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