

管理层能力、权力与过度投资

谢蓉蓉¹

(山东大学管理学院 会计专业, 山东 济南, 250100)

摘要: 本文以沪深 A 股主板上市公司 2010 年—2014 年的数据作为研究样本, 在区别产权性质的基础上实证检验了管理层能力、权力及其二者的交互效应对企业过度投资的影响。研究表明: (1) 管理层能力越高, 越能减少公司过度投资; (2) 管理层权力越大, 过度投资现象越严重; (3) 在民营企业中, 能力较高的管理层能显著降低管理层权力对过度投资的促进效应; (4) 民营企业与国有企业在上述结论中存在差异。结论说明上市公司应合理设置或改革公司内部的选拔考核机制, 健全公司的治理机制, 进一步完善和发挥经理人市场的竞争机制和声誉机制, 激励管理层更加重视自身的能力培养和人力资本价值的提升, 促使管理层重视企业经营业绩的提升和未来长远发展, 从而提高投资效率。

关键词: 管理层能力; 管理层权力; 过度投资

一、引言

如何提高投资效率引领企业可持续价值创造, 促进资本市场健康发展, 一直是理论界和实务界普遍关注的问题。随着新三板的扩容和 IPO 制度改革的推进, 管理层加大投资、扩张规模的需求旺盛。然而, 企业的过度投资行为很可能会引发企业资源严重浪费, 生产能力过剩、资金链断裂、资源偏离最优配置等问题, 加大了企业经营风险和财务风险, 最终降低企业价值和损害股东利益。近年来, 国内外学者分别从公司治理、负债、信息透明度等方面研究发现: 完善的内部治理结构能够对企业的过度投资行为起抑制作用 (Richardson, 2003; 魏明海和柳建华, 2007; 唐雪松等, 2007; 柳建华等, 2015); 负债与现金股利的监督作用机制相似, 会通过举借债务能够抑制企业过度投资行为 (唐雪松等, 2007); 高质量的信息披露能够在一定程度上起到外部监督作用, 降低信息不对称, 减少企业的非效率投资 (Watts, 2003; Biddle 和 Hilary, 2009; 张纯和吕伟, 2009)。

高管团队作为公司最重要人力资本之一, 其自身异质性对决策行为的影响深受国内外学者的关注。根据高阶理论¹ (Hambrick 和 Mason, 1984), 高层管理者会对其所面临的情景和选择做出高度个性化的解释。由于性别、年龄、教育背景、信仰、风险偏好、自信心等多方面的差异, 高层管理者的思想理念和行

为方式具有较大差异, 从而对投资决策产生重大影响。Bertrand 和 Schoar (2003) 研究发现高层管理者的特征会对公司投融资决策和经济活动产生影响。姜付秀等 (2009) 研究发现管理层背景特征中的年龄和学历水平与过度投资显著负相关。但国内学者在研究管理层特质与过度投资关系时, 往往聚焦于管理层某单一特征如学历水平、年龄、专业背景等对投资效率的影响, 而将管理层作为一个整体研究其综合特征如能力和权力对过度投资影响的研究还较少。

本文实证检验了上市公司管理层的能力、权力及其交互效应对公司过度投资行为的影响, 并进一步深入探讨了不同的产权性质对其二者关系的影响。本文可能有以下几方面的贡献: 第一, 丰富了高层管理者能力、权力与公司过度投资的相关研究文献, 从整体层面的研究视角上完善了管理层特质对过度投资影响的实证研究。第二, 现有研究尚未将管理层能力、权力联系起来, 研究其对过度投资影响, 本文实证检验了管理层能力和权力的交互效应在不同产权性质下对过度投资的影响。为不同产权性质的公司采取不同的选拔考核机制、治理监督机制从而有效抑制过度投资提供依据。

二、理论分析与研究假设

(一) 管理层能力与过度投资

高层管理人员对公司的经营决策和投资决策起决

¹ 作者简介: 谢蓉蓉 (1993-), 女, 浙江乐清人。山东大学管理学院 2012 级会计专业本科生, 研究方向为公司理财。Email: finance_xrr@163.com。

² 高阶管理理论 (Hambrick & Mason, 1984) 核心思想为企业高管的个人特质 (阅历、价值观和个性等) 规定着他们对企业经营环境的分析倾向, 决定了对企业的战略选择, 从而极大地影响企业运营绩效。

定性作用,因此作为公司最重要的人力资源之一而备受关注。近年来,随着行为金融学的日益发展,人们越来越关注高层管理者特征及行为对公司决策行为的影响。其中,管理层能力作为衡量管理层整体的一个重要特征近几年也引起了国内学者的关注,管理层能力与公司决策和经济后果关系的研究成为一大热点,潘前进和王君彩(2015)实证发现能力越高的管理层越能有效减缓资本投资与内部现金流之间的敏感性。张铁铸和沙曼(2014)证实管理层能力与在职消费之间呈显著的负相关关系,能力越强的管理层,在职消费水平越低。谢建等(2015)研究发现,管理层能力越强,企业净利润的价值相关性就越强,所有者权益的价值相关性就越弱,而且国有产权会削弱管理层能力对会计信息价值相关性的影响。陈德球和步丹璐(2015)研究表明,管理层能力导致的薪酬差距对企业业绩有显著的积极影响。

在社会经济环境日益复杂,市场竞争瞬息万变,投资项目质量参差不齐的情况下,管理层能力的高低往往决定了企业的生死存亡。管理层的能力越强,越能准确分析社会经济环境变化趋势,掌握行业发展动态,及时调整公司战略和发展方向,并能通过独到的战略眼光和信息收集分析能力降低信息不对称性来投资能够带来正收益的项目,从而提高资本投资效率,优化资源配置。而且Fama(1980)曾指出,职业经理人市场的竞争会带来激励。因此,在职业经理人市场愈加完善的情况下,能力越高的经理人会更加重视自己的声誉和业绩,从而获取竞争性报酬。而反过来看,经理人越重视自己的声誉,那么选择过度投资这种通过损害公司和股东利益的追求自我私利的需求就越低。因此,本文提出以下假设:

H1: 管理层能力越高,越能抑制企业的过度投资行为。

(二) 管理层权力与过度投资

控制权理论³表明,当管理层掌握公司资源并拥有投资决策权时,管理层就很可能将自身利益凌驾于股东利益之上,通过权力寻租进行过度投资建造自己的商业帝国。在其他情况一定的条件下,管理层权力越大,就越有可能利用手中的权力攫取私利,过度投资现象就越严重。在研究管理层权力对过度投资的影响时,既有学者通过将管理层作为一个整体考察其综合权力对过度投资的影响,也有学者将反映管理层权力大小的不同方面如两职兼任、董事会规模、董事会独

立性、管理层持股、管理层任职年限、外部股东监督等分维度进行研究。Jensen(1986)认为在股权较为分散,管理层缺乏有效监督的企业中,当管理层拥有大量自由现金流时,管理层很可能为了追逐私人利益和地位不顾及股东和公司的利益将资金投资于净现值为负值的项目。Shleifer等(1986)也同样认为权力大的管理层控制的自由现金流量越大,在机会主义动机的驱使下,很可能会投资那些不能盈利或盈利能力很低的项目,造成过度投资。辛清泉等(2007)研究发现当薪酬契约无法为经理的努力工作和经营才能做出补偿和激励时,容易诱发经理的机会主义行为,可能利用其权力寻租产生过度投资。谭庆美等(2015)和贺琛等(2015)的研究也支持了中国上市企业的管理层综合权力越大,过度投资现象越严重的观点。

由此可见,管理层被赋予的权力的大小与企业的治理机制、选拔考核机制、管理层自身背景、企业产权归属都有很大的关系。Finkelstien(1992)的权力模型从组织结构权力、专家权力和所有权权力三个方面选择指标衡量管理层权力大小⁴。我国学者如卢锐等(2008)、张丽平(2012)、谭庆美等(2015)根据我国实际情况,选取了不同权力维度变量衡量管理层综合权力。虽然不同的权力维度变量对过度投资的影响不同,但整体而言,管理层权力越大,企业的过度投资现象越严重(Shleifer, 1986; 辛清泉等, 2007; 谭庆美等, 2015; 贺琛等, 2015)。且不同产权性质的企业管理层权力存在显著差异(张铁铸和沙曼, 2014)。因此本文提出以下假设:

H2: 管理层权力越大,企业过度投资现象越严重。

(三) 管理层能力和权力的交互效应与过度投资

在现实企业中,管理层能力和权力是管理层十分重要的两大特征,但往往并不对等,因此将其二者联系起来研究对企业决策和经济后果的影响十分必要。而现有文献对此的研究还甚少。张铁铸和沙曼(2014)研究了管理层能力和权力对在职消费的影响,研究发现在民营上市公司中,能力较强的管理层更能抑制其利用权力增加在职消费的行为。陈德球和步丹璐(2015)也从管理层能力和管理层权力两个角度分析企业内部薪酬差距形成的原因,研究发现管理层能力和权力都会增加企业内部薪酬差距,管理层能力导致的薪酬差距对企业业绩有显著的积极影响,管理层权力导致的薪酬差距对企业业绩有显著的负面影响。根据管理层权力理论,管理层有动机通过过度投资进行

³控制权相关理论: Jensen & Meekling, 1976; Grossman & Hart, 1988; Bebchuk & Kallan, 1990; Coffee, 2001

⁴组织结构权力包括职务兼任、董事会规模、内部董事比例;专家权力包括CEO任期、CEO学历背景等;所有权权力包括管理层持股等

权力寻租⁵。而 Demerjian 等 (2013) 指出, 管理层的能力不同, 行为选择会出现差异, 进而导致不同的经济后果。高能力的管理层一方面能够根据宏观环境、行业经济的变化对公司的发展战略及时作出调整, 低效率投资的可能性更低。另一方面, 出于对自身声誉及职业生涯的考虑, 为避免对公司和股东利益造成过大损害, 能力高的管理层会减少过度投资行为。因此, 管理层能力和权力对过度投资具有反方向的效应, 因此, 本文提出以下假设:

H3a: 管理层能力与管理层权力的交互效应与过度投资负相关。

H3b: 管理层能力与管理层权力的交互效应与过度投资正相关。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2010—2014 年中国沪深主板 A 股全部上市公司为研究样本, 并对样本做了如下筛选: 第一, 剔除数据较为特殊的金融类上市公司和 ST 类公司; 第二, 剔除管理层发生重大变更的公司, 管理层在此期间若发生重大变更可能会导致能力与权力巨幅变动, 从而影响结论的稳健性。第三, 剔除数据资料不完整的公司。经过以上筛选, 最终得到 873 家样本公司共 1347 个观测值, 根据实际控制人将样本划分为国有企业组和非国有企业组。经过整理, 国有上市公司 5 年共有 697 个观测值, 非国有企业 5 年共有 650 个观测值。本文研究数据均来自 CSMAR 数据库和同花顺 IFIND, 并手工加以初步整理和计算。公司效率的计算采用 DEAP2.1 软件, 其他数据处理使用了 STATA 和 Excel 等统计软件。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本文采用 Richardson (2006) 并结合辛清泉等 (2007) 的模型计量过度投资。首先估计企业合理的资本投资水平, 模型如下:

$$INV_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 RET_{t-1} + \beta_7 INV_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

其中, INV_t 为 t 年的资本投资量, 用 t 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金、购买和处置子公司及其他营业单位所支付的现金、权益

性投资和债权性投资支出所支付现金、支付其他与投资活动有关的现金之和与第 $t-1$ 年年末资产总额的比值表示。 INV_{t-1} 为 $t-1$ 年的资本投资量, 计算方法与上述相同。 $Growth_{t-1}$ 表示企业增长机会, 用 $t-1$ 年的 Tobin-Q 值作为代理变量。 Lev_{t-1} 为企业 $t-1$ 年的资产负债率。 $Cash_{t-1}$ 为企业的现金持有量用 $t-1$ 年末现金与短期投资之和同总资产的比率表示。 Age_{t-1} 为截至 $t-1$ 年末的公司上市年龄。 $Size_{t-1}$ 为企业 $t-1$ 年年末的企业规模, 用 $t-1$ 年末公司总资产的自然对数表示。 RET_{t-1} 为企业年末股票投资报酬率。同时, 控制 Year (年份) 和 Industry (行业) 虚拟变量。残差 ε 即实际投资水平与最优投资水平之间的差额, 当 $\varepsilon > 0$ 时表示过度投资。

2. 解释变量

(1) 管理层能力的度量

参考已有的研究, 本文采用 Demerjian 等 (2012) 的方法进行度量。首先, 采用数据包络分析法 (DEA)⁶ 估计行业内公司的效率。由于不同公司管理层能力等因素的差异, 导致即使在其他条件完全相同的情况下同等的投入其产出也会有差异, 即公司利用资源创造价值的效率不同。计算公司效率的公式为:

$$\max_v \theta = \frac{Sales}{v_1 COGS + v_2 PPE + v_3 R \& D + v_4 SG \& A + v_5 Inta}$$

其中, Sales 度量公司产出, 用公司主营业务收入表示; COGS 为公司销售成本, 用公司主营业务成本表示; PPE 用公司固定资产净额代替; R&D 为公司净研发支出; SG&A 表示公司销售及管理费用; Inta 表示公司无形资产净值。同时控制行业变量的影响, 标准化后公司效率取值在 0 和 1 之间。

其次, 利用 Tobit 回归模型测算管理层能力。由 DEA 测算得到的公司效率, 不仅受管理层能力的影响, 而且还受到许多公司层面因素的影响, 如公司规模、市场份额、自由现金流、公司的经营周期、经营分部的数量 (Stein, 1997; Bushman 等, 2004; DeAngelo 等, 2010 等)。按行业剔除公司因素的影响, 按以下模型得到的回归残差即作为管理层能力的度量指标。

$$EFF_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Size_{i,t} + \delta_2 MS_{i,t} + \delta_3 FCF_{i,t} + \delta_4 Age_{i,t} + \delta_5 BSC_{i,t} + \delta_6 \sum Year + \delta_7 \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

⁵ 权力寻租指政府各级官员或企业高层领导人利用手中的权力, 避开各种监控、法规、审核, 从而寻求并获取自身经济利益的一种非生产性活动。

⁶ 数据包络分析 (DEA) 是一个对多投入/多产出的多个决策单元的效率评价方法, 由 1978 年由 Charnes 和 Cooper 创建的。可广泛用于业绩评价。

其中, EFF_{it} 为公司 i 第 t 年的公司效率, 即为 DEA 法测算的 θ 值; $Size_{it}$ 用公司 i 第 t 年年末总资产的自然对数表示; MS_{it} 为公司 i 第 t 年的市场份额, 用公司 i 第 t 年的主营业务收入除以当年同行业所有公司的主营业务收入之和表示; FCF_{it} 为公司 i 第 t 年的自由现金流量虚拟变量, 自由现金流量非负为 1, 否则为 0; Age_{it} 表示公司 i 第 t 年年末上市年限的自然对数; BSC_{it} 表公司 i 第 t 年年末经营分部的自然对数。同时控制 Year (年份) 和 Industry (行业) 虚拟变量。残差 ε_{it} 表示公司 i 第 t 年的管理层能力。

(2) 管理层权力的度量

权小峰等 (2010) 发现管理层权力越大, 获取的私有收益越高。在管理层权力的度量方面, 缺乏直接的度量指标。本文共选取 5 项指标, 取其和作为管理层综合权力水平的度量: (1) 当总经理兼任董事长则

取值为 1, 否则取值为 0 ($Gpower_1$); (2) 当董事会人数小于样本企业均值时取值为 1, 否则取值为 0 ($Gpower_2$); (3) 当董事会中独立董事的比例小于样本均值时取值为 1, 否则为 0 ($Gpower_3$)。 (4) 当管理层持股比例大于样本均值时取值为 1, 否则取值为 0 ($Gpower_4$); 当企业 S 指数 (第二大股东至第十大股东持股比例之和) 小于样本均值时取值为 1, 否则为 0 ($Gpower_5$)。五个方面最后将上述 5 大权力维度变量相加, 即为管理层综合权力 ($Gpower_0$)。

3. 控制变量

借鉴前人的研究成果, 本文研究在模型中引入现金持有量、公司规模、公司成长性、企业盈利能力、企业性质作为控制变量, 同时控制行业和年份虚拟变量。变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
t 年过度投资量	OverINV	为合理资本投资估计模型的回归残差项, 当回归残差项>0 时为过度投资
管理层能力	Gability	指管理层有效利用公司各种资源的能力, 根据 DEA-Tobit 两阶段分析估计
管理层权力	Gpower ₀	Gpower ₀ =Gpower ₁ +Gpower ₂ +Gpower ₃ +Gpower ₄ +Gpower ₅
企业性质	SOE	若最终控制人为国家则取值为 1, 否则为 0
公司盈利能力	ROA	总资产收益率=净利润/总资产
现金持有量	Cash	现金与短期投资之和同总资产的比率
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
公司成长性	Tobin-Q	本文取 Tobin-Q 值作为代替变量
行业	Industry	行业虚拟变量, 按照证监会 2001 版行业分类标准 (剔除了金融类上市公司) 共 12 个行业, 取 11 个虚拟变量
年度	Year	年度虚拟变量, 2010~2014 共 5 年, 取 4 个虚拟变量

(三) 模型建立

为检验假设, 本文构建了以下四个研究模型:

$$OverINV = \beta_0 + \beta_1 G_i + \beta_m \sum_{m=2}^6 CV + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(1)

$$OverINV = \beta_0 + \beta_1 Gability + \beta_2 Gability \times SOE + \beta_m \sum_{m=3}^7 CV + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(2)

$$OverINV = \beta_0 + \beta_1 Gpower_0 + \beta_2 GPower_0 \times SOE + \beta_m \sum_{m=3}^7 CV + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(3)

$$OverINV = \beta_0 + \beta_1 Gability + \beta_2 GPower_0 + \beta_3 Gability \times Gpower_0 + \beta_m \sum_{m=4}^7 CV + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon$$

(4)

模型 (1) 检验将所有解释变量单独回归对因变量的影响, 同时检验假设 1 和假设 2。模型 (2) 和模型 (3) 在模型 (1) 的基础上分别研究不同产权性质下管理层能力和权力对过度投资的影响。模型 (4) 则针对假设 3, 在区别产权制度分组的情况下检验管理层能力和管理层综合权力的交互效应对过度投资的影响。CV 表示控制变量, 指公司盈利能力、公司规模、公司成长性、现金持有量和产权性质。同时控制行业和年度变量。

⁷ 由于篇幅限制, 国有企业样本数据与非国有企业样本数据的描述性统计结果两表略。

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表 2 为本文全样本数据、国有企业样本数据以及非国有企业样本数据的描述性统计结果。全样本过度投资水平的均值为 0.28, 其中国有企业过度投资水平的均值为 0.37, 高于非国有企业过度投资均值 0.17, 且这种差异经均值 T 检验表明在 1% 的统计水平上显著。说明国有企业的过度投资平均水平显著高于非国有企业的过度投资平均水平。国有企业和非国有企业在管理层能力上的差异并不显著。而国有企业综合管理层权力均值为 2.11, 经 T 检验显著高于非国有企业的综合管理层权力的均值 1.76。表 3 显示的是变量 Pearson 相关性检验。表中显示管理层能力和管理层综合权力之间没有显著相关性, 说明能力越高的管理层权力并不一定越大。

表 2 全样本

Variables	obs	mean	sd	p50	max	min
overinv	1347	0.28	0.73	0.09	16.25	0.00
gability	1347	-0.01	0.14	-0.01	0.41	-0.72
gpower0	1347	1.89	0.79	2.00	4.00	0.00
gpower1	1347	0.21	0.41	0.00	1.00	0.00
gpower2	1347	0.30	0.46	0.00	1.00	0.00
gpower3	1347	0.63	0.48	1.00	1.00	0.00
gpower4	1347	0.20	0.40	0.00	1.00	0.00
gpower5	1347	0.54	0.50	1.00	1.00	0.00
roa	1347	0.05	0.05	0.04	0.50	-0.28
cash	1347	0.13	0.10	0.11	0.76	0.00
size	1347	22.19	1.19	22.00	27.96	18.65
age	1347	4.70	0.60	4.91	5.66	3.18
Tobin-Q	1347	1.73	1.52	1.34	14.76	0.10

（二）回归结果分析

1. 管理层能力与过度投资

根据表 4 模型（1）回归结果可验证假设 1。管理层能力和过度投资在 10% 的显著性水平上显著负相关, 表明管理层能力越高, 越能减少企业的过度投资行为, 这可能是因为随着公司管理层能力的提高, 管理者会越来越重视缓解信息的不对称性, 为提高自

己的经营业绩和塑造更良好的声誉, 高能力的管理者会更容易识别和投资净现值为正的投资项目而避免低效率的投资行为。此回归结果与假设 1 相一致。模型（2）中加入管理层能力与产权性质虚拟变量的交叉项进行回归, 表 4 结果显示交叉项在 5% 的显著性水平上与过度投资正相关。说明在国有企业中, 管理层能力对过度投资的抑制效果会显著降低。可能是因为非国有企业中经理人市场的竞机制和声誉机制发挥相对弱化。

2. 管理层权力与过度投资

为验证假设 2, 将管理层综合权力变量至于模型（1）中进行多元回归。表 4 结果显示, 管理层综合权力与过度投资在 5% 的显著性水平上显著正相关。表明管理层权力越大, 越有可能通过权力寻租进行过度投资。经过模型（3）回归可知管理层综合权力与产权的交叉项不显著。由表 5 可知, 衡量管理层权力的维度变量对过度投资的影响则不尽相同。两职兼任与过度投资在 1% 的显著性水平上显著正相关, 表明当总经理兼任董事长时, 管理层很可能因为权力增大的同时监督失去作用而进行过度投资, 因此两职兼任会极大地提高过度投资水平, 管理层会更加肆无忌惮地建造自己的商业帝国并谋取私利。董事会规模与过度投资在 10% 的显著性水平上正相关, 表明并不是董事会规模越大, 就越能有效约束管理层权力。这可能是因为, 董事会规模越大, 越容易组成利益不同的团体, 各个团体之间难以形成一致的意见, 对管理层的监督约束作用反而下降了。回归结果显示, 独立董事比例、管理层持股以及第二大股东与第十大股东的持股比例之和这三个管理层权力维度变量与过度投资的关系并不显著。其中独立董事比例与过度投资关系不显著, 一方面可能是因为样本公司独立董事比例较为接近, 另一方面也可能是因为中国上市公司治理机制还不够完善, 独立董事的监督作用未能充分发挥。管理层持股与过度投资关系不显著, 可能是中国上市公司对管理层的股权激励认识还不充分, 股权激励的效果并不明显。S 指数与过度投资关系不显著, 则可能是因为中国上市公司一股独大的现象较为多见, 而其余股东联合监管管理层的意识尚不强烈, 第二大股东至第十大股东的外部监督并未有效发挥作用。

3. 管理层能力与管理层权力的交互效应与过度投资

果可知, 全样本管理层能力和管理层权力交互效应与过度投资不存在显著关系, 假设 3a 和假设 3b 均不通过检验。

由表 4 回归结果可知, 管理层能力与过度投资负相关, 管理层综合权力与过度投资正相关, 两者对过度投资具有相反的效应。通过表 6 模型 (4) 回归结

表 3 变量 pearson 相关性检验

	overinv	gability	gpower0	gpower1	gpower2	gpower3	gpower4	gpower5	roa	soe
overinv	1.00									
gability	-0.02	1.00								
gpower0	0.11***	-0.00	1.00							
gpower1	0.12***	-0.06**	0.62***	1.00						
gpower2	0.10***	0.040	0.26***	0.16***	1.00					
gpower3	-0.06**	-0.007	0.04	-0.10***	-0.80***	1.00				
gpower4	0.09***	0.020	0.46***	0.24***	0.14***	-0.09***	1.00			
gpower5	-0.03	0.003	0.43***	-0.08***	0.02	-0.02	-0.31***	1.00		
roa	0.08***	0.22***	-0.01	0.00	0.01	-0.00	0.12***	-0.12***	1.00	
soe	-0.13***	-0.02	-0.29***	-0.25***	-0.20***	0.12***	-0.45***	0.19***	-0.09***	1.00
cash	0.15***	0.06**	0.04	0.01	0.08***	-0.04	0.11***	-0.07**	0.29***	-0.07***
size	-0.12***	-0.01	-0.19***	-0.14***	-0.19***	0.10***	-0.26***	0.09***	-0.02	0.33***
age	-0.09***	-0.03	-0.26***	-0.21***	-0.12***	0.08***	-0.64***	0.30***	-0.09***	0.43***
tobinq	0.10***	0.07***	0.08***	0.12***	0.13***	-0.09***	0.18***	-0.15***	0.41***	-0.21***
	cash	size	age	tobinq						
cash	1.00									
size	-0.25***	1.00								
age	-0.15***	0.30***	1.00							
tobinq	0.27***	-0.50***	-0.21***	1.00						

表 4 回归结果分析 (一)

	模型 (1)		模型 (2)	模型 (3)
	overinv	overinv	overinv	overinv
gability	-0.26 (0.15)		-0.57 (0.20)	
gpower0		0.06 (0.03)		0.08 (0.038)
soe	-0.11 (0.05)	-0.10 (0.05)	-0.11 (0.05)	0.00 (0.11)
cash	0.73 (0.22)	0.74 (0.22)	0.71 (0.22)	0.74 (0.22)
size	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)
age	0.05	0.06	0.05	0.07

	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
Tobin-Q	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
Year	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control
Gability×soe			0.66	
			(0.29)	
Gpower×soe				-0.05
				(0.05)
N	1347	1347	1347	1347
adj. R ²	0.07	0.07	0.08	0.07

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

表 5 回归结果分析(二)

	模型(1)				
	overinv	overinv	overinv	overinv	overinv
gpower1	0.15 (0.05)				
gpower2		0.08 (0.04)			
gpower3			-0.05 (0.04)		
gpower4				-0.02 (0.07)	
gpower5					0.02 (0.04)
soe	-0.09 (0.05)	-0.10 (0.05)	-0.11 (0.05)	-0.11 (0.05)	-0.11 (0.05)
cash	0.76 (0.22)	0.71 (0.22)	0.73 (0.22)	0.73 (0.22)	0.73 (0.22)
size	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.03 (0.02)
age	0.06 (0.04)	0.05 (0.04)	0.05 (0.04)	0.05 (0.05)	0.05 (0.04)
Tobin-Q	-0.01 (0.02)	-0.01 (0.02)	-0.01 (0.02)	-0.01 (0.02)	-0.01 (0.02)
Year	Control	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control	Control
N	1347	1347	1347	1347	1347
adj. R ²	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07

表 6 回归结果分析

模型（4）			
	民营	国有	全样本
	overinv	overinv	overinv
gability	-0.483*** (0.184)	0.0597 (0.223)	-0.192 (0.360)
gpower0	0.0593** (0.0266)	0.0304* (0.0174)	0.0558** (0.0272)
gability×gpower	-0.300* (0.154)	-0.0289 (0.127)	-0.0393 (0.179)
soe	-0.0927** (0.0466)	0.194 (0.266)	0.845* (0.431)
cash	0.718*** (0.218)	0.610*** (0.136)	0.734*** (0.219)
size	-0.0266 (0.0213)	-0.0264** (0.0111)	-0.0257 (0.0213)
age	0.0588 (0.0399)	-0.0334 (0.0310)	0.0615 (0.0399)
Tobin-Q	-0.0113 (0.0178)	0.0104 (0.0117)	-0.00951 (0.0178)
Year	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control
adj. R ²	0.0625	0.1300	0.0598
F	5.22	2.66	4.57
N	650	697	1347

注： * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

进一步研究发现，若区别产权制度进行分组回归（国有组和民营组），结果存在显著差异。在民营企业中，管理层能力和管理层权力交互效应与过度投资在 10%上显著负相关，表明在非国有企业中，管理层能力对过度投资的抑制效应超过了管理层权力对过度投资的促进效应，而在国有企业中，二者的交互效应与过度投资并不存在显著关系。这可能是因为非国有企业的内部权力斗争不如国有企业激烈，相对于国有企业，在非国有企业中，经理人市场激励机制和声誉机制发挥的作用更强，促使管理层更加关注能力的提升和充分发挥已获得良好的竞争性报酬，因此管理层能力对过度投资的抑制效应更强，甚至超过了管理层权力对过度投资的促进效应。

（三）稳健性检验

为验证本文研究结论的稳健性，使研究结论更加可靠。本文借鉴 Finkelstein 的权力模型，采用主成分分析法合成管理层权力综合指标。并将得到的管理层综合权力指标代入模型重新回归，得出基本相同的实证检验结果。因此可以认为前文的结论是稳健的。

五、研究结论与建议

高层管理人员拥有的能力和权力是其十分重要的且能较为直观评价的两大特征，密切关系到企业的经营状况和未来发展前景。正确高效的投资决策是企业持续立足和创造利润的基本，因此高层管理者的能力和权力对公司资本投资效率有无影响以及如何影响十分重要，受到了学者的关注。

本文以 2010 年至 2014 年中国沪深 A 股上市公司为研究样本，考虑不同产权制度的差异，研究管理层能力和管理层权力以及两者之间的交互效应对过度投资的影响。研究结果表明：管理层能力越高，越能缓解信息不对称性，减少公司低效率的投资决策。且在非国有企业中，管理层能力对过度投资的这种影响程度更大。管理层的综合权力越高，越有可能通过权力寻租进行过度投资。从管理层能力和权力的交互效应中可知，在非国有企业中声誉机制的强化以及权力斗争的相对弱化，使得管理层能力对过度投资抑制效应更强。

本文的研究结论对进一步理解过度投资行为具有一定的启示意义，本文建议股东、债权人、董事会等在了解公司投资决策时应同时考虑到管理层能力和管理层权力的影响。由于高层管理人员的能力能显著影响到公司投资效率。因此需要合理设置或改革公司内部选拔、考核、激励机制，加强公司人力资源管理，选拔和吸引真正拥有高能力而非热衷于权力斗争的管理人员。同时健全公司的治理机制，加强对管理层权力的外部监督和约束，如分设董事长和总经理，合理设置董事会人数，拒绝独立董事的关系聘任，加强对管理层投资决策的监督，减少管理层通过权力寻租进行过度投资的行为。并进一步完善和发挥经理人市场的竞争机制和声誉机制，激励管理层更加重视自身的能力培养和人力资本价值的提升，促使管理层重视企业经营业绩的提升和未来长远发展，从而做出更加高效率的投资，降低代理冲突。

本文的以下研究不足之处还需要进一步的改善：
① 由于数据来源的限制和解释变量自身的属性，管理层能力和权力变量难以直接观测而只能采用某些方法

来进行间接地衡量。这样得到的间接指标可能不足以全面衡量管理层能力和权力,由此可能对管理层能力和权力的解释效力产生影响。② 本文衡量管理层综合

权力的维度不够全面,也并未考虑到不同权力维度的权重可能并不相同。这可能会造成对不同管理层实际权力的衡量存在偏差。

参考文献

- [1] Bertrand M, Schoar A. Managing with style: The effect of managers on firm policies[J]. 2002.
- [2] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency[J]. Journal of accounting and economics, 2009, 48(2): 112-131.
- [3] Bushman R, Chen Q, Engel E,等 Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems[J]. Journal of Accounting and Economics, 2004, 37(2): 167-201.
- [4] DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz R M. Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3): 275-295.
- [5] Dechow P M, Richardson S A, Tuna I. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation[J]. Review of accounting studies, 2003, 8(2-3): 355-384.
- [6] Demerjian P R, Lev B, Lewis M F,等 Managerial ability and earnings quality[J]. The Accounting Review, 2012, 88(2): 463-498.
- [7] Fama E F. Agency Problems and the Theory of the Firm[J]. The journal of political economy, 1980: 288-307.
- [8] Finkelstein S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation[J]. Academy of Management journal, 1992, 35 (3): 505-538.
- [9] Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of management review, 1984, 9(2): 193-206.
- [10] Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 1986, 76(2).
- [11] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [12] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. The Journal of Political Economy, 1986: 461-488.
- [13] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(1): 111-133.
- [14] Watts R L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications[J]. Accounting horizons, 2003, 17(3): 207-221.
- [15] Watts R L. Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities[J]. Accounting horizons, 2003, 17(4): 287-301.
- [16] 魏明海,柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007, No.16304: 88-95.
- [17] 唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007, No.23707: 44-52+96.
- [18] 柳建华,卢锐,孙亮. 公司章程中董事会对外投资权限的设置与企业投资效率——基于公司章程自治的视角[J]. 管理世界 2015, No.26207: 130-142+157.
- [19] 张纯,吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利[J]. 金融研究, 2009, No.34907: 81-94.
- [20] 姜付秀,伊志宏,苏飞,黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009, 01: 130-139.
- [21] 林朝南,林怡. 高层管理者背景特征与企业投资效率——来自中国上市公司的经验证据[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2014, 02: 100-109.
- [22] 李焰,秦义虎,张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011, 01: 135-144.

- [23] 罗红霞,李红霞,刘璐. 公司高管个人特征对企业绩效的影响——引入中介变量:投资效率[J]. 经济问题,2014,01:110-114.
- [24] 潘前进,王君彩. 管理层能力与资本投资效率研究——基于投资现金流敏感性的视角[J]. 中央财经大学学报,2015,02:90-97.
- [25] 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,2014,05:63-72.
- [26] 谢建,吴德军,唐洁珑. 管理层能力、产权性质与会计信息价值相关性[J]. 当代财经,2015,08:120-129.
- [27] 陈德球,步丹璐. 管理层能力、权力特征与薪酬差距[J]. 山西财经大学学报,2015,03:91-101.
- [28] 谭庆美,陈欣,张娜,董小芳. 管理层权力、外部治理机制与过度投资[J]. 管理科学,2015,04:59-70.
- [29] 贺琛,罗琦,余晴. 制度环境、管理层权力与上市公司过度投资的实证[J]. 统计与决策,2015,08:163-166.
- [30] 袁辉,吕宗元,宁凯,许晓军. 管理层持股与投资现金流敏感度——来自沪市制造业上市公司的经验证据[J]. 会计之友,2008,08:103-104.
- [31] 刘喆,张志勇. 产品市场竞争、管理层持股与过度投资关系探讨[J]. 商业时代,2014,02:79-81.
- [32] 李培功,肖珉. CEO 任期与企业资本投资[J]. 金融研究,2012,02:127-141.
- [33] 张兆国,刘亚伟,卞小林. 管理者背景特征、晋升激励与过度投资研究[J]. 南开管理评论,2013,04:32-42.
- [34] 唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究,2007,07:44-52+96.
- [35] 卢锐,魏明海,黎文靖. 管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论,2008,05:85-92+112.
- [36] 张丽平,杨兴全. 管理者权力、管理层激励与过度投资[J]. 软科学,2012,10:107-112.
- [37] 佟爱琴,马星洁. 宏观环境、产权性质与企业非效率投资[J]. 管理评论,2013,v.2509:12-20.
- [38] 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,2007,08:110-122.
- [39] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010,11:73-87.

the Effect of Managerial Ability, Power and Their Interaction on Over-investment

Abstract: Using data from shanghai list firms from 2010 to 2014, this paper analyzes the effect of managerial ability, management power and their interaction on over-investment as well as the differences in vary property rights. The findings show that: (1) the higher the managerial ability, the lower level of managerial ability; (2) the higher the managerial power, the higher level of managerial ability; (3) in private enterprise context, managerial ability negatively moderates the relationship of the managerial power and over-investment. This paper suggests better manager selection mechanisms and over-all governance designs should function in these cases, and the emphasizes on manager market competition mechanisms and reputation mechanisms are also helpful. Furthermore, managers should enhance their abilities and human capital, which are crucial to the the future succession of firms.

Key words: Managerial Ability; Managerial Power; Over-investment