

摘要

为了缓解高管自身利益与企业利益之间的矛盾，现代企业一般会采取业绩敏感型薪酬契约来激励高管在日常经营活动中追求企业的长期利益和价值增长。但实际上，高管薪酬在业绩上升时会增加得更多，而在业绩下降时却减少得更少，呈现出一种粘性特征。这种粘性特征可能导致高管利用薪酬与业绩之间不对称的敏感性产生机会主义行为，进而对企业的投资效率造成影响。

企业投资行为可能出现投资过度和投资不足两类问题，其中的根本原因在于委托代理问题。最优薪酬理论认为，合理的薪酬制度设计可以协调高管行为与股东目标一致，从而减少代理问题的发生。薪酬契约主要从两个方面影响投资决策：一方面，合理的薪酬制度可以有效地将高管利益目标与股东利益目标相结合，使高管在进行投资决策时更加谨慎，尽量避免过激的投资行为；另一方面，公司也会采取各种激励措施，鼓励公司高层管理人员进行高回报的投资，以改善公司的投资不足状况。但从实际情况来看，我国上市企业管理层报酬的“粘性”特征明显，即“重奖轻罚”现象普遍存在。在“重奖轻罚”环境的庇护下，高管在进行投资决策时很有可能采取机会主义行为，以增加投资风险、降低投资效益为代价换取更多的私人利益。

本文从理论和实证两个方面对我国上市公司高管薪酬粘性对投资效率的影响进行了分析和实证检验。在实证研究中，选取了 2010-2021 年全部 A 股上市公司作为样本。在变量度量中，选取了 Richardson 模型计算出来的残差作为因变量非效率投资，如果残差值超过 0，则表明投资过度，如果残差值低于 0，则表明投资不足；同时，将绩效增长期间的报酬绩效敏感度减去绩效下滑期间的报酬绩效敏感度，得出五年内的滚动报酬粘性，将其作为自变量薪酬粘性。实证结果表明，薪酬粘性的存在使高管的过度投资行为显著增加，而其对投资不足行为的影响并不显著。此外，本文还引入了市值管理这一影响公司治理的战略管理因素，发现加强市值管理能有效抑制高管薪酬粘性加重过度投资现象的影响。在进一步分析中，本文又将产权性质、行业性质、融资约束程度以及管理者权力大小分别引入模型，探讨了不同类型企业中高管薪

酬粘性对企业投资效率影响效果以及市值管理在不同类型企业中的调节作用效果。结果表明,在其他条件相同的情况下,相对于非国有、高融资约束、较小管理者权力与制造业企业,高管薪酬粘性对国有、低融资约束、较大管理者权力与非制造业企业投资效率的负向影响更为显著。同时,在其他条件相同的情况下,市值管理的调节作用在非国有、非制造业、低融资约束和较小管理者权力企业中更为明显。

关键词: 高管薪酬粘性; 市值管理; 企业投资效率

Abstract

In order to alleviate the conflict of interest between executives' personal interests and the long-term interests and value growth of the enterprise, modern companies generally adopt performance-sensitive compensation contracts to incentivize executives to pursue the enterprise's long-term interests and value growth. However, in reality, executive compensation increases more when performance rises, but decreases less when performance declines, exhibiting a sticky feature. This sticky feature may lead executives to engage in opportunistic behavior by exploiting the asymmetry between compensation and performance sensitivity, thereby affecting the investment efficiency of the enterprise.

Investment behavior of the enterprise may result in two types of problems: over-investment and under-investment, and the fundamental reason for this lies in the principal-agent problem. The optimal compensation theory suggests that through the design of a reasonable compensation system, executive behavior can be coordinated with shareholder objectives, thereby reducing the occurrence of agency problems. Compensation contracts mainly affect investment decisions in two ways: on the one hand, companies use a reasonable compensation arrangement to make executives more considerate of shareholder interests when making investment decisions, and to avoid over-investment; on the other hand, companies use incentive measures to encourage executives to invest in projects that have higher value, and to alleviate under-investment problems. However, the existence of the sticky feature of executive compensation in practice suggests that the design of compensation contracts may have problems, resulting in the widespread phenomenon of "rewarding heavily and punishing lightly" in companies. Executives in such an environment may engage in opportunistic behavior to obtain more private benefits, thereby reducing the investment efficiency of the enterprise.

This study uses literature analysis and empirical analysis methods to investigate the relationship between executive compensation stickiness and investment efficiency of the enterprise. In the empirical study, all A-share listed companies from 2010 to 2021 were selected as the sample, and the residual

calculated by the Richardson model was used to measure the dependent variable of inefficiency investment, where a residual value greater than 0 represents over-investment, and a residual value less than 0 represents under-investment. The rolling compensation stickiness over a five-year period was calculated as the independent variable of compensation stickiness by subtracting the performance sensitivity of compensation when performance rises from the performance sensitivity of compensation when performance declines. Through model construction and empirical analysis, it was found that the existence of compensation stickiness significantly increases executives' over-investment behavior, while compensation stickiness does not have a significant impact on executives' under-investment behavior. In addition, this study introduces market value management as a strategic management factor that affects company governance and finds that strengthening market value management can effectively suppress the positive impact of compensation stickiness on over-investment. In further analysis, this study also introduces the property rights, industry characteristics, degree of financing constraints, and size of managerial power into the model, and explores the effects of compensation stickiness on investment efficiency in different types of enterprises and the moderating effect of market value management. The results show that, under other conditions being equal, compensation stickiness has a more significant negative impact on investment efficiency of state-owned, low-financing-constrained, large managerial power, and non-manufacturing enterprises compared to non-state-owned, highly financing-constrained, small managerial power, and manufacturing enterprises. At the same time, under other conditions being equal, the moderating effect of market value management is more pronounced in non-state-owned, non-manufacturing, low-financing-constrained, and small managerial power enterprises.

Key words: Stickiness of Executive Compensation, Market Value Management, Enterprise Investment Efficiency

目录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 实践意义	3
1.3 研究方法和研究思路	4
1.3.1 研究方法	4
1.3.2 研究思路	5
1.4 本文的创新点	6
第 2 章 文献综述	8
2.1 企业投资效率的研究	8
2.1.1 高管特征与企业投资效率	9
2.1.2 内部治理与企业投资效率	10
2.1.3 外部环境与企业投资效率	12
2.2 高管薪酬粘性的研究	14
2.2.1 高管薪酬粘性的影响因素	14
2.2.2 高管薪酬粘性的经济后果	16
2.3 高管薪酬粘性与企业投资效率	17
2.4 文献评述	17
第 3 章 理论基础与研究假设	19
3.1 理论基础	19
3.1.1 信息不对称理论	19
3.1.2 委托代理理论	20
3.1.3 最优薪酬契约理论	21
3.1.4 有效市场假说	22
3.2 研究假设	23

3.2.1 高管薪酬粘性与企业投资效率	23
3.2.2 高管薪酬粘性、市值管理与企业投资效率	24
第 4 章 研究设计	26
4.1 样本选取与数据来源	26
4.2 变量选取与度量	26
4.2.1 被解释变量	26
4.2.2 解释变量	27
4.2.3 调节变量	27
4.2.4 控制变量	28
4.3 回归模型	29
4.3.1 高管薪酬粘性与企业投资效率关系检验	29
4.3.2 市值管理的调节作用分析	29
第 5 章 实证分析	31
5.1 描述性统计分析	31
5.2 相关性分析	32
5.3 多元回归分析	33
5.3.1 高管薪酬粘性对企业投资效率的影响结果分析	33
5.3.2 异质性分析	34
5.4 调节效应分析	40
5.4.1 市值管理的调节作用	40
5.4.2 调节作用异质性分析	41
5.5 稳健性检验	48
5.5.1 替换解释变量	48
5.5.2 更换高管薪酬粘性的计算方法	48
第 6 章 研究结论与展望	50
6.1 研究结论	50
6.2 政策建议	51
6.3 研究不足与展望	52
参考文献	54
致谢	59

第 1 章 绪论

1.1 研究背景

党的十九大报告提出，中国经济已由高速增长期转向高质量发展期。十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中也明确提出，“十四五”时期我国经济社会发展要“以推动高质量发展为主题”。从 2015 年起，我国经济就步入了新阶段，产能过剩成为我国经济转型中的一大难题。国内市场的逐渐成熟和国际市场的需求疲软导致产能过剩的压力越来越大，严重阻碍了我国经济的持续健康发展。为了应对这种供需之间的结构性失衡，政府实施了供给侧改革。在供给侧结构性改革的大环境下，提高企业投资效率具有重要的现实意义，因为企业的非效率投资不但会给自身的持续发展带来负面影响，同时也会与国家宏观经济发展目标相悖。

信息不对称和由其产生的代理问题是导致企业低效投资的最重要因素之一，因此要解决低效投资的问题，首先可以从缓解“代理冲突”入手。作为公司主要的内部治理工具之一，薪酬激励制度会直接影响到公司管理层的投资决策行为，从而影响公司的投资效率，因此业绩型薪酬激励制度曾一度是化解“代理冲突”的次优方案，在上市公司的高管激励中得到了广泛的应用。业绩型薪酬激励制度注重薪酬收入和业绩之间的有效联系，即通过建立管理层薪酬收入与企业业绩之间的正相关关系来激励促进其工作积极性。但在实际应用中，管理层薪酬与业绩之间的关系存在显著的粘性特征，即在企业业绩下滑的情况下，管理层薪酬仅小幅下降甚至不降反升的现象普遍。粘性特征的存在使得业绩型薪酬激励制度的作用在一定程度上失效，企业需要寻求新的方式来缓解“代理冲突”带来的非效率投资问题。

在英美资本市场，上市公司拥有多元化和流动性的股东基础，股票期权的价值和来自机构投资者的压力让管理层对公司的市场价值有既得利益，所以管理层会保持对企业市值的高度关注。企业内部“代理冲突”问题产生的本质原因在于企业所有者和经营者之间目标利益不一致，而从理论上讲，市值管理是上市公司的一种长期激励机制，与上市公司及其内部员工的收益结构和行为有着密不可分的关系，在企业日常经营中强化市值管理能够使得二者的目标利益趋向相同，由此达到薪酬激励的有效性，因此市值管理对于上市公司、控股股东甚至是其他利益相关者的重要性不言而喻。自 2005 年实施股权分置改革以来，市值已成为中国资本市场的一个新指标。上市公司将市值管理作为一种战略控制手段，市值管理在微观上强化了上市公司内部治理的长效战略管理机制，同时在宏观层面上也有助于促进资本市场建设，因此备受实务界和监管当局重视。2014 年 5 月，国务院明确表示将鼓励上市公司实施市值管理制度，这是第一次在政府文件中提到“市值管理”一词，意味着我国市值管理实践正式步入官方倡导和市场机构主动探索并存的阶段。国务院国资委 2015 年 4 月发文，强调中央企业要合理运用市值管理手段，激活上市企业资源，实现资产价值最大化。2018 年以来，为了加强中央企业的市值管理，提高股东的利益，国务院国资委倡导利用市值管理手段引入额外资本，支持资本市场发展，自此市值管理研究被推上了新台阶。

长期以来，高管薪酬和投资效率二者之间的关系都备受国内外学者关注。从现有的研究成果来看，前期研究主要考察了不同激励形式对企业投资效率的作用，在此基础上，后期有部分研究开始探讨其中高管薪酬粘性对投资效率的影响。但目前还没有研究提到市值管理在二者关系中的意义。在此基础上，本文认为有必要结合市值管理这一内部治理机制，将其纳入高管薪酬粘性与企业投资效率的研究框架，详细探讨其对于我国上市企业改善非效率投资问题发挥的作用。

1.2 研究意义

由信息不对称形成的“代理冲突”是导致非效率投资现象的一个重要因素，业绩薪酬激励制度曾是公认的解决这一难题的次优方案，但在实践过程

中暴露的薪酬粘性现象使得这一制度的作用效果大打折扣。在国家提倡高质量发展的宏观背景下，微观层面企业的非效率投资与政府经济发展目标相悖，因此，探索能够减少薪酬粘性对投资效率的负面影响的有效方式在当下具有一定的现实意义。本文在前人研究成果的基础上，将市值管理纳入了研究体系，从新的视角探讨二者关系，具有如下意义：

1.2.1 理论意义

第一，在一定程度上补充了国内外关于薪酬粘性经济后果的研究成果。薪酬粘性一直是一个备受瞩目的概念，国内外学者对其概念、特征、影响因素以及经济后果等问题都做了较为深入的探讨，其中很多研究已经指出过薪酬粘性会加剧企业的非效率投资，而本文在此基础上将非效率投资分为了投资过度 and 投资不足两种情况，详细分析了薪酬粘性对企业投资效率的影响原理，丰富了高管薪酬粘性影响企业投资行为的探究。

第二，对企业非投资效率的研究方法和思路进行了完善。目前对投资效率的研究主要围绕其度量方法、影响因素以及经济后果展开，研究的最终目的均在于探讨提高企业投资效率的有效途径，尽可能改善企业的非效率投资现象，而本文在此基础上将非效率投资细分为投资过度 and 投资不足两种情况，在一定程度上完善了研究企业投资效率的方法和思路。

1.2.2 实践意义

第一，对监督和引导管理者投资行为具有现实意义。在我国的经济的发展过程中，投资始终是一个热门话题，当前我国正努力实现“全面汇集十几亿人口更高水平的小康社会”，“稳投资”是重中之重。上市公司作为我国经济发展的中坚力量，对整个经济社会的影响重大，上市公司的经营状况直接关系到市场的健康有序发展。因此，对于上市公司来说，如何稳步发展，提高投资效率是当务之急。本文从薪酬角度分析了企业高层管理人员的投资行为，有利于帮助企业科学合理地管理和引导管理层投资行为。

第二，对我国上市公司的薪酬合同体系建设具有一定的借鉴意义。高管

薪酬问题历来为公众所关注，在企业的日常运作过程中，理性管理者常常为了获取更多的自身利益，使得薪酬契约在一定程度上丧失约束性，进而导致其在投资决策中更易发生机会主义，也就是因为追求个人利益，而忽视了企业整体投资的有效性。通过对实际经营中企业薪酬粘性现象的分析，本文再次强调建立一套科学合理的薪酬体系的重要性与必要性。

第三，为市值管理策略在企业日常经营管理中的运用提供了理论支撑。本文在对相关理论和以往研究成果进行分析总结后，将市值管理纳入研究体系，详细分析了市值管理对薪酬粘性导致的非投资效率现象的缓解作用，使企业意识到市值管理的重要性，同时也对上市公司推动上市公司建立健全内部控制体系，改善外部监管环境具有一定的指导意义。

1.3 研究方法和研究思路

1.3.1 研究方法

本文将采用文献分析法和实证分析法相结合的方式进行研究，以获取更加全面和准确的研究结论。

文献分析法是指对已有文献和理论进行深入分析和综合，以从中获取相关信息并进行综合评价的方法。它可以通过查阅书籍、期刊、报纸、论文和政策文件等已经发表的文献来获取所需信息，然后通过阅读、摘录、分类、归纳和总结等方法来总结并分析这些信息。文献分析法适用于已有理论和研究成果较为丰富的领域，它能够让研究者对研究领域的发展历程、基本概念、理论框架和研究进展有更深层次的了解。在本文中，文献分析法主要用于收集梳理现有研究的结果，并结合相关理论提出研究假设。

实证分析法则是指基于实证数据和统计分析，以验证或否定研究假设，并由此得出研究结论的方法。实证分析法通常需要设计实验或调查来获取实证数据，然后通过统计分析等方法来验证研究假设和推导结论。实证分析法适用于需要验证或推广已有理论的领域，也适用于探索新现象或提出新理论的研究领域。在本文中，实证分析法主要用于对前文提出的研究假设进行验

证和推理。

1.3.2 研究思路

基于相关理论基础和以往研究成果，本文将重点对以下几个问题进行研究和分析：

- （1）高管薪酬粘性对企业投资效率是否存在负面影响；
- （2）在不同性质的企业中，高管薪酬粘性对企业投资效率影响的差异性；
- （3）若高管薪酬粘性对企业投资效率存在负面影响，加强市值管理能否减轻其影响程度；
- （4）在不同性质的企业中，市值管理对高管薪酬粘性和企业投资效率二者关系的调节作用的差异性。

本文的研究框架如下图 1-1 所示。

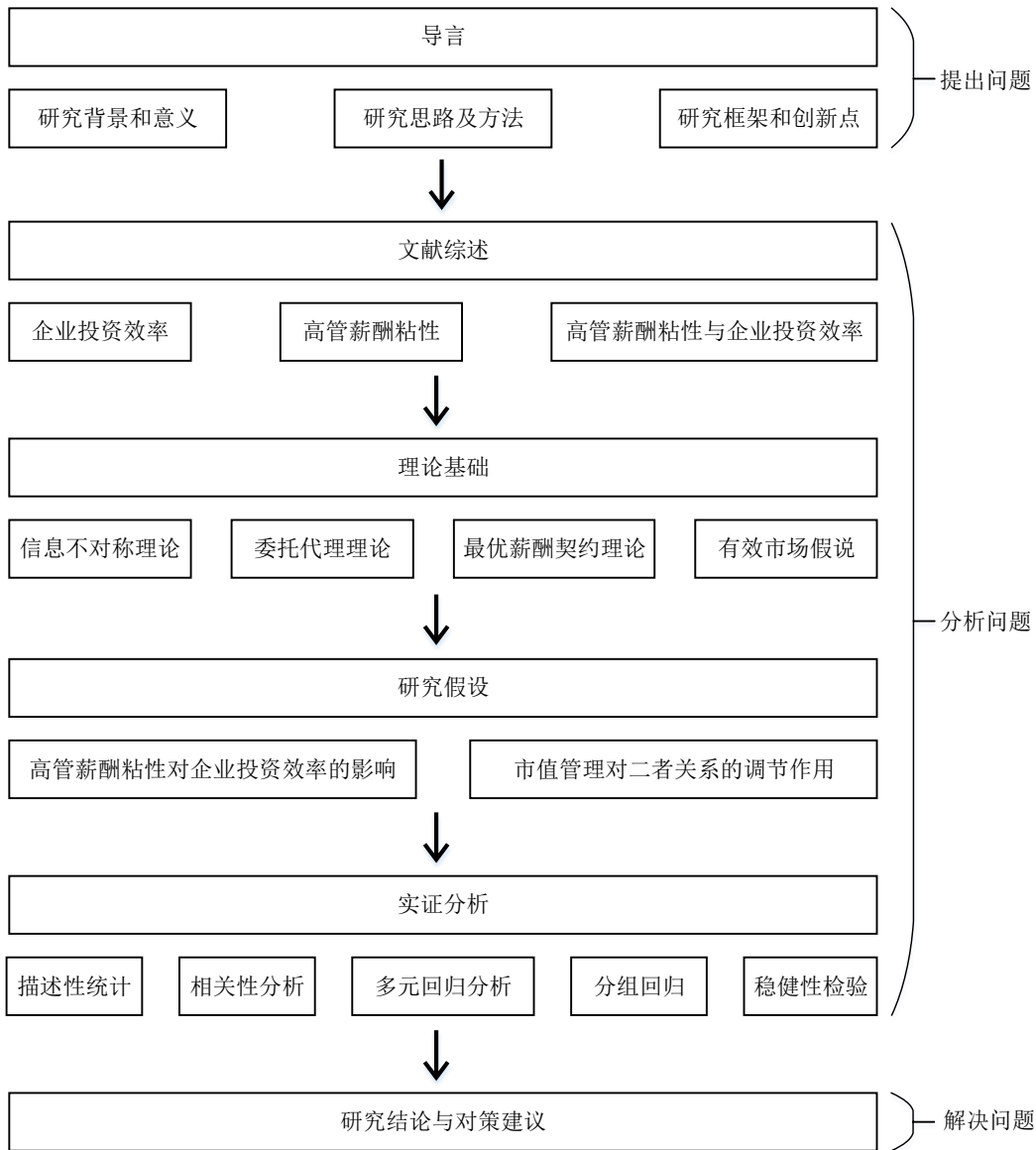


图 1-1 研究逻辑路线图

1.4 本文的创新点

客观地说，中外学者早在多年前就已开始对高管薪酬粘性和企业投资效率进行研究，并已形成一些成果。但在对相关文献进行梳理之后，作者发现现有研究存在一定的空白，由此提炼了本文可能存在的创新之处。

第一，从管理者薪酬粘性的视角，对投资效率的影响因素进行了解释，并分别从两个方面对薪酬粘性与投资过度、投资不足的作用关系进行了理论分

析。在此基础上,本文采用理论分析和实证检验相结合的方法,探讨了我国上市公司高管报酬粘性影响投资过度、投资不足的具体结果。

第二,本文在现有的关于薪酬粘性与投资效率的研究基础上,首次将市值管理这一内部治理变量纳入研究体系,在此基础上考察市值管理对高管薪酬粘性导致的企业非效率投资的影响。结果发现在其他条件相同的情况下,市值管理可以缓解高管薪酬粘性对企业投资效率的负面影响,为研究薪酬粘性导致的企业非效率投资提供了新的视角。

第三,本文从产权性质、行业类型、融资约束程度和管理者权力大小四个角度出发,对研究样本进行了多维度分组,探讨了高管薪酬粘性对企业投资效率的影响在不同类型企业中的表现程度是否一致。更进一步地,在分析市值管理能否缓解高管薪酬粘性对企业投资效率的负面影响时,也将上述指标纳入考虑范围,探究了在不同类型企业中,市值管理发挥的作用的效果差异。

第 2 章 文献综述

2.1 企业投资效率的研究

从上世纪 70 年代开始,随着委托代理理论、信息不对称理论、最优薪酬契约理论等相关理论的不断涌现,我国资本市场上关于不合理投资问题的相关研究理论得到了充分发展。已有的文献普遍认可信息不对称和代理问题是导致企业非效率投资的重要原因,这为分析企业投资行为提供了理论基础,同时也为企业非效率投资的治理提供了思路。

现有的非效率投资理论基本围绕其测度、影响因素以及改善方式展开。在过去的研究中,主要有三种模型被用于度量非效率投资:投资-现金流敏感性模型(Fazzari 等, 1988)、现金流与投资机会交叉项的判别模型(Vogt, 1994)和 Richardson 模型(Richardson, 2006),这些模型从不同角度衡量了企业的非效率投资水平。其中 Richardson 模型是目前研究企业非效率投资行为或投资效率运用最广泛的模型,他建立了一个衡量投资效率的回归方程,并用回归结果的残差来衡量投资效率,残差的绝对值指实际投资与期望投资之间的偏差,正残差是指投资过度,负残差是指投资不足。

随后的研究开始聚焦于影响公司投资效率的因素上。影响企业投资效率的因素众多,在对以往文献进行系统梳理后,本文将其分为了高管个人特征、内部治理机制和外部监督环境三大类。从高管个体特点的角度来看,管理层的性格、年龄、性别、学历以及生活经历等均会在不同程度上影响企业的投资效率;从企业内部治理机制角度来看,影响企业投资效率的因素又有代理成本、内部控制、信息披露等几个方面;从外部监督环境角度来看,政府干预和产业政策、环境的不确定性、法治环境、市场化进程、外部审计和媒体报道等因素也会影响企业的投资效率。

2.1.1 高管特征与企业投资效率

在现代企业制度中，管理人员是公司真正的实际经营者和决策执行人，根据高层梯队理论，管理层会在个人经验与自身价值观的基础上进行决策与战略选择，因此，管理者的个人特征会影响到企业整体的投资效率。

就管理者性格特征而言，根据自负假说，管理层在做决策时往往会高估自己的能力以及项目的预期收益，同时低估未来可能存在的风险，表现出对未来较为乐观的态度。已有实证研究发现，我国上市公司存在由于管理层过于自信，导致其对所投项目过于乐观，从而对其风险估计不足，对其净现值估计过高，最终导致投资过度的现象（刘艳霞和祁怀锦，2019）。

从年龄和性别等人口统计学角度来看，一方面，不同的性别意味着不同的工作权力、冲突处理能力以及政治智慧等，因此性别方面的差异会在决策选择中体现（Kienke，2003），具体而言，男性高管通常具有较高的风险承受度，从而在实际经营中倾向于采取更加激进的投资策略（Huang 和 Kisgen，2013）；另一方面，不同年龄阶段的高管对风险的态度也有所不同，姜付秀等（2009）发现年龄较大的管理团队往往不愿意冒险，管理层平均年龄与过度投资呈负相关关系，同时韩静等（2014）进一步分析了高管年龄与企业投资效率关系背后的原理，即平均年龄较大的管理团队将更注重自身的经济效益和工作稳定，更倾向于选择低风险的投资决策和战略，这将有助于降低企业的信息不对称程度，增强企业的会计稳健性，并减少非效率的投资行为。

就管理者生活经历而言，不同的成长历程会赋予管理者不同的性格和能力。代昀昊和孔东民（2017）研究表明，拥有海外工作经验的高管更擅长利用其海外工作经验改善公司治理水平，从而有效减少企业过度投资行为。基于这个结论，夏晗（2019）从企业生命周期的视角给出了更详细的结论，在成熟公司中，高管的海归学历对公司的投资效率有显著影响，而其海归工作经历则可以提高成熟企业和衰退企业的投资效率，但是在成长公司中的作用不明显。另一角度来看，邢华等（2020）发现曾在政府财经或监管部门任职的管理者更有可能更好地进行投资决策，提高国有企业的投资效率；但是，曾经在其它政府部门工作过的管理者，其绩效表现却相对较弱，这也会增加企业非效

率投资,且非效率投资还会随着其任职年限的延长而增加。此外,赖黎等(2017)发现具有从军经历的管理者可能更倾向于高风险并购策略,在国有企业中这种现象更显著。

2.1.2 内部治理与企业投资效率

良好的公司治理机制有助于平衡管理层与股东利益,提高公司运营效率和投资效率。学者们已经基于产权性质、股权结构、激励制度等内部治理相关因素对企业投资效率进行了全面而深入的研究。总体而言,相关研究成果主要可以围绕以下几个方面展开:

(一) 代理冲突

1、股东与管理者

股东与管理者之间的代理冲突普遍存在于现代两权分离制度下的企业中,究其根源,在于二者利益目标的不一致,管理层在决策过程中更倾向于关注自身利益而非股东利益。一方面,管理者为谋求个人的威望、地位、权利和报酬等个人利益,会通过不断扩大投资规模以获取更多的资源控制权,最终导致过度投资(Murphy, 1985);另一方面,Holmstrom 和 Costa (1986)认为谨慎的管理者在进行投资决策前会更多地考虑投资失败可能对自己职业发展造成的不利影响,由此规避高风险高回报的项目,最终表现为投资不足。后期 Scharfstein 和 Stein (1990)又提出了一种观点,即管理者的投资决策受到羊群效应的影响,由于新项目的风险难以预测,管理者为维护声誉和形象,往往会追随其他投资者的决策,而非做出自己的前瞻性投资决策。

2、大股东与小股东

当公司股权较为分散时,会出现一些“搭便车”现象,即小股东可能会因其持股比例较少而不积极参与公司的运营和监管,相对而言,大股东因其持股比例较高,自身利益与公司利益联系更加密切,他们会更有动力也能更有效地对公司管理层进行监管(Shleifer 和 Vishny, 1986),从而避免其非效率投资行为,解决“搭便车”问题,提高公司治理水平和效益。但同时,大股东持股比例增加也可能导致公司实际控制权过于集中,进而导致公司治理结构的失衡。在此背景下,大股东可能会为了一己私利而进行过度投资,从而降

低企业的投资效率。俞红海等（2010）研究表明，大股东是通过对公司股权的控制来操纵公司的投资决策，从而达到对公司利益的侵吞的。刘慧龙等（2012）的研究结果证实，控股股东可能会剥夺公司优质资产，同时降低公司信息披露质量以掩饰这种行为，这种代理问题可能导致企业的非效率投资。潘越等（2020）研究发现连锁股东可能通过合谋行为来干预企业投资，从而获取收益，该行为会造成同业企业的投资不足，也会减少企业的固定资产、无形资产与并购投资，并对企业市值造成一定的冲击。

3、股东与债权人

股东和债权人之间的代理冲突主要来自于企业和外部利益相关者之间的信息不对称。在非对称性条件下，债权人可能会过高估计公司的风险，增加公司的风险溢价，从而使公司的资金成本上升，公司资金受到限制，出现资金短缺。在 Myers 等（1984）的逆向选择模型中，外部投资者可能基于不完全信息而高估公司风险，要求更高的资本收益率，公司由此资金成本上升而失去更好的投资机会。高质量的会计信息可以有效地减少上市公司及其控股股东的道德风险，同时减少外部投资者的逆向选择，从而提升上市公司的投资效益。钟马和徐光华（2017）指出，公司通过向外部公开社会责任等非财务性信息，可以有效地改善公司的信息不对称状况，提高公司的投资效率。Chiu 等（2019）发现，随着客户对自身风险披露程度的增加，供应商对其的非效率投资会减少，且客户在企业年报中所披露的风险事项中蕴含着的有益信息也能够帮助企业提升投资效率。Laux 和 Ray（2020）发现，健全的财务报告可以提高企业提取有利信息的能力，进而提高企业的投资效率。由此可见，提高上市公司的财务和非财务信息质量，增加上市公司信息的透明度，改善上市公司的信息不对称程度，是提高上市公司投资效率的重要途径。

（二）自由现金流

自由现金流的大小反映了企业在经营活动中的现金收入和现金支出情况，同时也反映了企业的盈利能力和资金利用效率。Jensen 于 1986 年提出的自由现金流假说认为，管理层可能会将企业原用于提高投资效率的自由现金流用于过度投资，导致企业投资效率的降低。Richardson（2006）对投资效率的计算结果显示，自由现金流量为正的企业确实更容易出现过度投资行为。胡建平（2007）研究认为，企业闲散资金、随意性开支和过度投资与自由现金流量

存在着显著的正向关系。王茂林等（2014）研究发现，拥有充足自由现金流的公司能够通过分配现金股利来抑制投资过度，而自由现金流不足的公司发放现金股利则会使现金流变得更紧张，加剧投资不足。于晓红等（2017）以中国制造业上市公司为研究对象，研究表明，充足的自由现金会激发管理者的道德风险与逆向选择，在私利的驱使下高管会进行更多的低效投资。

（三）内部控制

从理论层面分析，规范内部流程和决策程序等内部控制制度能够有效防范企业内部的违规行为和风险，还能让管理者专注于对企业发展有利和投资回报率更高的投资活动，促进公司的发展，从而提升企业的投资效率。李维安和姜涛（2007）研究发现，改进上市公司治理结构确实可以有效地保证投资决策的科学化、规范化，增强信息透明度，从而提高投资效率。同时张会丽和陆正飞（2012）发现完善的公司治理结构可以促进母公司高管对企业经营活动进行更严密的监督，从而降低子公司高持现而导致的企业过度投资所造成的负面效应。另一方面，陈运森等（2011）则从独董的治理视角出发，对独董的网络特征与投资效率关系进行了研究，研究结果表明，独立董事的网络中心度体现了其治理作用，监督效果得到改善，有助于提高投资效率，但当政府干预出现时，这种效应将被削弱。许为宾和周建（2017）基于我国特有的混合所有制视角，认为在国企中，政府将从不同层面对其投资行为进行调控，以确保经济增长、税收收入和稳定就业，从而导致国企的非效率投资，而引入非国有资本能够对政府的干预行为进行有效制约，改善其非效率投资情况，非国有股东能够对国有企业管理人员因私利而导致的过度投资进行监管和控制。

2.1.3 外部环境与企业投资效率

企业的成长发展与外部环境也息息相关，在我国经济市场中，国家宏观经济政策及市场竞争等外部因素都不同程度地影响着企业的投资效率。在对已有文献进行梳理后，发现已有的研究结果集中在政府干预和产业政策、环境不确定性和法律环境三个层面上。

（一）政府干预和产业政策

从企业与政府的关系来看，王少飞（2011）发现随着我国地方政府财务信

息披露水平的提升，企业的过度投资行为能够得到更有效的抑制。杜兴强（2011）提出，关键高管具有政治关联的公司更易出现过度投资现象。而从产业政策来看，黄海杰和吕长江（2016）研究发现“四万亿投资”政策总体上降低了企业投资效率，且政府补贴更多和银行贷款更多的企业下降得更明显。Zhang 等（2019）发现党的十八大之后采取的反腐措施对于控制企业的财政补贴收入和遏制企业的过度投入都具有显著的效果。另外，该政策对抑制国有企业过度投资也显示了较为显著的作用。何熙琼等（2016）认为，政府实施的产业政策在引导资源分配方面起到了重要作用，行业专项政策的实施有利于公司获得信贷资金，而信用融资对企业有着更严格的约束作用，它可以对公司高管进行更好的监管和限制，从而降低他们的不合理投资，同时又可以对其进行更多的鼓励，使其利润目标趋于公司的价值最大化，从而提升公司的投资效益。而王克敏（2017）认为，企业在接到政府政策扶持后，长期负债规模将更加严重，非常容易投资过度。

（二）环境不确定性

从环境不确定性方面来看，徐倩（2014）指出外部环境的不确定加剧了公司内部与外部的信息不对称程度，使得管理者更容易将自身投资失败的原因归咎于外部因素，以避免遭受惩罚，这提高了管理者为了自身利益而进行过度投资的几率；同时，外部环境的不确定因素也会增加管理者在进行投资决策时所耗费的成本，进而可能导致其为了规避风险而放弃投资，造成投资不足。申慧慧（2012）等认为，在不确定环境中，国有企业可以从政府的资金支持中得到更多的便利，融资约束更低，这就激发了国企管理者扩张投资规模的动机，但对于非国企来说，他们很难从政府获取到资金支持，因此不得不在内部保留更多的资金，这种情况下管理者进行投资决策也会更谨慎，最终体现为投资规模的下降。

（三）法制环境

在法制环境方面，万良勇（2013）研究表明，法律环境对减少企业的投资不足和限制企业的过度投资具有积极作用。李延喜（2015）将公司的外部环境分为政府干预、金融发展水平以及法制水平三个方面，深入探讨了上市公司外部环境如何对其投资效率产生影响，发现如果国家对外部环境的干预程度越低，金融和法治发展程度越高，公司的投资就越有效。卢闯等（2015）发现，

自 2008 年新劳动法实施以来，劳动密集型企业存在“不愿投资”现象，且这种现象在法律环境相对良好或者是民营企业中表现得更加突出。同样，钱雪松和方胜（2021）的研究也表明，在 2007 年《物权法》出台之后，我国固定资产比重较低的公司的投资效率得到了显著提高，并且这种效果对于那些具有较强的融资约束以及制度环境优势的民营企业来说更加明显。

2.2 高管薪酬粘性的研究

国外对高管薪酬粘性的研究开始于 1998 年，Gaver J 和 Gaver K 对美国几家著名的公司进行了调查，通过对 1971-1990 年间企业的财务数据进行分析发现，当 CEO 获得额外报酬时，必然会有公司经营绩效的提高，而公司经营绩效的降低并不意味着 CEO 报酬的降低，他们将此称为“高管薪酬粘性”。

国内关于薪酬粘性领域的研究总体来说略晚，方军雄（2009）收集了一家公司近七年的年度报告，尝试证明并检验了管理层报酬粘性的存在性，其结论表明，在中国的上市公司中，管理层薪酬的确存在着有一定的粘性，也就是说，在一定的条件下，管理者薪资与公司的业绩表现之间是不对称的，当公司的表现好的时候，管理者薪资的涨幅明显高于公司表现不好时其薪资的降幅。该研究还将产权属性对薪酬粘性的作用进行了分析，得出结论：受政府控制的公司具有更为明显的薪酬粘性。

对于薪酬粘性的研究，大体上可以归纳为两个层面，即：影响因素和经济结果。本节将从这两个层面，对薪资粘性的有关文献展开回顾。

2.2.1 高管薪酬粘性的影响因素

就影响薪酬粘性的因素而言，现有结论大致可以基于内部治理和外部环境展开。

（一）内部环境

从董事会结构的角度来看，李健（2000）发现独立董事可以对董事会的不合理决策进行约束，使其不与企业的基本利益相抵触。同样，谢德仁等（2012）也发现董事会独立性越高的企业，高管薪酬粘性越低。

就股权结构角度而言,一些学者认为,在股权集中度越高的企业中,股东与高管之间的监督关系越强烈,Shleifer 和 Vishny (1986) 就认为,相比于其他的中小股东来说,第一大股东具有更强的综合实力和对公司的控制力,所以大股东会对管理者进行更多和更高效的监督。但该观点也存在着一些分歧,Hartzell 和 Starks (2003) 指出,在大股东为机构投资者的情况下,报酬—绩效的相关性会更加明显。张敏,姜付秀(2010)的研究结果显示,在非国企中,机构投资者可以通过改善薪酬—绩效的敏感性来实现对高管人员的有效控制。

就内部控制角度而言,罗正英等(2016)认为,内控质量可以提高员工薪酬对绩效的敏感度,并反过来对薪酬粘性产生作用;在国有企业和市场竞争激烈的行业,提升内部控制质量能够有效改善企业薪酬粘性的负面影响。杨德明等(2009)提出,公司治理结构中的内控与外审具有“互补性”,也就是说高内控水平能够像高质量的外部审计那样,有效降低委托代理问题的发生。

(二) 从外部环境维度综述

从产权制度方面来看,在中国特定的体制环境下,国资委与企业形成了多层级的控股关系,使得政府很难对其控制的企业进行有效监管,从而导致了国有企业的“内部人控制”问题(钟海燕,2010),这种情况下,我国国有企业管理层报酬存在着较大的“粘性”。Firth (2006) 指出,在国企中,管理者手中掌握着更大更多的权利,导致了更普遍的报酬粘性問題。另外,Liu N (2012) 发现,在国企中,政府对企业经营活动的干预也是导致其高管绩效—报酬敏感性较低的另一重要原因。

就机构投资者异质性而言,李吴阳等(2017)在区分买方和卖方机构投资者后发现两者调研均能有效遏制高管薪酬粘性。Yu et al (2018) 认为,总体上,机构投资者持有的股权能够提高公司高管报酬的粘性,将其分为压力敏感型和抵制型后,发现这两种类型都会对高管薪酬粘性产生明显影响。

从市场化程度方面来看,赵纯祥和罗飞(2013)通过实证研究发现,在激烈的市场竞争中,高管权力对报酬粘性的作用明显加强。辛清泉和谭伟强(2009)的研究发现,市场化水平对国企高管报酬与绩效敏感度之间的关系具有明显的正面作用。

2.2.2 高管薪酬粘性的经济后果

对于薪酬粘性现象的经济结果，已有文献大多从薪酬粘性对新增投资、创新投资以及投资效率三个角度进行探讨。

首先，对于投资规模大小而言，步丹璐和文彩虹（2013）发现，随着公司“重奖轻罚”现象的加剧，也就是薪酬粘性的增加，高管的风险偏好也会随之增强，更有可能发生高管在利益驱动下盲目扩张投资规模的情况，同时她们还指出，与民营企业相比，国有企业的投资规模受薪酬粘性的影响更显著，且和当地政府控制的企业相比，对于中央政府控制的企业，这种关系也会变得更为显著。

其次，针对企业的创新投资，卢锐（2014）研究表明，与没有进行过创新投入时相比，进行过创新投入后高管所获的报酬更多，即：当公司的创新投入越多时，高管回报越多，其回报的粘性也越大。徐悦等（2018）从高管薪酬粘性角度出发，研究了其如何影响企业管理人员进行企业 R&D 的动机，提出从某种意义上来说，薪酬粘性是公司对于管理者经营失误的一种容忍机制，适当的薪酬粘性可以避免管理者在进行投资决策时畏首畏尾，反而能够扩大公司的研发投资规模，也就是说薪酬粘性可以在一定程度上正面推动公司的创新投资水平。

最后，就投资效率而言，已有的文献大都考虑到了薪酬粘性会导致高管做出无效的投资决策。顾海峰（2021）提出，企业内部矛盾产生的根本原因在于企业内部利益相关者和管理者在投资项目上的风险偏好差异。由于管理层是公司进行项目投资的直接决策者，而他们又可以凭借薪酬粘性来规避投资失败的减薪惩罚，这样的情况加剧了公司高层管理者为了自身利益而进行的投资，从而会在一定程度上降低公司的投资效益。赖丹（2021）指出，薪酬粘性让管理层很难因其决策失误而受到处罚，但会因其决策成功而获得高额奖赏。这就使得企业的管理人员往往会对多个新的工程进行盲目的投入，从而使企业的资金分配出现偏差。

2.3 高管薪酬粘性与企业投资效率

根据现有的研究结论，高管薪酬制度对企业的投资效率会产生一定的作用。管理者能够通过扩大投资规模以从所掌握的更多的资源中获得他们想要的直接收益，而一个科学的薪酬合约有助于减轻由于管理者的自利行为而导致的委托问题（Smith et al, 1992）。

为深入研究高管薪酬粘性对企业投资效率的影响，需要将其以数据的方式进行直观的表述。步丹璐等（2013）首先对高管薪酬粘性进行了定量，并对其引起的高管投资行为的改变进行了全面的分析，结果表明，当高管的薪酬粘性逐渐提高时，他们更具有有一种风险偏好，更有可能持续扩大投资规模。自此，这种定量分析方法被我国学者广泛采用。

截至目前，现有的关于薪酬粘性和非效率投资研究的理论和方法大都集中于投资过度。韩洪震（2017）认为，企业高管报酬粘性对公司的过度投资具有正向影响，尤其是当公司中的 CFO 充足时，这种正向影响更为明显，而公司中的政治联系又对这一影响产生了一定的调节效应。吴心驰（2015）的经验研究发现，高管报酬粘性对过度投资的影响系数是正值，并且随着公司的融资约束水平的提高，两者之间的相关性会明显增加。

2.4 文献评述

通过上述文献梳理，可以看出薪酬粘性与投资效率之间的关系已经成为公司治理研究中的一个热点问题。现有的研究重点集中在薪酬粘性产生的原因、影响因素及经济后果，企业投资效率的指标构建、影响因素和改善对策等方面。已有的文献中，很少有细化考察高管薪酬粘性分别对投资过度和投资不足产生的作用，将市值管理纳入研究框架的更是鲜有。因此本文在对上述文献进行总结梳理之后，发现了本文研究的方向。

首先，针对影响企业投资效率的因素，已有很多学者开展了相关的理论与实证分析，但这些理论与实证结果不尽相同。本文将其按照管理者特征、内部影响因素和外部影响因素三个方面展开梳理，发现在管理者个人特征方面，

学者们的研究主要集中在管理者个人性格、生活经历以及性别和年龄等人口学特征方面；在企业内部影响因素中，学者们的研究主要聚焦在代理冲突、自由现金流和内部控制等方面；在企业外部影响因素中，学者们的分析大多集中在政府联系与产业政策、环境不确定性和法制环境三个方面。

其次，已有文献从不同角度考察了我国上市公司管理层激励与其经营绩效的关系，研究方向基本聚焦于股权激励和薪酬差距这两方面。关于股权激励与企业投资效率的研究，学者们得出了两种相反的结果。而关于高管薪资差异与企业投资效率的研究，一些学者提出，两者之间并不只是简单的直线关系，而是呈倒 U 形关系。目前国内外关于高管薪酬粘性的相关文献还不够清晰，一些学者提出高管薪酬粘性会对公司的投资决策产生作用，为两者之间的联系奠定了一定的理论基础。然而，在与报酬粘性有关的各种理论中，鲜有关于报酬粘性效应的探讨，且多数理论只探讨了报酬粘性与过度投资之间的联系，没有将报酬粘性与投资效率的两种类型分开来考察。

最后，市值管理是上市公司的一种长期激励机制，理论上而言，加强市值管理一方面能够对高管行为进行监督和约束，缓解代理问题，另一方面能够增加其投资决策的准确性，对其采取利润最大化投资决策产生新的激励。然而，有关市值管理对高管薪酬粘性与公司投资效率之间的影响的研究却很少，因此本文将试图对高管薪酬粘性、市值管理与公司投资效率之间的联系进行研究，并进一步详细地区分其在不同类型企业中的表现效果，具有一定的创新性，为企业提升投资效率提供有现实意义的经验建议。

第3章 理论基础与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 信息不对称理论

信息不对称理论最早是由 Akerlof 提出的,他在《次品市场》一文中提到,在二手车买卖市场上,卖家掌握着绝对的信息优势,他们对自己所售二手车的性能、新旧程度等了如指掌,但买家只能通过观察外观大致了解一些基本信息。卖方为求快速脱手或是获取高额利润,往往会对代理车辆进行遮掩,造成买方的损失,在这样的情形下,买方在知道自己在买卖中处于弱势,通常都只愿意给出一个市场平均价格,而卖家是不会将优质车以平均价出售的,最终结果是买家只能以平均价买到实际价值低于平均价的劣质车。简而言之,在市场经济中,由于买卖各方获得的信息的质量和数量都有一定的差别,掌握更多信息的一方可以利用这一优势来谈判更有利于自己的条款,收取更高的价格,或以其他方式操纵交易以使其受益。另一方面,信息较少的一方可能由于处于信息劣势,做出不符合其最佳利益的选择。信息不对称可能发生在许多不同的环境中,比如在就业环境中,应聘者往往比雇主更加了解自己的资质、能力和工作经验,并且会在面试过程中对自己进行包装美化,雇主在这一过程处于信息劣势地位,这可能会导致雇主向应聘者提供的薪酬福利低于在对应应聘者全面了解的情况下愿意提供的薪酬。

在实际的经济活动中,存在着大量的不对称信息。对企业来说,信息不对称的影响可以分为三类:所有者与管理者掌握信息不对等;内外部投资者掌握信息不对等;不同外部投资者之间掌握信息不对等。第一类情形是,因为在现代公司中,公司的所有权和经营权已经被完全分开,公司高层人员拥有完

全的管理权和决定权，他们在获取公司的运营数据等层面有着先天的优越性，他们很容易利用自己的信息优越性实施“败德行为”。在第二类情形下，公司通常会通过公开有利于自己的消息来向外界传递“美好前景”的信号，而对于那些可能会泄露自己管理问题的消息则会采取回避的态度，这会在一定程度上扰乱外界投资者的投资决策。第三种情形中大股东和小股东对企业经营信息的把握也是非对称的，拥有大量信息的那一方投资者显然在外部市场上处于有利地位。外部投资者在发现这一差异之后，很可能会直接放弃对企业的投资，甚至会为了获取更多的信息而采取一些不公平的手段，造成恶性竞争，干扰外部经济环境。

由于企业经营活动中信息不对称的存在，在面临投资机会时，所有者和管理者会做出不同的选择。所有者会更多地考虑投资风险，以额外的约束条件来降低风险事件发生的可能性，这无疑会致使投资成本增加，可能导致企业错过较好的投资机会；而管理者会更多地从自身角度出发考虑个人收益，在一定程度上忽略高收益背后的高风险，这会致使他们做出过度投资的决策而在一定程度上增加企业价值减损的风险。所有者和管理者可能做出的两种不同选择均不利于企业价值最大化的实现，因此梳理信息不对称理论能够为企业缓解信息不对称导致的非效率投资提供方向。

3.1.2 委托代理理论

在传统的公司治理结构中，公司管理层级结构简单，所有权和经营权是统一的，所有者能够直接介入公司的日常运营，在这种模式下公司一般没有委托代理问题。但在经济社会持续发展的背景下，现代公司的发展速度加快，公司的层级结构变得更加复杂，部门划分和内部功能也变得更加精细和专业。而股东们的精力和能力有限，难以同时处理好公司的各种运营和管理工作，只能雇佣具有一定的技术水平和经验的职业经理来代替他们进行运营，将公司的经营权让出，公司在运营上朝着所有权和经营权分开的方式发展，委托代理关系由此产生。从现实的角度来看，作为一个公司的管理者，其对公司各方面的了解要远远超过公司的所有者，在这种不对称的环境下，公司所有者难以对代理人展开有效监督。此外，双方的利益目标也存在差异，所有者追求

的是自己的财富，也就是公司价值的最大化，而经理人则希望通过更多的工资收入、自由时间和在职消费等，来最大限度地实现自己的利益，由此就出现了委托代理冲突。在现实生活中，公司治理结构中呈现出三种典型的委托代理关系：股东—经理、大股东—小股东、债权人—股东。

委托代理理论是高管薪酬契约研究的重要基础，其意义在于试图通过构建一个合理的契约条款来约束和激励代理人的经营行为，尽可能让他们的利益目标与所有者的利益目标相吻合，以满足所有者利益最大化的需求，并最大程度实现公司价值最大化。合理的契约条款能够在对经理人的经营活动起到一定约束作用的同时，也对其产生一定的激励作用，而不科学的合约条款可能会给经理人提供利用信息优势和管理权力进行违反所有者利益的行为的机会，加剧企业的委托代理矛盾，从而对所有者利益造成损害，对公司的长远发展不利。

3.1.3 最优薪酬契约理论

从薪酬合约的有效性角度来看，一套有效的薪酬契约体系可以做到股东利益最大化与代理成本最小化的兼顾，最大程度缓解代理矛盾。合理的薪酬契约制度主要从三个角度出发：第一，吸引并保留专业能力强、职业素养高的管理人才；第二，尽可能激励高管为了实现企业价值最大化的目标而努力；第三，使激励成本最小化，激励带来的增量利润要大于激励所耗用的增量成本。通过建立有效的薪酬契约制度，所有者可以在向职业经理人让渡经营权后，有效地监督和制衡管理者的非理性行为。

早期的薪酬制度将高管薪酬与企业业绩紧密相连，以企业业绩的优劣作为高管付出努力的标准，也就是企业业绩表现得越好，高管层获得的收益就越高，相反，高管收益也会随着企业业绩的下降而减少。但现实中，无论公司的绩效如何，从整体上看，公司高层人员的报酬都会保持着增长的态势，或者下降的幅度很小，也就是公司高层人员的报酬与公司的绩效并没有紧密的联系，反而表现出了公司绩效与高层薪资不对等的特点。“约束”和“激励”并存是薪酬激励体系的基础，而“报酬粘性”的实质是企业对高层管理者的过度宽容，在这样的环境中，薪酬合约的约束和激励作用效果将大打折扣，上市公

司需要采取相关措施来提高报酬合同的有效性。最优薪酬契约的概念为后文构建有效薪酬激励制度提供了理论支撑。

3.1.4 有效市场假说

有效市场假说的概念最早是由美国经济学家 Eugene Fama 在 1960 年代提出的，他认为在有效市场中投资者是理性的，并且都能够主动地对未来股票价格进行预测，且其目的就是单纯地追求利益最大化，在市场中，不同投资者可以任意获取企业的任何重要信息，每个投资者都掌握着同样多的资料，投资者的投资决策将直接关系到市场中的资金流向，市场中一切可得到的资讯均可由股票价格来体现。在此基础上，Fama 又对这一概念进行了深入研究，并于 1970 年正式提出有效市场假说，对其做出了确切的定义：若某一证券市场上的价格全面地反映了可得到的全部信息，则称之为有效市场。该假说的前提是假设参与市场的投资者都足够理性，并且能够针对当前的市场信息做出科学合理的判断。这在现实市场中是非常难以实现的，因此学术界关于有效市场假说的实用性问题存在着颇为激烈的争议，迄今为止，学者们仍是众说纷纭，研究结论还没有达成共识。目前，有效市场主要可以被分为三种表现形式，包括弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。弱式有效市场是指市场价格可以综合反应以往市场中所有的历史信息，投资者没有获取额外信息的机会，在这种情况下，通过技术分析也不可能有机会获取超额利润；半强式有效市场是指市场价格综合反映了一切已披露的有关企业营运前景的信息，投资者不可能从这些公开信息中分析获取超额利润，但若有机会获取内部消息，就可以很容易地获得超额回报；强式有效市场是指市场价格综合反映了所有公司经营相关的信息，除了企业主动公开披露的信息以外，也包括公司尚未披露的内部资料，在强式有效市场中，价格对信息的敏感程度最大，投资者能够获得的所有信息都是一致的，无论用什么办法都没有机会获得超额收益。

当前我国资本市场的发展远未达到强式有效市场，外部股票价值和企业内在价值之间存在着严重偏差。当市场严重低估企业价值时，外部市场的股票价格很难有效反映企业真实的内在价值，在这种情况下很容易发生恶意收

购。当市场严重高估企业价值时，投资者又将面临巨大的风险，乐观的投资者会以高于实际价值的价格买入资产，而当市场价格回归到更为合理的水平时，这一部分投资者将会面临重大损失。基于上述分析，上市公司建立相应的市值管理制度以实现内外价值的一致性是非常必要的，这也有助于资本市场效率的提高。有效市场假说对上市公司市值管理制度的确立奠定了理论基础。

3.2 研究假设

3.2.1 高管薪酬粘性与企业投资效率

基于前文的理论分析，信息不对称广泛存在于现代企业的日常经营活动中，在这种情况下企业会面临一定的道德风险和逆向选择问题，而两权分离制度下的企业所有者和经营者又存在着不同程度的利益与风险冲突，这不利于企业价值最大化目标的实现，最优薪酬契约理论曾为此提供了一个解决思路——将高管薪酬与经营绩效紧密联系。但在实际情况中，管理者通常会凭借自身权力在一定程度上介入和影响薪酬安排制度，具体体现为企业内部的“重奖轻罚”现象，也就是管理者薪酬存在一定的粘性特征，这最终将导致薪酬契约的监督约束作用失效。

通常来说，企业投资决策是建立在掌握并理性分析项目各方面信息的基础之上的，在做出投资决定之前，要对项目的风险和收入进行全面分析，并对项目的净现值进行估算，选择净现值为正数，或是净现值最大者作为投资对象。管理者每做出一个投资决策，都需要承担因分析失误或其他突发原因而导致的投资失败的风险，但在“重奖轻罚”的情况下，当项目投资失败时高管可以选择将原因推卸到市场之类的无法观测和掌控的因素上，来尽可能降低个人利益的受损程度甚至是避免遭受个人利益损失，所以即使项目投资失败，高管薪酬降幅也不会太大；相反，如果一个项目的投资获得了回报，则其成果可以被归功于高管一人，因而其收入会大幅增加。企业内部“重奖轻罚”的保护使高管风险偏好发生变化，进而影响到其投资动机。在现实生活中，投资决策是由管理者最终实际决定的。根据委托代理理论，高管的决策标准中，个人

私利最大化本来就是优于公司价值最大化的，公司“重奖轻罚”的做法又降低了管理者需要实际承受的风险水平，这进一步提高了其对于投资项目风险的容忍度，在这种情况下，管理者很容易并且倾向于做出对企业而言不够理性，但对高管本人而言回报却最丰厚的决策。因此，当高管薪酬存在严重粘性时，承担较少实际风险的高管就会更热忠于冒险，更多地投资于高风险项目，其经营目标很可能与股东目标相反。除此之外，受职业生涯、声誉等其他因素的影响，高层管理者也会产生更多的机会主义行为，在进行投资时，他们会以盲目扩张投资规模来获得自己的私人利益，造成过度投资，降低投资效率。

简而言之，在薪酬粘性较高的情况下，公司“重奖轻罚”的环境使得高层管理人员真实承担的风险水平和承担风险的代价大大减少，在个人利益最大化的吸引下，高管往往会选择通过盲目扩张投资规模来获取更多私利，最终造成投资过度，导致投资效率的降低。在上述分析的基础上，本文给出了如下假设。

H1：高管薪酬粘性与企业投资效率负相关，高管薪酬粘性的增加将降低企业投资效率。

3.2.2 高管薪酬粘性、市值管理与企业投资效率

市值管理即一家上市公司为保持自身市值持续稳定地增长，利用公司的自身治理、战略规划、投资者关系管理等方法，做到创造价值、经营价值和实现价值三个维度的有机统一，最终目的是实现公司价值最大化。无论是价值创造还是价值经营，都是对企业内部的价值进行提高，而价值实现是把内部的价值真正地体现到资本市场上。简单来说，市值管理就是通过调整内部财务和经营决策来稳定和提升公司的市场价值。

一方面，市值管理从一定程度上反映了大股东对公司市场价值的关注程度，大股东对公司的市值关注程度越高，对管理者经营行为的监管动力就更强烈，从而制约其权利行使的自由，进而改善公司的内部治理体系。除此之外，强化市值管理也将使公司更注重与资本市场建立良好的互动关系，公司市值的持续稳步增长将会引起更多外部投资者、分析师等的注意，进而对公司的管理层和公司的治理进行全面的监督，这将会有效提高薪酬契约的效力，

并减轻委托代理冲突。

另一方面，当企业股票价格上涨时，高管的股票期权价值也会随之上涨，高管将更多地受到来自市场的激励，尽可能地选择对公司和股东有利的投资机会，从而持续地推动公司的增值，这样高管薪酬粘性对公司投资效率造成的不利影响将会在某种程度上被抵消掉。此外，强化市值管理还可以帮助高管更好地理解市场的需求和趋势，以更准确地评估投资机会，提高企业的投资效率。

简单来说，加强市值管理一方面能够对高管行为进行监督和约束，缓解代理问题，另一方面能够对其采取利润最大化投资决策产生新的激励，并增加其投资决策的准确性。在上述分析的基础上，本文给出了如下假设。

H2：加强市值管理能缓解高管薪酬粘性对企业投资效率的消极影响。

第 4 章 研究设计

4.1 样本选取与数据来源

本研究以中国沪深股市中所有上市公司为样本，选取 2010-2021 年为研究时间段，对样本数据进行如下处理：

- （1）为避免特殊行业因业务性质不同而对整体回归结果产生影响，将金融保险类上市公司剔除；
- （2）为不影响本研究结论的精确性，剔除了 ST、*ST 两类公司；
- （3）为避免数据缺失和样本之间的不连续，对缺失样本和不连续样本进行剔除；
- （4）对全部连续变量进行 winsor 缩尾（1%和 99%）处理；
- （5）对主要变量进行归一化处理；
- （6）为防止可能出现的自相关，所有 OLS 回归标准误均经过公司层面聚类调整。

对原始样本进行上述处理后，本文共获得 12286 个研究样本。本文选取的数据均来自于 CSMAR 和 WIND 数据库，使用 Stata17.0 对数据进行处理和分析。

4.2 变量选取与度量

4.2.1 被解释变量

本文选择借鉴 Richardson（2006）的回归方程，以公司实际投资水平与预期投资水平的偏差，即模型中残差的绝对值作为衡量非效率投资 $Inveff$ 的指标，具体模型如下：

$$INV_{i,t} = a_0 + a_1 Growth_{i,t-1} + a_2 Lev_{i,t-1} + a_3 Cash_{i,t-1} + a_4 Age_{i,t-1} + a_5 Size_{i,t-1} + a_6 Return_{i,t-1} + a_7 INV_{i,t-1} + \Sigma Ind + \Sigma Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4-1)$$

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/66711500610006034>