投资的关系具有正向调节作用,实证结果表明,固定薪酬越高,则管理防御对非效率投资的作用越大,即固定薪酬比例越高,经理人管理防御程度就越高,发生非效率投资的可能性就越大。当固定薪酬比重较大时,浮动薪酬的收益也

随之降低,经理人为了满足自身利益的最大化,会通过防御行为从非效率投资中获取私利来达到目的。因此应重视经理人的固定薪酬及其结构,在合理范围内提高经理人固定薪酬数量。同时要改变薪酬结构主要由固定薪酬单一组成的状况,提高浮动薪酬的比例,使经理人薪酬与企业业绩紧密地联系起来,并采用长期激励机制来减轻经理人的管理防御行为,避免其非效率投资。

第三,经理人持股对管理防御与过度投资行为的关系具有负向调节作用,即经理人持股越高,管理防御对过度投资的作用越小。因此从薪酬结构的角度看,在我国现有的经济体制环境下,经理人在合理范围内更多地持股能够缓解企业过度投资行为。经理人持股可以将经理人个人利益与企业远期绩效联系在一起,激励在职经理人积极主动地关注企业的长期发展,进一步降低管理防御程度,减少企业发生过度投资行为的可能性。

2. 本文研究还存在一些不足:首先因为国内经理人持股比例偏低,没有办法具体地进行衡量,只能采取赋值的办法,这会造成一定的偏差。其次,非效率投资也受企业文化、社会文化等因素影响,而本文仅从财务学角度选取了相关指标来进行衡量诠释,实践中其他影响非效率投资行为的因素并没有涉及,因此如何更加全面地诠释非效率投资行为也有待进一步探讨。

【注】本文系国家自然科学基金项目(项目编号:71272118)、陕西省高校重点学科专项资金建设项目(项目编号:107-00X902)的研究成果。

主要参考文献

- Mehran R., A. Shleifer Vishny. Management Ownership and Market Valuation—An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988; 20
- 辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资. *经济研究*, 2007; 8
- 马伟.高管薪酬激励对上市公司非效率投资的影响研究——基于我国制造业上市公司的数据.西南财经大学硕士学位论文, 2013
- 袁春生,杨淑娥.经理管理防御下的公司财务政策选择研究综述. *会计研究*, 2006; 7
- 李秉祥,薛思珊.经理管理防御与企业投资行为研究:述评与展望. *当代经济管理*, 2007; 12
- 李秉祥,郝艳.基于信号传递模型的企业投资短视与敲竹杠长期投资行为分析. *管理工程学报*, 2011; 3
- 詹雷,何娟,胡鑫红.过度投资研究模型:评介与运用. *财会月刊*, 2011; 1
- 张海龙,李秉祥.经理管理防御对企业过度投资行为影响的实证分析——来自我国制造业上市公司的经验证据. *管理评论*, 2010; 7