

# 政府控制、经理薪酬与资本投资<sup>\*</sup>

辛清泉 林 斌 王彦超

**内容提要:**本文在代理理论框架下,基于中国国有企业薪酬管制的制度背景,就经理薪酬对投资过度和投资不足的影响进行了理论分析,并以我国上市公司2000—2004年的数据为样本,实证检验了经理薪酬在企业资本投资决策方面的治理效应。结果发现,当薪酬契约无法对经理的工作努力和经营才能作出补偿和激励时,有更多的证据表明,地方政府控制的上市公司存在着因薪酬契约失效导致的投资过度现象。上述研究发现,对理解中国国有企业经理薪酬管制的经济后果具有重要意义,也为当前关于国有企业产权改革和薪酬改革的争论提供了一个有益的视角。

**关键词:**经理薪酬 政府控制 投资过度 投资不足

## 一、引 言

代理问题对企业决策行为的影响一直是现代公司财务研究领域中的一支主流。从现有的文献看,作为一项重要的战略性决策,企业的资本投资既可能因为代理问题而导致投资不足(Ross, 1973; Holmstrom and Weiss, 1985),也可能因为代理成本而引发投资过度(Jensen, 1986, 1993)。尽管这两类代理问题所刻画的企业行为截然不同,但它们均会对股东财富带来损害。为此,股东必须寻求有效的治理机制来缓解经理的代理成本这一问题。其中,设计良好的经理薪酬契约,被认为是协调经理行为和股东目标的主要机制之一(Jensen and Meckling, 1976; Jensen and Murphy, 1990)。

但是,对于中国公司治理的实践而言,经理的薪酬激励是否发挥了治理效应,却尚未达成一致的结论。比如,魏刚(2000)和李增泉(2000)均发现,中国上市公司经理的年度报酬与公司业绩并不存在正相关关系,经理的货币薪酬未起到激励作用。然而,刘斌等(2003)和张俊瑞等(2003)却发现,经理货币薪酬同公司业绩之间存在显著的正相关关系,经理薪酬发挥了一定的激励效应。随着研究的深入,学者们开始认识到,不同产权性质的上市公司其经理薪酬决定机制存在显著差异,这可能会对薪酬激励的有效性产生影响。比如, Firth 等(2006)发现,在国有资产管理机构控股的上市公司中,没有证据表明公司采用了与业绩相联的薪酬契约,但在私有产权或国有企业控制的上市公司中,经理薪酬却受到了股东财富或会计盈余的影响。陈冬华等(2005)进一步的研究表明,在政府对国有企业实行薪酬管制的情况下,在职消费成为国有企业经理的替代性选择,薪酬管制导致了国有企业的薪酬安排缺乏应有的激励效率。

与国内上述关于经理薪酬和公司绩效的研究不同,本研究的目的是要考察经理薪酬在企业资本投资决策方面的治理效应。之所以选择资本投资和经理薪酬作为我们研究的切入点,是基于以下两点考虑:(1)我们认为,公司治理影响企业绩效需要“中间桥梁”来实现,即公司治理首先会影响企业行为,这些行为继而会对企业绩效产生影响。考虑到无论是对于一个企业的成败还是对于一国经济增长而言,资本投资均至关重要,以及国外大量对代理冲突和经理薪酬的文献都是置于投资

<sup>\*</sup> 辛清泉,重庆大学经济与工商管理学院,邮政编码:400044,电子信箱:qingquanx@126.com;林斌、王彦超,中山大学管理学院,邮政编码:510275,本文为广东省自然科学基金项目(批准号:7300503)的阶段性成果。作者特别感谢两位匿名审稿人的修改意见,亦感谢中山大学管理学院徐莉萍博士、辛宇副教授以及博士生杨德明、王兵和郑国坚的建议和批评。作者文责自负。

决策背景下展开讨论这一事实,选择资本投资这一“中间桥梁”可以为理解薪酬激励的有效性提供一个新的重要视角。(2)即使在国外,也只有为数不多的文献检验了经理薪酬对企业资本投资政策的影响(比如,Ryan and Wiggins,2002;Aggarwal and Samwick,2006;Kang等,2006),这些研究主要以美国公司的数据,考察了以股权为基础的激励对企业资本性支出或R&D支出影响,本文希望能为理解经理货币薪酬对资本投资的影响提供来自转轨国家的经验证据。

借鉴Richardson(2006)的研究模型,本文以中国上市公司2000—2004年的数据为样本,对企业层面上的投资过度和投资不足程度进行了估算。然后,采用薪酬总体水平、未预期的薪酬水平等多个经理薪酬变量,就经理薪酬对投资过度和投资不足的影响分别进行回归分析。结果发现,整体而言,薪酬契约失效更多地导致了投资过度现象。同时,仅有微弱的证据表明,经理薪酬失效导致了投资不足。

考虑到产权性质不同的上市公司其薪酬契约可能存在差异,为此,本文承袭Firth等(2006)和徐莉萍等(2006)的研究,按照最终控制人性质和所有权的实际行使主体,将上市公司划分为国有资产管理机构控制、中央直属国有企业控制、地方所属国有企业控制和私有产权控制四类。然后,再将产权性质变量引入回归模型,结果发现,只有在地方政府控制的上市公司中,才存在着因薪酬激励扭曲导致的投资低效问题。

本研究对已有的文献构成了以下几点发展:第一,通过从产权性质这一视角考察经理薪酬对投资过度和投资不足的影响,我们为理解政府干预下激励机制扭曲所导致的经济后果提供了新的证据;第二,在中国的制度背景下,我们发现经理薪酬对资本投资会产生影响,这表明以前经验文献中所采用的投资方程没有考虑经理薪酬激励的影响是不全面的,这为理解我国上市公司的资本投资行为增添了新的知识。此外,本文也为我国国有企业经理薪酬管制现象的存在提供了较为直接的补充证据。

## 二、制度背景和理论分析

### (一)代理、薪酬契约和资本投资

在Modigliani和Miller(1958)所描述的完美世界里,企业的投资决策取决于项目的净现值,相应地,企业的投资支出总额也仅由企业面临的投资机会集决定,与其他因素无关。然而,回到现实世界里,财务学者们普遍认为,企业的资本投资决策将深受信息和代理问题的重要影响(Stein,2003)。

代理问题对资本投资决策的影响机制主要是围绕着经理的私人成本和私人收益两条线索展开的。经理的私人成本理论认为,企业的资本投资对于经理而言是存在成本的(Bertrand and Mullainathan,2003;Aggarwal and Samwick,2006)。比如,当企业启动新项目或对现有项目进行更新改造时,经理需要肩负更大的监管责任,并且经理也可能需要学习新的知识以提高自己对投资项目的管理能力,这样,经理从前享受的平静生活可能由此打乱,经理不得不付出更长的工作时间和更大的努力以应付资本投资项目带来的压力。如果承认经理在资本投资上存在私人成本,则可以合理推断,当投资项目之于经理的私人成本高昂时,经理将可能放弃一些净现值为正的投资项目,由此导致投资不足。

资本投资之于经理的私人收益这一理论脉络主要源于Jensen(1986,1993)。Jensen认为,企业经理一般具有过度投资冲动,因为经理能够从控制更多的资源中获取更大的私人利益,经理的这种追求投资规模而非投资效益的特征被称之为“经理帝国主义”。当投资项目之于经理而言存在私人

关于在投资决策背景下讨论代理冲突和经理薪酬的文献,可参见Ross(1973)、Holmstrom and Weiss(1985)等。

收益时,经理可能接受净现值为负的投资项目,由此损害了股东财富。

良好的薪酬契约应该有助于缓解经理自利行为引发的代理问题(Jensen and Meckling,1976; Smith and Watts,1992)。相应地,薪酬契约之于资本投资决策而言,其作用应该体现为以下两个方面:一是能够推动经理接受那些净现值为正的投资项目,缓解投资不足问题;二是通过协调经理利益和股东利益,使得经理的私人利益外部化,从而促使经理放弃净现值为负的投资项目,抑制经理的过度投资冲动。

那么,薪酬契约应该如何设计才能实现其上述两个作用?从理论上分析,理想的薪酬契约首先应该能在一定程度上对经理的才能和努力作出补偿,即薪酬契约应该对投资之于经理的私人成本作出反应;其次,理想的薪酬契约应该将股东利益和经理利益相联系,这样,当经理追求过度投资带来的私人利益时,他同时也不得不负担因股东利益受损而导致其薪酬减低的后果,由此抑制经理追求私人利益的机会主义行为。普遍认为,以权益为基础的激励(比如,限制性股票、股票期权等)是联系股东利益和经理利益的有效机制(Jensen and Meckling,1976;Murphy,1999)。

## (二)中国制度背景下薪酬契约对资本投资的影响

### 1. 国有企业经理薪酬安排的制度背景

自1978年中国政府开始启动以市场为导向的企业改革以来,国有企业经理的薪酬设计开始显现出了一些和企业业绩相关联的特征。到1997年,国有企业高级经理实行年薪制成为一种最重要的薪酬安排。

但是,对于国有企业而言,至少有以下两方面的原因导致了以业绩为基础的薪酬契约激励效果有限:(1)行政干预的存在,使得国有企业经常承担着一些非经济性的目标,如此,企业的经营业绩与经理的才能和努力之间的因果关系将显得模糊(陈冬华等,2005),因而削弱了以业绩为基础制定薪酬契约的有效性;(2)政府部门对国有企业薪酬水平直接管制。比如,中国劳动和社会保障部于2000年规定,国有上市公司的薪酬安排要满足两个条件,即“工资总额增长幅度低于本企业经济效益增长幅度,职工实际平均工资增长幅度低于本企业劳动生产率增长幅度”,管制的存在将降低企业经理自主决定薪酬总量的空间,由此导致国有企业薪酬制度的激励效用无法同基于市场的“量体裁衣”式的薪酬契约相比拟。的确,有调查表明,相对于国有上市公司,私有产权控制的上市公司更快地采用了经理薪酬年薪制(中国企业家调查系统,2004)。

另外一个问题是,经理薪酬对会计业绩(如ROA或ROE)更强的敏感性也并不意味着薪酬激励的有效性就更高。这是因为,会计业绩更多地衡量了企业的短期业绩,而无法有效标示企业的长期业绩,以短期业绩指标决定经理薪酬,容易诱发经理的短期化行为,因而可能损害了股东财富。特别地,在中国市场经济尚不发达的制度背景下,政府干预、垄断以及要素市场价格机制效率不高等因素都将使得国有企业的会计业绩包含了太多的噪音,从而无法有效分离出经理的才能和努力。这样,当政府决定让经理薪酬同企业会计业绩挂钩时,也并不一定能产生对经理有效行动的内在激励。

---

纯粹从理论上分析,最优的经理薪酬契约可以不必考虑经理的私人成本,而只需将经理薪酬同股东财富相联系即可。然而,在现实世界中,这样一份薪酬契约难以实行。其原因在于,第一,股东财富变动是多种因素作用的结果,难于单独分离出经理的贡献;第二,经理对待风险的态度一般不同于股东,在经理风险厌恶条件下,将其收入完全浮动化不可行。俗语云,“没有功劳,也有苦劳”便是这一现象的一个注解。

关于中国国有企业经理实施年薪制的介绍,可参见 Yueh(2004)。

从美英等国家公司CEO薪酬的实践看,随着时间推移,会计业绩在薪酬制定中的作用逐渐降低,而以股权为基础的薪酬契约开始逐渐盛行。事实上,近些年来,国外有关CEO薪酬的研究,主要都是围绕着股票期权、限制性股票等权益为基础的薪酬展开研究的。参见 Murphy(1999)的综述。

随着时间推移,中国政府日益认识到以会计业绩为基础的薪酬契约尚不足以形成对国有企业经理有效激励,因此一直尝试着以股权为基础的激励。但或许受制于国有资产流失隐患的争论和担忧,股权激励在国有企业改革中一直显得步履蹒跚。直到 2006 年,股权激励契约才得到了中央政府在法律上的正式承认,这也标志着国有企业股权激励改革的正式启动。

## 2. 政府控制、经理薪酬和资本投资:基于制度背景的讨论

中国上市公司经理所面临的许多公司治理机制,有着不同于西方发达国家的自身特征。就近几年我国上市公司的薪酬契约而言,有以下几个特征:(1)经理薪酬以基于年薪制的货币薪酬为主,实施股权激励的公司较少且股权激励强度有限;(2)在“薪酬—业绩”的关系上,国有企业更多地表现为经理货币薪酬与会计业绩(如 ROA)相关,而私有产权控制的上市公司则表现为经理货币薪酬与股票业绩(RET)相关(Firth 等,2006);(3)国有企业的经理薪酬普遍低于私有产权控制的公司经理薪酬,其原因可能是国有企业薪酬受到政府管制所致(陈冬华等,2005)。

相比于私有产权控制的上市公司,国有上市公司经理薪酬契约的上述特征使得经理利益更难于实现同股东利益的协调,同时,也可能使得经理的才能和努力难以从货币薪酬中得到补偿。其后果反映在企业的资本投资决策上,就可能一方面导致国有企业经理放弃净现值为正但私人成本高昂的投资项目,另一方面也可能导致国有企业经理接受净现值为负但私人利益丰富的投资项目。

进一步分析,国有企业经理是否会因为货币薪酬契约失效而进行自利的投资决策,还取决于如下两个因素:其一,经理面临的监督机制如何?如果监督机制更为有效,则经理的机会主义行为更难于实现;其二,在经理货币薪酬契约之外,是否存在其他替代性的补偿机制?如果替代性的激励机制更为有效,则经理的机会主义行为也将受到抑制。下面,我们将从最终控制人性这一角度对上述两个因素进行简要的分析。

对于国有资产管理机构控制的上市公司而言,国有资产管理机构并不拥有与其股份相对应的现金流权。并且,原则上政府官员不得直接参与企业的经营管理,其对公司的控制主要是通过董事会中设置非执行董事来实现的。同时,在董事会成员的选拔中,更多地体现为一种政治过程(Qian,1998;Zhang,1998),而不是基于候选人的专业经验和知识特长考虑,这就降低了董事对经理的监督能力。基于上述背景,可以合理推断,国有资产管理机构控制的上市公司可能受到的监督更为有限,内部人控制现象更为严重。

与国有资产管理机构控制的上市公司不同,国有企业能从其控制的上市公司获得现金流权,并且,上市公司的财务报表可能会合并到其控股股东的财务报表之中,在政府对国有企业进行业绩考核的情况下,国有企业有动机对其控制的上市公司实施监督。同时,由于国有企业管理层可能有更为丰富的经营企业的经验和行业知识,因此也更有能力对其控股的上市公司进行监督。特别地,当上市公司由中央国企控制时,由于中央国企本身受到了更为严格的监督(Xu,2004),比如,来自审计署的审计等,因此中央国企控制的公司中其经理的机会主义行为可能受到了更多的约束。相反,地方国企对其控制的上市公司所进行的监督则可能更为松散(Xu,2004;陈冬华,2002),这主要是因为,在分权化改革中,地方政府相对于中央政府而言,其行为更像一个代理人,同时,地方政府也在一定程度上需要依赖上市公司的支持,因此更可能容忍国有企业经理的机会主义行为。的确,有证据表明,地方国企控制的上市公司其业绩要低于中央国企控制的上市公司(Xu,2004;夏立军和方轶

参见 2006 年 1 月 17 日国资委和财政部联合下发的《国有控股上市公司(境外)实施股权激励试行办法》。

对国有资产管理机构控制的上市公司而言,其股利一般直接返还给财政部门或当地政府,并不会直接交给负责管理国有资产的投资公司或管理公司。

我国大部分上市公司都是由国有企业改制和剥离而形成的,上市公司同其母公司经常是处在同一个行业或相似的行业之内,这样,母公司的管理层对上市公司所处的行业一般较为熟悉,从而对上市公司的监督也更为专业化。

强,2005)。

货币薪酬之外的替代性补偿机制主要包括政治晋升、在职消费以及和投资扩张有关的租金等(Tenev等,2002)。对于最终控制人性质不同的上市公司而言,这些替代性补偿机制作用的发挥可能存在差异。比如,对于国有资产管理机构以及中央国企控制的上市公司而言,其经理一般同政府官员保持着更为紧密的联系,因此更可能关注其政治前途,反映在其行动上,则可能表现为对上级政府指令的服从和对自身机会主义行为的自我节制,这样就可能削弱由货币薪酬激励扭曲导致的代理问题。相反,地方国企控制的上市公司中,其经理的政治前途可能更为有限,因此,在货币薪酬较低时,其寻求在职消费和投资的私人收益的动机就可能更大。

基于上述分析,本文拟对以下两个问题进行实证检验:(1)在薪酬管制的情况下,经理的自利行为是如何影响企业的资本投资决策和投资效率的?换言之,经理更低的货币薪酬是导致了投资不足还是投资过度?(2)产权性质不同的上市公司,其薪酬契约之于资本投资的不良经济后果是否有所不同?

### 三、研究设计

本文的研究设想是,首先借鉴Richardson(2006)的模型,估算出企业正常的资本投资水平,然后,用企业实际的资本投资水平与估算的资本投资水平之差(即回归残差)代表企业的投资过度程度(残差>0)和投资不足程度(残差<0)。随后,分别采用估算得到的投资过度和投资不足作为因变量,对多个可选经理薪酬变量及若干控制变量进行回归,以考察经理薪酬对资本投资的影响。

#### (一)投资过度和投资不足的计量模型

Richardson(2006)通过一个模型估算出企业正常的资本投资水平,然后,用模型的回归残差作为投资过度和投资不足的代理变量,进而考察了自由现金流量对过度投资的影响。由Richardson(2006)开创的这一模型在Verdi(2006)等研究中得到了应用。本文亦采用Richardson(2006)的模型来计量投资过度和投资不足程度。企业正常的资本投资水平估计模型如下:

$$INV_t = a_0 + a_1 Growth_{t-1} + a_2 Lev_{t-1} + a_3 Cash_{t-1} + a_4 Age_{t-1} + a_5 Size_{t-1} + a_6 RET_{t-1} + a_7 INV_{t-1} + Industry + Year + \quad (1)$$

模型(1)中各变量含义如下:因变量 $INV_t$ 为 $t$ 年资本投资量; $Growth_{t-1}$ 代表企业增长机会,企业的增长机会越多,其资本投资量应该越大,我们分别使用 $t-1$ 年末的Tobin.Q和 $t-1$ 年的销售增长率作为增长机会的代理变量; $Lev_{t-1}$ , $Cash_{t-1}$ , $Age_{t-1}$ , $Size_{t-1}$ , $RET_{t-1}$ , $INV_{t-1}$ 分别代表企业 $t-1$ 年末的资产负债率、现金持有量、公司规模、股票收益和 $t-1$ 年的资本投资。根据现有的文献(如Fazzari等,1988;Barro,1990;Bates,2005;Lamont,2000), $Lev_{t-1}$ 和 $Age_{t-1}$ 同资本投资量呈负向关系,而 $Cash_{t-1}$ , $Size_{t-1}$ , $RET_{t-1}$ , $INV_{t-1}$ 将对投资量产生正面影响。此外,模型中还加入行业变量 $Industry$ 和年度变量 $Year$ ,以充分考虑行业效应和年度效应。

通过采用中国A股上市公司2000—2004年的数据对模型(1)进行回归,我们可以得到各个企业 $t$ 年预期的资本投资量,然后,用各个企业 $t$ 年的实际投资量减去预期投资量,便可得到各个企业在 $t$ 年的剩余投资量。如果该剩余投资量大于0,则其值便为投资过度,我们用符号 $OverINV$ 表示;如果该剩余投资量小于0,则其值的绝对值便为投资不足程度,用符号 $UnderINV$ 表示。这里之所以采用绝对值,主要是便于理解。这样, $OverINV$ 和 $UnderINV$ 越大,则意味着投资过度和投资不足程度越严重。文中各变量的具体定义和计算见表1。

#### (二)经理薪酬的计量

本文首先使用经理货币薪酬总体水平的自然对数作为经理薪酬变量,用 $\ln(TPay)$ 表示。其

中,  $T_{pay}$  等于公司年度报告披露中的“金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额”。当经理货币薪酬越低时,其进行投资过度和投资不足的可能性越大。

表 1 变量定义

$INV_t$	t 年固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量/平均总资产。
$Growth_{t-1}$	t - 1 年末 Tobin. Q 值或 t - 1 年的销售收入增长率。其中, $Tobin. Q = (每股价格 \times 流通股份数 + 每股净资产 \times 非流通股份数 + 负债账面价值) / 总资产$ 。
$Lev_{t-1}$	t - 1 年末的资产负债率。
$Cash_{t-1}$	t - 1 年末现金与短期投资之和同总资产的比率。
$Age_{t-1}$	截至 t - 1 年末的公司上市年龄。
$Size_{t-1}$	t - 1 年末公司总资产的自然对数。
$RET_{t-1}$	t - 1 年 5 月到 t 年四月经市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率。
$Ln(TPay)_t$	t 年“金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额”的自然对数。
$PEF_t$	t 年的公司业绩,等于或 t 年的 ROA,其中,ROA 等于营业利润除以平均总资产。
$IA_t$	t 年末无形资产占总资产的比例。
$OverINV_t$	t 年的投资过度,等于模型 (1) 中大于 0 的回归残差。
$underINV_t$	t 年的投资不足,等于模型 (1) 小于 0 的回归残差的绝对值。
$UEPay. RET_t$	通过模型 (2) 估算回归系数,计算的未预期经理薪酬。其中,业绩变量采用 RET。
$UEPay. ROA_t$	通过模型 (2) 估算回归系数,计算的未预期经理薪酬。其中,业绩变量采用 ROA。
$FCF_t$	t 年的自由现金流量。等于公司 t 年的经营现金流量减折旧、摊销和预期的 t 年新增投资之后的余额与平均总资产的比例。其中,t 年的新增投资为模型 (1) 估算的预期资本投资。
$ADM_t$	t 年的管理费用占主营业务收入的比例。
$ORECTA_t$	t 年末的其他应收款占总资产的比例。
$Zone$	地区虚拟变量。其中, $Zone_1$ 为沿海地区, $Zone_2$ 为中部地区。
$Industry$	行业虚拟变量,行业按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准),共有 20 个行业虚拟量。
$Year$	年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响,共 4 个年度虚拟变量。

但是,理论上讲,更低的经理货币薪酬水平并不意味着经理薪酬契约失效。事实上,当经理薪酬同公司业绩挂钩时,其经理薪酬也必然随着公司业绩以及其他影响薪酬水平因素的变动而上下波动。因此,更低的经理薪酬水平反映的可能只是公司业绩不佳或者其他因素变动的结果,而并不意味着薪酬契约的失效。为此,本文使用未预期的经理薪酬水平(UEPay)作为经理薪酬的第二组代表变量。主要借鉴 Firth 等(2006)的研究,我们使用如下模型估计企业正常的经理货币薪酬水平:

$$Ln(TPay)_t = b_0 + b_1 Size_t + b_2 PEF_t + b_3 IA_t + b_4 Zone_1 + b_5 Zone_2 + Industry + Year + \quad (2)$$

模型(2)中各变量定义如下:因变量  $Ln(TPay)_t$  为 t 年“金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额”的自然对数;  $Size_t$  为 t 年末的公司规模;  $PEF_t$  为 t 年公司业绩变量,我们分别用基于市场的业绩 RET 和会计业绩 ROA 代表公司业绩。根据已有的文献,公司规模和公司业绩同经理薪酬呈正相关。  $IA_t$  为 t 年末无形资产比例,根据杜胜利和翟艳玲(2005)的研究,无形资产比例同经理薪酬

呈负相关;  $Zone$  为地区虚拟变量, 其中,  $Zone_1$  为沿海地区虚拟变量,  $Zone_2$  为中部地区虚拟变量。根据中国的制度背景, 我们预期沿海地区经理薪酬水平要高于中部和西部地区。此外, 模型(2)同样控制了行业效应和年度效应。

我们首先使用 2000—2004 年私有产权控制的上市公司为样本, 对模型(2)进行回归, 以得到各个回归系数。然后, 用这些估计的回归系数乘以相应的决定经理薪酬的因素, 从而可以得到各个公司各年预期的经理薪酬水平。最后, 用各个公司各年的实际经理薪酬水平减去预期的经理薪酬水平, 便得到非预期的经理薪酬水平, 用  $UEPay$  表示。由于模型(2)中我们交替使用了两个业绩变量, 因此, 当业绩变量使用市场业绩  $RET$  时, 估计的未预期经理薪酬使用  $UEPay. RET$  表示; 当业绩变量使用会计业绩  $ROA$  时, 估计的未预期经理薪酬使用  $UEPay. ROA$  表示。显然, 未预期经理薪酬衡量的是经理实际收入和“应得”收入之差。根据前文的分析, 当  $UEPay$  越小时, 意味着经理的努力和能力更不能从货币薪酬中得到补偿, 此时, 其进行卸责(投资不足)和投资过度的可能性就越大。

### (三) 投资过度、投资不足和经理薪酬

在投资过度、投资不足和经理薪酬变量都确定以后, 我们便可使用如下模型考察经理薪酬对资本投资的影响:

$$OverINV_t \text{ (or UnderINV}_t) = c_0 + c_1 PAY_t + Control_t + Industry + Year + \phi \quad (3)$$

这里, 因变量为  $OverINV$  或  $UnderINV$ , 分别表示投资过度和投资不足程度,  $PAY$  为测试变量, 代表经理薪酬, 我们分别使用  $\ln(TPay)$ 、 $UEPay. RET$  和  $UEPay. ROA$  三个变量代表  $PAY$ 。Control 是一组控制投资过度和投资不足的变量。考虑到代理成本是影响投资效率的主要因素, 参考 Richardson (2006)、Ang 等 (2000) 以及姜国华和岳衡 (2005) 的研究, 我们使用自由现金流量 (FCF)、管理费用率 (ADM) 和大股东占款 (ORECTA) 作为控制变量。同样地, 我们在模型中也加入了行业虚拟变量和年度变量。

### (四) 样本选取和数据来源

本文使用中国沪深股票市场 2000 年至 2004 年共五年的所有 A 股上市公司为初始样本。我们首先剔除了金融行业的上市公司; 其次我们剔除了没有披露经理薪酬以及其他相关数据缺失的公司; 最后, 对于本文所使用到的主要连续变量, 为消除极端值的影响, 我们还对处于 0—1% 和 99%—100% 之间的极端值样本进行了 winsorize 处理。

参照徐莉萍等 (2006) 的研究, 根据所有权的实际行使主体, 我们把上市公司大股东的股权性质分为四种类型, 即国有资产管理机构 (SAMB)、中央直属国有企业 (SOECG)、地方所属国有企业 (SOELG) 和私有产权 (PRIVATE)。需要指出的是, 这里的国有资产管理机构都是地方所属的, 目前还没有中央一级国有资产管理机构直接持有上市公司股份的现象。上述数据的获取系通过各年度公司年报手工收集整理而成。本文使用到的其它数据, 包括经理薪酬、财务数据、股价数据和行业类型数据, 均来自 CSMAR 中国股票市场研究数据库。

## 四、实证结果及分析

### (一) 变量估算结果和描述性统计

关于地区的具体划分标准, 参见秦朵和宋海岩 (2003)。

之所以使用私有产权控制的公司而非全体公司为样本估算模型(2)的回归系数, 是考虑到, 相对于国有企业而言, 由于私有产权控制的公司一般并不存在着薪酬管制, 因此其经理薪酬契约可能更为市场化, 更能对经理的工作努力和经营才能作出补偿和激励。如果以全体样本为基础估算模型(2)并由此计算未预期经理薪酬, 在计量薪酬契约的失效程度上可能会有更大的误差。

参照徐莉萍等 (2006) 的研究, 本文删除了由高校或金融机构控股的公司、全流通股公司以及无法识别控股股东的公司。

表 2 是资本投资模型的回归结果,从中容易发现,除年初的 Tobin. Q 之外,其余变量的回归系数都同预期的符号一致。由于以年初的 Tobin. Q 作为增长机会的代表变量,回归结果并不显著,因此,我们以 Growth 为上年销售增长这一模型来计算投资过度和投资不足程度(即表 2 第 4 列的残差)。

表 3 是以私有产权控制的公司为样本对经理薪酬模型进行回归的结果。可以看到,公司规模、公司业绩以及沿海地区虚拟变量同经理薪酬水平正相关,而无形资产比例与薪酬水平负相关,同理论预期一致。在得到上述回归系数后,我们就可以分别计算出两个未预期经理薪酬,分别是 UEPay. RET 和 UEPay. ROA。

表 2 资本投资模型的回归结果

变量	预符	Growth 为年初的 Tobin. Q	Growth 为上年销售增长
Intercept	?	- 0.0734 (- 1.34)	- 0.0376 (- 0.85)
$Growth_{t-1}$	+	0.0026 (0.58)	0.0086** (2.23)
$Lev_{t-1}$	-	- 0.0555*** (- 4.87)	- 0.0578*** (- 5.09)
$Cash_{t-1}$	+	0.1383*** (7.94)	0.1365*** (7.76)
$Age_{t-1}$	-	- 0.0042*** (- 5.71)	- 0.0040*** (- 5.56)
$Size_{t-1}$	+	0.0062** (2.57)	0.0048** (2.28)
$RET_{t-1}$	+	0.0363*** (6.25)	0.0351*** (6.02)
$INV_{t-1}$	+	0.1293*** (7.47)	0.1281*** (7.19)
行业和年度		控制	控制
N		4714	4795
Adj. R <sup>2</sup>		0.112	0.113

注:回归因变量为 t 年的资本投资 (INV);表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 T 值,并经 White 异方差稳健性修正;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平 0.01、0.05、0.10。

表 4 报告的是主要变量的描述性统计结果。从 A 栏可以看到,就经理薪酬总体水平 (TPay) 而言,由国有资产管理机构和地方国企控制的上市公司,其经理薪酬显著低于由中央国企和私有产权控制的上市公司,而中央国企控制的上市公司经理薪酬同私有产权控制的上市公司并无太大差异。

从现有的国外文献看, Tobin. Q 是最常见的反映增长机会的代表变量。但是,在中国新兴加转轨的证券市场上,股权分置、“消息”市、“政策”市等因素交织在一起,使得 Tobin. Q 可能并不是企业增长机会的良好替代,从而导致其回归系数不显著。此外,如果中国上市公司本身的投资行为大大偏离 NPV > 0 这一投资准则的话,则也可能造成 Tobin. Q 回归系数不显著。另外,我们也使用了表 2 第 3 列的残差作为投资过度和投资不足的替代变量,结论没有发生实质性改变。

表 3 经理薪酬模型的回归结果:

私有产权控制			
变量	预符	PEF 为 RET	PEF 为 ROA
Intercept	?	3.4492*** (4.91)	3.4687*** (5.09)
$Size_{t-1}$	+	0.3841*** (12.67)	0.3832*** (12.80)
$PEF_t$	+	0.2654** (2.11)	0.7329** (2.26)
$IA_t$	-	- 0.7013* (- 1.65)	- 0.6794* (- 1.63)
$Zone_1$	+	0.2891*** (4.66)	0.2623*** (4.20)
$Zone_2$	?	- 0.0819 (- 1.05)	- 0.0756 (- 0.97)
行业和年度		控制	控制
N		855	881
Adj. R <sup>2</sup>		0.337	0.324

注:回归因变量为经理薪酬 Ln (TPay);表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 T 值,并经 White 异方差稳健性修正;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平 0.01、0.05、0.10(下同)。

表 4 主要变量的描述性统计

A 栏:主要变量的均值、中位数和标准差										
变 量	SAMB		SOECG		SOELG		PRIVATE		全样本	
	均值 (中位数)	标准差 (观测值)	均值 (中位数)	标准差 (观测值)	均值 (中位数)	标准差 (观测值)	均值 (中位数)	标准差 (观测值)	均值 (中位数)	标准差 (观测值)
TPay(万元)	41.0 (30.0)	36.9 (594)	51.6 (40.1)	48.2 (711)	41.1 (28.8)	56.2 (2272)	54.3 (31.5)	212.5 (993)	46.4 (32.0)	107.9 (4740)
UEPay. RET	- 0.122 (- 0.043)	0.796 (558)	- 0.093 (- 0.021)	0.713 (632)	- 0.257 (- 0.229)	0.789 (2155)	0.000 (- 0.015)	0.659 (855)	- 0.149 (- 0.115)	0.759 (4404)
UEPay. ROA	- 0.133 (- 0.048)	0.780 (549)	- 0.070 (0.011)	0.718 (661)	- 0.245 (- 0.226)	0.775 (2118)	0.000 (- 0.001)	0.667 (881)	- 0.139 (- 0.102)	0.751 (4420)
INV	0.052 (0.032)	0.117 (693)	0.058 (0.034)	0.115 (812)	0.062 (0.039)	0.115 (2635)	0.053 (0.039)	0.141 (1022)	0.057 (0.036)	0.121 (5440)
OverINV	0.087 (0.052)	0.091 (264)	0.090 (0.050)	0.101 (269)	0.088 (0.059)	0.087 (988)	0.105 (0.075)	0.099 (412)	0.091 (0.059)	0.093 (2039)
UnderINV	0.066 (0.050)	0.062 (363)	0.063 (0.051)	0.052 (417)	0.065 (0.053)	0.055 (1374)	0.077 (0.053)	0.076 (471)	0.067 (0.052)	0.061 (2756)

B 栏:主要变量的相关系数

变量	Ln(TPay)	UEPay. RET	UEPay. ROA	INV	OverINV	UnderINV
Ln(Tpay)	1.000	0.756***	0.773***	0.095***	- 0.063**	- 0.093***
UEPay. RET	0.746***	1.000	0.993***	0.007	- 0.066***	- 0.009
UEPay. ROA	0.766***	0.993***	1.000	0.008	- 0.067***	- 0.005
INV	0.106***	0.034**	0.032**	1.000	0.923***	- 0.824***
OverINV	- 0.073***	- 0.054**	- 0.057**	0.861***	1.000	-
UnderINV	- 0.101***	- 0.045**	- 0.040*	- 0.644***	-	1.000

注:SAMB指国有资产管理机构控股的上市公司;SOECG指中央直属国有企业控股的上市公司;SOELG指地方所属国有企业控股的上市公司;PRIVATE指私有产权控股的上市公司;B栏中上三角为pearson相关系数,下三角为spearman相关系数。

另外,从各组公司经理薪酬的标准差可以看到,私有产权控制的公司经理薪酬标准差高达212.5万元,大约是国有上市公司的4—6倍,这表明私有产权控制的上市公司薪酬契约更富有弹性,而国有企业经理薪酬则更为平均。同时,从两个未预期经理薪酬变量UEPay. RET和UEPay. ROA看,地方国企控制的公司最低,其次是国有资产管理机构控制的公司,意味着这两类公司经理能力和努力更难于从货币薪酬中得到补偿。这些证据合在一起,初步支持了国有企业薪酬管制现象的存在。

表4的B栏报告的是主要变量的相关系数。容易发现,三个薪酬变量Ln(Tpay)、UEPay. RET和UEPay. ROA都同投资过度程度(OverINV)保持显著负相关,即经理薪酬越低时,企业过度投资程度越高,这和前文的理论分析一致。从经理薪酬水平和投资不足的相关系数看,Ln(Tpay)与UnderINV的相关系数为负且显著。而UEPay. RET和UEPay. ROA与UnderINV的spearman相关系数尽管为负且显著,但pearson系数并不显著,这意味着,仅有微弱的证据支持更低的经理薪酬水平导致了投资不足。

## (二)政府控制、经理薪酬与投资过度:回归结果

表5报告了经理薪酬对投资过度的影响。容易发现,就整体上市公司而言,三个经理薪酬变量

Ln(Tpay)、UEPay、RET 和 UEPay、ROA 均同投资过度呈显著负相关关系,这和前文关于薪酬契约失效引发经理追求投资的私人收益假说是一致的。

表 5 政府控制、经理薪酬与投资过度:回归结果

变 量	PAY=Ln(Tpay)		PAY=UEPay、RET		PAY=UEPay、ROA	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	0.1949*** (4.89)	0.1888*** (4.56)	0.1280*** (6.09)	0.1314*** (6.00)	0.1290*** (6.14)	0.1325*** (6.06)
PAY	-0.0065** (-2.18)		-0.0054* (-1.70)		-0.0054* (-1.69)	
PAY、SAMB		-0.0046 (-1.58)		-0.0072* (-1.83)	-0.0072* (-1.84)	
PAY、SOECG		-0.0063** (-2.00)		-0.0052 (-0.44)	-0.0054 (-0.55)	
PAY、SOELG		-0.0059** (-1.99)		-0.0123** (-2.13)	-0.0148* (-1.85)	
PAY、PRIVATE		-0.0040 (-1.29)		0.0011 (0.28)	0.0014 (0.36)	
FCF	0.0730*** (2.58)	0.0599** (2.02)	0.0703** (2.52)	0.0637** (2.24)	0.0717*** (2.57)	0.0656** (2.30)
ADM	0.0330** (2.07)	0.0299** (2.03)	0.0353** (2.24)	0.0270* (1.70)	0.0264* (1.73)	0.0350** (2.22)
ORECTA	-0.1200*** (-3.21)	-0.1141*** (-2.78)	-0.1118*** (-3.06)	-0.0898** (-2.30)	-0.1074*** (-2.92)	-0.0849** (-2.16)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1682	1600	1674	1592	1681	1599
Adj. R <sup>2</sup>	0.046	0.052	0.046	0.041	0.046	0.042

注:回归因变量为投资过度(OverINV),表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 T 值,并经 White 异方差稳健性修正。

为进一步考察不同产权性质的公司其经理薪酬对投资过度的影响,我们在回归模型中引入了 PAY、SAMB、PAY、SOECG、PAY、SOELG、PAY、PRIVATE,这些变量当公司分别由国有资产管理机构、中央国企、地方国企和私有产权控制时取值为经理薪酬水平(即分别为 Ln(Tpay)、UEPay、RET 和 UEPay、ROA),而当由其他股东控制时取值为零。从表 5 的回归(2)、(4)、(6)中可以看到,只有在国有资产管理机构和地方国企控制的两类公司中,三个经理薪酬变量的回归系数才是显著为负的,意味着在这两类公司中,经理薪酬契约失效导致了企业在资本投资决策上的代理问题。相反,在中央国企和私有产权控制的上市公司中,经理薪酬并没有对资本投资产生显著影响。根据前文分析,这可能是因为,这两类公司的经理受到了更为严格的监督,或者其薪酬契约本身就更为有效(比如私有产权和中央国企控制的公司其经理薪酬都相对较高),也可能是因为其他替代性机制发挥了作用(比如,中央国企经理因出于政治晋升考虑而进行自我节制)。

从控制变量回归结果看,自由现金流量(FCF)越高,过度投资越严重,这和 Jensen(1986)的理论分析和 Richardson(2006)的经验证据一致。同时,管理费用率(ADM)越高,投资过度也越严重。此外,大股东占款(ORECTA)同投资过度呈负相关,这可能是因为大股东占款导致了上市公司资金紧

张,由此削减了资本投资所致。

### (三) 政府控制、经理薪酬与投资不足

表 6 报告了经理薪酬对投资不足的影响。可以看到,整体而言,三个经理薪酬变量(PAY)的回归系数尽管都为负,但均不显著,说明经理薪酬对投资不足未产生实质性影响。从四类公司经理薪酬的回归系数看,当经理薪酬变量为  $\ln(Tpay)$  时,在国有资产管理机构和地方国企控制的公司中,经理薪酬同投资不足呈显著负相关关系,意味着经理薪酬越低时,这两类公司的投资不足程度越严重。但是,当经理薪酬变量为  $UEPay\_RET$  和  $UEPay\_ROA$  时,这两个变量的回归系数在四类公司中均不再显著。因此,仅有微弱的证据支持了更低的经理薪酬水平导致了投资不足这一假说。

表 6 政府控制、经理薪酬与投资不足:回归结果

变 量	PAY=Ln(Tpay)		PAY=UEPay.RET		PAY=UEPay.ROA	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	0.0787*** (3.55)	0.0858*** (3.78)	0.0549*** (4.26)	0.0544*** (4.17)	0.0556*** (4.40)	0.0551*** (4.32)
PAY	-0.0019 (-1.22)		-0.0007 (-0.60)		-0.0008 (-0.62)	
PAY.SAMB		-0.0028* (-1.65)		-0.0027 (-0.71)		-0.0027 (-0.67)
PAY.SOECG		-0.0026 (-1.57)		0.0012 (0.25)		0.0030 (0.57)
PAY.SOELG		-0.0027* (-1.67)		-0.0017 (-0.97)		-0.0016 (-0.88)
PAY.PRIVATE		-0.0019 (-1.17)		-0.0014 (-0.24)		-0.0017 (-0.31)
FCF	-0.0005 (-0.03)	0.0131 (0.77)	0.0009 (0.05)	0.0116 (0.69)	-0.0014 (-0.07)	0.0095 (0.57)
ADM	0.0242*** (5.03)	0.0224*** (4.77)	0.0247*** (5.14)	0.0240*** (5.14)	0.0245*** (5.15)	0.0239*** (5.17)
ORECTA	0.0897*** (4.81)	0.0847*** (4.55)	0.0939*** (4.99)	0.0947*** (5.08)	0.0923*** (4.98)	0.0930*** (5.07)
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2234	2131	2220	2117	2233	2130
Adj. R <sup>2</sup>	0.095	0.098	0.097	0.097	0.096	0.095

注:同表 5。

### (四) 敏感性分析

为检验上述结论的稳健性,我们执行了如下敏感性分析:(1) Richardson (2006) 模型的一个假定条件是,上市公司整体资本投资行为正常,不存在系统性地投资过度或投资不足现象。否则,在使用模型残差计量投资过度或投资不足时,容易产生系统性偏差。为克服这一问题,我们将模型(1)的残差按大小等分成三组并剔除掉中间一组,然后,将残差最大的一组作为投资过度组,将残差最小的一组作为投资不足组,再相应地对模型(3)进行回归;(2)在中国上市公司中,董事会在投资决策方面可能拥有更大的决策权。为此,我们也使用了“金额最高的前三名董事的报酬总额”作为经理薪酬的替代变量,然后再进行回归。上述回归结果与前文研究结论没有实质性差异。基于上述敏感性分析,我们认为,前文的结论是比较稳健的。

## 五、研究结论

当薪酬契约无法对经理的工作努力和经营才能作出补偿和激励时,将容易诱发经理的机会主义行为。其后果反映在资本投资行为上,则既可能表现为卸责,也可能表现为投资过度。特别地,当针对经理的监督机制乏力并且其他替代性的补偿机制失效时,经理的代理问题将更为严重。而无论是经理的卸责行为还是过度投资行为,都将对股东财富造成损害。在这一逻辑框架下,本文从我国不同股权类型上市公司其经理薪酬契约安排存在差异这一特殊的制度背景出发,对经理薪酬失效影响投资过度和投资不足的机制进行了理论分析,并以我国 2000—2004 年上市公司的经验数据为样本进行了实证检验。结果发现,就上市公司整体而言,有更多的证据表明,经理薪酬过低导致了投资过度现象,而仅有微弱的证据支持薪酬过低导致投资不足这一假说。进一步研究表明,在中央国企和私有产权控制的上市公司中,没有发现其经理因为薪酬契约失效而导致的代理问题。只有在国有资产管理机构和地方国企控制的两类公司中,才存在着经理薪酬过低而引发的投资过度现象。上述研究发现,对理解中国国有企业经理薪酬管制的经济后果具有重要意义,并为当前关于国有企业产权改革和薪酬改革的争论提供了一个有益的视角。

本文的一个不足之处是只考察了经理的货币薪酬,而没有研究诸如经理持股或股权激励对资本投资的影响,这主要是考虑了我国上市公司经理持股不普遍,且持股比例相当低,同时实施股权激励的公司也较少这一事实。随着 2006 年起股权激励改革以及对国有企业薪酬的放松管制,经理薪酬契约又会对资本投资产生怎样的影响,需要得到未来研究的进一步关注。

### 参考文献

- 陈冬华,2002:《地方政府、公司治理与企业绩效》,上海财经大学博士学位论文。
- 陈冬华、陈信元、万华林,2005:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》第 2 期。
- 杜胜利、翟艳玲,2005:《总经理年度报酬决定因素的实证分析》,《管理世界》第 8 期。
- 姜国华、岳衡,2005:《大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究》,《管理世界》第 9 期。
- 李增泉,2000:《激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究》,《会计研究》第 1 期。
- 刘斌、刘星、李世新、何顺文,2003:《CEO 薪酬与企业业绩互动效应的实证检验》,《会计研究》第 3 期。
- 秦朵、宋海岩,2003:《改革中的过度投资需求和效率损失》,《经济学(季刊)》第 2 卷第 4 期。
- 魏刚,2000:《高级管理层激励与上市公司经营业绩》,《经济研究》第 3 期。
- 夏立军、方轶强,2005:《政府控制、治理环境与公司价值》,《经济研究》第 5 期。
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟,2006:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》第 1 期。
- 张俊瑞、赵进文、张建,2003:《高级管理层激励与上市公司经营业绩相关性的实证分析》,《会计研究》第 9 期。
- 中国企业家调查系统,2004:《企业家价值取向:中国企业家成长与发展报告》,机械工业出版社。
- Aggarwal, R., and A. Samwick, 2006, "Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives", *Journal of Corporate Finance* 12: 489—515.
- Ang, J., R. Cole., and J. Lin, 2000, "Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Finance* 55: 81—106.
- Barro, R., 1990, "The Stock Market and Investment", *Review of Financial Studies* 3: 115—131.
- Bates, T., 2005, "Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds", *Journal of Finance* 60: 105—135.
- Bertrand, M., and S. Mullainathan, 2003, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy* 111: 1043—1075.
- Fazzari, S., R. Hubbard, and B. Petersen, 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brooking Papers on Economic Activity* 1: 141—196.
- Firth, M., P. Fung, and O. Rui, 2006, "Corporate Performance and CEO Compensation in China", *Journal of Corporate Finance*, 12: 693—714.
- Hölmstrom, B., and L. Weiss, 1985, "Managerial Incentives, Investment and Aggregate Implications", *Review of Economic Studies* 52: 403—426.

- Jensen, M. , 1986 , “ Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers ” , *American Economic Review* 76 : 323 —329 .
- Jensen, M. , 1993 , “ The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems ” , *Journal of Finance* 48 : 831 —880 .
- Jensen, M. , and W. Meckling , 1976 , “ Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs , and Ownership Structure ” , *Journal of Financial Economics* 3 :305 —360 .
- Jensen, M. , and K. Murphy , 1990 , “ Performance Pay and Top Management Incentives ” , *Journal of Political Economy* 98 :225 —264 .
- Kang, S. , P. Kumar , and H. Lee , 2006 , “ Agency and Corporate Investment : The Role of Executive Compensation and Corporate Governance ” , *Journal of Business* 79 :1127 —1147 .
- Lamont, O. , 2000 , “ Investment Plans and Stock Returns ” , *Journal of Finance* 55 :2719 —2748 .
- Modigliani, F. , and M. Miller , 1958 , “ The Cost of Capital , Corporation Finance and the Theory of Investment ” , *American Economic Review* 48 :261 —2971 .
- Murphy, K. , 1999 , “ Executive Compensation ” , In : Ashenfelter, O. , Card, D. (Eds.) , *Handbook of Labor Economics* , North Holland , Amsterdam , 3 :2485 —2563 .
- Qian, Y. , 1998 , “ Government Control in Corporate Governance as a Transitional Institution : Lessons from China ” , Working Paper , Stanford University .
- Richardson, S. , 2006 , “ Over-investment of Free Cash Flow ” , *Review of Accounting Studies* 11 : 159 —189 .
- Ross, S. , 1973 , “ The Economic Theory of Agency: The Principal ’s Problem ” , *American Economic Review* 63 : 134 —139 .
- Ryan, H. , and R. Wiggins , 2002 , “ The Interactions between R&D Investment Decisions and Compensation Policy ” , *Financial Management* 31 : 5 —29 .
- Smith C. , and R. Watts , 1992 , “ The Investment Opportunity Set and Corporate Financing , Dividend , and Compensation Policies ” , *Journal of Financial Economics* 32 :263 —292 .
- Stein, J. , 2003 , “ Agency , Information and Corporate Investment ” , *Handbook of the Economics of Finance* . Constantinides, G. , M. Harris and R. Stulz (Eds.) , Amsterdam , North Holland .
- Tenev, S. , C. Zhang , and L. Brefour , 2002 , “ Corporate Governance and Enterprise Reform in China : Building the Institutions of Modern Markets ” , Research Report , World Bank and International Finance Corporation .
- Verdi, R. , 2006 , “ Financial Reporting Quality and Investment Efficiency ” , Working Paper , University of Pennsylvania .
- Xu, L. , 2004 , “ Types of Large Shareholders , Corporate Governance , and Firm Performance ” , Working Paper , Sun Yat-sen University .
- Yueh, L. , 2004 , “ Wage Reforms in China during the 1990s ” , *Asian Economic Journal* 18 :149 —164 .
- Zhang, W. , 1998 , “ China ’s SOE Reform : A Corporate Governance Perspective ” , Working Paper , Peking University .

## Government Control , Executive Compensation and Capital Investment

Xin Qingquan , Lin Bin and Wang Yanchao  
(School of Business , SUN YAT-SEN University)

**Abstract** : Based on agency theory of the firm , and the special institutional settings that there exists the regulation on executive compensation in Chinese SOEs , this paper analyses the impact of executive compensation on over-investment and under-investment . Subsequently , Using the data on China ’s listed companies data from 2000 to 2004 , we investigate governance effect of executive compensation on capital investment decision . We find that , on the condition of executive diligence and talent not being compensated , there are more evidence shows that government control especially SOELG control and SAMB control has induced over-investment .

**Key Words** : Executive Compensation ; Government Control ; Over-investment ; Under-investment

**JEL Classification** : G310 , G320 , G380

(责任编辑:宏 亮)(校对:晓 鸥)