

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **分 类 号：** | **密** | **级：** |
| **论文编号：** | **学** | **号：51306470111** |

**重庆理工大学硕士学位论文**

**管理层持股、代理成本对过度投资的**

**影响研究**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **研** | **究** | **生:** | **吴** | **思** | **竺** |  |
| **校** | **内 导** | **师：** | **乾** | **惠** | **敏** | **副教授** |
| **学** | **位 类** | **型：** | **学** | **术** | **学** | **位** |
| **培** | **养 方** | **向：** | **财** | **务** | **会** | **计** |
| **培** | **养 单** | **位：** | **会** | **计** | **学** | **院** |

**论文完成时间：** **2016 年 3 月 25 日**

**论文答辩日期：** **2016 年 6 月 6 日**

**Category Number：** **Level of Secrecy：**

**Serial Number ：** **Student Number: 51306470111**

**Master's Dissertation of Chongqing University of Technology**

**Research on the influence of managerial ownership and agency cost on over investment**

**Postgraduate:** Wu **Sizhu**

**Supervisor:** Qian **Huimin Degree Category： Academic Degree Specialty:** Accounting

**Research Direction: Financial Accounting Training Unit:** Accounting **School Thesis Deadline:** March 25, **2016**

**Oral Defense Date:** June 6, **2016**

学位论文原创性声明及使用授权声明

**重庆理工大学 学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的学位论文是本人在导师的指导下，独立进行研究所取得的成果。除文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果、作品。对本文的研究做出重要贡献的集体和个人，均已在文中以明确方式标明。

本人承担本声明的法律后果。

作者签名： 日期： 年 月 日

**学位论文使用授权声明**

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权重庆理工大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于（请在以下相应方框内打“√”）：

1.保密□，在 年解密后适用本授权书。

2.不保密□。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 作者签名： | 日期： | 年 | 月 | 日 |
| 导师签名： | 日期： | 年 | 月 | 日 |

摘要

摘 要

投资决策在公司的三大财务决策中扮演着举足轻重的角色，有效的投资关系到企业的经营风险、盈利能力和持续发展。在我国逐年增长的投资背后隐藏着投资效率的问题，现实的投资水平往往偏离了企业最优投资模型，有悖于企业价值最大化目标。由于所有权与经营权两权分离的现代企业特征，引发了信息不对称，导致股东不能对经营者实施有效的监督，未持股的代理人在选择投资项目时会优先选择对自己有利的投资项目，而不是考虑股东利益。当自由现金流充足时，由于建立企业帝国的动机，代理人通过扩大公司规模，控制更多资源，并从中获取更多私人收益，容易引发过度投资。随着管理层持股制度的产生和发展，管理层持股作为一种有效的激励机制近年来被上市公司广泛接纳。但由于我国引进管理层持股激励机制较晚，政策和法律的不完善，一定程度上制约了管理层持股激励机制作用的有效发挥，直到2006年随着股权分置改革的完成，股权激励的管理办法消除了法律障碍，管理层持股才开始得到大规模的运用。直到目前，我国还存在着管理层持股比例普遍较低的问题，因此管理层持股能否达到预期的激励效果有待进一步研究。

本文从我国的经济制度和宏观环境出发，以公司治理的角度，首先在委托代理理论框架下分析了代理成本与过度投资的关系，研究发现代理成本越高的上市公司，道德风险越高，过度投资越严重；然后从激励机制的角度研究发现管理层持股能起到使股东与代理人利益趋同的效应，从而抑制过度投资；并进一步分析管理层持股在代理成本对过度投资的正向关系中能起到抑制作用。理论分析之后本文选取了2010—2014年我国深沪两市A股上市公司的原始数据为样本，通过OLS回归模型，探究管理层持股、代理成本对过度投资的影响，并按照是否有管理层持股分样本，以及按产权性质分样本做进一步研究，研究结果表明：（1）过度投资行为在我国上市公司中比较普遍（2）代理成本越高的上市公司，过度投资行为越严重（3）公司存在过度投资行为时，管理层持股表现出激励效应，能够抑制上市公司的过度投资行为（4）管理层持股的激励机制能够抑制代理成本对过度投资的正向作用（5）管理层持股的激励效果在非国有企业中更明显。最后，根据本文的研究结果，结合管理层持股激励机制和过度投资现象，提出优化管理层持股方案的相关政策建议，在一定程度上为上市公司改善激励机制，提升企业的投资效率，优化企业的资源配置提供参考。

**关键词：**管理层持股；代理成本；过度投资；委托代理

I

II

Abstract

Investment decision-making plays an important role in the company's three major financial decisions. Effective investment related to the risk management, profitability and sustainable development of the enterprise, the problem of efficiency of investment is hiding behind the increasing investment, an related to the process of the enterprise to realize value-maximum, but the realistic level of investment tends to deviate from the optimal investment model, contrary to the target of value-maximum, so the the problem of investment efficiency has always been the focus of academic attention. Because the modern enterprise characteristics of separation of ownership and management rights of the two, caused by the information asymmetry, the shareholders cannot be implemented effective supervision on the managers, not shareholders agent will give priority to their own advantage in the choice of investment projects, rather than consider the interests of shareholders. When free cash flow sufficiently, for the motivation of establish the corporate empire, agents enlarge the scale of the company, control more resources, thereby obtaining more private benefits, it's can easily lead to over investment.

With the emergence and development of managerial ownership, management ownership as an effective incentive mechanism has been widely accepted by listing Corporation in recent years. But in China the introduction of managerial ownership incentive mechanism policy later and the law is not perfect, to a certain extent restricted the effective development of managerial ownership incentive mechanism. Until 2006 with the completion of the share reform, the company law and the securities acts to eliminate legal barriers for the management of stock ownership incentive, managerial ownership to be used on a large scale, but until now, China is still exists the problem about the management stock ownership ratio is generally low. And there is a question that if managerial ownership can reduce agency costs, curb excessive investment.

This article starts from the economic system and the macro environment of our country, based on the principal-agent theory, asymmetric information theory, incentive theory, free cash flow hypothesis as the theoretical basis, and from the perspective of corporate governance, to theoretical analysis the relationship of agency cost and over investment, managerial ownership and over investment, as well as the relieving effect of managerial ownership; then build the model after select the original data of 2010-2014 in

III

China two cities of Shenzhen and Shanghai A shares of listing Corporation as samples, through OLS regression, explore the managerial ownership, the effect of agency cost on over investment, and make a further investigation between three sub samples

According to whether there is management samples and property rights. Between them, the results show that: (1) over-investment is common in Chinese listing Corporation; (2) the higher agency cost of listed Company, over-investment more serious;

(3) management stock ownership can restrain listed companies over-investment, when founding there is existed over-investment in the company; (4) managerial ownership can reduce the positive effect of agency costs on over-investment; (5) of managerial ownership incentive effect is more obvious in non-state enterprises. Finally, according to the results of this study, combined with managerial ownership incentive mechanism and over-investment phenomenon, put forward relevant policy recommendations to optimize the management stock ownership, to a certain extent provide a reference for listed companies to improve the incentive mechanism, promote the efficiency of corporate investment, optimize the allocation of resources of the enterprise.

**Key words**: Management ownership; Agency cost; Over investment; Agency by agreement

IV

目录

[**摘 要 I**](#_bookmark0)

[**Abstract III**](#_bookmark1)

[**1 绪论 1**](#_bookmark2)

[**1.1 研究背景及意义 1**](#_bookmark3)

[1.1.1 研究背景 1](#_bookmark4)

[1.1.2 研究意义 2](#_bookmark5)

[**1.2 文献综述 3**](#_bookmark6)

[1.2.1 国外研究现状 3](#_bookmark7)

[1.2.2 国内研究现状 5](#_bookmark8)

[1.2.3 文献综评 7](#_bookmark9)

[**1.3 研究思路及研究框架 8**](#_bookmark10)

[1.3.1 研究思路 8](#_bookmark11)

[1.3.2 研究框架 8](#_bookmark12)

[**1.4 研究方法与创新点 9**](#_bookmark13)

[1.4.1 研究方法 9](#_bookmark14)

[1.4.2 创新点 10](#_bookmark15)

[**2 概念界定、理论基础及研究假设 11**](#_bookmark16)

[**2.1 相关概念的界定 11**](#_bookmark17)

[2.1.1 过度投资 11](#_bookmark18)

[2.1.2 代理成本 11](#_bookmark19)

[2.1.3 管理层持股 12](#_bookmark20)

[**2.2 理论基础 12**](#_bookmark21)

[2.2.1 信息不对称理论 12](#_bookmark22)

[2.2.2 自由现金流假说 13](#_bookmark23)

[2.2.3 激励理论 13](#_bookmark24)

[2.2.4 管理层的私人成本与私人收益理论 14](#_bookmark25)

[**2.3 理论分析与研究假设 14**](#_bookmark26)

[**3 上市公司过度投资存在性的实证研究 17**](#_bookmark27)

V

[**3.1 数据来源与样本筛选 17**](#_bookmark28)

[**3.2 过度投资模型及变量设计 17**](#_bookmark29)

[3.2.1 过度投资模型 17](#_bookmark30)

[3.2.2 变量设计 18](#_bookmark31)

[**3.3 预期投资模型分析 20**](#_bookmark32)

[3.3.1 变量的描述性统计 20](#_bookmark33)

[3.3.2 变量的相关性分析 21](#_bookmark34)

[3.3.3 预期投资模型的回归 22](#_bookmark35)

[**3.4 过度投资的度量结果 23**](#_bookmark36)

[**4 管理层持股、代理成本对过度投资影响的实证研究 25**](#_bookmark37)

[**4.1 模型的构建与变量的设计 25**](#_bookmark38)

[4.1.1 模型的构建 25](#_bookmark39)

[4.1.2 变量的设计 25](#_bookmark40)

[**4.2 样本数据 27**](#_bookmark41)

[**4.3 变量的描述性统计 28**](#_bookmark42)

[**4.4 变量的相关性分析 30**](#_bookmark43)

[**4.5 模型的回归分析 32**](#_bookmark44)

[4.5.1 代理成本与过度投资关系的回归分析 32](#_bookmark45)

[4.5.2 管理层持股与过度投资关系的回归分析 32](#_bookmark46)

[4.5.3 管理层持股对代理成本与过度投资关系的作用回归分析 34](#_bookmark47)

[4.5.4 国有企业与民营企业中三者关系的回归分析 35](#_bookmark48)

[**5 研究结论与对策建议 39**](#_bookmark49)

[**5.1 研究结论 39**](#_bookmark50)

[**5.2 政策建议 40**](#_bookmark51)

[**5.3 研究的局限性及展望 41**](#_bookmark52)

[**致谢 43**](#_bookmark53)

[**参考文献 45**](#_bookmark54)

[**个人简历、在学期间发表的学术论文及取得的研究成果 49**](#_bookmark55)

VI

1绪论

### 1.1 研究背景及意义

#### 1.1.1 研究背景

投资是企业发展壮大的基石，是实现价值最大化的重要桥梁，在我国，主要以投资拉动增长需求的经济模式下，投资更是扮演着带动经济发展的重要角色，而目前，我国固定资产的投资增长率一直处于20%以上的高位增长，一度被认为投资过热，这种高投资率下常常伴随着低效率投资；社会化大生产背景下，市场竞争日益激烈的经济环境对企业管理者的专业要求越来越高，所有者仅凭自己的管理能力难以负担起整个企业的良好运行，因此将管理权和决策权委托给专业的职业经理人所产生的两权分离是现代公司的特征，经理人对公司进行管理，所有者支付其一定的报酬，并负责监督，由此产生了代理成本；所有者从经营活动中脱离出来，所掌握的公司信息没有代理人全面，因此出现了信息不对称的现象，所有者对经营者的监督质量也随之下降，而代理人往往更看重自身利益，为谋取更多的私人利益，就需要掌握更多的资源，因此产生了建立“企业帝国”的动机，当自由现金流充足时，代理人往往将资金用于投资，扩大企业规模，并从中获取私人收益，而这些投资中，往往伴随着净现值为负的低效率投资项目，由此引发的过度投资损害了股东的利益，阻碍了企业实现价值最大化的进程。

只有有效率的投资才能产生有价值的经济增长，所有者需要建立一套行之有效的监督和约束政策，以达到互利双赢的目标，因此我国公司治理体系包括了外部治理和内部治理，外部治理包括市场经济环境治理和法治治理等，内部治理又分为设立独立董事的约束措施和设立管理层持股的激励措施等。管理层持股作为一种激励措施，近年来得到很多企业的认可，并开始实施，通过使具有决策权的管理层持有一定比例的公司股份，分享剩余价值收益的同时也承担投资和运营风险，使管理层自身利益与公司整体利益趋于一致，在做投资决策时，可避免短视化行为，考虑公司的长远利益，降低代理矛盾引起的过度投资。

在市场比较成熟的欧美国家，很早就开始采用管理层持股的激励政策，并在公司治理和提高公司绩效上取得较好的成效，而我国由于制度和法律等相关规范较晚，导致我国的管理层持股办法实施较晚，在我国管理层持股作为股权激励的一种模式，从1995年开始被学者和公司广泛关注，直到05年证监会发布《上市公司股

权激励管理办法（试行）》（以下简称《办法》），随着06年股权分置改革的顺利完

1

成，公司法和证券法对管理层持股相关法律的修改和完善，并解除了法律障碍后，才被更多的企业采纳，2015年12月18日证监会发布对《办法》进行修订的公开征集意见稿，强调以信息披露为主线，加强信息披露监管，形成由公司自主设计的约束力强的有效股权激励机制，并统计截止2015年10月底，有775家公司推出并涉

及1077个股权激励计划，由此看出管理层持股作为股权激励的一种激励形式，得到了政策的强力支持。

目前学术界更多地将视角定位在对公司绩效的研究上，对投资效率特别是过度投资的研究较少，而目前我国很多企业被过度投资问题困扰，代理人的自利行为给公司带来了更高的代理成本，代理成本越高的上市公司，道德风险越高，过度投资现象越严重，企业通过让管理层持有一定比例的股份，对代理人进行激励，是为达到降低过度投资的效果，而管理层持股能否抑制过度投资，同时抑制代理成本对过度投资的影响，是本文要研究的主要内容。以期为我国实施管理层持股，改善激励机制提供借鉴，同时为促进上市公司理性投资，提高投资效率提供参考。

#### 1.1.2 研究意义

过度投资偏离了企业资源最优配置的轨道，阻碍了企业价值最大化进程，由所有者与经营者之间的代理矛盾产生的代理成本是造成这一现象的主要原因，而管理层持股作为使股东和代理人之间利益达到趋同性的激励机制，是为解决代理矛盾，降低过度投资而产生的，而这种影响起到何种作用值得关注。

（1）理论意义

国外由于管理层持股制度兴起较早，从上世纪七十年代就开始采用，因此无论是在学术研究层面、具体实施层面还是国家政策层面都发展的较为成熟，对于通过管理层持股的激励机制提高公司绩效、优化投资效率，以及对强化公司治理方面的研究成果都得到了比较一致的观点，而在我国，虽然管理层持股很早就引起了学术界的关注，但由于配套政策出台较晚，并且经历了一段时期的反复变化，导致我国的研究还不太完善，同时，由于我国特殊国情下的经济体制和社会背景，关于管理层持股的研究不能完全照搬国外的经典研究结果，因此只能借鉴一定的研究视角和方法，结合我国的政策环境和经济制度背景进行讨论。

此外，我国学术界目前多数围绕股权激励对公司业绩的角度做研究，而对于起桥梁作用之一的投资效率研究较少，已有的研究中，结论也不尽相同，有学者认为管理层持股对代理成本引起的过度投资现象的缓解作用显著，也有学者认为二者之间并没有显著关系，还有学者认为管理层持股反而加剧了过度投资。现阶段理论框架和研究结论缺乏统一。本文以国内外现有的研究为基础，验证管理层持股对公司

2

的过度投资行为是否起到预期的激励效应，验证管理层持股在代理成本与过度投资二者关系中是否起到抑制作用，希望能够丰富和补充我国现有的研究成果。

（2）现实意义

08年经济危机以来，为刺激经济采取的一系列经济政策对投资的影响也较大，理论上管理层持股具有激励作用，将所有者与代理人的利益趋于一致，从而降低代理矛盾下的过度投资现象，实证方面论文的验证结论却不尽统一，实证论文是运用实际经济运行中的数据对现实的经济活动进行检验，实证结论是现实经济的一种体现，管理层持股激励办法的实施，对管理层的激励作用和上市公司投资效率的优化是否发挥了预期的效应，对规范我国企业设计管理层持股激励方案，提高投资效率具有现实的引导意义。

### 1.2 文献综述

#### 1.2.1 国外研究现状

（1）管理层持股与过度投资的研究现状

Jensen（1986）[1]提出，管理层通过扩大公司规模，来获得对资源更多的控制权，以便从中获取丰厚的私人收益，因此，管理者往往有建立“企业帝国”的动机，当自由现金流充足的时候，会将自由现金流用于投资，而这种考虑自身收益多于考虑公司整体利益的做法往往容易引发不符合资源最佳配置的过度投资现象。Conyon

（2000）[2]发现了管理层的私人收益是一个关于企业投资规模的增函数，随着公司规模的扩大，管理者的货币和非货币收入都会增加，并认为这是导致过度投资的一个重要原因。

Jensen和Murphy（1990）[3]发现给予管理层一定的股权，能将管理层与公司的利益相结合，在作出投资决策时，会更多地考虑有利于公司长远利益的项目。Biziak等（1993）[4]研究发现与传统的工资福利等薪酬激励相比，管理者更加关注股票形式的薪酬激励，管理者拥有了分享剩余价值的权利，因此能避免经营短视化行为，重视长远发展，从而提高企业投资效率。Murphy（1999）[5]发现成长性较高的企业更愿意采用股权激励的方式促进管理层选择盈利的投资项目，而股权激励的作用在这一类企业中也更加明显。Ryan和Wiggins（2002）[6]从研发投资的角度考虑了高管激励与投资的关系，并研究了高管股权激励中，限制性股票、股票期权等方面与研发投资的关系，发现股票期权与研发投资正相关，限制性股票与研发投资负相关。

Lazear（2004）[7]发现，股东与代理人信息不对称的情况下，股东对代理人的监督效果较弱，此时拥有投资权限的管理层在挑选投资项目时，会偏向于那些有盈利能

3

力的项目，做出对公司有利的决策。Kang等（2006）[8]实证研究了公司股权激励与长期投资的内生关系，发现对公司融资约束和投资机会质量进行控制的公司中，股权激励占总报酬的比例与长期投资正相关，同时高管人员的薪酬结构受到代表公司治理强度因素的影响。Boumosleh(2012) [9]对比研究了内外部管理人员对投资风险的影响，发现给予外部独立董事股票期权会增加企业的投资风险，而给予内部管理人员股票期权会降低企业投资风险。

Morck、Shleifer、Vishny(1988) [10]发现经理人的控制能力随着持股比例的提高而增强，此时会更倾向于追求私人利益，并损害中小股东的利益，增加代理成本，破坏企业价值最大化的实现，从而产生“盘踞效应”，也有文章称之为“堑壕效应”，并得出管理层持股低于5%的范围内与企业绩效正相关，5%与25%之间负相关，高于

25%又变成正相关。Zhang（2005）[11]在研究高管激励与投资现金流敏感度时，发现高管持股比例对投资现金流敏感性没有表现出显著关系，但股票期权对于投资现金流敏感性有显著的抑制作用。Grundy与Li（2010）[12]在研究投资水平与高管薪酬的关系中，得出货币薪酬与投资水平不相关，股权激励与投资水平正相关，并加入了投资者情绪因素，考虑投资者情绪对投资水平的影响。Hui Li、Darren Henry（2011）

[13]通过搜集数据研究澳大利亚管理层薪酬与投资水平之间的关系，发现与美国不同

的是，澳大利亚的管理层持股与投资水平正相关。

（2）代理成本与过度投资的研究现状

Ross（1973）[14]认为所有者和代理人之间的所有权与经营权两权分离产生了代理成本，并由于代理人考虑自身利益最大化而导致做出偏离企业价值最大化的投资决策，甚至有可能将自由现金流投资于净现值为负的项目，从而导致过度投资。Eisenhardt(1989) [15]发现与管理者绩效挂钩的或有事项作为激励机制可以使管理者努力将自身利益与企业目标达成一致，并有效抑制过度投资现象。Smith和Watts(1992) [16]指出有必要为缓解代理问题制定有效的薪酬激励机制。Chow、Hirst和Shields(1995) [17]认为短期的薪酬激励，如短期利润增长率指标有可能引起代理人的盈余管理行为，通过操控短期应计项目虚增当期利润，但Guidry(1999) [68]也通过对不同激励水平的对比研究发现短期薪酬激励会产生不利于公司的影响。Jensen. M. C (1986) [18]认为以权益为基础的薪酬激励才是联系股东与代理人的有效的薪酬激励。Broussard、Buehenroth和Pilotte(2002)[19]从自由现金流的角度发现，提高管理者与股东的利益相关度能有效降低自由现金流引起的过度投资现象。

Heaton(2002) [20]以证券市场不存在委托代理和信息不对称的假设为前提，在研究投资时，考虑投资者的乐观情绪，在理论推导的基础上建立了投资数学模型，研究表明，乐观主义的投资者，更容易因为高估预期收益而出现过度投资现象。Yermack(2009) [21] 通过研究股权激励与代理成本之间的关系，来测试股权激励效

4

果，并进一步研究混合了股权激励与现金薪酬的薪酬制度能否被公司的税务情况、盈余管理、现金流所解释，研究发现代理问题越严重的公司更倾向于提供较多的股权激励，并认为代理理论难以对此提供合理解释，薪酬制度的制定也没有很好地反应补偿理论。Stein（2003）[22]认为代理成本是引发过度投资的主要原因之一，同时融资约束、自由现金流量、公司治理、第一类代理问题、信息不对称共同影响了过度投资。

#### 1.2.2 国内研究现状

(1)管理层持股与过度投资的研究现状

国外对于管理层持股与过度投资的影响基本达成了一致意见，而我国对于管理层持股等股权激励政策的实施起步较晚，虽然对于管理层持股如何影响过度投资也展开了积极探索，但未有一致性结论。

魏刚（2000）[23]通过实证研究，得出管理层股权激励偏向于福利方面，与公司业绩没有明显的区间效应。周建波、孙菊生（2003）[24]研究认为成长性较高的公司中股权激励与公司绩效呈显著正相关关系。李维安、李汉军（2006）[25]认为股权激励对公司绩效的影响还受到股权结构的影响，并发现当第一大股东持股比例在20%-40%之间的范围内，股权激励对公司绩效的治理作用最为明显。胡杨（2006）

[26]认为良好的股权激励是以较低成本获得较高回报的高效率激励机制，并鼓励企业

应该加大股权激励占薪酬的比重。刘浩、孙铮（2009）[27]提出市场对股权激励机制的监督至关重要，市场的监督和公司的股权激励契约一旦失效，股权激励机制将变得混乱，无法达到预期效果。

王艳等（2005）[28]发现给予代理人最优的股权比例有利于抑制过度投资现象。蔡吉甫（2009年）[29]研究发现管理层持股与过度投资呈正U型关系，当管理层持股比例低于最佳持股比例范围内，管理层持股比例与过度投资呈负相关关系，即管理层持股对过度投资有抑制作用，而当管理层持股比例高于最佳持股比例范围内，管理层持股与过度投资呈正向关系，即管理层持股反而促进了过度投资现象，从而有必要研究与管理层持股激励机制配套的约束机制，但由于我国管理层持股起步较晚，很多企业还没有实施这一方案，实施的企业持股比例也较低，大多数企业管理层持股比例低于最优点，说明在我国抑制过度投资的方案还是在于提高管理层持股比例，增加股东与代理人的利益趋同性，降低过度投资的自由现金流敏感性。

罗富碧等（2008）[30]通过搜集2002-2005年之间的上市公司面板数据，检验我国股权激励与投资效率的关系，研究结果显示我国上市公司股权激励对投资效率有显著的正向影响，投资对股权激励也有显著的正向影响，得出我国股权激励与投资效率满足内生关系，但是这篇文章运用的数据不属于我国实施股权激励政策以后的

5

数据，同时并没有区分过度投资和投资不足。徐宁、徐向艺（2010）[31]提出股权激励政策中，激励制度设置的条件和期限不合理也会造成股权激励因缺乏应有的约束作用而失效。而吕长江、张海平（2011）[32]研究则发现股权激励对过度投资有一定的抑制作用，与投资效率却没有表现出内生关系并认为激励制度的条件和期限的合理设定有助于提高股权激励的治理效果。同时简建辉等（2011）[33]研究发现我国上市公司对管理者实施股权激励对抑制过度投资没有显著效果。夏冠军（2012）[34]则提出对高管进行持股激励不但没有抑制过度投资的作用反而促进了过度投资，提出其治理效果为负的结论。强国令（2012）[35]的研究，肯定了我国股权分置改革对管理层持股机制的优化作用，以及管理层持股对过度投资治理效果。

罗付岩（2013）[36]在研究股权激励对投资效率的影响中，将投资效率分为过度投资和投资不足两方面来研究，得出股权激励对过度投资影响没有投资不足明显，进而将样本分为国有企业和非国有企业，并得出股权激励对投资不足的抑制作用，在非国有企业中比在国有企业中更为明显。池国华，邹威（2014）[37]研究了基于

EVA绩效考核的管理层薪酬机制与非效率投资之间的关系，发现了代理成本作为媒介，EVA绩效考核对于非效率投资具有治理作用，且这种作用随着EVA绩效考核的增强而增强。李维安、周婷婷等（2015）[38]通过研究管理层及其关联方持股对于过度投资的影响，发现，管理层及其关联方通过二级市场买卖股票不仅不能抑制过度投资，反而有加剧过度投资行为的作用，但是通过股权激励的方式使管理层持股，对于过度投资具有显著的抑制作用。

从其他角度来看，俞鸿琳（2006）[39]在对管理层持股与公司价值的研究中发现，国有企业和非国有企业呈现出相反的趋势，国有企业二者之间呈现出负相关关系，非国有企业二者之间呈现出正相关关系，但都不显著。顾斌、周立惮（2007）[40]发现我国的高管股权激励的长期效应未得到有效实现。夏纪军、张晏（2008）[41]研究发现股权激励机制在我国上市公司的治理效应不明显，同时发现，高管股权激励与大股东控股的矛盾与成长速度呈正相关关系。支晓强，孙健，王永妍等（2014）

[42]从高管股权激励设计方案的视角提出了两点，一方面高管已经持有的股份对股权

激励方案的设计会产生影响，另一方面，高管持股本身降低了代理成本，对股权激励计划能形成一定的替代作用。

（2）代理成本与过度投资的研究现状

杜丽虹和朱武祥（2004）[43]的研究发现，管理层为获取更多私人收益而进行资本扩张，有了建立“企业帝国”的动机，可能将资金用于净现值为负的项目，造成过度投资。赵景涛、刘忠轶（2014）[44]选择2006—2012年间寿险企业作为研究样本，发现代理成本是造成过度投资的重要因素，并发现超额持有现金与过度投资正相关。辛清泉、林斌和王彦超（2007）[45]在国有企业薪酬管制的背景下，结合代理

6

成本探讨了我国国有企业高管薪酬和非效率投资的关系，并提出地方国有企业因存在薪酬契约失效，更可能导致过度投资，二人的研究对国有企业薪酬管制和改革起到了一定的借鉴作用。

张纯和吕伟（2009）[46]研究认为信息不对称导致股东和经理人之间产生了代理成本，由于股东不能对经理人产生有效的监督，进一步加剧了代理成本的增加，而代理成本又是导致过度投资的重要原因，因此通过降低代理成本能减少过度投资现象。叶生明（2006）[47]通过理论得出代理问题对非效率投资有重大影响，并将非效率投资分为过度投资和投资不足两方面来研究，进一步将企业分为国有和非国有，并得出国有企业由于存在政治业绩等方面的考虑，更容易通过扩张型的过度投资来达到目标，而非国有企业由于存在融资约束方面的问题而容易产生投资不足现象。杨兴全和江辉（2011）[48]实证研究了两类代理成本与过度投资的关系，发现过

度投资的现金流敏感性导致，两类代理成本都与过度投资存在正相关关系，加入市场化因素后，发现市场化能够降低代理成本对过度投资的影响作用。张宗益和郑志丹（2012）[49]运用异质性双边随机边界模型测度非效率投资，发现过度投资往往与代理成本有关，投资不足往往与融资约束有关。罗付岩（2013）[35]以产权性质为调节变量，研究代理成本在股权激励与企业投资效率中存在中介效应，发现代理成本的中介效应在非国有企业中传导畅通，但中介效应的比重总体偏小。

李春红、王苑萍（2014）[50]研究了两类代理成本对投资效率影响的实现路径，研究得出代理成本是引致过度投资的重要因素，并发现自由现金流是实现代理成本对过度投资影响的重要路径，而通过股利路径实现的影响不显著。

#### 1.2.3 文献综评

通过以上文献回顾，已有的研究中，很多学者在研究投资效率问题时，将非效率投资中的过度投资和投资不足两方面纳入一个统一的框架进行研究，而根本上引起这两种非效率投资的原因并不一样，因此很多学者的实证研究并没有得出理想的实证结果，与过度投资密切相关的是代理成本，而与投资不足联系紧密的是融资约束等，因此有必要单独将过度投资提取出来，并通过对其影响较大的代理成本的角度来进行研究。

其次，我国研究管理层持股对企业过度投资的影响方面，规范部分都认为管理层持股对过度投资具有显著的抑制作用，而实证部分很多学者并没有得到验证，目前我国学者得出的结果各有不同，有的认为管理层持股与过度投资负相关，有的认为不相关，有的认为正相关，还有的学者认为要分段考虑，在不同的激励水平下会得出不同的结果。本文拟通过从是否有管理层持股的哑变量和管理层持股比例的连续变量两方面来衡量管理层持股对过度投资的影响。

7

通过对管理层持股、代理成本以及过度投资各自的衡量和相互关系进行国内外文献的梳理和总结，发现现有的文献对三者之间的相互关系探索相对较少，基于此，本文希冀从研究三者之间关系的角度入手，剖析代理成本与过度投资的关系、管理层持股对过度投资产生的激励效应以及管理层持股对二者关系的抑制作用，以期为我国企业激励方案的设计以及投资效率的提高提供理论借鉴和实践参考。

### 1.3 研究思路及研究框架

#### 1.3.1 研究思路

首先，基于投资效率的角度研究上市公司投资行为，结合信息不对称理论、委托代理理论和自由现金流假说分析过度投资的形成机制，由于非效率投资分为过度投资和投资不足，投资不足通常是由于融资约束引起的，过度投资则更多的是与代理成本有关，因此理论分析代理成本与过度投资的关系，然后站在公司治理的角度，通过激励理论提出管理层持股的激励机制，分析其对过度投资的影响，在此基础上进一步分析管理层持股对代理成本与过度投资两者关系的影响。

实证研究部分，首先分析三者之间的关系，提出假设，然后选取2010-2014年深沪两市A股上市公司的相关数据，借鉴Richardson(2006) [1]的预期投资模型对过度投资进行度量，得出因变量过度投资的样本，然后参考杨汉明、刘广瑞（2014）

[51]关于代理成本与过度投资的回归模型，并加入影响过度投资的控制变量构建模

型，考察代理成本对我国上市公司过度投资的影响，验证代理成本与过度投资的关系；其次，考察管理层持股对公司过度投资行为的影响中是否存在激励效应；然后按照是否有管理层持股分组，考察管理层持股在代理成本对过度投资的影响中存在何种效应；最后按照产权性质分组研究国有企业和民营企业中三者之间的关系。进而为文章的假设找到现实依据，为我国过度投资现象的治理对策及建议提出理论借鉴。

#### 1.3.2 研究框架

根据本文的研究思路，设计了如图1.1的研究框架：

8





管理层持股、代理成本与过度投资理论基础

选题意义、研究思路和框架

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 信息不对称理论 | | 自由现金流假说 激励理论 | 私人成本与私人收益理论 | |
|  |  | | |  |

理论分析和研究假设

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 数据来源与样本筛选 | | 模型及变量设计 | 实证结果与分析 | |
|  |  | | |  |

研究结论及建议



实证分析

图1.1 研究框架

### 1.4 研究方法与创新点

#### 1.4.1 研究方法

（1）规范研究与实证研究相结合

规范研究比较注重事物间的内在联系和逻辑关系，实证研究是建立在规范研究的理论基础上的，首先对事物间的逻辑关系进行梳理，根据理论基础对结论进行推测并提出假设，然后通过建立模型，运用搜集到的经验数据对假设进行检验[52]。本文的规范研究体现在代理成本与过度投资的关系以及管理层持股激励制度的实施与否、激励力度的大小对过度投资行为的影响的理论分析上，进而推导出所要检验的三个假设。规范研究需要借助于一定的前提和假设，强调因果关系，因此与实际情况可能会有一定的出入，实证研究则是运用建立的模型、选取的样本和数据对假设进行检验，是实际经济运行过程中的数据，实证研究结果是经济运行结果的反应，

9

符合现实条件，更具有说服力，一定程度上弥补了规范研究的缺陷，由于实证研究需要借助于规范研究的理论基础，并且实证研究中庞大的数据，模型以及指标的度量都给结果造成了一定程度的误差，需要规范研究对其结果的趋势进行引导和核对，因此本文采用规范研究和实证研究相结合的方法，使文章的论证更具有说服力和可信度。

（2）定性研究与定量研究相结合

本文首先以上市公司管理层持股、代理成本和过度投资的相关文献和理论基础对三者的关系进行梳理，得出定性分析的结论；然后，运用从国泰安数据库和Wind数据库搜集的上市公司的相关数据，对数据进行前期处理，采用管理费用率来衡量上市公司管理层的代理成本，采用管理层持有的上市公司股份数量占总股本的比例来衡量上市公司管理层持股，选取Richardson的经典预期投资模型来度量上市公司投资效率，并筛选出过度投资的样本，运用数据模型进行检验，从而得出定量分析的结论。

（3）比较分析法

比较分析法是将不同事物或同一事物的不同方面进行比较，从而推导出一定规律和结论的方法[53]。本文比较分析法的运用主要体现在分析我国上市公司管理层持股激励现状时，对有管理层持股激励措施的样本和无管理层持股激励措施的样本进行比较分析，以及按照产权性质的不同，对国有上市公司和民营上市公司进行比较分析。

#### 1.4.2 创新点

本文的研究创新点主要包括：

第一，目前为止关于管理层持股对上市公司影响的研究大部分都集中在对公司绩效影响这个问题上，对公司投资效率影响的研究并不多。本文以管理层持股、代理成本以及过度投资三者关系作为研究主线，从激励和抑制两个视角，重点探究了管理层持股激励对过度投资的缓解作用产生的激励效应，和管理层持股对于抑制代理成本与过度投资正向关系的作用，目前鲜有学者从这两个视角系统探究三者之间的关系。

第二，在本文选取的全样本下研究了管理层持股的激励效应和抑制效应基础上，进一步分产权性质研究管理层持股缓解过度投资产生的激励效应和抑制代理成本对过度投资正向关系的作用，在国有企业和民营企业中的差异。

10

## 2 概念界定、理论基础及研究假设

### 2.1 相关概念的界定

#### 2.1.1 过度投资

过度投资建立在投资的基础上，投资是指企业用一项资产换取另一项资产并从中取得收益的行为，主要分为金融性投资和生产资本性投资两类，金融性投资主要指购买证券等金融产品以获取收益的行为，具有不确定性、变化快等特点，因此属于投机性投资，而生产资本性投资主要指企业将资金用于购买固定资产等生产经营类实物资产，以赚取长期收益的行为，如固定资产、存货等生产性资本。对于非金融类企业，除了长期股权投资类的金融性投资外，一般是选择生产资本性投资来增长企业价值，获取长远收益的，因此本文研究的过度投资也主要针对生产资本性投资，具体包括资产负债表中的“固定资产”、“无形资产”、“在建工程”、“投资性房地产”、“开发支出”等非流动资产的投资[54]。

过度投资属于非效率投资的一种，有学者从净现值的角度界定投资效率问题，在企业不存在融资约束的条件下，将剩余资本积极投资于净现值为正的项目，而拒绝投资于净现值为负的项目时投资效率达到最高，而企业在投资中具有决定权的管理者如果存在谋取私人利益的动机时，有可能选择净现值为负的项目，由此产生的过度投资会给企业造成资源浪费，从而损害公司价值。

#### 2.1.2 代理成本

Jensen和Meckling[55]认为，为监督和约束代理人与委托人之间的利益冲突企业需要设置一种契约模式，这种契约模式所付出的成本称之为代理成本。目前学术界讨论的代理成本一般有两种：一种是两权分离导致的股东与经理人之间的第一类代理成本，在于经理人为保护自身职位安全、减少外部融资约束等方面的考虑，将自有资金用于过度在职消费等非效率行为，从而降低资金的使用价值；另一种是股权集中度导致的大股东与小股东之间的第二类代理成本，在于大股东出于谋取私人利益的动机，利用自身拥有更多控制权的便利，往往在公司留有多余的自由现金时，进行过度扩张，获取对更大规模资源的控制，这种行为往往是以侵占小股东利益为前提的，特别在一些对投资行为保护性较差的国家，体现在关联交易等行为上。本文所指的代理成本是第一类代理成本[56]。

11

#### 2.1.3 管理层持股

管理人员担任着企业的战略制定、经营决策、管理控制等重要角色，对企业的组织协调性起着关键作用，股东与管理者之间的两权分离导致了信息不对称，使管理者有做出偏离企业价值最大化决策的机会，股东与代理人之间产生了代理矛盾，为减少代理矛盾，一方面对管理层为公司付出体力和脑力劳动提出劳动补偿，另一方面使管理者能做出有利于公司长远发展的决策，产生了以管理层持股为代表的股权激励机制，管理层持股属于管理层薪酬体系中除以工资福利为代表的现金薪酬以外最具激励作用的一类薪酬，管理层持股是公司授予管理层一定份额的股权，拥有一定的经济权利，与公司一同分享剩余价值和承担经营风险，从而使他们的利益与公司的利益达到趋同效应，管理者能以主人翁的态度尽职尽责地经营和管理公司的相关业务，从而缩小二者之间的利益目标差距，缓解股东与管理者之间的冲突，起到促进长远发展、增强公司凝聚力的作用[57]。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 信息不对称理论

完全竞争市场是以接受完整的信息作为假设前提的，这种情况下，生产者与消费者都能收集到完全的信息，但在经济和社会领域中，这种理想状态是不成立的，自然人和经济主体都没有办法了解到充分的市场信息，接受到的都是不完整的信息，我们称之为信息不对称。信息不对称理论形成于1970年，由Akerlof[58]在研究二手车市场的信息差异问题时提出，后来在经济学领域得到广泛应用，在经济领域中不同主体在交易过程中的获取信息的能力以及付出的成本不同，导致接受的信息质量的数量不同，一部分主体拥有另一部分主体不拥有的信息，信息量掌握充分的一方，利用自己得到的信息，使自己处于优势地位，通过隐瞒自己所掌握的信息，使信息不充分的一方处于劣势地位，并没有办法掌握所处环境中的全部信息，从而侵占信息不充分一方的利益[59]。

信息不对称的存在很容易导致道德风险和逆向选择。道德风险是指处于信息优势的一方侵占信息处于劣势的一方的利益，而信息劣势者由于不能掌握全部的信息，无法对另一方进行有效的监督；逆向选择是指交易双方信息不对称以及价格下降等因素导致的劣质品驱逐优质品的现象，并且会造成市场整体产品质量下降的结果，从而产生资源配置低效率的现象。

企业经营活动中的信息不对称主要表现在，委托人与代理人之间、内外部股东之间以及企业与债权人之间。委托人与代理人之间由于信息不对称的存在，导致经

12

营者掌握更多的信息，委托人难以对经营者的工作有较为全面的了解和评估，在投资过程中，由于经营者考虑自己的职位风险和投资带来的个人利益，可能存在逆向选择和道德风险，将资金投资于净现值为负的项目，从而损害股东的利益；在股权相对集中的公司中，委托人与代理人的信息不对称矛盾相对减弱，内部股东与外部股东之间的信息不对称矛盾更为突出，由于内部股东掌握了公司更全面的信息，并掌握了公司的经营决策权，而外部股东往往只能通过公示出来的财务报表等途径掌握公司的信息，因此外部股东处于信息劣势地位，这时内部股东有可能通过隐瞒信息和粉饰报表等方式，产生道德风险，侵占外部股东的利益，并伴随着过度投资的现象[60]。

#### 2.2.2 自由现金流假说

自由现金流是指将现金投资于所有净现值为正的项目后，剩余的那部分可供支配的现金流，自由现金流假说将代理成本引入到企业组织架构和企业管理中，属于委托代理理论的一个重要分支，是1986年由Michael C. Jensen[61]，在研究股东与经营者之间的代理矛盾产生的非效率投资问题中提出的，由于契约不完善，导致无论最终经营成果好坏，经营者都无权参与剩余索取权，而是按照约定获得固定的薪酬，而经营过程付出的成本却要自行承担，收入与付出的不对等，导致经营者可能将剩余价值降到有利于自身利益的范围，由于信息不对称，所有者对经营者的约束和监督降低，为经营者做出不利于股东价值最大化的选择提供了机会[62]。

在这种背景下，研究发现存在大量自由现金流的企业所有者与经营者之间的代理矛盾更加激烈，经营者存在将资金用于扩大公司规模或者投资于给自身代来利益的项目上，而不是将自由现金流用于股东分配和回购债券上，因此很容易产生过度投资的现象，同时这也给股东和经营者带来了较大的利益冲突，这种冲突随着自由现金流的增加而越发明显，自由现金流影响过度投资，因此自由现金流假说认为，减少经营者的可支配自由现金流量，可以降低其对资金的控制权，一定程度上可以降低代理成本，抑制过度投资，提高企业投资效率[63]。

#### 2.2.3 激励理论

激励理论是通过研究人的心理因素，通过满足被激励者的需求，调动和开发被激励者的积极性、创造性，选择有利于组织的个人行为，因此激励理论属于心理学的研究范畴，经典的激励理论有赫茨伯格的双因素理论和马斯洛的五阶段需求层次理论[64]等，对公司管理层进行激励，有利于管理者做出对企业有利的决策，为企业创造价值，因此首先要探索和了解管理者的心理因素，尽可能满足其个人需求，并充分挖掘其潜力，对高管进行有效的激励，能够将其个人需求与组织目标联系在一

13

起，并达成一致，在管理者实现个人需求的同时，达到为组织服务的目的，根据马斯洛需求理论，人的需求分为五个阶段，有基本生理需求、安全需求、社会需要、尊重需要和自我价值实现的需求，为降低代理矛盾而设定的管理层激励模式，是针对公司管理层的，由于管理层担负着组织的经营和决策的重任，因此在衡量管理层需求标准的和制定管理层激励方案的时候，需要考虑多种需求，在一定程度内，是委托人和代理人都能满足的一种契约模式，制定出有效的激励机制，达到双赢的目的，提高管理者的积极性和工作效率，降低企业代理成本，实现更高的企业价值，从而抑制非效率投资行为[65]。

#### 2.2.4 管理层的私人成本与私人收益理论

从投资的角度讲，管理层的私人成本主要指进行一项投资前，投资者要考虑该项投资所产生的风险和承担的责任、为新投资项目付出的学习投入以及自己的私人闲暇时间作为代价，为了承受新投资带来的风险和压力，管理者必须付出更多劳动和时间，会破坏原本相对舒适的生活环境[66]；管理层的私人收益是指通过新的投资项目能够取得物质和非物质方面的报酬或享受，因此具有投资决策权的管理者在进行一项投资前会对投资产生的私人成本和私人收益进行对比，管理者更倾向于所获得的私人收益大于所付出的私人成本的投资项目[67]。

Jensen(1986) [1]认为两权分离的现代企业特征下，代理人往往通过考虑所获得的私人收益做出决策，而Conyon和Murphy(2009) [2]认为私人收益与公司规模呈增函数关系，规模越大的公司往往能带来更大的私人收益，并且这种私人收益高于所付出的私人成本，因此管理层有动机通过过度投资扩大公司规模，获取更大的私人收益。

### 2.3 理论分析与研究假设

两权分离导致的现代企业信息不对称现象普遍存在，所有者从公司的日常管理活动中脱离出来的同时，也失去了对公司经营管理方面信息量的全面掌握，代理人处于信息优势地位，更容易操控整个公司的运营和发展方向，特别是在股权分散的企业中，对管理层的监督成本主要由专门负责监督的少数股东承担，而所获收益却是由全部股东分享，企业中大股东缺位，小股东“搭便车”的从众心理导致并没有真正的监督者愿意付出成本对代理人进行有效监督，再加上来自企业内部控制人的压力，股东参与公司管理和监督的职责被稀释，因此公司的管理权实质上落入代理人手中[68]，而代理人存在着偏离公司价值最大化目标而追逐自身利益最大化的天性，因此存在道德风险问题，股东与代理人目标不一致，产生了代理成本，代理成

14

本是管理者利己行为的一种体现，代理成本越高，道德风险越高，由于信息不对称和契约不完善等因素，代理人有可能通过过度投资扩大公司规模，建立“企业帝国”，掌控更多公司资源并从中获取私人收益，从而损害公司整体利益[69]。由此提出以下研究假设：

H1：我国上市公司代理成本与过度投资呈正相关关系。

以往的研究表明，管理层持股在缓解股东与代理人之间冲突的时候主要表现为激励效应和管理防御效应两方面：激励效应是在管理层持股比例处于正常范围内，随着持股比例的增加，代理人表现出与股东利益趋同的效应，具体到投资方面，表现为代理人会选择对公司长远发展有益的投资项目，避免短视化行为，减少那些损害公司利益的净现值为负的投资项目；管理防御效应是随着管理层持股比例的增加，当持股比例超过某一范围后，管理层的地位更加稳固，受到的内外部约束和监督降低，此时在投资方面，可能会选择损害公司整体利益却能为自己带来利益的项目，通过扩大公司规模，谋取到更多私利[70]。

由于目前我国上市公司管理层持股比例普遍处于偏低水平，远远没有达到使管理层地位稳固的效果，而且目前也没有其他使管理层与股东利益一致的机制，因此我国的管理层持股应该属于利益趋同效应的范围，持股比例越低的管理层，越不在意公司的长远发展和整体价值最大化，越有动机谋取私人利益，与公司价值最大化方向偏离越严重，而通过过度投资建立企业帝国，控制更多资源是最有效的实现私人利益的方式，因此管理层持股比例越低，过度投资现象可能越严重，相应的，提高管理层持股比例，使委托人与代理人之间的利益更加趋同，管理层更能以主人翁的态度对公司的投资和长远发展做出理性决策，一定程度上能够降低过度投资的非效率行为[71]。因此我们可以提出以下研究假设：

H2：管理层持股对过度投资存在抑制作用

当代理人与股东目标不一致时，容易引发道德风险和逆向选择，因此要解决

H1中代理成本导致的过度投资问题，首先需要解决委托人与代理人目标不一致的问题，H2中提到，目前我国的管理层持股整体水平还处于利益趋同效应的范围，管理层薪酬合约的设定是降低代理矛盾，提高代理人责任感的重要手段之一，而研究表明薪酬体系中，与货币形式的薪酬相比，管理层持股的激励政策具有更大的吸引力，当管理层持有一定比例的股份后，代理人能够以股东的身份参与到企业的管理和运营决策活动中，分享利润和承担亏损，良好的管理和公司运作能能给管理层带来更丰厚的利益回报，因此当净现值为负的投资项目给管理层带来的私人收益预期低于持股所能分享到的利润时，管理者在做投资决策时，会舍弃不利于公司长远发展和价值最大化的项目，一定程度上降低了委托人和代理人之间利益不一致的矛盾，因此管理层持股能够降低道德风险下代理成本对过度投资的影响[72]。进一步提

15

出以下研究假设：

H3：管理层持股能够抑制代理成本对过度投资的正向作用。

由于制度背景的特殊性，我国上市公司国有企业和民营企业在经营管理上表现出较大的差异，因此管理层持股表现出来的对代理成本、过度投资二者之间关系的作用，都会存在一定的差异[73]。国有企业中存在所有者缺位和多重委托代理关系的特征，因此对管理者进行监督和约束的力度较小，使得国有企业内部人控制现象更加严重，对国有企业代理人而言，由于过度投资的监督和约束较少，因此从管理层持股中分享剩余价值所付出的成本可能高于通过过度投资获取私人利益所付出的成本，并且过度投资在国有企业中给代理人带来的私人收益不仅仅表现在价值方面的收益上，还会通过政绩的提升、职位的升迁等方面来表现；而民营企业中股东对代理人的监督作用更大，通过过度投资获得的私人收益可能不会高于管理层持股所分享的剩余价值，并且过度投资的风险更大，因此管理层持股在民营企业中可能表现出更好的激励效应，使股东与代理人之间的利益实现趋同。由此本文提出以下假设：

H4：民营上市公司中管理层持股抑制代理成本对过度投资的正向作用更明显。

16

## 3 上市公司过度投资存在性的实证研究

由于本文因变量是过度投资，过度投资不能通过数据库直接获取，也不是通过报表数据简单计算得到的，而是要通过多元回归模型的衡量结果得出，所以本文的实证部分为两步骤，第一步骤先衡量过度投资水平，在此基础上，进一步分析管理层持股、代理成本与过度投资三者之间的关系[75]。

### 3.1 数据来源与样本筛选

本文选取的是深沪两市A股上市公司2010-2014年的数据作为初始样本进行实证研究，由于预期投资模型需要用到滞后一期的数据，因此本文还运用到了09年的数据，为保持数据的科学合理性，本文对原始数据进行了如下筛选：

（1）剔除被ST、SST、\*ST的上市公司样本。由于此类上市公司多是财务状况出现危机的上市公司，面临破产和被接管的风险，经营状况不同于正常的上市公司，因此运用这些财务数据会对研究结果的可靠性造成影响[74]。

（2）剔除金融类上市公司样本。金融类上市公司规模往往较大，资产负债水平以及投资情况都不同于一般行业的上市公司。

（3）剔除资产负债率大于1的上市公司样本。资产负债率大于1的上市公司一般是净资产为零，或者存在资不抵债的状况，因此属于异常数据。

（4）剔除相关财务数据严重残缺的上市公司样本以及09年以后上市的公司样本[76]。

经过对原始样本的筛选，本文用到了5年共7454个样本观测值，其中10年1393

个，11年1503个，12年1504个，13年1525个，14年1529个，本文的所有数据和指标均来源于CSMAR国泰安数据库和Wind数据库；数据整理和分析过程运用

Excel和Stata12完成。

### 3.2 过度投资模型及变量设计

#### 3.2.1 过度投资模型

Richardson (2006)认为企业当年的总投资（*I*

nv\_T

）包括维持性投资（*I*

nv\_M

）和新

增投资（ *I*

nv\_N

）；新增投资（ *I*

）又包括预期新增投资（*e*）和非预期新增投资

（**），预期新增投资代表正常的投资水平，非预期新增投资代表超出预期的那部分

nv\_N

17

投资，非预期投资越多，代表投资偏离预期水平越大，非效率投资越严重，非效率投资具体分为过度投资（*Over*）和投资不足（*Under*）两方面，本文借鉴Richardson (2006) [77]构建的预期投资模型，衡量公司正常的投资与非预期投资，非预期投资支

出用残差**表示，当** 

0时表示过度投资；当** 

0时表示投资不足；当** 0 时

表示不存在非效率投资，本文的因变量为过度投资，因此选用残差大于0的样本进行下一步研究，为了使变量更好地解释模型，因变量采用新增投资除以总资产来消除资产规模对过度投资指标的影响，平滑数据间的差异，模型如式（3.1）：

*I* = **  * TobinQ*

*  Lev*

 * Cash*

 * Age*  * Size*

new, t 0 1

t-1

2 t-1

3 t-1

4 t-1 5

t-1

式（3.1）

* Ret*  * I*

  *Indus*

  *Year*  **

6 t-1 7 new, t1

其中：

new, t =

*I*

nv\_N =

*I*

nv\_N

nv\_T

*I*

*I*

/ 总资产

nv\_M

-*I*

nv\_T

*I*

nv\_M

*I*

=购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金+取得子公司其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额

=固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

#### 3.2.2 变量设计

式（3.1）中，各变量分别为公司第t年度实际新增投资支出（*I*

new,t

），第 t

t-1 t-1

年年初投资机会（*TobinQ* ），第t年年初的财务杠杆（*Lev* ），第t年年初现金存

量（*Cash*），第t年年初截止公司上市时间（*Age*），第t年年初公司规模（*Size*），

t-1 t-1 t-1

第t年年初股票年度回报率（*Ret*）和第t年年初，即滞后一期实际新增投资水平（*I*），此外，该模型还设立了*Indus*、*Year*分别为行业虚拟变量和年度虚拟

t-1

new,t 1

变量。

选取*TobinQ*衡量上市公司的投资机会，即公司股东权益的市场价值加上净债务除以年初总资产，通常情况下，公司的投资支出随着成长机会的增加而增加。

t-1

选取资产负债率*Lev*衡量上市公司的负债水平，即年初负债的账面总值除以年初资产的账面总值。财务杠杆值越大，需要用资产偿还的债务水平越高，用于投资的资产越少。

t-1

用*Cash*代表上市公司年初现金存量，即资产负债表中的经营活动产生的现金流量除以年初总资产，由于货币资金具有较强的支付性和流动性，因此当企业存在较多的现金时，用于投资的现金随之增加。

t-1

18

用*Size*表示公司规模，即年初总资产的自然对数，总资产越多，公司规模越大，相应的投资规模也会更大，同时，由于上市公司的总资产数值较大，为平滑数据间的差异，本文对其数据进行了对数化。

t-1

用*Age*表示上市年限，即上市公司IPO年度到到本年初为止的年数。公司的上市年限代表了所处的发展阶段，公司发展初期用于扩大规模的投资更多。

t-1

用*Ret*表示上市公司的股票收益率，公司的发展前景越好，增长机会越多，所以其股票收益越高，公司投资规模也就越大。

t-1

用*I*衡量上年度实际新增投资，即上年度总投资减去上年度维持性投资后

new,t1

除以上年度总资产，上市公司每年的新增投资支出由于惯性作用，通常会受到前期投资活动的影响。

表3.1 预期投资模型的变量与说明

| 变量名称 | 变量代码 | 变量定义 |
| --- | --- | --- |
| 新增投资 | I  new,t | （I -I ） / 总资产  nv\_T nv\_M |
| 投资机会 | TobinQ  t-1 | 第 t-1 年的托宾 Q 值 |
| 资产负债率 | Lev  t-1 | 第 t-1 年的负债与资产总额之比 |
| 现金存量 | Cash  t-1 | 经营现金净流量/年初总资产 |
| 上市年限 | Age  t-1 | IPO 年度到第 t-1 年的年限 |
| 企业规模 | Size  t-1 | 第 t-1 年总资产的自然对数 |
| 股票收益率 | Ret  t-1 | 第 t-1 年的股票收益率 |
| 上年度新增投资 | I  new,t1 | 第 t-1 年的实际新增投资支出 |
| 行业虚拟变量 |  Indus | 控制不同行业的影响，共五个行业，四个虚拟变量 |
| 年度虚拟变量 |  Year | 控制不同年份的影响，共五年，四个虚拟变量 |

19

### 3.3 预期投资模型分析

#### 3.3.1 变量的描述性统计

为更直观地了解对我国上市公司年度新增投资产生影响的各因素，现对各变量的均值、标准差、最大值、最小值进行描述性统计，分析数据的整体分布情况，为后面的模型回归结果和研究结论做参考，变量的描述性统计结果如表3.2所示：

表3.2 变量的描述性统计

| 变量 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| I  new,t | 7454 | 0.032 | 0.082 | -0.962 | 0.885 |
| TobinQ  t-1 | 7454 | 1.924 | 1.940 | 0.083 | 28.504 |
| Lev  t-1 | 7454 | 0.499 | 0.204 | 0.002 | 0.998 |
| Cash  t-1 | 7454 | 0.046 | 0.103 | -0.930 | 0.952 |
| Age  t-1 | 7454 | 10.909 | 5.133 | 1.000 | 23.000 |
| Size  t-1 | 7454 | 21.996 | 1.337 | 17.467 | 28.482 |
| Ret  t-1 | 7454 | 0.751 | 1.027 | 0.000 | 10.655 |
| I  new,t1 | 7454 | 0.036 | 0.090 | -0.963 | 0.885 |

从表3.2中列示的对全样本数据预期投资模型的描述性统计中可以看出，本期新增投资的最小值为-0.962，最大值为0.885，平均值为0.032，样本数据的数值较分散，主要原因在于运用了2009—2014年，跨期五年的数据，同时包含了除金融业以外的所有行业，所以由于行业差异、宏观环境变化等原因引起了实际投资水平的差异；代表投资机会的*TobinQ*指标，最大值为28.504，最小值为0.083，均值为1.924，带有一定的负偏向，说明公司价值偏低的较多，同时由于当*TobinQ*值大于

1的时候，代表企业的市场价值高于重置成本，而*TobinQ*的平均值为1.924，说明我国上市公司的发展水平较高，可能会导致投资支出的增加，伴随着我国上市公司的不断向外扩张，可能会有过度投资的倾向；上一年度资产负债率的平均数为0.499，接近50%的水平，表明负债是我国上市公司中不可或缺的融资手段。上年度现金存量的平均值为0.046，最大值为0.952，最小值为-0.930，说明我国上市公司中持有

20

的货币存量比例不高，一定程度上可能存在引起公司增加投资，且通过扩大公司规模，周转更多现金流的可能性。样本公司中上年度股票年收益率均值为0.751，最大值为10.655，最小值为0.000，说明我国上市公司的经营水平差异较大，但整体发展状况较好，处于上升期。

#### 3.3.2 变量的相关性分析

为深入了解各变量之间的关系，本文采用Pearson相关系数检验，对各变量之间的相关性进行分析，结果如表3.3所示：

表3.3 变量的相关性分析

| 变  量 | I  new,t | TobinQ  t-1 | Lev  t-1 | Cash  t-1 | Age  t-1 | Size  t-1 | Ret  t-1 | I  new,t1 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| I  new,t | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| TobinQ  t-1 | 0.072\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |
| Lev  t-1 | -0.089\*\*\* | -0.419\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |
| Cash  t-1 | 0.1636\*\*\* | 0.113\*\*\* | -0.159\*\*\* | 1 |  |  |  |  |
| Age  t-1 | -0.197\*\*\* | -0.152\*\*\* | 0.228\*\*\* | -0.066\*\*\* | 1 |  |  |  |
| Size  t-1 | 0.034\*\*\* | -0.533\*\*\* | 0.413\*\*\* | 0.0114 | 0.1415\*\*\* | 1 |  |  |
| Ret  t-1 | -0.032\*\*\* | -0.178\*\*\* | 0.085\*\*\* | 0.158\*\*\* | -0.024\*\* | 0.375\*\*\* | 1 |  |
| I  new,t1 | 0.422\*\*\* | -0.010 | -0.024\*\* | 0.083\*\*\* | -0.213\*\*\* | 0.118\*\*\* | 0.043\*\*\* | 1 |

注：（1）上表的下三角是Pearson相关系数；

（2）\*，\*\*，\*\*\*分别表示相关系数在10%、5%、1%的水平上显著。

从表3.3中相关性来看，上市公司上年度投资机会、上年度现金存量、上年度公司规模、上年度新增投资都与本年度新增投资在1%水平上显著正相关，说明上年度投资机会、上年度现金存量、上年度公司规模对本年度的新增投资水平都具有一定的促进作用，并且上年度新增投资对本年新增投资具有一定的惯性影响；同时，上年度的负债水平、年初上市年限以及年初股票收益率均与本年新增投资在1%水平上显著负相关，说明公司上年度的负债水平、上市年限和股票收益率对其投资支

21

出具有一定的约束作用，即公司的负债越多，用于偿还债务的资金越多，用于投资的资金越少；公司上市时间越长，公司规模发展越趋于成熟和规范，因此投资支出可能会有一定的减少。

从相关系数的绝对值来看，上年新增投资水平的相关系数绝对值最大，为0.422，由于各年的经营具有连续性，每年的经营活动不是孤立存在的，因此滞后一期的投资水平对今年的新增投资水平影响较大；其次公司上市年限的相关系数绝对值为

0.197，仅次于去年的新增投资水平对本年度新增投资水平的影响，说明上市年限对新增投资水平影响较大，同时由于相关系数为负，说明上市年限越高的公司，对新增投资越保守，新上市的公司更倾向于通过投资来扩展业务和扩大公司规模；最后由于本模型各变量之间相关系数的绝对值都小于0.6，因此初步考虑变量间不存在多重共线性的问题[78]。

#### 3.3.3 预期投资模型的回归

在相关性分析的基础上，进一步对投资模型进行OLS回归，检验各变量之间的关系，结果如表3.4 所示：

表3.4 预期投资模型的回归结果

| Inter | TobinQ  t-1 | Lev  t-1 | Cash  t-1 | Age  t-1 | Size  t-1 | Ret  t-1 | I  new,t1 | Year | Indus |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| -0.039\*\* (-2.12) | 0.002\* (1.76) | -0.015\*\*\* (-2.52) | 0.088\*\*\* (5.83) | -0.001\*\*\* (-6.7) | 0.003\*\*\* (3.49) | -0.001  (-0.85) | 0.352\*\*\* (16.60) | 控制 | 控制 |

N = 7454 Adj. R2=0.215

注：（1）\*，\*\*，\*\*\*分别表示相关系数在10%、5%、1%的水平上显著

（2）括号内为t值，括号上方为样本的参数估计值（下同）。

从表3.4中可以看出，上市公司的资产负债率、上市年限都在1%水平上与公司投资支出显著负相关，说明公司偿债压力越大，破产概率越高，被监管力度越高，剩余的现金流量越低，贷款能力随之降低，因此影响新增投资水平，上市年限越长的公司，稳定性越高，公司经营业务都较成熟，通过新增投资来扩大公司规模的风险较大，因此新增投资水平也会有所降低；其次，代表上市公司投资机会的托宾Q值在10%水平上与本年新增投资显著正相关，说明公司投资机会越多，投资水平越高；同时，企业的现金存量和公司规模均在1%水平上与本年新增投资支出显著正相关，说明现金存量、公司规模与投资水平具有显著的促进作用，现金存量越多，

22

用于新增投资的资金越充足，新增投资的可能性越大，由于公司规模采用的年初总资产的自然对数来衡量，因此总资产越多，用于新增投资的资产也相应增多；上市公司上一年度的新增投资量与本期新增投资量在1%的水平上与本年新增投资显著正相关，说明投资存在一定的惯性，上一年度新增投资水平一定程度影响了本年公司的新增投资水平。

### 3.4 过度投资的度量结果

从上一节对预期投资模型进行OLS回归的结果中，筛选出残差大于零的部分度量公司过度投资水平，并初步观测样本分布情况，如表3.5和表3.6：

表3.5 投资水平描述性统计

| 变量 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最大值 | 最小值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 残差 | 7454 | 0.000 | 0.073 | 0.902 | -1.007 |

表3.6 过度投资样本分布情况表

| 变量 | 国有企业 | | 非国有企业 | | 观测值 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 残差 > 0 | 1517 | 38.15% | 1354 | 38.93% | 2871 | 38.51% |
| 残差 | 3976 | 100% | 3478 | 100% | 7454 | 100% |

由表3.5看出，残差最大值为0.902，因此我国上市公司中过度投资现象确实存在，残差的平均值为0，是由于模型本身具有残差加总为零的特性。由于本文研究的因变量为过度投资，所以要通过筛选残差大于零的样本衡量过度投资，在此基础上进行下一步分析，统计结果显示如表3.6，残差大于零即存在过度投资的样本数有2871个，占总体样本的38.52%,其中国有企业1517个，非国有企业1354个。

23

## 4 管理层持股、代理成本对过度投资影响的实证研究

本章的研究以上一章所衡量的上市公司过度投资水平为基础，进一步将过度投资作为因变量，衡量管理层持股、代理成本对过度投资的影响，本章首先通过实证考察代理成本与过度投资之间存在何种关系。再从公司内部治理体系中激励的角度考虑管理层持股对过度投资的影响。最后研究三者之间的关系，考察在代理成本对过度投资的影响中，管理层持股起到何种作用。由于我国资本市场的特殊性，国有企业与民营企业产权性质的不同，在治理机制和代理问题等方面可能会表现出一定的差异，所以本文还将考虑不同产权性质对研究结果的差异性，因此在以上研究基础上进一步按产权性质进行对比研究。

### 4.1 模型的构建与变量的设计

#### 4.1.1 模型的构建

为验证假设一，考察代理成本是否对上市公司过度投资存在正向影响，建立模型二：

*Over* **

*Agen**Control Variables* **

式（4.1）

0 1 2

为验证假设二，考察管理层持股是否对过度投资具有抑制作用，建立模型三：

*Over* **

*Msh**Control Variables* **

式（4.2）

0 1 2

#### 4.1.2 变量的设计

（1）被解释变量

过度投资(*Over*)：本章所衡量的被解释变量，过度投资水平由上一章的预期投资模型中残差大于零的样本组成。

（2）解释变量

管理层持股(*Msh*)：为解决两权分离带来的股东与代理人之间的代理冲突，设计的管理层持股作为股权激励的一种模式，将股东与管理层之间的利益趋于一致，如何设计有效的管理层持股激励计划是学术界一直讨论的焦点。Jensen(1976) [79]认为，管理层持股通过使管理层获得分享剩余价值的权利，使委托人与代理人的利益

25

达到趋同效应，从而降低代理冲突。因此本文选取管理层持股比例指标(*Msh*)，用管理层持股总数除以公司总股数表示，另外根据管理层持股比例的样本，设置虚拟变量衡量是否有管理层持股激励(*Msh-if*)，将持股比例大于0的样本变量设为1，代表有管理层持股激励，持股比例等于0的样本变量设为0，代表无管理层持股激励。

代理成本(*Agen*)：经理人利用职位便利造成的公司剩余价值损失包括两方面，一方面是该项活动的成本，另一方面是该项活动为经理人带来的私人收益，经理人为获取私人收益而付出的成本一般计入管理费用，但获得的私人收益部分却不能准确计量，因此管理费用中没有包括经理人在该项活动中获得的私人收益；但由于公司的管理费用多种多样，一般大于代理成本造成的管理费用，却又不包括一些非正常的私人收益，因此，理论上运用管理费用度量代理成本最合适，因此本文借鉴李广泽、马泽昊（2013）[71]和Ang等（2000）[72]提出的管理费用率（*Agen*）来衡量第一类代理成本，用管理费用除以主营业务收入表示，管理费用率越大，说明代理成本越高。

（3）控制变量

大股东占款(*Occu*)：用其他应收款占资产总额的比例来表示，大股东占款越多，用于投资的现金流越少，会对过度投资造成一定的影响。

自由现金流(*Fcf*): Fazzari etal.（1988）[80]认为，资本市场的信息不对称导致公司外部融资较内部融资更困难，成本更高，因此当企业存在现成的自由现金流时，更容易出现过度投资的现象，因此本文将自由现金流作为控制变量，并用公司的经营现金净流量减去分配股利、利润或者偿付利息所支付的现金加上发行债券所收到的现金减去偿还债务所支付的现金，最后除以资产总额来表示。

公司产权性质(*Gov*)：由于我国企业存在制度等方面的特殊性，因此不同产权性质的公司，基于过度投资行为的管理层持股对于代理问题缓解的效果会有一定的差异。因此设置虚拟变量对公司产权性质进行界定，将国有企业设为1，非国有企业设为0。

总资产收益率(*Roa*)：用总资产的自然对数来衡量，总资产收益率代表了公司创造的价值，一定程度上也体现了投资的效率问题。

除了以上三个控制变量，本文还控制了上市年限、公司规模、股票收益率、资产负债率、年度哑变量和行业哑变量，其定义与上章一致，上一章采用滞后一期的数据，本章采用当年的数据。变量定义如表4.1：

26

表4.1 变量定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量定义 |
| --- | --- | --- |
| 被解释变量 | 过度投资  (Over) | 模型（1）中残差大于零的样本 |
| 解释变量 | 管理费用率  (Agen) | 管理费用/主营业务收入 |
| 管理层持股比例  (Msh) | 管理层持股数量/股本 |
| 控制变量 | 大股东占款  (Occu) | 其他应收款/资产总额 |
| 上市年限  (Age) | 上市年限 |
| 股票收益率  (Ret) | 股票收益率 |
| 自由现金流量  (Fcf) | （经营现金净流量-分配股利、利润或者偿付利息所支付的现金+发行债券所收到的现金-偿还债务所支  付的现金）/资产总额 |
| 产权性质  (Gov) | 国有企业为 1，非国有企业为 0 |
| 资产负债率  (Lev) | 负债总额/资产总额 |
| 总资产收益率  (Roa) | 总资产收益率=净利润/资产总额 |
| 公司规模  (Size) | 总资产的自然对数 |
| 行业虚拟变量  (  Indus ) | 控制不同行业的影响，共五个行业，四个虚拟变量 |
| 年度虚拟变量  (  Year ) | 控制不同年份的影响，共五年，四个虚拟变量 |

### 4.2 样本数据

将上一章存在过度投资的2871个样本进行筛选，剔除数据无法获取的样本和

去除极端值后，本章将对剩下的2541个样本进行进一步研究，表4.2列示了样本的分布情况。

27

表4.2 样本分布表

| 股权性质 | 过度投资企业样本 | | 管理层持股 > 0 | | 管理层持股 = 0 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国有企业 | 1493 | 58.73% | 916 | 61.35% | 577 | 38.64% |
| 民营企业 | 1048 | 41.24% | 736 | 70.23% | 312 | 29.77% |
| 合计 | 2541 | 100% | 1652 | 65.03% | 889 | 34.96% |

2541个存在过度投资现象的样本中有1493个国有企业样本，1048个民营企业样本，证明过度投资现象在国有企业中更突出，国有企业的过度投资表现出浪费国家资源的现象，存在过度投资的2541个样本观测值中，有1652个有管理层持股激励的样本，889个无管理层持股激励的样本，65.03%的样本公司进行了管理层持股的激励机制，说明我国过半的企业设置了管理层持股激励机制，根据文献，参考过去学者对管理层持股比例的研究，比较出近年来，我国存在过度投资的样本中，管理层持股方案被越来越多的企业采用，目前我国一半以上的企业已经开始实施管理层持股方案，国有企业1493个存在过度投资的企业样本中，有管理层持股的916个，占了61.35%，同样存在过度投资的民营企业中有70.23%的企业实行了管理层持股方案，比国有企业略高，管理层持股方案在民营企业中效果可能更明显。

### 4.3 变量的描述性统计

通过对上述样本分布情况的分析后，本节将对样本各变量进行描述性统计，共三部分，第一部分为全样本的描述性统计，第二部分为按是否有管理层持股激励分为有管理层持股组(*Msh*=1)和无管理层持股组(*Msh*=0)的描述性统计，第三部分是按产权性质分为国有企业和民营企业的描述性统计，结果如表4.3。

从表4.3中可以看出，全样本中过度投资最大值达到0.900，代表过度投资现象存在，代理成本最大值达到0.895，代表我国上市公司代理成本偏高，有管理层持股组过度投资和代理成本的最大值和均值都小于无管理层持股组，管理层持股初步表现出自身的激励效果，民营企业的代理成本水平不论是最大值还是均值都远高于国有企业，所以民营企业的代理成本普遍高于国有企业；有管理层持股组中，持股比例最高为0.205，平均值为0.015，代表我国上市公司管理层持股比例处于一个很低的水平，且持股比例差异较大，同时民营企业的管理层持股比例平均值为0.020，国有企业为0.002，民营企业高于国企，初步估计民营企业运用管理层持股的激励效果更好[81]。

28

表4.3 变量的描述性统计

| 变量 | | Over | Msh | Agen | Occu | Ret | Fcf | Size | Roa | Age | Lev |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 全样本 | 样本数 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 | 2541 |
| 均值 | 0.055 | 0.010 | 0.083 | 0.018 | 0.105 | 0.057 | 22.310 | 0.039 | 12.720 | 0.525 |
| 标准差 | 0.077 | 0.032 | 0.072 | 0.029 | 0.446 | 0.093 | 1.241 | 0.047 | 4.915 | 0.191 |
| 最小值 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | -0.652 | -0.434 | 18.927 | -0.245 | 2.000 | 0.007 |
| 最大值 | 0.900 | 0.205 | 0.895 | 0.455 | 4.044 | 0.535 | 28.405 | 0.342 | 24.000 | 0.996 |
| 无持股组 | 样本数 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 | 889 |
| 均值 | 0.058 | 0.000 | 0.085 | 0.016 | 0.090 | 0.057 | 22.140 | 0.038 | 12.085 | 0.521 |
| 标准差 | 0.087 | 0.000 | 0.082 | 0.026 | 0.445 | 0.098 | 1.228 | 0.049 | 4.949 | 0.198 |
| 最小值 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | -0.652 | -0.434 | 18.927 | -2.131 | 2.000 | 0.040 |
| 最大值 | 0.900 | 0.000 | 0.895 | 0.237 | 2.501 | 0.535 | 26.709 | 0.342 | 24.000 | 0.996 |
| 有持股组 | 样本数 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 |
| 均值 | 0.053 | 0.015 | 0.081 | 0.018 | 0.113 | 0.057 | 22.401 | 0.040 | 13.061 | 0.528 |
| 标准差 | 0.071 | 0.039 | 0.067 | 0.030 | 0.446 | 0.091 | 1.239 | 0.047 | 4.864 | 0.188 |
| 最小值 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | -0.643 | -0.425 | 19.078 | -0.245 | 2.000 | 0.007 |
| 最大值 | 0.850 | 0.205 | 0.864 | 0.455 | 4.044 | 0.399 | 28.405 | 0.280 | 24.000 | 0.957 |
| 国有企业 | 样本数均值 标准差最小值最大值 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 | 1493 |
| 0.052 | 0.002 | 0.074 | 0.016 | 0.091 | 0.061 | 22.565 | 0.037 | 13.243 | 0.547 |
| 0.075 | 0.012 | 0.054 | 0.028 | 0.440 | 0.087 | 1.255 | 0.044 | 4.545 | 0.188 |
| 0.000 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | -0.629 | -0.326 | 19.438 | -0.213 | 2.000 | 0.010 |
| 0.850 | 0.204 | 0.498 | 0.379 | 2.501 | 0.399 | 28.405 | 0.311 | 24.000 | 0.957 |
| 民营企业 | 样本数均值 标准差最小值最大值 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 | 1048 |
| 0.059 | 0.020 | 0.095 | 0.019 | 0.125 | 0.052 | 21.947 | 0.042 | 11.973 | 0.495 |
| 0.080 | 0.045 | 0.091 | 0.030 | 0.454 | 0.102 | 1.126 | 0.052 | 5.313 | 0.192 |
| 0.000 | 0.000 | 0.003 | 0.000 | -0.652 | -0.434 | 18.927 | -0.245 | 2.000 | 0.007 |
| 0.900 | 0.205 | 0.895 | 0.455 | 4.044 | 0.535 | 26.414 | 0.342 | 24.000 | 0.996 |

从控制变量来看，全样本中大股东占款最大值为0.455，最小值为0，平均值为

0.018，说明大股东占款平均水平偏低，但最大值与最小值差异较大，有部分公司存在较多的大股东占款现象，总体来讲民营企业比国有企业更为严重；股票收益率全样本最大值为4.044，最小值为-0.652，均值为0.105，表示股票收益率公司间的差异较大，均值偏高，股票收益率越高的公司总资产更大，有可能导致过度投资，民营企业股票收益率在公司间的差异大于国有企业；自由现金流的最大值是0.535，最小值是-0.434，自由现金流在各公司之间有较大差异，平均值是0.057，表明存在过度投资现象的公司中自由现金流水平偏高，自由现金流充足给过度投资的可行性创造了条件；资本结构选用资产负债率来衡量，均值为0.525，最大值达到了0.996，理论上财务风险相当大；总资产报酬率的均值为0.039，相比于我国制造业5%-10%

29

的平均水平来讲，处于偏低的水平，有可能是企业过度投资导致了总资产收益率下降；其他变量，主要有公司规模，选用总资产的自然对数表示，均值为22.310，公司上市年限均值为12.720。

### 4.4 变量的相关性分析

做OLS回归前，可以通过检验各变量之间的相关系数来初步考察变量间的相关性，以及是否存在多重共线性的问题，由于模型中存在虚拟变量，因此在Pearson相关系数检验的基础上，又做了更适合虚拟变量的Spearman相关系数检验，所得结果见表4.4。

由表4.4可见大部分变量之间都存在相关性，为文章的研究结论提供了依据，具体分析如下：

（1）自变量与因变量的相关性：管理层持股比例与过度投资，不论是Pearson检验还是Spearman检验，都没有实现显著相关性，有待通过回归分析进一步考察二者之间的关系；代理成本与过度投资呈显著正相关关系，说明代理成本越高的公司，过度投资越严重，与预期假设初步相符。

（2）自变量之间的相关性分析：从表中看出，代理成本与管理层持股比例在

5%水平上通过了Pearson检验，呈显著正相关关系，说明代理成本高的公司，更倾向于通过管理层持股达到激励效应。

（3）控制变量与因变量的相关性：对比上表中左下角和右上角相关系数表看出，上市年限、资产负债率、大股东占款、产权性质、公司规模都与过度投资同时通过了Pearson和Spearman的显著负相关检验，初步显示，上市年限越高的公司，发展得越成熟，通过过度投资进行资本扩张的现象越少；资产负债率越高的公司，负债压力越大，可能由于融资约束和监督力度高等原因，过度投资现象越少；大股东占款对上市公司发展和治理都带有负面影响，严重的可以掏空上市公司，大股东占款与自由现金流显著负相关，上市公司大股东占款越多，导致用于投资的自由现金流越少，因此导致过度投资减少；总资产收益率与过度投资在Spearman相关系数检验下，通过了5%水平上的正相关检验，说明总资产收益率越高的上市公司，有更多资本和动机进行过度投资。

（4）另外从整张表中可以看出变量之间相关系数的绝对值最大值为0.431，都远小于0.6，因此模型中的各变量之间不存在多重共线性的问题，因此文章的结论是可靠的，但由于相关系数检验只考虑了变量之间的两两关系，而没有考察到所有变量纳入统一模型中的整体相关效应，因此还有待下一步通过回归模型，进行检验。

30

4 管理层持股、代理成本对过度投资影响的实证研究

表4.4 变量间的相关系数检验

| 变量 | Over | Msh | Agen | Age | Lev | Occu | Ret | Fcf | Gov | Size | Roa |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Over | 1.000 | 0.012 | 0.038\* | -0.129\*\*\* | -0.058\*\*\* | -0.090\*\*\* | -0.025 | 0.321\*\*\* | -0.061\*\*\* | -0.075\*\*\* | 0.045\*\* |
| Msh | -0.006 | 1.000 | 0.032 | -0.064\*\*\* | -0.061\*\*\* | 0.085\*\*\* | 0.066\*\*\* | 0.022 | -0.260\*\*\* | 0.013 | 0.116\*\*\* |
| Agen | 0.066\*\*\* | 0.048\*\* | 1.000 | 0.036\* | -0.342\*\*\* | 0.097\*\*\* | 0.065\*\*\* | -0.033\* | -0.131\*\*\* | -0.399\*\*\* | 0.010 |
| Age | -0.075\*\*\* | -0.304\*\*\* | 0.088\*\*\* | 1.000 | 0.133\*\*\* | 0.113\*\*\* | 0.139\*\*\* | -0.213\*\*\* | 0.115\*\*\* | 0.126\*\*\* | -0.107\*\*\* |
| Lev | -0.022 | -0.132\*\*\* | -0.247\*\*\* | 0.152\*\*\* | 1.000 | 0.142\*\*\* | -0.034\* | 0.073\*\*\* | 0.133\*\*\* | 0.421\*\*\* | -0.431\*\*\* |
| Occu | -0.041\*\* | -0.012 | 0.160\*\*\* | 0.112\*\*\* | 0.119\*\*\* | 1.000 | -0.049\*\* | -0.143\*\*\* | -0.094\*\*\* | -0.059\*\*\* | -0.088\*\*\* |
| Ret | 0.028 | 0.065\*\*\* | 0.027 | 0.094\*\*\* | -0.026 | 0.043\*\* | 1.000 | -0.042\*\* | -0.044\*\* | -0.043\*\* | 0.096\*\*\* |
| Fcf | 0.298\*\*\* | 0.026 | -0.123\*\*\* | -0.189\*\*\* | 0.114\*\*\* | -0.099\*\*\* | -0.022 | 1.000 | 0.027 | 0.149\*\*\* | 0.175\*\*\* |
| Gov | -0.048\*\* | -0.284\*\*\* | -0.143\*\*\* | 0.127\*\*\* | 0.133\*\*\* | -0.053\*\*\* | -0.037\* | 0.047\*\* | 1.000 | 0.232\*\*\* | -0.059\*\*\* |
| Size | -0.060\*\*\* | -0.107\*\*\* | -0.348\*\*\* | 0.101\*\*\* | 0.404\*\*\* | -0.086\*\*\* | -0.027 | 0.166\*\*\* | 0.245\*\*\* | 1.000 | -0.000 |
| Roa | 0.015 | 0.083\*\*\* | -0.119\*\*\* | -0.111\*\*\* | -0.415\*\*\* | -0.112\*\*\* | 0.113\*\*\* | 0.169\*\*\* | -0.050\*\* | 0.036\* | 1.000 |

注：左下角是Pearson相关系数；右上角是Spearman相关系数

31

### 4.5 模型的回归分析

#### 4.5.1 代理成本与过度投资关系的回归分析

表4.5 是全样本数据采用模型二进行OLS回归的结果：

表4.5 代理成本与过度投资的回归结果

| Inter | Agen | Occu | Age | Ret | Fcf | Gov | Lev | Size | Roa | Year | Indus |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0.117\*\*\*  (3.74) | 0.073\*\*\*  (3.22) | -0.095\*  (-1.82) | 0.000  (0.19) | 0.015\*\*\*  (3.64) | 0.263\*\*\*  (15.49) | -0.007\*\*  (-2.27) | -0.013  (-1.22) | -0.004\*\*\*  (-2.63) | -0.110\*\*\*  (-2.97) | 控制 | 控制 |

N= 2541 Adj. R2=0.117

由表4.5 看出，在控制了上市公司大股东占款（*Occu*）、上市年限(*Age*)、股票收益率(*Ret*)、自由现金流(*Fcf*)、产权性质(*Gov*)、资产负债率(*Lev*)、公司规模(*Size*)、总资产收益率(*Roa*)以及年度(*Year*)和行业(*Indus*)效应后，全样本中代理成本与过度投资关系的**值在1%的置信水平上显著正相关，符合代理成本越高的上市公司，过度投资现象越严重的观点，验证了假设一，说明代理成本高的上市公司，道德风险越高，越容易引发过度投资。

1

从控制变量在模型二中的整体回归结果来看，大股东占款与过度投资显著负相关，大股东有掏空上市公司的危害，大股东占款越多，用于投资的资金越少，因此过度投资随之减少，但这并不是一个好现象，无论是过度投资还是大股东占款，都会阻碍公司实现价值最大化，两者都是公司治理中不容忽视的因素；股票收益率和自由现金流通过了1%置信水平上的显著正相关检验，说明股票收益率越高，代理人拥有的可控资源越多，谋取私人收益的动机和环境都比较成熟，给过度投资行为提供可行性，从而导致过度投资水平较高；公司规模和总资产收益率均在1%置信水平上通过了与过度投资显著负相关的检验，说明规模越大的公司，发展越成熟，通过过度投资来扩大公司规模的行为有所减少，因此公司规模与过度投资现象具有一定的替代效应，总资产收益率越好的公司，过度投资现象越少，代表总资产收益率高的公司，投资创造的价值越高，因此公司选择的投资项目都是符合价值最大化趋势的，投资效率提高，过度投资行为相应减少[82]。

#### 4.5.2 管理层持股与过度投资关系的回归分析

根据描述性统计发现全样本中管理层持股的均值为0.010，最大值为0.205，且根据数据统计，87.68%的样本管理层持股比例低于均值，因此我国管理层持股水平

32

差异较大，且持股比例较低，为了更直观地了解管理层持股与过度投资的分布情况，本文在做回归分析前对管理层持股比例进行了分层[83]，观测各层样本中管理层持股比例和过度投资水平的均值和中位数，按照0.05的间距将理层持股比例进行分层，由于样本存在均值过小的特殊性，因此将持股比例为[0, 0.05]的区间，分成均值以下和均值以上的两个区间，具体情况见表4.6：

表4.6 管理层持股分层的样本分布情况表

| 分层 | 样本量 | 管理层持股 | | 过度投资 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 |
| [0,0.01] | 2228 | 0.000 | 0.000 | 0.055 | 0.030 |
| [0.01,0.05] | 144 | 0.232 | 0.021 | 0.056 | 0.040 |
| [0.05,0.10] | 71 | 0.072 | 0.068 | 0.059 | 0.040 |
| [0.10,0.15] | 51 | 0.013 | 0.125 | 0.067 | 0.040 |
| [0.15,0.20] | 39 | 0.176 | 0.178 | 0.038 | 0020 |
| [0.20,0.25] | 8 | 0.204 | 0.205 | 0.053 | 0.010 |
| 合 计 | 2541 | 0.010 | 0.000 | 0.055 | 0.030 |

由表4.6进一步画出更为直观的折线图，横轴代表管理层持股的区间范围，纵轴代表过度投资水平，红色线条为各区间过度投资的样本中位数，蓝色线条为各区间过度投资的均值，如图4.1所示：



图4.1 管理层持股与过度投资均值分布情况

33

由图4.1看出，[0, 0.15]区间，过度投资无论是均值还是中位数都处于较高水平，

[0.15,0.25]区间，过度投资水平有了明显下降趋势，由于[0.20, 0.25]区间，样本量较少，且存在个别值影响，导致样本均值有所上升，但总体较[0, 0.15]区间，有所下降，根据中位数看出[0.20, 0.25]区间，过度投资中位数比[0.15, 0.20]区间有了进一步的降低趋势，因此得出管理层持股较高的区间，过度投资水平较低的结论，初步推断管理层持股对于过度投资具有抑制作用。

在对样本分布情况进行观测后，进一步将全样本数据放入模型三中，进行OLS

回归，回归结果如表4.7所示：

表4.7 管理层持股与过度投资的回归结果

| Inter | Msh | Occu | Age | Ret | Fcf | Gov | Lev | Size | Roa | Year | Indus |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0.155\*\*\*  (5.17) | -0.108\*\*  (-2.17) | -0.070  (-1.36) | -0.000  (-0.09) | 0.015\*\*\*  (3.74) | 0.015\*\*\*  (3.74) | -0.009\*\*\*  (-2.97) | -0.020\*\*  (-1.98) | -0.005\*\*\*  (-3.48) | -0.129\*\*\*  (-3.55) | 控制 | 控制 |

N= 2541 Adj. R2=0.116

从模型三的回归结果中看出，管理层持股比例的系数**在5%置信水平上与过度投资呈显著负相关关系，说明我国上市公司管理层持股一定程度上可以缓解公司过度投资，验证了假设二，代表管理层持股使代理人分享一定的剩余价值索取权，能够将委托人与代理人利益差距缩小，并表现出一定的激励效应，进而在进行投资决策时，代理人能够考虑到公司和自身长远发展的利益，减少净现值为负的投资项目。

1

#### 4.5.3 管理层持股对代理成本与过度投资关系的作用回归分析

为进一步验证管理层持股在代理成本和过度投资之间的作用，本文按照是否有管理层持股激励，将样本分为无管理层持股激励组和有管理层持股激励组，运用模型二分别就两组样本数据做OLS回归，结果如表4.8。

由表4.8可以看出，两组回归结果显示，在有管理层持股的样本组中，代理成本的系数**在1%的置信区间上与过度投资呈显著正相关关系，无管理层持股的样本组中，代理成本的系数**没有呈现出与过度投资具有显著关系，说明管理层持股能够抑制代理成本对过度投资的正向作用，进一步说明了管理层持股能够降低道德风险和代理矛盾，因此管理层持股能够降低道德风险下代理成本对过度投资的影响，验证了假设三。

1

1

34

表4.8 按是否激励分样本回归结果表

| 变量 | Over  （过度投资） | |
| --- | --- | --- |
| Msh = 0  (889) | Msh = 1  (1652) |
| Inter | 0.045  (0.75) | 0.154\*\*\*  (4.22) |
| Agen | 0.167\*\*\*  (4.33) | -0.004  (-0.16) |
| Occu | -0.030  (-0.27) | -0.106\*  (-1.86) |
| Age | 0.000  (0.71) | -0.000  (-0.65) |
| Ret | 0.025\*\*\* (3.16) | 0.009\*\* (2.04) |
| Fcf | 0.265\*\*\* (8.50) | 0.257\*\*\* (12.95) |
| Gov | -0.014\*\* (-2.29) | -0.004  (-1.16) |
| Lev | 0.004  (0.21) | -0.022\*  (-1.79) |
| Size | -0.002  (-0.71) | -0.004\*\*\*  (-2.68) |
| Roa | -0.097  (-1.43) | -0.113\*\*\*  (-2.60) |
| Year | 控制 | 控制 |
| Indus | 控制 | 控制 |
| Adj.R2 | 0.124 | 0.123 |

#### 4.5.4 国有企业与民营企业中三者关系的回归分析

由于我国制度背景的特殊性，推测产权性质不同的上市公司，三者之间关系存在一定的差异，因此有必要分产权性质对三者之间的关系做进一步分析，回归结果如表4.9：

35

表4.9 按产权性质分样本回归结果表

| 变量 | Over  （过度投资） | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国有上市公司组 | | | | 民营上市公司组 | | | |
| 模型二  1493 | 模型三  1493 | 无持股  577 | 有持股  916 | 模型二  1048 | 模型三  1048 | 无持股  312 | 有持股  736 |
| Inter | 0.125\*\*\*  (3.16) | 0.134\*\*\*  (3.60) | 0.127\*  (1.85) | 0.137\*\*\*  (2.73) | 0.126\*\*  (2.29) | 0.186\*\*\*  (3.54) | -0.122  (-0.98) | 0.187\*\*\*  (3.21) |
| Agen | 0.028  (0.74) |  | 0.010  (0.15) | 0.041  (0.92) | 0.093\*\*\*  (3.05) |  | 0.250\*\*\*  (4.45) | -0.041  (-1.13) |
| Msh |  | 0.046  (0.30) |  |  |  | -0.108\*  (-1.88) |  |  |
| Occu | -0.030  (-0.44) | -0.025  (-0.37) | 0.174  (1.12) | -0.058  (-0.77) | -0.189\*\*  (-2.29) | -0.147\*  (-1.79) | -0.267  (-1.56) | -0.165\*  (-1.85) |
| Age | -0.000  (-0.86) | -0.000  (-0.72) | -0.000  (-0.67) | -0.000  (-0.68) | 0.000  (1.34) | 0.000  (0.90) | 0.002\*\*  (2.05) | -0.000  (-0.15) |
| Ret | 0.010\*\*  (1.99) | 0.010\*\*  (1.98) | 0.025\*\*\*  (2.87) | -0.000  (-0.03) | 0.023\*\*\*  (3.54) | 0.024\*\*\*  (3.68) | 0.023  (1.45) | 0.021\*\*\*  (3.18) |
| Fcf | 0.323\*\*\*  (14.09) | 0.324\*\*\*  (14.14) | 0.292\*\*\*  (7.67) | 0.341\*\*\*  (11.84) | 0.201\*\*\*  (7.89) | 0.203\*\*\*  (7.93) | 0.224\*\*\*  (4.08) | 0.175\*\*\*  (6.41) |
| Lev | -0.020  (-1.54) | -0.022\*  (-1.65) | -0.023  (-1.06) | -0.019  (-1.13) | -0.005  (-0.27) | -0.018  (-1.13) | 0.042  (1.25) | -0.029  (-1.59) |
| Size | -0.004\*\*  (-2.26) | -0.004\*\*  (-2.53) | -0.005  (-1.62) | -0.004\*  (-1.70) | -0.005\*  (-1.81) | -0.006\*\*\*  (-2.61) | 0.003  (0.54) | -0.006\*\*  (-2.14) |
| Roa | -0.135\*\*\*  (-2.67) | -0.139\*\*\*  (-2.76) | -0.155\*  (-1.82) | -0.107\*  (-1.70) | -0.089  (-1.60) | -0.127\*\*  (-2.33) | -0.008  (-0.07) | -0.108\*  (-1.79) |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Indus | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj.R2 | 0.140 | 0.140 | 0.147 | 0.157 | 0.094 | 0.089 | 0.143 | 0.100 |

表4.9是分产权性质，按前文的研究步骤进行OLS回归的结果，对两个模型中国有企业和民营企业的回归结果进行对比可以看出：

模型二中，民营企业代理成本的系数**1在1%的置信区间上与过度投资呈显著正相关关系，而国有企业不显著，代表民营企业的代理成本对过度投资的影响更大，而国有企业中代理成本对过度投资的影响较小，由前文看出国有企业的过度投资水平也较高，但国有企业的代理成本较民营企业代理成本低，因此代理成本不是引起

国有企业过度投资的重要因素。由于我国制度的特殊性，国有企业存在着多重委托代理关系，内部人控制的现象较严重，国有资产全民所有，有的委托人由地方政府

36

替代，因此国有企业存在着所有者缺位的现象，实质上没有真正的委托人，也没有做到真正的监督，所以在国有企业中，虽然过度投资现象在也普遍存在，但代理人过度投资的目的可能更多地是为了实现自身仕途的升迁和政绩的积累[84]。

模型三中，民营企业管理层持股的系数**在10%的置信区间上与过度投资呈显著负相关关系，而国有企业不显著，由上文分析国有企业过度投资的出发点可能是为了实现自身政绩的累积和仕途的升迁，管理层持股激励带来的利益趋同效果与过度投资带来的政绩方面的影响，并不属于同一范畴，因此管理层持股在国有企业并不能达到明显的激励效果，民营上市公司管理层持股对于抑制过度投资表现出来的激励效果更明显[85]。

1

分样本回归中，民营企业无管理层持股组代理成本的系数**在1%的置信区间上与过度投资呈显著正相关关系，有管理层持股组代理成本与过度投资不再具有显著相关性，因此民营企业中，管理层持股能有效降低代理成本对过度投资的正向作用；国有企业中，有管理层持股组和无管理层持股组代理成本对过度投资都不具有显著相关性，因此国有企业中，管理层持股没有降低代理成本对过度投资的正向作用的效应。

1

37

## 5 研究结论与对策建议

### 5.1 研究结论

本文系统回顾和梳理了国内外与上市公司管理层持股、代理成本和过度投资三者相关的文献，发现对三者关系的实证研究并不多，以研究管理层持股产生的激励效应缓解过度投资和管理层持股抑制代理成本对过度投资影响为视角的研究更少，并且现有的研究结论众说纷纭，还未得到统一，本文在委托代理理论分析框架下，以我国2009—2014年沪深两市A股上市公司为研究样本，实证考察了代理成本对上市公司过度投资的影响，管理层持股对过度投资的影响，以及管理层持股对缓解二者关系的作用，并区分国有和非国有上市公司，深入考察三者之间存在的关系后，得出如下结论：

（1）过度投资行为在我国上市公司中普遍存在。本文借鉴Richardson的经典预期投资模型衡量了我国的投资效率，其中过度投资样本占总样本的38.52%，而且从产权性质方面来看，国有上市公司与民营上市公司的过度投资样本量基本处于

1: 1的水平，表示我国国有上市公司和民营上市公司都具有过度投资普遍存在的现象，在经济高增长的环境下，做到投资高效率才是可持续发展之道。

（2）代理成本越高的上市公司，过度投资现象越严重。在衡量了过度投资水平的基础上，运用OLS回归模型对代理成本和过度投资关系进行了检验，发现代理成本是造成我国上市公司过度投资行为的一个很重要的因素，代理成本越高的上市公司，道德风险越高，管理层为谋取个人私利，利用职务之便造成企业过度投资现象越严重，并且发现我国民营上市公司代理成本比国有上市公司更高。

（3）我国管理层持股水平普遍偏低，但对于抑制过度投资现象作用明显。相比于过去几年的研究发现，我国的管理层持股的激励效应明显有了一定的进展，首先设立持股激励的上市公司逐渐增多且持股比例处于上升趋势，其次从文献回顾中看出目前管理层持股对于抑制过度投资现象作用更明显，本文采用截止最新一年的数据研究表明我国上市公司表现出管理层持股能有效抑制过度投资，且通过对管理层持股比例分层观测过度投资水平看出，当持股比例较高时，过度投资明显下降到较低水平，但我国上市公司管理层持股比例均值远低于该区间。在此基础上，进一步研究了国有企业和非国有企业的管理层持股水平对过度投资的影响，发现国有企业管理层持股水平比非国有企业管理层持股水平更低，国有企业的管理层持股对过度投资没有表现出缓解作用，非国有企业的回归结果中表现出缓解作用。

39

（4）管理层持股能够抑制代理成本对过度投资的正向作用。本文通过将样本按照是否有管理层持股分组，研究代理成本与过度投资之间关系的变化，发现无管理层持股组，代理成本与过度投资显著正相关，有管理层持股组，代理成本与过度投资之间关系变得不显著，说明管理层持股对于降低代理成本对过度投资的正向作用明显，管理层持股一定程度上实现了委托人和代理人之的利益趋同，因此能够降低代理成本产生的道德风险，最终起到降低过度投资的作用，而管理层持股对两者之间关系的抑制作用也主要体现在非国有企业中。

### 5.2 政策建议

代理问题损害了上市公司利益相关者的利益，代理成本导致的过度投资现象普遍存在，如何降低委托代理矛盾，减少代理成本对过度投资的影响，值得深入研究，管理层持股作为委托人和代理人利益趋同的桥梁如何发挥自身的激励效应，使上市公司的投资向着健康有效的方向发展尤为重要。基于上一节的研究结论，本文主要提出以下建议：

（1）建立投资效率评估系统保证投资效率与经济发展齐头并进。经济要发展，但不能以降低投资效率为代价，因此需要加强对投资决策事前、事中、事后的控制和监督。我国38.51%的上市公司存在过度投资现象，非效率投资阻碍了企业实现价值最大化的进程，损害了自身利益和发展前景，因此，上市公司应当重视并正确理解自身的投资行为，从而避免因管理层的自利行为而做出不利的投资决策，可以在公司内部建立项目投资评估系统，在对项目的选择上严格把关评估风险与收益的程序，在评估的过程中，要科学衡量投资项目的收益率以及未来现金流等重要指标；对所选择的投资项目后续工作严格把关，保证项目的质量和预计收益，投资中后期总结项目带来的损益，并将责任进行落实。

（2）设计适合上市公司自身发展情况的管理层持股激励方案，并实施配套的绩效考核标准。管理层持股激励机制是为降低代理矛盾，提高组织效率而产生的，如果达不到预期的激励作用就会得不偿失，因此应当合理发挥管理层持股的激励作用，设计管理层持股方案需要注意一个度的问题，过高可能会适得其反，过低可能达不到预期的激励效果，但目前我国上市公司的管理层持股水平还太低，因此绝大多数上市公司需要提高管理层持股比例，实现管理层持股的激励效果。同时应该对管理层持股方案的激励效果进行相应的考核、反馈并有针对性地及时改进，设计出促进企业价值最大化的激励方案，达到互利双赢的目标。

（3）健全相关法律法规。2015年12月18日证监会发布对2005年的《上市公司股权激励办法（试行）》进行修订的公开征集意见稿，代表着我国目前的法律法

40

规开始重视该领域的不足，现阶段我国法律法规虽然对上市公司股权激励计划的拟定和实施具有一定的规范和指导意义，也促进了管理层持股制度的推广，但法律层面涉及的内容较少，对管理层持股制度实施的指导仍然缺乏系统性和指向性。因此

2015年的征集意见稿强调以信息披露为主线，加强监管力度，形成公司自主设计的有约束力度的股权激励方案。没有可靠的法律保障，委托人对持股方案的设计缺乏指导，同时管理层也对自身持股存在一定的担忧，质疑后续出台不利于自身的政策法规，进而影响到管理层持股激励作用的有效发挥。因此国家需要对现有的相关法律法规进行系统的整合，尽快出台规范的政策法规，减少委托人和代理人双方的后顾之忧，促进管理层持股制度激励作用的充分发挥，同时由于我国制度的特殊性，有必要分别针对国有企业和非国有企业建立健全的制度保障。

（4）国有企业投资效率与政绩挂钩。从本文的研究结论可以看出，过度投资现象在国有企业同样普遍存在，而管理层持股对过度投资没有表现出缓解作用，因此没有体现持股的激励效应，一方面管理层持股比例本身在国有企业中处于更低的水平，导致管理者持股激励效果减弱，另一方面由于国有企业中存在多重委托代理关系，没有实质的所有者，管理层为了实现政绩和仕途升迁等目的，进行过度投资，不考虑投资效率，造成了资源的浪费，因此将投资效率与国有企业管理层更加在意的政绩挂钩，对于过度投资的抑制作用可能比提高管理层持股更有效。

### 5.3 研究的局限性及展望

由于本人写作水平和时间精力有限，本文仍存在很多不足之处，有待在以后的研究中改进：

（1）数据的来源方面。首先，本文涉及到两部分实证研究，第二部分建立在第一部分预期投资模型估计的基础之上，而且只从第一部分的过度投资结果中选取了一小部分样本进入第二部分的研究，虽然为了使后面的数据量更充足，本文选择了五年的原始数据，但还是不可避免地大大减少了第二部分研究的样本量，给研究结论带来了一定的误差；其次，由于本文采用实证与规范相结合的研究方法，需要以公开披露的上市公司的数据为研究基础，而我国企业，特别是存在过度投资的企业，不仅仅只是上市公司，因此本文只搜集了上市公司的数据进行研究具有一定的局限性，对文章结论和建议的推广会造成一定的困难。

（2）指标的选取方面。首先，上市公司的投资行为受到多方面因素的影响，很多因素无法可靠衡量，本文借鉴Richardson的经典投资模型，没有加入更多的影响因素，因此在以后的研究中相关因素的量化问题有待进一步考虑；其次，代理成本指标本文借鉴前人的研究沿用管理费用率来衡量，但由于上市公司信息披露口径

41

不一致，相关准则要求未完善，代理成本实际上没有办法得到确切可靠的计量方法，管理费用率只是一个替代指标，具有一定的代表性，也会影响到文章结果的准确性，因此需要等待未来准则的完善，对未来相关领域的研究成果进行完善；最后，管理层持股变量的选取方面，本文只用到了全体管理层的总持股比例来衡量，而管理层持股的来源具有多样性，目前我国管理层持股的来源主要有内部职工股、股权激励、管理层收购等，不同的持股来源带来的激励效应不同，因此未来可以将不同来源的持股展开研究对过度投资产生的激励效应。

42

致 谢

时间飞逝，硕士毕业论文作为人生的最后一份校园答卷，也在默默地宣告着二十多年的校园生涯即将结束，研究生三年成为我最难忘的一段经历，当我发现快要离开的时候，才感觉到对校园是如此的不舍，虽然这里我们总是顶着压力前行，虽然这里并不是无忧无虑。

还记得我在北方的本科学校坚定地报了重庆理工大学，当录取通知书下来的那一刻，我兴奋得一晚都没有睡着，怀着憧憬的心来到这里，我的第二所大学，也是我人生的一大转折点，第一次组织班会之前，班上的同学已经不约而同地在图书馆一楼的长桌自习室聚齐，准备着各自的注会了，那时的我既兴奋又倍感压力，进入到一个前所未有的学霸班级，认识了这么多优秀的同学，这将是我人生最大的财富。

回首三年的时光，感概颇多，却只剩下一颗感恩的心，首先我最想要感谢我的导师，乾惠敏老师，他是我的校园导师，也是我的人生导师，每当我遇到困难，他都不厌其烦地帮我认真分析，引导我找到最适合自己的解决办法，还记得在最初的小论文撰写过程中，我就遇到了很多困难，那时他帮我反复斟酌题目，修改定稿，大论文的过程更加艰辛，他总是在恰当的时候提点我，而且从不给我施加压力，遇到需要修改的问题，也是耐心听完我的想法，再帮我全面地分析，不管是学习还是生活中都给了我很多真正的意见和建议，他用自己的人生阅历，帮助我排忧解难，他是一位优秀的导师，也是一名真正的绅士，衷心地感谢他总是像一颗大树一样站在我的身后，无私地帮助我。

此外我要感谢所有会计学院的老师，研究生阶段的课程虽然不太多，但每一节课都是精华，他们在课堂上带领我们在会计的基础上，延伸出一片更广阔的天地，点出了很多以前从未思考过的问题，还要感谢开题、中期、预答辩一路走来的答辩组老师和指导过我的老师，在论文撰写过程中给出了很多宝贵意见，在遇到瓶颈的时候，不厌其烦地和我讨论，引导我找到正确的方法，同时感谢学院领导对我们严格要求，三年的求学路有些艰苦，有些压力，但正是这样的一个氛围，让我们变得更加上进，更加优秀，未来我也会为自己曾经是重理会计学院的一份子而感到骄傲。

另外我要感谢班上的所有同学，特别是我的舍友，是你们陪我一起熟悉这个陌生的环境，陪我一起度过那些快乐与艰难并存的学习和论文过程，三年，我们那么团结，不管是在图书馆、至善楼还是宿舍，我们总在一起学习，遇到你们，我很幸运。

最后我要感谢默默支持我的家人，虽然随着年龄的增长和学业的逐渐繁重，我们待在一起的时间越来越少，但是每次遇到人生的十字路口，你们总是助我一臂之力，站在我的角度，耐心帮我分析，感谢你们对我无私的包容和理解。

研究生生活的结束也意味着下一阶段的开始，我憧憬未来，却发现对这里依依不舍，但天下没有不散的宴席，希望各奔前程的同学都有美好的未来，再次感谢我的所有老师、同学和家人！

43

参考文献

[1] Jensen. M. C. Agency costs of FreeCash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[M]. American Economic Review.1986 (05):323-329.

[2] Coyon, M. J. and K. J. Murphy, The Prince and PauperCEOpayintheUSandUK, EconomicJournal,2000(110):640-671.

[3] Jensen M. and Murphy K, Performance Pay and Top-Management Incentives, Journal of Political Economy,1990(98):225-264.

[4] Biziak. The stock market and corporate investment: A testof catering theory. Review of Financial Studies,1993,2(l):187-217.

[5] Murphy, K. J, Executive Compensation, In Handbook of Labor Economics,1999, (3):115-122.

[6] Ryan, Jr. H. E, and R. A. Wiggins, The interations between R&D: Investment decisions and compensation policy, Financial Management. 2002, 31(1):5-29.

[7] Lazear, Executive Compensation, and Corporate Investment[R]. Department of Economic and Finance Latrobe University, Australia, 2004,3.

[8] Kang, Sok-Hyon, William Baber, and Shuping Chen, Stock Price Reaction to Evidence of Earnings Management: Imlications for Supplementary Financial Disclosure, Review of Accounting Studies, 2006,11(1):25-29.

[9] Boumosleh. Investor Sentiment, Executive Compensation, and Corporate Investment[R]. Department of Economic and Finance Latrobe University, Australia,2012.3.

[10] Morck, Shleifer, Vishny. Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios[J]. Journal of Financial Research.1988, (10):249-259.

[11] Yilei Zhang. Do Capital Structure and Managerial Incentives Act as Substutes un controlling the Free Cash Flow Agency Problem[Z]. UniversityofIowsWorkingpaper,2005.

[12] Bruce. Grundy, Hui Li. Investor Sentiment, Executive Compensation, and CorporateInvestment [J]. Journal of Banking & Finance, 2010, (34): 2439-2449.

[13] Hui Li, Darren Henry, and Hsin-I Chou. Stock Market Mispricing, ExecutiveCompensation and Corporate Investment: Evidence from Australia [J]. The Journal of ehavior Finance,2011, (12): 131-140.

[14] Ross. S. The determination of finaneial strueture: the ineentive siganalling Approach[J]. Bell Joumal of Economies,1973, (8):23－40.

[15] Eisenhardt. Berle and Gardiner C. Means. The modern corporation and private property[M]. New York: Macmillan.1989:50-56.

[16] Watts, Investment Opportunities, and The Use of Proceeds[J]. Journal of Finance.1992 ,

(2):105-135.

[17] Hirs, Shields. Ownership, liquidity and Investment[J]. JournalofEconomics.1995(08):487-508.

[18] Jensen. M. C. Agency costs of FreeCash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[M]. American Economic Review.1986:323-329.

[19] Broussard, Buehenroth, Pilotte. Management Ownership and Audit Firm Size[J]. Contemporary Accounting Research Vol.22. 2002(01):205-227.

45

[20] Heaton, J. B. Managerial optimism and corporate finance[J]. Financial Management,2002, (31): 3-4.

[21] Yermack, R. A. and Lin, J. W., Agency costs and ownership structure. Journal Of Finance, Vol. 55, No.1, 2009.

[22] Stein. Do Relationships Have Limits Banking Relationships, Financial Constraints, and Investment[J]. Working paper: University of Florida.2003(07):347-374.

[23]魏刚.高级管理层激励与上市公司经营绩效经济研究[J].经济研究，2000, (3)：32-39.

[24]周建波，孙菊生.经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据经济研究[J].经济研究，2000(5)：74-82.

[25]李维安，李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J]. 南开管理评论,2006, 9(5)：4-10.

[26]胡阳，刘志远，任美琴.设计有效的经营者持股激励机制一基于中国上市公司的实证研究

[J]．南开管理评论,2006(5):52-58.

[27]刘浩，孙铮.西方股权激励契约结构研究综述——兼论对中国上市公司股权激励制度的启示，[J].经济管理，2009，（4）:59-66.

[28]王艳，孙培源，杨忠直.经理层过度投资与股权激励的契约模型研究[J].中国管理科学，2005

（2）:127-131.

[29]蔡吉甫.管理层持股、自由现金流量与过度投资[J].云南财经大学学报.2009，(5)：78-84.

[30]罗富碧，冉茂盛.杜家廷高管人员股权激励与投资决策关系的实证研究[J].会计研究，2008

（8）：69-94.

[31]徐宁，徐向艺.上市公司股权激励效应研究脉络梳理与不同视角比较[J].外国经济与管理，2010, 32(7)：57-64.

[32]吕长江，张海平.股权激励计划对公司投资行为的影响[J].管理世界，2011, (11)：118-126.

[33]简建辉，余忠福，何平林等.经理人激励与公司过度投资一来自中国股的经验证据[J].经济管理，2011（4）：87-95.

[34]夏冠军.高管薪酬契约对公司投资行为的影响——基于证券市场非有效视角的分析财经研究[J].财经研究，2012（6）：69-77.

[35]强国令．管理层股权激励是否降低了公司过度投资[J]．投资研究，2012(2)：36-43.

[36]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(2):146-156.

[37]池国华，邹威. EVA绩效考核、管理层薪酬与非效率投资[J].2014(7):45-53.

[38]李维安，周婷婷，韩忠雪.管理层及其关联方持股动态效应：基于过度投资视角[J].管理工程学报, 2015，(3)：9-19.

[39]俞鸿琳.国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验[J].经济科学，2006(1)：108-117.

[40]顾斌、周立惮.我国上市公司股权激励试试效果的研究[J].会计研究，2007(2)：79-86.

[41]夏纪军、张晏.控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析.2008(3)：87-99.

[42]支晓强，胡聪慧.股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据[J].管理世界.2014（3）:23-34.

[43]杜丽虹。朱武祥。股东价值取向差异与股东利益最大化实践问[J], 管理世界，2004(6)：136-145.

[44]赵景涛，刘忠轶.超额现金持有、过度投资与代理成本——来自我国2006-2012年间寿险公司的经验数据[J].保险研究.2014，(9)：94-105.

[45]辛清泉，林斌，王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资经济研究，2007(8)：27-41.

[46]张纯、吕伟.信息披露、信息中介与企业过度投资[J]．会计研究，2009(1)：123-134.

46

[47]叶生明.委托代理框架下的企业投资行为研究[D]. [博士学位论文]：复旦大学，2006.

[48]杨兴全、江辉．市场化进程、代理成本与公司过度投资行为[J]．石河子大学学报，2011, 25(5)：68-76.

[49]张宗益.融资约束与代理成本对上市公司非效率投资的影响——基于双边随机边界模型的实证度量[J].管理工程学报.2012(2)：119-128.

[50]李春红，王苑萍，郑志丹.双重委托代理对上市公司过度投资的影响路径分析——基于异质性双边随机边界模型[J].中国管理科学，2014, (11)：131-139.

[51]杨汉明，刘广瑞.金融发展、两类股权代理成本与过度投资[J].宏观经济，2014（1）:136-147.

[52]朱茜.自由现金流、管理层持股和公司过度投资[D]. [硕士学术论文]：暨南大学,2014。

[53]池国华，邹威. EVA考核、管理层薪酬与非效率投资——基于沪深A股国有上市公司的经验证据[J].财经问题研究，2014，(7)：43-50.

[54]沈靓秋.董事会资本、投资效率与企业财务风险[D]．[硕士学术论文]：浙江工商大学,2014。

[55] Jensen. M. C and Meckling. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost, and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics.1976, Vol. (3):305-360.

[56]徐倩.不确定性、股权激励与非效率投资[J].会计研究，2014(3)：25-31.

[57]杨兴全，张丽平，吴昊旻.控股股东控制、管理层激励与公司过度投资[J].商业经济与管理，2012，(10)：28-39.

[58]高雷，张杰.代理成本、管理层持股与审计质量[J].财经研究，2011，(1)：48-58.

[59]谭庆美，陈欣，张娜，等.管理层权力、外部治理机制与过度投资[J].管理科学,2015，(4)：59-70.

[60]李云鹤，李湛.管理者代理行为、公司过度投资与公司治理——基于企业生命周期视角的实证研究[J].管理评论，2012，(7)：117-131.

[61] Michael C. Jensen. Equity Ownership and the Two Faces of Debt[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 39( 1):131－157.

[62]李云鹤，李湛. 自由现金流代理成本假说还是过度自信假说？——中国上市公司投资现金流敏感性的实证研究[J].管理工程学报，2011，(3)：155-161.

[63]戴文涛，马超.企业控股金融机构、债务治理与代理成本[J].财经问题研究,2015，(8)：42-49.

[64]周三多，陈传明，鲁明泓.管理学原理与方法[M]，第五版，复旦大学出版社,2009。

[65]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，(5)：70-79.

[66]张瀛之.内部控制、代理成本与投资效率[D]．[硕士学术论文]：ft东财经大学,2014。

[67] Eric Gedajlovic, Toru Yoshikawa, Motomi Hashimoto, Ownership structure, investment behaviour and firm performance in Japanese manufacturing industries, Organization Studies January, Vol.26, No. 1, Jan.2005,:7-35.

[68]赵景涛，刘忠轶，刘佳诚.超额现金持有、过度投资与代理成本——来自我国2006～2012 年

寿险公司的经验数据[J].保险研究,2014, (9):94-104.

[69] Adams R B, Ferreira D．A theory of friendly boards[J]．Journal of Finance, 2007( 62):217－250.

[70]张洪辉，章琳一,蒲文燕.会计稳健性、管理层非预期持股与投资效率[J]. ft西财经大学学

报,2015, (10):102-111.

[71]李泽广，马泽昊.契约环境、代理成本与企业投资—债务期限关系[J].管理世界,2013，（8）：

47

183-185.

[72] Ang, J. S., Cole, R. A. and Lin, J. W. Agency costsand ownership structure. Journal Of Finance, 2000, Vol.55, No.1.

[73]汪立鑫，刘钟元.竞争性行业中央企业利润最优上交比例：内部代理成本与外部融资成本的权衡[J].中国工业经济，2014，(2)：84-96.

[74]张庆芝，何枫，赵晓.基于SFA的能源消耗、代理成本及股权结构与钢铁企业效率关系研究

[J].管理学报,2011, (7):1086-1092.

[75]许又一．高管特征、财务杠杆对上市公司过度投资影响的研究[D]．[硕士学术论文]：重庆理工大学，2015.

[76]刘星，连军. 终极控制、公司治理与地方国有公司过度投资[J]. 科研管理,2011，(8)：105-112.

[77] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies.2006 (09):159-189.

[78]何娜.管理层持股对企业非效率投资的影响[D]．[硕士学术论文]：西南财经大学,2011。

[79]宋小保.股权集中，投资决策与代理成本[J].中国管理科学，2013，(4)：152-161.

[80]段华友，干胜道.企业代理问题与分权代理成本研究——基于上市公司投资者财务权益保护视角[J].安徽大学学报（哲学社会科学版）,2015，(2)：151-156.

[81]罗响，吴晓欣.融资约束、代理问题与投资行为关系的实证分析[J].统计与决策,2015，（11）：

160-163.

[82]林洪宏.管理层激励与非效率投资关系的研究[D]. [硕士学术论文]：广西大学,2013。

[83]蒲思竹．股权激励对过度投资的影响研究——基于治理环境的视角[D]．[硕士学术论文]：重庆理工大学，2014.

[84] 胡雷. 高管股权激励与长期投资决策相关性分析[D]． [硕士学术论文]: 江西财经大学, 2013.

[85]张丽红.代理成本视角下现金股利对在职消费与过度投资影响研究[D]. [硕士学术论文]：湖南大学, 2014。

48

# 个人简历、在学期间发表的学术论文及取得的研究成果

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 姓名 | | 吴思竺 | | 出生日期 | | | 1991 年 9 月 | | | 籍贯 | | 重庆 |
| 获得学士学位时间、学校 | | | | 2013 年 6 月 西北民族大学 | | | | | | | | |
| 现所学学科、专业 | | | | 会计学 | | | | 入学时间 | | 2013 年 9 月 | | |
| **学习（大学以上）及工作经历** | | | | | | | | | | | | |
| 年 月— 年 月 | | | 就学的学校、专业/工作单位、职务 | | | | | | | | | |
| 2009 年 9 月—2013 年 6 月 | | | 西北民族大学 | | | | | | | | | |
| 2013 年 9 月—至今 | | | 重庆理工大学 | | | | | | | | | |
| **在学期间发表的学术论文及取得的研究成果**（包括鉴定项目、获奖、专利） | | | | | | | | | | | | |
| 序号 | 论文或成果、专利名称 | | | | 全体作者  （按顺序排列） | | | | 发表刊物或鉴定单位  或获奖名称、等级或专利类别 | | 时间 | |
| 01 | 《新准则下其他综合收益内涵及其列报思考》 | | | | 乾惠敏、吴思竺 | | | | 核心期刊 | | 2016．1 | |
| 02 |  | | | |  | | | |  | |  | |
| 03 |  | | | |  | | | |  | |  | |
| **在学期间尚未发表但已被录用的学术论文** | | | | | | | | | | | | |
| 序号 | 论文名称 | | | | | 全体作者  （按顺序排列） | | | 拟发表刊物 | | 预计发表时间 | |
| 01 | 《会计师事务所云端知识管理系统构建研究》 | | | | | 乾惠敏、吴思竺 | | | 核心期刊 | | 2016.5 | |
| 02 |  | | | | |  | | |  | |  | |
| 03 |  | | | | |  | | |  | |  | |

49