

国企“市场高管”、股权激励与投资效率

杨志强(副教授), 胡小璐

【摘要】 国企高管的选聘、激励方式是混合所有制改革的重要内容之一,但目前有关国企“市场高管”“行政高管”激励效果的经验证据较为缺乏。以2004~2015年我国上市国企为样本,实证检验国企“市场高管”与“行政高管”的股权激励效果在投资效率方面的差异。研究发现,股权激励能够抑制国企的非效率投资,在一定程度上缓解企业投资过度或投资不足问题。进一步考察股权激励对于“市场高管”和“行政高管”的影响,发现“市场高管”强化了股权激励与投资效率之间的正相关关系,即与“行政高管”相比,在投资效率方面股权激励对“市场高管”的激励效果更佳。具体地,在过度投资情形下,“市场高管”加强了股权激励与投资效率的正向关系,但该作用在企业投资不足情形下并不显著。

【关键词】 混合所有制; 行政高管; 市场高管; 股权激励; 投资效率

【中图分类号】 F275 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2018)22-0030-7

一、引言

非效率投资被认为是代理问题的体现,管理者可能为了私人利益而滥用企业的自由现金流,盲目扩张公司规模以建造“企业帝国”^[1],对企业的投资效率产生负面影响。也有学者认为,我国企业的非效率投资与我国特殊的制度背景密切相关^[2]。政府的政绩考核要求包括经济增长、维持稳定等方面,而企业的投资活动有助于此类指标的增长,故政府倾向于鼓励企业投资。由于国企大多数高管同时还拥有行政身份,可能出于政治晋升等目的,为顺应政府的政治目标而投资于部分净现值为负的项目,从而导致非效率投资。在行政晋升以政绩为重的考核标准下,面临博弈的国企高管将更关注投资项目所带来

的政绩,而非潜在的经济效益,导致非效率投资和产能过剩。

非效率投资不利于企业的经济效益和长期发展,有必要对其治理方式进行探索。股权激励作为一种长期激励方式,旨在通过激励对象与企业利润共享、风险共担而促使其行为趋向于股东利益最大化原则^[3]。根据股权激励的最优契约理论,赋予管理者一定比例的股份是缓解股东与经理人代理冲突的有效手段,可以在一定程度上缓解企业非效率投资问题,对于改善国有企业业绩、提高其核心竞争力具有重要意义。

在深化国企改革的进程中,政府不断探索职业经理人制度,高管的选聘方式和激励形式持续受到关注。2002年,国务院办公厅印发《2002-2005全国

【基金项目】 国家自然科学基金青年项目“所有权结构、高管薪酬公平性与管理防御行为——基于混合所有制改革视角的研究”(项目编号:71502041); 中国博士后科学基金面上资助项目“混合所有制、高管薪酬与公司财务效率:产权专业化视角”(项目编号:2017950637); 广东省高等学校优秀青年教师培养计划项目“混合所有制改革下国有企业高管薪酬契约效率研究”(项目编号:YQ2015079); 广东大学生科技创新培育专项资金重点资助项目“高管异质性、股权激励与超额现金持有——国企混改背景下行政与市场高管的差异考察”(项目编号:pdjh2018a0201); 广东省自然科学基金自由申请项目“现代化转型期家族企业‘业主-部属’社会偏好及其激励机制:制度信任视角”(项目编号:2014A030313613)

人才队伍建设规划纲要》，初步提出探索与制定职业经理人资质评价体系。2013年，十八届三中全会提出深化国企改革，建立职业经理人制度。2015年，《关于深化国有企业改革的指导意见》鼓励国企按市场化方式选聘和管理职业经理人，推行任期制和契约化管理。

目前大多数国企高管由国资委以典型的行政任命方式从其他国企或行政、事业单位确定候选人，同时，国资委也开展了市场化选聘管理层试点，不限于国企或行政系统而面向外资或民营企业公开招聘职业经理人。不同于由上级委派或调任等行政方式选聘的“行政高管”，“市场高管”通过竞争上岗、公开招聘等非行政任命方式选拔，其激励形式更趋于市场化^[4]，为国企高管团队注入了新鲜血液。罗正英等^[5]发现相对国企而言，民营企业高管创新投资的强度更大。“市场高管”在民营或外资企业任职的过程中，由于公司的经营模式、考核标准等均以市场为导向，管理者受市场化运作环境的影响，管理理念和经营目标更侧重于公司的经济效益和长期发展需要，在企业投资方面具有与“行政高管”不同的管理经验、思维模式和决策偏好。在股权激励的作用下，经理人与股东之间的代理冲突得到抑制，管理防御的动机减弱，有利于做出更优的投资决策，此时“市场高管”的市场化激励形式与早期管理经验相结合，可能导致其在投资效率方面的股权激励效果与“行政高管”相比存在较大差异。

已有文献发现，股权激励有助于提高企业的投资效率^[6]，但缺乏对国企“行政高管”与“市场高管”股权激励效果进行考察的文献。本文以2004~2015年我国上市国企为样本，实证检验实行股权激励对于两类高管投资效率的不同影响。研究发现，对国企高管实行股权激励既能抑制企业的过度投资行为，也可在一定程度上缓解投资不足问题。进一步考虑对不同类别高管实行股权激励的影响，发现“市场高管”强化了股权激励与投资效率之间的正相关关系，即在投资效率方面，对“市场高管”的股权激励效果优于对“行政高管”的激励效果。具体地，在投资过度的情形下，“市场高管”显著地提高了股权激励与投资效率之间的正相关关系，但在投资不足的企业中并未观察到此现象。本文丰富了混合所有制改革背景下国企高管激励与投资效率的相关研究，为深化国企改革、健全国企高管激励机制和完善公司内部治理结构提供了一定的经验证据。

二、理论分析与研究假设

（一）国企股权激励与投资效率

非效率投资造成了企业资金的浪费，有损公司的整体利益。我国国企存在较为严重的代理问题，层层委托代理关系导致经理人行行为往往缺乏有效监督，加剧了高管进行非效率投资的道德风险。国有资产逐级委托至各级政府再到企业，中间环节参与者利益存在矛盾冲突，易导致信息不对称带来的监督效力不足。上级行政单位虽然拥有国企的决策控制权，但并不直接享有对管理者进行监督所带来的收益，致使国企经理人的道德风险问题更加严重^[7]。所有者缺位等问题将对国企投资效率产生负面影响，即使企业的投资效率低下，经理人也很少因此受到警告或惩罚，激励约束机制存在一定的完善空间。此外，经理人的考核缺乏规范的、市场化的经营业绩评价体系，故难以确定管理者的报酬与企业投资效率的联系，缺乏激励约束作用。

部分学者关注了国企中股权激励对投资效率的影响，认为国企高管的行政任命和政治晋升诉求使得股权激励的作用难以发挥^[8]。国企高管的政治色彩导致企业投资与经营决策往往以政府意志为导向，股权激励并未有效降低代理成本，因此对国企非效率投资的抑制作用相对民营企业而言更为有限^[6]。

本文认为，尽管国企高管的行政身份可能影响股权激励对投资效率的作用效果，但在深化改革的进程中，政府不断推进市场化用人机制和激励方案，股权激励降低国企代理成本从而提高投资效率的激励效果将逐渐彰显。传统的国企高管有较强的动机追求政治晋升，若政治晋升的效用大于股权激励的效用，高管在进行投资决策时仍将主要考虑政绩考核要求。随着改革的深化，市场化选人用人机制和与企业绩效挂钩的激励方案在国企试行，一方面可能导致部分“行政高管”逐渐放弃政治追求转而关注企业经济效益，另一方面，“市场高管”的加入将激发国企的竞争活力，缓解国企目前存在的代理问题，使股权激励的效果更加显著。

总体而言，实施股权激励有利于缓解国企由于监督和激励效力不足导致的经理人道德风险问题，对提高企业投资效率起到促进作用。基于股权激励的最优契约理论，赋予管理者一定比例的股份将使管理层与股东利益趋向一致，实现利益共享、风险共担，是解决股东与经理人代理冲突的有效手段。股权

激励机制能够抑制经理人短视现象^[9],缓解国企内部代理问题导致的企业投资效率低下,促使投资效率提升。经理人会将工作重心转移至企业运营中,致力于提高企业价值和投资效率,减少为追求个人私利而进行的非效率投资行为。由此本文提出第一个假设:

H1:控制其他变量,上市国企高管的股权激励水平越高,企业的投资效率越高。

(二)国有企业“市场高管”对股权激励与投资效率的调节效应

目前我国国企高管均由国资委选聘,大多数高管同时具有行政身份,由国资委以典型的行政任命方式从其他国有企业或行政、事业单位确定候选人,此类“行政高管”反映了国企的公共性。此外,国企开展了市场化选聘职业经理人试点,通过公开招聘等方式选拔的“市场高管”诠释了国企的市场性特征^[4]。由于两类高管的选拔方式、激励形式与管理经验等均存在差异,故在投资效率方面,股权激励对其的作用效果可能有所不同。

政府倾向于将政治目标内化于国企的经营过程之中,以实现增加就业、提高财政收入、稳定社会治安等多重目的。在国企独特的治理结构下,企业中经理人更换较为频繁,经营企业在某种意义上只是“行政高管”获得晋升的渠道。因此“行政高管”往往愿意依循政府的期望,积极投资于政府鼓励的项目,进行建设形象工程、公益性捐赠、媒体宣传报道等未必能够给企业直接带来正效益的投资活动^{[10][11]},甚至不惜以牺牲企业的投资效率为代价。

“行政高管”的行为带有明显的政治目的,实行股权激励之后依然具有追求政治晋升的个人动机,在进行投资决策时仍可能以政治目标替代企业的经济效益目标。而“市场高管”的激励机制趋于市场化,考核标准与职业经理人类似,与绩效挂钩的业绩考核将使“市场高管”更加重视企业经营状况。实施股权激励后,高管的个人利益与企业利益趋同,在进行投资决策时将重点考虑投资项目能给企业带来的实际经济利益而非高管潜在的政治利益。同时,股权激励与“市场高管”的竞争机制和退出机制相结合,将产生协同效应,共同约束“市场高管”的行为,有效地降低道德风险,提高企业的投资效率。

此外,“市场高管”在民营企业任职的过程中,由于公司的经营模式、考核标准等方面均以市场为导向,管理者受市场化运作潜移默化的影响,在企业投

资方面具有与“行政高管”不同的市场化管理经验和决策偏好。在股权激励条件下,“市场高管”与国企的利益趋于一致,代理冲突和防御动机降低,更可能运用市场化管理经验为国企选择合适的投资项目,为提高企业投资效率发挥一定的正面作用。因此,在投资效率方面,对“市场高管”实行股权激励的效果将优于“行政高管”。由此本文提出第二个假设:

H2:控制其他变量,“市场高管”强化了股权激励与投资效率之间的正向关系,在投资效率方面,股权激励对“市场高管”的激励效果相对“行政高管”而言更为显著。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以2004~2015年我国A股上市国企为样本,剔除金融保险类公司、ST公司及数据存在缺失的公司。“行政高管”和“市场高管”的划分根据高管简历中的信息手工搜集整理获取。本文的基础数据来自CSMAR数据库,使用Stata计量软件进行数据分析,对所涉及的连续变量进行了0~1%和99%~100%的Winsorize处理。

(二)变量定义

1. 高管类型。宋晶和孟德芳^[4]基于国企“二重性”理论,将国企高管依据不同选聘方式划分为由上级委派或调任等行政方式选聘的“行政高管”和由公开招聘、竞争上岗等非行政方式选聘的“市场高管”。本文根据高管简历中的历任职位信息,手工查找国企经理人历任工作单位的性质,若均为国企或行政事业单位,视经理人为“行政高管”;若高管曾在民营或外资企业任职,视其为“市场高管”。

本文将从民营或外资企业选聘的高管作为“市场高管”的代理变量,这主要是由于:①目前我国国企高管大多数同时具有行政身份,且由国资委以典型的行政任命方式从其他国企或行政、事业单位确定候选人。《党政领导干部交流工作规定》提出“实行党政机关与国有企业事业单位之间的干部交流”。本文将此类以传统行政方式任命的高管视为“行政高管”。此外,国资委开展了市场化选聘管理层试点,不限于国企或行政系统而面向外资或民营企业公开招聘职业经理人。2017年中国企业改革发展论坛上,国资委主任提到部分中央企业已经开展市场化选聘经理层试点。本文将此类面向外资或民营企业公开招聘的国企高管定义为“市场高管”。②曾经在民营

或外资企业工作的“市场高管”具有市场化运营环境下的独特管理经验,投资行为可能与历来在国企或行政事业单位工作的“行政高管”存在一定差异,因此值得进行深入的对比研究。

2. 投资效率。目前国内学者大多使用Richardson的方法衡量投资效率,但也有学者认为国际主流文献较常使用Biddle等^[12]的模型,且大量引用Richardson的文献仅以其计算公司总投资而非过度投资^[13]。因此,本文借鉴Biddle等^[12]的方法计算投资效率INVEFF,具体过程为:使用下式进行分年份行业回归,取残差Σ的绝对值乘以-100,作为投资效率的代理变量(绝对值乘以-1,转换为正向指标,数值越大,投资效率越高,即更低的过度投资和投资不足水平;乘以100,其经济含义转化为当期投资额占期初总资产的百分比)。将原始回归残差为正的观测值样本划分为过度投资样本,残差为负的划分为投资不足样本。投资效率残差回归模型为:

$$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{NEG}_{i,t-1} \times \text{Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

其中:Invest代表公司当期投资与期初资产之比,等于第t期现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他资产所收到的现金净额”,再除以期初总资产;Growth为成长机会,使用滞后一期的营业收入增长率表示;NEG为标识公司成长机会是否为负的哑变量,当成长机会为正时取值为1,这是因为公司的投资决策在不同成长机会下存在不同反映。

3. 股权激励强度。借鉴苏冬蔚和林大庞^[14]的做法,利用下式计算股权和期权在总薪酬中的比重:

$$\text{R_Equity}_{i,t} = 0.01 \times \text{Price}_{i,t} \times (\text{Share}_{i,t} + \text{Options}_{i,t}) / [0.01 \times \text{Price}_{i,t} \times (\text{Share}_{i,t} + \text{Options}_{i,t}) + \text{Comp}_{i,t}]$$

其中,Price_{i,t}为年末公司股票的收盘价,Share_{i,t}和Options_{i,t}分别为公司高管持有股票和期权的数量,Comp_{i,t}为公司高管当年的现金薪酬,包括年薪和各类津贴。

各主要变量的定义详见表1。

(三)模型设定

借鉴已有文献^{[15][16]},本文采用模型一对H1进行检验。按照H1,股权激励水平与投资效率呈显著的正相关关系。由于在投资效率的计算过程中,已将残差的绝对值乘以-100转换为正向指标,故预期R_Equity的系数β₁显著为正。

表 1 变量定义

变量名称	符号	解释
投资效率	INVEFF	参考Biddle等 ^[12] 的模型计算出残差,取残差绝对值乘以-100
过度投资	Over	参考Biddle等 ^[12] 的模型计算出的残差(正差)
投资不足	Under	参考Biddle等 ^[12] 的模型计算出的残差(负差)
股权激励强度	R_Equity	股权与期权在高管总薪酬中的比重
高管类型	CEOType	若为“市场高管”则取1,否则取0
企业规模	Size	期末总资产的自然对数
总负债/总资产	Lev	债务融资比例
营业收入增长率	IRBR	本年营业收入增长额与上年营业收入总额的比率
股票收益率	RET	第t-1年5月到第t年4月,经市场调整后按月度计算的股票年度收益率
第一大股东持股比例	Top1sharehr	第一大股东持股与总股本之比
资产收益率	ROA	净利润/平均资产总额
是否两职合一	CBD	董事长与总经理两职合一取1,否则取0
Z指数	Zscore	公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值
代理成本	AC	管理费用/总资产
前三名高管薪酬	Lnt3reward	前三名高管薪酬总额取对数
行业哑变量	Industry	根据证监会《上市公司行业分类指引(2001年)》整理得到
年度哑变量	Year	控制不同年份的影响

$$\begin{aligned} \text{INVEFF}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{R_Equity}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t-1} + \\ & \beta_3 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_5 \text{CBD}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{Top1sharehr}_{i,t-1} + \beta_7 \text{IRBR}_{i,t-1} + \beta_8 \text{RET}_{i,t-1} + \\ & \beta_9 \text{Zscore}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Lnt3reward}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{AC}_{i,t-1} + \\ & \beta_{12} \Sigma \text{Industry} + \beta_{13} \Sigma \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{模型一})$$

针对H2,模型二在模型一的基础上加入了高管类型虚拟变量,利用交乘项检验“市场高管”在投资效率方面对股权激励效果的影响。

$$\begin{aligned} \text{INVEFF}_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{R_Equity}_{i,t-1} + \gamma_2 \text{CEOType} \times \\ & \text{R_Equity}_{i,t-1} + \gamma_3 \text{CEOType}_{i,t-1} + \gamma_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \\ & \gamma_5 \text{Size}_{i,t-1} + \gamma_6 \text{Lev}_{i,t-1} + \gamma_7 \text{CBD}_{i,t-1} + \\ & \gamma_8 \text{Top1sharehr}_{i,t-1} + \gamma_9 \text{IRBR}_{i,t-1} + \gamma_{10} \text{RET}_{i,t-1} + \\ & \gamma_{11} \text{Zscore}_{i,t-1} + \gamma_{12} \text{Lnt3reward}_{i,t-1} + \gamma_{13} \text{AC}_{i,t-1} + \end{aligned}$$

$$\gamma_{14} \sum \text{Industry} + \gamma_{15} \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}$$

(模型二)

四、实证分析

(一)描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。由表2可见,投资效率INVEFF均值为-7.101,样本企业非效率投资额相当于公司总资产的7.1%左右。运用Biddle等^[12]的模型,共有3316个残差为正的样本被划入过度投资组,均值为0.084,说明在该分组中年均8.4%的企业总资产被用于过度投资;4615个样本的残差为负,被归入投资不足组,均值为-0.062,意味

着该分组中企业年均短缺占公司总资产规模大约6.2%的投资量。股权激励强度的均值约为2.7%,目前我国上市国企的股权激励水平仍然较低。高管类型虚拟变量的均值为7.9%,说明国有企业中“市场高管”占有高级管理人员总数的比重较小。

(二)相关性分析

从表3的相关性分析结果可见,模型不存在严重的共线性问题,可以进行进一步回归分析。

(三)回归分析

表4列示了H1的实证检验结果。从表4第(1)列的全样本回归结果可以看出,R_Equity的系数为2.011,在5%的水平上显著,与H1的预期相符,即股权激励强度与投资效率呈显著的正相关关系,股权激励抑制了上市国企的非效率投资。此外,本文对全样本按照过度投资(原始残差大于0)、投资不足(原始残差小于0)进行分组,仍以INVEFF为因变量对主模型进行回归,表4第(2)、(3)列分别为过度投资、投资不足两种情境下的回归结果。两组结果均显示R_Equity的系数显著为正,表明在企业过度投资或投资不足两种情况下,股权激励均能发挥一定的正面作用,显著提升企业的投资效率。

H2的检验结果如表5所示。表5第(1)列的全样本回归结果显示,R_Equity的系数为1.791,在5%的水平上显著;交互项CEOType × R_Equity的系数为

表2 描述性统计

变量	mean	p25	p50	p75	p95	sd	min	max	N
INVEFF	-7.101	-8.660	-4.493	-2.001	-0.383	8.937	-97.411	-0.000	7931
R_Equity	0.027	0.000	0.000	0.004	0.137	0.112	0.000	1.000	7931
CEOType	0.079	0.000	0.000	0.000	1.000	0.270	0.000	1.000	7931
Over	0.084	0.019	0.048	0.104	0.282	0.109	0.000	0.974	3316
Under	-0.062	-0.077	-0.044	-0.021	-0.004	0.070	-0.805	-0.000	4615
Size	22.005	21.053	21.828	22.793	24.683	1.327	19.238	25.199	7931
Lev	0.521	0.372	0.528	0.667	0.848	0.205	0.072	1.011	7931
IRBR	0.16	-0.047	0.104	0.273	0.775	0.593	-0.970	4.773	7931
ROA	0.031	0.009	0.029	0.058	0.125	0.060	-0.187	0.188	7931
Top1sharehr	35.981	23.779	33.751	47.17	63.750	15.449	8.500	75.000	7931
CBD	0.101	0.000	0.000	0.000	1.000	0.302	0.000	1.000	7931
RET	0.330	-0.230	0.098	0.667	2.139	0.802	-0.670	2.759	7931
Zscore	0.732	0.392	0.624	0.930	1.816	0.471	0.103	2.131	7931
Lnt3reward	13.744	13.218	13.807	14.320	15.049	0.855	11.525	16.101	7931
AC	0.047	0.024	0.041	0.063	0.109	0.031	0.005	0.148	7931

表3 相关性分析

变量	INVEFF	R_Equity	Size	Lev	IRBR	ROA	Top1sharehr	CBD	RET	Zscore w	Lnt3reward	AC
INVEFF	1											
R_Equity	0.025**	1										
Size	0.035***	0.004	1									
Lev	-0.051***	-0.122***	0.268***	1								
IRBR	-0.295***	0.033***	0.040***	0.037***	1							
ROA	0.021**	0.143***	0.151***	-0.418***	0.206***	1						
Top1sharehr	-0.035***	-0.126***	0.234***	-0.036***	0.060***	0.142***	1					
CBD	0.023**	0.069***	-0.061***	0.019*	-0.006	-0.029***	-0.072***	1				
RET	-0.043***	0.023**	-0.039***	0.009	0.098***	0.114***	-0.048***	0.006	1			
Zscore w	0.112***	0.015	-0.004	0.006	0.079***	0.159***	0.059***	0.002	0.037***	1		
Lnt3reward	0.115***	0.136***	0.519***	-0.032***	-0.005	0.313***	-0.01	-0.024**	-0.01	0.124***	1	
AC	0.058***	0.035***	-0.368***	-0.109***	-0.050***	-0.081***	-0.064***	0.043***	-0.003	0.309***	-0.061***	1

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。下同。

表 4 国企股权激励与投资效率

变量	投资效率		
	(1)	(2)	(3)
	全样本	过度投资样本	投资不足样本
R_Equity	2.011** (2.535)	3.117** (2.122)	1.158* (1.816)
Size	1.106*** (6.941)	1.364*** (4.627)	0.938*** (6.444)
Lev	-1.911** (-2.206)	-0.491 (-0.282)	-3.878*** (-4.173)
IRBR	0.318 (1.601)	0.722** (2.231)	0.082 (0.329)
ROA	4.141 (1.341)	-13.671** (-2.164)	17.628*** (5.475)
Top1sharehr	-0.002 (-0.267)	0.000 (0.026)	-0.007 (-0.765)
CBD	0.459 (1.529)	0.443 (0.804)	0.428 (1.259)
RET	-0.603*** (-2.793)	-0.790* (-1.947)	-0.389* (-1.797)
Zscore	1.132*** (3.090)	-0.216 (-0.336)	2.479*** (6.915)
Lnt3reward	0.278 (1.447)	0.655* (1.957)	0.121 (0.584)
AC	9.135* (1.855)	25.275*** (2.798)	-0.739 (-0.142)
N	7931	3316	4615
R ²	0.1123	0.0963	0.1397

注：括号内数据为t值。下同。

8.017, 在5%的水平上显著, 股权激励与国企的投资效率呈正相关关系, 且“市场高管”显著地强化了这种正相关关系。换言之, 在投资效率方面, 对“市场高管”的股权激励效果优于对“行政高管”的股权激励效果, 证实了H2。具体地, 在过度投资样本组, 交乘项CEOType×R_Equity的系数为15.629, 在1%的水平上显著; 但在投资不足样本组并没有观测到显著的结果, 这表明对“市场高管”的股权激励效果仅在国企过度投资情形下显著更佳。

这可能是由于国企过度投资的问题主要源于“行政高管”为了满足职位晋升条件而进行的非效率投资活动, 即将企业资金投资于净现值为负的形象工程、公益建设等项目中, 实行股权激励对“行政高管”投资决策的影响不大。与之不同, 股权激励与“市场高管”早期在民营企业或外资企业的管理经验相结合, 将减少代理冲突, 抑制经理人的管理防御动机, 使其在进行投资决策时更注重考虑企业的经济

表 5 国企高管类型、股权激励与投资效率

变量	投资效率		
	(1)	(2)	(3)
	全样本	过度投资样本	投资不足样本
R_Equity	1.791** (2.252)	2.838* (1.925)	1.005 (1.560)
CEOType× R_Equity	8.017** (2.009)	15.629*** (2.862)	4.485 (1.303)
CEOType	-0.533 (-0.670)	-0.229 (-0.156)	-0.458 (-0.572)
Size	1.092*** (6.916)	1.347*** (4.598)	0.930*** (6.422)
Lev	-2.007** (-2.330)	-0.701 (-0.406)	-3.874*** (-4.161)
IRBR	0.307 (1.553)	0.732** (2.252)	0.078 (0.312)
ROA	4.255 (1.378)	-13.505** (-2.136)	17.804*** (5.499)
Top1sharehr	-0.003 (-0.321)	-0.001 (-0.055)	-0.008 (-0.812)
CBD	0.448 (1.498)	0.423 (0.770)	0.424 (1.250)
RET	-0.619*** (-2.837)	-0.825** (-2.009)	-0.392* (-1.809)
Zscore	1.120*** (3.035)	-0.224 (-0.346)	2.475*** (6.943)
Lnt3reward	0.299 (1.543)	0.685** (2.031)	0.136 (0.650)
AC	8.847* (1.797)	24.576*** (2.727)	-1.035 (-0.198)
N	7931	3316	4615
R ²	0.1157	0.0976	0.1411

效益, 减少盲目及过度投资, 提高企业的投资效率。对于投资不足的情形, 由于融资约束通常与企业投资不足密切相关, 而“市场高管”的政治关联较弱, 相对“行政高管”而言在获取政府资源和银行贷款方面具有更大的局限性, 可能导致其对于企业投资不足问题“心有余而力不足”, 从而影响股权激励对投资效率的作用效果。

(四) 稳健性检验

由于目前国企中“市场高管”与“行政高管”比例较为失衡, 且国企引进“市场高管”并非完全随机或外生决定, 故采用倾向性得分匹配方法(PSM)进行稳健性检验。首先, 以“市场高管”所在分组的国企各项特征作为配对标准, 借鉴已有文献, 以公司规模、资产负债率、股权制衡度、董事会规模、前三名高管薪酬等作为构建倾向性得分计算模型的协变量, 使

处理样本与配对样本的各项特征尽量相同,然后利用Logit回归,计算倾向性得分,采用最临近匹配方法以1:3的比例挑选与经理人为“市场高管”的公司倾向得分最为接近的样本作为控制组样本,同时使用命令PSTEST对处理组和控制组的差异进行检验。匹配后,回归结果与前文基本一致,处理组与控制组之间不存在显著差异。

五、结论与启示

本文以2004~2015年我国上市国企为样本,检验了“行政高管”与“市场高管”在投资效率方面的股权激励效果差异。结果表明,对国企高管实行股权激励既能抑制企业的过度投资行为,也可在一定程度上缓解投资不足。进一步地,考虑对不同类型国企高管实行股权激励产生的影响,发现“市场高管”更有助于强化股权激励的效果,即在投资效率方面,对“市场高管”的股权激励效果优于“行政高管”,但该作用仅在企业过度投资情形下发挥。一方面,股权激励与“市场高管”早期在民营企业或外资企业的管理经验相结合,将削弱经理人的管理防御动机,使其在进行投资决策时更侧重于考虑企业的经济效益,减少盲目及过度投资,提高企业的投资效率。另一方面,投资不足通常是由企业融资约束问题造成的,“市场高管”的政治关联较弱,相对“行政高管”而言在获取政府资源和银行贷款方面具有更大的局限性,从而可能影响股权激励对投资不足的作用效果。

本文的研究意义在于:揭示了对国企“市场高管”与“行政高管”实行股权激励在投资效率方面产生的不同影响,发现了国企引入职业经理人制度对企业投资效率的正面作用,证实了该机制在激发国企竞争活力、改善高管激励效果等方面的积极影响,为完善国企治理结构、推进国企混合所有制改革提供了经验证据。

主要参考文献:

- [1] Jensen M. C.. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American Economic Review, 1986(2):323~329.
- [2] 唐雪松,周晓苏,马如静. 政府干预、GDP增长与地方国企过度投资[J]. 金融研究, 2010(8):33~48.

- [3] 吕长江,郑慧莲,严明珠,许静静. 上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利?[J]. 管理世界, 2009(9):133~147.
- [4] 宋晶,孟德芳. 国有企业高管薪酬制度改革路径研究[J]. 管理世界, 2012(2):181~182.
- [5] 罗正英,陆韞龙,高辉. 不同产权性质企业的激励与约束对创新投资决策的影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 苏州大学学报(哲学社会科学版), 2014(4):116~122.
- [6] 罗付岩,沈中华. 股权激励、代理成本与企业投资效率[J]. 财贸研究, 2013(2):146~156.
- [7] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 经济研究, 2007(1):102~113.
- [8] 杨慧辉,潘飞,奚玉芹. 直接控股股东类型、股权激励对国有企业投资效率的影响[J]. 山西财经大学学报, 2016(1):78~88.
- [9] Balsam S., Miharjo S.. The effect of equity compensation on voluntary executive turnover [J]. Journal of Accounting and Economics, 2007(1):95~119.
- [10] 郑志刚,李东旭,许荣等. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究[J]. 管理世界, 2012(10):146~156.
- [11] 杨瑞龙,王元,聂辉华. “准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J]. 管理世界, 2013(3):23~33.
- [12] Biddle G. C., Hilary G., Verdi R. S.. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(2):112~131.
- [13] 钟马,徐光华. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率——基于“强制披露时代”中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 2017(2):234~244.
- [14] 苏冬蔚,林大庞. 股权激励、盈余管理与公司治理[J]. 经济研究, 2010(11):88~100.
- [15] 宋玉臣,乔木子,李连伟. 股权激励对上市公司投资效率影响的实证研究[J]. 经济纵横, 2017(5):105~111.
- [16] 汤莹,谢梦园,许玲. 股权激励、制度环境与企业资本投资效率[J]. 金融经济学研究, 2017(4):70~81.

作者单位:广东财经大学会计学院,广州510320