

内蒙古财经大学会计学术文库

制度环境、管理层权力与 投资效率研究

Research on Institutional Environment, Managerial Power and Investment Efficiency

王铁媛/著



经济科学出版社
Economic Science Press

内蒙古财经大学会计学术文库

制度环境、管理层权力与 投资效率研究

Research on Institutional Environment,
Managerial Power and Investment Efficiency

王铁媛 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

制度环境、管理层权力与投资效率研究/王铁媛著.
—北京: 经济科学出版社, 2015. 10
(内蒙古财经大学会计学术文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 6200 - 4

I. ①制… II. ①王… III. ①企业管理 - 研究
IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 260066 号

责任编辑: 庞丽佳

责任校对: 杨海

责任印制: 邱天

制度环境、管理层权力与投资效率研究

王铁媛 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.625 印张 200000 字

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6200 - 4 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

改革开放以来，中国经济发展取得了举世瞩目的成就，毋庸置疑，高效率的投资活动是促进经济增长的主要推动力。但是近年来，我国整体投资效率不高。在众多影响投资效率的因素中，管理层权力特征成为近年来学者们开始研究的热点问题之一。所有权和经营权相分离的现代制企业，形成了股东和管理层之间的委托代理关系，由于两者的目标函数不同，而管理层收益与投资规模呈正向关系，导致了管理层在经营活动中存在自利行为的动机和可能性。为了获取更多的控制权收益，管理层以个人利益最大化为目标来选择投资行为，导致了非效率投资的生产。

本书所关注的问题是，在中国改革开放 30 多年的制度背景下，管理层权力对投资效率产生了怎样的影响？而在经济转型期的市场化和法制化发展不平衡、政府干预仍在一定范围内存在以及股权分置改革完成近十年的制度环境，又会对管理层权力与投资效率之间的关系产生怎样的影响？同时，管理层权力对投资效率的影响又会产生怎样的经济后果？为了对上述问题进行尝试性回答，本书基于理论分析、制度背景和经验研究的过程构建了一个“原因—调节—结果”的分析框架，对上述问题进行研究。

首先，本书从我国制度背景出发，分析了中国管理层权力形成的历史背景和发展线索，这是对管理层权力形成的过程分析，我国国有企业改革和民营企业发展的过程，同时也是管理层权力不断集中的过程。我国的制度环境，增强了管理层权力的集中度，增大了

2 制度环境、管理层权力与投资效率研究

管理层利用权力影响投资效率以获取私利的可能性。

其次，本书研究了管理层权力与投资效率之间的实证关系。这是对投资低效“原因”的分析。第一，以全部上市公司总体样本为研究对象，分析了管理层权力与非效率投资的实证关系；第二，考虑到自由现金流量的影响，区分现金流量余缺情况，研究了在自由现金流富余情况下管理层权力与投资过度的实证关系，以及在现金流量短缺情况下管理层权力与投资不足的实证关系；第三，区分产权性质，综合讨论了产权性质、管理层权力与投资效率的实证关系，揭示了不同产权性质在管理层权力与投资效率之间的不同情况。

再次，本书从我国制度背景出发，研究了市场化水平、法制化水平、政府干预程度和股权分置改革等制度环境因素对管理层权力与投资效率之间的关系所产生的影响。这是对“调节”的剖析。第一，分析了市场化水平、法制化水平、政府干预程度和股权分置改革四种制度环境对管理层权力与非效率投资的影响作用；第二，区分自由现金流量的余缺程度，分析当存在自由现金流量富余情况下，市场化水平、法制化水平、政府干预程度与股权分置改革四种制度环境对管理层权力与投资过度可能性的影响作用；以及当存在自由现金流量短缺情况下，市场化水平、法制化水平、政府干预程度与股权分置改革四种制度环境对管理层权力与投资不足可能性的影响作用。

最后，为了进一步验证管理层所实施的投资行为的经济后果，本书构建联立方程组检验了管理层权力、投资效率和企业绩效之间的关系，分析了管理层权力的经济后果。这是对所谓“结果”的分析。

本书选取中国 2003 ~ 2013 年期间全部 A 股上市公司为研究样本，对上述问题进行了研究，得出以下结论：

1. 在管理层权力与投资效率的实证分析部分：（1）控制其他条件，高的管理层权力越容易导致非效率投资；（2）在存在自由现

金流富余时，相比低管理层权力，高的管理层权力基于自由现金流富余更容易导致投资过度；当存在自由现金流短缺时，管理层权力对投资不足有一定缓解作用；(3) 限定其他条件，在存在自由现金流富余时，相比非国有控股公司，国有控股公司的管理层权力越容易导致投资过度。在存在自由现金流短缺时，相比非国有控股公司，国有控股公司的高的管理层权力越容易缓解投资不足；

2. 在制度环境、管理层权力与投资效率实证研究部分：(1) 市场化水平和法制化水平的提高、股权分置改革等制度环境可以缓解由于管理层权力过度集中导致的非效率投资，而政府干预则加重了基于管理层权力导致的非效率投资；(2) 存在自由现金流富余情况下，市场化水平和法制化水平的提高、股权分置改革缓解了管理层权力导致的投资过度，政府干预加重了管理层权力导致的投资过度；(3) 存在自由现金流短缺情况下，市场化水平和法制化水平的提高、股权分置改革、政府干预缓解了管理层权力导致的投资不足；

3. 在管理层权力、投资效率与企业绩效部分：(1) 当企业存在自由现金流富余时，管理层权力所实施的投资行为降低了企业绩效；在企业自由现金流不足时，管理层权力所实施的投资行为同样降低了企业绩效；(2) 企业前期的良好的企业绩效和扩大的投资行为，增大了管理层权力。

纵观全书，本书可能的创新归纳为以下三个方面：第一，本书将管理层权力理论的适用范围扩展到了企业具体的财务活动中来。本书基于管理层权力理论，探讨了管理层权力与投资效率之间的关系，与现有文献的“最优契约论”为理论出发点不同，本书从“剩余控制权”理论出发，检验管理层权力理论对转型期的中国公司的投资效率问题是否具有解释力。并且，与现有文献多以高管薪酬为落脚点对管理层权力理论进行研究不同，本书的研究，将管理层权力理论扩展到企业具体的投资效率中来，对该理论进行了一定的丰富和拓展。第二，结合自由现金流余缺程度，全面分析了管理

4 制度环境、管理层权力与投资效率研究

层权力对投资效率关系的影响结果。本书不仅实证检验了管理层权力与非效率投资的正向关系，而且，又进一步将企业内部的自由现金流进行细化，不仅分析了在自由现金流富余情况下，管理层权力对投资过度的影响情况，而且也分析了在自由现金流短缺情况下，管理层权力对投资不足的影响。这对于现有研究重视投资过度而忽略投资不足现象进行了一定的有益补充。第三，本书将“制度环境”纳入研究范畴，建立了“制度环境—管理层权力—投资效率—公司业绩”的研究主线。制度环境对企业经营发展具有重要影响，目前鲜有文献将各类制度环境纳入管理层权力与投资效率的关系中来。本书具体选择了市场化发展水平、法制化发展水平、政府干预程度和股权分置改革四个方面对制度环境进行了衡量。实证检验了制度环境对中国上市公司管理层权力效应的影响，这不仅挖掘了管理层权力与投资效率这一关联关系的背后的制度因素，而且也丰富了公司治理动态变迁领域的研究成果，将管理层权力与投资效率的研究扩展到企业外部宏观环境中。

目 录

第1章 导论/1

- 1.1 选题的背景和意义/1
 - 1.1.1 选题背景/1
 - 1.1.2 研究意义/5
- 1.2 研究思路与研究方法/7
 - 1.2.1 研究思路/7
 - 1.2.2 研究方法/9
- 1.3 研究内容/9
- 1.4 相关概念界定/11
 - 1.4.1 高管/11
 - 1.4.2 管理层权力/12
 - 1.4.3 制度环境/14
 - 1.4.4 投资效率/15
- 1.5 可能的创新/16

第2章 理论基础与文献综述/18

- 2.1 委托代理理论/18
 - 2.1.1 委托代理理论与投资效率：理论研究/19
 - 2.1.2 委托代理与投资效率：经验研究/20
- 2.2 信息不对称理论/22

2 制度环境、管理层权力与投资效率研究

- 2.2.1 信息不对称理论与投资效率：理论研究/22
- 2.2.2 信息不对称理论与投资效率：经验研究/23
- 2.3 管理层权力理论与投资效率/28
 - 2.3.1 管理层权力理论/28
 - 2.3.2 管理层权力与投资效率/30
- 2.4 制度环境、管理层权力和投资效率/34
- 2.5 文献述评/36
- 2.6 本章小结/37

第3章 管理层权力形成的制度背景及其对投资效率的影响机理/39

- 3.1 管理层权力形成的制度背景/39
 - 3.1.1 国有企业改革发展历程与管理层权力/39
 - 3.1.2 民营企业发展与管理层权力/42
- 3.2 管理层权力的形成现实基础/44
 - 3.2.1 国有企业管理层权力分析/44
 - 3.2.2 民营企业管理层权力/47
- 3.3 管理层权力对投资决策影响的机理分析/49
 - 3.3.1 管理层自利动机/49
 - 3.3.2 管理层过度自信/51
- 3.4 管理层权力指标体系构建/52
 - 3.4.1 现有管理层权力的主要度量指标/52
 - 3.4.2 构建管理层权力指数/54

第4章 管理层权力与投资效率的实证研究/57

- 4.1 理论分析与研究假设/59
- 4.2 研究设计/63
 - 4.2.1 模型设定与变量选择/63
 - 4.2.2 样本选取与数据来源/68

- 4.3 实证结果与分析/68
 - 4.3.1 变量的描述性统计与相关性分析/68
 - 4.3.2 回归结果分析/72
- 4.4 稳健性测试/80
- 4.5 本章小结/83

第5章 制度环境、管理层权力与投资效率的实证研究/84

- 5.1 理论分析与研究假设/87
 - 5.1.1 市场化水平、管理层权力与投资效率/87
 - 5.1.2 法制化水平、管理层权力与投资效率/89
 - 5.1.3 政府干预水平、管理层权力与投资效率/92
 - 5.1.4 股权分置改革、管理层权力与投资效率/94
- 5.2 研究设计/97
 - 5.2.1 模型设定与变量选择/97
 - 5.2.2 样本选取与数据来源/101
- 5.3 实证结果与分析/103
 - 5.3.1 描述性统计与相关性分析/103
 - 5.3.2 回归分析/106
- 5.4 稳健性检验/121
- 5.5 本章小结/125

第6章 管理层权力、投资效率与企业绩效的实证研究/127

- 6.1 理论分析与研究假设/127
- 6.2 研究设计/130
 - 6.2.1 模型设定与变量选择/130
 - 6.2.2 样本选取与数据来源/132
- 6.3 实证结果与分析/133
 - 6.3.1 描述性统计/133
 - 6.3.2 回归分析/134

4 制度环境、管理层权力与投资效率研究

6.4 稳健性检验/137

6.5 本章小结/140

第7章 研究结论与展望/141

7.1 研究结论/141

7.2 政策建议/143

7.3 研究局限与展望/145

7.3.1 研究局限/145

7.3.2 未来研究方向/146

参考文献/147

第1章

导 论

1.1 选题的背景和意义

1.1.1 选题背景

1. 现实背景

改革开放以来，中国经济发展取得了举世瞩目的成就，毋庸置疑，企业的高效率的投资活动是促进经济增长的主要推动力。从微观层面来看，企业的投资行为与筹资活动和股利分配活动共同构成了企业最重要的财务管理问题。投资行为可以为企业带来各种资产，形成企业从事生产经营的物质基础，从而决定了企业生产规模、发展速度、竞争能力和抵抗风险能力的大小，影响着企业未来的发展前景和企业价值。而从宏观层面来看，高效率的投资成为推动社会经济快速发展的主要原动力。然而，多数学者研究发现，我国总体投资效率并不乐观，非效率投资现象普遍存在（Richardson, 2006；马君潞等，2008；姜付秀等，2009；张功富和宋献中，2009；陈运森和谢德仁，2011；徐良果等，2013；白俊和连立帅，2014）。低效率的投资行为，既降低了企业绩效和发展速度，又使得社会总体财富造成了浪费。

在众多影响投资效率的因素中，管理层权力特征成为近年来学者们开始关注的一个热点问题。现代公司制的一个典型特征就是所有权与经营权相分离（Berle and Means, 1932）。企业所有者保留剩余索取权，而将经营权利让渡给公司管理层，产生了委托代理关系。而双方的目标不一致导致了代理成本的存在。作为委托人，其目标是增长企业长期利润，增大企业价值；而作为代理人，管理层掌握着企业最重要的经营决策权，对企业的经营发展具有决定性的作用（Coase, 1937）。作为“理性人”，公司管理层依据其人力资本价值领取薪酬，其目标是自我报酬最大化。管理层和投资者之间利益冲突由此产生。而公司的高级管理者（以下成为高管）是公司的核心人力资本，公司的战略发展、决策制定和决策执行都是在高管的直接或间接参与下完成的，因而他们成为决定企业未来发展和企业价值增值的关键要素。当公司管理层权力过于集中，高管不仅拥有了契约规定的特定权力，而且也控制着了企业的资本配置决策权时，作为理性人的管理层出于增大个人私利、增加个人威望和风险规避等动机，在进行投资行为时，以个人利益最大化为目标，当个人利益目标与公司价值目标不一致时，就会产生损害公司股东利益的投资行为，即“非效率投资”。目前，已有一些学者基于管理层收益视角对管理层权力进行了研究，并由此形成了“管理层权力论”（Jensen, 1976；Stulz, 1990；卢锐, 2008；代彬等, 2011）。

在我国，自 20 世纪 70 年代以来，不断推进的国有企业改革和民营企业发展，都同时在不同层面上促进了管理层权力的集中与提升。第一，在国有企业，在确保改革稳定的前提下，国有企业的经营自主权不断地扩大，不仅调动了国有企业管理者的积极性，也推动了社会经济快速发展。这直接促进了国有企业管理层权力的集中（Fan et al., 2013）。在国有企业扩权的背景下，尽管国企大都实行公司化的法人治理结构，但实际上国有股权过分集中、所有权缺位，普遍存在“弱所有者，强管理者”的局面。导致了“内部控制人”，使得国有企业的管理层权力不断集中和强化，形成了高管

实际上掌握了公司大部分剩余控制权和部分剩余索取权。这种缺乏制衡机制的治理结构，大大增加了国企高管滥用职权进行自利行为的可能性。国有企业高管利用手中权力进行寻租以达到维护自身职位从事不利于股东利益的投资行为较为普遍。而近年来相关部门下发的“限薪令”，促使国企管理层获取私利的形式由薪酬转为更加隐蔽的财务活动。研究我国企业管理层权力对于投资效率的影响，对于企业优化配置资源，提高在经济转轨时期企业竞争力存在重大意义。第二，在民营企业，党的十一届三中全会确定了工作重心由阶级斗争向经济建设转变，并确定了以国有经济为主，民营经济作为国营经济的重要补充地位。自民营经济发展之初，就基本呈现了权力集中的局面。其业主同时担任总经理及其他各项职务现象在民营企业中较为常见，民营企业“先天”权力欲望导致其管理层权力不断增大。

在我国现阶段，特殊的经济转轨时期，特殊的财政分权体制和地方官员考核体制使得地方各级政府通过增强对其辖区内企业的干预来增加投资，而各地区的市场化水平和法制化发展水平等制度环境的差异也使其对企业投资行为和投资效率的约束作用有所不同。北京大学中国经济研究中心宏观组（2004）研究发现，从根源上讲，过度投资和投资低效的本质是产权约束和地方政府政绩观导向的问题。管理层权力影响投资效率，而研究不同制度环境对于企业内部的管理层权力所导致的投资效率的影响，以及如何从制度环境对管理权力问题进行积极引导和监督，成为亟待解决的一个问题。所以，本书的研究主题是从制度环境这一视角研究我国各地区的政府干预、法治水平和市场化发展水平等制度环境对于企业内部的管理层权力和投资效率的关系产生怎样的影响。不同制度环境对管理层权力与投资效率的关系是有效监督和积极引导，还是不利于投资的效率化。同时，也可以从制度层面和公司层面解决相关问题。

2. 理论背景

伯利和米恩斯 (Berle and Means, 1932) 提出的两权分离的经典命题, 为现代股份制公司的发展奠定了理论基础, 同时促使学者们关注到所有者和管理者这两个目标函数不尽相同的行为决策群体, 由此引发了理论界和实务界都广为关注的委托代理理论。

以委托代理理论为基础的“管理层权力”理论最早由拜伯切克和弗雷德 (Bebchuk and Fried) 于 2002 年提出。管理层权力理论认为公司管理层与董事会之间的关系远超出最优契约理论的预期。公司管理层获得了大部分的剩余控制权, 并运用权力影响甚至俘获董事会, 从中攫取租金。为了获得管理层收益, 高管通过一系列的资本运作达到其自利目的。其中, 投资行为自然成为管理层寻租的一个重要经济行为。詹森和墨菲 (Jensen and Murphy, 2004)、霍姆斯特姆 (Holmstrom, 2005) 以及韦斯巴赫 (Weisbach, 2007) 等基于“最优契约理论”的分析框架, 分析论证了管理层权力理论。

国外学者对管理层权力理论进行了检验, 并取得了一些经验结果的支持 (Dorff, 2005; Bebchuk, 2005; Albuquerque and Miao, 2008) 等, 我国学者也基于“最优契约理论”对该理论进行了一定的研究 (卢锐, 2008; 代彬等, 2011; 白俊等, 2014), 但是现有的研究存在一定的局限性。有关管理层权力与投资效率的研究在我国尚处于起步阶段, 特别是两者的关系受到各种因素的影响, 如何系统研究两者关系, 同时将影响因素纳入研究范围, 是目前应当深入的问题。本书试图将制度环境因素引入研究框架, 研究在我国特定的转型时期, 不同的制度环境对管理层权力与投资效率关系的不同影响。同时, 我国企业股权相对集中, 以我国上市公司作为研究对象, 可以弥补现有西方学者的股权相对分散的样本的不足, 使得管理层权力理论的解释力更具普遍性。

投资效率的高低直接影响企业的生存和发展, 从而影响整个社

会经济运行。在中国特殊的转型时期背景下，相比低的管理层权力，高的管理层权力是否会因权力寻租从而导致非效率投资？而外部制度环境对管理层权力集中导致的非效率投资是否存在影响？管理层权力通过影响投资效率，最终作用于企业价值，那么，对企业价值存在怎样的影响？这些问题构成了本书的研究主题。

1.1.2 研究意义

管理层权力理论从管理层所掌握的权力特征这一独特视角出发，对现代企业制中的投资效率、经营业绩和资本结构等方面的问题都进行了一定的尝试性的回答。本书选取中国 A 股上市公司为研究样本，拟对制度环境、管理层权力与投资效率之间的关系进行研究，具有重要的理论意义和现实意义。

1. 理论意义

首先，本书的研究丰富了管理层权力理论。与现有文献的“最优契约论”不同，本书从“剩余控制权”理论出发，检验管理层权力理论对转型期的中国公司的资源配置问题是否具有解释力，从不同的视角使得该理论不断拓展和丰富。并且，现有文献多以高管薪酬为视角对管理层权力论进行研究，本书的研究，将管理层权力理论扩展到企业具体的财务行为中来，对该理论的适用范围进行了一定的丰富和拓展。

其次，为管理层权力理论的研究提供来自转型加新兴市场国家的研究背景。本书从我国转型经济制度本身具有动态变迁这一特征出发，试图探究制度背景环境对管理层权力与投资效率之间相关关系的影响，从而挖掘出影响管理层权力和投资效率之间关系的深层次制度环境因素。

最后，拓展和丰富了有关投资效率理论的相关研究。本书针对现有的投资效率影响因素研究文献的不足，从管理层权力影响投资效率，进而影响企业公司价值这一新视角出发，分析研究管

理层权力对非效率投资的影响，从而丰富了投资效率的相关理论研究。

2. 现实意义

上海证券交易所和诚信管理咨询公司（简称“SSEC”）2002年对上海证券交易所上市的257家国内公司进行了联合调查，调查结果显示，在我国企业总体的决策制定上董事会和管理层的权力分配比是3.608:3.034。可以看出，我国总体上管理层普遍具有较大的权力。在具体的经营决策上管理层具有绝对的权力，而在一些战略决策中管理层也具有重要的影响力。而现有的公司内部和外部监督机制都难以达到预期作用（李东明和邓世强，1999；陈国辉和陆建桥，2013）。我国现有的制度环境，造就了管理层权力的集中，并影响到企业经营决策的方方面面。由此可见，研究制度环境、管理层权力与投资效率具有重大现实意义。具体来说：

第一，可以合理配置上市公司的管理层权力，实现合理的内部治理结构与监督机制。目前我国的公司治理结构不够完善，导致管理层既具有利用非效率投资实现自利的动机，又具备了利用非效率投资实施自利的条件。注重管理层权力的最优化配置以及研究在公司资源配置引导方面的作用，对优化我国上市公司企业投资决策，引导企业进行理性投资，完善公司内部治理环境都有着重要的现实意义。

第二，可以提升我国上市公司的投资效率，有利于帮助企业探寻投资效率低下的另一个可能原因。国有企业的改革历史背景和民营公司的家族式经营管理，决定了我国上市公司管理层权力相对集中，直接影响到资源配置效率。具体到投资效率上，过于集中的管理层权力会直接利用投资规模和投资数额的扩大进行自利。因此，有必要从公司的管理层权力视角来研究如何适度授权，实现高效率的投资行为，并建立健全必要的监督机制。

第三，研究制度环境、管理层权力与投资效率的关系，可以帮助企业充分利用宏观制度环境的优势，适当躲避或防范所处的制度