

高管激励、非效率投资与公司业绩

夏宁^a, 邱飞飞^b

(山东财经大学 a. 会计科学研究中心; b. 会计学院, 山东 济南 250014)

[摘要]从代理理论出发,以2001—2010年A股上市公司的数据为研究样本检验高管激励方式、非效率投资与公司业绩之间关系,研究结果表明:显性激励和隐性激励对于投资效率和公司业绩的影响是不同的,显性激励能够通过提升投资效率来改善公司业绩,而隐性激励则没有这样的作用;在不同所有制样本中,隐性激励对国有企业影响更大,而显性激励对非国有企业影响更大。

[关键词]高管激励方式;显性激励;隐性激励;非效率投资;公司业绩;国有企业;投资效率;高管薪酬;在职消费

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)02-0068-11

一、问题的提出

合理的薪酬制度能够有效地减少股东与管理层之间的代理成本,激励高管改善公司业绩、关注公司的可持续发展。对已有文献进行回顾,我们发现企业业绩与非效率投资(此处主要指投资过度与投资不足)呈负相关关系。这是因为公司业绩的高低与投资项目的未来盈利能力有很大的关系,而非效率的投资并没有真正使公司的自由现金流量发挥最大的作用,对公司业绩的提升没有达到预期。以往的研究大多数只是考察高管薪酬与投资效率、公司业绩之间的关系,选择的高管薪酬指标也主要是年薪和股权,很少将显性激励和隐性激励区分处理。然而近年来隐形激励在高管薪酬中的比重不断提高,发挥的作用也越来越大,而我国资本市场尚不够完善,企业最优投资效率并不完全由投资机会决定。因此在当前形势下,理清高管激励方式、非效率投资与公司业绩之间的关系具有重要的理论意义和实践价值。

以2001—2010年我国A股上市公司为研究样本,我们试图在区分显性激励(以货币薪酬衡量)和隐性激励(以在职消费代表)的基础上实证检验这两种激励对非效率投资和公司业绩的不同影响,并尝试探讨在国有企业和非国有企业样本组中不同的高管激励方式对非效率投资和公司业绩的影响是否有所不同。

二、文献回顾

毫无疑问,高管激励的方式和水平会在一定程度上影响企业的非效率投资,但是学术界对于两者之间存在的关系并未形成一致意见,且大多数研究集中在高管的年薪和股权等显性激励与非效率投资的关系上,如Griner和Gordon的研究并没有发现经理人激励水平与投资水平之间存在相关性^[1],Hadlock提出股权激励易导致投资过度倾向^[2]。我国学者简建辉发现我国上市公司过度投资水平和

[收稿日期]2013-08-14

[基金项目]山东省“泰山学者”建设工程专项经费资助项目

[作者简介]夏宁(1974—),男,山东济南人,山东财经大学会计科学研究中心副主任,教授,博士,主要研究方向为财务金融;邱飞飞(1989—),女,山东潍坊人,山东财经大学会计学院讲师,主要研究方向为财务会计。

公司经理人的货币激励水平显著正相关,说明公司经理人的货币薪酬反而加剧了公司过度投资的冲动,公司过度投资水平和公司经理人股权激励情况没有显著关系^[3];辛清泉指出高管激励的失效导致了非效率投资行为的产生^[4]。

对于高管激励与公司业绩之间关系的研究,国外起步较早,早在20世纪20年代 Taussings 和 Baker 就发现企业经营者的薪酬与公司业绩两者之间存在相关关系^[5]。而我国从1999年才开始要求上市公司披露管理层薪酬,因此目前对于高管激励与公司业绩的研究主要着眼于股权激励等^[6-7]。对于高管货币薪酬与公司业绩的研究较少且始终未达成统一的认识。部分学者认为两者呈正相关关系^[8-11],而李增泉等的研究表明高管薪酬与公司业绩之间不存在相关关系^[12],刘剑等人的研究则发现了两者存在区间效应^[13]。在职消费等隐性激励与公司业绩关系的研究相对更少,张力通过研究发现在职消费与公司业绩呈现负相关关系,即在职消费并不利于公司业绩的提升^[14]。

对于投资效率与公司业绩关系的研究,结果同样也表现出不一致性。蔡吉甫的研究发现非效率投资与公司业绩之间是负相关的,投资不足的影响要甚于投资过度^[15]。路瑶的研究发现公司的非效率投资与国有股在企业中所处的地位有关,当国有股处于非控股状态时,公司的过度投资会更严重^[16]。周伟贤的研究发现我国上市公司发生非效率投资行为的现象比较常见,投资不足普遍存在^[17]。

通过对现有文献的归纳和总结,我们发现高管激励和投资效率都与公司业绩有关系,而且不同的高管激励方式所发挥的作用也不一样。由于我国的证券市场有效性不足、股权激励失真严重,因此现有以股权为基础的研究存在缺陷。同时已有的文献鲜有考察不同的高管激励方式对投资效率和公司业绩之间关系的影响。基于以上分析,我们试图将激励方式划分为显性激励方式(以货币薪酬衡量)和隐性激励方式(以在职消费代表),检验这两种激励方式对投资效率和公司业绩的不同影响,期望能够为企业实践提供有价值的借鉴。

三、理论分析与假设提出

投资对于高管们来说是存在私人成本的,当企业接受新的投资项目时,高管们就要付出更多的精力和时间,而且这种私人成本很难通过分享投资收益来进行弥补,那么就会产生两种结果:一是高管们直接放弃私人成本高昂的项目,无论这些项目净现值如何;二是接受能给自己带来私人收益的项目,尽管某些项目的净现值为负^[18]。这一状况可以通过高管激励得到改善:一是提高投资效率可以增加企业的业绩,而高管激励往往与业绩相关,这将弥补高管自身付出努力所产生的私人成本;二是尽管投资失败所造成的损失由公司股东买单,但是高管们还要面临丧失职位这一风险,高管货币薪酬数额越高,高管不作为的机会成本就越大,高管们必然会加大努力以避免非效率投资,即高管显性激励与非效率投资之间是负相关的。

我国的经理人市场还不健全,上市公司高管薪酬受到不同程度的管制,总的说来,经理层薪酬市场化程度比较低,薪酬结构也基本上以年薪为主,缺乏实质的股份权益部分,造成的后果就是管理层的激励机制出现了扭曲,没有起到应有的激励作用。其原因主要有以下两个方面:一是行政干预的存在,当前体制下,国有企业往往需要完成一些非经济任务,高管的经营业绩与其才能、付出之间的因果关系不明显,货币薪酬对高管的激励和约束作用被削弱;二是政府的管制,比如最近出台的“限薪”政策以及我国企业自身存在的这种“关系人市场”,导致高管的货币薪酬与高管们的自身期望和努力不相符合,也使得显性激励的效果不佳。因此高管们往往想利用自己已经掌握的优势,通过不断扩大企业规模,依靠规模效应来追求利润的增加和自己声誉以及地位的提升,从而过分强调投资水平而忽视了投资效率。基于此,我们提出假设1和假设2。

假设1:高管显性激励与非效率投资之间负相关。

假设2:高管隐性激励与非效率投资之间正相关。

为克服委托人和代理人之间信息不对称问题,委托人会和代理人签订薪酬契约以激励代理人为自己盈利,薪酬契约把管理者的利益与公司的利益紧密联系在一起。一方面,由于高管们的薪酬是由固定工资和业绩提成组成,因此管理者就要努力提高公司的业绩,合理权衡公司的短期目标和长远目标,从而使公司业绩最大化,进而提高自身的货币薪酬,故我们预期高管的货币薪酬与公司业绩之间存在着正相关关系。诸多的研究结果也表明高管货币薪酬与公司业绩正相关^[19]。另一方面,Jensen 和 Meekling 认为,在职消费是股东和经理层之间的代理冲突引起的,具有负面的经济后果,会损害公司价值^[20]。陈冬华等的研究发现,国有上市公司和非国有上市公司高级管理人员的人均薪酬并无显著差距^[21]。这表明,在中国这一新兴的职业经理人市场上,存在一定程度的“锚定效应”,即民营上市公司在给职业经理人定价时,会受到国有上市公司高级管理人员薪酬水平的影响。所以,民营上市公司也可能存在经理人员薪酬水平偏低、激励不足的状况,不能排除经理人员有利用在职消费进行自我隐性激励的可能性。同时这种隐性的激励会导致企业剩余索取权不能与经营者的贡献相匹配,最终损害企业价值。Yermack 研究了高管在职消费中津贴与公司业绩之间的关系,发现 CEO 有额外津贴的公司的年均收益要低于市场收益基准点 4 个百分点^[22]。Grossman 和 Hart 认为额外津贴等在职消费是管理者在挪用公司剩余资源^[23]。卢锐采用最小二乘法 and 广义距估计的方法,对管理层在职消费与公司经营业绩之间的相关关系进行实证研究,结果表明在职消费与公司的经营业绩之间呈负相关关系^[24]。基于以上分析,我们提出假设 3 和假设 4。

假设 3: 高管显性激励与公司业绩正相关。

假设 4: 高管隐性激励与公司业绩负相关。

在不完善的资本市场上,由于存在着信息不对称和代理冲突问题,公司实际的投资支出往往会不同程度地偏离最优投资规模,从而出现投资不足和投资过度。投资不足表明某些净现值为正的投资项目并未被采用,投资过度表明某些净现值为负的项目被采用。究其原因,当公司具有自由现金流量时,相对于将其分给股东做红利而言,高管们更愿意将其掌握在自己的手中。因此不管是否能盈利,高管们更愿意将这些资金用于投资,以实现自己对权利的需求和控制欲,而不在意所投资项目收益率的高低。由于高管的投资动机往往从自身利益最大化出发,而不是公司价值最大化,因此投资效率往往会偏离公司的预期收益。综合上述分析,我们提出假设 5、假设 6 和假设 7。

假设 5: 非效率投资行为与公司业绩负相关。

假设 6: 高管显性激励能通过提升投资效率来改善公司业绩。

假设 7: 高管隐性激励并不能通过投资效率的提升来改善公司业绩。

四、变量定义与模型设计

(一) 变量定义

1. 非效率投资指标的界定

本文采用 Richardson^[25] 和 Verdi^[26] 相结合的模型来计量投资的非效率,这一模型在诸多研究中被沿用。本文首先采用模型估算企业的投资水平,然后将实际的投资水平与估算的投资水平的残差作为非效率投资的代理变量。本文设定的非效率投资模型如下:

$$INV_t = \beta_0 + \beta_1 GROW_{t-1} + \beta_2 CASH_{t-1} + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 AGE_{t-1} + \beta_5 RET_{t-1} + \beta_6 INV_{t-1} + \beta_7 LEV_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

非效率投资模型中各个变量的含义见表 1。本文采用中国 A 股上市公司 2001—2010 年的数据对非效率投资模型进行回归,得到第 T 年的预期投资水平,然后用第 T 年的实际的投资水平减去预期的投资水平得到残差。残差等于零,代表适度投资;残差大于零,代表投资过度;残差小于零,代表投资不足。其中,投资不足和投资过度都属于非效率投资,用 $GINVT$ 表示。残差越大,表明实际与预

期的差距越大。为了避免内生性影响,非效率投资公式中的解释变量和控制变量都比被解释变量滞后一年。

2. 高管激励指标的界定

对于高管激励,我们分别采用货币薪酬表示显性激励、采用在职消费表示隐性激励。对于货币薪酬的衡量,我们采用前三位高管货币收入平均数的自然对数。对于在职消费的衡量,一般有绝对数替代变量指标和相对数替代变量指标两种方式。对于绝对数替代指标,学者们在度量时一般采用从“支付的其他与经营活动有关的现金流量”项目中收集与在职消费密切相关的子项目进行加总计算,但是不同的学者选择的项目略有不同。对于相对数替代指标,Ang 和 Cole 提出用销售收入管理费用率作为在职消费的代理变量,具体来说,销售管理费用率是使管理者履行其职所需要花费的费用占营业收入的比重,销售管理费用包括管理者薪金、管理层旅行费用、租金费用、保险费、福利费、办公设施的花费、广告费以及营销费用等,这些成本在很大程度上可以由管理层自由处置,可以作为在职消费的一个近似表征^[27]。王满四认为高管的在职消费一般都计入管理费用,而并不直接反映在公司的财务报表中,因而管理费用指标反映了公司组织效率和管理者在职消费的情况,可以用管理费用占总资产的比重来作为在职消费指标^[28]。本文认为,由于在职消费绝对数替代变量并没有考虑企业规模,取值存在一定的不合理性,虽然有些已经进行了对数处理,有效缩小了数值之间的差异,但以此为标准,不同上市公司高管的在职消费水平还是缺乏可比性和说服力,因此,本文借鉴国外学者的研究方法,将销售管理费用率这个相对数指标作为高管在职消费的替代变量^[29]。变量定义见表1。

3. 公司业绩指标的界定

由 Tobin 于 20 世纪 60 年代提出的 Tobin Q 值能真实地反映公司的业绩,但是前提是研究的市场必须是强势有效市场,但是我国市场并不具备这一前提条件,所以研究我国上市公司的业绩不适合用 Tobin Q 值,所以本文只将其作为控制变量。考虑到关注程度和被操纵的可能性,本文首先采用 ROA 作为公司业绩的衡量指标。变量定义见表1。

(二) 模型设计

1. 为了检验货币薪酬、非效率投资与公司业绩的关系,借鉴辛清泉^[4]和姜付秀等^[30]的相关研究,我们设计如下三个方程。

$$ROA_t = a_0 + a_1 MOCOM_t + a_2 GINVT_t + a_3 GROW_t + a_4 LEV_t + a_5 SIZE_t + a_6 MSR_t + a_7 TOP_{1t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$MOCOM_t = b_0 + b_1 ROA_t + b_2 GINVT_t + b_3 SIZE_t + b_4 MSR_t + b_5 TOBINQ_t + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$GINVT_t = c_0 + c_1 MOCOM_t + c_2 ROA_t + c_3 FCF_t + c_4 ADM_t + c_5 ORA_t + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

方程(1)是公司业绩方程,因变量为公司业绩,用总资产收益率 ROA 来表示。解释变量包括高管的货币薪酬 MOCOM、非效率投资 GINVT。在该方程中我们还控制了其他的一些影响因素,具体有公司成长性 GROW、资产负债率 LEV、公司规模 SIZE、高管持股比例 MSR、第一大股东的持股比例 TOP₁ 等。此外还加入了年度虚拟变量和行业虚拟变量。

方程(2)是货币薪酬方程,因变量为高管货币薪酬 MOCOM。解释变量为总资产收益率 ROA 和非效率投资变量 GINVT,根据已有的研究,我们采用了公司规模 SIZE、高管持股比例 MSR 以及托宾 Q 值作为控制变量^[31],此外,我们还控制了年度和行业的影响。

方程(3)是非效率投资方程,考虑到投资效率在很大程度上受到代理成本的影响,我们使用自由现金流量 FCF、管理费用率 ADM 以及大股东资金侵占 ORA 作为控制变量,同时还考虑了行业 and 年度

的影响。

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	定义
资本投资	<i>INVT</i>	固定资产、无形资产和长期投资/总资产
总资产收益率	<i>ROA</i>	总资产收益率
在职消费	<i>COCOM</i>	销售管理费用率
货币薪酬	<i>MOCOM</i>	前三位高管平均薪酬的自然对数
非效率投资	<i>GINVT</i>	模型(1)中大于0和小于0的项
公司成长性	<i>GROW</i>	销售收入增长率
现金持有量	<i>CASH</i>	货币资金与短期投资之和/总资产
公司规模	<i>SIZE</i>	公司总资产的自然对数
上市年龄	<i>AGE</i>	当年年度减去上市年度
股票收益	<i>RET</i>	t-1年5月到第t年4月以月股票回报率计算的年度股票回报率
公司价值	<i>TOBINQ</i>	托宾Q值
高管持股比例	<i>MSR</i>	高管持股数/总股本
第一大股东占比	<i>TOP₁</i>	第一大股东持股数/总股份数
相对薪酬	<i>RPAY</i>	员工平均薪酬的对数
自由现金流量	<i>FCF</i>	公司T年的经营现金流量减去用估计的上一年度的正常投资额/平均总资产
管理费用率	<i>ADM</i>	管理费用/主营业务收入
大股东资金侵占	<i>ORA</i>	其他应收款/总资产
财务杠杆	<i>LEV</i>	资产负债率
行业虚拟变量	<i>Industry</i>	参照中国证监会行业分类
年度虚拟变量	<i>Year</i>	控制不同时期宏观经济因素的影响

2. 为了检验在职消费、非效率投资与公司业绩之间的关系,我们借鉴陈冬华的研究^[32],设计了如下三个方程。

$$ROA_t = a_0 + a_1COCOM_t + a_2GINVT_t + a_3GROW_t + a_4LEV_t + a_5SIZE_t + a_6MSR_t + a_7TOP_{1t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$COCOM_t = b_0 + b_1ROA_t + b_2GINVT_t + b_3SIZE_t + b_4FCF_t + b_5MSR_t + b_6LEV_t + b_7RPAY_t + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

$$GINVT_t = c_0 + c_1COCOM_t + c_2ROA_t + c_3FCF_t + c_4ADM_t + c_5ORA_t + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (6)$$

方程(4)和方程(6)把方程(1)和方程(3)里的货币薪酬换成了在职消费,考察在职消费相对于货币薪酬而言产生的不同作用,其余变量均未变,在这里我们不再对其他变量进行描述。在职消费方程(5)的因变量为在职消费 *COCOM*,选取了公司规模、现金流量、相对薪酬、资产负债率以及高管持股比例作为控制变量,另外我们还控制了年度和行业的影响。

本文按照证监会的行业分类,选取我国 A 股上市公司 2001—2010 年的数据作为研究样本,并对样本进行了以下处理:(1)考虑到金融行业的特殊性,在样本中将金融行业删除;(2)将在此期间被 ST、PT 以及数据缺失的样本剔除;(3)剔除上市年限小于一年的样本;(4)剔除了一些极端值样本,比如净资产为负、总资产收益率小于 -100%、销售收入增长率超过 1000% 等的样本。本文的数据来源于国泰安(CSMAR)数据库和锐思(RESSET)金融数据库。本文的数据处理软件为 SAS 和 SPSS16.0。

五、实证结果与分析

(一) 主要变量的描述性统计和相关性检验

表2列示了主要变量的描述性统计结果,表3列示了主要变量的相关性检验结果。

表2 描述性统计结果

	均值	中值	标准差	极小值	极大值
<i>ROA</i>	0.0351	0.0304	0.1344	-1.1346	2.9330
<i>MOCOM</i>	14.3117	14.2978	1.0149	10.8743	17.8023
<i>COCOM</i>	0.2204	0.1538	0.2586	-0.1423	0.3691
<i>GINVT</i>	-0.0004	-0.0063	0.1064	-0.6198	0.6260
<i>SIZE</i>	21.4331	21.4311	1.1381	18.26590	26.0969
<i>LEV</i>	0.5398	0.5257	0.3671	0.0081	7.1440
<i>FCF</i>	0.0599	0.0515	0.2460	-1.3799	8.8608
<i>ADM</i>	0.1224	0.0794	0.1812	-0.3185	2.9249
<i>TOBINQ</i>	1.6366	1.2490	1.2053	0.6109	16.0061
<i>RPAY</i>	3.7783	3.7092	0.5923	0.0000	10.4295
<i>ORA</i>	0.0547	0.0242	0.0865	0.0000	1.1734
<i>TOP₁</i>	0.3612	0.3331	0.1543	0.0369	0.1543
<i>MSR</i>	0.0002	0.0001	0.0019	0.0000	0.0383

从描述性统计结果可以看出,在2001—2010年间,薪酬最高的前三位高管货币薪酬数平均数和中位数分别为14.31万元和14.30万元,相对于发达国家来说,此薪酬水平并不高。这意味着此薪酬水平与高管的心理预期存在差异,在巨大心理落差作用下,高管有寻求隐性薪酬的动机。其余的变量描述性统计结果这里不再赘述。

表3 Pearson 相关系数

	<i>ROA</i>	<i>MOCOM</i>	<i>COCOM</i>	<i>GINVT</i>	<i>GROW</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>TOP₁</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>RPAY</i>	<i>MSR</i>
<i>ROA</i>	1										
<i>MOCOM</i>	0.071***	1									
<i>COCOM</i>	-0.224***	-0.079***	1								
<i>GINVT</i>	-0.078***	-0.032	0.059**	1							
<i>GROW</i>	0.053**	-0.008	-0.093***	0.085***	1						
<i>SIZE</i>	0.094***	0.259***	-0.340***	-0.021	0.051**	1					
<i>LEV</i>	-0.203***	0.018	0.047	0.010	-0.020	-0.060**	1				
<i>TOP₁</i>	0.028	-0.051**	-0.098***	0.017	0.073***	0.062**	-0.060**	1			
<i>TOBINQ</i>	0.156***	-0.012	0.064**	-0.081***	-0.001	-0.279***	0.074***	-0.149***	1		
<i>RPAY</i>	0.101***	0.502***	-0.125***	-0.108	-0.003	0.285***	-0.022	-0.055**	0.029	1	
<i>MSR</i>	-0.055**	0.018	0.090***	0.038	-0.015	-0.092***	-0.008	-0.032	0.003	-0.009	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

从相关性检验结果我们可以看出:货币薪酬与公司业绩在1%的水平上显著正相关,即货币薪酬激励能提高公司的业绩;在职消费与非效率投资与公司业绩在1%的水平上显著负相关,与预期结果一致。无论是显性薪酬样本,还是隐性薪酬样本,解释变量间相关系数都较低,这意味着所选取样本之间不存在着多重共线性,具体结果我们将进行进一步的分析。

(二) 回归结果分析

表4列示了两种不同高管激励方式下非效率投资与公司业绩的回归结果。

表4 高管激励方式、非效率投资与公司业绩

变量	货币薪酬组			在职消费组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距项	-0.196*** (-3.430)	3.469*** (8.600)	0.098** (2.476)	0.087 (1.458)	1.790*** (15.591)	0.021*** (2.913)
ROA		0.623*** (3.908)	-0.083*** (-3.790)		-0.454*** (-8.953)	-0.086*** (-3.915)
MOCOM	0.019*** (5.296)		-0.005* (-1.916)			
GINVT	-0.615*** (-3.532)	-0.377** (-2.073)		-0.058*** (-2.638)	0.094*** (4.682)	
COCOM				-0.105*** (-8.901)		0.053** (2.178)
RPAY					-0.002 (-0.164)	
GROW	0.006** (2.842)			0.004* (1.872)		
LEV	-0.072*** (-8.874)			-0.071*** (-8.869)	-0.006 (-0.377)	
SIZE	-0.001 (-0.196)	0.482*** (25.520)		-0.003 (-0.041)	-0.071*** (-13.056)	
MSR	-3.701** (-2.297)	22.031** (2.108)		-2.509 (-1.585)	6.689** (2.041)	
TOP ₁	0.015 (0.797)			-0.001 (-0.017)		
TOBINQ		0.039** (2.113)				
FCF			0.070*** (6.593)		-0.056** (-2.284)	0.070*** (6.700)
ADM			0.024 (1.602)			-0.041 (-1.185)
ORA			-0.132*** (-4.062)			-0.132*** (-4.070)
行业与年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.084	0.432	0.049	0.117	0.175	0.050
F值	19.394***	175.982***	12.879***	22.416***	39.034***	13.040***
N	1714	1714	1714	1714	1714	1714

注：****、***、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号内的值为T值。

从货币薪酬、非效率投资与公司业绩的回归结果,我们可以看出:在公司业绩方程中,高管的货币薪酬激励与公司业绩之间是显著正相关的,这与我们前面的假设3是一致的,即高管所获得货币激励越多,企业的业绩就会越好。同时非效率投资与公司业绩之间是显著负相关的,这与假设5是一致的,即非效率的投资会对公司业绩的提升不利。货币薪酬与非效率投资是显著负相关的,即货币薪酬激励能提高公司的投资效率,这与假设1是一致的。此结果也验证了假设6,即货币薪酬能够对投资效率起到提升的作用,同时投资效率的提升又进一步增加了公司业绩。综合上述分析,我们发现,货币薪酬能够通过提高投资效率来改善公司业绩。

从在职消费、非效率投资、公司业绩的回归结果,我们可以看出:在职消费与公司业绩之间是显著负相关的,这正好与我们的假设4是一致的,即高管的在职消费水平越高,公司的业绩就越差,高管在职消费水平越高,说明占用的公司自由现金流量越多,可利用的资源就越少,对公司业绩的提升就越不利。同时非投资效率与公司业绩之间是显著负相关的,这与假设5是一致的。在职消费与非投资效率之间是显著负相关的,即在职消费不利于公司投资效率的提升,这与假设2是一致的。此结果也

验证了假设 7, 即在职消费这种隐性激励并不能通过提高投资效率来改善公司业绩。通过上述综合分析, 我们发现, 在职消费不能通过提高投资效率来改善公司业绩。

(三) 进一步研究: 不同所有权性质的影响

所有权性质的不同会影响代理人的行为, 国有企业无论从资金补助还是政府支持方面, 都优于非国有企业。同时在这样非有效的资本市场环境中, 国有企业还拥有相关信息与经验优势, 因此国有企业与民营企业的投资效率无疑会出现很大的不同。因此我们从所有权性质的角度出发对以上研究的稳定性以及可靠性进行实证分析。我们按照上市公司最终控制人性质来划分国有和非国有, 把国家股东、国有资产管理部门、中央直属国有企业和地方所属国有企业定义为国有, 其余的定义为非国有。

表 5 列示了不同所有权性质下的货币薪酬、非效率投资与公司业绩关系, 表 6 列示了不同所有权性质下的在职消费、非效率投资与公司业绩关系。

表 5 不同所有权性质下的货币薪酬、非效率投资与公司业绩关系

	国有企业			非国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
截距项	0.023 (0.173)	4.866*** (7.762)	0.117** (2.023)	-0.221*** (-4.460)	1.933*** (3.713)	0.082 (1.419)
ROA		0.541** (2.189)	-0.022*** (-2.936)		2.706*** (2.278)	-0.251*** (-4.668)
MOCOM	0.021** (2.065)		-0.007* (-1.695)	0.127*** (2.802)		-0.027* (-1.723)
GINVT	-0.605*** (-2.726)	-0.143* (-1.825)		-0.275*** (-3.791)	-0.513*** (-5.334)	
TOP ₁	0.001 (0.032)			-0.008 (-0.416)		
TOBINQ		0.059*** (2.221)			0.021 (0.775)	
GROW	0.003 (0.908)			0.011*** (4.237)		
LEV	-0.068*** (-4.911)			-0.101*** (-11.027)		
SIZE	-0.012* (-1.917)	0.417*** (14.233)		0.009*** (3.030)	0.550*** (21.746)	
MSR	-3.711 (-1.024)	21.676 (1.269)		-3.729*** (-2.903)	23.137* (1.823)	
ORA			-0.096** (-2.120)			0.092*** (2.692)
FCF			0.068*** (6.302)			0.012 (0.662)
ADM			0.068** (2.171)			-0.201*** (-4.083)
行业与年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.043	0.348	0.069	0.201	0.525	0.045
F 值	4.553***	61.574***	9.411***	21.045***	126.760***	6.406***
N	913	913	913	801	801	801

注: **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著, 括号内的值为 T 值。

从表 5 的回归结果我们可以看到: 相对于国有企业而言, 在非国有企业里高管货币薪酬与非效率投资之间正相关关系更显著。原因可能是国有企业由于存在严格的薪酬管制制度, 使得高管货币薪酬激励机制相对来说所发挥的作用不明显, 导致显性激励效果不佳。同时, 对于非国有企业而言, 大部分的高管并不是上面直接任命, 而是通过层层选拔晋升的, 薪酬水平直接与公司经营业绩挂钩, 高管们注重投资的效率并且期望通过投资来提升公司业绩, 所以在非国有企业里高管货币薪酬与非效率投资之间的负相关关系更显著。

表6 不同所有权性质下的在职消费、非效率投资与公司业绩关系

	国有企业			非国有企业		
	(4)	(5)	(6)	(4)	(5)	(6)
截距项	0.363*** (3.229)	1.102*** (9.464)	0.060*** (5.388)	-0.021 (-0.410)	2.014*** (10.281)	0.020* (1.897)
ROA		-0.177*** (-8.793)	-0.041* (-1.698)		-1.295** (-2.366)	-0.118*** (-3.558)
COCOM	-0.237*** (-9.307)		0.141*** (3.960)	-0.074* (-1.821)		0.004** (2.359)
GINVT	-0.002*** (-3.014)	0.309*** (2.995)		-0.072** (-2.520)	0.100** (2.549)	
GROW	0.002 (0.488)			0.007*** (2.868)		
LEV	-0.058*** (-4.596)	0.021 (1.577)		-0.098*** (-11.288)	-0.100** (-2.465)	
MSR	0.001** (2.362)	7.849** (2.355)		-2.975** (-2.433)	3.360 (0.660)	
TOP ₁	0.005 (0.112)			-0.017 (-0.942)		
RPAY		0.006 (0.432)			0.015 (0.931)	
SIZE	-0.011** (-2.186)	-0.033*** (-6.531)		0.006** (2.510)	-0.078*** (-8.143)	
FCF		-0.019 (-1.066)	0.066*** (6.187)		-0.324*** (-3.376)	0.083*** (2.803)
ADM			-0.157* (-1.708)			0.002 (0.042)
ORA			-0.089* (-1.942)			-0.169*** (-3.653)
行业与年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.067	0.152	0.065	0.276	0.251	0.035
F值	6.754***	16.884***	8.790***	31.484***	28.756***	5.638***
N	913	913	913	801	801	801

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著；括号内的值为T值。

从表6的回归结果我们可以看出：相对于非国有企业而言，在国有企业里，高管的在职消费水平与公司业绩之间的负相关关系更强。原因可能是在国有企业中薪酬管制比较严格，但是对高管们的在职消费没有严格的评价标准，也难以进行有效的监管，而且国有企业高管们往往觉得货币收入与自身的地位和能力不相匹配，高管们往往通过在职消费来弥补货币薪酬的不足，所以相对于货币薪酬而言，在职消费发挥的作用就更大。而在非国有企业中，由于高管薪酬主要是比较市场化的货币薪酬，而且非国有企业中对高管在职消费的监管比较严格，高管获取隐性薪酬的机会成本较高。

(四) 稳健性检验

为了验证回归结果的稳健性，我们进行了如下数据测试：

1. 对于公司业绩的衡量，我们采用ROE、EVA对总资产收益率ROA进行了替换，重新进行了回归分析，我们得到的结果与前文大致相同。

2. 对于高管货币薪酬变量，我们用所有高管平均薪酬的自然对数做了替换，然后重新进行了回归分析，结论保持不变。

3. 选取职位晋升、声誉等作为高管隐性薪酬的替代标量，对上述几个方程进行回归，结果与前文结果大致相同。

这些检验结果说明本文的研究结论具有稳健性。由于篇幅有限，具体结果在此处不再列示。

六、研究结论与政策建议

本文以2001—2010年的A股上市公司为样本,实证检验了高管激励方式、非效率投资与公司业绩的关系。通过研究我们发现:高管显性激励和高管隐性激励对投资效率和公司业绩的影响作用是不同的,高管显性激励可以通过抑制非效率投资来提升公司的业绩,但是高管隐性激励则不会产生这样的结果。此外,通过区分国有企业和非国有企业样本,我们还发现:在国有企业中,隐性激励对投资效率和公司业绩产生的作用相对较大,而在非国有企业中,显性激励对投资效率和公司业绩产生的作用相对较大。

针对上述研究发现的问题,我们提出如下建议:一是要设计合理的薪酬激励计划。尽管显性激励能提升公司业绩,隐性激励会减低公司业绩,但是隐性激励与显性激励组合并没有起到很好的激励作用,因此我们认为应该寻找两者的最优结合点,实现激励作用最大化。二是要加强企业事前的预算管理和事中的财务管理,并且要加大监督力度,将在职消费纳入高管的薪酬考核体系之中,使之成为高管薪酬的重要考核指标。

本文的主要贡献在于:第一,已有的研究主要以年薪、股权等激励方式为基础,本文在考虑显性激励的同时,还把高管的在职消费作为衡量高管隐性激励的主要变量纳入检验模型之中,本文的研究结果对薪酬领域的研究进行了延伸;第二,本文以中国的上市公司为研究样本,实证检验了高管激励方式对非效率投资与公司业绩的影响,为公司治理领域的研究提供了证据支持。

本文的主要不足在于:一是没有将非效率投资区分投资过度和投资不足来研究,这主要是考虑到投资过度和投资不足并没有完全标准的分割界限,划分存在的一定主观性可能会不利于本文的严谨性;二是在职消费指标采用销售管理费用率作为替代变量,具有一定的局限性。

参考文献:

- [1] Griner E H, Gordon L A. Internal cash flow, insider ownership and capital expenditures[J]. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 1995, 22: 179 - 199.
- [2] Hadlock C. Ownership, liquidity, and investment[J]. *RAND Journal of Economics*, 1998, 29: 487 - 508.
- [3] 简建辉,余忠福,何平林. 经理人激励与公司过度投资——来自中国A股的经验证据[J]. *经济管理*, 2011(4): 87 - 94.
- [4] 辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理激励与资本投资[J]. *经济研究*, 2007(8): 111 - 119.
- [5] Taussings F W, Baker W S. American corporations and their executives: a statistical inquiry[J]. *Quarterly Journal of Economic*, 1925, 3: 1 - 15.
- [6] 张敦力,阮爱萍. 股权激励、约束机制与业绩相关性——来自中国上市公司的经验证据[J]. *会计与经济研究*, 2013(1): 3 - 11.
- [7] 赵青华,黄登仕. 高管权力、股票期权激励与公司业绩——基于中国上市公司的实证分析[J]. *经济体制改革*, 2011(5): 125 - 129.
- [8] Jensen M C, Kevin J M. Performance pay and top-management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 4: 225 - 264.
- [9] 阮素梅,杨善林. 经理激励、资本结构与上市公司绩效[J]. *审计与经济研究*, 2013(6): 64 - 70.
- [10] 曹国华,林川. 管理层激励与债务期限结构选择——基于非金融行业上市公司的面板数据[J]. *南京审计学院学报*, 2013(1): 52 - 60.
- [11] 薛求知,韩冰洁. 高级经理人激励与上市公司经营业绩关联性实证检验[J]. *财贸研究*, 2007(4): 112 - 116.
- [12] 李增泉. 激励机制与企业绩效:一项基于上市公司的实证研究[J]. *会计研究*, 2000(1): 24 - 27.

- [13] 刘剑. 管理层持股与公司绩效:来自深圳股票市场的经验证据[J]. 中国软科学,2005(10):112-114.
- [14] 张力,潘清. 董事会结构、在职消费与公司绩效[J]. 经济学动态,2009(3):82-83.
- [15] 蔡吉甫. 非效率投资、公司业绩及其影响因素研究[J]. 财会通讯,2010(9):109-110.
- [16] 路瑶,和平,吴边. 非控股国有股权、投资效率与公司业绩[J]. 清华大学学报,2011(4):513-514.
- [17] 周伟贤. 投资过度还是投资不足——基于A股上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济,2010(3):151-153.
- [18] Aggarwal R, Samwick A. Empire-builders and shirkers: investment, firm performance, and managerial incentives[J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 3:489-515.
- [19] Shleifer A, Vishny R. The grabbing hand: government pathologies and their cures[M]. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1998, 49:307-343.
- [20] Jensen M, Meekling W. Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and capital structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3:73-112.
- [21] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2):92-100.
- [22] Yermack D. Flights of fancy: corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80:211-240.
- [23] Grossman S, Hart O. Takeover: bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J]. Bell Journal of Economics, 1980, 1:42-64.
- [24] 卢锐, 魏明海, 黎文靖. 管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2008(5):85-92.
- [25] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 23:159-189.
- [26] Verdi R S. Financial quality and investment efficiency[R]. Working paper, University of Pennsylvania, 2006.
- [27] Ang G S, Cole R A, Lin J W. Agency cost and ownership structure[J]. Journal of Financial, 2000, 55:81-106.
- [28] 王满四. 上市公司负债融资的激励效应实证研究——针对经理人员工资和在职消费的分析[J]. 南方经济, 2006(7):65-69.
- [29] 树友林. 高管权力、货币薪酬与在职消费关系实证研究[J]. 经济学动态, 2011(5):86-89.
- [30] 姜付秀, 黄继承. 经理激励、负债与企业价值[J]. 经济研究, 2011(5):46-52.
- [31] Ortiz-Molina H. Executive compensation and capital structure: the effects of convertible debt and straight debt on CEO pay [J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 43:69-93.
- [32] 陈冬华, 梁尚坤, 蒋德权. 不同市场化进程下高管激励的成本与选择:货币薪酬与在职消费[J]. 会计研究, 2011(11):56-64.

[责任编辑:杨凤春]

Executive Incentive, Inefficient Investment and Company Performance

XIA Ning, QIU Feifei

Abstract: Based on the agent theory, the paper studies the relationships among the executive incentive, inefficient investment and the performance of the company by using the data from 2001 to 2010. The study indicates that explicit and implicit incentives have different effects on investment efficiency and company performance. The explicit incentive can improve the company performance through the impact on investment efficiency, but implicit incentive has no such kind of function. In addition, due to the enterprises of different ownership, we also found that implicit incentive has greater impact on the state-owned enterprises while the explicit incentive has greater impact on non-state-owned enterprises.

Key Words: executive incentives; explicit incentive; implicit incentive; inefficient investment; company performance; state-owned enterprise; investment efficiency; executive emolument; consumption in service