

管理层能力对企业非效率投资的抑制作用研究

——基于融资约束视野

常 康, 孙明贵

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2022年10月31日; 录用日期: 2022年11月10日; 发布日期: 2022年11月29日

摘 要

本文以2011~2020我国沪深两市A股上市公司为研究样本, 实证检验了管理层能力对企业非效率投资的影响以及作用机制, 研究发现: 1) 管理层能力对企业非效率投资具有显著的抑制作用, 管理层所具备的经营管理能力越高, 不仅可以抑制企业投资过度还可以缓解企业投资不足, 从而降低企业的非效率投资水平。2) 融资约束在管理层能力与企业非效率投资之间承担部分中介效应, 管理层能力对企业非效率投资产生的抑制作用有一部分是通过融资约束进行传导的。3) 高管内部薪酬差距的加大会增强管理层能力对企业非效率投资的抑制作用, 而高管外部薪酬差距的加大则会削弱管理层能力对企业非效率投资的抑制作用。4) 在进一步研究中还发现, 管理层能力对非国有、市场竞争程度低以及经济政策不确定性低企业非效率投资的抑制作用更强。

关键词

管理层能力, 企业非效率投资, 融资约束, 高管薪酬差距

Research on the Inhibiting Effect of Management Ability on Corporate Inefficiency Investment

—Based on the Perspective of Financial Constraint

Kang Chang, Mingguai Sun

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: Oct. 31st, 2022; accepted: Nov. 10th, 2022; published: Nov. 29th, 2022

文章引用: 常康, 孙明贵. 管理层能力对企业非效率投资的抑制作用研究[J]. 金融, 2022, 12(6): 633-647.

DOI: 10.12677/fin.2022.126068

Abstract

This paper conducts an empirical analysis on the impact of management capacity on corporate inefficiency investment and its mechanism by using the data of Chinese A-share listed companies from 2011 to 2020. The research findings are as follows: 1) The management ability has a significant inhibitory effect on the inefficiency investment of enterprises. The higher the management ability of the management, it can not only restrain the overinvestment of enterprises but also alleviate the underinvestment of enterprises, so as to reduce the inefficiency investment level of enterprises. 2) The financing constraints in the management ability and enterprise bear partial intermediary effect between the efficiency of investment, the management ability of an adverse effect the efficiency of the enterprise investment is part of the conduction through the financing constraints. 3) The increase of the internal executive compensation gap will enhance the inhibitory effect of management ability on the inefficiency investment, while the increase of the external executive compensation gap will weaken the inhibitory effect of management ability on the inefficiency investment. 4) In further research, it is also found that the management ability has a stronger inhibitory effect on the inefficiency investment of non-state-owned enterprises, enterprises with low degree of market competition and economic policy uncertainty.

Keywords

Management Ability, Corporate Inefficiency Investment, Financing Constraint, Executive Pay Gap

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

目前,我国经济发展进入新的历史性转折关口,经济发展如何从高速增长赛道快速切换到高质量发展赛道是“新经济”形态下的首要任务,而优化企业的投资决策,缓解企业的非效率投资,则是完成这一转变的重要举措。对于国家来说,投资活动作为“三驾马车”之一,在拉动国民经济增长中扮演着重要角色,仍然是推动经济高质量快速发展的重要动力,并且对于稳定社会就业、优化经济结构以及增加资本积累也具有重要作用,但是在投资过程中产生的非效率投资行为(投资过度和投资不足)会严重制约经济转型升级和高质量发展。因此,降低非效率投资水平,提升投资效率迫在眉睫。对于企业来而言,投资活动是企业三大财务活动的核心,优化投资行为提升投资效率不仅能够帮助企业提高经营绩效,还有助于企业增加市场价值,实现可持续发展的长远目标。

现实中的资本市场存在各种摩擦,并不完美,从而会引致信息不对称以及委托代理问题的出现,使得资金在投资项目中无法正确流动[1],进一步会导致非效率投资现象。一方面表现为将企业多余资金投向净现值为负的投资项目,形成投资过度;另一方面由于缺少资金而错失净现值为正的投资项目,形成投资不足。这些问题都会导致企业在进行投资活动中难以达到最优状态,并且会进一步降低企业的经营绩效,侵蚀企业的长期市场价值,不利于企业的高质量发展。而企业如何避免净现值小于零的投资项目以及抓住净现值大于零的投资项目是提升投资效率的关键所在。因此,无论是从国家宏观视角还是企业微观视角来看,对企业的非效率投资问题进行深入研究在学术领域和实践领域都具有重要的意义。

综上所述,本文的研究目标如下:1) 探讨管理层能力如何影响企业非效率投资;2) 基于融资约束视

野, 探讨管理层能力对企业非效率投资的影响路径; 3) 基于内外薪酬差距双重视角, 探讨高管内部薪酬差距和外部薪酬差距在管理层能力与企业非效率投资之间发挥着何种调节效应。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 管理层能力与企业非效率投资

管理层作为企业投资活动的主导者, 对投资项目的选择以及企业资源的配置方面具有较大的决策权。不同能力的管理层在投资信息获取、投资项目偏好、风险识别以及价值评估等方面不尽相同, 导致他们在投资项目选择上具有较大差异。因此, 管理层能力的高低可能会对企业非效率投资产生影响。

首先, 信息不对称理论认为, 在高能力管理层治理下, 企业往往会通过提供高质量信息来有效提升企业信息透明度。管理层的能力越高, 企业既有资源的利用效率也就越高, 企业的经营状况和财务绩效也能够随之改善。进而, 管理层越有信心向外界市场积极传递企业真实可靠并且充分的内部信息, 企业信息透明度的提升有助于降低企业的非效率投资水平[2]。

其次, 从高层梯队理论视角出发, 企业管理层对市场信息的获取和解读会受到其自身背景特征和价值观的影响, 进而会对其投资决策行为产生重要影响。首先, 高能力管理层能够凭借其自身优秀的专业背景、高质量的人脉关系和丰富的企业管理经验在市场信息获取和理解判断方面更具优势, 使得他们能够更加全面地评估潜在的投资项目。其次, 高能力管理层还能够在瞬息万变的竞争市场中凭借其自身能力优势对本企业的发展状况、市场需求和行业发展前景进行精准把控, 及时调整公司的投资战略, 将企业既有的资源投入到收益率更高的投资项目上, 同时注重项目风险控制[3], 以最大程度地降低企业的非效率投资水平。

基于上述分析, 本文提出第一个假设:

H1: 管理层能力对企业非效率投资具有抑制作用。

2.2. 管理层能力、融资约束与企业非效率投资

管理层能力作为企业的一项无形资产, 会对企业经营活动和投融资活动产生重大影响, 而融资活动作为企业层面行为的重要组成部分, 也必然会受到管理层能力高低的影响。

第一, 管理层负责按照国家会计准则体系编制企业财务报告, 并且管理层对企业会计政策的选择和会计估计变更以及财务报表调整等具有较大的控制权。因此, 管理层对经济业务的自身判断会对企业的会计信息质量产生重要影响[4]。能力越高的管理层能够更加准确的提供企业真实的财务信息, 维护企业形象, 并且提高了会计信息的稳健性, 而会计信息稳健性的提高会使得企业的经营业绩能够在财务报告中体现出来, 使外部投资者及时了解企业的真实发展状况, 可以削弱企业内部信息的非对称性, 使企业更容易在资本市场上筹集到资金, 进而降低了企业的外部融资约束[5]。第二, 在职消费行为是引发委托代理冲突的重要来源之一, 基于声誉理论, 高能力管理者会更加看重自己的声誉和形象, 往往会通过减少在职消费行为来避免委托代理冲突。张铁铸和沙曼(2014) [6]的研究也发现能力越高的管理层发生在职消费行为的概率越小, 外部投资者于内部管理层之间的代理问题也会越少, 企业的融资约束也会随之缓解减轻。

融资约束对企业非效率投资的影响可以从以下两个维度来进行理解。首先是资本成本视角。信息不对称与融资约束密切相关, 信息不对称程度越高, 企业所面临的融资约束也就越大, 此时企业从外部筹集资金的成本也会变得更高, 导致企业资金缺乏而产生投资不足问题[7]。此外, 融资约束较高的企业从外部获取资金的难度会大大增加, 导致企业内部资金十分紧缺, 为了充分利用内部资金, 企业在进行投资决策时会着重考虑高风险高收益的投资项目, 力求实现资本收益最大化的目标[8], 这往往会扭曲企业

的最优化投资行为。其次是利益冲突视角。一方面, 过高的融资约束会使当企业陷入财务困境, 此时有企业具有较高的负债比例, 企业股东可能基于博弈心理而采取比较激进的投资策略, 从而会引发投资过度; 另一方面, 在两权分离背景下形成的信息不对称问题会使得外部投资者无法全面了解企业的真实经营状况, 这种信息不对称问题的存在引致外部投资者只能通过向资金使用者索取一定的资本溢价来降低自身利益受到侵害的风险[9]。较高的外部融资成本对企业筹集所需投资资金产生了重大障碍, 导致企业错失净现值为正的投资项目, 形成了投资不足。

综上所述, 融资约束会对企业非效率投资产生重要影响。过高的融资约束会加剧企业的非效率投资程度, 扭曲企业的投资行为。由此, 当企业的管理层能力较高时, 管高能力管理者会发挥自身优势帮助企业降低融资约束。随着融资约束的进一步缓解, 企业从外部资本市场中筹集到投资所需资金的难度会随之下降, 从而可以利用筹集到的资金有效抑制企业的非效率投资, 即融资约束可能在管理层能力与企业非效率投资之间充当桥梁作用。基于上述分析, 本文提出第二个假设:

H2: 融资约束在管理层能力与企业非效率投资之间存在中介效应。

2.3. 管理层能力、薪酬差距与企业非效率投资

1) 高管内部薪酬差距的调节效应

根据锦标赛理论, 通过在企业内开展有序锦标赛, 将薪酬差距作为竞赛成功的奖励可以促进高层管理者更加努力地工作, 并且奖励越高, 对高层管理者努力工作的激励效应越强, 就投资决策活动而言, 薪酬差距的可以通过激励效应和竞争效应两个方面对其产生影响[10]。

第一, 从激励效应视角出发, 有效的投资活动可以给企业带来的一系列的正向现金流, 为企业的持续经营发展源源不断地提供动力。投资项目一般具有高金额、长周期以及高风险等特点, 因此对投资项目的选择以及执行都需要耗费管理者巨大的时间和精力, 并且管理者还要承担投资项目失败所带来的风险。可见, 站在企业管理者的角度, 投资项目的成功实现存在巨大的私人成本[11]。一旦私人成本没有得到充分的补偿, 加之管理者本身就具有风险规避的倾向, 面对一些风险收益双高的投资项目可能就会错失良机, 这就会引发投资不足现象的发生[3]。

第二, 从竞争效应视角出发, 高管内部薪酬差距的设立打破了传统的平均主义, 可以在高管成员之间营造竞争性氛围。通过薪酬差距干预变量的介入, 在一定程度上能够对管理层群体起到竞争性作用, 符合企业管理的高效运行机制[12]。这种良性的干预机制迫使管理层团队成员产生危机感, 对于处在较高层级的管理者来说, 为了保持当下较高的地位和薪酬水平, 会对投资项目保持高度的注意力和工作热情, 积极参与到与企业价值密切相关的投资活动中去。此外, 薪酬差距的竞争效应还能够使更好的激励管理层团队成员产生向上的希望。处于较低层级的管理者为了在竞赛中获得成功, 管理者愿意为此提升努力工作的程度, 强烈的晋升动力可以帮助其充分发挥自身能力优势进行投资管理决策, 进一步矫正企业的投资行为, 助力实现企业高质量发展的目标。基于上述分析, 本文提出第三个假设:

H3: 高管内部薪酬差距对管理层能力与企业非效率投资关系具有正向调节效应。

2) 高管外部薪酬差距的调节效应

基于社会比较理论, 社会中的个体都具有与他人进行比较的倾向。企业中的高管也不例外, 他们通过将自己的努力程度和薪酬水平与同行业中职位层级类似的高管进行社会比较进而导致薪酬差距会对自身评价结果产生一定的影响, 薪酬差距的大小会引发正向公平和负向公平两种反应, 在进行社会比较的过程中他们会形成公平性认知, 并且较小的薪酬差距会对个体对公平性认知产生增强效应[13]。

首先, 当企业高管的薪酬水平高于同行业的公平薪酬时, 对比效应的上行比较就会发挥作用。企业高管在进行社会比较后会降低自己对薪酬水平的认知从而提升自我评价水平[14], 管理者认为自己获得的

薪酬回报与努力付出并不匹配,个人对薪酬回报的不公平性感知也会随之提升,因此就会产生懈怠心理,仍然缺乏自主收集资本市场中与投资项目相关信息的动力,从而会降低管理者投资决策的有效性。因此,本文认为当薪酬差距向下偏离即企业高管的薪酬水平低于同行业公平薪酬时,会引发企业投资过度和投资不足等非效率投资现象的发生。

其次,当企业高管的薪酬水平高于同行业高管的公平薪酬时,对比效应的下行比较就会发挥作用。企业高管在进行社会比较后会提升自己对于薪酬水平的认知从而降低自我评价水平[14],认为自己对于投资项目付出了较多的时间和精力,获得较高的薪酬回报是理所当然的,在这种情况下,薪酬差距的激励效应也会被削弱,企业高层管理人员缺乏动力去进一步优化企业的投资行为。因此,本文认为当薪酬差距向上偏离即企业高管的薪酬水平高于同行业公平薪酬时,同样会导致企业投资过度和投资不足等非效率投资现象的发生。由此可以发现,在高管外部薪酬差距过大即缺乏公平性的情境下,管理者能力的正常发挥可能会受到影响,从而削弱其对非效率投资的抑制作用。基于上述分析,本文提出第四个假设:

H4: 高管外部薪酬差距对管理层能力与企业非效率投资关系具有负向调节效应。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选择我国沪深 A 股上市公司作为研究样本,时间窗口期为 2011~2020 年,为了满足实证研究的需要,按照以下步骤对数据样本进行处理:1) 剔除金融类行业上市公司数据样本;2) 剔除被标记为 ST、*ST 及 PT 的上市公司数据样本;3) 剔除数据缺失的上市公司数据样本。

经过上述处理,最终得到 20,318 条样本数据。对全部连续变量进行 1%和 99%的 Winsorize 缩尾处理以避免极端离群值对实证结果造成影响,样本数据均来源于国泰安数据库(CSMAR)和万德数据库(Wind)。

3.2. 变量设计与测量

3.2.1. 企业非效率投资

参考 Richardson (2006) [15]的做法,采用企业真实投资水平与预期最优投资水平的偏离程度来度量企业的非效率投资水平。具体如模型(1)所示:

$$\begin{aligned} \text{Inv}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Lev}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{Age}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Size}_{i,t-1} \\ & + \alpha_6 \text{Return}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{Inv}_{i,t-1} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,Inv 为企业的实际新增投资规模;Growth、Lev、Cash、Age、Size 和 R 分别为营业收入增长率、资产负债率、现金流量、企业年龄、企业规模和考虑现金红利再投资的每股收益率。将上述模型得到的残差取绝对值来度量企业的非效率投资水平,用 Inveff 表示,数值越大,表示非投资效率水平越高。本文以残差符号为依据来界定投资过度和投资不足两种状况,具体界定为:若残差为大于 0,直接以残差代表投资过度,用 Overinv 表示,数值越大,投资过度越严重;若残差为小于 0,则以残差绝对值代表投资不足,用 Underinv 表示,数值越大,投资不足越严重。

3.2.2. 管理层能力

参考 Demerjian 等(2012) [16]和何威风等(2016) [3]的做法,采用数据包络分析法测量管理层能力。

第一步,估计生产效率(θ)。运用数据包络分析法建立以产出为导向的最优化模型分行业逐一测算企业的整体生产效率。具体如模型(2)所示:

$$\text{Max } \theta = \frac{\text{Sales}}{\alpha_1 \text{CoGS} + \alpha_2 \text{PPE} + \alpha_3 \text{R\&D} + \alpha_4 \text{Goodwill} + \alpha_5 \text{Intan} + \alpha_6 \text{SG\&A}} \quad (2)$$

其中, Sales 为产出变量, 代表企业的营业收入。CoGS、PPE、R&D、Goodwill、Intan 以及 SG&A 均为投入变量, 分别代表营业成本、固定资产净值、研发支出、商誉、无形资产净值以及销售费用和管理费用。

第二步, 估计管理层能力(MA)。企业的整体效率包含了管理层和企业两个维度的贡献, 运用 Tobit 回归模型对企业整体效率进行回归, 同时对企业层面的因素进行控制, 从而将管理层的贡献值从企业的整体效率中剥离出来。具体如模型(3)所示:

$$FE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Marketshare_{i,t} + \beta_3 FCFI_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 HHI_{i,t} + \beta_6 FC_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, FE 为被解释变量, 即模型中测算出来的整体生产效率 θ 值; Size、Marketshare、FCFI、Age、HHI 以及 FC 为解释变量, 分别代表企业规模、企业的市场份额、自由现金流、企业年龄、多元化经营程度以及国际化程度。以回归模型残差代表管理层能力, 用 MA 表示, 数值越大, 管理层能力越高。

3.2.3. 融资约束

本文借鉴 Kaplan & Zingales (1997) [17]以及魏志华等(2014) [18]的做法, 通过构建 KZ 指数来衡量企业的融资约束水平, 用 FC 表示, 测算出的 FC 有正有负并且该值越大, 表示该企业面临的融资约束程度越高。

3.2.4. 高管薪酬差距

本文从内外部双重视角来测度高管薪酬差距。参考牛建波等(2019) [19]和顾海峰和朱慧萍(2021) [12]的研究, 本文采用企业前三名高管平均薪酬与企业其他高管平均薪酬的比值来衡量高管内部薪酬差距的大小, 其中前三名高管薪酬界定为董监高中薪酬最高的前三名, 并将高管内部薪酬差距命名为 IGAP。此外, 借鉴黎文靖等(2014) [20]的研究, 本文采用企业前三名高管平均薪酬与同行业前三名高管平均薪酬的比值来衡量高管外部薪酬差距的大小, 并将高管外部薪酬差距命名为 EGAP。

3.2.5. 控制变量

文在对现有相关文献进行回顾与梳理的基础上, 借鉴姚立杰等(2020) [21]的做法, 将可能影响企业投资效率的相关因素进行了控制, 具体包括: 企业年龄(Age)、资产负债率(Lev)、企业规模(Size)、独立董事占比(Indep)、现金流量(FCF)、托宾 Q 值(TQ)、成长能力(Growth)、两职合一(Dual)、股票收益率(Return)以及盈利能力(ROA)。此外本文还控制了行业和年份效应对企业非效率投资的影响, 主要变量及定义如表 1 所示。

Table 1. Main variables and definitions

表 1. 主要变量及定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	Inveff	Richardson 模型回归残差取绝对值
	投资过度	Overinv	Richardson 模型回归残差大于 0 的项
	投资不足	Underinv	Richardson 模型回归残差小于 0 的项取绝对值
中介变量	融资约束	FC	用 KZ 指数表示企业的融资约束程度
解释变量	管理层能力	MA	DEA-Tobit 模型回归得到的残差
调节变量	高管内部薪酬差距	IGAP	企业前三名高管平均薪酬与企业其他高管平均薪酬的比值
	高管外部薪酬差距	EGAP	企业前三名高管平均薪酬与同行业前三名高管平均薪酬的比值

Continued

	上市年限	Age	观测年度与企业上市年度的差值取自然对数
	资产负债率	Lev	负债总额与资产总额的比值
	企业规模	Size	资产总额取自然对数
	独立董事占比	Indep	独立董事人数与董事会总人数的比值
	现金流量	FCF	本年经营活动现金流量净额与资产总额的比值
	托宾 Q 值	TQ	企业市场价值与资产总额的比值
控制变量	成长机能力	Growth	(本年营业收入总额 - 上年营业收入总额)/上年营业收入总额
	两职合一	Dual	董事长与总经理兼任情况, 若兼任, 取值为 0, 否则取值为 1
	股票收益率	Return	考虑现金红利再投资的年度个股回报率减去综合 A 股市场回报率
	盈利能力	ROA	本年利润总额与资产总额的比值
	年份虚拟变量	Year	设置年份虚拟变量, 若为当年则取 1, 否则取 0
	行业虚拟变量	Ind	设置行业虚拟变量, 根据 2012 版证监会行业分类指引, 其中制造业按二级分类编码, 其他行业一级及分类编码

3.3. 模型构建

为了检验假设 H1, 本文构建了模型(4)来检验管理层能力对企业非效率投资的直接效应:

$$\text{Inveff}_{i,t}(\text{Overinv}_{i,t}/\text{Underinv}_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MA}_{i,t} + \alpha_2 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

为了检验假设 H2, 本文构建模型(5)和(6)来检验融资约束的中介效应:

$$\text{FC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MA}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{Inveff}_{i,t}(\text{Overinv}_{i,t}/\text{Underinv}_{i,t}) = \gamma_0 + \gamma_1 \text{MA}_{i,t} + \gamma_2 \text{FC}_{i,t} + \gamma_3 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

为了检验假设 H3 和 H4, 本文基于模型(4)构建拓展模型(7)和(8)来检验高管内部薪酬差距和外部薪酬差距的调节效应:

$$\begin{aligned} \text{Inveff}_{i,t}(\text{Overinv}_{i,t}/\text{Underinv}_{i,t}) = & \theta_0 + \theta_1 \text{MA}_{i,t} + \theta_2 \text{IGAP}_{i,t} + \theta_3 \text{MA}_{i,t} * \text{IGAP}_{i,t} \\ & + \theta_4 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{Inveff}_{i,t}(\text{Overinv}_{i,t}/\text{Underinv}_{i,t}) = & \delta_0 + \delta_1 \text{MA}_{i,t} + \delta_2 \text{EGAP}_{i,t} + \delta_3 \text{MA}_{i,t} * \text{EGAP}_{i,t} \\ & + \delta_4 \text{Controls} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (8)$$

4. 实证检验与结果分析

4.1. 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计分析结果。结果显示, 企业非效率投资(Inveff)的均值为 0.037, 标准差为 0.038, 表明我国大多数上市公司都存在非效率投资现象且差异较大。其中, 投资过度的样本有 7478 个, 占比为 36.80%, 而投资不足的样本达到 12,840 个, 占比为 63.20%, 说明在研究时段内我国上市公司所面临的投资不足现象更为突出。管理层能力(MA)的均值为和标准差分别为-0.008 和 0.028, 可以看出我国上市公司的管理层能力普遍偏低并且不同公司之间具有较大差异。

Table 2. Descriptive statistical analysis of main variables
表 2. 主要变量描述性统计分析

变量名称	N	Mean	Sd	Median	Min	Max
Inveff	20318	0.037	0.038	0.026	0.000	0.212
Overinv	7478	0.047	0.059	0.027	0.000	0.792
Underinv	12840	0.033	0.028	0.026	0.000	0.339
FC	20318	1.116	2.271	1.339	-5.428	6.234
MA	20318	-0.008	0.144	-0.020	-0.336	0.374
IGAP	20318	3.437	1.861	2.890	1.628	13.125
EGAP	20318	0.480	0.328	0.391	0.097	1.990
Age	20318	2.283	0.661	2.303	1.099	3.296
Lev	20318	0.435	0.202	0.430	0.059	0.887
Size	20318	22.307	1.258	22.120	20.078	26.191
Indep	20318	0.375	0.054	0.357	0.333	0.571
FCF	20318	0.048	0.066	0.047	-0.141	0.238
TQ	20318	2.229	1.429	1.769	0.890	9.093
Growth	20318	0.148	0.356	0.096	-0.539	2.086
Dual	20318	0.259	0.438	0.000	0.000	1.000
Return	20318	0.012	0.430	-0.087	-0.624	1.846
ROA	20318	0.038	0.062	0.036	-0.232	0.210

4.2. 相关性分析

表 3 报告了各变量之间的 Pearson 相关系数, 根据检验结果可以看出, 管理层能力与企业非效率投资的相关系数为-0.015, 在 5%水平上显著负相关, 初步证明管理层能力与企业非效率投资之间的关系与假设 H1 预期一致。

Table 3. Pearson correlation number table
表 3. Pearson 相关系数表

变量名称	Inveff	MA	FC	IGAP	EGAP
Inveff	1				
MA	-0.015**	1			
FC	-0.023***	-0.086***	1		
IGAP	0.026***	0.054***	-0.001	1	
EGAP	-0.038***	-0.028***	-0.103***	0.045***	1

注: **、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

4.3. 实证结果分析

4.3.1. 管理层能力与企业非效率投资

表 4 报告了管理层能力对企业非效率投资影响的回归结果。管理层能力(MA)与企业非效率投资(Inveff)回归系数在 1%水平上表现出显著负相关, 表明管理层能力对企业非效率投资具有显著的负向抑制

作用, 假设 H1 得到验证。为了进一步检验管理层能力在投资过度和投资不足两种状态下是否均能对企
业非效率投资产生负向抑制作用, 用 MA 对这两组样本分别进行回归。结果显示, MA 与 Overinv 和
Underinv 的回归系数分别在在 5%和 1%的水平上显著为负, 表明管理层能力对企业非效率投资的负向抑
制作用在投资过度和投资不足两种状态下均有效, 管理层能力的提升能够有效缓解企业与外界的信息不
对称性现象, 提升资源整合利用的效率, 企业的投资过度和投资不足现象能够得到有效缓解, 从而降低
企业的非效率投资水平。

Table 4. Regression results of management competence and corporate inefficient investment
表 4. 管理层能力与企业非效率投资的回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)
	Inveff	Overinv	Underinv
MA	-0.008*** (-4.52)	-0.010** (-2.41)	-0.005*** (-2.67)
Age	-0.009*** (-18.11)	-0.012*** (-11.84)	-0.007*** (-15.84)
Lev	0.004** (2.07)	0.015*** (3.75)	-0.006*** (-3.37)
Size	-0.001*** (-3.84)	-0.001 (-1.22)	-0.002*** (-6.78)
Indep	0.005 (1.06)	-0.004 (-0.38)	0.007 (1.50)
FCF	0.002 (0.48)	0.005 (0.50)	-0.004 (-0.85)
TQ	0.002*** (7.94)	0.002*** (3.35)	0.002*** (8.13)
Growth	0.021*** (16.80)	0.032*** (15.00)	0.009*** (7.08)
Dual	0.001** (2.27)	0.002 (1.37)	0.000 (0.43)
Return	-0.001 (-1.50)	0.001 (0.77)	-0.004*** (-6.03)
ROA	-0.014*** (-2.62)	-0.003 (-0.22)	-0.025*** (-4.50)
Cons	0.071*** (11.55)	0.073*** (5.56)	0.083*** (14.97)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
N	20318	7478	12840
Adj-R2	0.105	0.132	0.119

注: **、*和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著, 括号内为 t 值。

4.3.2. 管理层能力、融资约束与企业非效率投资

表5报告了融资约束的中介效应回归结果。其中第(1)列结果显示管理层能力(MA)与中介变量融资约束(FC)回归系数在1%水平上显著为负,表明管理层能力降低了企业的融资约束,管理层能力越高,企业的融资约束越低。第(2)列结果显示中介变量融资约束(FC)与企业非效率投资(Inveff)的回归系数在1%水平上显著为正,并且层能力(MA)与企业非效率投资(Inveff)的回归系数在1%水平上显著为负,管理层能力可以通过融资约束来对企业非效率投资产生抑制作用,即融资约束中介效应成立,并且表现为部分中介效应,假设H2得到验证。

第(3)和(4)列为进一步的分组检验结果,可以看出FC与Overinv和Underinv的回归系数均在1%水平上显著为正,并且MA与Overinv和Underinv的回归系数在5%水平上显著为负,表明融资约束的中介效应在投资过度和投资不足样本中依然成立,并且均表现为部分中介效应,说明融资约束是管理层能力影响企业非效率投资的重要渠道。

Table 5. Regression results of mediating effect of financing constraints
表 5. 融资约束中介效应的回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	FC	Inveff	Overinv	Underinv
MA	-0.439*** (-7.83)	-0.008*** (-4.29)	-0.009** (-2.38)	-0.004** (-2.22)
FC		0.001*** (4.25)	0.001* (1.74)	0.001*** (6.20)
Age	0.303*** (22.15)	-0.009*** (-18.65)	-0.012*** (-12.03)	-0.007*** (-16.59)
Lev	6.385*** (114.84)	-0.002 (-1.03)	0.010** (1.99)	-0.014*** (-6.43)
Size	-0.136*** (-16.07)	-0.001*** (-3.41)	-0.001 (-1.05)	-0.002*** (-6.08)
Indep	0.395*** (2.81)	0.005 (0.98)	-0.004 (-0.43)	0.006 (1.41)
FCF	-14.947*** (-107.99)	0.016*** (2.95)	0.017 (1.46)	0.016*** (3.06)
TQB	0.404*** (42.40)	0.002*** (6.05)	0.001*** (2.58)	0.001*** (5.57)
Growth	-0.079*** (-3.25)	0.021*** (16.87)	0.032*** (15.05)	0.009*** (7.13)
Dual	-0.077*** (-4.17)	0.001** (2.39)	0.002 (1.41)	0.000 (0.62)
Return	-0.058** (-2.52)	-0.001 (-1.43)	0.001 (0.79)	-0.004*** (-5.92)
ROA	-7.159*** (-41.14)	-0.008 (-1.35)	0.003 (0.25)	-0.016*** (-2.77)

Continued

Cons	0.660*** (3.59)	0.070*** (11.47)	0.073*** (5.53)	0.083*** (14.81)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20318	20318	7478	12840
Adj-R2	0.787	0.106	0.132	0.121

注: **、*和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著, 括号内为 t 值。

4.3.3. 管理层能力、高管薪酬差距与企业非效率投资

表 6 报告了高管薪酬差距调节效应的回归结果。其中高管内部薪酬差距调节效应的回归结果如表 6 第(1)~(3)列所示, 管理层能力与高管内部薪酬差距交乘项(MA*IGAP)的回归系数在 1%水平上显著为负, 表明高管内部薪酬差距会增强管理层能力对企业非效率投资的抑制作用, 即处于企业高管之间的薪酬差距越大, 管理层能力对企业非效率投资的促抑制作用就越强, 假设 H3 得到验证。进一步的分组检验结果显示, MA*IGAP 与 Overinv 和 Underinv 的回归系数分别在在 5%和 1%的水平上显著为负, 表明在投资过度和投资不足两种状态下, 高管内部薪酬差距均能够对管理层能力与企业非效率投资之间的负向关系发挥正向调节效应。

高管外部薪酬差距调节效应的回归结果如表 6 第(4)~(6)列所示, 管理层能力与高管外部薪酬差距交乘项(MA*EGAP)的回归系数在 1%水平上显著为正, 表明高管外部薪酬差距会削弱管理层能力对企业非效率投资的抑制作用, 即处于同一行业高管之间的薪酬差距越大, 管理层能力对企业非效率投资的抑制作用就越弱, 假设 H4 得到验证。进一步的分组检验结果显示, MA*EGAP 与 Overinv 和 Underinv 的回归系数均在 1%的水平上显著为正, 表明在投资过度和投资不足两种状态下, 高管外部薪酬差距均能够对管理层能力与企业非效率投资之间的负向关系发挥负向调节效应。

Table 6. Regression results of moderating effect of executive pay gap

表 6. 高管薪酬差距调节效应的回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Inveff	Overinv	Underinv	Inveff	Overinv	Underinv
MA	-0.009*** (-4.56)	-0.009** (-2.38)	-0.005*** (-2.86)	-0.009*** (-4.76)	-0.011*** (-2.83)	-0.005*** (-2.69)
IGAP	0.001*** (4.78)	0.001* (1.94)	0.001*** (4.76)			
MA*IGAP	-0.003*** (-3.31)	-0.003** (-1.98)	-0.002*** (-2.60)			
EGAP				-0.001** (-1.99)	-0.003* (-1.90)	-0.002** (-2.11)
MA*EGAP				0.016*** (4.27)	0.021*** (2.85)	0.012*** (3.31)
Age	-0.009*** (-18.26)	-0.012*** (-11.86)	-0.007*** (-16.02)	-0.009*** (-18.20)	-0.012*** (-11.88)	-0.007*** (-15.94)

Continued

Lev	0.004** (2.14)	0.015*** (3.76)	-0.005*** (-3.24)	0.004** (2.07)	0.015*** (3.72)	-0.006*** (-3.39)
Size	-0.001*** (-3.81)	-0.001 (-1.21)	-0.002*** (-6.76)	-0.001*** (-2.62)	-0.000 (-0.21)	-0.002*** (-5.42)
Indep	0.004 (0.74)	-0.005 (-0.52)	0.005 (1.14)	0.005 (1.04)	-0.005 (-0.46)	0.007 (1.51)
FCF	0.002 (0.44)	0.005 (0.53)	-0.004 (-0.95)	0.002 (0.54)	0.006 (0.62)	-0.003 (-0.81)
TQ	0.002*** (7.52)	0.002*** (3.18)	0.002*** (7.72)	0.002*** (7.98)	0.002*** (3.42)	0.002*** (8.21)
Growth	0.021*** (16.79)	0.032*** (15.01)	0.008*** (7.05)	0.021*** (16.84)	0.032*** (14.98)	0.009*** (7.12)
Dual	0.001** (2.03)	0.002 (1.29)	0.000 (0.17)	0.001** (2.33)	0.002 (1.43)	0.000 (0.46)
Return	-0.001 (-1.38)	0.001 (0.80)	-0.004*** (-5.86)	-0.001 (-1.56)	0.001 (0.75)	-0.004*** (-6.11)
ROA	-0.013** (-2.39)	-0.002 (-0.18)	-0.023*** (-4.19)	-0.013** (-2.29)	0.001 (0.07)	-0.024*** (-4.21)
Cons	0.072*** (11.70)	0.074*** (5.62)	0.084*** (15.15)	0.064*** (9.72)	0.060*** (4.17)	0.078*** (12.86)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20318	7478	12840	20318	7478	12840
Adj-R2	0.107	0.132	0.121	0.106	0.133	0.120

注: **、*和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著, 括号内为 t 值。

4.4. 异质性分析

本部分从微观企业所有权性质、中观市场竞争程度和宏观经济政策不确定性三个维度对管理层能力与企业非效率投资之间的关系进行异质性检验, 以探究管理层能力对企业非效率投资的抑制作用在不同情境下是否存在显著差异, 回归结果如表 7 所示。根据回归结果可以发现, 相较于国有、市场竞争程度高以及经济政策不确定性高企业而言, 管理层能力对非国有、市场竞争程度低以及经济政策不确定性低企业非效率投资的抑制作用更强。

Table 7. Results of heterogeneity test

表 7. 异质性检验结果

变量名称	国有企业	非国有企业	竞争程度高	竞争程度低	经济政策不确定性高	经济政策不确定性低
MA	Inveff -0.003 (-1.15)	Inveff -0.012*** (-4.49)	Inveff -0.004* (-1.85)	Inveff -0.013*** (-4.57)	Inveff -0.006* (-1.94)	Inveff -0.011*** (-4.35)

Continued

Age	-0.007*** (-8.22)	-0.009*** (-12.35)	-0.008*** (-12.56)	-0.009*** (-12.80)	-0.009*** (-12.30)	-0.008*** (-13.45)
Lev	-0.005* (-1.92)	0.010*** (3.99)	-0.002 (-0.92)	0.009*** (3.43)	-0.002 (-0.62)	0.008*** (3.32)
Size	-0.001*** (-3.74)	-0.000 (-0.64)	-0.001* (-1.68)	-0.002*** (-3.91)	-0.001*** (-3.02)	-0.001*** (-2.65)
Indep	0.001 (0.13)	0.008 (1.20)	-0.002 (-0.38)	0.010 (1.34)	0.003 (0.42)	0.007 (1.07)
FCF	0.013** (2.14)	-0.004 (-0.64)	0.008 (1.45)	-0.006 (-0.94)	-0.002 (-0.25)	0.006 (1.07)
TQ	0.001** (2.49)	0.002*** (7.06)	0.002*** (6.05)	0.002*** (5.30)	0.002*** (4.62)	0.002*** (6.49)
Growth	0.017*** (8.33)	0.023*** (13.94)	0.018*** (10.75)	0.023*** (12.82)	0.020*** (11.43)	0.022*** (12.38)
Dual	-0.002 (-1.48)	0.000 (0.58)	0.002** (2.03)	0.001 (1.12)	0.001 (1.42)	0.001* (1.70)
Return	-0.003** (-2.50)	-0.001 (-0.56)	-0.003** (-2.36)	0.000 (0.16)	-0.002* (-1.85)	-0.000 (-0.12)
ROA	-0.011 (-1.12)	-0.014** (-2.03)	-0.012 (-1.55)	-0.015* (-1.88)	-0.019** (-2.40)	-0.012 (-1.60)
Cons	0.079*** (9.54)	0.049*** (4.73)	0.063*** (8.11)	0.083*** (8.48)	0.083*** (9.07)	0.062*** (7.59)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7770	12168	10138	10180	9266	11052
Adj-R2	0.102	0.099	0.104	0.109	0.109	0.101

注: **、*和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著, 括号内为 t 值。

4.5. 稳健性检验

在稳健性检验部分, 本文采用替换解释变量和被解释变量两种方法对本文的实证结果进行稳健性检验。首先, 本文参考张路等(2019) [22]的做法, 对 Tobit 回归模型测算出的残差从大到小排序并划分为四组, 分别赋值为 4、3、2 和 1, 构造新变量 MA4 来替换解释变量管理层能力, 得到的回归结果与上述结果保持一致, 表明本文的实证结果具有稳健性。其次, 本文参考顾海峰和翟淋源(2021) [23]的做法, 用托宾 Q 替代营业收入增长率重新对预期投资模型进行回归, 并用得到的新残差来替换被解释变量企业非效率投资, 得到的回归结果与上述结果保持一致, 表明本文的实证结果具有稳健性。

5. 研究结论与建议

5.1. 研究结论

本文以 2011~2020 我国沪深 A 股上市公司为研究样本, 实证检验了管理层能力对企业非效率投资的

抑制作用及其影响渠道,在此基础上还考察了高管薪酬差距的对二者关系的调节效应。在进一步的研究中,本文从微观企业所有权性质、中观市场竞争程度和宏观经济政策不确定性三个维度进行异质性检验。研究结论如下:1) 管理层能力对企业非效率投资具有显著的抑制作用。管理层能力的提升不仅可以抑制企业投资过度还可以缓解企业投资不足,从而降低企业的非效率投资水平。2) 融资约束在管理层能力与企业非效率投资之间存在部分中介效应,管理层能力可以通过缓解企业的融资约束从而对非效率投资产生抑制作用,并且在投资过度和投资不足两种状态下“管理层能力-融资约束-非效率投资”传导渠道均有效。3) 高管内部薪酬差距的加大能够增强管理层能力对企业非效率投资的抑制作用。适当加大企业高管之间的薪酬差距可以对高管产生竞争和激励效应,从而激发他们的工作的热情和积极性,由此会强化管理层能力对企业非效率投资的负向影响。4) 高管外部薪酬差距的加大则会削弱管理层能力对企业非效率投资的负向抑制作用。企业高管的平均薪酬与同行业公平薪酬的差距过大将会促使他们对薪酬公平性的感知增强,导致他们缺乏动力去进一步优化企业的投资行为,由此会削弱管理层能力对企业非效率投资的负向影响。5) 企业所有权异质性、市场竞争程度异质性和经济政策不确定性异质性均会对管理层能力与企业非效率投资的关系产生显著影响。相较于国有、市场竞争程度高以及经济政策不确定性高企业而言,管理层能力对非国有、市场竞争程度低以及经济政策不确定性低企业非效率投资的抑制作用更强。

5.2. 对策建议

基于本文的研究结论,结合我国当下的实际情况,本文从以下2个方面有针对性的提出对策建议:首先,企业要加强企业高管人才队伍建设,在管理层团队成员的选聘方面,要全面评估候选经理人的综合能力,不仅要考量候选经理人自身的才能,也要将选经理人的社会资本作为重要的筛选标准。社会资本作为管理层能力的重要组成部分,可以为企业带来很多无形的资产,因此要鼓励管理层团队成员积极拓展社会网络人脉,重视社会资本的建立和维护,积极打造一流的高管团队。其次,在管理层团队成员的晋升机制方面,要优化并完善高企业高管的职业发展路径,充分发挥市场竞争的积极作用,鼓励企业高管积极参与良性竞争,提升管理效率。

最后,企业要优化完善企业高管薪酬体系。本文的研究结果显示,在企业内部适当增加核心高管与非核心高管之间的薪酬差距能够对高管产生激励效应,提高其对工作的投入程度和管理效率进而帮助企业优化投资行为。因此对企业内部高管之间的薪酬水平保持一定的差距显得极其重要。但是,过大的薪酬差距会增强高管内心的公平性感知,从而造成高管对自我评价产生非理性的认识。因此,在考虑薪酬差距激励效应的同时,还要兼顾考虑企业高层管理人员对公平性的感知,努力打造在行业内有竞争力同时在企业内有差距的高管薪酬激励体系,既能够发挥薪酬差距的激励效应,又能保证薪酬水平的公平性,最大程度地释放管理层能力,从而提升企业的经营管理效率,优化企业的投资行为,有效的加强管理层能力对企业非效率投资的抑制作用。

参考文献

- [1] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [2] Gary, C., et al. (2006) Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *Accounting Review*, 81, 963-982. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.963>
- [3] 何威风, 刘巍, 黄凯莉. 管理者能力与企业风险承担[J]. 中国软科学, 2016(5): 107-118.
- [4] 鲁清仿, 杨雪晴. 管理层能力对信息披露质量的影响研究[J]. 科研管理, 2020, 41(7): 11.
- [5] 范宝学, 任锦秀. 管理层能力视角下银行债务融资与投资效率关系研究[J]. 投资研究, 2021, 40(7): 66-76.

- [6] 张铁铸, 沙曼. 管理层能力、权力与在职消费研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 63-72.
- [7] Chapman, D.R., Junor, C.W. and Stegman, T.R. (1996) Cash Flow Constraints and Firms' Investment Behaviour. *Applied Economics*, **28**, 1037-1044. <https://doi.org/10.1080/000368496328164>
- [8] 顾海峰, 朱慧萍. 经济政策不确定性、融资约束与企业投资效率[J]. 现代经济探讨, 2021(12): 93-104.
- [9] 连玉君, 程建. 投资-现金流敏感性: 融资约束还是代理成本? [J]. 财经研究, 2007(2): 37-46.
- [10] Lazear, E.P. Rosen, S. (1981) Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, **89**, 841-864. <https://doi.org/10.1086/261010>
- [11] Samwick, A. (2006) Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives. *Journal of Corporate Finance*, **12**, 489-515. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.01.001>
- [12] 顾海峰, 朱慧萍. 高管薪酬差距促进了企业创新投资吗——基于中国 A 股上市公司的证据[J]. 会计研究, 2021(12): 107-120.
- [13] O'Reilly, C., Main, B., et al. (1988) CEO Compensation as Tournaments and Social Comparisons: A Tale of Two Theories. *Administrative Science Quarterly*, **33**, 257-274. <https://doi.org/10.2307/2393058>
- [14] Blanton, H. (2001) Evaluating the Self in the Context of Another: The Three-Selves Model of Social Comparison Assimilation and Contrast. In: Moskowitz, G.B., Ed., *Cognitive Social Psychology: The Princeton Symposium on the Legacy and Future of Social Cognition*, Lawrence Earlbaum Associates, Mahwah, 75-87.
- [15] Scott, R. (2006) Over Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 191-202. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9002-3>
- [16] Demerjian, P., et al. (2012) Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, **58**, 1229-1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- [17] Kaplan, S.N. and Zingales, L. (1997) Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, **112**, 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- [18] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(5): 73-80.
- [19] 牛建波, 李胜楠, 杨育龙, 董晨悄. 高管薪酬差距、治理模式和企业创新[J]. 管理科学, 2019, 32(2): 77-93.
- [20] 黎文靖, 胡玉明. 国企内部薪酬差距激励了谁? [J]. 经济研究, 2012, 47(12): 125-136.
- [21] 姚立杰, 陈雪颖, 周颖, 陈小军. 管理层能力与投资效率[J]. 会计研究, 2020(4): 100-118.
- [22] 张路, 李金彩, 张瀚文, 王会娟. 管理者能力影响企业成本粘性吗? [J]. 会计研究, 2019(3): 71-77.
- [23] 顾海峰, 翟淋源. 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[J]. 证券市场导报, 2021(1): 33-43.