

# 管理者背景特征、晋升激励与过度投资研究\*

○ 张兆国 刘亚伟 亓小林

**摘要** 本文在委托代理理论框架下,运用高层梯队理论和心理契约理论,以我国2007-2011年上市公司为样本,从管理者背景特征的角度,对晋升如何影响过度投资进行了理论分析和实证检验。结果发现,晋升对过度投资有一定抑制作用;随着年龄的增长,管理者对晋升的敏感性以及晋升对过度投资的作用均呈倒U型关系;学历越高、任期越长的管理者对晋升的敏感性越大,从而使晋升对过度投资的作用也越大。进一步区分产权性质后发现,在国有和非国有公司中,不同背景特征的管理者对晋升的敏感性以及晋升对过度投资的作用受管理者背景特征的影响均有差异。这些研究结论对我们研究晋升的作用机制和经济后果、对企业完善激励机制以及加强人力资源管理有一定的启示意义。

**关键词** 管理者背景特征;企业产权性质;晋升激励;过度投资

\*本文受国家自然科学基金项目(71102168)、教育部人文社会科学项目(10YJA630212)资助

## 引言

在企业所有权与控制权相分离情况下,管理者代理问题对企业财务决策的影响一直是现代财务理论研究的一个主题。就企业投资决策而言,管理者代理问题既会导致过度投资,<sup>[1,2]</sup>也会导致投资不足。<sup>[3,4]</sup>这两种不同的投资行为都是无效的,都会给企业价值和股东财富造成损失。针对这两种无效投资行为,学术界从不同治理机制方面展开了研究,并取得了丰硕成果,其中也包括管理者晋升激励。

心理契约理论认为,在一个组织中人与人之间存在着许多隐性的心理契约,<sup>[5]</sup>而在这些隐性的心理契约中晋升便是一个重要方面,<sup>[6]</sup>因为晋升会提高晋升者的地位

和待遇以及改善晋升者的工作环境,它与薪酬激励之间存在着替代关系。<sup>[7]</sup>大量研究表明,管理者晋升激励对企业绩效有着较大的影响,尤其是在薪酬激励的有效性下降之时。<sup>[8-14]</sup>

但是,现有研究管理者晋升激励对企业绩效影响的文献至少存在如下两个值得进一步研究的问题:一是很少关注管理者晋升激励影响企业绩效所需通过的传导机制或“中间桥梁”,如融资决策、投资决策、定价决策和多元化决策等。而实际上是企业治理首先影响这些行为,进而影响企业绩效。<sup>[15]</sup>所以,在研究管理者晋升激励对企业绩效的影响时,如果不考虑这些行为的传导作用,就难以揭示管理者晋升激励影响企业绩效的途径和根源。二是忽略了管理者的异质性,把管理者视为同质的,这显然与现实不符。高层梯队理论认为,不同性别、年龄、学历、教育背景、任期、工作经历等背景特征的管理者对企业决策及绩效的影响存在较大差异。<sup>[16]</sup>大量实证研究也表明,不同背景特征的管理者对企业绩效、<sup>[17,18]</sup>企业战略、<sup>[19,20]</sup>企业创新、<sup>[21]</sup>企业避税、<sup>[22]</sup>企业投资<sup>[23]</sup>和会计稳健性<sup>[24]</sup>等方面都有不同的看法和影响。对此,行为金融学给出的解释是:在现实中管理者并非总是理性的,其行为选择往往会受到个人的过度自信、“嫉妒”心理、“规避损失”心理、短视行为等心理偏差的影响,而这些心理偏差与管理者背景特征相联系。<sup>[25]</sup>由此便不难认为,不同背景特征的管理者会对晋升激励有不同的看法或敏感性,从而使晋升激励对企业绩效产生不同的影响。所以,在研究管理者晋升激励对企业绩效的影响时,如果不考虑管理者的背景特征,就难以得出有效的结论。

针对上述问题,本文以2007-2011年沪深两市A股类上市公司为研究样本,从管理者背景特征的角度,

考察管理者晋升激励对过度投资的影响。其基本思路是：首先，考察管理者晋升激励对过度投资的影响。然后，从管理者的性别、年龄、学历、任期等背景特征方面，进一步考察晋升激励对过度投资的影响是否存在差异。另外，由于目前我国资本市场存在国有和非国有两类不同产权性质的公司，它们在代理问题及其治理机制等方面都存在较大的差异，<sup>[23,26]</sup>因此本文还将考虑公司的产权性质。

本文研究结果表明，晋升激励对过度投资有抑制作用，但在非国有企业好于国有企业；管理者性别与晋升激励不存在相关性以及晋升激励对过度投资的抑制作用受管理者性别的影响不大，并在国有和非国有企业中也无差异；随着管理者年龄的增长，管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用均呈倒U型关系，但在非国有企业中不明显；学历越高的管理者对晋升激励的敏感性越大，进而使晋升激励对过度投资的抑制作用也越大，但在国有和非国有企业中存在差异，即管理者学历与晋升激励的正相关性在国有企业显于非国有企业明显，而在高学历强化晋升激励对过度投资的抑制作用方面则国有企业不如非国有企业；随着管理者任期的增加，管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用均会增强，但在国有企业不如非国有企业。对于这些研究结论，本文运用相关理论并结合我国上市公司的市场环境和制度背景进行了一定的解释。

本文的贡献主要表现在三个方面：第一，通过研究晋升激励对过度投资的影响，将有助于揭示晋升激励如何影响企业绩效的传导机制，为深入理解晋升激励的作用提供新的证据。第二，从管理者的性别、年龄、学历、任期等背景特征方面，研究晋升激励对过度投资影响的差异，将有助于拓展有关晋升激励研究的视野。第三，结合我国的制度背景，考虑公司的产权性质，使本文的研究结论对进一步深化我国企业产权改革具有一定的借鉴意义。

## 一、理论分析与研究假设

关于管理者代理问题对过度投资的影响机理，学术界主要基于管理者私人收益的理论解释，即投资可能使管理者构筑其“商业帝国”，从中获得更多的私人收益，进而使管理者可能接受净现值为负的投资项目。<sup>[1,2,27]</sup>可见，要抑制管理者的过度投资，就必须使管理者在投资方面所获得的私人收益能够与股东收益相联系。而要做到这一点，就必须建立一套有效的激励机制，<sup>[28,29]</sup>既包括以薪酬为表现形式的显性激励机制，也包括以声誉、

更换和晋升等为表现形式的隐性激励机制。晋升激励之所以能够起到抑制管理者过度投资的作用，主要是因为，虽然晋升可以为管理者带来各种货币与非货币收益，包括更高的薪酬、更多的在职消费、更大的控制权、更好的工作环境、更强的成就感等，但是晋升是与业绩相联系的，只有业绩最佳者才有可能从诸多竞争者中获胜。所以，晋升能够协调管理者与股东之间的利益，使管理者的私人利益外部化，促使管理者放弃净现值为负的投资项目，抑制其过度投资冲动。而且，在个体业绩难以度量或不可证实、监督难度及成本较高、企业经营风险较大等情形下，晋升激励的作用比薪酬激励更具比较优势。<sup>[11,13,30]</sup>基于上述分析，本文提出假设1：

假设1：晋升激励能够起到抑制管理者过度投资的作用

但是，按照高层梯队理论的思想，晋升激励对管理者过度投资的抑制作用相对于不同背景特征的管理者而言可能存在一定的差异。管理者背景特征是指人口学中的相关指标，如管理者的性别、年龄、学历、任期、职业背景、种族和家庭出身等。高层梯队理论认为，管理者的行为选择要受到其认知能力和价值取向的影响，而管理者的认知能力和价值取向则与管理者的这些背景特征紧密相联。<sup>[16]</sup>大量相关研究表明，不同背景特征的管理者具有不同的心理预期和行为选择，进而对企业行为及绩效产生不同的影响。例如，女性、年龄越大的管理者更倾向于选择较保守的企业战略；<sup>[19,20]</sup>年轻、学历越高的管理者更具有适应能力和创新精神，更容易改变企业战略；<sup>[21,31]</sup>具有国际经历的管理者更倾向于国际化经营；<sup>[32,33]</sup>学历越高、年龄越大的管理者越能够抑制过度投资的冲动；<sup>[23]</sup>任期越长的管理者越愿意增加研发投入，<sup>[34]</sup>管理者的性别、年龄、学历、任期等背景特征均与企业绩效存在显著的相关性。<sup>[17,18]</sup>总之，在企业行为及绩效方面深深地打下了管理者背景特征的烙印。由此便可以推断，不同背景特征的管理者对晋升激励可能有不同的看法或敏感性，进而使晋升激励对过度投资可能产生不同的影响。对此，本文将从管理者的性别、年龄、学历和任期四个方面加以分析：

(1) 管理者的性别。心理学研究发现，女性比男性更为谨慎和保守。<sup>[35,36]</sup>这既有生理上的原因，如女性单胺氧化酶高、<sup>[35]</sup>要生育和哺乳孩子<sup>[37]</sup>和寿命预期时间更长<sup>[38]</sup>等，也有社会文化的原因，如从幼儿开始，教育就会影响男性和女性对待风险的态度，一般认为男性应该承担更多的风险。<sup>[39,40]</sup>行为财务学将心理学的研究成果应用于企业财务决策的分析中也发现，在企业财务决



策中女性管理者比男性管理者更为谨慎和保守。<sup>[41-45]</sup>女性管理者的这种行为特征可能使女性管理者对晋升激励的敏感性下降。另外,我国长期存在的女性晋升“玻璃天花板现象”,<sup>[46,47]</sup>在很大程度上打击了女性晋升的积极性,从而使晋升激励对女性管理者道德风险的抑制作用不足。由此本文提出假设2:

假设2:与女性管理者相比,男性管理者对晋升激励的敏感性更大,从而使晋升激励对过度投资的抑制作用更显著

(2) 管理者的年龄。近年来,党政干部和国有企业管理者明显呈年轻化趋势。因此,年龄越大的管理者被提拔的可能性就越小。从这一规律来看,不同年龄的管理者在管理经验、知识结构、认知能力、进取精神、风险倾向等方面都存在着差异,从而使他们在工作中表现出不同的价值取向和行为选择。大量研究表明,与年轻管理者相比,由于年长管理者之体力、精力、学习能力和认知能力的下降以及处于职业和收入相对稳定的事业阶段,其适应能力和进取精神较差,倾向于维持现状,规避风险。<sup>[16,48-51]</sup>年长管理者的这种心理及行为特征就会使他们对晋升激励的敏感性下降,从而造成晋升激励对他们的作用不足。按照心理契约理论,当年龄较大的管理者意识到自己晋升的可能性较小时,就会把注意力转移到其它利益方面。<sup>[6]</sup>Kale 等的实证研究也发现,管理者越接近退休年龄,晋升激励的作用及其与企业绩效的关系越不明显。<sup>[10]</sup>

当然,管理者年龄的增长与管理者对晋升激励敏感性的下降(或晋升激励对管理者作用的减弱)之间的关系可能不是一种线性关系。在一个管理者的生命周期中,从一个低级职位开始他(她)的职业生涯,并通过努力工作,逐步晋升到一个高级职位上。在这个生命周期中,假设存在一个年龄的拐点。在这个拐点之前,由于管理者年轻、体力精力充沛、有强烈上进心,因此随着年龄的增长以及经验的积累和能力的提高,管理者对晋升的欲望也会随之增强。相反,到了这个拐点之后,随着年龄的增长,就会逐渐表现出上述年长管理者的心理及行为特征,从而使他们对晋升的欲望减弱。综上所述,本文提出假设3:

假设3:随着管理者年龄的增长,管理者对晋升激励的敏感性呈倒U型关系,从而使晋升激励对过度投资的抑制作用也呈倒U型关系

(3) 管理者的学历。学历可以在一定程度上反映一个人的知识和能力。学历越高的管理者通常具有更强的学习能力和认知能力,从而具有更强的适应能力和信息

整合能力,能够在复杂多变的环境中保持清晰的思路,做出正确的决策。相关实证研究发现,管理者的受教育程度对企业战略定位、<sup>[52]</sup>企业管理与技术创新、<sup>[53]</sup>企业多元化经营、<sup>[31,49]</sup>企业投资决策、<sup>[23,50]</sup>企业社会网络建设<sup>[54]</sup>等方面都有着积极的影响作用。因此,按照锦标赛理论——只有相对业绩更佳的管理者才能在竞争中获胜的思想,<sup>[55]</sup>受教育程度越高的管理者更具有获得晋升的机会和优势,从而便更容易产生谋求晋升的动机。这在我国也有相应的制度背景,即“知识化”是选拔干部的要求之一。近年来,我国党政干部和国有企业管理者明显地呈知识化趋势,高学历的管理者所占比重越来越大。由上述分析,本文提出假设4:

假设4:学历越高的管理者对晋升激励的敏感性越大,从而使晋升激励对过度投资的抑制作用更明显

(4) 管理者的任期。管理者的任期包含了丰富而又复杂的信息,它在一定程度上反映了管理者的认知水平、经营阅历和社会经验。<sup>[56]</sup>按照预期理论,随着任期的延长、管理能力的提高,管理者的预期可能不仅仅是报酬的提高,还有一些非报酬性的追求,特别是对晋升的追求。因为晋升的价值既可以带来报酬的提高,也可以带来更大的控制权,以控制更多的资源,还可以带来社会声誉及地位的提高。所以,随着任期的延长,管理者对晋升激励的敏感性会增大,从而使晋升激励对管理者的作用也会加强。

当然,当一个管理者在某一职位上任期过长、长期不能被提拔时,也可能影响他的创新与进取精神,从而降低他对晋升的追求。相关实证研究表明,任期越长的管理者在企业经营决策与管理中的行为特征更多地表现为维持现状、缺乏创新精神、不愿意改革企业已有的战略和经营模式。<sup>[16,50,57,58]</sup>综合以上分析,本文提出假设5:

假设5:随着管理者任期的延长,管理者对晋升激励的敏感性呈倒U型关系,从而使晋升激励对过度投资的抑制作用也呈倒U型关系

此外,由于目前我国资本市场存在国有和非国有两类产权性质不同的公司,因此在这两类不同的公司中,无论晋升激励对投资行为的影响还是不同背景特征管理者对晋升激励的敏感性都可能存在一定的差异。对国有上市公司而言,在市场化改革进程中,仍或多或少地要受到政府的干预,特别是分权化改革增强了地方政府的干预力度。<sup>[59]</sup>在管理者激励方面,管理者的任免和薪酬都要受到政府的管制。在这种制度背景下,一方面,管理者晋升与管理者努力之间的因果关系会变得复杂,因为受政府干预,企业要服从多重目标,从而使管理者

在晋升竞争中不仅要考虑企业绩效,还要考虑就业、社会稳定、经济发展、政府官员晋升等非利润因素;另一方面,管理者通过市场化薪酬契约而获得薪酬的渠道会受到限制,因而会更加依靠晋升带来更大权力、身份荣耀、更多薪酬与在职消费,甚至是权力寻租机会等利益。<sup>[18,60,61]</sup>与国有上市公司相比,非国有上市公司管理者激励不受政府的管制,其任免和薪酬都是按市场化原则确定的,因此管理者薪酬与企业绩效的联系会相对紧密,管理者对晋升的客观需求与依赖程度会相对降低。<sup>[18]</sup>基于上述分析,本文提出假设6:

假设6:与非国有上市公司相比,在国有上市公司中,管理者对晋升激励的敏感性可能相对较大,但晋升激励对过度投资的抑制作用可能相对较弱

## 二、研究设计

### 1. 研究样本与数据来源

本文选取2007-2011年沪深两市A股上市公司为初始样本,并按下列标准加以筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除在2007-2011年中出现过ST、\*ST等重大事宜的公司;(3)剔除管理者背景资料以及相关财务数据无法获取的公司,如董事长薪酬为0的公司。经过筛选,最终得到五年共4290个观测值,其中国有上市公司2662个,非国有上市公司1628个。为了消除极端值的影响,本文还采用Winsorize方法对变量进行了处理。本文的数据均来自国泰安数据库(CSMAR)、色诺芬数据库(CCR)、锐思数据库(RESSET)以及上市公司年度财务报告。

### 2. 变量设计

(1) 过度投资。本文借鉴Richardson<sup>[62]</sup>姜付秀等<sup>[23]</sup>的方法来衡量过度投资。其步骤如下:首先,计算年度总投资额( $I_{total,t}$ ),包括固定资产、在建工程、工程物资、无形资产和长期投资的年度投资额。其次,将年度总投资分为维持资产原有状态的资本支出( $I_{maintenanc,t}$ )和扩大的资本支出( $I_{new,t}$ )两部分,其中 $I_{maintenanc,t}$ 是指折旧与摊销支出。最后,利用样本数据对模型(1)进行回归,得出各企业t年的非效率投资额( $\varepsilon$ )。当 $\varepsilon > 0$ 时,表示过度投资(OI)。

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

式中, $Growth_{t-1}$ 为上一年度营业收入增长率; $Lev_{t-1}$ 为上一年度资产负债率; $Cash_{t-1}$ 为上一年度现金同总资产的比例; $Age_{t-1}$ 为到t年期初截止公司上市时间;

$Size_{t-1}$ 为上一年度公司总资产的自然对数; $RET_{t-1}$ 为上一年度股票年度回报率; $I_{new,t-1}$ 为上一年度公司新增投资额; $\sum Industry$ 为行业虚拟变量; $\sum Year$ 为年度虚拟变量。

(2) 管理者背景特征。本文将管理者界定为上市公司年报中披露的董事会、监事会以及高级管理人员。具体包括董事会成员、监事会成员、总经理、副总经理、财务总监和总经济师等。参照相关文献的做法,<sup>[23,24,49,64,66]</sup>本文对管理者性别、年龄、学历和任期等背景特征的衡见表1所示。

表1 变量定义

变量	符号	变量定义
过度投资	OI	根据模型(1)计算得出
晋升激励强度	PI	非董事长高管平均薪酬与董事长薪酬之差的自然对数
管理者性别	Ggend	管理者性别的平均数,其中男性取值为1,女性取值为0
管理者年龄	Gage	管理者年龄之和/管理者总人数
管理者学历	Gdegr	管理者学历水平之和/管理者总人数,其中高中或中专以下为1、大专为2、本科为3、硕士为4、博士为5
管理者任期	Gtime	管理者任职时间之和/管理者总人数
股权集中度	Cent	第一大股东持股比例
资产负债率	Debt	年末债务账面总价值与资产账面总价值之比
管理者持股比例	Gshare	管理层持有公司股票与公司股票总数之比
董事会结构	DDsize	董事会中独立董事的比例
盈利水平	ROE	净资产收益率=净利润/净资产
成长机会	Growth	营业收入增长率=(t年营业收入-t-1年营业收入)/(t-1年营业收入)
公司规模	Size	总资产的自然对数
行业虚拟变量	$\sum Industry$	根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》划分上市公司所属行业。本文样本公司分属于13个行业
年度虚拟变量	$\sum Year$	以2007年为基准,设立四个虚拟变量

(3) 晋升激励。晋升包括内部晋升和外部晋升(如被任命为政府官员、人大代表、政协委员等)。本文只考察内部晋升。参照相关文献的做法,<sup>[10-13]</sup>本文用晋升激励强度来衡量内部晋升激励。晋升激励强度用非董事长高管与董事长之间的薪酬差距来衡量。这主要是因为:一方面,薪酬差距是不同层级之间利益差距的最直接的表现,而且容易获得可靠的数据和加以计算。所以,本文没有考虑晋升所带来的非货币性利益,如声誉、地位、成就感等;另一方面,不同层级之间的晋升不是孤立的、静止的,而是联系的、动态的。也就是说,不同层级之间的晋升会产生激励乘数效应或激励扩散效应。<sup>[63]</sup>虽然一个企业的内部晋升包括了许多不同层级的晋升,但根据现代组织行为理论,一个成员的晋升不仅仅只会对该成员产生激励作用,而且还会对下一层级的成员产生连锁性激励效应。所以,本文只考虑了非董事长高管与

董事长之间的薪酬差距，而没有具体区分不同层级之间的薪酬差距。

(4) 控制变量。根据姜付秀等<sup>[23]</sup>李焰等<sup>[64]</sup>等文献，本文选用股权集中度、资产负债率、管理者持股比例、董事会结构、盈利水平、成长机会、公司规模以及行业和年度作为控制变量。这些控制变量的定义见表1。

### 3. 模型建立

根据本文的研究思路，为了考察管理者晋升激励对过度投资的影响，建立模型(2)：

$$OI = \beta_0 + \beta_1 PI + ControlVariables + \varepsilon \quad (2)$$

为了从管理者的性别、年龄、学历和任期四个方面，考察不同背景特征的管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资影响的差异性，分别建立模型(3)和模型(4)：

$$PI = \beta_0 + \beta_1 Ggend + \beta_2 Gage + \beta_3 Gage^2 + \beta_4 Gdegr + \beta_5 Gtime + \beta_6 Gtime^2 + ControlVariables + \varepsilon \quad (3)$$

$$OI = \beta_0 + \beta_1 PI + \beta_2 Ggend + \beta_3 Gage + \beta_4 Gage^2 + \beta_5 Gdegr + \beta_6 Gtime + \beta_7 Gtime^2 + \beta_8 PI \times Ggend + \beta_9 PI \times Gage + \beta_{10} PI \times Gdegr + \beta_{11} PI \times Gtime + ControlVariables + \varepsilon \quad (4)$$

根据 Wooldridge<sup>[65]</sup>对交叉项的解释，在模型(4)中设立了四个交叉项，以分别用来考察晋升激励对过度投资的作用将如何受管理者性别、年龄、学历和任期的影响。另外，考虑到管理者的年龄和任期可能存在“拐点”，故在模型(4)中加入了这两个变量的平方项。

## 三、实证研究

### 1. 描述性统计

表2是各变量的描述性统计和差异性检验。从全样本看，晋升激励强度均值约为16万元，其标准差为30.8万元，说明各公司管理者团队内部的薪酬差距较大；男性管理者比例均值约为87%，甚至有公司为100%，说明男女管理者比例不协调；管理者年龄均值约为47岁，主要分布在32-64岁；管理者学历均值约为3，说明学历主要集中于本科；管理者任期均值约为两年，说明整体任期不长。这些管理者背景特征的数据与何威风和刘启亮的研究<sup>[66]</sup>基本相似。从国有和非国有公司的比较看，国有公司晋升激励强度均值低于非国有公司，且差异显著，这可能与政府对国有公司薪酬管制有关；<sup>[60]</sup>国有公司管理者的性别、年龄和学历均值均高于非国有公司，而任期均值则低于非国有公司；国有公司过度投资均值高于非国有公司。

表2 变量的描述性统计与差异检验

变量	全样本(N=4290)				国有样本(N=2662)				非国有样本(N=1628)				均值检验(t值)
	最小值	最大值	平均值	标准差	最小值	最大值	平均值	标准差	最小值	最大值	平均值	标准差	国有VS非国有
OI	0.000	0.201	0.049	0.030	0.000	0.201	0.059	0.033	0.000	0.168	0.049	0.027	3.572***
PI(万元)	0.000	546.990	15.781	30.803	0.000	546.990	13.045	27.922	0.000	370.167	20.372	34.643	-5.610***
Ggend	0.000	1.000	0.869	0.123	0.000	1.000	0.876	0.118	0.000	1.000	0.856	0.129	3.951***
Gage	32.200	64.000	46.958	5.870	32.333	64.000	47.533	6.107	32.200	59.000	45.993	5.315	6.536***
Gdegr	0.160	5.000	2.977	0.662	0.160	5.000	3.008	0.670	0.600	5.000	2.924	0.645	3.169***
Gtime	0.028	8.508	1.698	0.931	0.056	8.508	1.501	0.930	0.028	5.884	1.941	0.933	-1.847*
Cent	0.037	0.862	0.369	0.154	0.050	0.862	0.393	0.153	0.037	0.852	0.328	0.147	10.775***
Debt	0.011	0.903	0.495	0.182	0.033	0.888	0.514	0.182	0.011	0.903	0.464	0.178	6.802***
Gshare	0.000	0.636	0.012	0.056	0.000	0.172	0.001	0.007	0.000	0.636	0.031	0.088	-10.590***
DSize	0.077	0.800	0.350	0.088	0.077	0.800	0.347	0.085	0.118	0.727	0.355	0.092	-2.324**
ROE	-0.846	2.919	0.085	1.128	-0.780	2.080	0.078	1.122	-0.846	2.919	0.098	0.138	-3.989***
Growth	-0.978	43.607	0.281	1.492	-0.976	31.168	0.237	1.008	-0.978	43.607	0.356	2.061	-1.693*
Size(百亿元)	0.018	165.637	1.036	5.707	0.031	165.637	1.398	7.157	0.018	14.132	0.428	0.829	5.426***

注：\*表示10%的显著性水平，\*\*表示5%的显著性水平，\*\*\*表示1%的显著性水平

### 2. 相关性分析

表3是变量的相关系数。由此可见，晋升激励与过度投资呈显著负相关。管理者性别、年龄与过度投资显著正相关，管理者的学历、任期均则与过度投资显著负相关。管理者性别与晋升激励显著负相关，管理者的学历和任期均与晋升激励呈显著正相关，但管理者年龄与晋升激励呈不显著负相关。这些分析结论初步表明，管理者背景特征、晋升激励与过度投资之间存在一定的相关性，与前文的理论分析基本一致。另外，管理者背景特征中部分变量相互间显著相关，为了降低多重共线性，回归中背景特征变量将分别进入回归模型。

表3 变量间的相关系数检验

变量	OI	PI	Ggend	Gage	Gdegr	Gtime
OI	1.000	-0.001**	0.163***	0.049**	-0.002***	-0.024**
PI	-0.025**	1.000	-0.081***	-0.008	0.078***	0.036*
Ggend	0.133***	-0.067***	1.000	0.123***	0.116***	-0.018
Gage	0.040**	-0.026	0.123***	1.000	0.028	0.201***
Gdegr	-0.001**	0.073***	0.125***	0.251***	1.000	0.077***
Gtime	-0.030**	0.042**	0.048**	0.240***	0.124***	1.000

注：(1)上表的右上方是spearman相关系数，左下方是pearson相关系数；

(2)\*表示10%的显著性水平，\*\*表示5%的显著性水平，\*\*\*表示1%的显著性水平

### 3. 回归分析

#### (1) 晋升激励对过度投资的影响

表4是晋升激励与过度投资的回归分析。从全样本公司看，晋升激励与过度投资呈显著负相关，与假设1相吻合，说明晋升激励强度越大，管理者晋升欲望越强，会更加注重投资效率，以便获得晋升。<sup>[11]</sup>从国有和非国有公司的比较分析看，晋升激励与过度投资均呈负相关，但在国有公司不显著，这一结果印证了假设6的分析。



表4 晋升激励与过度投资

变量	全样本	国有	非国有
	(1)	(2)	(3)
PI	-0.001** (-2.15)	-0.002 (-1.15)	-0.001** (-2.14)
Cent	0.018 (1.08)	0.009 (0.35)	0.045* (1.67)
Debt	0.003 (0.33)	0.015 (1.02)	-0.011 (-0.69)
Gshare	-0.040** (-2.22)	0.077 (0.12)	-0.034** (-2.17)
DDsize	0.001 (0.08)	-0.003 (-0.21)	0.008 (0.49)
ROE	-0.009 (-1.03)	-0.016 (-1.46)	0.002 (0.16)
Growth	-0.000 (-0.22)	0.001 (0.36)	-0.003 (-1.30)
Size	-0.005* (-1.86)	-0.008** (-2.06)	-0.005 (-1.24)
Constant	0.125** (2.01)	0.289*** (3.48)	0.138 (1.54)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.038	0.028	0.059
F	2.932	1.445	2.243
N	4290	2662	1628

注：(1)\*表示10%的显著性水平，\*\*表示5%的显著性水平，\*\*\*表示1%的显著性水平；(2)括号内是t值

(2) 管理者背景特征视角下晋升激励对过度投资的影响

表5是全样本公司的回归分析。其中，左边是管理者背景特征与晋升激励的回归分析；右边是管理者背景特征、晋升激励与过度投资的回归分析。由此表可见：①管理者性别与晋升激励呈不显著负相关，两者交叉项的系数也不显著。这说明不同性别的管理者对晋升激励的敏感性无显著差异，进而也使晋升激励对过度投资的抑制作用受管理者性别的影响较小。这与假设2不一致。其原因可能是现代女性管理者的思想观念及行为方式逐渐趋向男性特征。例如，北京大学光华管理学院女性领导力研究课题组<sup>[67]</sup>发现，中国女性管理者对事业的追求在很大程度上与男性一样；2007年《世界经理人》与北京大学光华管理学院共同发起的一项调查也发现，女性管理者并不像人们想象的那样追求稳定，她们也愿意面对挑战、敢于承担风险、勇于创新。相关研究也证实了这一点，管理者性别差异对过度投资、<sup>[23]</sup>投

资规模<sup>[64]</sup>的影响不存在显著差异。②管理者年龄与晋升激励呈倒U型关系，两者交叉项的系数显著为正以及与之相对应的晋升激励的系数显著为负。这说明随着年龄的增长，管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用均呈倒U型关系。这与假设3相一致。在统计分析中发现，这种倒U型关系的年龄拐点可能出现在50-53岁之间。③管理者学历与晋升激励呈显著正相关，两者交叉项的系数以及与之相对应的晋升激励的系数均显著为负。这说明学历越高的管理者对晋升激励的敏感性越大，进而使晋升激励对过度投资的抑制作用也越大。这与假设4相一致，也与Hambrick等、<sup>[68]</sup>Wiersema和Bantel<sup>[31]</sup>所发现的学历越高的管理者其理性程度和认知能力越高的研究结论也相一致。据此，我们更有理由相信，管理者学历越高，其学习和认知能力越强，对激励的感知和反应会更加敏感和理性。④管理者任期与晋升激励呈显著正相关，两者交叉项的系数以及与之相对应的晋升激励的系数显著为负。这说明随着任期的增加，管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用都会增强。这与Allen、<sup>[56]</sup>Eisenhardt和Schoonhoven<sup>[69]</sup>所得出的管理者任期的增加不仅可以提升管理者的经营阅历和协作水平，而且能增强管理者对晋升的敏感性的研究结论相一致，但与假设5不一致。其原因可能是我国上市公司管理者任期普遍较短，平均约为两年。

表5 全样本回归结果

自变量	全样本											
	PI(晋升激励)						OI(过度投资)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PI	-	-	-	-	-	-	-0.103**	-0.099***	-0.105**	-0.107***	-0.104**	-0.099**
							(-2.48)	(-2.59)	(-2.56)	(-2.59)	(-2.50)	(-2.39)
Ggend	-0.207						0.048**					
	(-1.18)						(2.18)					
Gage	0.475	0.997**					0.119***	0.258***				
	(1.37)	(2.44)					(2.80)	(2.59)				
Gage2			-0.011***						-0.191			
			(-2.70)						(-1.55)			
Gdegr				0.013**						0.017***		
				(2.40)						(2.65)		
Gtime					0.057***	0.011					0.019**	0.022***
					(3.52)	(0.21)					(2.54)	(2.85)
Gtime2						0.013						-0.001*
						(0.94)						(-1.75)
PI×Ggend	-	-	-	-	-	-	-0.003					
							(-1.60)					
PI×Gage	-	-	-	-	-	-		0.002*	0.002*			

主题文章

	-	-	-	-	-	-	-	(1.84)	(1.80)				
PIXGdegr	-	-	-	-	-	-	-					-0.001*	
	-	-	-	-	-	-	-					(-1.77)	
PIXGtime	-	-	-	-	-	-	-					-0.002**	-0.001**
	-	-	-	-	-	-	-					(2.55)	(2.42)
Cent	-0.370	-0.407	-0.439	-0.375	-0.360	-0.336	0.017	0.015	0.016	0.013	0.018	0.016	
	(-0.97)	(-1.07)	(-1.15)	(-0.98)	(-0.95)	(-0.88)	(0.99)	(0.91)	(0.96)	(0.76)	(1.07)	(0.95)	
Debt	-0.606**	-0.600**	-0.579**	-0.616***	-0.575**	-0.574**	-0.082**	-0.084**	-0.083**	-0.085**	-0.079**	-0.075**	
	(-2.54)	(-2.52)	(-2.43)	(-2.59)	(-2.42)	(-2.42)	(-2.42)	(-2.46)	(-2.45)	(-2.51)	(-2.32)	(-2.20)	
Gshare	0.443	0.442	0.398	0.470	0.328	0.330	-0.037**	-0.041**	-0.040**	-0.040**	-0.039**	-0.040**	
	(1.08)	(1.08)	(0.97)	(1.15)	(0.80)	(0.80)	(-2.06)	(-2.30)	(-2.23)	(-2.25)	(-2.18)	(-2.20)	
DDsize	-0.216	-0.218	-0.212	-0.211	-0.048	-0.094	0.002	0.001	0.001	0.002	0.003	0.006	
	(-0.95)	(-0.96)	(-0.94)	(-0.93)	(-0.21)	(-0.40)	(0.15)	(0.08)	(0.07)	(0.17)	(0.25)	(0.60)	
ROE	0.801***	0.804***	0.801***	0.802***	0.787***	0.791***	-0.007	-0.007	-0.007	-0.006	-0.007	-0.007	
	(4.06)	(4.08)	(4.07)	(4.07)	(4.01)	(4.02)	(-0.80)	(-0.81)	(-0.80)	(-0.70)	(-0.79)	(-0.83)	
Growth	-0.082**	-0.083**	-0.078**	-0.083**	-0.086***	-0.086***	-0.000	-0.000	-0.000	-0.001	-0.000	-0.000	
	(-2.52)	(-2.54)	(-2.40)	(-2.54)	(-2.65)	(-2.67)	(-0.35)	(-0.22)	(-0.30)	(-0.60)	(-0.32)	(-0.28)	
Size	0.540***	0.560***	0.547***	0.546***	0.533***	0.524***	-0.073**	-0.073**	-0.073**	-0.075**	-0.070**	-0.067*	
	(9.17)	(9.64)	(9.41)	(9.09)	(9.21)	(8.95)	(-2.14)	(-2.15)	(-2.15)	(-2.21)	(-2.04)	(-1.95)	
Constant	1.210	0.376	1.575	0.940	0.916	1.091	0.073	0.060	0.031	0.017	0.097	0.084	
	(0.83)	(0.26)	(1.05)	(0.64)	(0.65)	(0.77)	(1.12)	(0.93)	(0.46)	(0.26)	(1.54)	(1.32)	
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
R <sup>2</sup>	0.092	0.092	0.097	0.091	0.099	0.099	0.042	0.046	0.048	0.052	0.042	0.044	
F	7519	7547	7567	7447	8156	7792	2963	3270	3233	3688	2971	2980	
N	4290	4290	4290	4290	4290	4290	4290	4290	4290	4290	4290	4290	

注：(1)\*表示10%的显著性水平，\*\*表示5%的显著性水平，\*\*\*表示1%的显著性水平；(2)括号内是t值

表6是区分产权性质后的回归分析。其中，Panel A是国有公司的回归分析；Panel B是非国有公司的回归分析。由此表可见：①在国有和非国有公司中，管理者性别与晋升激励的相关性以及两者交叉项的系数均不显著，说明在考虑了产权性质之后，不同性别的管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用受管理者性别的影响也均无显著差异。②在国有公司中，管理者年龄与晋升激励呈显著倒U型关系，两者交叉项的系数显著为正以及与之相对应的晋升激励的系数显著为负，说明在国有公司中随着年龄的增长，管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用均呈倒U型关系。但在非国有公司中这种倒U型关系却不显著。这可能是因为，与非国有公司相比，在国有公司中往往对管理者的晋升和退休都有严格的年龄门槛，进而就会使管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用随着年龄的增长而改变。③管理者学历与晋升激励的正相关性在国有公司比非国有公司更显著，但管理者学历与晋升激励交叉项的系数在非国有

公司比国有公司更显著为负，说明虽然学历越高的管理者对晋升激励的敏感性在国有公司比非国有公司高，但高学历在强化晋升激励对过度投资的抑制作用方面却在国有公司不如非国有公司。这可能是因为，与非国有公司相比，一方面，由于国有公司管理者的薪酬要受到政府的严格管制，因此国有公司管理者会更有欲望通过晋升来获得更多利益；另一方面，由于国有公司受政府的干预较大，因此国有公司管理者要服从政府的多重目标，而不仅仅是追求盈利目标，从而就会在一定程度上削弱晋升激励对过度投资的抑制作用。④管理者任期与晋升激励的正相关性在非国有公司比国有公司更显著，而且管理者任期与晋升激励交叉项的系数在非国有公司比国有公司更显著为负。这说明不同任期的管理者对晋升激励的敏感性以及任期在强化晋升激励对过度投资的抑制作用方面均在非国有公司更显著。其可能是因为，与非国有公司相比，一是国有公司管理者更换频繁，任期较短，平均为1.5年，致使任期的影响不能凸现；二是国有公司管理者晋升并非市场化，往往由政府任免，考虑了许多非经济因素，致使晋升对过度投资的抑制作用较弱。

表6 分产权性质下的回归结果

Panel A: 国有样本												
变量	PI (晋升激励)						OI (过度投资)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PI	-	-	-	-	-	-	-0.059**	-0.052**	-0.059**	-0.056**	-0.051**	-0.052**
	-	-	-	-	-	-	(-2.04)	(-2.04)	(-2.04)	(-1.97)	(-1.97)	(-2.04)
Ggend	0.357						0.087**					
	(0.58)						(2.39)					
Gage	2.574	0.770**					0.164**	0.198				
	(1.28)	(2.11)					(2.37)	(1.44)				
Gage <sup>2</sup>			-0.008**						-0.047			
			(-2.20)						(-0.29)			
Gdegr				0.050**						0.023**		
				(2.31)						(2.35)		
Gtime					0.114	0.084					0.017*	0.018*
					(1.51)	(0.50)					(1.70)	(1.71)
Gtime <sup>2</sup>						0.009						-0.000
						(0.19)						(-0.16)
PIXGgend	-	-	-	-	-	-	-0.006					
	-	-	-	-	-	-	(-1.52)					
PIXGage	-	-	-	-	-	-		0.001*	0.001*			
	-	-	-	-	-	-		(1.84)	(1.83)			
PIXGdegr	-	-	-	-	-	-					-0.002	
	-	-	-	-	-	-					(-1.32)	
PIXGtime	-	-	-	-	-	-					-0.001	-0.001
	-	-	-	-	-	-					(-1.63)	(-1.58)
Cent	-1.511	-1.518	-1.543	-1.455	-1.385	-1.368	0.005	0.006	0.007	0.007	0.010	0.009

	(-1.09)	(-1.10)	(-1.12)	(-1.05)	(-1.01)	(-0.99)	(0.20)	(0.26)	(0.27)	(0.27)	(0.39)	(0.38)
Debt	0.570	0.595	0.609	0.601	0.554	0.555	0.015	0.015	0.014	0.013	0.015	0.015
	(0.69)	(0.72)	(0.74)	(0.72)	(0.67)	(0.67)	(0.97)	(0.97)	(0.96)	(0.87)	(0.97)	(0.97)
Gshare	97875***	98395***	98666***	98572***	101930***	102134***	0.026	0.036	0.033	0.006	0.001	-0.001
	(2.71)	(2.73)	(2.74)	(2.73)	(2.83)	(2.83)	(0.04)	(0.06)	(0.05)	(0.01)	(0.00)	(-0.00)
DDsize	-0.934	-0.932	-0.927	-0.939	-0.544	-0.568	-0.003	-0.002	-0.003	-0.001	0.001	0.001
	(-1.27)	(-1.27)	(-1.27)	(-1.28)	(-0.72)	(-0.75)	(-0.21)	(-0.19)	(-0.19)	(-0.06)	(0.08)	(0.10)
ROE	0.940	0.885	0.880	0.946	0.841	0.843	-0.014	-0.015	-0.015	-0.015	-0.016	-0.016
	(1.59)	(1.50)	(1.49)	(1.60)	(1.42)	(1.42)	(-1.31)	(-1.38)	(-1.38)	(-1.36)	(-1.44)	(-1.45)
Growth	0.066	0.076	0.078	0.074	0.061	0.061	0.001	0.001	0.001	0.000	0.001	0.001
	(0.60)	(0.69)	(0.71)	(0.67)	(0.55)	(0.55)	(0.36)	(0.48)	(0.47)	(0.21)	(0.37)	(0.36)
Size	0.407**	0.434**	0.426**	0.359*	0.372*	0.366*	-0.006	-0.006	-0.006	-0.004	-0.006*	-0.006*
	(2.03)	(2.18)	(2.13)	(1.73)	(1.87)	(1.83)	(-1.51)	(-1.52)	(-1.49)	(-0.93)	(-1.74)	(-1.71)
Constant	-9.921**	-11.428**	-10.695**	-8.417*	-9.188**	-6.008	0.175*	0.174*	0.166*	0.132	0.224**	0.223**
	(-2.06)	(-2.39)	(-2.14)	(-1.69)	(-1.96)	(-1.30)	(1.91)	(1.89)	(1.74)	(1.40)	(2.51)	(2.49)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.052	0.058	0.058	0.052	0.057	0.057	0.037	0.037	0.037	0.040	0.032	0.032
F	2.713	3.014	2.858	2.709	2.995	2.827	1.670	1.707	1.624	1.842	1.478	1.403
N	2662	2662	2662	2662	2662	2662	2662	2662	2662	2662	2662	2662

Panel B: 非国有样本

变量	PI (晋升激励)						OI (过度投资)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PI	—	—	—	—	—	—	-0.064*	-0.057*	-0.061*	-0.062*	-0.066*	-0.070*
							(-1.71)	(-1.74)	(-1.73)	(-1.67)	(-1.76)	(-1.89)
Ggend	-0.227						0.035					
	(-0.83)						(0.80)					
Gage	-0.462	-0.641					0.142	0.328*				
	(-0.78)	(-1.49)					(1.49)	(1.72)				
Gage <sup>2</sup>		0.486						-0.245				
		(1.38)						(-1.13)				
Gdegr			0.025					0.015				
			(0.43)					(1.12)				
Gtime				0.044**	0.009			0.023	0.034**			
				(2.21)	(0.10)			(1.60)	(2.29)			
Gtime <sup>2</sup>					0.010				-0.003**			
					(0.41)				(-2.57)			
PI×Ggend	—	—	—	—	—	—	-0.002					
							(-0.44)					
PI×Gage	—	—	—	—	—	—	-0.007	-0.007				
							(-0.96)	(-1.03)				
PI×Gdegr	—	—	—	—	—	—			-0.001**			
									(-2.21)			
PI×Gtime	—	—	—	—	—	—				-0.002*	-0.002*	
										(-1.68)	(-1.81)	
Cent	0.023	0.060	0.002	0.065	0.011	0.031	0.045*	0.041	0.042	0.030	0.044*	0.039
	(0.04)	(0.10)	(0.00)	(0.10)	(0.02)	(0.05)	(1.68)	(1.52)	(1.58)	(1.14)	(1.65)	(1.45)
Debt	-1.007***	-1.061***	-1.027***	-1.045***	-0.974***	-0.977***	-0.013	-0.007	-0.008	-0.006	-0.010	-0.010
	(-2.70)	(-2.84)	(-2.74)	(-2.79)	(-2.61)	(-2.61)	(-0.78)	(-0.45)	(-0.50)	(-0.39)	(-0.65)	(-0.59)
Gshare	0.209	0.247	0.210	0.231	0.140	0.146	0.010	0.009	0.010	0.006	0.009	0.023
	(0.57)	(0.67)	(0.57)	(0.63)	(0.38)	(0.39)	(0.57)	(0.50)	(0.57)	(0.34)	(0.51)	(1.26)

DDsize	-0.018	0.006	-0.029	0.004	0.104	0.053	-0.033**	-0.036**	-0.035**	-0.035**	-0.033**	-0.034**
	(-0.05)	(0.02)	(-0.07)	(0.01)	(0.26)	(0.13)	(-2.07)	(-2.31)	(-2.24)	(-2.26)	(-2.04)	(-2.15)
ROE	0.504	0.494	0.502	0.501	0.540	0.539	0.003	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004
	(1.39)	(1.36)	(1.39)	(1.38)	(1.49)	(1.48)	(0.17)	(0.27)	(0.26)	(0.28)	(0.24)	(0.28)
Growth	-0.063	-0.065	-0.061	-0.063	-0.064	-0.065	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003
	(-1.28)	(-1.31)	(-1.24)	(-1.27)	(-1.31)	(-1.32)	(-1.33)	(-1.26)	(-1.30)	(-1.52)	(-1.39)	(-1.32)
Size	0.748***	0.765***	0.741***	0.760***	0.735***	0.729***	-0.004	-0.004	-0.003	-0.002	-0.004	-0.003
	(7.71)	(8.17)	(7.84)	(7.90)	(7.64)	(7.50)	(-0.79)	(-0.94)	(-0.79)	(-0.38)	(-0.96)	(-0.63)
Constant	-2.636	-3.009	-1.365	-3.018	-2.685	-2.524	0.078	0.069	0.018	0.030	0.093	0.048
	(-1.19)	(-1.43)	(-0.59)	(-1.39)	(-1.27)	(-1.17)	(0.77)	(0.69)	(0.17)	(0.30)	(1.00)	(0.51)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.155	0.155	0.160	0.154	0.158	0.158	0.063	0.070	0.073	0.083	0.066	0.079
F	6.555	6.547	6.307	6.508	6.699	6.222	2.087	2.323	2.259	2.795	2.190	2.489
N	1628	1628	1628	1628	1628	1628	1628	1628	1628	1628	1628	1628

注：(1)\*表示10%的显著性水平，\*\*表示5%的显著性水平，\*\*\*表示1%的显著性水平；(2)括号内是t值

### 四、稳健性检验

为了验证本文研究结论的可靠性，本文从如下几个方面进行了稳健性检验。但限于篇幅没有列出相应的回归结果：

(1) 变量替换。一方面，由于按 Richardson<sup>[62]</sup> 模型所计算的过度投资会受到公司投资水平的影响，可能出现系统性偏差，因此我们将模型(1)的残差按大小分成两组，然后将残差大的一组作为过度投资组，重新对投资过度进行了衡量；另一方面，选用前三位高管的平均薪酬与其余高管的平均薪酬之差的自然对数来重新衡量晋升激励强度。

(2) 样本调整。考虑到受管制行业与其它行业可能存在差异性，因此我们剔除了电力、煤气、供水等管制性行业。

(3) 群聚调整。考虑到前文分析中的样本期较短和每年观测值较多，可能出现低估标准误差，从而高估显著性水平，因此我们借鉴 Petersen<sup>[70]</sup> 的做法，对标准误差进行了群聚调整。

(4) 内生性问题。考虑到模型(2)、(4)中未观察到的变量与晋升激励之间可能存在内生性问题，因此我们借鉴 Wooldridge<sup>[71]</sup> 的做法，采用工具变量法来加以缓解。首先选取一个既与模型(2)、(4)中的残差不相关，又与晋升激励高度相关的工具变量；然后，对晋升激励的影响因素进行回归，以获得晋升激励的残差。该残差既与晋升激励的影响因素和控制变量不相关，又与晋升激励自身高度相关。所以，将该残差作为晋升激励的工具变量便能到达缓解内生性问题的目的。

上述四个方面的稳健性测试结果均与前文的回归结



果基本一致,说明本文的结论是较为稳健的。

## 五、研究结论

本文在委托代理理论分析框架下,运用高层梯队理论和心理契约理论,以我国2007-2011年沪深两市A股类上市公司为研究样本,从管理者的性别、年龄、学历和任期等背景特征方面,同时区分国有和非国有公司,实证考察了晋升激励对过度投资的影响。研究结果表明:晋升激励对过度投资有抑制作用,但在非国有公司好于国有公司;管理者性别与晋升激励不存在相关性以及晋升激励对过度投资的抑制作用受管理者性别的影响不大,并在国有和非国有公司中也无差异;随着管理者年龄的增长,管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用均呈倒U型关系,但在非国有公司中不明显;学历越高的管理者对晋升激励的敏感性越大,进而使晋升激励对过度投资的抑制作用也越大,但在国有和非国有公司中存在差异,即管理者学历与晋升激励的正相关性在国有公司显于非国有公司,而在高学历强化晋升激励对过度投资的抑制作用方面则国有公司不如非国有公司;随着管理者任期的增加,管理者对晋升激励的敏感性以及晋升激励对过度投资的抑制作用均会增强,但在国有公司不如非国有公司。这些研究结论表明,在研究晋升激励对过度投资的影响时,必须考虑管理者的背景特征和公司的产权性质,否则就难以得出有效结论。同时,这些研究结论对深入理解晋升激励的作用机制和经济后果,以及对企业完善激励机制和加强人力资源管理具有一定的启示意义。

由于客观原因,本文也存在一定的局限性。如用管理层的薪酬差距来衡量晋升激励虽能反映晋升带来的经济利益,但不能反映非经济利益,如声誉、地位、成就感等,这是因为受非经济利益难以量化的限制。又如在管理者背景特征方面,由于在上市公司相关信息披露中没有涉及除董事长和总经理以外管理者的工作经历和教育背景,所以本文没有考虑这两个变量。

## 参考文献

- [1] Jensen, M. C.. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [2] Jensen, M. C.. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 1993, 48(3): 831-880.
- [3] Ross, S. A.. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 1973, 63(2): 134-139.
- [4] Holmstrom, B., Weiss, L.. Managerial Incentives, Investment and Aggregate Implications: Scale Effects. *The Review of Economic Studies*, 1985, 52(3): 403-425.
- [5] Levinson, H., Price, C. R., Munden, K. J., Mandl, H. J., Solley, C. M.. *Men, Management, and Mental Health*. Harvard University Press, 1962.
- [6] Robinson, S. L.. Trust and Breach of the Psychological Contract. *Administrative Science Quarterly*, 1996, 41(4): 574-599.
- [7] Gibbons, R., Murphy, K. J.. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 1992, 100(3): 468-505.
- [8] Blackwell, D. W., Brickley, J. A., Weisback, M. S.. Accounting Information and Internal Performance Evaluation: Evidence from Texas Banks. *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 17(3): 331-358.
- [9] Mobbs, S., Raheja, C. G.. Executive Promotions: Compensation, CEO Influence and Firm Valuation. Working Paper, 2008.
- [10] Kale, J. R., Reis, E., Venkateswaran, A.. Rank-Order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance. *Journal of Finance*, 2009, 64(3): 1479-1512.
- [11] Kato, T., Long, C.. Tournaments and Managerial Incentives in China's Listed Firms: New Evidence. *China Economic Review*, 2011, 22(1): 1-10.
- [12] Kini, O., Williams, R.. Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2): 350-376.
- [13] 廖理, 廖冠民, 沈红波. 经营风险、晋升激励与公司绩效. *中国工业经济*, 2009, (8): 119-130.
- [14] 廖冠民, 张广婷. 盈余管理与国有公司高管晋升效率. *中国工业经济*, 2012, (4): 115-127.
- [15] 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): 110-122.
- [16] Hambrick, D. C., Mason, P. A.. Upper Echelons: The Organization as A Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [17] Boone, C., Van Olfen, W., Van Witteloostuijn, A., De Brabander, B.. The Genesis of Top Management Team Diversity: Selective Turnover among Top Management Teams in Dutch Newspaper Publishing, 1970-94. *Academy of Management Journal*, 2004, 47(5): 633-656.
- [18] 徐细雄. 晋升与薪酬的治理效应: 产权性质的影响. *经济科学*, 2012, (2): 102-116.
- [19] Tihanyi, L., Ellstrand, A. E., Daily, C. M., Dalton, D. R.. Composition of the Top Management Team and Firm International Diversification. *Journal of Management*, 2000, 26(6): 1157-1177.

- [20] Peng, W. Q., Wei, K. C. J.. Women Executives and Corporate Investment: Evidence From the S&P 1500. Working Paper, 2007.
- [21] Camelo-Ordaz, C., Hernandez-Lara, A. B., Valle-Cabrera, R.. The Relationship between Top Management Teams and Innovative Capacity in Companies. *Journal of Management Development*, 2005, 24(8): 683-705.
- [22] Dyreng, S. D., Hanlon, M., Maydew, E. L.. The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review*, 2010, 85(4): 1163-1189.
- [23] 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. *管理世界*, 2009, (1): 130-139.
- [24] 张兆国, 刘永丽, 谈多娇. 管理者背景特征与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据. *会计研究*, 2011, (7): 11-18.
- [25] Fraser, S., Greene, F. J.. The Effects of Experience on Entrepreneurial Optimism and Uncertainty. *Economica*, 2006, 73(290): 169-192.
- [26] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 控股股东的性质与公司经营绩效. *世界经济*, 2006, (10): 78-89.
- [27] Stulz, R. M.. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1): 3-27.
- [28] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [29] Murphy, K. J.. Executive Compensation. *Handbook of Labor Economics*, 1999, 3: 2485-2563.
- [30] Milgrom, P., Roberts, J.. *Economics, Organization and Management*. Prentice-Hall International, 1992.
- [31] Wiersema, M. F., Bantel, K. A.. Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal*, 1992, 35(1): 91-121.
- [32] Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., Sanders, W. G.. Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition. *Journal of Management*, 2004, 30(6): 749-778.
- [33] Lee, H. U., Park, J. H.. Top Team Diversity, Internationalization and the Mediating Effect of International Alliances. *British Journal of Management*, 2006, 17(3): 195-213.
- [34] 刘运国, 刘雯. 我国上市公司的高管任期与 R&D 支出. *管理世界*, 2007, (1): 128-136.
- [35] Zuckerman, M.. *Behavioral Expressions and Biosocial Bases of Sensation Seeking*. Cambridge University Press, 1994.
- [36] Byrnes, J. P., Miller, D. C., Schafer, W. D.. Gender Differences in Risk Taking: A Meta-Analysis. *Psychological Bulletin*, 1999, 125(3): 367.
- [37] Witt, J. L. B.. The Gendered Division of Labor in Parental Caretaking: Biology or Socialization. *Journal of Women and Aging*, 1994, 6(1-2): 65-89.
- [38] Hersch, J.. Smoking, Seat Belts, and Other Risky Consumer Decisions: Differences by Gender and Race. *Managerial and Decision Economics*, 1996, 17(5): 471-481.
- [39] Slovic, P.. Risk-taking in Children: Age and Sex Differences. *Child Development*, 1966, 37(1): 169-176.
- [40] Felton, J., Gibson, B., Sanbonmatsu, D. M.. Preference for Risk in Investing as a Function of Trait Optimism and Gender. *Journal of Behavioral Finance*, 2003, 4(1): 33-40.
- [41] Barber, B. M., Odean, T.. Boys will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(1): 261-292.
- [42] Watson, J., McNaughton, M.. Gender Differences in Risk Aversion and Expected Retirement Benefits. *Financial Analysts Journal*, 2007, 63(4): 52-62.
- [43] Charness, G., Gneezy, U.. Strong Evidence for Gender Differences in Investment. <http://ssrn.com/abstract=648735>, 2007.
- [44] 谭松涛, 王亚平. 股民过度交易了么——基于中国某证券营业厅数据的研究. *经济研究*, 2006, (10): 83-95.
- [45] Huang J, Kisgen D J.. Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives? *Journal of Financial Economics*, Forthcoming, 2012.
- [46] Wright, E. O., Baxter, J.. The Glass Ceiling Hypothesis: A Reply to Critics. *Gender and Society*, 2000, 14(6): 814-821.
- [47] 颜士梅, 颜士之, 张曼. 企业人力资源开发中性别歧视的表现形式——基于内容分析的访谈研究. *管理世界*, 2008 (11): 110-118.
- [48] Taylor, R. N.. Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance. *Academy of Management Journal*, 1975, 18(1): 74-81.
- [49] 陈传明, 孙俊华. 企业家人口背景特征与多元化战略选择——基于中国上市公司面板数据的实证研究. *管理世界*, 2008, (5): 124-133.
- [50] 何霞, 苏晓华. 高管团队背景特征、高管激励与企业 R&D 投入——来自 A 股上市高新技术企业的数据分析. *科技管理研究*, 2012, (6): 100-108.
- [51] Yim, S.. The Acquisitiveness of Youth: CEO Age and Acquisition Behavior. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(1): 250-273.
- [52] Kimberly, J. R., Evanisko, M. J.. Organizational Innovation: The Influence of Individual, Organizational, and Contextual Factors on Hospital Adoption of Technological and Administrative Innovations. *Academy of Management Journal*, 1981, 24(4): 689-713.
- [53] Bantel, K. A., Jackson, S. E.. Top Management and Innovations in Banking: does the Composition of the Top Team Make a Difference? *Strategic Management Journal*, 1989, 10(1): 107-124.

- [54] 胡荣. 社会经济地位与网络资源. 社会学研究, 2003, (5): 58-69.
- [55] Lazear, E. P., Rosen, S.. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, 1981, 89(5): 841-864.
- [56] Allen, M. P.. Managerial Power and Tenure in the Large Corporation. *Social Forces*, 1981, 60(2): 482-494.
- [57] Finkelstein, S., Hambrick, D. C.. *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. West Publishing Company, 1996.
- [58] Boeker, W.. Strategic Change: The Influence of Managerial Characteristics and Organizational Growth. *Academy of Management Journal*, 1997, 40(1): 152-170.
- [59] 陈信元, 陈冬华, 万华林, 梁上坤. 地区差异、薪酬管制与高管腐败. *管理世界*, 2009, (11): 130-143.
- [60] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费. *经济研究*, 2005, (2): 92-101.
- [61] 辛清泉, 谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬. *经济研究*, 2009, (11): 68-81.
- [62] Richardson, S.. Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159-189.
- [63] 吴进红. 内部晋升激励乘数的经济学分析. *南京社会科学*, 2007, (3): 19-24.
- [64] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率. *管理世界*, 2011, (1): 135-144.
- [65] Wooldridge, J. M.. *Introductory Econometric: A Modern Approach*. South-Western Pub, 2009.
- [66] 何威风, 刘启亮. 我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究. *管理世界*, 2010, (7): 144-155.
- [67] 北京大学光华管理学院女性领导力研究课题组. *中国女性管理者现状调查报告*, 2006.
- [68] Hambrick, D. C., Cho, T. S., Chen, M. J.. The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 1996, 41(4): 659-684.
- [69] Eisenhardt, K. M., Schoonhoven, C. B.. Organizational Growth: Linking Founding Team, Strategy, Environment, and Growth among US Semiconductor Ventures, 1978-1988. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35(3): 504-529.
- [70] Petersen, M. A.. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 435-481.
- [71] Wooldridge, J. M.. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press, 2002.

**作者简介** 张兆国, 华中科技大学管理学院会计系主任、教授、博士生导师、管理学博士, 研究方向为公司财务与公司治理; 刘亚伟, 华

中科技大学管理学院博士研究生, 研究方向为公司治理; 亓小林, 武汉长江工商学院副教授, 研究方向为人力资源

## Research on Management Background Characteristics, Promotion Incentive and Over-investment

Zhang Zhaoguo<sup>1</sup>, Liu Yawei<sup>1</sup>, Qi Xiaolin<sup>2</sup>

1. School of Management, Huazhong University of Science and Technology; 2. Wuhan Yangtze Business University

**Abstract** Based on the principal-agent theory, upper echelons theory and psychological contract theory, this paper theoretically analyzes and empirically examines the relationship between the promotion incentive and over-investment from the point of view of the background characteristics of managers, using the data of Chinese listed companies from 2007 to 2011. Our results demonstrate that, first, promotion restrains over-investment, and this relationship is more significance in the non-state-owned companies than in the state-owned companies. Second, there is no correlation between manager gender and promotion incentives. Moreover, manager gender does not affect inhibition relationship, that from promotion incentives to over-investment, which shows no difference between state-owned companies and non-state-owned companies. Third, as managers grow older, both the sensitivity of managers in promotion incentives and inhibition affect from promotion incentives to over-investment show an inverted U-shaped relationship, which exhibit no significant effects in the non-state-owned companies. Fourth, Managers with higher education degree show greater promotion sensitivity, which lead to greater inhibition of promotion to over-investment. However, this relationship shows significant difference between state-owned companies and non-state-owned companies, namely, this positive relationship between education background of managers and promotion incentives is more significant in state-owned companies. However, the factor of manager education only has a significant positive effect on inhibition from promotion to over-investment in non-state-owned companies. Fifth, the factor of manager tenure has a significant positive effect on both the sensitivity of manager promotion and inhibition from promotion incentives to over-investment, which is more significant in non-state-owned companies than in the state-owned companies. The main contribution of this paper is revealing mechanism of how promotion affects corporate performance, while considering the relationship between promotion and over-investment. Meanwhile, relationship between promotion incentive and over-investment is clarified by considering the background characteristics of managers. Finally, these research findings are theoretically and practically significant to the Chinese corporate with regard to deepen the property rights reform.

**Key Words** Managerial Background Characteristics; Property Rights; Promotion Incentive; Over-investment