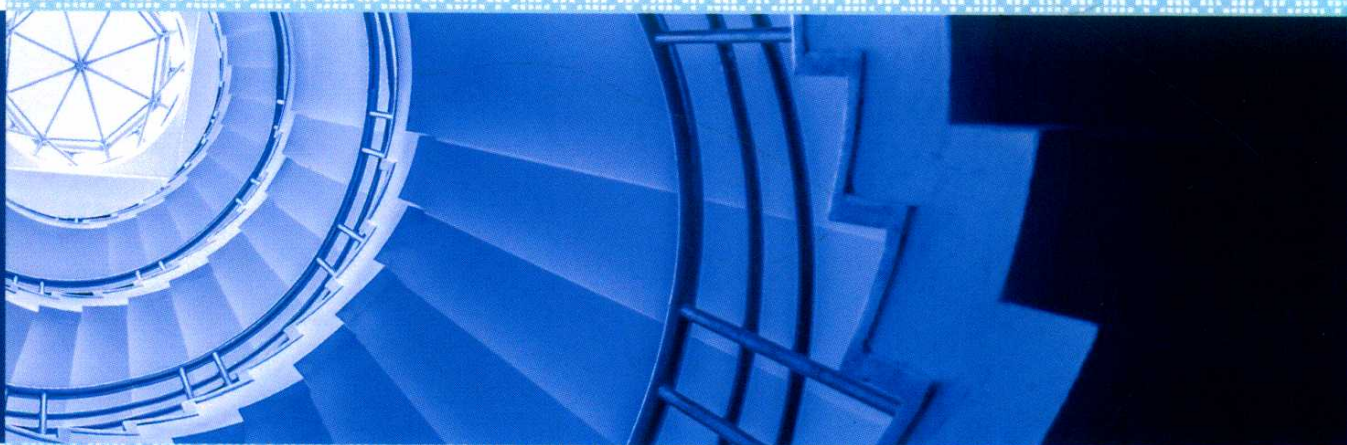


山东建筑大学
经济管理学
学科论著

Managerial Power and Firm Investment Efficiency:
On the Dual Perspectives of Internal Control and Institutional Environment

高管权力与投资效率研究： 基于内部控制与制度环境的双重视角

岳丽君 © 著



中国财经出版传媒集团



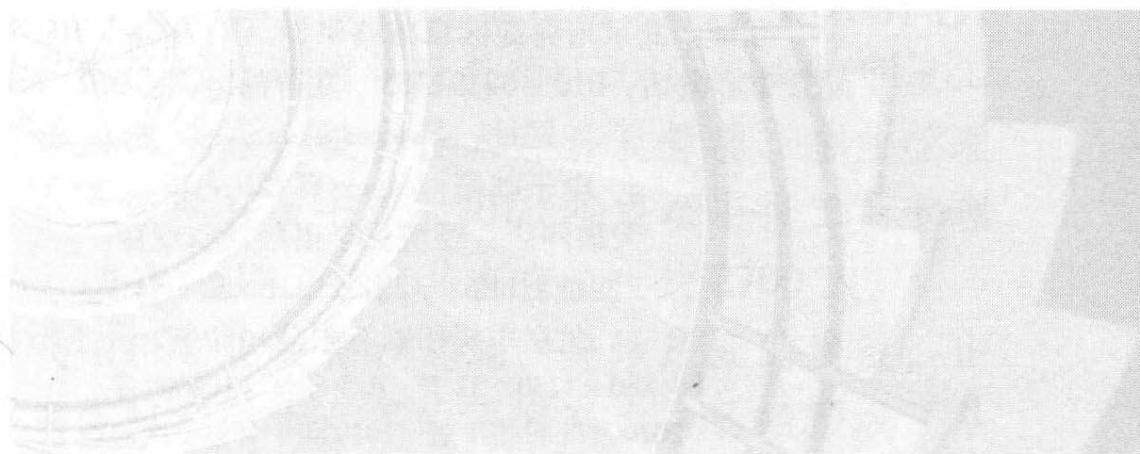
经济科学出版社
Economic Science Press

山东建筑大学
经济管理学科论著

Managerial Power and Firm Investment Efficiency:
On the Dual Perspectives of Internal Control and
Institutional Environment

高管权力与投资效率研究： 基于内部控制与制度环境的 双重视角

岳丽君 © 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

高管权力与投资效率研究：基于内部控制与制度环境的双重视角 / 岳丽君著. —北京：经济科学出版社，2019. 1

(山东建筑大学经济管理学科论著)

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0112 - 5

I. ①高… II. ①岳… III. ①企业领导 - 影响 - 企业 - 投资效率 - 研究 IV. ①F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 298568 号

责任编辑：崔新艳

责任校对：王苗苗

责任印制：王世伟

高管权力与投资效率研究：基于内部控制与制度环境的双重视角

岳丽君 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

经管中心电话：010 - 88191335 发行部电话：010 - 88191522

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

电子邮箱：[espaxy@126. com](mailto:espaxy@126.com)

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

880 × 1230 32 开 6.5 印张 180000 字

2019 年 1 月第 1 版 2019 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0112 - 5 定价：35.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线：010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话：010 - 88191537

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

总 序

山东建筑大学商学院初期为工商管理系，1999年正式招收工商管理专业本科生。2004年，商学院正式成立，拥有工商管理、会计学和电子商务三个本科专业，2008年，增设市场营销和财务管理两个本科专业。作为新成立的学院，商学院全体员工齐心协力谋求发展，于2006年率先与澳大利亚维多利亚大学开展中外合作办学项目，先后开展了国际商务、会计学、市场营销等合作办学项目，并与英国朴茨茅斯大学、新南威尔士大学和美国波特兰州立大学等建立了合作关系，初步奠定了商学院外向型办学特色，培养了一批具有国际视野的年轻教师。2010年成功申报工商管理一级学科硕士点，设有技术经济及管理、企业管理和会计学3个二级学科硕士点；2010年成功申报工商管理硕士（MBA）办学项目，目前共有在校生约2700人。

伴随着我国研究生教育和建筑、房地产业的发展，山东建筑大学商学院经过十几年的不懈努力，已经形成了从专科生、本科生到硕士研究生的较完整的培养体系。现已形成的稳定的研究方向为：房地产经营与管理、城市品牌管理、公司治理与企业战略管理、财务管理与资产评估等。师资队伍中已经呈现出一批优秀的骨干教师，他们既

具有扎实的理论基础，又具有国际化的前沿视角。他们大多具有出国留学访学经历，其研究注重前沿性和实用性相结合，服务于地方社会经济发展。我们以这些优秀骨干教师为主成立编委会，从中推选出部分研究成果以“山东建筑大学经济管理学科论著”的形式编辑出版，以期为我国商科教育和发展做出一定贡献。这些论著介绍了本学科的最新研究成果，希望以这些论著为媒介，增强各高校、科研单位及相关部门之间的交流与合作。

我国经济和企业管理学学科在快速发展，其中许多理论问题需要进一步深入研究，对于本系列论著中存在的不足，恳请专家学者给予关心、指导和匡正。

山东建筑大学商学院教授、院长：胡宁

前 言

投资是拉动经济增长的“三驾马车”之一，在我国经济发展中的作用尤为突出，是40年来经济飞速发展的源动力。统计数据显示，1981~2015年，我国经济与投资均呈现高速增长的态势，其中GDP的年增长率高达9.77%，而固定资产投资的年增长率也高达21%。然而隐藏在宏观经济高投资、高增长现象中的本质是微观层面中企业投资的低效率。究其原因，是由于现代企业所有权与经营权的分离导致了股东和管理者之间的代理冲突，因而，追逐个人收益最大化的自利动机会驱使高管（公司高层管理者的简称）利用手中权力异化企业投资行为，进行非效率的投资。

内部控制作为企业不完全契约的必要补充，本质上是为了实现组织目标、协调和维护企业利益相关者之间利益关系、避免利益冲突的一种制度安排和控制机制，是公司内部治理的重要组成部分。我国内部控制的实践经历了从无到有、从无序到规范、从自愿到强制的过程。借鉴美国《萨班斯—奥克斯利》法案，我国于2008年和2010年先后颁布了《内部控制基本规范》和《内部控制配套指引》，明确规定上市公司应出具内部控制年度自我评价报告和内部控制审计报告，标志着我国内部控制体系基本建立，上市公司内部控制信息披露由自愿进入强制性阶段。因此，内部控制在公司投资中的治理机制以及治理效果成为被关注的重点，亦成为检验《内部控制基本规范》实施效果的重要一环。

在“新兴”加“转轨”的市场中，政府管制是经济发展中的一

大特色。随着放权让利改革的深化，政府管制模式由“行政干预”变为“监管”，赋予企业管理层更多的公司决策自由裁量权，进一步强化了高管的权力。拥有企业实际控制权的高管为了追求私人收益，将个人意志体现在公司投资决策上，非效率投资成为其理性选择，由此加剧了企业的非效率投资。因此，政府监管尤为重要，其可以限制上市公司高管权力的滥用，抑制高管在投资决策上的机会主义行为，减少非效率投资的发生。从区域市场环境的角度来看，我国经济发展中长期实行的“梯度发展战略”造成各地区经济发展水平的不均衡和极大的差异性。市场化进程的不均衡造成区域市场竞争水平的差异性，从而对高管权力的制约作用也不尽相同。从资本市场环境角度看，由于缺乏完善的企业利益相关者法律保护体系，机构投资者作为外部治理的重要力量，其对提升企业治理水平、有效监督制约高管权力、提高企业投资效率、保护中小股东利益具有积极作用。随着近期资本市场中“宝万之争”“前海人寿举牌格力”事件的发生，机构投资者也展示了其对一个行业、一个市场秩序的破坏力。因此，机构投资者作为资本市场的主要参与力量，其在公司治理中扮演的角色逐渐成为资本市场改革中重点关注的内容。

基于此，本书以 2007 ~ 2014 年沪深 A 股上市公司数据为基础，采用理论分析与实证研究相结合的方法，从内外部治理的角度检验高管权力对投资效率的影响。首先，在理论方面运用委托代理理论、信息不对称理论分析了非效率投资的影响动因。其次，运用不完全契约理论、委托代理理论、信息不对称理论、管家理论与激励理论解释高管权力对投资效率的影响。然后，充分考虑了内外部的治理机制的作用，构建理论模型，搜集整理数据，采用描述性统计、主成分分析、多元回归、分组回归等方法对数据进行分析，对研究假设进行实证检验。同时，通过变换样本、双样本 T 检验以及倾向得分匹配的方法对实证分析结论进行了稳健性检验。最后，针对我国上市公司高管在权力下的投资行为中存在的问题，提出了相

关的政策建议。具体研究内容如下。

第一，高管权力维度的划分及检验。根据亚当斯（Adams, 2005）的研究和法约尔的观点，将高管权力分为两类，正式权力和非正式权力。正式权力来源于制度、组织等的安排，非正式权力是基于高管个人的知识、信息、经验、魅力而形成的。借鉴芬克斯坦（Finkelstein, 1992）的四维度说，金（Kim, 2011）综合分析提出三维度说，将高管权力分解为三个维度：所有权权力、组织权权力和个人能力权力。不同的所有权安排会影响企业内部组织结构的情况，影响董事会的制度，进而影响高管的权力，因此，采用反映所有权安排的变量——股权集中度和股权制衡度作为代理高管所有权权力的指标。高管的组织权权力是企业科层组织所赋予的，因此，采用反映企业治理结构的变量——董事长与总经理两职兼任、董事会规模、独立董事比例和监事会规模作为代理高管组织权权力的指标。个人能力权力包括专家权力和声誉权力，专家权力是基于高管个人知识、信息、经验等形成的，声誉权力是基于高管声誉、威望、个人魅力等形成的，因此，采用反映高管个人能力的变量——CEO 任职年限、高管兼职、内部晋升和政治资本作为代理高管个人能力权力的指标。基于上市公司的经验数据，对高管权力三个维度中的 10 个代理指标与投资效率的关系进行了验证，其中股权集中度、股权制衡度、董事会规模、独立董事比例、监事会规模、CEO 任职年限、高管兼职和政治资本 8 个代理变量通过验证，均对企业投资效率有影响，充分证明指标选取的合理性。

第二，基于双人性假设的高管投资行为驱动分析及效果验证。传统的高管行为研究认为，高管只能选择代理人或管家单一角色，或者作为“经济人”出于代理人追逐委托代理收益和信息不对称收益的自利动机，进行非效率投资，或者作为“社会人”受社会动机和成就动机的驱动，选择管家角色进行效率投资，实现组织绩效。托西（Tosi, 2003）认为，代理理论和管家理论在解释高管行为时

是可以融合的，因为代理理论只强调高管人性中经济性的一面，忽视了高管人性中社会性的一面，管家理论是对其必要和有益的补充。企业作为契约的集合，其逻辑的起点就是“经济人”假设，因此作为根植于制度、组织安排的所有权权力、组织权权力更容易诱使高管选择代理人角色，追求个人利益最大化的行为动机会导致“帝国建造”、机会主义、管理防御、滥用自由现金流等非效率投资行为。作为“社会人”的高管，其个人专家技能、声誉等形成的个人能力权力使高管更易履行管家职能，具有追逐组织绩效和个人价值实现的行为动机，更易进行高效率投资。

高管权力与非效率投资的分维度验证中，所有的假设均得到验证：（1）高管所有权权力与企业非效率投资程度正相关；（2）高管组织权权力与企业非效率投资程度正相关；（3）高管个人能力权力与非效率投资程度负相关。研究充分证明，倾向于使用正式权力（所有权权力、组织权权力）的高管，在投资决策时更易履行代理人职能，进行以牺牲股东利益为代价的非效率投资；倾向于通过个人能力权力来影响组织成员和决策的高管，在投资决策时更易履行管家职能，采取符合组织利益的效率投资。最后，根据前面通过验证的8个代理变量，运用主成分分析法综合生成高管权力指标，验证了高管权力与投资效率的关系，即高管权力越大，企业非效率投资水平越高。

第三，构建内外部双重治理下的高管权力与投资效率模型并进行验证。在分析高管权力及其各维度对企业投资效率影响的基础上，重点分析内外部治理机制如何影响高管权力与非效率投资的关系。

作为企业内部制度安排和治理机制，内部控制可以通过内部控制五要素——控制环境、风险评估、控制活动、信息沟通和监督——有效监督和制约高管作为“经济人”的代理问题，抑制高管进行自利动机下的非效率投资行为。同时，良好的内部控制有助于

企业投资决策中高管“管家”行为的实现，抑制高管非意愿性非效率投资，提高投资效率。

根据新制度经济学的观点，外部制度环境影响塑造企业内部契约安排。外部制度环境对高管权力异化投资行为的治理作用表现在三个方面：一是政府对企业的监督机制可以作为公司治理机制失效的替代机制，约束高管滥用权力进行自利动机的非效率投资；二是区域市场化水平通过产品市场、要素市场（主要是经理人市场）和法律制度环境等多维度规范、制约高管权力的滥用，提高企业投资效率；三是从资本市场角度看，作为资本市场中企业外部治理的主力军，机构投资者可以通过直接参与公司内部治理或者通过控制权市场来间接参与公司治理与投资决策，从而制约高管权力，提高投资效率。

用分步回归方法，将内外部治理对高管权力与投资效率关系的调节效应进行检验，研究发现以下结论。（1）高质量的内部控制能够抑制高管权力导致的非效率投资，内部控制能够缓解高管所有权权力、组织权权力导致的非效率投资，对高管个人能力权力与非效率投资的调节效应未通过验证。（2）按照产权性质分组，高管权力对非效率投资的正向影响仍然显著，且与国有企业相比，非国有企业中高管权力对非效率投资的正向影响更强，充分证明政府监管的存在更能够抑制高管权力与非效率投资之间的正相关关系。进一步研究发现，政府监管能够抑制高管组织权权力导致的非效率投资，增强个人能力权力导致的效率投资。（3）区域市场环境在高管权力与非效率投资的关系中具有负向调节作用，即市场化程度越高，越能抑制高管权力与非效率投资的正向关系，且其治理作用的发挥主要是通过抑制高管所有权权力诱致的非效率投资取得的。（4）机构投资者在高管权力与非效率投资的关系中具有负向调节作用，其主要是通过抑制高管所有权权力、组织权权力对非效率投资的影响来发挥治理作用的。（5）基金持股在高管权力与非效率投资的关系中

具有负向调节作用，即基金持股比例越高，越能抑制高管权力与非效率投资的正向关系，且其治理作用的发挥主要是通过抑制高管所有权权力、组织权权力与非效率投资的正向关系取得的。(6) 压力抵制型机构投资者负向调节高管权力导致的非效率投资，其主要是通过抑制高管所有权权力、组织权权力导致的非效率投资，并增强高管个人能力权力引致的效率投资提高企业投资效率。

本书对于已有研究具有三方面的贡献。

第一，构建高管权力的多维指标测量体系，为科学衡量高管权力结构和强度提供依据。摒弃以单一指标衡量高管权力的做法，从不同维度刻画高管权力，为高管权力衡量提供有益的探索；同时，深入高管权力结构内部，从高管权力的不同侧面考察对企业投资效率的影响，研究结论对于提高企业投资效率更具有针对性和现实意义。

第二，以“经济人”+“社会人”双重假设建立“高管权力→行为（驱动）→投资效率”的逻辑模型。突破以往研究高管权力与投资效率关系时单纯的“经济人”假设，以“经济人”+“社会人”双重假设为出发点，融合委托代理理论、信息不对称理论、激励理论和管家理论去阐述高管权力下的企业投资行为，将进一步丰富现有的高管权力理论，拓展高管权力和投资效率研究的思路。

第三，深入研究机构投资者的持股特征，比较异质性机构投资者公司治理机制及效果的差异，丰富了机构投资者治理的理论和实践。机构投资者因其持股比例、持股动机及与被投资企业的关系不同，对企业非效率投资的治理机制和治理效果也不同。本书立足机构投资者的异质性特性，比较分析了对投资效率的作用机理及效果的差异，为机构投资者发挥积极治理作用提供新的思路和建议。

作者

2018年11月

目录

第 1 章 导论/ 1

- 1.1 研究背景及意义 1
- 1.2 研究内容与研究框架 10
- 1.3 研究方法与创新之处 14

第 2 章 文献述评/ 17

- 2.1 非效率投资及其动因 17
- 2.2 高管权力及其效应研究 26
- 2.3 内部控制及其治理效应研究 36
- 2.4 制度环境与企业投资效率 40

第 3 章 理论分析及模型构建/ 46

- 3.1 高管权力下的企业投资行为 46
- 3.2 内部控制的治理机制分析 64
- 3.3 基于制度环境的外部治理机制分析 69
- 3.4 理论模型 74

第 4 章 研究假设/ 78

- 4.1 高管权力多维指标体系构建 78
- 4.2 高管权力与投资效率 81
- 4.3 内部控制、高管权力与投资效率 90
- 4.4 制度环境、高管权力与投资效率 92

第 5 章	实证设计与检验 / 100	
5.1	样本选取与数据来源	100
5.2	变量选择与回归模型构建	101
5.3	实证结果及分析	106
5.4	稳健性检验	142
第 6 章	研究结论与讨论 / 153	
6.1	研究结论	153
6.2	政策建议	155
6.3	研究不足与未来展望	159
	参考文献	160

第 1 章 导 论

1.1 研究背景及意义

从企业微观层面看，投资是企业未来现金流的重要来源，是企业成长的重要保障。因此，上市公司投资行为及投资效率问题长期以来备受关注。

1.1.1 研究背景

1. 宏观与微观的相悖：高投资与低效率并存

市场化改革以来，中国的经济飞速发展，举世瞩目，GDP 总量自 2010 年以来稳居世界第二位。国内外学者普遍认为，高投资是推动中国经济高速增长的主要源泉和动力，这种高投资、高增长的模式支撑起中国经济 40 年的高速增长。统计数据表明，1981 ~ 2015 年，中国经济的年均增长率高达 9.77%，而固定资产投资的年均增长率高达 21%。具体增长率指标如图 1-1 所示。

然而，高投资并不意味着高效率，与全社会固定资产投资过热并存的是企业微观层面存在的过度投资、投资不足等投资低效率状况。尤其是 2008 年金融危机以来，中国政府为了维护经济秩序的稳定，施行 4 万亿元一揽子经济刺激计划，大量信贷资金投入资本市场，更引起新一轮投资狂潮，加剧了企业过度投资、投资不足的低效率资本配置情况（程新生等，2012；翟胜宝等，2014；刘星等，2014）。



图 1-1 1981 ~ 2015 年中国 GDP 增长率与固定资产投资增长率
数据来源：国家统计局公布的数据。

2. 所有权与经营权的分离：高管权力异化

所有权与经营权的分离是塑造现代企业的基石，也是委托人（股东）和代理人（管理层）之间代理冲突产生的根源（Jensen and Meckling, 1976）。由于委托人（股东）与代理人（管理者）之间目标函数的不一致，代理人（管理者）出于自利动机，为控制更多资源进行“帝国建造”（Jensen, 1986; Stulz, 1990; Hart, 1995），为掌握企业控制权的“管理防御”（Shleifer and Vishny, 1989; Noe and Rebellon, 1997; Hartzell et al., 2004）等，进行以牺牲股东利益为代价的经营决策行为，降低了企业价值。

管理者利用掌握的企业经营权，能够左右组织行为进而影响组织绩效，对企业的战略发展起决定性作用（Coase, 1937）。最早提出“高管权力”概念的是拉贝（Rabe）。1962年，拉贝在《高管权力》（Managerial Power）一文中将其界定为，将公司按照高管个人目标经营的意愿和能力。芬克斯坦（1992）则将高管权力界定为，高管按照个人的意愿制定和实施企业战略的能力。梅因等（Main et al., 1993）较早在管理实践中发现高管权力的存在，在一些公司中，总经理掌握着董事的提名权和任命。

改革开放以来的放权让利改革使企业经营决策权逐渐下移，高管权力进一步强化（卢锐，2008）。由于我国长期形成的“一把手”文化，随着高管权力的强化，企业高管权力制衡的失效和权力滥用的问题更加突出（胡明霞等 2015），高管权力异化投资行为、损害投资效率的现象普遍存在（张功富、宋献中，2009；陈晓芸、吴超鹏，2013）。

理论界关于高管对投资效率影响的研究大多从以下维度展开：一是从心理特征角度研究管理者过度自信对企业投资效率的影响（Brown and Sarma, 2007；张敏等，2009；韩静等，2016）；二是从高管个人背景特征研究对投资效率的影响（Bertrand and Mullainathan, 2003；李焰等，2011；Huang and Kisgen, 2013；张兆国等，2013；林朝南、林怡，2014；韩静等，2016）。刘和吉拉伯恩（Liu and Jiraporn, 2010）认为，权力是高管特征的最重要维度，拥有更多经营决策裁量权的高管，很容易将个人意志体现在公司战略和决策中。因此，从高管权力角度研究企业资本配置效率，显得迫切而必要。

3. 自愿披露到强制披露：内部控制在投资中的角色

关于内部控制的内涵，不同的人有不同的理解。自 1936 年美国注册会计师协会（AICPA）在《独立注册会计师对财务报告的审查》中首次提出内部控制的概念以来，研究者多从单一的审计角度、企业经营管理角度理解内部控制的内涵。1992 年美国反虚假财务报告委员会下属的发起人委员会（The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO）综合了管理层及各方需求，提出了一个广为接受的内部控制整合框架及概念，即“为了保证财务报告的真实可靠，提高企业经营效率和效果，由董事会、管理层及职员遵循相关法律法规并实施的行为过程”。然而，21 世纪初发生的安然、世通等财务舞弊丑闻，不但重挫投资者对上市公司、资本市场的信心，更推动美国国会于 2002 年通过了著名的《萨班斯—奥克斯利法案》（简称 SOX 法案），要求上市公司公开披露其内部控制状况，标志着美国上市公司的内部控制信息披

露进入强制性阶段，内部控制研究由理论上升到实践操作层面。

借鉴国际经验，我国内部控制体系建设发展迅速。2001年，财政部颁布《内部会计控制规范——基本规范（试行）》，是我国企业内部控制体系建设的第一个纲领性文件。2006年，上交所和深交所先后出台了《上海证券交易所上市公司内部控制指引》和《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》，是真正意义上上市公司的内部控制操作规范。2008年和2010年，财政部会同证监会、审计署、银监会、保监会联合颁布《内部控制基本规范》和《内部控制配套指引》（以上两个规范被简称为“CSOX 法案”），明确规定上市公司应出具内部控制年度自我评价报告和内部控制审计报告，标志着我国内部控制体系基本建立，上市公司内部控制信息披露由自愿进入强制性阶段。

蕴含在“SOX 法案”“CSOX 法案”中的一个重要理论前提是，内部控制作为企业的“免疫系统”，可通过制度安排和控制系统提高企业经营效率和效果，保护投资者权益。公司资本配置有效性是提高公司经营效率和效果的重要实现途径，是公司发展的重要保障。因此，内部控制在公司投资决策及行为中的角色和作用便成为广泛关注的重点，亦成为检验“SOX 法案”“CSOX 法案”实施效果的一个重要方面。研究发现，内部控制能够抑制管理层自利动机，减轻代理冲突，提高投资效率，提升企业价值（Doyle et al., 2007; Ashbaugh-Skaife et al., 2008; Chan et al., 2008; Altamuro and Beatty, 2010; Lafond and You, 2010; 张龙平等, 2010; 方红星、金玉娜, 2011; 叶建芳等, 2012; 李万福等, 2014）。

4. 我国制度背景：对公司治理的影响

随着经济体制改革的进行，企业改革不断深化，中国企业由过去计划经济体制下的行政治理逐步过渡到市场经济体制下的公司制，特别是经过1992年以来的“公司化”改革，很多企业纷纷改制上市，逐渐建立了现代化的公司治理结构。截至2015年底，在中国沪、深证券交易所上市的公司已达2800多家，上市公司已成