



教育部人文社会科学研究规划项目(项目批准号: 09XJC630012)
国家自然科学基金项目(项目批准号: 71002111)

公司风险偏好和管理层激励合同的设计

Gongsi Fengxian Pianhao he Guanliceng Jili Hetong de Sheji

步丹璐 著



公 司 是一个具有重要理论价值和实践意义的课题。这一研究的理论价值和现实意义决定的。所有权与经营权的分离为现代股份制公司的发展奠定了基础,同时也引发了股东与管理层之间的代理问题。

本书从高管激励的角度出发,通过实证分析的方法来研究高管薪酬设计的合理性。本书在考虑了风险业绩对高管激励的影响的基础上,进一步考虑了我国特殊的制度背景和经济环境,从而将政府行为和企业行为结合起来研究高管薪酬激励的合理性,为我国高管人员薪酬契约设计提供相关经验证据。



西南财经大学出版社

教育部人文社会科学研究规划项目（项目批准号：09XJC630012）
国家自然科学基金项目（项目批准号：71002111）

公司风险偏好和管理层激励合同的设计

Gongsi Fengxian Pianhao he Guanliceng Jili Hetong de Sheji



步丹璐 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司风险偏好和管理层激励合同的设计 / 步丹璐著. —成都: 西南财经大学出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5504 - 0729 - 9

I. ①公… II. ①步… III. ①公司—企业管理—劳动工资管理—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 145870 号

公司风险偏好和管理层激励合同的设计

步丹璐 著

责任编辑:张 岚

助理编辑:李晓嵩

封面设计:墨创文化

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm × 240mm
印 张	12. 25
字 数	220 千字
版 次	2013 年 7 月第 1 版
印 次	2013 年 7 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 0729 - 9
定 价	39. 00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

内容摘要

随着我国市场经济体制的逐步建立和国有企业改革的深入，我国政府在企业薪酬制度方面颁布了大量法规。2004年1月1日国务院国有资产监督管理委员会公布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》对中央直属企业高级管理人员开始实行年薪激励考核制度，并逐步引入长期激励机制。目前，我国上市公司似乎已逐步建立起基于业绩的薪酬制度，但据美国普华永道会计师事务所对我国上市公司公布的高管薪酬统计分析，中国上市公司2008年的高管薪酬增长率高于公司利润增长率，甚至出现某些公司利润负增长而高管薪酬正增长的“倒挂”现象。事实上，自全球金融危机爆发以来，中国资本市场展示给公众的是高管薪酬的乱象——既有格力电器高管获取高达117亿元的天价股权激励，又有448位董事长在2008年实行零薪酬制。当前企业管理层薪酬体系的无序状态使得公众难免产生深层的忧虑：高管薪酬究竟应该怎样设计？

所有权与经营权的分离为现代股份制公司的发展奠定了基础，同时也引发了股东与管理层之间的代理问题。理论上讲，委托代理关系使风险中立的股东和风险厌恶的管理层的利益有一定矛盾，从而产生经理偷懒和投资不足。然而在中国，管理层的投资过度、投资净现值为负的项目、无效率的并购等现象普遍存在。以房地产市场为例，受房地产市场高利润的吸引，越来越多的国有企业涉足房地产领域，过度投资的普遍性以及投机行为的存在都说明了管理层具有风险偏好特征。特别在金融危机下，许多企业因追求高收益投资金融衍生工具而发生巨额亏损，然而这些公司高管并未因公允价值变动损益亏损而承担相应的责任，薪酬不降反升。因而如何合理设计管理层激励合同从而避免其无效率投资显得颇为重要。

本书从高管激励的角度出发，通过实证分析的方法来研究高管薪酬设计的合理性，首先考虑了风险业绩对高管激励的影响，并进一步考虑我国特殊的制度背景和经济环境，将政府行为和企业行为结合起来，研究高管薪酬激励的合

理性,从而为我国高管人员薪酬契约设计提供相关经验证据。本书包含九篇,第一篇为绪论,简要介绍了本书的研究背景,国内外相关研究现状,相关研究理论基础和本书的主要内容。第二篇为风险对高管薪酬—业绩敏感性的影响分析,以我国上市公司2007—2011年5685个样本为研究对象,结合产权性质研究了风险对高管薪酬—业绩敏感性的影响。第三篇为高管薪酬—业绩敏感性对投资—现金流关系的影响分析,基于我国资本市场的发展变化,以我国2005—2011年的上市公司为样本,分析了不同产权性质下高管薪酬—业绩敏感性对投资—现金流关系的影响。第四篇为公允价值的采用对高管薪酬契约的影响实证研究分析,基于公允价值在企业会计准则中被广泛应用的制度背景,把公司业绩按照风险程度以及与管理层的努力程度的关系分为营业业绩和风险业绩,并比较分析高管薪酬与不同风险业绩的粘性区别。第五篇为高管薪酬的粘性程度对企业过度投资的影响,基于上市公司2005—2010年的高管薪酬和公司业绩数据,量化了高管薪酬与公司业绩的粘性程度,并实证检验了高管薪酬的粘性程度对上市公司过度投资行为的影响。第六篇为政府补助的获得对高管薪酬契约的影响分析,用上市公司的微观数据反映宏观层面的收入分配和宏观调控的作用,以更细致的数据分析了上市公司的薪酬差距和政府补助的关系,并检验了政府补助和薪酬差距对企业业绩的交互影响。第七篇为企业并购对高管薪酬—业绩敏感性的影响,以我国2006—2010年作为买方发生并购行为的362个国有上市公司为研究对象,分析了公司并购行为对高管薪酬与公司业绩的敏感度的影响。第八篇为管理层权力对薪酬差距和业绩变化关系的影响分析,以薪酬差距为切入点,从动态的角度来研究管理层权力对公司内部薪酬差距的变化影响以及对内部薪酬差距与业绩的相关性影响,并进一步分析业绩变化方向不同时管理层权力作用机制的差异。第九篇为控制权转移对高管更换的影响分析,从公司控制权转移的角度研究了控制权变更对公司高管更换的影响,检验了外部治理机制在高管约束和激励方面发挥的作用,并结合公司业绩对比分析了控制权转移对公司业绩与高管更换关系的影响。

本书由步丹璐副教授负责大纲思路设计和文稿审定。张晨宇协助步丹璐副教授进行文稿修订。各章节具体分工为:第一篇由步丹璐撰写;第二篇由步丹璐、王甲撰写;第三篇由步丹璐、党凌云撰写;第四篇由步丹璐、张晨宇撰写;第五篇由步丹璐、张晨宇撰写;第六篇由步丹璐、郁智撰写;第七篇由步丹璐、黄旭兰撰写;第八篇由步丹璐、密莹莹撰写;第九篇由步丹璐、王向撰写。

目 录

第一篇 公司风险偏好和管理层激励合同的设计 / 1	1
一、研究问题的提出 / 1	1
二、国内外研究现状 / 3	3
(一) 风险偏好文献综述 / 3	3
(二) 管理者与企业投资关系文献综述 / 3	3
三、研究理论 / 6	6
(一) 委托代理理论 / 6	6
(二) 薪酬契约理论 / 7	7
(三) 人力资本理论 / 7	7
(四) 产权理论 / 8	8
(五) 利益相关者理论 / 8	8
四、主要研究内容 / 9	9
第二篇 风险对高管薪酬—业绩敏感性的影响分析 / 13	13
一、引言 / 13	13
二、理论分析与研究假设 / 14	14
三、研究设计 / 17	17
(一) 变量定义 / 17	17
(二) 模型设定 / 20	20
四、实证结果与分析 / 20	20
(一) 描述性统计 / 21	21
(二) 相关性分析 / 25	25

(三) 回归结果分析 /	26
五、研究结论 /	31

第三篇 高管薪酬—业绩敏感性对投资—现金流关系的影响分析 / 32

一、引言 /	32
二、理论分析与研究假设 /	34
三、研究设计 /	36
(一) 模型与变量设计 /	36
(二) 研究数据及样本来源 /	37
(三) 描述性统计 /	38
(四) 相关性检验 /	39
四、实证结果及分析 /	40
(一) 分组的 PPS 描述性统计 /	40
(二) 高管薪酬—业绩敏感性分组下投资与现金流的回归结果 /	40
(三) 高管薪酬—业绩敏感性对投资—现金流敏感性的影响分析 /	41
五、进一步分析高管薪酬—业绩敏感性对投资—现金流关系的影响 /	42
六、结论 /	43

第四篇 公允价值的采用对高管薪酬契约的影响 / 45

一、引言 /	45
二、理论分析与研究假设 /	48
三、案例分析 /	52
四、研究设计 /	55
(一) 变量定义 /	55
(二) 模型设定 /	56
五、实证结果与分析 /	57
(一) 描述性统计 /	57
(二) 相关系数分析 /	59

(三) 回归结果分析 /	60
(四) 稳健性检验 /	64
六、研究结论 /	68
第五篇 高管薪酬粘性对企业过度投资的影响分析 /	70
一、引言 /	70
二、制度背景与研究假设 /	72
(一) 国资委规定中的薪酬粘性 /	72
(二) 高管薪酬的粘性程度和企业过度投资 /	73
(三) 产权性质和过度投资 /	75
三、案例分析 /	76
(一) 金融资产投资情况 /	76
(二) 公司业绩水平 /	77
(三) 高管薪酬及薪酬粘性 /	78
四、研究设计 /	80
(一) 主要变量定义 /	80
(二) 模型设定 /	81
(三) 样本选择与数据来源 /	83
五、实证结果与分析 /	83
(一) 描述性统计 /	83
(二) 不同产权公司的薪酬粘性和过度投资差异比较 /	85
(三) 相关性分析 /	86
(四) 多元回归分析 /	86
六、研究结论 /	90
第六篇 政府补助的获得对高管薪酬契约的影响分析 /	91
一、引言 /	91
二、制度背景与研究假设 /	92
(一) 理论分析 /	92

(二) 国有企业高管薪酬的制度背景分析 /	93
(三) 民营企业与政府补助 /	95
(四) 政府补助的经济后果 /	95
三、研究设计 /	96
(一) 模型和变量设计 /	96
(二) 研究样本和数据来源 /	98
(三) 描述性统计 /	98
(四) 相关性分析 /	100
四、实证结果与分析 /	100
(一) 总样本分析 /	100
(二) 不同产权性质的上市公司政府补助对薪酬差距的影响分析 /	102
五、政府补助和薪酬差距对企业业绩的交互影响 /	104
六、结论和建议 /	107
(一) 结论 /	107
(二) 建议 /	107
第七篇 企业并购对高管薪酬—业绩敏感性的影响分析 /	109
一、引言 /	109
二、文献综述与研究假设 /	111
(一) 文献综述 /	111
(二) 制度背景 /	112
(三) 研究假设 /	112
三、模型设计与样本选择 /	113
四、实证结果 /	116
(一) 描述性统计分析 /	116
(二) 回归结果 /	117
五、进一步分析：并购后的薪酬变化 /	119
六、研究结论 /	121

第八篇 管理层权力对薪酬差距和业绩变化关系的影响分析 / 122

- 一、引言 / 122
- 二、理论分析与研究假设 / 124
- 三、研究设计 / 127
 - (一) 模型及变量设计 / 127
 - (二) 数据来源及样本选择 / 129
- 四、实证分析 / 130
 - (一) 描述性统计 / 130
 - (二) 相关性分析 / 132
 - (三) 回归结果 / 133
- 五、研究结论 / 151

第九篇 控制权转移对高管更换的影响分析 / 153

- 一、引言 / 153
- 二、理论分析与研究假设 / 155
- 三、研究设计 / 156
 - (一) 变量定义 / 156
 - (二) 模型设定 / 157
- 四、实证结果与分析 / 159
 - (一) 我国上市公司高管更换现状分析 / 159
 - (二) 描述性统计 / 162
 - (三) 相关性分析 / 164
 - (四) 回归结果及分析 / 165
- 五、研究结论 / 171

参考文献 / 172

第一篇 公司风险偏好和管理层激励合同的设计

一、研究问题的提出

随着我国市场经济体制的逐步建立和国有企业改革的深入，政府在企业薪酬制度方面颁布了大量法规。2004年1月1日，国务院国有资产监督管理委员会公布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》对中央直属企业高级管理人员开始实行年薪激励考核制度，并逐步引入长期激励机制。目前，我国上市公司似乎已逐步建立起基于业绩的薪酬制度，但据美国普华永道会计师事务所对我国上市公司公布的高管薪酬统计分析，中国上市公司2008年的高管薪酬增长率高于公司利润增长率，甚至出现某些公司利润负增长而高管薪酬正增长的“倒挂”现象。事实上，自全球金融危机爆发以来，中国资本市场展示给公众的是高管薪酬的乱象——既有格力电器高管获取高达117亿元的天价股权激励，又有448位董事长在2008年实行零薪酬制。当前企业管理层薪酬体系的无序状态使得公众难免产生深层的忧虑：高管薪酬究竟应该怎样设计？

2007年以来，公允价值的广泛应用使“公允价值变动损益”成为上市公司业绩的重要组成部分。披露“公允价值变动损益”的上市公司从2007年的435家增加到2010年的547家，增长了26%，披露“公允价值变动损益”的公司数占上市公司总数的27%。4年来有1054个样本公司因为公允价值的变动合计获得了164亿元的公允价值收益，平均每家获得收益7600万元，同时有962个样本公司由于公允价值的变动共损失了338亿元，平均每家损失3.6亿元。其中有13个样本公司由于“公允价值变动损益”亏损使公司业绩由正为负，如中国平安2008年由于公允价值变动损失了176.7亿元，使营业利润亏损23亿元；中国国航2008年由于公允价值变动损失了74.72亿元；中信泰

富 2008 年因为公允价值变动亏损 146.32 亿元；东方航空 2008 年由于公允价值变动损失了 62.56 亿元；中国远洋远期运费协议 2008 年由于公允价值变动亏损了 41.21 亿港元（约合人民币 35.91 亿元）。然而这些公司高管并未因公允价值变动损益亏损而承担相应的责任，薪酬不降反升。这种薪酬与业绩的不匹配的现象引起社会和媒体的广泛关注。

2009 年 2 月，财政部办公厅发布了金融企业和国有企业负责人的“限薪令”——《金融类国有及国有控股企业负责人薪酬管理办法（征求意见稿）》，决定从 2009 年起对金融类国有企业进行量化绩效考评，金融企业绩效评价结果作为确定金融企业负责人薪酬的重要依据。在金融危机的背景下，如何对管理人员实施有效的激励约束机制从而避免其无效率投资成为公司治理研究的重点，薪酬激励、股权激励、晋升激励以及消费激励等都是上市公司常采用的激励方式，但如何合理设计管理层激励合同则显得颇为重要。

管理层激励合同设计的主要目的是协调所有者和经营者的利益，减少代理成本。业绩报酬敏感度（delta）是指管理层激励和业绩指标的敏感性程度。业绩报酬敏感度理论上能够拉近管理层与股东的利益，降低代理成本，但是以业绩为基础的报酬在提供激励的同时也给管理层带来了薪酬风险（Holmstrom, 1979）。管理层的风险厌恶程度会影响公司的投融资政策、影响公司的风险偏好，会使管理层偏离股东财富最大化的理财目标，投资于一些有损股东财富，但却能够给他们自身带来利益的项目（Jensen, 1986）。

风险报酬敏感度（vega）是指管理层激励与公司风险指标的敏感性程度。理论上讲，较高的风险报酬敏感度应能抵消由于业绩报酬敏感度过高带来的风险厌恶的情况，即风险报酬敏感度越大越能使管理层的风险偏好与公司的风险偏好一致，从而可以激励风险厌恶的管理层投资高风险且净现值（NPV）为正的项目，从而使所有者和经营者的利益更加一致。

基于此，本书从高管激励的角度出发，通过实证分析的方法来研究高管薪酬设计的合理性，首先考虑了风险业绩对高管激励的影响，并进一步考虑我国特殊的制度背景和经济环境，将政府行为和企业行为相结合，来研究高管薪酬激励的合理性，从而为我国高管人员薪酬契约设计提供相关经验证据。

二、国内外研究现状

(一) 风险偏好文献综述

随着金融危机和次贷危机的爆发,风险再次引起实务界和理论界的高度重视。布罗克豪斯(Brockhaus, 1980)开创了公司风险偏好的研究先河,他以20世纪70年代美国辞去公司职务从事创业的高管为研究对象,选取依然在岗的管理层为对比样本,研究发现两个群体在风险承担倾向上无明显差别。马奇和沙皮拉(March、Shapira, 1987)则研究发现,不同管理者因所持有的工作动机不同在风险承担倾向方面有显著的不同,同时管理者的工作经验背景对风险偏好选择也存在差别。还有学者(MarCrimmon、Wehrung, 1986)研究发现管理者职务的高低和其风险偏好成正比例关系,高层管理者更倾向于冒险。克里斯汀(Christine, 2001)等通过深度访谈、调查问卷等方式研究发现,管理者表现出更多的是损失厌恶而非风险厌恶,在接受企业利益损失方面往往表现出较强的厌恶情绪,若一个项目或决策能够为企业带来更多的利益,管理者则往往会忽视风险。皮瑞诺(Perrino, 2005)等研究发现,当管理者具有较高的风险厌恶偏好时,往往会选择风险系数较低的项目;当管理者的风险厌恶倾向升高时,风险程度降低的项目要比风险程度增加的项目有更大的吸引力。

国内学者对企业风险偏好的研究相对较晚,而且研究领域相对较窄。谢科范(1993)以制造业为研究对象,通过实地调研,对38家企业负责人对待风险的态度进行了调查,发现我国企业决策者普遍存在风险偏好的特征。张应语和李志祥(2009)以我国国有企业的管理人员为研究对象,实证研究了管理层风险偏好。作者在对偏好、风险偏好和管理风险偏好等概念界定的基础上,对风险偏好进行了度量。研究发现,各类管理者的风险偏好以及总体的管理风险偏好都呈现正态分布特征;管理者在对待不同类别的风险时表现出了不同的偏好态度,且管理者的风险偏好和年龄、所处的职位显著相关,而与性别、企业规模和管理者受教育的程度没有关系。

(二) 管理者与企业投资关系文献综述

投资活动是企业三大财务活动之一,同时也是企业创造价值的手段,一直以来都是财务学研究的热点。由于信息不对称以及代理问题的存在,我国许多企业在投资过程中普遍存在非效率投资的现象(包含过度投资和投资不足),

从而导致资源配置效率的低下。已有研究从理性经济人的视角发现,企业的投资决策受自由现金流、债务契约、公司治理等外部因素以及管理者特征等因素的影响。但随着行为经济学的发展,人们发现企业的一些投资行为决策很难用现有理论去解释,传统的理性经济人假设受到质疑,越来越多的学者开始关注管理者自身特征的影响,个人特征对企业投资决策的影响成为理论界研究热点。

1. 外部因素

外部经济环境对企业投资的影响研究主要体现在自由现金流、债务约束等方面。詹森(Jensen, 1986)提出自由现金流假说,认为如果经营者追求企业规模扩张,企业自由现金流就有可能被用于投资净现值(NPV)为负的项目。尤其是现代股份制公司股东与经理人之间广泛存在着委托代理问题,经理人的机会主义行为会导致企业的过度投资。代理问题越严重,过度投资行为越严重,投资现金流相关性越高。还有学者(Talbey等, 2002)在对资本市场融资约束程度度量的基础上,研究发现外部资本市场的融资约束程度和企业对外投资成反比例关系,外部融资的难易程度直接影响了企业的投资决策。希恩(Shan, 2004)和乔布斯(Jobs, 2006)在随后的研究中也证实了该研究结论。

国内学者主要以我国特殊的经济制度为背景,研究外部环境对企业投资决策的影响。郭建强和何青松(2008)结合中国特殊的经济和体制背景,研究发现企业投资受政策影响的程度较大。曹书军等(2010)从企业边际融资成本入手,选择权益资本成本指数、公司治理水平指数作为替代变量构造出理论模型来研究边际融资成本对于企业投资行为的影响程度。研究发现,企业的外部边际融资成本和企业投资水平呈现负相关关系。

2. 管理者特征

企业的经营、投资、融资等一切活动决策都是由管理者决定的,由于经营者自身知识、年龄、经验不同,在对待风险方面也有所差距,因而在投资决策时也存在差别。麦克林(Meckling, 1976)从研究中发现,企业管理者在进行投资决策时,更多的是出于对自己私人收益的考虑,只要能获取私利甚至会投资净现值(NPV)为负的项目,从而使两者目标相背离损害企业价值。李(Lee, 2006)的研究发现公司技术创新、制度建设、企业文化建设等很多领域都与管理者的背景特征有很大的关系。管理者的投资选择往往是非理性的,很多决策都是在不确定条件下的选择,这些非理性的投资决策往往就会受到例如个人信念和个人价值观等的影响。而信念、价值无疑是与管理者的背景特征无

法分离的。卡梅洛 (Camelo, 2005) 等通过调查研究、分析对比、跟踪采访等方法研究了管理者年龄、任期和教育背景三个因素与企业创新活动的关系。结果显示, 教育背景与企业创新活动的关系最为敏感, 任职年限次之, 高管的年龄影响最弱。查德威克 (Chadwick, 2003) 等主要对管理者的性别进行了研究, 当企业管理者为女性时, 企业文化较稳重持久, 投资相对稳健保守; 当管理者为男性时, 企业文化多为“激进”、“改革创新”等类型, 投资更为冒险。

近年来, 国内学者中对管理者背景特征也开展了相关研究。陈传明和孙俊华 (2008) 基于我国特殊的制度背景和经济环境, 结合高阶理论和资源基础理论, 研究发现: 管理者学历高低和企业多元化程度呈正相关关系; 具有财务工作经历的管理者, 公司多元化程度是更低而不是理论上的更高; 而且管理者的年龄和企业多元化战略之间呈现倒“U”形的关系; 男性管理者经营的企业比女性管理者经营的企业多元化程度高。陈守明和简涛 (2010) 研究发现: 管理者受教育的程度对于企业“走出去”模式的选择影响比较显著; 任期越长, 越倾向于选择完全控制的模式。郭玲玲 (2010) 的研究也指出高管的背景特征对企业的筹资战略、投资战略和收益分配战略均有较显著的影响。

3. 过度自信

随着行为金融学的发展, 一些经济现象很难用现有的理论知识去解释, 国外学者开始关注管理者的非理性行为对企业财务活动的影响。希顿 (Heaton, 2002) 研究发现, 当企业自由现金流比较充足时, 过度自信的管理者对投资项目往往持乐观态度, 容易高估投资项目的预期收益, 从而导致企业过度投资。马尔门迪尔和塔特 (Malmendier、Tate, 2005) 研究发现, 相对于理性的首席执行官, 过度自信的首席执行官更有可能实施破坏企业价值的收购活动。他们进一步研究发现, 过度自信的首席执行官的投资对现金流敏感度比理性的首席执行官更高, 管理者的过度自信一定程度上会扭曲企业的投资行为。因此, 过度自信的非理性管理者一般会高估项目的预期盈利, 从而低估风险, 即使投资项目的净现值 (NPV) 为负, 高度自信的首席执行官仍会相信自身的经营能力, 从而导致过度投资。

郝颖等 (2005) 在对管理者过度自信理论分析的基础之上, 用高管人员的持股数量衡量管理者过度自信作为自变量, 以企业过度投资为因变量进行实证检验, 研究发现: 过度自信的管理者与理性的管理者相比, 过度自信的管理者管理的企业通常有较高的现金流敏感度和投资水平; 在我国特殊的股权治理结构背景下, 非理性的管理者会造成更多的投资异化行为。郝颖等 (2005) 的研究开创了我国基于管理者过度自信的视角来研究企业投资行为的先河。汪

德华和周晓艳（2007）在学者们研究的基础上，从行为公司金融理论的视角，构建了管理者过度自信与企业投资异化模型。通过这一模型，他们进一步对行为公司金融理论影响企业投资异化行为的理论进行了剖析，并相对比较了传统财务理论下企业过度投资行为。王霞等（2008）通过实证研究证明，企业的投资异化行为受管理者过度自信心理特征的影响，通常存在效率低下的投资行为，而企业投资行为异化的资金来源并非是企业内部经营现金流，主要是企业外部的负债融资取得的资金。在投资并购活动的研究文献中，傅强和方文俊（2008）利用上市公司数据，以企业景气指数为替代变量，实证研究发现，企业的并购活动频率与管理者过度自信成正比例关系。姜付秀（2009）以经理薪酬和盈利预测的对比作为替代变量，利用上市公司数据实证检验了企业扩张和财务困境与管理者过度自信之间的关系，研究发现，管理者越自信，企业扩张的速度越快，甚至往往会使企业陷入财务困境。张功富（2011）采用2004—2009年700多家上市公司的数据进行实证研究发现，存在政府干预的企业投资活动要比没有政府干预的少，这说明，政府干预背景使得企业的管理者有着更乐观的心理扩大投资活动。

三、研究理论

所有权与经营权的分离产生了现代公司的委托代理理论，由于股东不参与企业的经营管理，经理人在日常经营中拥有绝对的话语权，在信息不对称的情况下，经理人会追求私人利益从而使股东与经理人的目标相背离，诸如享受超额在职消费、高额薪酬。因而如何对经理人进行激励避免其自利行为从而为企业价值最大化而努力颇为重要。本书首先用委托代理理论解释股东高管之间的代理关系，用薪酬契约理论解释股东对高管的激励和约束，用人力资本理论解释高管本身作为一种资本及其应得收益，用产权理论解释国有企业和非国有企业经济行为的不同，以期作为本书的理论基础。

（一）委托代理理论

股东与经理人之间是委托人与代理人的关系，如何在信息不对称性的情况下设计出一份最优合同激励代理人从而避免股东与经理人利益相冲突是委托代理理论所需解决的问题。因此，研究股东与高管之间激励约束问题，委托代理理论是基础。

詹森（Jensen，1976）提出委托代理理论是建立在委托人与代理人之间的一种合同关系，在这种合同安排下，委托人给根据一种明示或默示的合同委托代理人提供服务，同时给予其一定经营决策权，并根据受托人的努力和产出来给予其一定的报酬。在监督不力、信息不对称、目标利益偏离的情况下，经理人就可能为追求私人收益最大化努力，从而将委托人的利益置之不管，产生道德风险和逆向选择问题。委托人为有效地缩小利益偏差，承担了偏差行为的监督约束成本以及使用适当的激励机制，由此产生代理成本。代理成本在减少代理人道德风险、逆向选择问题的同时也会对公司价值造成影响，如果超过了委托人所能接受的程度，委托人可能会对监督进行弱化，“内部人控制问题”就会相应产生。经过实践的检验，能使代理成本最小化的相关代理理论机制已经产生，如将代理人薪酬与公司业绩捆绑一起的激励约束机制，能让为企业作出贡献的代理人一同分享发展的胜利果实，代理人在为委托人的利益努力工作时，也实现了自身利益最大化，是一种合理的制度安排形式，同样也是一种双赢模式。

（二）薪酬契约理论

薪酬契约理论可以实现委托人对受托人的约束和激励，从而将委托人的利益和受托人的利益以薪酬契约的方式紧密联系起来。如果代理人的行为符合委托人最大化利益的目标，委托人就会为代理人作出的贡献给予肯定的奖励，相反若受托人的代理行为与委托人的利益出现偏差，委托人就会对受托人的代理行为予以相应的处罚，最严重可以取消受托人的代理身份。在受托人的努力和输出都可观察的情况下，委托人能够对受托人进行有效的监督，相应地减少受托人偷懒的机会，最优合同得以建立。委托人会给予受托人固定薪酬而不管受托人的产出如何，最优合同就按这种方式执行。如果受托人的努力和输出不能观测，那么委托人只能通过主观推测受托人的努力和输出，次优合同在这种情况下就会被设计出来，薪酬内容包括基本薪酬、股票、奖金。最优契约论认为可以通过将受托人薪酬和输出相捆绑的方式达到激励的目的，调动受托人更多地委托利益努力付出的积极性，以实现委托人利益最大化。如果订立的契约是有效的，能够激励受托人付出更多的努力，与委托人的利益保持一致，则可以认为高管薪酬—业绩敏感性较高，薪酬变动与业绩变动是高敏感的。

（三）人力资本理论

人力资本认为对人力资源进行培训教育以及在此期间的机会成本可以表现为劳