

高管股权激励、负债融资与 企业投资行为研究

Research on Executive Equity Incentives,
Debt Financing and Firms' Investment Behavior

胡国强 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

本书得到国家自然科学基金青年项目（项目号：71502122）、教育部人文社会科学研究青年基金项目（项目号：14YJC630048）与天津财经大学优秀青年学者计划（项目号：YQ1503）的资助

高管股权激励、负债融资与 企业投资行为研究

Research on Executive Equity Incentives, Debt
Financing and Firms' Investment Behavior

胡国强 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

高管股权激励、负债融资与企业投资行为研究/
胡国强著. —北京: 经济科学出版社, 2016. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7200 - 3

I. ①高… II. ①胡… III. ①企业 - 管理人员 - 激励 -
研究 - 中国②企业融资 - 研究 - 中国③企业 - 投资行为 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 208592 号

责任编辑: 程晓云
责任校对: 刘 昕
版式设计: 齐 杰
责任印制: 王世伟

高管股权激励、负债融资与企业投资行为研究

胡国强 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

总编辑部电话: 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)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 15 印张 270000 字

2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7200 - 3 定价: 38.00 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)

内 容 摘 要

高管股权激励下的企业资源配置行为是公司治理领域内最重要的研究问题之一，也一直受到理论研究者与上市公司及其监管层的高度重视。与西方发达资本市场成熟的股权激励制度及其所处的制度环境不同，我国资本市场自2005年证监会颁布《上市公司股权激励管理办法（试行）》才迈入真正意义上的股权激励时代，无论是其自身发展的成熟度还是其所处的制度环境与西方国家均有较大差距。那么，刚刚兴起于我国资本市场的股权激励制度在企业资源配置行为中产生了怎样的经济后果？具体而言，股权激励制度是否又如何影响企业投资行为？作为投资重要资金来源的负债融资在其中发挥了怎样的作用机制？这些影响关系在持股激励（简称“H-S激励”）与股票期权或限制性股票激励（简称“O-R激励”）模式下是否有差异？立足于中国“新兴+转轨”的特殊制度背景，从理论与经验上回答这些问题对当前盛行于我国资本市场的股权激励制度推行具有极其重要的理论与现实意义。

本书采用规范研究与实证研究相结合的方法，立足我国相对特殊的制度背景，对高管股权激励、负债融资与企业投资行为的内在影响关系展开研究。基本研究思路如下：首先，股权激励可能因加大高管风险承担激励与“企业帝国”建造冲动、进行市场迎合性投资以及放松融资约束，使高管有动机加大资本投资与研发投入规模，并因此影响投资效率；其次，转而聚焦影响路径之放松融资约束——负债融资，运用股权激励的信号传递理论与风险承担理论，研究债务契约订约之前，股权激励对企业负债融资的影响；最后，集中考察债务契约订约之后，负债在股权激励对企业投资行为影响

中两种相反的作用机理，即负债的相机治理作用与资产替换作用。

全书共设八章：第1章为导论；第2章对相关研究文献进行回顾述评；第3章梳理股权激励制度的主要理论观点，及其在国内外发展的历程与现状；第4章在给出一个理论分析框架的基础上，对高管股权激励、负债融资与投资行为三者的影响机理进行理论推演，并发展研究假说；第5章、第6章、第7章分别对研究假说进行实证检验，并分析经验结果；第8章给出研究结论，结合其构建我国上市公司高管股权激励制度完善与监管的理论模型，进而给出政策建议，并指出本书局限与进一步研究方向。

研究主要结论有：

(1) CEO股权激励的实施显著促使公司增加研发投入，尤其是资本投资，且股权激励强度越高，研发投入与资本投资规模越大；但这一投资决策偏离了公司最优投资水平，表现为一种高水平但低效率的投资行为，即股权激励的实施未能有效抑制公司投资不足，相反却显著导致其投资过度；进一步研究证实，这些影响关系主要体现在“O-R激励”公司，“H-S激励”有助于提高公司研发投入水平，但对资本投资及投资效率均不存在显著影响；

(2) 从总体激励看，CEO股权激励强度越大，公司获得的有息负债融资额越多，但这主要体现在短期借款的增加，而长期借款没有显著增加；从具体激励模式看，相比“H-S激励”公司，实施“O-R激励”模式的公司明显获得更多的有息负债融资，尤其是短期借款，但CEO股权激励强度对公司短期借款的正向影响主要集中在“H-S激励”强度中，而“O-R激励”强度对企业负债融资没有显著影响；

(3) 负债融资尤其是短期借款的增加因缓解了企业融资约束，使经理拥有更多的自由现金流，显著加剧了股权激励对企业资本投资规模的正向影响，并因此进一步恶化了企业投资过度问题；且相比“H-S激励”公司，这一影响主要集中在实施“O-R激励”的公司，但“O-R激励”强度与负债对企业资本投资及过度投资水平没有显著的交互影响。

总之，本书的理论分析与经验研究证实了当前我国股权激励（主要是“O-R 激励”）制度在企业投融资行为中的经济后果性。尝试通过对股权激励、负债融资与企业投资行为问题的探索性研究工作，本书希冀对现有文献有以下拓展：

其一，以企业投资效率为立足点，将负债融资与高管股权激励置入企业价值创造的理论分析中，构建一个高管股权激励、负债与企业投资效率影响关系的理论分析框架，有助于弥补长期以来将高管激励效应与负债治理效应分裂开来考察的研究范式；

其二，以中国特殊制度环境为背景，分析并验证高管股权激励实施对企业投资规模及因此对投资效率的影响，研究为“新兴+转轨”经济体下的中国资本市场中高管股权激励制度运行的经济后果提供直接的经验证据，进一步拓展国内外现有少量考察股票期权对R&D投资影响的经验文献；与此同时，通过考察债务契约订约之后负债在股权激励对投资影响中的作用机理，进一步拓展国外有关债务契约订约之前股权激励对贷款者信贷决策影响的经验文献；

其三，以投资为“中间桥梁”，突破以往大多集中于高管股权激励对企业价值影响的直接考察，为研究股权激励的激励效果提供重要视角；同时，以债权人视角审视缓解经理与股东代理冲突的股权激励机制，跳出以往大多站在股东立场考察高管股权激励对企业价值增值影响的研究框架，为股权激励研究提供独特视角。

Abstract

The impact of executive equity incentives on the firms' resource allocation behavior is one of the most important studies in the field of corporate governance, and thus largely attracts the attention of theoretical workers as well as listed companies and their regulators. Unlike with western developed capital markets where have mature executive equity incentives system and perfect institutional environments, the really meaningful executive equity incentives have been launched in China's capital market since 2005 when China Securities Regulatory Commission promulgated "Administrative Measures for Equity Incentives of Listed Companies (Trial)". Nevertheless, there are still big differences in the maturity of equity incentives and related institutional environments between the western countries and China. Then, for the emerging equity incentives system in China's capital market, what economic consequences on the behaviors of corporate resource allocation can be caused? More specifically, whether and how equity incentives affect firms' investment behavior? As one of important sources of investment, what role debt financing can play in it? Do equity ownership incentives (H - S incentives) exert different impact on investment comparing to stock options or restricted stock (O - R incentives)? Based on China's especially institutional background characterized as "newly emerging + transformational", the theoretical and empirical answer to these questions has extremely important implications for equity incentives system given its prevalence in China's capital market at present.

Therefore, this dissertation investigates the inherent relationships among CEO equity incentives, debt financing and investment behavior based on the empirical evidence from China's listed firms. The main thread of this book is as follows: First, as equity incentives may increase the executives' risk-taking incentives and impulse of empire-building, cause catering investment in stock market and loose financial constraints, CEOs have motivations to increase capital investment and research and de-

velopment (R&D) investment, and finally will affect investment efficiency; Second, focusing on one of the four ways above-financing constraints loose, that is debt financing, this dissertation further studies the effect of equity incentives on firms' debt financing before debts contracted, using the signaling theory and risk-taking theory of executive equity incentives; Finally, this dissertation focuses on investigating two opposite mechanisms of debt in the impact of equity incentives on the behavior of firms' investment after debts contracted, that is the contingent governance and asset substitution of debt.

This book consists of eight chapters: Chapter 1 is introduction; Chapter 2 reviews relevant literature; Chapter 3 pectinates main theoretical arguments on executive equity incentives system, and its history of development and the status in China and abroad; Chapter 4 gives a theoretical framework where deductively reasons the affecting relationships among executive equity incentives, debt financing and investment behavior, following by develops research hypotheses; Chapter 5, Chapter 6 and Chapter 7 empirically test these hypotheses developed in Chapter 4, respectively, and all results are represented and explained; Chapter 8 concludes research results, builds the theory model of executive equity incentive systems and its regulation in listed Chinese companies and puts forward policy suggestions, finally, the limitation and further research direction are discussed as well.

The main results of this dissertation are as follows:

(1) The implementation of CEO equity incentives significantly induces firms to increase R&D investment, especially capital investment. The higher the equity incentive intensity, the higher level of R&D and capital investment. However, this investment decision deviates from the optimal level of investment, and manifests as high level but low efficiency investment behavior. In anther word, executive equity incentives don't inhibit under-investment instead of significantly leading to over-investment. Further, this research demonstrates these relationships are stronger for firms with "O - R" incentives than firms with "H - S" incentives. The implementation of "H - S" incentives helps the increasing of firms' R&D investment but has no significant impact on capital investment and investment efficiency.

(2) Generally, this dissertation also finds that the higher CEO equity incentives intensity, the more interest-bearing debt financing can firms obtain, in particular the short-term borrowing. The CEO equity incentives intensity has no significant influence

on the long-term borrowing; For the specific incentives models, the implementation of “O – R” incentives enables firms to get more interest-bearing debt financing than firms with “H – S” incentive model, especially short-term borrowing. Nevertheless, strong “H – S” incentive intensity causes more short-term borrowing while “O – R” incentive intensity has no significantly influence on debt financing.

(3) Since the increasing in debt financing especially short-term borrowing, eases firms’ financial constraints by enabling executives to have more free cash, short-term borrowing significantly exacerbates the positive impact of equity incentives on firms’ capital investment, and thus exacerbates firms’ over-investment problem. Meanwhile, the influence is stronger for firms with “O – R” incentive model than that of firms with “H – S” incentive model, but the interaction terms between “O – R” incentive intensity and debt financing do not significantly affect firms’ capital investment and the level of over-investment.

In conclusion, these theoretical analysis and empirical investigations of this dissertation confirm that China’s current equity incentive system leads to significantly economic consequences on firms’ behaviors of investment and financing. This paper attempts to do several exploratory works on the problem of equity incentives, debt financing and investment behavior, hoping to expand current literature in the following aspects:

First, building on firms’ investment efficiency, this dissertation constructs a theoretical framework of executive equity incentives, debt and investment efficiency by incorporating debt financing and executive equity incentives into the theoretical analysis of enterprises’ value creation, which helps make up for research paradigm of separately examining executive incentives effects and debt governance effects.

Second, based on the background of China’s specifically institutional environments, this dissertation analyses and confirms the impact of executive equity incentives on firms’ investment and further investment efficiency, which provide directly empirical evidence on economic consequences of implementing executive equity incentive system in China’s capital market as a “newly emerging + transformational” market. This further expands a few extant studies that investigate the impact of stock options on R&D investment at home and abroad. Meanwhile, this paper further expands empirical literature on examining the effect of equity incentives on borrowers’ loan decision-making before debt contracted by investigating how has debt affect the

relationship between equity incentives and investment after debt contracted.

Third, by introducing investment as a bridge, this dissertation breaks in extant literature on studying the direct impact of executive equity incentives on enterprise value, which provide an important perspective to equity incentives effects. Additionally, this paper attempts to jump out of prior research framework in which most studies investigate the impact of executive equity incentive on enterprise value-added from stockholder through surveying equity incentive system as easing the agency conflict between stockholder and executives from the perspectives of creditor. This dissertation provides an unique perspective for research on equity incentives.

目

录

第1章 导论	1
1.1 问题的提出：研究背景	1
1.2 基本概念界定	4
1.2.1 高管相关概念	4
1.2.2 股权激励相关概念	5
1.2.3 负债融资相关概念	6
1.2.4 投资相关概念	7
1.3 研究目的与研究意义	7
1.3.1 研究目的	7
1.3.2 研究意义	8
1.4 研究内容、方法与技术路线	10
1.4.1 研究内容	10
1.4.2 研究方法与技术路线	12
1.5 研究的创新之处	15
第2章 文献回顾	16
2.1 股权激励与企业价值的研究现状	17
2.2 股权激励对企业投资影响的研究状况	20
2.2.1 企业投资行为扭曲之原因研究文献回顾	20
2.2.2 企业投资行为扭曲之缓解机制：股权激励文献回顾	25
2.2.3 文献回顾启示	31
2.3 股权激励对企业负债融资影响的研究现状	31
2.3.1 股权激励对负债融资水平影响的研究文献	32
2.3.2 股权激励对负债期限结构影响的研究文献	34
2.3.3 股权激励对负债融资成本影响的研究文献	35

2.3.4	文献回顾启示	37
2.4	负债融资对企业投资影响的研究状况	38
2.4.1	股东—债权人代理冲突下的企业投资行为研究文献	38
2.4.2	负债相机治理作用下的企业投资行为研究文献	39
2.4.3	文献回顾启示	41
第3章	高管股权激励制度：理论基础与发展现状	42
3.1	上市公司高管股权激励制度的理论基础	43
3.1.1	代理理论	43
3.1.2	风险承担理论	44
3.1.3	管理者短视理论	45
3.1.4	不完全契约理论	47
3.1.5	信息不对称理论	48
3.1.6	管理者寻租理论	49
3.2	上市公司高管股权激励制度的发展现状	52
3.2.1	西方资本市场股权激励制度起源与发展	52
3.2.2	中国资本市场股权激励制度的历史沿革	60
3.2.3	中国资本市场股权激励制度的现状分析	65
3.2.4	中国资本市场股权激励实施的影响因素分析	72
3.3	本章小结	76
第4章	高管股权激励、负债融资与企业投资行为的理论框架	77
4.1	一个基本分析框架	77
4.2	高管股权激励与企业投资的理论分析	79
4.2.1	股权激励促使企业提高投资水平	80
4.2.2	股权激励是否缓解企业投资不足抑或导致投资过度	84
4.3	高管股权激励与负债融资的理论分析	86
4.3.1	股权激励的信号传递效应	86
4.3.2	股权激励的风险承担效应	96
4.4	负债在高管股权激励对企业投资影响的中介作用分析	97
4.4.1	负债的相机治理假设	98
4.4.2	负债的资产替换假设	99
4.5	本章小结	102

第5章 高管股权激励对企业投资影响的实证研究	103
5.1 研究假设	103
5.2 研究设计与样本选择	104
5.2.1 研究设计	104
5.2.2 样本选择	109
5.3 描述性统计与相关性分析	110
5.3.1 描述性统计与分析	110
5.3.2 相关性检验与分析	114
5.4 回归检验与分析	118
5.4.1 股权激励对企业资本投资影响的回归分析	118
5.4.2 股权激励对企业研发投入影响的回归分析	122
5.4.3 股权激励对企业投资效率影响的回归分析	125
5.5 稳健性检验	126
5.6 本章小结	130
第6章 高管股权激励对负债融资影响的实证研究	131
6.1 研究假设	131
6.2 研究设计与样本选择	132
6.2.1 研究设计	132
6.2.2 样本选择	136
6.3 描述性统计与相关性检验	136
6.3.1 描述性统计与分析	136
6.3.2 相关性检验与分析	139
6.4 回归检验与分析	144
6.4.1 整体股权激励强度对企业负债融资影响的回归分析	145
6.4.2 不同股权激励模式对企业负债融资影响的回归分析	149
6.5 进一步分析与稳健性检验	156
6.5.1 不同产权性质下的高管股权激励对企业负债融资影响的分析	156
6.5.2 自主选择还是被动接受——基于激励型与福利型股权激励的分析	159
6.5.3 稳健性检验	167
6.6 本章小结	167

第7章 负债在股权激励对企业投资影响的中介作用实证研究	169
7.1 研究假设	169
7.2 研究设计与样本选择	169
7.2.1 研究设计	169
7.2.2 样本选择	171
7.3 实证检验与结果分析	171
7.3.1 描述性统计分析	171
7.3.2 回归分析	172
7.4 稳健性检验	183
7.5 本章小结	183
第8章 研究结论与政策建议	185
8.1 研究结论	185
8.1.1 股权激励对企业投资影响研究结论	186
8.1.2 股权激励对负债融资影响研究结论	187
8.1.3 负债在股权激励对投资影响的中介作用研究结论	188
8.2 政策建议	189
8.2.1 优化股权激励契约设计,保障激励契约的有效实施	189
8.2.2 完善内部公司治理机制,强化制度的制衡约束功能	191
8.2.3 加强政府与债权人监管,完善制度运行的市场环境	193
8.3 研究局限与未来研究方向	196
参考文献	198
后记	222

导 论

1.1 问题的提出：研究背景

如何建立有效的高管激励与约束机制，进而引导高管从事有效的企业资源配置行为是公司治理的重要内容，也一直受到理论研究者与市场监管主体的高度重视。理论上，经营权与所有权分离是现代企业制度的典型特征，这使得经理有动机出于自身利益考虑从事有损股东利益的机会主义行为，主要后果表现为因经理自身利益偏好对净现值（NPV）为负的项目投资过度（Jensen, 1986），而因其自身风险规避对 NPV 为正的项目投资不足（Amuhud 和 Lev, 1981；Holmstrom 和 Weiss, 1985）。代理理论认为，给予高管一定股权激励，尤其是期权激励，能使其个人财富更多地与公司价值捆绑在一起，进而缓解经理自利行为引发的代理问题（Jensen 和 Meckling, 1976；Holmstrom, 1979；Jensen 和 Murphy, 1990）。它一方面促使风险规避型经理接受正 NPV 投资项目，缓解投资不足；另一方面，因高管利益更多与股东利益趋同，促使高管放弃负 NPV 投资项目，抑制投资过度，进而提高企业资源配置效率，增加企业价值。在“新型+转轨”的中国资本市场，刚刚起步的股权激励制度能否有效提高公司投资效率，降低代理成本，至今仍是一个有待检验且重要的经验命题。

在国外，股权激励在公司投资行为中的含义大多基于这样一种认识，即股权激励尤其是股票期权通过激励风险规避型高管从事高风险投资，进而被视为缓解风险相关激励问题、降低代理成本的有效工具（Rajgopal 和 Shevlin, 2002）。基于此，近些年实证考察股权激励对公司投资行为影响的经验研究开

始涌现,尤其是考察股票期权在促使公司加大研发投入(R&D)中的作用(Guay, 1999; Ryan 和 Wiggins, 2002; Coles et al., 2006; Nastasescu, 2009; Du 和 Lin, 2011; Bhargava, 2011),但至今并未形成一致性结论。正如 Shimizu (2007)所指出的,股票期权引起的高管风险承担行为对公司资本投资及因此的资源配置具有重要含义,但现有的理论并没有很好的给予解释。更为重要的是,现有文献并没有关注股权激励在促使公司加大投资中的投资效率问题。高水平的长期投资并不意味着最优的投资,相反,它更可能联系着投资过度(McNichols 和 Stubben, 2008)。Narayanan (1996)的理论分析表明,现金薪酬契约导致高管长期投资不足,而限制性股票激励导致长期投资过度。因此,基于我国特殊的制度环境,分析并检验股权激励在公司资本投资与 R&D 投资及其投资效率中的作用,将有助于更加全面了解股权激励对公司投资行为的影响。

在我国,股权激励制度始于 1993 年深圳万科企业股份有限公司,但受限于当时法律制度的不完善,股权激励制度发展一直举步艰难。2005 年 8 月 23 日,中国证券监督管理委员会(本书简称《证监会》)发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》明确指出:“完成股权分置改革的上市公司可以实施管理层股权激励。”2005 年 10 月 27 日修订的《公司法》与《证券法》,以及于当年年底颁布的《上市公司股权激励管理办法(试行)》(本书简称《管理办法》),在为上市公司推行股权激励制度提供重要政策保障的同时,也标志着真正意义上的股权激励制度在我国资本市场正式建立。在此之前,高管通过拥有公司部分股票所有权的持股激励为上市公司主要激励模式(为方便,本书将其称为“H-S 激励”),且种类较多,包括公司成立时配送的发起人股、管理层收购及持有股票的分红或转送股等,但经理所持的这些股份通常无法在二级市场上自由流转^①(苏冬蔚、林大庞, 2010);而在此之后,许多上市公司提出了包括可以在二级市场上流通的(已行权)股票期权(stock options)和(已解锁)限制性股票(restricted stock)(为方便,本书将其称为“O-R 激励”)等在内的真正意义上的股权激励制度。截至 2012 年 5 月 31 日,我国 A 股资本市场已有 392 家上市公司公布了 O-R 激励草案,而仅 2012 年前 8 个月,中国证监会就批准了多达 61 家上市公司的 O-R 激励草案^②,这为在我国资本市场开展股权激励与投资行为研究提供了重要实践基础条件,同时也凸显

① 如我国于 1993 年 12 月 29 日颁布的《公司法》明确规定:“公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份,并在任职期间内不得转让。”

② 资料来源:系笔者统计于巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)。

了对股权激励制度效率研究的现实需要。

更为重要的是,在考察高管股权激励在企业投资决策行为中的作用时必须考察负债这一重要因素。在 Modigliani 和 Miller (1958) 的完美资本市场里,投资取决于技术偏好与产出,而独立于融资。然而在真实世界中,由于信息不对称、契约不完备等市场不完全性的存在,融资尤其是负债融资对企业投资决策产生重要影响,并引发股东—债权人代理冲突。以 Jensen 和 Meckling (1976) 为代表的代理理论解释了负债融资影响企业投资行为的两种机理:一是在股东与经理人利益完全趋同的情况下,股东—债权人冲突对投资有直接影响,其后果表现为资产替代与投资不足 (Fama 和 Miller, 1972; Myers, 1977; Parrino 和 Weisbach, 1999); 二是在股东与经理人利益趋同较弱的情况下,负债能通过减轻股东—经理冲突中的相机治理作用,间接影响过度投资行为 (Jensen, 1986)。这表明负债对企业投资具有重要影响的同时,也反映出对这一影响的准确考察必须将其置于股东—经理人委托—代理框架下,因为股东—经理人的代理冲突是现代企业制度的主要特征。

然而遗憾的是,现有大量文献一方面集中关注高管薪酬激励对企业价值的影响;另一方面集中关注负债融资对企业价值或投资规模的影响,而将缓解股东—高管投资代理冲突的高管股权激励纳入股东—债权人投资冲突分析框架中的现有文献并不多见。尽管在实践中负债与经理激励是相互依赖的,但恰如 Berkovitch 等 (2000) 所指出的那样,学者们在研究中却往往将二者割裂开来:委托—代理理论 (Mirrlees, 1976; Holmstrom, 1979) 研究经理薪酬契约并没有考虑融资结构;而资本结构的代理理论 (Jensen 和 Meckling, 1976; Grossman 和 Hart, 1982) 并没有明确考虑经理薪酬激励问题 (姜付秀、黄继承, 2011)。

当前,对作为世界第二大经济体的中国而言,一方面企业投资过度与投资不足已成为阻碍我国经济运行与发展的客观事实;另一方面高管薪酬监管的非完全有效性使高管薪酬收入与普通职工收入差距不断拉大,进一步加剧了收入分配不合理与贫富差距问题,备受社会关注。企业高管与农民工工资收入差距最大达 4553 倍,且近五年来高管薪酬增长明显超过普通职工工资的增长,尤其是在国有企业^①。在这样一种制度背景下,刚刚兴起于我国资本市场的高管股权激励制度在企业投融资决策中具有怎样的经济后果性? 本书的基本命题是:在对现有理论文献与中国情景综合分析的基础上,揭示我国上市公司高管

① 资料来源:人力资源与社会保障部劳动工资研究所《中国薪酬发展报告》(2011)。