

高管薪酬粘性、风险承担与企业投资效率

——管理者权力与融资约束的调节作用

顾海峰 翟淋源

(东华大学旭日工商管理学院, 上海 200051)

摘要: 本文选取2010—2019年中国A股上市公司数据, 实证分析了高管薪酬粘性对企业投资效率的影响及其作用机制。研究表明: (1) 高管薪酬粘性对企业投资效率具有负向影响, 会加剧企业过度投资, 由此加大非效率投资及降低投资效率。(2) 高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响仅对“奖优-低惩劣”薪酬契约有效。相对于非国有、高估值与制造业企业, 高管薪酬粘性对国有、低估值与非制造业企业投资效率的负向影响更为显著。(3) 管理者权力的提高会加剧高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响, 加剧高管权力寻租引发的薪酬补偿效应, 由此稀释薪酬奖惩对业绩变动的敏感度。融资约束程度的提高会减弱高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响, 这种负向影响主要针对投资不足企业, 对过度投资企业不显著。(4) 风险承担在高管薪酬粘性与企业投资效率的关系中承担着中介作用, 高管薪酬粘性通过影响企业风险承担来影响企业投资效率, “高管薪酬粘性-风险承担-企业投资效率”的传导渠道有效。

关键词: 高管薪酬粘性; 企业投资效率; 风险承担; 管理者权力; 融资约束

Abstract: This paper conducts an empirical analysis on influence of executive compensation stickiness on corporate investment efficiency and the underlying mechanism by using the data of Chinese A-share listed companies from 2010 to 2019. The result shows that: (1) Executive compensation stickiness is negatively related to corporate investment efficiency. Executive compensation stickiness will exacerbate over-investment, thereby increasing inefficient investments and reducing investment efficiency. (2) The negative impact of executive compensation stickiness on investment efficiency is only valid for “rewarding the superior and low punishments on the inferior” compensation contract. Compared with non-state-owned, high-valued and manufacturing companies, the negative relationship is stronger in state-owned, low-valued and non-manufacturing companies. (3) The increase of management power will aggravate the negative impact of executive compensation stickiness on investment efficiency, and the increase of management power will intensify the compensation effect brought by the rent-seeking of power, thereby diluting the sensitivity of compensation rewards and punishments to performance changes. The improvement of financing constraints will weaken the negative impact, which is mainly for under-investment enterprises but not significant for over-investment enterprises. (4) Risk-taking plays an intermediary role between executive compensation stickiness and investment efficiency. Executive compensation stickiness can affect investment efficiency through the channel of risk-taking, which is found effective.

Key words: executive compensation stickiness, corporate investment efficiency, risk-taking, management power, financing constraints

作者简介: 顾海峰, 管理学博士、经济学博士后, 东华大学旭日工商管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司金融与公司治理等。翟淋源, 东华大学旭日工商管理学院硕士生, 研究方向: 公司金融。

中图分类号: F830.91 文献标识码: A

一、引言

2015年以来, 中国经济步入新阶段, 产能过剩已经

成为制约中国经济转型的主要问题。面对供需关系结构性失衡的矛盾, 中国政府实施供给侧改革, 而提高企业投资效率是改善供给侧环境与优化供给侧机制的关键。

在供给侧结构性改革的背景下,企业投资效率的高低在影响自身发展的同时,也对国家社会经济增长发挥着重要作用。作为公司内部治理的主要手段,薪酬激励契约设计将对管理层投资决策行为产生重要影响,进而影响到企业投资效率。从微观层面看,企业投资效率的改进将有助于提升企业盈利能力及持续竞争力,从而有助于提升企业价值。

Stein(2003)^[14]认为,影响企业投资效率的关键因素是代理问题与信息不对称,代理问题主要表现在管理层滥用自由现金流导致的过度投资。在两权分离背景下,管理层负责企业经营决策,董事会负责监督管理层在合理范围内行使职权,因此,建立科学完善的薪酬激励机制以提升企业投资效率显得尤为重要。薪酬契约的合理性有助于缓解代理问题,促使管理层利益与股东利益趋于一致。但现实情况却是薪酬体系普遍存在粘性特征(Jackson et al., 2008; 方军雄, 2009)^{[8][17]}。所谓高管薪酬粘性,主要是指在企业业绩上升与业绩下降时高管薪酬变动所呈现的非对称性特征,即随着业绩上升而增加的边际薪酬水平大于随着业绩下降而减少的边际薪酬水平。现有文献大多基于内部治理来探究高管薪酬粘性的影响因素,如董事会独立性、管理者权力等,很少探讨高管薪酬粘性的经济后果,尤其是高管薪酬粘性是否会加剧代理问题,进而影响企业投资行为。对此,本文从薪酬激励角度出发,考察高管薪酬粘性与企业投资效率的关系。

董事会代表股东行使监督职能,是法律指定的薪酬契约设计主体,在高管薪酬激励中发挥着不可替代的作用。然而,接连曝光的“天价薪酬”与“零薪酬”乱象,似乎表明董事会在与管理层的薪酬博弈中处于下风。当董事会监督职能缺失时,管理者权力的膨胀使其更有可能出于个人私利做出有损企业价值的投资决策。此外,外部治理同样具有约束管理层机会主义行为的作用。对此,本文将管理者权力与融资约束作为调节变量,进一步考察管理者权力与融资约束对高管薪酬粘性与投资效率关系的调节作用。此外,高管薪酬粘性“轻罚”甚至“奖罚”的特征很大程度上与企业风险承担关系紧密,而企业风险承担是影响企业投资行为和企业价值的关键因素(John et al., 2008; Ferris

et al., 2017)^{[9][5]},企业风险承担可能成为高管薪酬粘性影响企业投资效率的中介传导渠道。对此,本文以企业风险承担为中介变量,进一步考察企业风险承担在高管薪酬粘性与企业投资效率关系中是否承担着中介作用。

本文试图解决以下问题:高管薪酬粘性对企业投资效率是否存在影响?针对高管薪酬粘性对企业投资效率的影响,管理者权力与融资约束是否具有调节作用?在高管薪酬粘性影响企业投资效率的传导机制中,企业风险承担是否承担着中介作用?高管薪酬粘性对企业投资效率的影响在不同薪酬契约与企业性质层面是否存在异质性特征?本文将针对上述问题进行考察,以揭示高管薪酬粘性对企业投资效率的影响及其作用机制。本文的研究结论对于提升企业投资效率及企业价值,以实现中国经济高质量发展目标,具有重要的理论与现实意义。

二、文献回顾

(一)高管薪酬粘性

方军雄(2009)^[17]较早发现中国上市公司高管薪酬存在粘性特征,其中管理者权力的膨胀为薪酬粘性提供了温床。根据自利原则假设,当管理者权力缺少制约时,经理人可能会利用手中权力向董事会施压,或者直接越过董事会自定薪酬,以使薪酬与企业经营业绩脱钩。Shivdasani and Yermack(1999)^[13]研究认为,在股权分散的企业,管理层可能会操控董事会以采取机会主义行为。Morse et al.(2011)^[10]研究发现,CEO权力与高管薪酬存在紧密联系。张华荣和李波(2018)^[26]的研究表明,管理层权力与高管薪酬粘性之间存在正向显著关系,且相比于非国有企业,国有企业中管理层权力对高管薪酬粘性的影响更为显著。另有部分研究表明,大股东与管理层的合谋行为也可能是造成薪酬粘性的原因。在大股东掏空行为的实施过程中,薪酬与业绩的非对称性会成为大股东对高管配合的奖励。张汉南等(2019)^[25]研究认为,大股东实施掏空行为加剧了高管薪酬粘性,掏空程度越高,薪酬粘性特征越明显。张继德和姜鹏(2016)^[27]研究发现,第一大股东持股比例越高,股权制衡度越低,高管薪酬粘性也越高。此外,部分学

者研究发现,有效的公司治理可以抑制因管理层权力寻租导致的薪酬粘性。Hartzell and Starks(2003)^[7]研究认为,较高的机构投资者持股能抑制薪酬-绩效敏感度,这表明机构投资者在管理者薪酬制定过程中扮演监督者角色。李洋等(2019)^[19]研究表明,董事联结能有效抑制高管薪酬粘性特征,董事网络中心度越高,高管薪酬粘性越弱。

(二)企业投资效率

现有文献主要基于委托代理理论、公司治理理论、行为金融理论等,从财务决策、产权性质、公司治理、行为金融等视角对企业投资效率的影响因素进行了充分研究。考虑到高管激励在一定程度上能够缓解代理问题,促使管理层在进行投资决策时更多地考虑股东利益,因此,部分学者考察了高管激励对企业投资效率的影响。罗付岩和沈中华(2013)^[18]研究认为,高管激励能够有效降低非效率投资,从而有助于提高企业投资效率。汤萱等(2017)^[21]研究发现,股权激励能够有效抑制企业过度投资和缓解投资不足。王鲁平等(2018)^[23]以沪深家族上市公司为样本,认为股权激励不仅能促使管理者更好地把握投资机会,而且可以缓解代理问题。汪健等(2013)^[22]研究显示,在中小板制造业上市公司中,推行股权激励的企业更容易出现过度投资行为。

综上,既有研究主要针对高管薪酬粘性与企业投资效率进行单方面考察,鲜有文献探讨两者关系。仅有的个别文献(步丹璐和文彩虹,2013)^[15]考察了高管薪酬粘性对企业投资的影响,但并未揭示高管薪酬粘性与企业投资效率的关系。此外,现有文献尚未涉及高管薪酬粘性对企业投资效率影响的异质性特征及其作用机制。

对此,本文的主要贡献在于:第一,构建面板回归基准模型,考察高管薪酬粘性对企业投资效率的影响;第二,构造管理者权力与融资约束调节变量,在基准模型基础上引入交互项构建拓展模型,进一步考察管理者权力与融资约束对高管薪酬粘性与企业投资效率关系的调节作用;第三,构造企业风险承担中介变量,构建中介效应检验模型,考察企业风险承担在高管薪酬粘性与企业投资效率关系中是否承担中介作用;第四,针对不同薪酬契约类型与企业性质进行分组检验,以进一步考察高管薪酬粘性对企业投资效率影响的异质性

特征。本文的研究结论将为提升中国企业投资效率及实现中国经济高质量发展提供重要的理论指导与决策参考。

三、理论分析与研究假设

(一)高管薪酬粘性与企业投资效率

委托代理关系下的股东与管理层冲突源于两者对待投资的风险收益偏好存在差异(Amihud and Lev, 1981)^[1]。管理层直接参与企业战略决策,但由于信息不对称和代理问题,管理层更容易出现逆向选择和道德风险。合理的薪酬设计本应缓和股东与管理层之间的代理问题,促使他们利益趋同,但高管薪酬粘性“重奖轻罚”的非对称性却使管理层在企业业绩下降时免于处罚或处罚较轻,这种权责失衡的本质变相加剧了代理问题,鼓励管理层夹带个人私利进行企业投资活动。在自利行为原则下,管理层在进行投资决策时,不仅关注项目带来的私人收益,还会衡量为拟投资项目所付出的努力、承担的责任等私人成本。目前,学术界从自由现金流代理假说、构建帝国假说、壕沟防御假说和过度自信假说出发,认为管理层具有扩张倾向,以扩大其控制的资源或减少被替换的可能性。高管薪酬粘性的“轻罚”特征使管理层从企业投资活动中受益,但却不必承担投资失败带来的薪酬损失,权责不匹配令管理层倾向滥用投资决策,造成投资过度,进而降低企业投资效率。

此外,管理层为了薪酬最大化,也可能减少企业新增投资,由此导致投资不足。一方面,新增投资项目具有一定的不确定性,在投资失败时可能会导致薪酬下降。管理层出于保持业绩平稳性和自身薪酬最大化的目的,可能会缩减投资以减少新增投资风险,由此带来投资不足。另一方面,薪酬粘性“奖优”的特征可能会使管理层出于最优薪酬的动机过分追逐短期业绩提升,将企业资产配置于能带来短期高收益的金融资产,从而分散实体投资,导致投资不足。基于此,本文提出假设1:

H1: 高管薪酬粘性对企业投资效率具有负向影响。

(二)管理者权力与融资约束的调节作用

产权理论认为,企业股东是企业的唯一所有者,企业的控制权应该完全属股东所有,包括特定控制权和剩

余控制权。在委托代理关系下,管理层只拥有特定控制权。然而,在内部治理及外部监督缺失的情况下,本应受托于股东行使剩余控制权的董事会可能会被管理层“俘获”,将剩余控制权转移至管理层。这样,管理层行使权力时,失去了来自股东的制约与监督,成为权力的“受益者”。管理者权力是管理层压制不一致意见的能力(Finkelstein, 1992)^[6],体现在战略决策的执行、监督过程中。一般来说,管理者权力越大,管理层受到的监督就越弱,谋求个人私利的动机就越强。在管理层权力得到强化后,高管薪酬粘性带来的权责失衡问题会被进一步放大,在投资活动中也会更加倾斜那些符合自身利益的投资决策。可见,管理者权力的加大会加剧高管薪酬粘性与企业投资效率的负向关系。

此外,在资本市场尚未达到完全有效性的环境下,信息不对称与代理问题的存在将成为常态(Myers and Majluf, 1984)^[11]。资本市场环境的非完全有效性催生了信息成本与交易成本,由此会增大企业融资成本,从而对企业外部融资形成一定制约。虽然伴随着交易成本和运作风险,但外部融资行为经过资本市场的甄别,会对受融资企业的投资行为起到一定的外部治理作用。Denis and Sibilkov(2010)^[3]发现融资约束可以降低企业代理成本,约束管理者过度投资行为。当企业获得外部融资后,投资者就有动力关注融资企业的资金安排,对管理者的投资行为进行监督,高管薪酬粘性导致的部分代理问题可能会因此得到缓解。因此,融资约束在一定程度上可以限制管理层的机会主义行为。一方面,融资约束促使管理层对新增投资项目风险进行合理评估,以降低企业对新增投资项目的运作风险;另一方面,融资约束促使管理层对新增投资项目收益进行合理预测,以促使企业从新增投资项目中获取更高的边际收益,从而有助于提升企业外部融入资金的运用效率,进而提高投资效率。可见,融资约束会减弱高管薪酬粘性与企业投资效率的负向关系。基于此,本文提出假设2与假设3:

H2: 管理者权力对高管薪酬粘性与企业投资效率关系具有正向调节作用。

H3: 融资约束对高管薪酬粘性与企业投资效率关系具有负向调节作用。

(三)企业风险承担的中介作用

Boubakri et al.(2013)^[2]认为,企业风险承担水平反映了企业追求业绩增长时为之付出代价的意愿与倾向。合理的风险承担水平不仅有助于企业增加研发投入、提升企业价值,对社会技术进步、经济增长也具有推动作用(John et al., 2008)^[9]。由于代理问题,理性管理者出于自身考量倾向于规避风险,即代理问题会降低企业风险承担水平,因此,以薪酬激励为主要表现形式的管理层激励成为提高企业风险承担水平的重要手段。由于在业绩升降时薪酬变动的非对称性,高管薪酬粘性降低了业绩薪酬敏感性,薪酬激励也就失去应有的内部治理作用。高管薪酬粘性“奖优低惩劣”的特征变相鼓励了管理层从企业投资行为中获利,却较少受到薪酬体系的监督,这无疑会加大企业风险承担水平,企业投资效率也随之降低。至此,本文发现了在高管薪酬粘性影响企业投资效率的关系中企业风险承担水平具有的中介作用,即高管薪酬粘性对企业投资效率的影响很有可能是通过企业风险承担水平实现的。基于此,本文提出假设4:

H4: 企业风险承担在高管薪酬粘性与企业投资效率关系中承担着中介作用。

四、研究设计

(一)样本数据选取

本文初始样本来自中国沪深股市全部A股上市公司,考察窗口为2010—2019年。本文对样本数据进行了如下处理:(1)剔除金融保险类上市公司;(2)剔除ST、*ST上市公司;(3)剔除数据缺失样本;(4)对全部连续变量进行了1%和99%的缩尾(winsorize)处理;(5)对主要变量进行了归一化处理;(6)为控制潜在的自相关问题,所有OLS回归结果标准误经过公司层面聚类调整。最终获取包含1854家上市公司合计9495个样本的非平衡面板数据,数据来源于Wind数据库。

(二)变量定义与构造

1.被解释变量:企业投资效率

参考Richardson(2006)^[12]的模型,本文采用企业实际投资与预测最优投资水平的偏离程度来测度企业投资效率。具体模型如下:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Return_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中： INV 为购置无形、固定及其他长期资产支付的现金和处置无形、固定及其他长期资产收回的现金之间的差额与资产总额的比值； $Growth$ 为营业收入增长率； Lev 为财务杠杆； $Cash$ 为现金及现金等价物与资产总额之比； Age 为企业上市时长，用观测年份减去上市年份取自然对数表示； $Size$ 为企业规模，用资产总额的自然对数表示； $Return$ 为股票年度回报，用考虑现金红利再投资的个股年度回报率减去综合A股市场年度回报率(流通市值加权)表示。以上述模型拟合残差的绝对值作为企业非效率投资，用 $Inveff$ 表示。残差绝对值越大，表示非效率投资越高，则投资效率就越低。考虑到企业处于过度投资与投资不足两种状态均会影响企业投资效率，为考察过度投资与投资不足状态下高管薪酬粘性对企业投资效率的影响，本文采用残差分布值来界定过度投资与投资不足两种状态。具体界定方法为：若残差为正，表示过度投资；若残差为负，则取残差绝对值表示投资不足。

2.解释变量：高管薪酬粘性

参考步丹璐和文彩虹(2013)^[15]的做法，本文采用式(2)的计算方法，以每五年作为一个观测时间段滚动计算高管薪酬粘性($Stick$)，即以当年及前四年滚动五年内业绩上升年份和下降年份的薪酬业绩敏感度均值之差衡量高管薪酬粘性：

$$Stick = \sum_{D=i} \left(\frac{Pay_t - Pay_{t-1}}{Pay_{t-1}} / \frac{NI_t - NI_{t-1}}{NI_{t-1}} \right)_{i=1} - \sum_{D=i} \left(\frac{Pay_t - Pay_{t-1}}{Pay_{t-1}} / \frac{NI_t - NI_{t-1}}{NI_{t-1}} \right)_{i=0} \quad (2)$$

其中： $Stick$ 表示高管薪酬粘性， $D=i$ 表示企业业绩变动情况，业绩上升时 $i=1$ ，业绩下降时 $i=0$ ； Pay 表示排名前三位高管的年度货币薪酬； $(Pay_t - Pay_{t-1})/Pay_{t-1}$ 表示薪酬变动率； NI 表示企业业绩，用年末净利润衡量； $(NI_t - NI_{t-1})/NI_{t-1}$ 表示企业业绩变动率。

3.调节变量：管理者权力与融资约束

本文借鉴白俊和连立帅(2014)^[16]的做法来衡量管理者权力($Power$)。在中国上市公司中，管理者权力主要表现在控制权与所有权结构层面。控制权结构反映管理层与董事的权力配置，所有权结构反映大股东的监督制约。在控制权结构上，当总经理不兼任董事长时取0，兼

任董事时取1，兼任董事长时取2；在所有权结构上，用第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比表示。对控制权结构与所有权结构进行标准化处理后，用其和表示管理者权力大小，该数值越大，则表示管理者权力越大。

本文采用SA指数衡量融资约束程度，SA指数的计算公式如下：

$$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Term \quad (3)$$

其中： $Size$ 表示企业规模，以企业年末资产总额(单位：百万元)的自然对数来表示； $Term$ 表示企业年龄，用样本观测年份减去上市年份之差表示。考虑到SA指数为负值，本文采用变量 SF 表示企业融资约束程度，以SA指数的绝对值来衡量 SF 。变量 SF 均为正数， SF 值越大，则企业融资约束程度就越高。

4.中介变量：企业风险承担

本文使用企业在考察窗口期间内股票收益率的波动程度来衡量企业风险承担水平。首先使用式(4)将股票收益率(Ret)减去年度行业均值得到经行业调整后的 Adj_Ret ，再以每三年(T 年至 $T-2$ 年)作为观测时间段，使用式(5)计算得到 T 年经行业调整后的 Adj_Ret 的标准差。由于研究样本中制造业企业过多，因此对制造业企业行业分类细分至三位代码。参考Faccio et al.(2011)^[4]的处理方式，将 Adj_Ret 乘以100得到企业风险承担变量 $Risk$ ，对于量纲的处理并不影响回归结果显著性。

$$Adj_Ret_{i,t} = Ret_{i,t} - \frac{1}{N_{j,t}} \sum_{i \in \theta_j} Ret_{i,t} \quad (4)$$

$$Risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (Adj_Ret_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Adj_Ret_{i,t})^2} \quad (5)$$

5.控制变量

为控制可能影响企业投资效率的财务及公司治理因素，参照已有文献(刘艳霞和祁怀锦, 2019)^[20]的做法，本文选取财务杠杆(Lev)、企业规模($Size$)、上市时长(Age)、现金持有($Cash$)、股票年度回报($Return$)、营业收入增长率($Growth$)、独立董事比例($Indep$)等指标作为控制变量。此外，本文还控制了行业和年度效应，以减轻可能存在的内生性问题。

变量定义与构造见表1。

(三)模型构建

为验证假设H1，本文构建面板回归基准模型如下：

表 1 变量定义与构造

变量类型	变量符号	变量定义	变量构造
被解释变量	<i>Inveff</i>	投资效率	参考 Richardson(2006) ^[12] 的模型衡量投资效率
解释变量	<i>Stick</i>	高管薪酬粘性	以当年和前四年高管薪酬与净利润变动的非对称性表示薪酬粘性
调节变量	<i>Power</i>	管理者权力	以控制权结构与所有权结构进行标准化处理之和表示管理者权力大小
	<i>SF</i>	融资约束	以 SA 指数的绝对值表示融资约束程度
中介变量	<i>Risk</i>	风险承担	以股票收益率的波动程度衡量企业风险承担水平
控制变量	<i>Lev</i>	财务杠杆	资产负债率
	<i>Size</i>	企业规模	资产总额的自然对数
	<i>Age</i>	上市时长	观测年份减去企业上市年份取自然对数
	<i>Cash</i>	现金持有	期末现金及现金等价物与企业资产总额的比值
	<i>Return</i>	股票年度回报	考虑现金红利再投资的个股年度回报率减去综合 A 股市场年度回报率 (流通市值加权)
	<i>Growth</i>	营业收入增长率	当年营业收入与去年营业收入的差值与去年营业收入的比值
	<i>Indep</i>	独立董事比例	独立董事占董事总人数的比例

$$Inveff_{i,t}(Overinv_{i,t}/Underinv_{i,t})=\beta_0+\beta_1\times Stick_{i,t}+\beta\times Controls+\sum Ind+\sum Year+\varepsilon \quad (6)$$

其中：*Inveff*表示企业投资效率(*Overinv*表示过度投资，*Underinv*表示投资不足)；*Stick*表示高管薪酬粘性；*Controls*为一系列的控制变量； ε 表示随机误差项。若假设1成立，预计*Stick*的系数 β_1 显著为正，说明高管薪酬粘性对投资效率存在负向影响。

为验证假设H2和H3，本文构建拓展模型如下：

$$Inveff_{i,t}(Overinv_{i,t}/Underinv_{i,t})=\beta_0+\beta_1\times Stick_{i,t}+\beta_2\times Power_{i,t}+\beta_3\times Stick_{i,t}\times Power_{i,t}+\beta\times Controls+\sum Ind+\sum Year+\varepsilon \quad (7)$$

$$Inveff_{i,t}(Overinv_{i,t}/Underinv_{i,t})=\beta_0+\beta_1\times Stick_{i,t}+\beta_2\times SF_{i,t}+\beta_3\times Stick_{i,t}\times SF_{i,t}+\beta\times Controls+\sum Ind+\sum Year+\varepsilon \quad (8)$$

其中：*Power*表示管理者权力，*SF*表示企业融资约束。若假设2和3均成立，则交互项*Stick_{i,t}×Power_{i,t}*和交互项*Stick_{i,t}×SF_{i,t}*的回归系数 β_3 均显著不为0，说明管理者权力与融资约束对高管薪酬粘性与企业投资效率的关系具有调节作用。

为验证假设4，本文构建中介效应检验模型如下：

$$Risk_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\times Stick_{i,t}+\alpha\times Controls+\sum Ind+\sum Year+\varepsilon \quad (9)$$

$$Inveff_{i,t}=\gamma_0+\gamma_1\times Stick_{i,t}+\gamma_2\times Risk_{i,t}+\gamma\times Controls+\sum Ind+\sum Year+\varepsilon \quad (10)$$

其中：*Risk*表示企业风险承担。针对中介效应检验模型(9)与(10)，若 α_1 与 γ_2 中至少有一个不显著，则说明企业风险承担的中介作用较弱，需要进行Sobel检验进行判断。如果 α_1 与 γ_2 均显著，则说明企业风险承担在高管薪

酬粘性与企业投资效率的关系中存在中介作用，还需要进一步判断 γ_1 的显著性。若 γ_1 不显著，则存在完全中介作用；若 γ_1 显著，则存在部分中介作用。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。样本总量9495个，其中过度投资的样本量为3879个，投资不足的样本量为5616个，说明在所有样本中投资不足企业多于过度投资企业。高管薪酬粘性(*Stick*)中大于0的样本占比达到83.6%，说明在中国上市公司中高管薪酬明显存在粘性

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
<i>Inveff</i>	9495	0.020	0.000	0.014	0.118	0.020
<i>Stick</i>	9495	0.678	0.000	0.648	1.000	0.116
<i>Power</i>	9495	0.028	0.000	0.013	1.000	0.046
<i>SF</i>	9495	0.424	0.000	0.401	1.000	0.168
<i>Size</i>	9495	0.479	0.000	0.460	1.000	0.177
<i>Lev</i>	9495	0.519	0.093	0.520	1.399	0.190
<i>Cash</i>	9495	0.117	0.008	0.099	0.454	0.080
<i>Age</i>	9495	2.503	1.386	2.639	3.296	0.469
<i>Return</i>	9495	0.184	0.000	0.163	1.000	0.106
<i>Growth</i>	9495	0.130	0.000	0.116	1.000	0.082
<i>Indep</i>	9495	0.372	0.273	0.333	0.571	0.053

表 3 高管薪酬粘性与企业投资效率的回归结果

	<i>Inveff</i>	<i>Overinv</i>	<i>Underinv</i>
<i>Stick</i>	0.004* (1.66)	0.010** (1.97)	0.001 (0.11)
<i>Lev</i>	-0.005* (-1.81)	-0.015*** (-2.79)	0.001 (0.40)
<i>Size</i>	0.002 (0.31)	0.017 (1.45)	-0.002 (-0.04)
<i>Cash</i>	0.005 (1.17)	-0.015 (-1.62)	0.016*** (3.55)
<i>Age</i>	-0.002 (-0.64)	0.006 (0.88)	-0.005 (-1.58)
<i>Return</i>	-0.004* (-1.89)	-0.003 (-0.58)	-0.006*** (-2.64)
<i>Growth</i>	0.005* (1.69)	0.010 (1.48)	-0.001 (-0.06)
<i>Indep</i>	-0.005 (-0.78)	-0.006 (-0.38)	0.002 (0.35)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R ²	0.067	0.095	0.101
样本量	9495	3879	5616

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著，括号内为 t 值，下表同。

特征；高管薪酬粘性(*Stick*)的均值为0.678，说明业绩上升时高管薪酬上升的幅度要比业绩下降相同程度时高管薪酬下降的幅度平均高出0.7%。企业规模(*Size*)的标准差为0.177，说明企业规模存在较大差异。现金持有水平(*Cash*)的均值为0.117，说明在样本企业中现金及现金等价物占总资产的11.7%。

(二)基准模型检验：高管薪酬粘性与企业投资效率

表3报告了高管薪酬粘性对企业投资效率影响的回归结果。*Stick*与*Inveff*的回归系数在10%水平下显著为正，说明高管薪酬粘性对企业投资效率具有负向影响，假设1得到验证。为进一步检验高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响针对过度投资与投资不足两种状态是否均有效，将*Stick*分别对两种状态进行分组回归。结果显示，*Stick*与*Overinv*的回归系数在5%水平下显著为正，*Stick*与*Underinv*的回归系数不显著，说明高管薪酬粘性对企业投资效率的影响只对过度投资有效。

(三)调节作用检验：管理者权力与融资约束

1.管理者权力的调节作用

为考察管理者权力对高管薪酬粘性与企业投资效率之间关系的影响，本文进行了管理者权力的调节作用

检验，结果如表4所示。解释变量*Stick*×*Power*与*Inveff*的回归系数在1%水平下显著为正，表明管理者权力会加剧高管薪酬粘性与企业投资效率的负向关系，即较大的管理者权力会促进高管薪酬粘性，由此降低企业投资效率。进一步的检验发现，解释变量*Stick*×*Power*与*Overinv*和*Underinv*的回归系数分别在10%和1%水平下显著为正，说明管理者权力对高管薪酬粘性与企业投资效率之间负向关系的促进作用，不仅来自于管理者权力加剧了高管薪酬粘性导致的过度投资，也来自于管理者权力加剧了高管薪酬粘性导致的投资不足。假设2得到验证。

2.融资约束的调节作用

为进一步考察融资约束在高管薪酬粘性与企业投资效率之间的调节作用，本文进行了融资约束的调节作用检验，结果如表5所示。解释变量*Stick*×*SF*与*Inveff*的回归系数在5%水平下显著为负，说明融资约束对高管薪酬粘性与企业投资效率的负向关系存在削弱型调节作用，当企业面临的融资约束较严重时，高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响会被弱化。此外，通过进一步的分组检验发现，解释变量*Stick*×*SF*与*Overinv*回归系数不显

表4 管理者权力的调节作用检验结果

	<i>Inveff</i>	<i>Overinv</i>	<i>Underinv</i>
<i>Stick</i>	0.004* (1.70)	0.011** (2.04)	0.001 (0.21)
<i>Power</i>	-0.004 (-0.89)	0.012* (1.72)	-0.009** (-2.01)
<i>Stick</i> × <i>Power</i>	0.075*** (4.09)	0.044* (1.74)	0.209*** (4.87)
<i>Lev</i>	-0.004 (-1.58)	-0.014*** (-2.72)	0.002 (0.75)
<i>Size</i>	0.001 (0.17)	0.019 (1.59)	-0.002 (-0.48)
<i>Cash</i>	0.006 (1.38)	-0.008 (-0.89)	0.014*** (3.04)
<i>Age</i>	-0.002 (-0.60)	0.005 (0.79)	-0.005 (-1.47)
<i>Return</i>	-0.003 (-1.58)	-0.002 (-0.48)	-0.006*** (-2.70)
<i>Growth</i>	0.005* (1.71)	0.010 (1.40)	0.001 (0.19)
<i>Indep</i>	-0.004 (-0.55)	-0.003 (-0.18)	0.005 (0.70)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R^2	0.067	0.095	0.101
样本量	9495	3879	5616

表5 融资约束的调节作用检验结果

	<i>Inveff</i>	<i>Overinv</i>	<i>Underinv</i>
<i>Stick</i>	0.016*** (2.62)	0.027* (1.98)	0.011 (1.56)
<i>SF</i>	0.035 (0.67)	-0.144 (-1.17)	0.092 (1.64)
<i>Stick</i> × <i>SF</i>	-0.028** (-2.28)	-0.040 (-1.30)	-0.023* (-1.84)
<i>Lev</i>	-0.005* (-1.82)	-0.014*** (-2.64)	0.001 (0.21)
<i>Size</i>	-0.013 (-0.28)	0.175 (1.56)	-0.073 (1.37)
<i>Cash</i>	0.005 (1.17)	-0.014 (-1.55)	0.016*** (3.58)
<i>Age</i>	-0.002 (-0.55)	0.005 (0.83)	-0.004 (-1.30)
<i>Return</i>	-0.004* (-1.92)	-0.002 (-0.48)	-0.006*** (-2.76)
<i>Growth</i>	0.005* (1.69)	0.010 (1.49)	0.001 (0.01)
<i>Indep</i>	-0.005 (-0.81)	-0.006 (-0.39)	0.002 (0.29)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R^2	0.067	0.096	0.103
样本量	9495	3879	5616

著，与 $Underinv$ 的回归系数在10%水平下显著为负，说明融资约束对高管薪酬粘性与投资效率关系的削弱作用仅表现在投资不足的企业，在过度投资企业中的削弱作用则不显著。假设3得到验证。

(四)企业风险承担的中介作用检验

表6列示了企业风险承担水平在高管薪酬粘性与企业投资效率之间的中介效应检验。解释变量 $Stick$ 与中介变量 $Risk$ 的回归系数在10%水平下显著为正，说明高管薪酬粘性提高了企业风险承担水平，高管薪酬粘性越大，企业风险承担水平就越高。中介变量 $Risk$ 与被解释变量 $Inveff$ 的回归系数在10%水平下显著为正，解释变量 $Stick$ 与被解释变量 $Inveff$ 的回归系数不显著，说明企业风险承担在高管薪酬粘性对企业投资效率的影响机制中存在完全中介效应，即高管薪酬粘性对企业投资效率的影响是通过企业风险承担这一作用路径来实现的。假设4得到验证。

(五)进一步研究：异质性检验

1.高管薪酬契约类型

为进一步考察不同薪酬契约类型下高管薪酬粘性对企业投资效率的影响，本文借鉴徐悦等(2018)^[24]的做法，将高管薪酬契约分为“奖优-低惩劣”“奖优-低奖劣”“奖优-高惩劣”三种类型。表7的回归结果显示，

在“奖优-低惩劣”的薪酬契约下高管薪酬粘性的回归系数显著为正，说明在业绩下降时如果高管薪酬降低幅度过小，则无法对高管产生约束作用，从而会降低企业投资效率。在“奖优-低奖劣”的薪酬契约下高管薪酬粘性的回归系数显著为负，说明在业绩下降时如果能够给予高管更多宽容，反而会促使高管努力工作，从而提升企业投资效率。但在“奖优-高惩劣”的薪酬契约下高管薪酬粘性的回归系数并不显著，说明在业绩下降时如果高

表7 高管薪酬契约类型的异质性检验结果

	奖优-低惩劣	奖优-低奖劣	奖优-高惩劣
$Stick$	0.282** (2.13)	-0.136* (-1.76)	-0.005 (-0.52)
Lev	-0.007 (-1.05)	-0.003 (-0.50)	0.007 (0.91)
$Size$	-0.009 (-0.68)	0.006 (0.41)	0.026* (1.79)
$Cash$	-0.008 (-0.71)	0.029*** (2.63)	0.004 (0.40)
Age	-0.004 (-0.36)	-0.008 (-0.82)	-0.010 (-1.23)
$Return$	-0.014** (-2.07)	0.002 (0.46)	0.002 (0.40)
$Growth$	0.002 (0.37)	-0.005 (-0.72)	-0.005 (-0.61)
$Indep$	0.007 (0.42)	-0.034 (-1.57)	-0.004 (-0.24)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R^2	0.104	0.100	0.162
样本量	3968	1984	1984

表6 企业风险承担的中介作用检验结果

	$Risk$	$Inveff$
$Risk$		0.001* (1.84)
$Stick$	0.070* (1.91)	0.004 (0.64)
Lev	-0.040 (-1.16)	-0.004 (-1.64)
$Size$	0.127 (1.23)	0.001 (0.25)
$Cash$	0.917 (0.80)	0.005 (1.08)
Age	-0.188 (-0.77)	-0.002 (-0.60)
$Return$	0.006*** (3.61)	-0.003* (-1.72)
$Growth$	0.192 (1.34)	0.004 (1.62)
$Indep$	-0.108 (-0.07)	-0.005 (-0.81)
行业效应	是	是
年度效应	是	是
调整 R^2	0.051	0.067
样本量	9495	9495

表8 企业性质的异质性检验结果

	国有	非国有	高估值	低估值	制造业	非制造业
$Stick$	0.013*** (3.29)	-0.027 (-0.39)	-4.745 (-0.20)	0.011*** (3.01)	0.001 (0.09)	0.008** (2.54)
lev	-0.008* (-1.65)	-0.007* (-1.76)	-0.055 (-1.37)	-0.007** (-2.20)	-0.001 (-0.08)	-0.010** (-2.50)
$Size$	0.011 (1.03)	-0.005 (-0.54)	-0.092 (-0.54)	0.003 (0.42)	0.004 (0.57)	0.004 (0.37)
$Cash$	0.001 (0.12)	0.007 (1.02)	0.094 (1.37)	0.002 (0.45)	0.009 (1.61)	0.003 (0.40)
Age	-0.005 (-0.84)	-0.003 (-0.60)	0.183 (1.54)	-0.003 (-1.01)	0.003 (0.66)	-0.009* (-1.80)
$Return$	-0.001 (-0.36)	-0.006* (-1.91)	0.027 (0.90)	-0.003 (-1.18)	-0.004 (-1.63)	-0.003 (-0.86)
$Growth$	0.005 (1.01)	0.005 (1.22)	0.003 (0.09)	0.005 (1.63)	0.010** (2.09)	-0.001 (-0.42)
$Indep$	-0.012 (-1.30)	-0.003 (-0.25)	-0.139*** (-3.18)	-0.006 (-0.79)	-0.005 (-0.53)	-0.005 (-0.49)
行业效应	是	是	是	是	是	是
年度效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.078	0.069	0.433	0.058	0.066	0.069
样本量	4874	4621	4736	4759	5757	3738

管薪酬降低幅度过大容易引发高管寻租行为，寻租带来的额外收入效应将对冲业绩下降引发的薪酬惩罚效应，由此导致对企业投资效率的影响不显著。

2. 企业性质

本文进一步研究了在不同性质企业中高管薪酬粘性对企业投资效率的影响，结果如表8所示。研究发现，高管薪酬粘性对企业投资效率的影响仅存在于国有、低估值、非制造业企业中，在非国有、高估值和制造业企业中则不显著。

(六) 稳健性检验

1. 替换解释变量

为验证回归结果的稳健性，本文在计算解释变量高管薪酬粘性时，采用前三名董事薪酬来替代前三名高管薪酬，回归结果如表9所示。解释变量 $Stick$ 与被解释变量 $Inveff$ 的回归系数在1%水平下显著为正，与基准模型回归结果保持一致，说明本文结果是稳健的。

2. 替换被解释变量

本文在计算企业投资效率时，采用托宾Q值($TobinQ$)与资产收益率(Roa)来替换股票回报率($Return$)与营业收入增长率($Growth$)，通过重新拟合投资效率模型得到新的残差来衡量企业投资效率，再进行回归，结果如表10所示。解释变量 $Stick$ 与投资效率 $Inveff$ 的回归系数在1%水平下显著为正，与基准回归模型保持一致，说明本文结果

是稳健的。

3. 更换解释变量计算方法

本文借鉴徐悦等(2018)^[24]的做法，以每七年作为一个观测时间段滚动计算高管薪酬粘性，回归结果如表11所示。解释变量 $Stick$ 与被解释变量 $Inveff$ 的回归系数在5%水平下显著为正，与基准模型回归结果保持一致，说明本文结果是稳健的。

表 10 稳健性检验结果：替换被解释变量

	$Inveff$	$Overinv$	$Underinv$
$Stick$	0.043*** (4.39)	0.069*** (3.24)	0.031*** (5.99)
Lev	-0.004 (-1.35)	-0.008 (-1.15)	-0.003 (-0.97)
$Size$	0.005 (0.69)	-0.003 (-0.22)	0.006 (0.74)
$Cash$	0.010* (1.80)	-0.008 (-0.63)	0.019*** (3.19)
Age	-0.006 (-1.21)	-0.003 (-0.33)	-0.001 (-0.30)
$TobinQ$	-0.002 (-0.96)	-0.001 (-0.08)	-0.004 (-1.61)
Roa	-0.001 (-0.22)	0.013 (1.41)	-0.006* (-1.96)
$Indep$	-0.011 (-1.37)	-0.006 (-0.33)	-0.006 (-0.75)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R^2	0.053	0.107	0.063
样本量	9595	3879	5716

表 11 稳健性检验结果：更换解释变量计算方法

	$Inveff$	$Overinv$	$Underinv$
$Stick$	0.005** (2.27)	0.048* (1.71)	0.029*** (3.97)
Lev	-0.005* (-1.84)	-0.016*** (-2.73)	0.001 (0.22)
$Size$	-0.001 (-0.02)	0.014 (1.13)	-0.001 (-0.19)
$Cash$	0.006 (1.43)	-0.011 (-1.07)	0.019*** (3.86)
Age	-0.003 (-0.65)	0.002 (0.18)	-0.004 (-0.92)
$Return$	-0.005** (-2.12)	-0.006 (-1.20)	-0.005** (-2.08)
$Growth$	0.005 (1.64)	0.010 (1.33)	-0.001 (-0.02)
$Indep$	-0.005 (-0.70)	-0.005 (-0.28)	0.004 (0.60)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R^2	0.073	0.103	0.112
样本量	8046	3210	4836

表 9 稳健性检验结果：替换解释变量

	$Inveff$	$Overinv$	$Underinv$
$Stick$	0.011*** (3.21)	0.011* (1.83)	0.025*** (4.66)
Lev	-0.005* (-1.86)	-0.016*** (-2.95)	0.001 (0.28)
$Size$	0.002 (0.32)	0.019 (1.59)	-0.001 (-0.09)
$Cash$	0.005 (1.15)	-0.015* (-1.66)	0.016*** (3.51)
Age	-0.002 (-0.67)	0.006 (0.86)	-0.005 (-1.61)
$Return$	-0.004* (-1.73)	-0.002 (-0.42)	-0.006** (-2.58)
$Growth$	0.004* (1.65)	0.010 (1.42)	-0.001 (-0.08)
$Indep$	-0.005 (-0.76)	-0.004 (-0.28)	0.002 (0.32)
行业效应	是	是	是
年度效应	是	是	是
调整 R^2	0.066	0.092	0.101
样本量	9775	3866	5909

六、结论与建议

本文选取2010—2019年中国A股上市公司数据,实证分析了高管薪酬粘性对企业投资效率的影响及其作用机制,并进一步考察了高管薪酬粘性对企业投资效率影响的异质性特征。主要结论为:(1)高管薪酬粘性对企业投资效率具有负向影响。高管薪酬粘性会促进企业过度投资,由此加大非效率投资及降低投资效率。(2)管理者权力的提高会加剧高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响。管理者权力的提高将加剧高管寻租引发的薪酬补偿效应,由此稀释薪酬奖惩对业绩变动的敏感度,从而降低企业投资效率。(3)融资约束程度的提高会减弱高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响。融资约束对高管薪酬粘性与企业投资效率关系的削弱作用主要表现在投资不足的企业中,在过度投资企业中则不显著。(4)企业风险承担在高管薪酬粘性与企业投资效率的关系中承担着中介作用,高管薪酬粘性通过影响企业风险承担水平来影响企业投资效率,“高管薪酬粘性-风险承担-企业投资效率”的传导渠道有效。(5)高管薪酬粘性对企业投资效率的影响存在异质性特征。主要表现为“奖优

-低惩劣”薪酬契约下高管薪酬粘性对企业投资效率具有负向影响,“奖优-低奖劣”薪酬契约下高管薪酬粘性对企业投资效率具有正向影响,但“奖优-高惩劣”薪酬契约下的影响不显著。此外,高管薪酬粘性对企业投资效率的负向影响仅存在于国有、低估值与非制造业企业中,在非国有、高估值与制造业企业中并不存在显著影响。

针对上述结论,本文提出如下建议:首先,企业需要优化高管薪酬激励机制,针对不同薪酬契约类型实施相匹配的高管薪酬奖惩机制,以引导高管薪酬粘性水平的合理化分布,从而提升企业投资效率。在“奖优-低惩劣”薪酬契约下,企业应适度缩减高管薪酬粘性水平;在“奖优-低奖劣”薪酬契约下,企业应适度增大高管薪酬粘性水平;在“奖优-高惩劣”薪酬契约下,企业应侧重于防范高管过度规避风险而导致企业投资效率不足现象。

其次,针对管理者权力的调节作用,企业需要完善治理架构及提升治理质量。一方面,应推行董事长、总经理等重要权力岗位由不同高管担任的两职分离制度,以防范高管权力过度集中引发的寻租行为,高管寻租带

(上接第32页)

[20] Shan C, Tang D Y, Winton A. Market versus contracting: credit default swaps and creditor protection in loans[J]. Available at SSRN 2643602, 2015.

[21] 陈耿,刘星,辛清泉.信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构[J].会计研究,2015,(4):40-46+95.

[22] 黄宏斌,翟淑萍,陈静楠.企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J].金融研究,2016,(7):96-112.

[23] 睢岚,施毓文.适用于中国的信用风险缓释工具定价模型[J].数量经济技术经济研究,2013,30(1):103-116.

[24] 李贵,吴利华.开发区设立与企业成长:异质性与机制研究[J].中国工业经济,2018,(4):79-97.

[25] 李凤羽,杨墨竹.经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].金融研究,2015,(4):115-129.

[26] 林信.境内外信用违约互换发展与现状研究[R/OL]. (2019-06-27)[2019-10-15]. <http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4849605.pdf>.

[27] 卢盛峰,陈思霞.政府偏袒缓解了企业融资约束吗?——来自中国的准自然实验[J].管理世界,2017,(5):51-65+187-188.

[28] 屈文洲,谢雅璐,叶玉妹.信息不对称、融资约束与投资-现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究[J].经济研究,

2011,46(6):105-117.

[29] 饶品贵,岳衡,姜国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济,2017,40(2):27-51.

[30] 孙会霞,陈金明,陈运森.银行信贷配置、信用风险定价与企业融资效率[J].金融研究,2013,(11):55-67.

[31] 王雄元,高开娟.客户集中度与公司债二级市场信用利差[J].金融研究,2017,(1):130-144.

[32] 辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资[J].经济研究,2007,(8):110-122.

[33] 许伟,陈斌开.税收激励和企业投资——基于2004—2009年增值税转型的自然实验[J].管理世界,2016,(5):9-17.

[34] 杨兴全,吴昊旻,曾义.公司治理与现金持有竞争效应——基于资本投资中介效应的实证研究[J].中国工业经济,2015,(1):121-133.

[35] 于泽,陆怡舟,王闻达.货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束[J].管理世界,2015,(9):52-64.

[36] 喻坤,李治国,张晓蓉,徐剑刚.企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J].经济研究,2014,49(5):106-120.

[37] 张强,吴敏.信用风险缓释工具定价研究[J].证券市场导报,2012,(3):71-77.

[38] 张新民,王珏,祝继高.市场地位、商业信用与企业经营性融资[J].会计研究,2012,(8):58-65+97.

来的薪酬补偿效应会减弱高管薪酬奖惩对业绩变动的依赖性,由此会降低投资效率;另一方面,企业应完善高管薪酬激励及考核制度,建立高管薪酬奖惩与业绩变动的信息甄别机制,以提升高管薪酬与业绩变动的匹配度,从而提升企业投资效率。

再次,针对融资约束的调节作用,企业需要建立内源融资与外源融资相融合的双重融资机制,以拓展企业融资渠道及提升企业融资能力。一方面,企业应从未分配利润中按设定比例分期计提部分留存收益作为准备金,以建立企业内源融资机制;另一方面,企业应通过持有银行股权等方式提升贷款获取能力,以建立企业外源融资机制。企业融资能力的提升将有助于缓解企业融

资约束,从而有助于缓解企业投资不足,进而提升企业投资效率。

最后,针对风险承担的中介作用,考虑到过高的企业风险承担水平容易引发企业过度投资行为,过低的企业风险承担水平容易引发企业投资不足行为,企业风险承担水平的过高或过低均会降低企业投资效率。对此,企业需要建立企业风险承担的动态监测机制,并科学设定风险承担的监测阈值区间,以引导企业风险承担的合理化分布,从而提升企业投资效率。 ■

[基金项目:国家社会科学基金一般项目“银保协作模式下商业银行信用风险的生成、监测与防控研究”(批准号:13BGL041)、教育部人文社会科学研究规划基金项目“跨境资本流动对商业银行信贷风险的影响机理及政策研究”(批准号:20JYA790014)]

参考文献:

- [1] Amihud Y, Lev B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers[J]. *Bell Journal of Economics*, 1981, 12(2): 605-617.
- [2] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641-658.
- [3] Denis D J, Sibilkov V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(1): 247-269.
- [4] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [5] Ferris S P, Javakhadze D, Rajkovic T. CEO social capital, risk-taking and corporate policies[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 47: 46-71.
- [6] Finkelstein S. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation[J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35(3): 505-538.
- [7] Hartzell J C, Starks L T. Institutional investors and executive compensation[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58(6): 2351-2374.
- [8] Jackson S B, Lopez T J, Reitenga A L. Accounting fundamentals and CEO bonus compensation[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2008, 27(5): 374-393.
- [9] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [10] Morse A, Nanda V, Seru A. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1779-1821.
- [11] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[R]. NBER Working Paper Series, 1984.
- [12] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159-189.
- [13] Shivdasani A, Yermack D. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(5): 1829-1853.
- [14] Stein J C. Agency, information and corporate investment[J]. *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, 1: 111-165.
- [15] 步丹璐, 文彩虹. 高管薪酬粘性增加了企业投资吗[J]. *财经研究*, 2013, 39(6): 63-72.
- [16] 白俊, 连立帅. 国企过度投资潮因: 政府干预抑或管理层自利[J]. *会计研究*, 2014, (2): 41-48+95.
- [17] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗[J]. *经济研究*, 2009, 44(3): 110-124.
- [18] 罗付岩, 沈中华. 股权激励、代理成本与企业投资效率[J]. *财贸研究*, 2013, 24(2): 146-156.
- [19] 李洋, 汪平, 王庆娟. 董事联结能抑制薪酬粘性吗?——管理层权力的中介效应研究[J]. *经济与管理研究*, 2019, 40(7): 128-144.
- [20] 刘艳霞, 祁怀锦. 管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应[J]. *会计研究*, 2019, (4): 43-49.
- [21] 汤莹, 谢梦园, 许玲. 股权激励、制度环境与企业资本投资效率[J]. *金融经济研究*, 2017, 32(4): 70-81.
- [22] 汪健, 卢煜, 朱兆珍. 股权激励导致过度投资吗?——来自中小板制造业上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2013, 28(5): 70-79.
- [23] 王鲁平, 白银转, 王茵田. 股权激励对投资效率的影响——基于上市家族企业的经验分析[J]. *系统工程*, 2018, 36(8): 37-50.
- [24] 徐悦, 刘运国, 蔡贵龙. 高管薪酬粘性与企业创新[J]. *会计研究*, 2018, (7): 43-49.
- [25] 张汉南, 孙世敏, 马智颖. 高管薪酬粘性形成机理研究: 基于掏空视角[J]. *会计研究*, 2019, (4): 65-73.
- [26] 张华荣, 李波. 管理层权力是否加剧了上市公司高管薪酬粘性? [J]. *财经问题研究*, 2018, (6): 66-72.
- [27] 张继德, 姜鹏. 股权结构、产权性质与高管薪酬粘性——基于我国A股上市公司的实证研究[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2016, 31(6): 83-91.