

分类号 F23/601  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

**兰州财经大学**

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

论文题目 高管薪酬攀比、产品市场竞争与非效率投资

研究生姓名: 李家珍

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 管理会计理论与方法

提交日期: 2021年5月30日

## 独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李家珍 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2021.6.5

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 李家珍 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2021.6.5

# **Executive Salary Comparison, Product Market Competition and Inefficient Investment**

**Candidate: Li Jiazhen**

**Supervisor: Yuan Youfu**

## 摘 要

低效甚至无效的投资难以成为企业高效率发展的支撑，如何提高投资效率，优化资源配置成为企业发展经营过程中亟需解决的问题。而高管作为直接参与企业生产经营过程中的重要角色，决定着企业的资源分配、研发规划、投资选择等关键事项。近年来，高管薪酬涨幅不断攀升，同行业内高管薪酬水平差异大，但由于对高管行为的机制约束和监管措施有限，高管收入不公平现象不但未能得到缓解，甚至引致了公司治理不畅等矛盾，高管的管理行为有时背离公司既定的发展目标。同时，更多的研究成果如行为金融学、实验经济学等证实，非理性特征普遍存在，主观感受干扰人们对公平的判断，人们会自觉将自身的付出与回报同他人进行比较，由此产生的公平偏好会引起人们的心理偏差，最终体现在行为决策上。这些研究成果引起了人们对高管主观心理感知的关注，也为高管的行为选择提供了新的解释。因此，本文从薪酬攀比的新视角出发，探寻其是否影响非效率投资，同时检验产品市场竞争的调节效应。

本文以 2013-2019 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本，构建了多元回归模型，分析研究了高管薪酬攀比对非效率投资的影响、以及产品市场竞争对薪酬攀比和非效率投资关系的调节效应，在进一步分析中，检验薪酬激励程度是否会缓解或加剧薪酬攀比心理，并通过重新计算非效率投资指标进行了稳健性检验。研究结论表明：第一，高管薪酬攀比与企业非效率投资之间呈“U”型关系；第二，产品市场竞争削弱了薪酬攀比对非效率投资的“U”型影响；第三，薪酬激励程度不足时，薪酬攀比与非效率投资的“U”关系更明显，产品市场竞争的调节更有效。最后，针对本文研究结论提出相关建议：一是要重视高管由于薪酬攀比造成的心理偏差因素；二是可以在薪酬制度设计中引入合理参照体系；三是鼓励企业提高信息披露程度。

**关键词：** 高管薪酬攀比 非效率投资 产品市场竞争

## Abstract

Inefficient investment is difficult to maintain the development of enterprises. Improving investment efficiency and enhancing resource distribution demand prompt solution in the process of development and operation. As a leading character in the process of management in the enterprises, the senior management is directly involved in the key issues of the company's resource distribution, R&D planning, and investment selection. In recent years, the emolument of executives rise constantly, the amount of compensation varies greatly even in the same industry. However, due to the lack of institutional constraints and supervision measures on the behavior of executives, the inequality of executive income has not been alleviated, and even led to corporate governance. Difficulties and other contradictions, the management behavior of executives often deviates from the company's established development goals. Later, more research results such as behavioral finance and experimental economics have confirmed that irrational characteristics are widespread, subjective feelings interfere with people's judgments of fairness, and people will consciously compare their own contributions and rewards with others. The fairness preference will cause people's psychological deviation, which is finally reflected in behavioral decision-making. These research results have aroused people's attention to the subjective psychological perception of executives, and also provided new explanations for executives' behavioral choices. Therefore, from a new perspective of salary comparison, this article explores whether it affects inefficient investment, at the same time, it examines the governance effect and regulation effect of product market competition.

In this paper, a multiple regression model is constructed by taking the A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2013 to 2019 as research samples. We analyze the influence of executive compensation comparison on inefficient investment, the effectiveness of product market competition in managing inefficient investment and regulatory effect. The market's moderating effect on the relationship between salary scale and inefficient investment is further analyzed to test whether the degree of salary incentive will ease or aggravate the psychology of salary scale, and

the robustness test is carried out by recalculating the inefficient investment index. The research conclusions show that: First, there is a "U"-shaped relationship between emolument comparison and inefficient investment; second, product market competition can effectively curb inefficient investment; third, product market competition weakens salary The "U"-shaped relationship of inefficient investment; fourth, the lack of salary incentives amplifies the unfair feeling of executive salary comparison and increases inefficient investment. Finally, some suggestions are given to respond the research conclusions: First, more attention should be paid to the psychological deviation factors caused by salary comparison; second, a reasonable reference system can be introduced in the design of the salary system; third, companies should better ameliorate information disclosure.

**Key words:** Executive Salary comparison; Inefficient investment; Product market competition

# 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| <b>1 绪论</b> .....           | 1  |
| 1.1 研究背景 .....              | 1  |
| 1.2 研究目的及意义 .....           | 2  |
| 1.2.1 研究目的 .....            | 2  |
| 1.2.2 研究意义 .....            | 3  |
| 1.3 研究内容及研究框架 .....         | 4  |
| 1.3.1 研究内容 .....            | 4  |
| 1.3.2 研究框架 .....            | 5  |
| 1.4 研究方法 .....              | 6  |
| 1.5 可能的创新之处 .....           | 6  |
| <b>2 文献综述</b> .....         | 7  |
| 2.1 薪酬攀比的研究综述 .....         | 7  |
| 2.1.1 薪酬攀比的存在性 .....        | 7  |
| 2.1.2 薪酬攀比的原因 .....         | 8  |
| 2.1.3 薪酬攀比的经济后果 .....       | 9  |
| 2.2 非效率投资影响因素的研究综述 .....    | 10 |
| 2.3 产品市场竞争与非效率投资的研究综述 ..... | 14 |
| 2.4 文献述评 .....              | 15 |
| <b>3 理论分析和研究假设</b> .....    | 17 |
| 3.1 理论基础 .....              | 17 |
| 3.1.1 委托代理理论 .....          | 17 |
| 3.1.2 社会比较理论 .....          | 17 |
| 3.1.3 参照点契约理论 .....         | 18 |
| 3.2 研究假设 .....              | 19 |
| 3.2.1 薪酬攀比对非效率投资影响 .....    | 19 |
| 3.3.2 产品市场竞争的调节效应 .....     | 21 |
| <b>4 研究设计</b> .....         | 23 |

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| 4.1 数据来源及样本选择 .....          | 23        |
| 4.2 变量设置 .....               | 23        |
| 4.2.1 被解释变量.....             | 23        |
| 4.2.2 解释变量.....              | 24        |
| 4.2.3 调节变量.....              | 24        |
| 4.2.4 控制变量.....              | 24        |
| 4.3 模型构建 .....               | 25        |
| <b>5 实证分析 .....</b>          | <b>27</b> |
| 5.1 描述性统计分析 .....            | 27        |
| 5.2 相关性统计分析 .....            | 28        |
| 5.3 回归分析 .....               | 31        |
| 5.3.1 薪酬攀比对非效率投资的回归.....     | 31        |
| 5.3.2 产品市场竞争的调节效应.....       | 33        |
| 5.4 进一步分析 .....              | 35        |
| 5.5 稳健性检验 .....              | 39        |
| <b>6. 研究结论、建议以及局限性 .....</b> | <b>43</b> |
| 6.1 研究结论 .....               | 43        |
| 6.2 相关建议 .....               | 44        |
| 6.3 研究不足与展望 .....            | 45        |
| <b>参考文献 .....</b>            | <b>46</b> |
| <b>后 记 .....</b>             | <b>52</b> |

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

近年来，国家出台、细化和实施了很多针对于企业的支持政策，同时，企业也借鉴愈加成熟完善的管理方式，聘请“高精尖”式的管理人才，保持着稳中有进的发展趋势和竞争态势，而高管的薪酬增速也依托于企业资产基础的夯实得以迅速提升，高价甚至天价薪酬屡见不鲜。目前，针对于天价薪酬的管制政策和管制力度的效果有限，致使行业间过高的薪酬差距不减反升。具体表现为各行业企业高管的年薪水涨船高，且相对增速和绝对数额皆同比提升，年薪百万甚至千万的高管规模日渐壮大，据 2020 年底中国 A 股高管薪酬排行榜的收入统计显示，位列榜首前三的薪酬数额分别是 4122 万元、3869 万元和 2926 万元，年薪达千万者以上逾 50 人，年薪百万者数不胜数。

根据委托代理理论，所有权与经营权的分离虽然有利于企业适应变化迅速的环境，避免在迭代飞速的市场中落后，但两权分离的机制并不完美，也会因代理产生利益冲突，因此，尽量减少代理过程中的利益背向成为各方关注的重点。此外，人才资源稀缺也使得寻找“高精尖”式的管理人才成为难点，该类人才预判市场趋势的敏锐力和择选战略的精准力，为企业创造的收益已经远远大于聘用薪金，因此多数企业为进一步绘好扩张发展的蓝图，往往一掷千金求贤才。然而，高管统筹和胜任工作的能力不仅以专业性为基础，还与其积极性紧密关联，企业为敦促高管行为符合既定发展目标，使企业价值更具可持续的提升潜力，往往绞尽脑汁制定多元激励机制，但最终收效不一（杨汉明等，2019）。近年来，高管收入差距上升的速度未有放缓趋势，反之，屡屡被曝光的“天价薪酬”激起舆论关注，影响恶劣。更有甚者，高管借以各项名目提高股权持有，附加隐性福利，枉顾企业利益。长此以往，公司资源消耗严重，经营和发展不足以匹配市场化的薪酬制度。

目前，有较多的研究成果聚焦于薪酬收益本身，比如绝对数额和超额收入，关于相对薪酬可能引致的心理偏差近年来才逐渐成为热点。现实普遍认为，人们的逻辑思路复杂，需求层次多元，满意标准不一，受到经济和社会偏好的双重影

响,其行为抉择难以精准预判,薪酬激励效应通常无法达到最优(罗华伟等,2015)。因此,企业在制定薪酬标准之初,需依据企业自身的发展阶段、资产水平、市场规模、管理才能之外,还可能会参照行业标准,尤其是行业平均水平(罗昆等,2015)。在这种情况下,企业更愿意采取均等薪酬水平附近的标准,但这也进一步导致行业整体薪酬水平不断攀升(李维安,2010)。同时由于经理人市场的发展,高管可以较为轻易的获取同行业其他高管的薪酬水平信息(黎文靖等,2014),在公司和高管个人层面,都会参照行业薪酬标准。互联网时代下,外部薪酬差距信息获取渠道广、速度快,更容易激起不同行业或者同一行业间的薪酬攀比行为,此时,高管的主观感知强烈,自设“得失区间”,一旦通过当对比发现自身收入处于“损失区间”,就易导致情绪不安紧张,情绪进一步反映到决策上,则表现为谋利动机增强,权力寻租被进一步地负向扩大。此时,高管采取行动操纵薪酬的可能性增大,或采取更为隐蔽的方式获得隐性利益(罗宏,2018),这些问题的出现也会使高管在做出投资决策时,为一己之私枉顾公司价值,增加非效率投资。

综上,探寻薪酬攀比可能造成的经济后果具有较强的现实意义,攀比薪酬是否会造成非理性的行为后果,影响投资效率和效果,其影响是否完全是负面的?在高管因薪酬攀比产生寻租动机进而损害企业价值的时候,产品竞争市场能否发挥有效的外部治理机制作用?有待进一步研究。

## 1.2 研究目的及意义

### 1.2.1 研究目的

结合相应的研究方法,重点探讨以下问题:(1)薪酬攀比是否对非效率投资有影响?(2)产品市场竞争能否发挥外部治理作用,从而对薪酬攀比和非效率投资的关系产生调节效应?通过对以上问题的分析研究,以期能更好的了解薪酬攀比的后果,丰富非效率投资的影响因素,为解释高管非理性行为提供新的视角,引导人们重视对高管心理偏差因素,理解管理层的行为选择,积极探索有效激励高管行为的薪酬制度设计方案,引导企业资源配置,更好的应对市场迭代风险。

## 1.2.2 研究意义

### (1) 理论意义

第一,本文引入高管薪酬攀比因素,丰富了影响非效率投资因素的研究成果。现有文献对非效率投资成因的研究日趋丰富完善,涉及融资、现金和代理等多方面,但对探讨高管薪酬与非效率投资的关系的文献较少,且以高层梯队理论、最优契约理论为理论依据,讨论内部薪酬差距或外部薪酬差距,在其研究过程中,主要以线性假设为主。而从高管心理偏差的角度出发,进行低效投资成因的研究文献则更少,因此,本文的研究拓宽了研究对象范围,从高管薪酬攀比行为造成的经济后果角度,解释了高管的非理性投资行为。

第二,促进了对高管薪酬攀比经济后果的深入认识。薪酬攀比概念是近年提出的新概念,相关文献研究较少,主要包括盈余管理、薪酬操纵和职务舞弊方面,研究尚有拓展的空间。本文结合社会比较理论、参照点契约理论,探讨薪酬攀比是否影响管理层的投资行为,丰富了高管薪酬研究的内容和行为金融学的相关研究成果,有利于理解“经济人”的有限理性特征,为相关研究提供新的思路。

### (2) 现实意义

企业处于动态变化的市场环境之中,企业制定薪酬时应与市场发展相结合,设计合理的薪酬契约使其具有战略性和灵活性。然而很多企业的薪酬水平常与市场发展脱节,企业高管薪酬增长速度过快,远超行业水准却仍然不加以限制,薪酬攀比的现象普遍存在。而由于管理层对投资决策具有直接影响,重视高管的心理因素造成的行为偏差,将有助于公司制定更成熟有效的督管措施或激励机制,进一步压缩高管寻租的空间范围。同时,加强了高管的行为选择与企业的投资表现之间的现实解释,为拓展高管激励的渠道提供参考,推动约束其行为的机制建设,也有利于理解高管薪酬攀比造成的经济后果,为企业设计薪酬制度提供较好的思路,缓解代理问题,减少企业的非效率投资,提升企业长期价值。此外,引入产品市场竞争的因素,也为治理薪酬攀比提供了思路,对高管心理变化引起的行为选择产生的正确认识。

## 1.3 研究内容及研究框架

### 1.3.1 研究内容

本文的主要内容分为六章，具体内容安排如下：

第一章：绪论。首先介绍本文的选题背景，在此基础上说明本文的研究目的与意义、研究内容与框架、研究方法，最后阐述本文可能存在的创新点。

第二章：文献综述。本章主要梳理和总结已有的三类文献，第一类为薪酬攀比的相关文献，包括其存在性、成因和经济后果；第二类是非效率投资影响因素的文献综述；第三类是产品市场竞争与非效率投资的研究文献。最后对文献总结并做出相关述评。

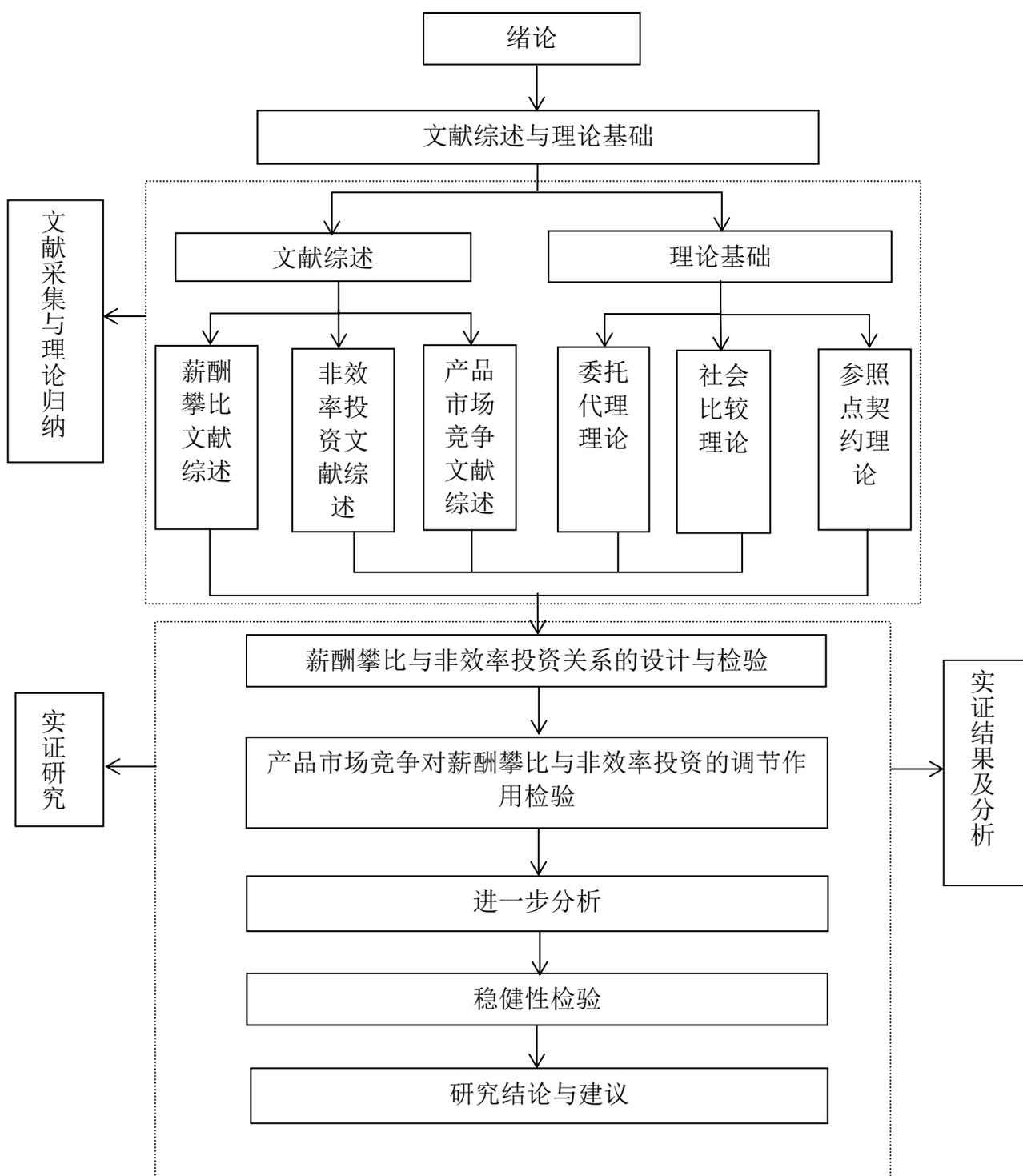
第三章：理论基础与研究假设。依托委托代理理论、社会比较理论、参照点契约理论的主要内容，为之后提出的研究假设搭建逻辑基础。

第四章：研究设计。依据前文构建的假设思路，结合以往学者研究，选择较为成熟的非效率投资度量指标，并构建相应的回归模型。另外，对模型中涉及的相关变量做出定义并对数据的来源做相应的介绍。

第五章：实证分析。通过实证方法对相关变量进行描述性统计、相关性检验以及多元回归，并通过进一步分析和稳健性检验，加强对假设的理解深度和实证结论的可靠性。

第六章：研究结论、建议与局限。本章根据实证结果与假设的符合性，陈述结论、提出针对性的政策建议、说明局限和未来研究展望。

### 1.3.2 研究框架



1.1 研究思路图

## 1.4 研究方法

本文采用规范研究法与实证研究法相结合的方式。在分别总结和梳理了关于薪酬攀比、产品竞争市场和非效率投资的文献的基础上，依托委托代理理论、社会比较理论和参照点契约理论，检验了薪酬攀比对非效率投资的影响、以及产品市场竞争的调节效应。根据理论基础推导假设逻辑，提出假设。在实证检验部分，选取样本并剔除异常数据，详细说明变量计算过程，构建回归模型，对数据结果和假设预期的符合性做出说明，之后在进一步分析中拓展假设的研究角度，最后进行稳健性检验。

## 1.5 可能的创新之处

本文存在的创新之处体现以下两个方面：

(1) 研究内容的拓展。此前对高管薪酬的研究热点及重点，多集中于绝对或相对薪酬，该类研究通常建立在高管权力理论和最优契约理论的基础上，而薪酬攀比则是一个较新的概念，是行为金融学的最新研究成果，目前对薪酬攀比的研究文献主要有盈余管理和薪酬操纵，而本文创新性地研究薪酬攀比对非效率投资产生影响，并通过实证分析发现这种影响是非线性的，拓宽了高管薪酬研究的范围，深化了对高管非理性行为的认识。

(2) 研究视角的创新。学术界对非效率投资的影响因素研究较为丰富，但从高管心理偏差角度进行研究的较少，此类研究主要包括高管团队薪酬差距和外部薪酬差距，但本文结合社会比较理论和参照点契约理论，重点分析了薪酬攀比过程中，高管具有将收入同与自己在行业、职位等方面相似的人进行对比的偏好，研究表明，薪酬攀比对投资效率的影响存在区间上的差别，适度的薪酬攀比能发挥积极效果，提升投资效率，过度的薪酬攀比则更多的体现负面效果，增加非效率投资，从而为薪酬制度设计思路提供建议。

## 2 文献综述

### 2.1 薪酬攀比的研究综述

人是具有复杂心理活动的社会人，从心理学的角度来说，人们倾向于选择与自身具有相似性的对象进行对比，当“吃亏”、“损失”、“不公平”等心理感知强烈时，非理性的行为后果也增加，这类现象的现实存在较为普遍。关于薪酬攀比的文献综述主要研究了薪酬攀比心理的存在、原因及其经济后果，经济后果包括薪酬攀比引起的盈余管理、薪酬操纵、企业避税、并购决策以及风险承担水平等。

#### 2.1.1 薪酬攀比的存在性

对攀比心理的关注源自上世纪 60 年代，美国心理学家亚当斯于 1967 年通过阐释公平理论，指出比较的习惯和偏好普遍存在，人们会同时关注自身和他人在投入和收益方面配比的结果，在这个过程中，产生收益评价和公平偏好。在我国，李实、刘小玄（1986）在其早期研究中指出，攀比行为具有普遍存在性，尽管存在企业性质或行业差异，但是劳动者还是会相互攀比，而攀比的价值观标准各异，因此对通过对比劳动收入和支出，劳动者获得的收入评价结果也不一致。此后，Fehr 和 Schmidt (1999) 则通过建立公平偏好模型，以更科学的方式阐释了评判公平的过程，其研究认为，绝对数额和横向比较的综合影响对收入水平的感知，即获得的收益评价并不总是客观的，主观的收入比较会产生干扰，当发现自身收入更低时，嫉妒心理就会主导人们的情绪，由此引发嫉妒心理的消极效应。在攀比对象的选择上，邢淑芬、俞国良（2006）认为人们的自我评价通常以周围参照对象为依据，或是选择上行比较，或是选择下行比较，其中上行比较的行为更容易使人们产生负面情绪。延伸到委托代理领域，Englmaier (2010) 进一步演绎了在偏好模型下，代理人心理的动态变化，研究结果表明，嫉妒致使行为人非理性的选择明显增加，即代理人做出损害股东利益的行为几率提高，为缓解代理冲突，就需要建立更富有效率的激励机制。为此，平衡各方利益、激励与惩罚、收益与公平的合约机制就显得尤为重要。这些研究表明，人们的行为抉择影响机制复杂，充分体现“社会性”的特征，此后更多学者们借鉴公平偏好理论，将这些研究成

果引入公司治理领域。

## 2.1.2 薪酬攀比的原因

人们天然具有追求公平感的特性，在薪酬攀比中，薪酬基准的不断变化、相对薪酬差距扩大及薪酬信息获取的便利性，都为薪酬攀比提供了参照条件。

薪酬基准为攀比提供了参照，薪酬基准的调整影响企业的薪酬制定。Bizjak et al(2008)研究认为，可供参考的薪酬基准多样，但此类基准往往高于行业内的平均水平，薪酬基准的变化使薪酬不断攀升，这会造成管理层薪酬与公司业绩的脱节，损害激励制度的有效性。Faulkender 和 Yang(2010)也认为，企业面临多种薪酬基准时，倾向于以高薪水平的企业为标准，且高管权力对薪酬契约的影响力与公司治理水平相关。此外，高管自身也会对自身薪酬产生预期，设定薪酬目标，Fulmer(2009)认为，薪酬本身具有多重性意义，薪酬不仅与物质满足程度相关，它还可以直接反映股东对高管治理能力的认可度和高管竞争能力的强弱，因此企业高管往往会以获得较高的薪酬为目标，提高努力投入。Fehr 等(2009)研究发现，薪酬参照点普遍存在于企业制定薪酬的过程中，企业高管通常会将与自己相似的社会人作为对比基础，来感知所获报酬的公平性。张志宏和朱晓琳(2018)认为，高管之间存在薪酬比较倾向，多以行业均值为基本参照，与行业薪酬均值的差距会间接影响管理者处理风险事件的方式。

相对薪酬的不断扩大影响高管对公平的评判，外部薪酬差距越大，越容易激起攀比行为。Fong 等(2010)研究发现，CEO 的管理行为受到相对薪酬影响，相对薪金较低时，会积极提高管理水平，提高公司的会计业绩表现，在业绩薪酬体系下可获取更高的薪酬收入。李维安等(2010)研究认为，国内企业的治理实践存在模仿国际领先企业的现象，模仿内容中就包括薪酬激励机制，随着外资投入加大，企业制定薪酬之时将会受到更多的干预，现实情况是：高管薪资水平通常会随着外部参照点而水涨船高。高明华等(2013)通过研究发现，职位补偿是造成薪酬差距的内部原因，薪酬差距进一步加大行业攀比现象。金静和汪燕敏(2018)的研究认为，薪酬的外部公平与否，与高管心理变化密切相关，从而使高管选择不同的投资项目，同时也体现了企业针对不同人员分配区别薪酬数额的效率性。

薪酬信息获取成本更低、渠道更广，也扩大了攀比对象的范围。江伟(2011)

研究认为,行业薪酬标准的参考适用更广,偏远地区市场流动和信息较弱,此时高管越能利用权力获取更高报酬。贺伟等(2014)提出,提升薪资评价难度,也使得横向攀比更困难,有利于减少攀比行为。这些文献表明,行业标准、地区发展和外部信息获知都会影响企业设计薪酬的过程,(徐细雄和谭瑾,2014),外部薪酬差距越大,越容易产生薪酬攀比行为。

### 2.1.3 薪酬攀比的后果

薪酬攀比引起感知偏差、行为变化的相关文献中,多数文献研究表明薪酬攀比引起高管心理状态的变化,增加了高管谋取私利的动机。已有文献研究表明,高管会通过薪酬操纵、盈余管理、推动企业并购、企业避税等行为获取收益,多数学者认为薪酬攀比的后果是负面的,也有少部分学者认为薪酬攀比有一定的积极作用,即高管寻求风险大,但获益率高的投资项目时,也间接推动企业承受风险能力的逐步提升,缓解了企业的保守投资策略带来的机会损失。

薪酬攀比过程中产生的“不满意”感受,使高管探寻各种途径以增加薪酬,甚至操纵薪酬,并常以盈余管理为手段,从而缓解消极情绪。黎文靖(2014)研究发现,在非国有企业中,薪酬制度发挥正向激励的前提是企业高管薪酬大于行业均值,上以年度内二者数额相差越大,则在本年度内企业高管薪酬的涨幅将明显提高。罗宏等(2016)认为高管薪酬攀比会加强其薪酬操纵行为,以此补偿内心不公平的感受,为避免监管风险,高管选择会隐蔽的方式,如真实盈余管理,该行为无疑将有损企业的价值创造。桂良军(2018)认为薪酬攀比是近年来高管薪酬水平不断提高的原因之一,薪酬增长能够有效缓解消极盲目的攀比引起的焦虑情绪,造成高管薪酬的增幅异常,持续上升或大幅提高,甚至与企业业绩脱离,因此高管通过真实盈余管理进行薪酬辩护。刘汉民等(2014)通过设计量表题项,发放调查问卷的形式收集数据,发现高管的预期收入会随着公司或者同行业高管收入的增加而提高,认为薪酬攀比体现的主要是消极后果,造成高管总薪酬异常升高,损害企业价值。戴书松和李婵婵(2018)引入企业生命周期因素,发现处于成长期的企业业绩不稳定,管理层操纵薪酬的空间较小,而成熟期的企业占据大量市场份额,管理层可以参与薪酬制定的过程以谋取更高薪酬,缓解攀比心理。汤建洋等(2019)基于参照点契约理论认为,高管存在薪酬预期,一旦发现其实

际收入水平低于预期,就可能进行信息操纵,粉饰业绩和盈余管理,降低信息透明度,为自身的不当行为掩护。任广乾等(2020)也通过实证研究认为,薪酬攀比实际上会给高管造成心理压力,促使高管通过在职消费或攫取灰色收入等方式补足相对薪酬,由此增加了代理成本,所以薪酬攀比效应在高管薪酬影响代理成本的过程中发挥了中介作用。

为了缓解薪酬攀比造成的心理偏差,高管还可能会通过并购、投资、避税活动侵占企业资源。罗宏、秦际栋(2020)研究认为企业可以通过并购实现规模扩张和资源合并,而当企业高管存在薪酬攀比行为时,谋取私益动机增强,从而推动企业并购,并购频率和并购规模都更高,但这种薪酬攀比推动的并购活动并不能带来财务业绩或市场表现的提升。赵立彬和杨丽娇(2019)对薪酬攀比行为区分产权性质进行了研究发现,更频繁的并购活动多发生在民营企业当中,这种倾向在国有企业中并不明显,因为对国有企业的高管来说,追求职位晋升也是重要目的,可以缓解薪酬攀比造成的负面影响。罗宏和曾永良(2018)研究认为避税活动减少了大量现金流出企业,加之不易被监管部门发现,具有高度隐蔽性,高管借此侵占企业资源,当高管产生攀比动机时,企业避税水平越高。王章渊(2019)认为,薪酬攀比满意时,会加深高管的自我认同,攀比不一致则会产生群体协同的动机,管理层存在利用税收规避攫取私利的行为。

但薪酬攀比的影响并非完全是消极的,其在提升企业风险承担水平、激励员工努力工作方面有积极作用。王素玲(2019)指出,在两权分离的前提下,高管薪酬较低会引起高管的行为选择背离股东的利益,在经营中倾向于选择风险大但收益高的项目一搏,以此提高改变自身薪酬水平的可能性,有利于转变保守投资的风格,并间接助力企业提高风险承担水平。刘维奇等(2020)的研究认为企业员工之间的薪酬攀比是一种常态,薪酬攀比带来的心理变化会影响员工行为,而员工工作行为与企业绩效息息相关,根据这种传导机制,当企业员工通过外部薪酬对比发现自己获得了利益优势,就能产生显性激励,更加勤勉敬业,从而提高企业绩效。

## 2.2 非效率投资影响因素的研究综述

研究影响非效率投资因素的文献多集中于代理问题、融资约束、自由现金流、

财务报告质量、公司治理以及其他因素。

### （一）代理问题

企业管理的两权分离机制，一方面提高了管理效能，但也伴随着代理冲突的发生。投资决策过程中的代理问题表现为，代理主体以对方利益为重的理想状态囿于现实，而以自身利益为决策出发点的现象则更常见，委托人希冀资产的保值、增值和扩张，而代理人追求个人收益和自我实现，二者的矛盾致使企业投资难以达到效果，浪费或闲置企业资源，投资活动并不能显著提升企业价值，代理人怀着占利的私心选择投资项目，更易造成过度投资（Lamont 和 Polk, 2002; Dittmar 和 Thakor, 2007）。此外，经理人有满足自身的物质和精神的天然需求，如财富堆积、声名美誉、地位尊崇等，同时也为提升其在股东心中的专业认同，借助投资项目是既隐蔽又直接的方式，高管利用职权掌握更多资源，使企业面临较高的代理成本（Rajan 和 Wulf, 2004）。或者，经理人也可能更倾向于追求更多闲暇娱乐、增加休息时间、避免业绩波动而产生投资不足。

罗付岩等（2013）研究认为，股权持有量的增加，减少了利益冲突的逆向选择，有效降低非必要的代理成本，最终使投资效率符合企业价值创造的要求。张宗益、郑志丹（2012）通过构建双边随机边界模型，发现拥有更大规模和更多自由现金流的企业，代理问题造成的非效率投资更严重。蔡吉甫（2013）提出，可以通过分析企业会计业绩与投资活动的关系推导出非效率投资的诱因，如果二者呈单调负相关关系，则可以认为代理冲突诱发低效投资。刘星等（2014）认为，企业的投资状态是综合作用的结果，其中，由代理引发的矛盾冲突，产生的负面效应尤为明显。

### （二）融资约束

不同学者从不同的角度解释了融资约束对投资效率的影响，结论并不一致。有学者认为高融资成本可以规范企业投资行为，此类研究表明融资约束能够债务制约企业进行过度投资（Ahn 和 Denis, 2004; Aivazian et al. 2005）。袁卫秋（2014）认为，融资约束更高的企业为避免资金链断裂而陷入财务危机，选择投资项目表现得更加谨慎，持有现金价值更高。刘睿智（2020）研究发现，囿于融资限制的门槛，较高的融资门槛能抑制非正常的过度投资，且短期融资对时限和成本的要求更高，用途限制多，因此更能抑制过度投资。但是，也有学者认为融

资约束不利于提高投资效率，Zechner（2001）认为，负债比例较高的企业可能会选择承受风险高的项目获取更多投资回报，以减轻债务负担。董梅生等（2017）的研究也表明，民营企业融资不易，存在占用和保有资金的动机，为保持现金流稳定，也容易造成投资不足。喻坤等（2014）认为，由于国内企业融资主要以银行信贷为主，非国有企业面临较高的融资成本，加之政策补贴等因素，民营企业资源被挤占，因此，民企的投资活动更受限。张新民等（2017）研究认为，由于产业政策的引导性，其实施对融资约束能够造成影响，引起企业短期投资偏好的变化，但企业所需的银行贷款并不一定能满足投资需求，从长期来看降低了投资效率。

### （三）自由现金流

现金的持有和流动与投资密切相关，一般认为，持有自由现金量越高，企业越易产生投资意图。Almeida et al.（2014）研究认为，企业自身的现金留存、外部资本的流入共同决定了企业的现金水平，进而影响投资策略。徐晓东等（2009）认为，自由现金流充实了企业扩大投资的流动资产基础，容易致使过度投资。罗付岩（2013）从企业成长机会的视角，发现高速扩张阶段的企业，可更敏锐的感知非预期投资现金变化，通常不会留存过多现金，非预期投资水平更高。王茂林等（2014）认为，若股利政策包含宽松的现金股利承诺，就能显著调整现金流，根据企业利润的实现情况，合理调整自由现金水平，避免过量现金用于投资。王铁媛（2016）发现高管擅用权力干预管理项目，自利动机较强时，内留自由现金流水平低，缓解了保守投资造成的投资不足。此外，增强企业风险意识可通过引入风险资本，抑制过度投资倾向，尤其当企业现金流充裕时，能显著降低非效率投资（尹玉刚，2017）。

### （四）财务报告质量

Risberg（2014）发现会计盈余及时性对投资效率的影响存在阈值，整体关系为非线性的“U”型关系，在阈值之前盈余确认的及时性能提高企业投资效率，超过阈值后的效果则不明显。Xie 和 Wei（2015）研究指出，应计项目会影响非预期投资，其中，操纵性应计使得企业投资超出预期。李青原和罗婉（2014）研究认为，发现财务报告重述能减少财务信息不确定性，提升财务报表内控系统的有效性，避免逆向选择，产生对投资不足的治理效应。周松（2016）也证实，财

务报告项目越全面、内容越可比、就更有利于吸引资本投入，提高股价合理性的认可度，从而提高投资效率。程晋烽等（2018）用选取迷雾指数来衡量财务报告质量，发现财务报告对投资效率的影响需要结合公司治理因素，二者互为补充条件，在公司治理情况较差的情况下，财务报告对投资效率的影响更显著。朱顺和（2019）认为企业应当重视社会责任履行与财务报告质量，财务报告的高质量公布，能增强外部投资信任，从而辅助企业投资活动，财报质量低则易衍生投资不足或过度投资，最后影响企业业绩。

#### （五）公司治理

公司治理是投资发生的环境基础，一般认为治理越有效，投资效率越高。Pindado 和 Torre（2006）研究发现，股权影响投资的结果或存在最优值，可寻求股权制衡点以促进投资效率。窦炜等（2011）研究认为，处于大股东操控下的企业，其控制权配置形态仍然有所不同，大股东控制力越强，投资不足的情况越严重。方红星等（2013）发现，公司治理主要约束不合理的投资意愿，而严密的内部控制主要减少投资的操作性失误。柳建华（2015）研究认为公司自治章程能够灵活设置投资权限，既保证股东利益，抑制过度投资，又可以刺激投资热情，防止投资不足。窦欢（2018）发现，机构投资者参与频率和范围的增加，降低了同业竞争的盲目性，提高了上市公司的投资表现。刘艳霞、祁怀锦（2019）发现融资融券产生了有效的防治作用，削弱了由高管过度自信引致的过度投资。

#### （六）其他因素

股票流动性、管理层特征、法律环境、政府干预、经济政策和环境不确定性等会直接或间接影响投资效率。Becker 和 Paul（2006）研究发现股票市场的表现好坏，不仅直接关系权益资本成本，还能间接使企业累积更多的资本基础，增加相关投资。Gervais et al.（2011）指出过度自信特征的影响包括，致使高管信息判断出现偏差、信息准确度下降、偏离事实收益，从而导致投资失败的可能性上升。Kang et al.（2010）在萨班斯法案出台后，其立法规范投资的范围和对象有限，小规模企业受到的规范管制更大。夏晗（2019）认为，海外学术经历烙印深刻，体现在高管进行投资时的专业判别、风险认知、战略规划等多方面，有益于提高投资效率。张功富（2011）发现政府干预行为对投资的影响具有双面性，需要把控干预力度，方可引导优化投资效率。张亦春等（2015）发现货币政

策收紧或放松，会对企业投资战略造成影响，过于紧缩的货币政策降低了企业的投资表现。申慧慧（2012）认为环境不确定性使不可控因素增加，一方面导致前期投资判断失准，另一方面后期投资收益偏差增大，投资过度或不足的发生频率将更高。

## 2.3 产品市场竞争与非效率投资的研究综述

从约束机制角度和信息机制角度表明，产品市场竞争存在相应的治理作用。约束机制的观点认为，市场集中度越高，企业竞争越激烈，经营不确定性越大，越增加了企业破产清算的风险，放大了决策失误的成本，从而约束管理层的行为。信息机制则认为产品市场竞争可以提升主体信息透明度，外部压力迫使企业提高信息披露程度，为投资者选择项目提供决策支持，同时加强了股东对管理层的监督力度，减少非效率投资。但也有学者认为，产品市场竞争不利于提升行业整体的协同投资效率，因此其对治理低效投资的途径和效果尚未统一结论。

约束机制认为，在激烈的市场竞争中，资源约束和资本限制的门槛更高，容错环境更严格，迫使企业必须开展有效的投资活动。Hou 和 Robinson（2006）的研究也为这一观点例证，即竞争激烈的行业利润率均值偏低，产品品种类似，流动性强，能够敦促企业高管审慎决策，提高投资效率。Laksmana 和 Yang（2015）研究发现，产品市场竞争会造成资源短缺和资本紧张，企业可使用自由现金流减少，限制了管理层利用企业资源肆意投资项目的行为，发挥了一定的治理作用。杨继伟等（2017）研究认为资本结构是影响企业投资的关键因素，市场竞争激烈的行业，必然出现价格战，导致企业财务负担较重，减少了过度投资。此外，从企业创新发展和行业标杆的角度，徐一民等（2010）认为激烈的市场竞争能推动企业加快技术研发和产品更新换代，经营状况越好，企业越具有投资的能力和冲动，提升投资效率。王靖宇、张宏亮（2019）研究发现，市场竞争不但为企业评价业绩提供参照对象，还有利于以市场化的标准制定高管薪酬，因此能够有效激励管理层向行业标杆看齐，提升投资效率。

信息机制认为，主动披露信息的意愿和披露信息的质量在竞争程度高的市场中更明显。伊志宏等（2010）结合公司治理，证明了内部治理效果的体现与产品市场竞争或互补或替代，高管激励对提高信息质量越有效，市场竞争与大股东持

股治理有互补关系。荆龙姣(2017)认为投资者能在市场中对比企业的业绩表现,获取企业经营现状和管理层治理能力的信息,为领先竞争地位,企业必须披露更多非财务信息,提高了投资成功的概率。韩忠雪等(2019)认为,产品市场竞争制约高管行为,减少了其隐藏消息的可能,强化了会计稳健性对非效率投资的抑制作用。

但也有学者认为其降低了投资效率。Stoughton et al. (2017)认为通过建立博弈模型,认为市场竞争激烈的环境下,企业获得的有效信息更少,投资效率并未提升。宋常、赵懿清(2011)从协同效应角度出发,企业很难在激烈的市场中获得有效的公共信息,更趋向于收集专有信息,这使得行业的投资协同效应降低,反而不利于提高投资效率。刘晓华等(2016)认为,为保持独有竞争优势,部分企业面对激烈的市场竞争,并未遵循充分披露的原则,相反,企业会减少关键信息的披露,防止被竞争对手获取,产品市场竞争具有替代信息质量治理非效率投资的效应。

## 2.4 文献述评

通过对薪酬攀比、非效率投资和产品市场竞争的相关文献回顾,我们可以总结出以下三点:第一,目前文献对影响非效率投资因素的研究较多,包括代理成本、融资约束、公司治理、财务信息质量等方面,研究已经相对成熟,但从高管心理偏差角度切入研究的文献较少。第二,研究薪酬攀比的文献研究相对较少,目前尚未有研究薪酬攀比与非效率投资的文献,且已有文献多是基于简单的线性假设,因此薪酬攀比存在研究空间。第三,对于产品市场竞争的研究角度多从约束机制和信息机制出发,但其对非效率投资的影响结论不一,产品市场竞争治理的有效性视具体环境而定,与公司内部治理存在替代或互补效应,研究尚需进一步深入。

对以上文献进行梳理后,本文据此提出研究的方向,主要包括以下两个方面:

第一,薪酬攀比行为会引起高管心理状态的变化,使高管对“收益”和“损失”的判断受到参照对象的干扰,最终影响高管的行为决策,那么这种心理偏差能否影响企业的效率投资,薪酬攀比的后果一定是消极的吗?目前此类文献研究较少。

第二，产品市场竞争的治理效果和效率尚未产生统一的结论，本文将其作为调节变量，研究产品市场竞争对薪酬攀比和非效率投资的调节效应，旨在探寻外部治理机制是否会约束薪酬攀比造成的投资行为偏差。

## 3 理论分析和研究假设

### 3.1 理论基础

#### 3.1.1 委托代理理论

委托代理理论的产生，已逾半个世纪，当时的学者关注于信息和激励问题，以期能够理清企业这种经济组织的行为逻辑，在这样的背景下就形成了“现代企业理论”。日渐趋于成熟完善的委托代理理论，对解读不同组织的管理活动、指导并减少管理实践的摩擦等，都具有现实意义。

该理论关注信息不对称下的利益背向，即委托人需要赋予代理人以重要的资产管理权，其最关心的就是能否将资产保值增值，为自己带来利益流入，于是委托人更注重利益结果导向，而代理人更关注过程，在受托管理资产的过程中付出的努力是否得到了相应的报酬，部分代理人存在“少劳多得”的想法，因此，二者间利益轨道的偏离是产生代理问题的根本原因。在信息失真传递的情况下，委托人无法通过可观察的方式评价代理人的努力程度，只能以企业业绩表现作为依据，倒推代理人是否尽心尽责的经营企业。也正是由于衡量管理者努力程度的不现实性，导致现代契约协议内容的不详尽不完善，更造成缔约方的信息不对称。总之，委托方因信息不对称无法客观评价代理人的努力，代理人也借助职位便利谋私利。因此，委托代理理论不仅为理解代理人的自利动机提供理论解释，还能为制度建设提供现实指导，如何设计能最大程度保障缔约各方利益的机制或契约，减少代理人偏离委托人目标的行为选择，引导其主动提升委托人资产的价值，从而降低托付风险。

#### 3.1.2 社会比较理论

社会比较理论是由 Festinger (1954) 提出的，他认为个体具有对一定条件下所获“得失”进行评判的需求和动力，但公平判断的标准不统一，且缺乏客观性，出于成本考虑，就近选择与自身处境相似的人进行对比来评价自己，更具现实性，社会比较的过程也体现于此。通过社会比较，人们会形成关于自身受到公平性或

不公平待遇的相对认知。实验经济学也证实，人们通常拥有对公平的敏锐感知，这使得人们同时盯着个体收益和他人收益，在他人收益中又选择场合类似的对象进行对比，由此产生失落或得意的情绪变化。

“不患寡而患不均”的思想长久的存在于中国的传统文化中，至今仍然被社会大众所接受。根据社会比较理论，这种将自己与他人进行对比的心理偏好广泛存在于各类组织中。在现实中的个人、团体、企业之间均存在较强的社会偏好。将这种偏好引入高管薪酬领域就会发现，高管作为管理企业经营的重要人物，十分注重自身的收入、声誉和社会地位，通过与其他高管的社会比较，即可感知自身需求的满足层次。一旦高管对比评判认为自己“吃亏了”，失落沮丧的情绪会延伸到行为表现上。此外，参照对象的选择，也关系着高管对薪酬满意度的标准设定，参照对象的收入远高于或远低于自身，都不利于客观评判薪资公平，所以场景类似下的均值被更多的作为参照物。通过社会比较，如果高管得出了收入公平的结论，就会产生“满意”心理，增加主动提升企业价值的动力，反之，消极情绪传导到工作方式上，高管有可能通过怠工、娱乐等不作为方式发泄情绪，其行为决策必然会受到影响。立足公平角度，该理论解释了高管评价薪酬的标准，委员会设计薪酬之初，将企业资产基础、地区经济和公平偏好等纳入衡量，尽量避免太明显的比较行为，使薪酬契约满足代理双方的要求。

### 3.1.3 参照点契约理论

“参照点”概念起初源自于 Kahneman 和 Tversky(1979)所提出的“前景理论”。其认为人们做出决策之前需要预判得失，对不同结果的风险收益进行编码，依据就是结果本身和结果比较，在多种方案中做出抉择的过程中，行为人有意或无意的选择潜在的参照体系，这就是所谓的参照点。即相对于直接判断，人们更习惯通过选择一个合适的参照物，进行对比后再判断，从而产生差别反应和差异化的行为选择。

参照点概念普遍应用于现实生活中，而 Hart & Moore(2008)创新性的将其纳入契约关系的衡量中，提出了“参照点契约”理论。其认为完备的现实契约过于理想化，并详细阐述了有限理性的经济人做出各种行为选择的过程。依据参照点理论的观点，各利益方在进行契约的商定和缔结的过程中，契约本身就具备尺度

功能,可以判断得失,即契约参照点。若契约无法实现某一缔约方的收益参照点,一方面该缔约方会通过消极懈怠的态度、制造摩擦等手段表达不满,另一方面采取侵占企业资源的方式谋取超过合理范围的私利。相反,如果远远超过缔约方参照点收益的心理设定,将产生满意情绪,减少背离股东意志的行为选择,发挥自己的最大努力促进企业业绩的增长,书面缔约、参照点设定、得失判断和行为选择构成了参照点契约的完整映射。同样,高管薪酬契约也包含在内,薪酬参照点的量化特征更容易产生比较,同业同岗等薪酬参照标准具有更强的可获得性,各缔约方可以此作为参照体系,进行相应的收入和损失判断,在关注绝对薪酬的同时,相对薪酬的影响愈加深刻,高管受到激励的感知程度受到二者的共同作用。

## 3.2 研究假设

### 3.2.1 薪酬攀比对非效率投资的影响

据委托代理理论,薪酬契约的内容约定了代理双方的行为,良好的薪酬制度可以提升高管激励的效果,降低代理成本,反过来,高管薪酬的外部公平性体现了企业制定薪酬制度的合理性,如果薪酬制度设计不合理,使得高管的努力未得到匹配的报酬,情绪上的不满将延伸到行为上,导致高管以自身的利益为上,加剧代理冲突。随着我国企业薪酬信息透明度的不断增加,高管能够以较低的成本获取同行业其他高管的薪酬信息(吴联生等,2010)。根据社会比较理论,人们在关注绝对收入状况的同时也会在意与他人进行对比的相对收入,由于通常缺乏对比的客观标准,而获取比较对象的信息又需要一定成本,所以人们会选择与自己相似的对象进行对比来判断自己是否获得公平的待遇(罗华伟等,2015),即降低了比较的成本又可以实现自我评价。同时,在这一比较的过程中,外部薪酬差距成为造成薪酬攀比的重要因素,薪酬攀比在不同的地区和行业表现出不同的特征。而薪酬攀比程度的差异会对高管的心理感受产生不同的影响,如高管通过薪酬攀比认为自身的付出的得到了较高的报酬从而产生满足感,或是通过薪酬攀比发现自己“吃亏了”造成紧张不安的情绪等,这些心理状态多少体现在高管的行为决策上,最终对企业的经营发展造成影响。

当薪酬攀比强度极小时,此时高管认为自身薪酬远高于行业内可比高管薪酬

的水平，攀比意愿很小，此时高管满足于现状，尽量保持企业的经营现状，减少影响业绩薪酬的要素，增加新投资的意愿大大降低，对已有投资出现的亏损等问题，高管也不会尽最大的可能做出停止投资或积极转变投资策略的行为，这些行为造成企业的非效率投资。随着攀比强度不断上升，企业高管薪酬高出行业内可比薪酬的差距逐渐缩小，高管对自身薪酬的满意度慢慢下降，但其理性程度有了一定的提高，不再一味地维持现状，高管薪酬攀比的意愿也逐渐提高。一方面，薪酬相对水平较低的高管会产生一定危机感，认为低薪是惩罚自己管理不善的体现（吴联生等，2010），或是自己的管理能力没有被股东认同，为提高自己在股东心中的表现评价，又由于此时相对薪酬较低，通过努力工作提升管理水平来达到目标薪酬的方式更易实现，高管会反思和改变自身的决策或行为，提高企业的投资效率，提升企业绩效。另一方面，随着经理人市场的发展，高管更加注重自己在经理人市场的良好声誉，通过经理人市场可以实现职位的转换，而获得更好职位的前提就包括高管能够得到股东对其能力的认可（黎文靖等，2014），高管薪酬水平在一定程度上表明了企业对高管能力的认可程度，出于建立经理人市场良好声誉的需求，高管面对新的投资的审批更加谨慎，肆意浪费企业资源引致不好的声誉信息，会反噬高管收益，由此缩了高管的利益攫取空间。

但是当薪酬攀比强度超过一定程度成为过度攀比，即当公司相对薪酬水平进一步降低，低于高管可接受的范围后，自责自省的心态被强烈的不安不满情绪取代（李维安等，2014），此时高管要通过努力工作提高薪酬水平需要付出的成本过大，高管会将低薪的原因更多的归咎于薪酬设计不合理等因素，认为自身的努力远没有得到相应的回报，自利动机增强，于是高管逐渐背离企业和股东的整体利益，试图寻找针对不公平薪酬待遇的补偿机制，如放弃投资以降低工作量或减少业绩波动、增加投资以实现快速扩张的发展假象，降低了投资效率。

根据以上分析，本文认为薪酬攀比对非效率投资的影响是非线性的，当薪酬攀比低于某一阈值时，有利于提升企业投资效率；而一旦超过这一阈值，即薪酬攀比过度，薪酬攀比将会增加企业的非效率投资。因此本文提出假设 1：

**H1：**薪酬攀比与企业非效率投资存在 U 型关系，即薪酬攀比适度时，薪酬攀比对非效率投资有负向影响，而当薪酬攀比过度时，薪酬攀比对非效率投资存在正向影响。

### 3.3.2 产品市场竞争的调节效应

企业的生存发展与可获得的资源息息相关，竞争态势良好的市场，信息披露更完善，资源流动效率更高（刘晓华等，2016），而市场上优质资源是有限的，不可能公平的分配到每个企业，也不符合市场分配的效率机制。管理层有时会出现背离股东利益轨道的可能性，职业道德并不总是能约束其自利动机，当高管以自我利益为中心扩展私人利益版图时，就会利用扩张投资的机会谋私，或是补偿自己更多的非工作时间去休息，就会付出更少的努力，降低对投资项目评判、选择、审批等关键事项的关注，这种消极怠工的管理态度不利于企业创造价值，导致投资效率一降再降。由于薪酬攀比会对企业高管的公平感受带来不同的影响，进一步导致高管采取不同的行为来维持满足感或缓解紧张不安的情绪，企业投资效率随之改变，外部治理机制可能会产生调节效应。

一方面，当薪酬攀比发挥积极作用减少低效投资时，较低的相对薪酬可以产生薪酬惩罚的作用，即反向激励，敦促企业高管正视投资不当的行为后果，提升管理表现以实现薪酬增长。同时，较高的产品市场竞争具有更强的资源分配效率，管理者面临的职业危机更大，能力出众的高管薪酬水平往往更高，对于高管投资决策失误造成的后果，市场本身会对此类高管进行职位替换或降薪惩罚，因此，产品市场竞争中优胜劣汰的降薪机制对企业内部的低薪惩罚可产生替代作用。

另一方面，产品市场竞争使信息要素流动更自由，当产品市场竞争激烈时，相似的市场竞争者数量多，企业经营产品或是服务的价格竞争激烈，争夺有限的市场份额不易，评价企业经营业绩与发展潜力有了更多可比对象。投资决策的失误导致企业失去好的投资机会（张功富，2009），低效或无效的投资将会使企业付出较多代价，因此市场上的投资者必须尽量获取企业信息，综合分析企业运营，降低信息失真风险。较高的产品市场竞争还使企业面临更大的破产清算风险，企业为获得稀缺资源必须审慎决策，聘请能力出众的高管来经营企业，尽可能减少由于激烈的竞争带来的企业破产等经营风险。产品市场竞争也提高了高管的职业警惕，管理层更换频率更高，高管必须建立良好的声誉以减少获取更高职位时的阻碍，必须提高管理表现，所以竞争激烈的行业会淘汰消极懈怠的管理层。当高管因薪酬攀比感到不公，采取消极放任的行为，放弃寻找有价值高质量的投资项目，或是通过过度投资获取私人利益浪费企业资源，处于高度竞争行业中的企业

会对此类高管进行惩罚，保持竞争优势。所以产品市场竞争程度高时，企业高管进行决策造成的后果影响范围越大，对决策优劣的判断更及时，高管的行为将会处于更加透明的监督之下，产品市场竞争提供了更多的信息供股东等进行比较分析，通过比较可以对高管在一定期间的努力程度做出评判，高管因此获得奖励或惩罚，增加了高管因谋取私利损害公司价值的成本，降低了高管薪酬攀比的负面影响。

根据以上分析，产品市场竞争能够发挥调节效应，一方面替代了低薪惩罚机制，削弱了薪酬攀比的积极作用，另一方面由于企业面临的不确定性风险更高，导致企业破产清算的因素将更加复杂多变，一旦公司倒闭，高管随即面临失业，约束了高管因薪酬攀比而过度增加非效率投资的行为，促使其更谨慎的投资，最大化企业的价值。综上，本文提出假设 2:

**H2:** 产品市场竞争会对薪酬攀比和非效率投资的关系产生调节效应，产品市场竞争程度更高时，薪酬攀比与非效率投资的 U 型关系将弱化。

## 4 研究设计

### 4.1 数据来源及样本选择

本文以 2013-2019 年度沪深证券交易所 A 股上市的公司为研究样本,做了以下的筛选:(1)剔除金融保险行业企业;(2)剔除被 ST、\*ST 处理的上市公司;(3)剔除关键财务数据缺失以及异常的样本;(4)为消除极端值的影响,本文对相关数据均在 1%至 99%的水平上进行 Winsorize 缩尾处理。本文的数据主要来源于 CSMAR 数据库。

### 4.2 变量设置

#### 4.2.1 被解释变量

借鉴我国学者辛清泉(2007),方红星(2013)等人的研究,本文采取 Richardson 的方法度量非效率投资,模型中的残差项 $>0$ 的为过度投资,残差项 $<0$ 的为投资不足。本文使用残差绝对值来衡量非效率投资水平  $Ine\_Inv$ 。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TobinQ_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,下标  $t$  代表当年,而  $t-1$  代表滞后一年,  $Inv$  代表当期的投资额与企业对于原有资产的维持性投资支出之差,即购建固定资产、无形资产及其他长期资产的现金+购买子公司及其他营业单位所支付的现金-出售固定资产、无形资产及其他长期资产收到的现金-处置子公司及其他营业单位所支付的现金-固定资产折旧、无形资产摊销和长期待摊费用与年初总资产之比,  $TobinQ$  代表公司成长率,  $Lev$  代表公司资产负债率,  $Cash$  代表现金及现金等价物与年初总资产之比,  $Age$  代表公司上市年限,  $Size$  代表总资产,  $Ret$  代表红利再投资的股票年度回报率。此外,考虑到行业和年度效应,加入行业变量 ( $Industry$ ) 和年度变量 ( $Year$ ) 作为模型中的控制变量。

## 4.2.2 解释变量

根据罗宏对薪酬攀比的研究（2018），本文选用薪酬攀比的倒数（PB）作为替代指标，薪酬攀比的系数计算方式为，每行业一年度子样本中，根据主营业务收入的中位数进行分组，主营业务收入小于其中位数的样本划分为小规模公司，主营业务收入大于其中位数的样本划分为大规模公司。在分组的基础上，计算同行业一年度、同等规模公司高管货币薪酬均值的中位数，将公司高管货币薪酬均值与同行可比公司高管货币薪酬均值的中位数相比，得到薪酬攀比系数，攀比系数越小，薪酬攀比动机越大。

## 4.2.3 调节变量

借鉴罗炜(2010)等学者的做法，本文选用赫芬达尔指数衡量产品市场竞争，计算如模型（2）：

$$HHI = \sum_{i=1}^k S_i^2 \quad S_i = x_i / \sum_{i=1}^n x_i \quad (2)$$

其中  $S_i$  表示  $i$  企业的市场份额， $x_i$  表示规模因素。本文采用企业营业收入占行业内企业总收入的比重来表示  $S_i$ 。因为行业集中度与竞争程度呈反向关系，因此本文采用 HHI 指数的相反数 FHHI 来度量竞争程度，FHHI 值越大行业竞争程度越高。

## 4.2.4 控制变量

根据对以往文献的梳理和总结，本文控制了其他影响非效率投资的其他关键因素：具体控制变量及其计算方式详见表 4.1，同时还控制了年度（Year）和行业（Industry）虚拟变量，行业分类按照 2012 年版的中国证监会行业分类标准。

表 4.1 变量定义

| 变量类型  | 变量名称    | 变量符号        | 变量定义   |
|-------|---------|-------------|--|
| 被解释变量 | 非效率投资   | Ine_Inv     | 模型（1）中残差绝对值  |
| 解释变量  | 薪酬攀比    | PB          | 同行业可比公司高管货币薪酬均值的中位数与公司高管货币薪酬的均值与的比值                    |
| 调节变量  | 产品市场竞争  | FHHI        | 模型（2）的计算结果   |
| 控制变量  | 企业规模    | Size        | 期末资产总额的自然对数  |
|       | 偿债能力    | Lev         | 期末总负债/总资产  |
|       | 独立董事比例  | Independent | 独立董事人数除以董事会人数  |
|       | 董事会规模   | Board       | 董事会人数的自然对数   |
|       | 两职合一    | Dual        | CEO 董事长两职合一为 1，没有兼任为 0                                 |
|       | 管理层持股比例 | Mshare      | 管理层持股数量除以总股数   |
|       | 环境不确定性  | Eu          | 公司所处行业总资产收益率的标准差                                       |
|       | 股权结构    | Top1        | 第一大股东持股比例  |
|       | 总资产收益率  | Roa         | 当年净利润除以年末总资产   |
|       | 自由现金流   | CF          | 经营活动产生的现金流量净额减预期投资水平                                   |
|       | 营业收入增长率 | Grow        | 当年营业收入减去上年营业收入的差额再除以上年营业收入                             |
|       | 行业虚拟变量  | Industry    | 根据证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）将上市公司所属行业划分为 15 个大类（金融行业除外） |
|       | 年度虚拟变量  | Year        |  |

### 4.3 模型构建

为检验研究假设 1，本文构建模型（3）：

$$\begin{aligned}
 Ine\_Inv_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 PB_{i,t} + \beta_2 PB_{i,t}^2 + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Independent_{i,t} + \beta_6 Board_{i,t} + \\
 & \beta_7 Dual_{i,t} + \beta_8 Mshare_{i,t} + \beta_9 Eu_{i,t} + \beta_{10} Top1_{i,t} + \beta_{11} Roa_{i,t-1} + \beta_{12} CF_{i,t} + \\
 & \beta_{13} Grow_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (3)$$

为检验研究假设 2，本文构建模型（4）：

$$\begin{aligned}
 Ine\_Inv_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 PB_{i,t} + \beta_2 PB_{i,t}^2 + \beta_3 FHHI_{i,t} + \beta_4 PB_{i,t} \times FHHI_{i,t} + \beta_5 PB_{i,t}^2 \times FHHI_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} \\
 & + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 Independent_{i,t} + \beta_9 Board_{i,t} + \beta_{10} Dual_{i,t} + \beta_{11} Mshare_{i,t} \\
 & + \beta_{12} Eu_{i,t} + \beta_{13} Top1_{i,t} + \beta_{14} Roa_{i,t-1} + \beta_{15} CF_{i,t} + \beta_{16} Grow_{i,t-1} + \sum Year \\
 & + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4)$$

其中  $Ine\_Inv$  是被解释变量非效率投资,  $PB$  代表薪酬攀比强度,  $PB$  系数越高, 高管薪酬攀比强度越大, 模型 (3) 检验薪酬攀比对非效率投资的影响,  $FHHI$  为产品市场竞争, 模型 (4) 检验产品市场竞争对薪酬攀比与非效率投资关系的调节作用。

## 5 实证分析

### 5.1 描述性统计分析

表 5.1 中列示了各个变量的描述性统计特征。可以看到,总样本量共计 11106 个,被解释变量非效率投资(Ine.Inv)的均值为 0.048,最大值与最小值分别 0 和 0.545,标准差为 0.052,与已有研究结果接近(徐倩,2014;杨汉明等,2019),不同公司之间投资水平各异。

表格中解释变量与调节变量分别是薪酬攀比和产品市场竞争,薪酬攀比系数(PB)均值为 1.17,位于中位数右侧,薪酬攀比现象普遍存在,最小值为 0.209,最大值为 3.899,标准差 0.703,表明同行业内可比企业高管之间的薪酬水平差异巨大,由薪酬攀比现象可能造成的后果应当给予重视;产品竞争市场用赫芬达尔指数(FHHI)表示,均值为-0.055,中位数为-0.018,超过一半的行业竞争程度高于均值,最大值与最小值分别为 0 和-0.456,不同行业的市场集中程度表现出较大的差异。

样本选择的控制变量共 11 个,具体的统计描述如下:规模变量(Size)均值 22.44,不同行业地区差异大,标准差为 1.22。资产负债率(Lev)均值为 0.444,最高值于最低值相差 0.894,企业利用财务杠杆水平的情况差异很大,这两个指标的数据特征与以往的研究范围高度符合;独董比例(Independent)均值 0.375,大于中位数,表明企业在独立董事人数的设置方面,超半数符合证监会的已有规定,董事会规模(Board)的均值表现较好;两职合一(Dual)均值显示为 0.761,高管权力处于可控范围;高管持股比例(Mshare)均值是 0.046,管理层持股水平仍有提升空间,而第一大股东持股比例(Top1)均值显示为 33.83,从整体上看,我国的第一大股东持股量尚处于合理范围,但标准差很高,表明由于不同的产权或制度特征,各个企业的股权结构安排差异较大;环境不确定性(EU)均值 1.273,标准差为 1.092,行业之间经营环境稳定性差异大,由此造成的业绩波动水平高;总资产收益率(Roa)均值为 0.031,企业获利能力仍具有较高的提升的空间;自由现金流量(CF)均值为 0.027,样本企业自由现金留存较少,对企业投资决策影响较大。

表 5.1 描述性统计分析

| 变量          | 样本量   | 均值     | 中位数    | 标准差    | 最小值    | 最大值    |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ine.Inv     | 11106 | 0.048  | 0.035  | 0.052  | 0.000  | 0.545  |
| PB          | 11106 | 1.170  | 1.000  | 0.703  | 0.209  | 3.899  |
| FHHI        | 11106 | -0.055 | -0.018 | 0.078  | -0.456 | -0.000 |
| Size        | 11106 | 22.440 | 22.300 | 1.220  | 18.650 | 26.730 |
| Lev         | 11106 | 0.444  | 0.437  | 0.199  | 0.050  | 0.944  |
| Independent | 11106 | 0.375  | 0.333  | 0.056  | 0.182  | 0.800  |
| Board       | 11106 | 2.139  | 2.197  | 0.201  | 1.099  | 2.890  |
| Dual        | 11106 | 0.761  | 1.000  | 0.427  | 0.000  | 1.000  |
| Mshare      | 11106 | 0.046  | 0.000  | 0.109  | 0.000  | 0.736  |
| EU          | 11106 | 1.273  | 0.964  | 1.092  | 0.084  | 8.211  |
| Top1        | 11106 | 33.830 | 31.800 | 14.690 | 0.290  | 89.090 |
| Roa         | 11106 | 0.031  | 0.032  | 0.111  | -6.776 | 0.590  |
| CF          | 11106 | 0.027  | 0.024  | 0.076  | -0.270 | 0.356  |
| Grow        | 11106 | 0.160  | 0.094  | 0.401  | -0.645 | 4.575  |

## 5.2 相关性统计分析

相关性分析可初步验证假设、变量关系、相关程度以及多重共线的可能性，因此，本文采用 Pearson 相关系数检验对数据进行了相关性检验，结果如表 5.2 所示。结果显示，其相关系数绝对值小于 0.6，可以认为模型选择较为合理，不存在多重共线性，后续实证步骤可以进行。具体相关系数为：解释变量薪酬攀比（PB）与被解释变量非效率投资（Ine.Inv）的相关系数在 10% 的水平上正相关，系数为 0.016，即在不受其他因素干扰的情况下，薪酬攀比会降低投资效率；产品市场竞争指数（FHHI）与非效率投资呈负相关，即激烈的市场竞争有利于推动投资效率提升，但并未在统计意义上显著，需要在之后的回归中进一步分析。

其他控制变量与非效率投资（Ine.Inv）的关系检验符合预期，具体如规模指标（Size）、负债情况（Lev）皆与非效率投资（Ine.Inv）在 1% 的水平上显著负

相关，系数分别显示为-0.144， -0.055，表明企业投资水平受到资产规模和偿债能力制约；董事会规模（Board）与非效率投资（Ine.Inv）也显著为负，系数是-0.056，说明董事会设置的治理效应明显，一定程度上减少了决策失误的低效投资；环境不确定性（EU）作为外部非可控因素，与被解释变量（Ine.Inv）也显著为正，表明行业业绩的经常性波动影响投资效率效果；自由现金流（CF）密切影响投资水平，相关系数呈 0.057，在 1%的水平上显著为正，自由现金可以为过度投资提供资本，也有可能是投资不足的资本表现；企业成长能力（Grow）也与非效率投资（Ine.Inv）正相关，处于成长期的企业容易发生非效率投资。

表 5.2 相关性统计分析

|             | Ine.Inv   | PB        | FHHI      | Size      | Lev       | Independent | Board     | Dual      | Mshare    | EU        | Top1     | Roa      | CF       | Grow |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|------|
| Ine.Inv     | 1         |           |           |           |           |             |           |           |           |           |          |          |          |      |
| PB          | 0.016*    | 1         |           |           |           |             |           |           |           |           |          |          |          |      |
| FHHI        | -0.004    | -0.003    | 1         |           |           |             |           |           |           |           |          |          |          |      |
| Size        | -0.144*** | -0.144*** | -0.057*** | 1         |           |             |           |           |           |           |          |          |          |      |
| Lev         | -0.055*** | 0.070***  | -0.028*** | 0.410***  | 1         |             |           |           |           |           |          |          |          |      |
| Independent | 0.004     | -0.001    | -0.022**  | 0.008     | 0.006     | 1           |           |           |           |           |          |          |          |      |
| Board       | -0.056*** | -0.052*** | -0.038*** | 0.255***  | 0.104***  | -0.527***   | 1         |           |           |           |          |          |          |      |
| Dual        | -0.053*** | 0.053***  | -0.037*** | 0.124***  | 0.072***  | -0.136***   | 0.191***  | 1         |           |           |          |          |          |      |
| Mshare      | 0.052***  | -0.025*** | 0.007     | -0.203*** | -0.183*** | 0.094***    | -0.156*** | -0.433*** | 1         |           |          |          |          |      |
| EU          | 0.123***  | 0.077***  | -0.005    | -0.059*** | 0.050***  | 0.010       | -0.050*** | -0.011    | 0.002     | 1         |          |          |          |      |
| Top1        | -0.050*** | 0.041***  | -0.062*** | 0.250***  | 0.094***  | 0.021**     | 0.055***  | 0.083***  | -0.079*** | 0.008     | 1        |          |          |      |
| Roa         | -0.001    | -0.104*** | 0.011     | 0.068***  | -0.477*** | -0.025***   | 0.038***  | 0.005     | 0.026***  | -0.069*** | 0.072*** | 1        |          |      |
| CF          | 0.057***  | -0.069*** | 0.014     | 0.080***  | 0.050***  | -0.028***   | 0.055***  | 0.027***  | -0.045*** | 0.011     | 0.106*** | 0.184*** | 1        |      |
| Grow        | 0.116***  | 0.022**   | 0.003     | 0.018*    | 0.015     | 0.010       | -0.019**  | -0.012    | 0.011     | 0.393***  | 0.007    | 0.042*** | 0.182*** | 1    |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

## 5.3 回归分析

### 5.3.1 薪酬攀比对非效率投资的回归

表 5.3 显示投资效率计量的结果, 统计量 F 值通过检验, 计量模型整体有效, 各变量呈现符号方向与预期相同, 除了企业成长性在 10% 的水平上显著正相关, 其他变量均通过了 1% 显著性水平检验。企业负债率 (Lev) 制约了投资的再融资成本, 抑制了非预期投资水平的过快增长; 企业成立年限 (Age) 越长, 企业越处于稳定的成熟阶段或下降的衰退阶段, 投资扩张逐渐稳定, 投资策略趋于保守; 企业成长性 (TobinQ) 代表企业发展的规模速度, 发展越快收入越高, 企业相关的投资政策越积极; 企业规模 (Size) 和现金持有量 (Cash) 分别代表企业的资源基础和财务政策, 资产水平和持有现金水平越高, 通常会促使企业选择扩张型的投资战略。

表 5.3 非效率投资计量模型回归结果

| 变量                 | 预期符号 | 回归系数      | T 值    |
|--------------------|------|-----------|--------|
| Inv                | +    | 0.031**   | 2.15   |
| TobinQ             | +    | 0.001*    | 1.89   |
| Lev                | -    | -0.017*** | -4.03  |
| Size               | +    | 0.004***  | 5.68   |
| Cash               | +    | 0.036***  | 5.71   |
| Age                | -    | -0.002*** | -14.79 |
| Ret                | +    | 0.016***  | 8.02   |
| Constant           |      | -0.050*** | -3.01  |
| Industry           |      | 控制        |        |
| Year               |      | 控制        |        |
| R <sup>2</sup>     |      | 0.074     |        |
| Adj-R <sup>2</sup> |      | 0.071     |        |
| N                  |      | 11106     |        |
| F                  |      | 23.33     |        |

注: \*\*\*, \*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著

为了探究薪酬攀比对非效率投资的影响, 即对假设一进行验证, 本文依据模型 3 对在控制相关变量和行业年度的基础上, 进行多元回归分析, 分别为仅薪酬

攀比一次项 (PB) 回归, 加入薪酬攀比平方项 (PB<sup>2</sup>) 后再次回归, 回归结果如表 5.4 所示。从表 5.4 中可以看出, 在仅有薪酬攀比一次项的回归结果中, 薪酬攀比 (PB) 与非效率投资 (Ine.Inv) 虽然成负相关, 但相关系数在统计意义上并不显著, 线性关系不能解释二者的关系。在加入薪酬攀比平方项后, 薪酬攀比一次项系数 (PB) 为-0.0066, 在 1% 的水平上与显著为负, 薪酬攀比二次项 (PB<sup>2</sup>) 的系数为 0.0019, 在 1% 的水平上显著为正。根据目前对非线性关系的研究表明, 变量一次项的系数显著为负, 变量平方项的系数显著为正, 则为典型的“U”型关系, 即薪酬攀比与非效率投资之间呈“U”型关系。通过对全样本下进行求导后获得薪酬攀比在“U”型顶点的取值为 1.74, 位于薪酬攀比系数均值 (1.17) 的右侧, 小于薪酬攀比系数最大值 (3.899), 薪酬攀比强度高于 1.74 的样本有 2183 个, 占全本样本量的 19.6%, 所以“U”型顶点处在样本区间内。可以认为假设 1 的研究结果是有现实意义的。在小于“U”型顶点的适度攀比区间, 薪酬攀比 (PB) 与非效率投资 (Ine.Inv) 在 5% 的水平上显著负相关, 系数为-0.0029, 而在大于“U”型顶点的过度攀比区间, 薪酬攀比系数为 0.0037, 在 5% 的水平上, 与非效率投资显著为正。这表明用非线性关系来解释薪酬攀比与非效率投资的关系更为合理, 非效率投资随着薪酬攀比强度的提高呈现“U”型变动趋势, 验证了本文假设 1, 即薪酬攀比对非效率投资的影响存在某一临界值, 在低于薪酬攀比临界值之前, 对非效率投资的影响是负向的, 薪酬攀比适度, 随着企业高管攀比心理的增强, 企业投资水平提升, 薪酬攀比的影响是积极的; 但是当薪酬攀比系数变大超过临界值后, 薪酬攀比负面影响逐渐显现, 随着薪酬攀比行为增强, 高管因攀比造成不满意心理状态, 选择利用权力谋取私人利益或是选择以消极投资行为作为补偿, 企业非效率投资增多。

从控制变量来看, 多数控制变量, 比如规模变量 (Size)、治理变量 (Board)、(Dual) 和 (Top1)、自由现金流 (CF)、环境不确定性 (EU)、盈利能力 (Roa) 都通过了显著性检验。自由现金流 (CF) 充分时, 满足过度投资资金条件, 影响管理层的投资决策, 容易造成非效率投资, 这与自由现金流假说一致。企业资产规模 (Size) 也是制约投资水平的重要因素, 环境不确定性 (EU) 则增加了企业的经营风险, 影响投资效率效果; 第一大股东持股 (Top1) 较高时, 高管的自利动机较强, 内部人控制严重, 可能会通过增加非效率投资满足私利需求。

表 5.4 薪酬攀比对非效率投资的回归结果

| 变量                  | 仅一次项回归                | 加入二次项回归               | 顶点左侧                  | 顶点右侧                  |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| PB                  | -0.0001<br>(-0.13)    | -0.0066***<br>(-2.90) | -0.0029**<br>(-1.99)  | 0.0037**<br>(2.23)    |
| PB <sup>2</sup>     |                       | 0.0019***<br>(3.01)   |                       |                       |
| Size                | -0.0049***<br>(-9.71) | -0.0051***<br>(-9.99) | -0.0042***<br>(-7.41) | -0.0094***<br>(-8.40) |
| Lev                 | 0.0030<br>(1.19)      | 0.0030<br>(1.19)      | 0.0028<br>(0.90)      | 0.0061<br>(1.49)      |
| Independent         | -0.0110<br>(-1.05)    | -0.0107<br>(-1.03)    | -0.0158<br>(-1.40)    | 0.0045<br>(0.18)      |
| Board               | -0.0077**<br>(-2.55)  | -0.0079***<br>(-2.61) | -0.0082**<br>(-2.49)  | -0.0108<br>(-1.58)    |
| Dual                | -0.0036***<br>(-2.85) | -0.0035***<br>(-2.78) | -0.0032**<br>(-2.39)  | -0.0054*<br>(-1.90)   |
| Mshare              | 0.0030<br>(0.60)      | 0.0034<br>(0.68)      | 0.0043<br>(0.79)      | 0.0016<br>(0.13)      |
| Eu                  | 0.0042***<br>(11.44)  | 0.0042***<br>(11.43)  | 0.0040***<br>(9.22)   | 0.0042***<br>(6.27)   |
| Top1                | -0.0001**<br>(-2.33)  | -0.0001**<br>(-2.12)  | -0.0001**<br>(-2.34)  | 0.0000<br>(0.45)      |
| Roat <sub>t-1</sub> | -0.0135***<br>(-2.67) | -0.0140***<br>(-2.78) | -0.0146***<br>(-2.58) | -0.0103<br>(-0.93)    |
| CF                  | 0.0409***<br>(8.62)   | 0.0404***<br>(8.53)   | 0.0415***<br>(7.27)   | 0.0396***<br>(4.89)   |
| Grow <sub>t-1</sub> | -0.0000<br>(-1.46)    | -0.0000<br>(-1.44)    | -0.0000<br>(-0.24)    | -0.000<br>(-1.03)     |
| Constant            | 0.1660***<br>(12.86)  | 0.1736***<br>(13.21)  | 0.1565***<br>(10.87)  | 0.2466***<br>(8.36)   |
| Industry            | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| Year                | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| R <sup>2</sup>      | 0.079                 | 0.080                 | 0.071                 | 0.138                 |
| Adj-R <sup>2</sup>  | 0.076                 | 0.0767                | 0.0678                | 0.124                 |
| N                   | 11106                 | 11106                 | 8923                  | 2,183                 |
| F                   | 27.11                 | 26.62                 | 20.22                 | 9.787                 |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

### 5.3.2 产品市场竞争的调节效应

产品市场竞争的调节效应结果如表 5.5 所示，薪酬攀比（PB）与非效率投资

(Ine.Inv) 的系数为-0.0132, 显著为负, 而二者的交乘项 (PB\*FHHI) 在 1% 的水平上显著为正, 系数为 0.014; 薪酬攀比平方项 (PB<sup>2</sup>) 与非效率投资 (Ine.Inv) 系数为 0.0035, 显著为正, 而二者的交乘项 (PB<sup>2</sup>\*FHHI) 系数为-0.0034, 显著为负。这表明产品市场竞争弱化了二者的“U”型关系, 产品市场竞争既削弱了薪酬攀比降低非效率投资的积极作用, 也弱化了由薪酬攀比导致的非效率投资增加的消极影响。当薪酬攀比小于临界值并抑制非效率投资时, 薪酬攀比发挥低薪惩罚作用, 与产品市场竞争产生治理机制的替代效应, 弱化提升投资效率的积极影响。当薪酬攀比超过临界值, 产品市场竞争也弱化了薪酬攀比与非效率投资的正向关系, 即非效率投资随着薪酬攀比强度提升而增加时, 产品市场竞争降低了薪酬攀比的影响, 产品市场竞争越激烈, 带给高管的职业危机信号越强, 减少了高管因薪酬攀比造成的非理性行为, 削弱了薪酬攀比对非效率投资的影响。

表 5.5 产品市场竞争的调节效应回归结果

| 变量                    | Ine.Inv               |
|-----------------------|-----------------------|
| PB                    | -0.0132***<br>(-5.59) |
| PB <sup>2</sup>       | 0.0035***<br>(4.91)   |
| FHHI                  | -0.0467**<br>(-2.49)  |
| PB*FHHI               | 0.0140***<br>(7.51)   |
| PB <sup>2</sup> *FHHI | -0.0034***<br>(-4.26) |
| Size                  | -0.0047***<br>(-8.30) |
| Lev                   | 0.0052*<br>(1.76)     |
| Independent           | -0.0047<br>(-0.46)    |
| Board                 | -0.0040<br>(-1.38)    |
| Dual                  | -0.0025*<br>(-1.88)   |
| Mshare                | -0.0073<br>(-1.31)    |
| Eu                    | 0.0040***<br>(7.13)   |

续表 5.5

| 变量                  | Ine.Inv                |
|---------------------|------------------------|
| Top1                | -0.0000<br>(-0.12)     |
| Roa <sub>t-1</sub>  | -0.0147**<br>(-2.25)   |
| CF                  | 0.0402***<br>(5.39)    |
| Grow <sub>t-1</sub> | -0.0000***<br>(-11.24) |
| Constant            | 0.1446***<br>(10.67)   |
| Industry            | YES                    |
| Year                | YES                    |
| R <sup>2</sup>      | 0.088                  |
| Adj-R <sup>2</sup>  | 0.0843                 |
| N                   | 11106                  |
| F                   | 33.65                  |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

## 5.4 进一步分析

两权分离下的企业经营具有双面性，专业性强的管理人才才能促使企业更好的适应快速更迭的市场环境，所有者托付相应资产并进行监督，但信息严重不对称给高管提供了盈余操作的空间。为了能更好的监督管理层行为，就需要在薪酬制度设计方面做好激励。由于薪酬攀比中并未考虑股权薪酬，因此进一步分析中将从薪酬制度设计的合理性出发，将高管股权薪酬纳入考虑，探究不同的薪酬激励程度下，薪酬攀比对非效率投资的影响差别、以及产品市场竞争调节效应的不同。

未预期薪酬是实际薪酬减去预期薪酬的差额，研究未预期薪酬有利于判断企业的薪酬激励程度。未预期薪酬影响人们对“收益”和“损失”的预判，当未预期薪酬大于 0，即实际薪酬大于预期薪酬时，薪酬激励程度较为充分，能够缓解高管因将自身收入与同行业可比公司高管薪酬攀比带来的心理落差，减少不公平的心理因素，弱化薪酬攀比对非效率投资的影响；当未预期薪酬小于 0 时，即实际薪酬小于预期薪酬，薪酬激励不足，意味着管理层会承担更多的风险，会放大由于薪酬攀比带来的“不满”情绪，高管谋取私利动机增强，增加在职消费或投资（姜付秀、黄继勇，2011；陈冬华等，2011），诸如此类非理性行为增加，产

生严重的代理冲突，因此会增强薪酬攀比对非效率投资的影响。

本文借鉴辛清泉等（2007）的方法，使用以下公式计算企业的未预期薪酬：

$$Compensation_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{t-1} + \alpha_2 Roa_{t-1} + \alpha_3 Ia_{t-1} + \alpha_4 East_{t-1} + \alpha_5 Mid_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

公式（5）中  $Compensation_{t-1}$  为 t-1 年高管的实际薪酬，为管理层持股数量\*每股价格与高管货币薪酬总额之和， $Size_{t-1}$  是企业规模， $Roa_{t-1}$  作为企业会计业绩的指标，由于现代企业管理中经理薪酬多采用薪酬-业绩敏感，企业业绩与薪酬激励有关， $Ia_{t-1}$  为企业的无形资产占总资产的比例，并设置地区虚拟变量， $East_{t-1}$  代表企业所在地在为东部沿海地区， $Mid_{t-1}$  代表中部地区，根据我国地区经济发展的特征，东部沿海地区经济发展相对中部地区更发达，因此高管薪酬也相对较高。此外，模型还控制了行业年度效应。模型残差即为未预期薪酬，进一步分析中将未预期薪酬分组，分为未预期薪酬为正和未预期薪酬为负两组，分别检验薪酬攀比对非效率投资的影响，以及产品市场竞争的调节作用在不同分组下的表现。

表 5.6 的结果显示未预期分组下的薪酬攀比对非效率投资的影响区别，在未预期薪酬为正的区间，即高管实际获得的薪酬大于预期薪酬时，薪酬攀比对非效率投资的影响并不明显，说明此时薪酬激励程度高，甚至远远超过高管为提升企业价值所付出的成本，即使高管存在着薪酬攀比的行爲，这种“不满感”也会降低，攀比意愿降低，攀比行为减少，降低了薪酬攀比与非效率投资之间的敏感度；而在未预期薪酬为负的区间内，薪酬攀比一次项(PB)系数-0.0111，二次项(PB<sup>2</sup>)的系数为 0.003，均在 1%的水平上显著，较之未分组的时“U”型关系更加明显，表明当高管获得的实际薪酬低于预期薪酬时，薪酬激励不充分，薪酬水平并未达到高管的理想预期，高管不满足于目前薪酬契约的设计，攀比动机更强，增强了薪酬攀比行为对非效率投资的影响，放大了高管薪酬攀比过程中的情绪变化和心里偏差。因此，在企业内部薪酬制度不完善的情况下，薪酬攀比与非效率投资的关系更敏感。

表 5.6 未预期薪酬分组下：薪酬攀比对非效率投资的影响

| 变量                  | 未预期薪酬>0               | 未预期薪酬<0               |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| PB                  | 0.0054<br>(1.04)      | -0.0111***<br>(-4.37) |
| PB <sup>2</sup>     | -0.0015<br>(-1.01)    | 0.0030***<br>(4.31)   |
| Size                | -0.0045***<br>(-4.21) | -0.0057***<br>(-9.19) |
| Lev                 | 0.0013<br>(0.33)      | 0.0073**<br>(2.06)    |
| Independent         | -0.0159<br>(-0.69)    | -0.0169<br>(-1.43)    |
| Board               | -0.0002<br>(-0.03)    | -0.0082**<br>(-2.39)  |
| Dual                | -0.0063**<br>(-2.56)  | -0.0017<br>(-1.13)    |
| Mshare              | -0.0243***<br>(-2.67) | 0.0588**<br>(2.12)    |
| Eu                  | 0.0039***<br>(4.82)   | 0.0043***<br>(9.88)   |
| Top1                | 0.0000<br>(0.25)      | -0.0000<br>(-1.16)    |
| Roa <sub>t-1</sub>  | -0.0037<br>(-0.53)    | -0.0289***<br>(-3.45) |
| CF                  | 0.0656***<br>(6.40)   | 0.0346***<br>(6.33)   |
| Grow <sub>t-1</sub> | -0.0002<br>(-0.61)    | -0.0000<br>(-1.44)    |
| Constant            | 0.1664***<br>(5.17)   | 0.1865***<br>(12.06)  |
| Industry            | YES                   | YES                   |
| Year                | YES                   | YES                   |
| R <sup>2</sup>      | 0.101                 | 0.081                 |
| Adj-R <sup>2</sup>  | 0.0888                | 0.077                 |
| N                   | 3126                  | 7980                  |
| F                   | 8.546                 | 19.48                 |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

表 5.7 显示了在未预期薪酬分组下，产品市场竞争对薪酬攀比和非效率投资之间的调节效应。在未预期薪酬大于零的分组下，仅薪酬攀比一次项与产品市场竞争的交乘项（PB\*FHHI）显著为正，产品市场竞争的调节作用有限；当未预期

薪酬小于零，即实际薪酬低于预期薪酬时，薪酬攀比一次项与非效率投资的交乘项(PB\*FHHI)显著为正，薪酬攀比的平方项与非效率投资的交乘项(PB<sup>2</sup>\*FHHI)系数显著为负，表明产品市场竞争在未预期薪酬小于零时，调节效应显著，同时削弱了薪酬攀比对非效率投资的积极影响和消极影响。即在薪酬制度不完善、薪酬激励不充分时，薪酬收入与高管预期和企业发展水平差距较大，薪酬攀比与投资行为的关系更敏感，此时，产品市场竞争的调节效应更明显。这表明当产品市场竞争调节效应的体现，是在企业薪酬激励程度较低，薪酬制度不完善时，能更好的抑制薪酬攀比引起的投资行为偏差，弱化了薪酬攀比与非效率投资之间的关系，具有相应的治理作用，在一定程度上，拓展了因企业内部薪酬制度不完备的补偿机制。

表 5.7 未预期薪酬分组下：产品市场竞争的调节效应

| 变量                    | 未预期薪酬>0               | 未预期薪酬<0                |
|-----------------------|-----------------------|------------------------|
| PB                    | -0.0045<br>(-0.71)    | -0.0127***<br>(-4.39)  |
| PB <sup>2</sup>       | 0.0008<br>(0.37)      | 0.0032***<br>(3.91)    |
| FHHI                  | -0.0186<br>(-0.84)    | -0.0439***<br>(-2.95)  |
| PB*FHHI               | 0.0138**<br>(2.54)    | 0.0097***<br>(4.39)    |
| PB <sup>2</sup> *FHHI | -0.0032<br>(-1.54)    | -0.0017*<br>(-1.85)    |
| Size                  | -0.0044***<br>(-4.11) | -0.0082***<br>(-12.99) |
| Lev                   | 0.0022<br>(0.55)      | 0.0127***<br>(3.63)    |
| Independent           | 0.0181<br>(0.79)      | -0.0038<br>(-0.30)     |
| Board                 | 0.0013<br>(0.19)      | 0.0020<br>(0.56)       |
| Dual                  | -0.0060**<br>(-2.40)  | -0.0012<br>(-0.74)     |
| Mshare                | -0.0313***<br>(-3.35) | -0.0665<br>(-0.30)     |
| Eu                    | 0.0037***<br>(4.67)   | 0.0034***<br>(7.68)    |
| Top1                  | 0.0001<br>(1.09)      | 0.0001<br>(1.50)       |

续表 5.7

| 变量                  | 未预期薪酬>0             | 未预期薪酬<0               |
|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Roa <sub>t-1</sub>  | -0.0033<br>(-0.47)  | -0.0160***<br>(-3.13) |
| CF                  | 0.0646***<br>(6.31) | 0.0386***<br>(6.71)   |
| Grow <sub>t-1</sub> | -0.0002<br>(-0.67)  | -0.0000<br>(-1.54)    |
| Constant            | 0.1584***<br>(4.87) | 0.2021***<br>(12.60)  |
| Industry            | YES                 | YES                   |
| Year                | YES                 | YES                   |
| R <sup>2</sup>      | 0.104               | 0.112                 |
| Adj-R <sup>2</sup>  | 0.0911              | 0.106                 |
| N                   | 3126                | 7980                  |
| F                   | 19.02               | 8.171                 |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

## 5.5 稳健性检验

前文结果表明，薪酬攀比适度时，非效率投资水平随着薪酬攀比强度的增强而降低，当薪酬攀比超过临界值，即薪酬攀比过度时，非效率投资水平随着薪酬攀比强度的增强而提高。为了证实这种关系的可靠性，本文借鉴徐倩（2019）的做法，通过替换新增投资指标的方法，重新计算非效率投资水平，基于资产负债表，将新增投资定义为用企业当年度及前一年度固定资产、在建工程、工程物资、无形资产、开发支出、商誉等净额之和的差，重新计算残差得到新的非效率投资（Ine.Inv2），进行稳健性检验，具体结果见表 5.8 和 5.9。

表 5.8 中列示了假设 1 的稳健回归结果，假设 1 中在仅有薪酬攀比一次项的回归结果中，薪酬攀比与非效率投资成正相关，但并不显著，线性关系并不能解释二者之间的关系，加入薪酬攀比平方项之后，薪酬攀比一次项（PB）与非效率投资（Ine.Inv2）的系数为-0.0056，在 5%的水平上显著，薪酬攀比二次项（PB<sup>2</sup>）与非效率投资（Ine.Inv2）的系数为 0.0017，表明薪酬攀比与非效率投资是“U”型关系，通过对模型进行求导后可以得到“U”型顶点为 1.65，仍然处于样本区间内，表明薪酬攀比对非效率投资的影响仍然是非线性的，稳健性检验再次验证

了假设一，与前文一致。

表 5.8 假设 1 的稳健性检验

| 变量                  | 仅一次项回归                | 加入二次项回归               | 顶点左侧                  | 顶点右侧                  |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| PB                  | 0.0001<br>(0.21)      | -0.0056**<br>(-2.49)  | -0.0024<br>(-1.60)    | 0.0037**<br>(2.22)    |
| PB <sup>2</sup>     |                       | 0.0017***<br>(2.67)   |                       |                       |
| Size                | -0.0047***<br>(-9.35) | -0.0049***<br>(-9.60) | -0.0041***<br>(-7.21) | -0.0089***<br>(-8.11) |
| Lev                 | 0.0042*<br>(1.68)     | 0.0042*<br>(1.68)     | 0.0043<br>(1.39)      | 0.0069*<br>(1.70)     |
| Independent         | -0.0119<br>(-1.15)    | -0.0116<br>(-1.12)    | -0.0169<br>(-1.51)    | 0.0035<br>(0.14)      |
| Board               | -0.0071**<br>(-2.38)  | -0.0073**<br>(-2.43)  | -0.0075**<br>(-2.29)  | -0.0108<br>(-1.60)    |
| Dual                | -0.0034***<br>(-2.71) | -0.0033***<br>(-2.66) | -0.0033**<br>(-2.42)  | -0.0044<br>(-1.56)    |
| Mshare              | 0.0054<br>(1.06)      | 0.0057<br>(1.13)      | 0.0061<br>(1.14)      | 0.0046<br>(0.36)      |
| Eu                  | 0.0041***<br>(11.26)  | 0.0041***<br>(11.26)  | 0.0039***<br>(9.06)   | 0.0041***<br>(6.18)   |
| Top1                | -0.0001***<br>(-2.62) | -0.0001**<br>(-2.43)  | -0.0001***<br>(-2.65) | 0.0000<br>(0.37)      |
| Roat <sub>t-1</sub> | -0.0147***<br>(-2.92) | -0.0151***<br>(-3.01) | -0.0154***<br>(-2.73) | -0.0123<br>(-1.13)    |
| CF                  | 0.0431***<br>(9.14)   | 0.0427***<br>(9.06)   | 0.0442***<br>(7.76)   | 0.0412***<br>(5.14)   |
| Grow <sub>t-1</sub> | -0.0000<br>(-1.49)    | -0.0000<br>(-1.48)    | -0.000<br>(-0.08)     | -0.0000<br>(-1.10)    |
| Constant            | 0.1603***<br>(12.47)  | 0.1671***<br>(12.76)  | 0.1524***<br>(10.61)  | 0.2356***<br>(8.09)   |
| Industry            | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| Year                | YES                   | YES                   | YES                   | YES                   |
| R <sup>2</sup>      | 0.079                 | 0.079                 | 0.071                 | 0.137                 |
| Adj-R <sup>2</sup>  | 0.0759                | 0.0765                | 0.0679                | 0.123                 |
| N                   | 11106                 | 11106                 | 8657                  | 2449                  |
| F                   | 27.08                 | 26.54                 | 20.26                 | 9.719                 |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

表 5.9 列示了产品市场竞争对薪酬攀比和非效率投资关系的调节效应的稳健性检验，加入产品市场竞争与薪酬攀比的交乘项，均与薪酬攀比一次项和平方项的系数符号方向相反，表明产品市场竞争能够弱化薪酬攀比对非效率投资的“U”型影响。稳健性检验的结果通过，因此，可以认为以上结论具有可靠性。

表 5.9 假设 2 的稳健性检验

| 变量                    | Ine.Inv2               |
|-----------------------|------------------------|
| PB                    | -0.0121***<br>(-5.17)  |
| PB <sup>2</sup>       | 0.0033***<br>(4.67)    |
| FHHI                  | -0.0515***<br>(-2.76)  |
| PB*FHHI               | 0.0137***<br>(7.43)    |
| PB <sup>2</sup> *FHHI | -0.0034***<br>(-4.31)  |
| Size                  | -0.0045***<br>(-7.93)  |
| Lev                   | 0.0063**<br>(2.06)     |
| Independent           | -0.0058<br>(-0.57)     |
| Board                 | -0.0035<br>(-1.22)     |
| Dual                  | -0.0023*<br>(-1.78)    |
| Mshare                | -0.0048<br>(-0.87)     |
| Eu                    | 0.0039***<br>(7.03)    |
| Top1                  | -0.0000<br>(-0.49)     |
| Roat <sub>t-1</sub>   | -0.0157**<br>(-2.40)   |
| CF                    | 0.0425***<br>(5.69)    |
| Grow <sub>t-1</sub>   | -0.0000***<br>(-11.53) |
| Constant              | 0.1377***<br>(10.14)   |

续表 5.9

| 变量                 | Ine.Inv2 |
|--------------------|----------|
| Industry           | YES      |
| Year               | YES      |
| R <sup>2</sup>     | 0.087    |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.0840   |
| N                  | 11106    |
| F                  | 23.26    |

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

## 6. 研究结论、建议以及局限性

### 6.1 研究结论

本文在梳理和总结影响非效率投资因素的相关文献的基础上,从研究高管心理偏差的角度引入薪酬攀比的因素,通过整理筛选 2013-2019 年沪深 A 股的上市公司样本,通过在计量模型中增加薪酬攀比平方项的方式实证检验了薪酬攀比对非效率投资的影响,并通过求导计算出“U”型关系的顶点,再检验了产品市场竞争的调节效应。最后,结合薪酬激励程度,在进一步分析中以未预期薪酬为依据,分组检验薪酬激励程度对高管攀比行为的影响,为薪酬制度的设计提供新的思路。以下是本文的主要结论:

(1) 高管薪酬攀比与非效率投资之间呈非线性的“U”型关系。薪酬攀比行为能够造成不同的心理偏差,适度的薪酬攀比能够抑制非效率投资,此时非效率投资随着薪酬攀比强度攀升而降低,这一阶段,高管主要通过提升管理水平和业绩表现,实现薪资增长,薪酬攀比的影响后果具有积极性,但当薪酬攀比超过临界值之后,过度的薪酬攀比行为会增加非效率投资,高管认为低薪的主要原因是薪酬激励制度的不合理,选择背离企业整体利益的动机增强,不利于企业创造可持续价值。

(2) 产品市场竞争弱化了薪酬攀比对非效率投资的“U”型影响。在薪酬攀比适度区间,产品市场竞争可对低薪惩罚效应产生替代,而在过度薪酬攀比区间,市场份额争夺战激烈,经营失败风险显著增加,资源约束门槛更高,信息流动越自由,股东对高管的管理表现进行更严格的监督,且高管出于建立良好经理人声誉的需求,必须警惕职业更换风险,尽量避免因投资决策失误带来损失,产品市场竞争弱化了因薪酬攀比增加非效率投资的现象,约束了高管行为。

(3) 未预期薪酬能够缓解或放大因高管薪酬攀比造成的心理偏差。未预期薪酬为正,薪酬激励程度较高,缓解高管薪酬攀比的“不满”情绪,未预期薪酬为负,则放大了薪酬攀比的“落差感”,使薪酬攀比与非效率投资的“U”型关系更敏感,产品市场竞争的调节效应也更明显。因此,设计合理的薪酬激励制度具有重要意义。

## 6.2 相关建议

提高企业投资效率，避免企业资源浪费，提升长期价值是企业不断追求的目标，本文据研究结果分析，提出以下建议：

(1) 重视引起高管心理偏差的因素，增加对高管非理性行为的认识。近年来随着行为金融学研究的不断深入，影响高管心理状况的因素受到更多的重视。现实中，社会比较的偏好大量存在，人们通常会在同业或同岗中选择适当的参照对象进行对比，而这种比较可能带来积极或消极的心理认知，会产生相对的“满意”或“不满”情绪，进而影响人们的行为选择。由于高管直接参与企业的生产经营，当高管产生薪酬攀比行为，将自身收益与同行业可比公司高管收入进行对比后会产生不同的心理偏差，这种心理偏差将直接影响高管决策过程的客观性，所以了解由薪酬攀比行为可能造成的经济后果有助于评判高管投资决策的合理性，从而制定更具有针对性的监督管理政策，约束管理层的机会主义行为，减少高管谋取私人利益的渠道，降低非效率投资水平，保护股东和债权人的权益。

(2) 设计薪酬激励制度时引入合理参照体系，激发高管主动提升企业价值的能动性。现代企业管理中薪酬激励体系的建设还不完善，目前最常见薪酬制度多基于企业业绩表现，高管面临因企业业绩波动带来的收入不稳定风险，过分关注业绩提升将影响高管主动增加企业长期价值的能动性。因此，可以再设计薪酬时加入更多的参考体系，如以同行业在资产规模、市场占有、经营范围等相近的可比企业的薪酬体系为参照点，避免与可比企业高管薪酬差距过大，降低薪酬攀比带来的消极后果，使高管付出成本与获得收入的相匹配，提升高管对自身薪酬水平的公平认同感，提高企业的风险承担水平。此外，依据高管的能力差异和管理成果灵活调整薪酬，促进薪酬激励效果优化。

(3) 坚持充分竞争原则，继续提升企业披露信息的主动性。仅依靠外部市场竞争的治理效果有限，最终需要多方合力。企业应根据自身做出行业特点和市场集中度完善相关规章制度，优化投资效率，加强信息披露制度的建设，推进披露平台专业化、披露程序规范化、夯实披露内容，及时的将企业的优势信息传递给信息使用者，降低信息缺失的风险，减少因融资约束造成投资不足或缺乏信息造成的盲目投资，引导市场资源流动，加强企业之间的信息沟通，从而形成良性市场竞争的局面，优化市场资源配置。

## 6.3 研究不足与展望

本文提出并分析检验了薪酬攀比对非效率投资的影响是非线性的，以及产品市场竞争的调节作用，但是由于篇幅要求和学术能力的限制，本文尚存在一些不足之处，需要进一步的探讨，这也是未来研究可以深入的方向。

第一，薪酬攀比的概念较新，目前关于这方面的研究较少，衡量指标也相对较少，主要采用以货币薪酬为主，在区分经营规模和行业差异的基础上，构建薪酬攀比强度系数进行对比，虽然本文在控制变量上控制了权益性薪酬，但并未将在职消费等隐性薪酬纳入到薪酬攀比体系的考虑因素中，所以使用薪酬攀比系数具有一定局限性。此外高管的心理活动通常是比较复杂的，高管还可能对社会地位、声誉等其他因素进行攀比，因此在未来的研究过程中，可以结合这些因素，构建更加全面科学的薪酬攀比指标。

第二，本文丰富了影响非效率投资因素的相关文献，但基于篇幅限制，本文仅研究分析了薪酬攀比对非效率投资的非线性影响，研究表明，高管薪酬攀比的经济后果并非完全是消极的，因此，重视并了解高管因攀比行为造成的心理偏差有利于构建有效的激励机制。此外，非效率投资可能成为造成其他经济后果的途径，如高管薪酬攀比行为最终会通过筹资融资、研发活动、薪酬操纵等多种途径影响企业价值，未来的研究可以多从机制检验这一方面进行完善。

第三，本文的样本选择是沪深 A 股的上市公司，未将一些规模较小的非上市公司纳入样本量，因此本文的公司样本存在数据选择不太全面的问题，如果需要拓展现有结论，则需要进一步扩大样本量，使研究具有较高的普适性。

## 参考文献

- [1]Ahn, S., Denis, F., David, J. Internal capital markets and investment policy: Evidence from corporate spinoffs [J].*Journal of Financial Economics*,2001,71(3): 489-516.
- [2]Aivazian, V.A., Ge, Y., Qiu, J. Can corporatization improve the performance of state-owned enterprises even without privatization? [J].*Journal of Corporate Finance*,2005,11(5):791-808.
- [3]Almeida, H., Campello, M., Cunha, I. Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey [J].*Annual Review of Financial Economics*, 2014,6(1):135-162.
- [4]Bebchuk L A , Fried J M . Executive Compensation as an Agency Problem[J]. *Social Science Electronic Publishing*,2003,17(3):71-92.
- [5]Dittmar, A., Thakor, A.V. Why do firms issue equity? [J].*Journal of Finance*,2007, 62(1):1-54.
- [6]Fehr E, Zehnder H C, Hart O. Contracts, Reference Points and Competition —Behavioral Effects of the Fundamental Transformation [J].*Journal of the European Economic Association*, 2009,7(2-3):561-572.
- [7]Fong E A, Misangyi V F, Tosi H L. The Effect of CEO Pay Deviations on CEO Withdrawal, Firm Size, and Firm Profits [J].*Strategic Management Journal*,2010,31 (6):629-651.
- [8]Fulmer I S. The Elephant In The Room: Labor Market Influence On CEO Compensation [J].*Personnel Psychology* 2009,62(4):659-695.
- [9]Michael Faulkender, Jun Yang.Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups [J].*Journal of Financial Economics*,2010,2(1):257-270.
- [10]Gervais, S., Heaton, J.B., Odean, T. Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting [J].*Journal of Finance*, 2011, 66(5):1735-1777.
- [11]Hou K, Robinson D T. Industry Concentration and Average Stock Returns [J]. *Journal of Finance*,2006,61(4):1927-1956.

- [12]Kang, Q., Liu, Q., Rong, Q.I. Predicting stock market returns with aggregate discretionary accruals [J].*Journal of Accounting Research*,2010,48(4):815-858.
- [13]Laksmana I, Yang Y W. Product Market Competition and Corporate Investment [J].*Review of Accounting and Finance*,2015,14(2):128-148.
- [14]Lamont, O.A., Polk, C. Does diversification destroy value? Evidence from the Ind shocks [J].*Journal of Financial Economics*,2002,63(1):51-77.
- [15]Marco Pagano, Otto Randl, Ailsa A Röell, Josef Zechner. What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions [J].*European Economic Review*,2001,45(4):770-782.
- [16]Pindado, J., Torre, C.L. The role of investment, financing and dividend decisions in explaining corporate ownership structure: empirical evidence from Spain [J]. *European Financial Management*,2006,12(5):661-687.
- [17]Rajan, R.G., Wulf, J.Are perks purely managerial excess? [J].*Journal of Financial Economics*,2004,79(1):1-33.
- [18]Richardson S. Over-investment of free cash flow [J].*Review of Accounting Studies*,2006,11(2-3):159-189.
- [19]Risberg, M. Does earning quality matter for investment decision? Preliminary and incomplete [J].*Journal of Accounting & Economics*,2014,35(19):143-171.
- [20]Stoughton N M, Wong K P, Yi L. Investment Efficiency and Product Market Competition[J].*Journal of Financial and Quantitative Analysis*,2017,52(06): 2611-2642.
- [21]Vogt S C. The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms [J].*Financial Management*,1994,23(2):3-20.
- [22]Xie, W., Li, N., Wu, J. Disaster risk decision: A dynamic computable general equilibrium analysis of regional mitigation investment [J].*Human & Ecological Risk Assessment*,2015,21(21):81-99.
- [23]蔡吉甫.融资约束抑或代理冲突?上市公司非效率投资动因研究[J].*财经论丛*,2012(3):87-90.
- [24]程晋烽,赵继新.公司治理和财务报告质量对投资效率影响的实证分析[J].*统计*

- 与决策,2018(13):181-184.
- [25]戴书松,李婵婵.企业生命周期、攀比心理与盈余管理[J].2018(12):47-50.
- [26]窦欢,曾建光,王鹏.同业竞争、公司治理与投资效率[J].经济与管理研究,2018(4):110-121.
- [27]窦炜,刘星,安灵.股权集中、控制权配置与公司非效率投资行为——兼论大股东的监督抑或合谋?[J].管理科学学报, 2011(11):81-96.
- [28]方红星,金玉娜.公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J].会计研究,2013(7):63-69.
- [29]葛伟,高明华.职位补偿、攀比效应与高管薪酬差距——以中国上市公司为例[J].经济经纬 2013(1):94-98.
- [30]桂良军,郭馨楠.高管薪酬攀比与薪酬契约有效性[J].财会月刊,2018(6):110-117.
- [31]韩忠雪,祝小琴,王晓青.产品市场竞争、会计稳健性与企业投资效率[J].财会通讯,2019(24):18-24.
- [32]贺伟,蒿坡.薪酬分配差异一定会降低员工情感承诺吗——薪酬水平、绩效薪酬强度和员工多元化的调节作用[J].南开管理评论,2014(4):13-23.
- [33]江伟.行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析[J].金融研究,2010,(4):144—159.
- [34]姜凌,曹瑜强,廖东声.治理结构与投资效率关系研究——基于国有与民营上市公司的分析[J].财经问题研究,2015(10):104-110.
- [35]金静,汪燕敏.高管薪酬外部公平性、产权性质与企业风险承担[J].商业研究,2018(4):95-102.
- [36]靳光辉,刘志远,黄宏斌.投资者情绪与公司投资效率——基于薪酬激励与债务融资治理效应的实证研究[J].当代财经,2015(3):119-128.
- [37]荆龙姣.信息披露、产品市场竞争与投资效率的实证分析[J].统计与决策, 2017(13):173-176.
- [38]黎文靖,岑永嗣,胡玉明.外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J].南开管理评论 2014(4):24-35.
- [39]李健,吴昊,潘镇.民营企业薪酬攀比与企业管理效率研究基于管理层持股与产

- 品市场竞争的权变视角[J].南大商学评论,2018(41):110-132.
- [40]李青原,罗婉.财务报表重述与公司非效率投资行为[J].审计与经济研究,2014(5):48-58.
- [41]李维安,刘绪光,陈靖涵.经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论及实证分析[J].南开管理评论,2010(2):4-15.
- [42]刘汉民,刘艳秋,康丽群.攀比行为与高管薪酬——基于中国企业的实证分析[J].经济与管理研究,2014(10):60-65.
- [43]刘睿智.股权性质、非效率投资与债务融资约束行为关系的实证检验[J].统计与决策 2020(1):154-157.
- [44]刘维奇,张燕.外部薪酬攀比与企业绩效——基于管理层和普通员工双视角[J].中国软科学,2020(5):104-117.
- [45]刘晓华,张利红.产品市场竞争、会计信息质量与投资效率[J].中央财经大学学报,2016(9):57-72.
- [46]刘艳霞,祁怀锦.管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应[J].会计研究,2019(4):43-49.
- [47]刘长进,杨汉明.论高管外部薪酬差距与投资效率的非线性关系[J].财会月刊,2019(6):35-45.
- [48]柳建华,卢锐,孙亮.公司章程中董事会对外投资权限的设置与企业投资效率——基于公司章程自治的视角[J].管理世界,2015(7):130-142.
- [49]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.
- [50]罗付岩.成长机会、自由现金流和企业投资效率[J].会计之友,2013(11):46-51.
- [51]罗宏,曾永良,宛玲羽.薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J].南开管理评论,2016(2):19-31.
- [52]罗宏,曾永良.高管薪酬攀比与企业避税[J].中南财经政法大学学报,2018(2):3-13.
- [53]罗华伟,宋侃.高管薪酬外部公平性与企业绩效关联性研究——来自中国 A 股上市房地产公司的证据[J].软科学,2015(1):6-10.
- [54]聂晓,李雨欣.产品市场竞争、管理层薪酬激励与过度投资[J].财会通

- 讯,2014(27):78-81.
- [55]任广乾,周雪娅,刘莉,田霄璇.高管薪酬、攀比效应与代理成本[J].中央财经大学学报,2020(7):71-78.
- [56]申慧慧,于鹏,吴联生.国有股权、环境不确定性与投资效率[J].经济研究,2012(7):113-126.
- [57]宋常,赵懿清.地区性行政垄断、产品市场竞争与投资协同效应[J].山西财经大学学报,2011(5):52-59.
- [58]汤建洋,黄东风,姜薇.高管薪酬激励、内部薪酬差距与企业信息透明度[J].南方金融,2019(1):28-39.
- [59]唐雪松,郭建强.基于自由现金流代理成本假说的投资行为研究[J].证券市场导报,2007(4):62-68.
- [60]王靖宇,张宏亮.产品市场竞争与企业投资效率:一项准自然实验[J].财经研究,2019(10):125-137.
- [61]王茂林,何玉润,林慧婷.管理层权力、现金股利与企业投资效率[J].南开管理评论,2014(2):13-22.
- [62]王素玲,靳珊珊,张东旭.高管薪酬攀比行为会提高企业风险承担水平吗[J].郑州航空工业管理学院学报,2019(10):42-54.
- [63]王铁媛.管理层权力、自由现金流与投资效率[J].财会通讯,2016(9):52-54.
- [64]王章渊,刘美纯.谁才是避税行为的始作俑者? [J].财会通讯,2019(15): 119-122.
- [65]夏晗.高管海外背景对企业非效率投资影响的实证检验[J].统计与决策,2019(16):184-188.
- [66]辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资[J].经济研究,2007,(8):110-122.
- [67]徐光伟,刘星.基于内生视角的高管薪酬激励与公司资本投资研究[J].上海经济研究,2014,(5):56-65.
- [68]徐细雄,谭瑾.高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果:基于行为经济学的理论解释与经验证据[J].南开管理评论,2014(4):36-45.
- [69]徐晓东,张天西.公司治理、自由现金流与非效率投资[J].财经研究,2009(10):47-58.

- [70]徐一民,张志宏.产品市场竞争、政府控制与投资效率[J].软科学,2010(12):19-23.
- [71]杨继伟,于永婕.产品市场竞争、债权治理与投资效率[J].会计之友,2016(12):75-79.
- [72]伊志宏,姜付秀,秦义虎.产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J].管理世界,2010(1):113-141.
- [73]尹玉刚.风险资本参与、自由现金流与企业投资效率[J].金融发展研究,2017(3):9-17.
- [74]喻坤,李治国,张晓蓉,徐剑刚.企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J].经济研究,2014(5):106-120.
- [75]袁卫秋,融资约束、投资效率与现金持有价值[J].天津财经大学学报,2014(3):75-84.
- [76]张功富.政府干预、政治关联与企业非效率投资——基于中国上市公司面板数据的实证研究[J].财经理论与实践,2011(3):24-30.
- [77]张新民,张婷婷,陈德球.产业政策、融资约束与企业投资效率[J].会计研究,2017(4):12-17.
- [78]张亦春,李晚春.货币政策与上市企业投资效率——基于未预期的风险投资和机构投资者的研究[J].厦门大学学报,2015(1):90-98.
- [79]张宗益,郑志丹.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):119-126.
- [80]赵立彬,杨丽娇.薪酬攀比幻觉、晋升激励与公司并购[J].南方金融,2019(6):74-81.
- [81]周松.财务报告质量能够提高企业投资效率吗?[J].南京审计大学学报,2016(4):76-87.
- [82]朱顺和,孙穗.企业社会责任、财务报告质量与投资效率——基于沪深上市制造业公司的实证研究[J].技术经济与管理研究 2019(9):67-72.
- [83]朱晓琳.管理层权力、高管—员工薪酬差距与企业风险承担[J].财会通讯,2018(12):70-75.

## 后 记

三年的研究学习渐至收尾，那些记忆深刻的瞬间、曲折前进的过程、历久弥新的记忆将伴随着我以后的生活。在学习专业理论的过程中，晨曦伴读，月夜疾书，虽遇困难和挫折，但都能逐一克服，相应的也锻炼和提升了自已的专业能力和心理素质，一路上的欢声笑语与迷惘困惑在此刻都化为临别的不舍，朴素的言辞难以表达深切的感激！每个这样学习的日夜皆积水成渊，意义非凡。我满怀对未来的期待，承载着老师的期待与同学的祝福，即将踏入新的旅途。

首先，我要感谢我的导师！幸运如我，良师引路！袁老师殚见洽闻、深藏若虚，是我终身学习的榜样！在袁老师的课堂中学到了非常多实务知识，加深了我们对于遵守职业道德的理解和对会计专业的认知。在论文的构思、写作以及修改的全过程，袁老师对我悉心耐心指导，把握论文的写作方向，指出我在写作方面存在的不足之处，从开题、初稿到最终定稿，袁老师一直指导我进行相应的修改，规范我的写作内容。对此，我的心中充满感恩！

其次，我要感谢我的同学，师门同学间的相互帮助、宿舍同学之间的相互关心、同班同学间的加油打气，还有师姐对我的莫大帮助，这些都是支持我努力完成学业的动力，我有幸见识到前人的经验和智慧，更在十四亿分之几的概率下遇到了新的朋友。相遇青涩，相别成熟，即使分离也怀着对彼此未来的深切祝福，这份珍贵的感情永不消散！

再次，我要感谢我的家人，陪伴长情，无言付出，他们是我坚强的后盾，迷惘之际，总会想起他们期待的目光，让我学会坚强自立，坚定地朝着自己的路走下去，对于他们的无私付出，我唯有更加努力方可孝养其志。

最后，再次感谢所有帮助过我的所有良师益友！让我不仅感知了治学唯严、业广唯勤的道理，更体会到不忘初心、方得始终的哲理。我相信，终身学习方是学习的常态，此刻的终点是未来的新起点，我将永远保持学习的态度与习惯，在未来的工作中脚踏实地，虚心求教。长路漫漫，唯有奋斗！