

管理防御、晋升激励与企业现金持有价值

叶松勤¹, 凌 方¹, 廖飞梅²

(1. 江西师范大学财金学院, 江西 南昌 330022; 2. 东北财经大学会计学院, 辽宁 大连 116025)

摘 要: 文章选择2004~2016年中国沪、深两市的公司数据, 就管理层防御行为对公司现金持有价值的效应进行实证分析。结果发现, 在现金持有行为中, 中国上市公司普遍存在因管理防御而产生的代理问题, 并且管理层防御程度越高, 企业持有现金的价值越低; 与民营企业相比, 国有企业的经营者管理防御行为对公司现金持有价值的损害更为显著。进一步研究表明, 晋升机制对公司高管具有显著的正面激励效应, 能有效制约经营者管理防御的机会主义行为损害公司持有现金的价值, 同民营企业相比, 晋升机制对国有企业高管的激励效果更为显著。本文为晋升激励有效缓解管理防御代理问题提供了经验证据。

关键词: 管理防御; 晋升激励; 现金持有价值

中图分类号: F275.8

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2018)11-0074-11

一、引 言

企业在本质上就是一系列契约的组合(Jensen & Meckling, 1976; Bowen et al., 1995)^{[1][2]}, 而这个契约集合最重要的体现为人力资本, 特别是经理人才这种特殊人力资本与非人力资本共同缔结的合约。Stigle & Friedman(1983)基于人力资本与非人力资本视角, 将企业看作是管理者人力资本及其产权与财务资本之间的合约^[3]。高管人员凭借其优于普通人的能力及信息优势, 能够对稀缺资源进行有效判断与协调, 使资源得到有效的配置。正因为如此, 经营者的人力资本能够保障公司非人力资本的保值、增值及扩张。经营者是公司价值的重要决定变量(李新春等, 2006)^[4], 在日常经营过程中, 他们往往会存在管理防御的机会主义行为。所谓管理防御是指经营者在职业生涯中受到来自企业内外部的压力与威胁时, 选择固守职位并力求使自我效用达到最大化的行为(叶松勤, 2013)^[5]。

经营者作为现代公司最宝贵的人力资本, 其才能的发挥程度是现代公司发展的关键所在, 而要充分发挥其才能, 就必须赋予其对企业的剩余控制权与剩余索取权, 以实现经营者才能与其权利的匹配(Steven & Stromberg, 2001)^[6]。经营者是企业资源的决策者、组织者与指挥者, 企业的命运同高管行为紧密相关, 然而作为理性人, 他们天然具有最大化自身效用的动机, 一旦获得公司控制权, 代理问题就难以避免(叶松勤, 2013)^[5]。因此, 如何设计有效的高管激励契约, 使股东目标与高管个人目标相耦合, 从而实现经理人和股东双赢是高管激励的关键。高管激励约束机制合理与否将对公司高管决策乃至公司命运产生直接影响。经理人与股东之间的委托-代理关系是现代公司

收稿日期: 2018-01-12

基金项目: 江西省社会科学规划项目(14GL52)

作者简介: 叶松勤(1973-), 男, 江西九江人, 江西师范大学财金学院副教授, 博士; 凌方(1991-), 男, 安徽铜陵人, 江西师范大学财金学院硕士生; 廖飞梅(1979-), 女, 江西新余人, 东北财经大学会计学院博士生。

的重要契约,其核心问题是股东如何选择、激励与约束经理人。对于现金流权(或称所有权)与经营权相分离的现代公司,作为代理人的经营者与作为委托人的股东之间的效用函数常常并非完全一致,由于两者之间的契约不完全以及信息不对称,必然会产生“内部人控制”现象,由此产生的代理问题会严重损害股东的利益。而现实中有很多公司治理机制能缓解此类代理问题,高管激励机制便是其中最为重要的一种。

企业高管激励机制的设计一直成为国内外政府监管部门、实业界与学术界探讨的热点。早在二十世纪初英美国家就已实施了基于会计利润业绩的管理层薪酬契约制度,希望能激励高管以提高企业绩效、提升股东价值为工作目标。然而在二十世纪末、二十一世纪初期,世界范围内上市公司的财务丑闻持续不断,尤其是安然、世通等大公司频频冒出的财务丑闻,暴露公司高管为谋求个人私利、获取高额薪酬而操纵盈余,致使公司几百亿美元的巨额财富一夜间化为乌有。这些接二连三出现的公司财务丑闻,不断挑战公众敏感的神经,造成低收入行业社会成员的心理失衡(聂剑, 2016)^[7],使政府监管部门、学界和业界对基于会计利润业绩的管理层薪酬机制提出质疑。

为了避免经营者的逆向选择和道德风险,缓解现代企业中因两权分离所带来的一系列代理问题,需要两类机制对经营者进行激励与约束:一类是显性激励,以薪酬和股权为表现形式;另一类是隐性激励,包括在职消费、职位晋升、精神激励、声誉激励、成就感激励、情感激励以及更换威胁等多种非物质形式。事实上,由于精神、声誉、成就感、情感以及更换威胁等在现实中无法量化或者难以操作,因此我们在设计激励机制时没有考虑这些隐性激励形式。现有文献对薪酬激励、股权激励、在职消费以及高管更换进行了较为深入的研究(Morck et al., 1988; 杨志强等, 2016)^{[8][9]},而对晋升激励的研究相对薄弱,这为本文研究提供了契机。

本文的贡献在于:(1)基于管理防御视角,考察公司高管出于维护自身职位、固守防御的机会主义动机而采取的利己行为,对现金持有价值的影响效应,深化了现金持有价值方面的研究;(2)为了抑制管理防御行为的负面效应,文章从公司治理视角,研究高管晋升激励对公司持有现金的价值效应,有助于全面认知晋升机制的治理效应,为政府监管的政策取向和企业晋升机制设计提供参考。

二、文献回顾与研究假说

(一)管理防御与现金持有价值

根据自由现金流代理成本假说,企业经理人常常会通过增持其控制下的现金来谋求自身利益(Jensen, 1976)^[1]。当企业高额持有自由现金时,其管理层更可能依据自身意愿构建企业帝国(Empire building)而投资于净现值为负的项目,或易于直接侵吞、挪用现金资产等管理防御的机会主义行为,从而必然会损害公司现金持有价值(Dittmar & Smith, 2007; 杨志强等, 2016)^{[10][9]}。

在分析高管薪酬对企业资本结构的影响时,发现管理防御现象在我国上市公司中普遍存在。Myers & Rajan(1998)认为,现金较其他资产更易于被管理层所侵蚀。因为它能被管理层以更为低廉的成本转化为私人利益,从而更容易诱发公司高管利用现金从事牟取私利的管理防御行为,这对企业现金持有决策的有效性产生极其重要的影响^[11]。现金是所有资产中流动性最强的资产,公司大量持有这种变现能力极强的资产,将会极大提升管理层掌控公司资源的能力,由此引发的委托代理问题更为突出(叶松勤, 2013)^[5]。在两权分离的现代企业中,委托人与代理人的目标函数往往不一致,加之契约不完全和信息非对称,导致作为委托人的所有者对拥有公司控制权的经理人的全面监控难度加大,具有信息优势的经理人往往处于有利地位,因此他们常常会基于自我私利的防御动机来进行公司财务决策,而现金持有决策,是现代公司最重要的决策之一。特别是对于流动性

极强的资金,其财务灵活性最大,经理人财务决策会严重影响企业资金的运作效率,若企业经理人防御度越高,那么其资金运作效率则会较低,以致会降低其增持额外资金的边际价值;若经理人管理防御度较低,那么公司的资金使用效率会较高,以致其增持额外资金的边际价值亦会较高。

现金持有价值除了与企业财务特征有关外,还会受企业制度背景的影响。长期以来,中国国有股权的所有者缺位、政府的薪酬管制以及国有企业服务于政府的多元化目标,从而导致企业价值最大化的目标被严重异化,而且外部治理机制还很不成熟,如公司控制权市场、产品竞争市场、民间审计市场、资本市场等外部约束机制还尚欠发达,导致难以对国企高管进行有效的权力监督与制衡。在这样的一种制度背景下,国有企业经理人的管理防御现象较民营企业更严重,从而更可能制造“损害现金持有价值”的机会主义行为。而民营企业的“所有者在位”并牢牢主宰着公司控制权,这在一定程度上可缓解管理层防御问题,从而有利于减少经理人管理防御行为对现金持有价值的损害。由此,我们提出如下研究假说 H1:

H1: 经理人的管理防御度对现金持有价值产生负面影响,并且同民营企业相比,其程度在国有企业可能更为显著。

(二) 晋升激励与公司现金持有价值

晋升激励(Tournament Incentive),是企业通过职位升迁将业绩更好的高管人员提拔到更高职位,以此来激励高管人员努力减少代理成本、提高企业绩效。高管晋升可获得的好处包括薪酬增加、在职消费增多、成就感增强、更多的机会、更大的权力以及身份荣耀等众多方面(Jensen et al., 1976; 陈信元等, 2009)^{[1][12]},这些好处与高管的年薪报酬激励相比也毫不逊色。因此,高管晋升亦是一种相当重要的隐性激励机制(Haß, Müller and Vergauwe, 2015; 张洪辉和章琳一, 2017)^{[13][14]},对企业绩效能够产生显著的正向作用(徐细雄, 2012)^[15]。内部晋升的激励效应主要体现在,职位升迁需要以长期绩效与团队成员的普遍认同为基础,因而其激励效果是长期的且具有扩散效应,对激励高管努力经营,促进公司持续发展,发挥着重要作用。

Lazear & Rosen(1981)的锦标赛理论认为,若团队中成员的业绩均能够准确度量,监督是可信的且成本低廉,那么可依据高管的边际产出确定其薪酬,此时,基于绝对业绩导向的薪酬激励是有效的^[16]。然而,现实中高管团队合作已成为企业的常态,这使得度量团队内单个成员的业绩变得极其困难,导致内部成员偷懒或“搭便车”的机会主义行为增强,监控成本自然增加。此时,将高管边际产出作为决定其薪酬的要素已经不再具可行性,基于单个成员的绝对业绩基础的薪酬机制难以有效运行,而适当拉大高管团队内的薪酬差距以实现足够的锦标赛激励目的则变得更为有效(林浚清等, 2003)^[17]。显然,高管薪酬差距在本质上就是一种晋升激励:因为团队成员的职位升迁,会带来更大程度的薪酬增长。

薪酬激励(salary incentive)与晋升激励(promotion incentive)的主要差异体现在二者业绩基础截然不同。前者是以高管人员的绝对业绩为基础的,而后者则更多是建立在高管人员的相对业绩基础上,即只要能够可靠度量高管人员之间的业绩排序而不是具体的绝对业绩,晋升机制就能够产生作用。由于晋升机制主要依赖相对业绩,纵然公司经营受到较大冲击、财务业绩的噪音较大,也依然有效。正如Milgrom & Roberts(1992)所指出的那样,当绝对业绩的噪音较大或者缺乏绝对业绩信息时,薪酬激励显著低效,然而,晋升机制仍然能够发挥积极的激励效应^[18]。

Lazear & Rosen(1981)的理论研究表明,作为薪酬激励的一种替代机制,晋升激励可弥补企业薪酬契约的不足,在激励企业高管努力经营、提升企业业绩方面可以发挥很大的作用,尤其是当会计业绩的噪音较大时更是如此^[19]。这已得到众多经验证据的支持,Mobbs & Raheja(2008)的经验证据表明,职位晋升与薪酬激励之间确实存在替代效应,当其中一种激励机制出现激励不足或缺失时,那么就会产生对另一种激励机制的强烈需求^[20];Kale et al.(2009)发现,晋升机制具有激励效应,对

企业绩效产生显著的积极影响^[21]。晋升机制给予经理人对未来拥有更多报酬的心理预期,从而有利于引导经理人更加努力工作,能够产生长期激励效果。晋升机制也有利于约束经营者管理防御的代理行为,提高公司的生产效率(Bing Han et al., 2009)^[22]。由此可以推测,职位晋升对企业绩效产生显著的正面激励效应,能有效制约经营者管理防御的机会主义行为对公司现金持有价值的损害。

随着企业竞争的加剧和经营风险的上升,高管的绝对业绩度量噪音较大、监督成本增加,晋升激励在两类不同产权公司中都将变得更为有效。然而在不同的制度背景下,政治晋升的激励效应可能存在明显差异。就西方发达国家而言,企业薪酬的激励效应显著强于晋升激励。这主要是因为这些发达国家的国有企业很少,民营企业仅有非 CEO 高管升迁到 CEO 的晋升情况,而处于管理金字塔最顶端的 CEO 不再具有晋升空间。然而,中国企业尤其是国有企业非常特殊,不仅其非 CEO 高管能够升迁为 CEO,而且 CEO 还可以提拔到其他级别更高的国有公司任职,甚至荣升为政府要员。同时,由于受到薪酬管制,导致国企高管人员基于市场化薪酬机制的激励效应受到抑制,因而对职务晋升及其附带的灰色收入、隐性消费、身份荣耀、权力满足等替代性激励的依赖性更加增强(陈信元等, 2009)^[12]。正因为如此,中国国有企业有别于其他发达市场,其晋升机制以较强的激励效应弥补了薪酬激励的不足,因而政治晋升在中国国有企业中显得尤为重要(王曾等, 2014)^[23]。相对于关注经济利益的私人产权来说,国企高管更可能关注其所控制的企业为自身带来的职位晋升和政治收益。这说明,晋升激励对国企高管的激励强度比民营企业更大。

与国有企业承担政府的多元化职能不同,中国民营企业只是追求公司价值极大化的市场主体,受政府的直接干预较小,其薪酬契约更加市场化,正如徐细雄(2012)所指出的,“中国民营企业已基本建立起基于市场化的薪酬契约”^[15]。由此可见,中国民营企业的高管薪酬基本上体现了其人力资本的市场价值,因此薪酬机制对民企高管具有较强的激励效应。而且,民企高管作为“体制外”人群,很难有机会晋升至政府部门任职,因而他们对晋升的政治诉求的热衷程度显著低于国企高管。由此可推知,同民营企业相比,晋升激励对国企高管的激励效应更为显著。

以上研究表明,职位晋升对高管能够产生显著激励效率,因为非 CEO 高管向 CEO 晋升不仅意味着更高薪酬、更大权力、更多在职消费、更高社会地位以及成就感增强,或许还有不同程度的权力腐败机会等(陈信元等, 2009)^[12]。并且其激励效应在国企尤为明显,因为国企高管不仅能晋升至更高级别的公司职位,还能荣升为政府官员,仕途空间广阔。由此推知,国有企业的高管比民营企业具有更多的晋升机会,从而晋升机制对国企高管的激励强度更大。依据上述分析,提出假设 2:

H2: 职位晋升对公司高管具有显著的激励效应,它有利于制约经营者管理防御的机会主义行为,从而能够显著提高公司现金持有价值;同民营企业相比,职位晋升对国有企业高管的激励效果可能更为显著。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

国资委于 2004 年 6 月出台《中央企业负责人薪酬管理暂行办法》,标志着国企高管薪酬同经营绩效挂钩正迈向规范化道路,因而从 2004 年开始上市公司财报中高管薪酬的数据披露得比较规范。基于此,本文以 2004~2016 年间 A 股上市公司为考察样本,在这基础上,还进一步剔除以下样本:(1)剔除金融类公司的样本;(2)剔除 ST、PT 公司以及亏损公司的样本;(3)对主要连续变量按 1% 进行了 Winsorize 处理;(4)剔除研究所需的报酬数据、公司治理数据等缺失的样本。经过上述筛选,最后得到的样本共有 6583 个观测值。数据处理的统计软件为 SAS9.1。文中经营者背景变量数据系来自 CSMAR 数据库中对高管简历的手工收集所得,在职消费变量数据系参照王曾等(2014)的

做法^[23]，从公司年报附注中手工收集整理而成，其他数据直接来源于 CSMAR、CCER 数据库。

(二) 模型构建与变量说明

1. 管理防御程度的度量

如何来衡量管理防御程度是国内外学者分析经营者管理防御的机会主义行为时所面临的最为棘手的问题之一，现有研究常常使用单一变量作为管理防御水平的替代变量。然而管理防御行为主要是反映管理者深层次的内心需求及想法，单一指标通常无法全面揭示高管防御行为的真实特征，从而本文构建多维度综合指标——管理防御度(GFI)来表征经营者管理防御水平，GFI 值越大，表征经营者管理防御程度越强。学者们发现教育、工作经历、年龄、学历等背景特征对经营者决策产生极大的影响。还有学者发现公司的高管薪酬、董事会结构及内部治理机制对高管的防御行为亦会产生重大影响，并进一步发现管理防御程度较强，代理成本更高。因此，本文在构建经营者管理防御度时亦考虑了以上因素的影响。

基于前文分析，我们构建经营者管理防御度(GFI)的具体思路为：从上述对管理防御现象产生影响的众多因素中，选取相对更为重要影响的多维变量，对每一变量的影响权重以同一权重处理，给这些变量赋值并标准化处理后计算其均值，这样便得到一个综合指标——管理防御度(GFI)，以衡量经营者的管理防御程度。具体变量计算说明如表 1 所示。

表 1 管理防御程度(GFI)的变量界定

GFI 的影响因素	GFI = (BJ + ZH + KZ) / 3		
	名称	界定	参考文献
高管背景特征(BJ)	年龄	经营者年龄 X(岁)：当 $X \leq 30$ 、 $30 < X \leq 40$ 、 $40 < X \leq 50$ 、 $50 < X \leq 60$ 、 $X > 60$ 时，分别取值 0、1、2、3、4	Hambrick & Mason (1984)
	任职时间	经营者在本公司任现职时间，任职不足 3 年取 0；任职等于或超过 3 年取 1	Camelo et al. (2005)
	学历	中专学历及其以下、专科学历、本科学历、硕士学历、博士学位，分别取值 4、3、2、1、0	NOD Ellili(2006)
	专业背景	所学专业为财经类的，取值为 0，非财经专业的取值为 1	Bantel & Jackson(1989)
高管工作转换成本(ZH)	高管薪酬	以金额最高的前三位高管的薪酬均值来表征	辛清泉和谭伟强(2009)
	在职消费	以现金流量表附注披露的办公费、招待费、差旅费、董事会费、会议费、出国培训费、小车费及通讯费等八项费用替代	陈冬华等(2005)
高管控制权(KZ)	二职合一	总经理与董事长二职重合时取 1，否则为 0	Buyl et al. (2010)

注：高管背景特征(BJ)是分别对经营者的年龄、任职时间、学历、专业背景等变量分类赋值并加总，从而形成的新变量；赋值越大，则经营者的防御程度越强；工作转换成本(ZH)以显性激励的薪酬及隐性激励的在职消费替代，转换工作成本 \geq 均值时取 1，否则 0。

2. 模型设定

首先，为了考察管理防御与公司现金持有价值之间的关系，文章借鉴 Dittmar & Smith(2007)的研究^[10]，对现金价值模型进行了拓展，构建了基本模型(1)：

$$SY_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta C_t + \alpha_2 GFI_dum_t \times \Delta C_t + \alpha_3 GFI_dum_t + \alpha_4 C_{t-1} + \alpha_5 C_{t-1} \times \Delta C_t + \alpha_6 \Delta E_t + \alpha_7 \Delta NC_t + \alpha_8 NF_t + \alpha_9 \Delta I_t + \alpha_{10} \Delta D_t + \alpha_{11} Lev_t + \varepsilon \quad (1)$$

其次，为了验证晋升激励是否能够对管理防御行为进行有效的激励约束，我们在模型(1)基础上加入了晋升激励变量 *Prom* 及交叉项 *Prom* × *MED_dum* × ΔC ，构建了模型(2)：

$$SY_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta C_t + \alpha_2 GFI_dum_t + \alpha_3 GFI_dum_t \times \Delta C_t + \alpha_4 Prom_t \times GFI_dum_t \times \Delta C_t + \alpha_5 Prom_t + \alpha_6 C_{t-1} + \alpha_7 \Delta NC_t + \alpha_8 \Delta E_t + \alpha_9 NF_t + \alpha_{10} \Delta I_t + \alpha_{11} \Delta D_t + \alpha_{12} C_{t-1} \times \Delta C_t + \alpha_{13} Lev_t + \varepsilon \quad (2)$$

3. 变量定义

上述模型(1)和模型(2)中涉及的变量定义如下:(1)因变量(SY)。因变量SY为股票报酬率,表征公司的价值效应,我们以市场调整法计量因变量(SY),即将每一股票的实际报酬率减去市场调整的报酬率来测度。虽然国内外众多文献参考 Dittmar & Smith(2007)的做法来计量现金持有价值^[10],然而,它们并未考虑因市场风险而导致的公司价值效应。基于此,本文借鉴叶松勤(2013)的做法^[5],采用考虑风险因素的市场调整法来估算股票报酬率(SY)。

(2)解释变量。管理防御度(GFI),是反映管理者防御水平的指标。在模型回归中,我们采用哑变量GFI_dum放入模型,当GFI指数大于其中位数时,GFI_dum取1,否则取0。现金资产(C)为公司现金持有量,以货币资金与短期投资之和表示。考虑到公司现金持有量对公司价值的影响可能具有时间上的滞后效应,故此在模型中对现金持有水平变量(C)进行滞后一期处理为 C_{t-1} 。 ΔC 表征现金资产(C)的变化值,其模型系数反映公司现金变化所导致的价值效应。

Prom表示晋升激励。在这里,我们仅考察上市公司高管人员从非CEO高管升迁为CEO(即总经理^①)的内部晋升,而CEO进一步荣升为政府官员因数据搜集困难,留待后续研究。晋升激励强度是指高管人员因晋升而带来的新增利益的大小。正如前文述及,尽管职位晋升不仅意味着更高的薪酬,而且附带灰色收入、权力欲的满足、荣誉感,甚至权力寻租机会等其他好处,然而由于数据难以获取抑或计量方面的困难,因而,我们仿效张兆国等(2013)的做法^[24],仅以高管晋升所获得的货币薪酬的增加额作为高管晋升强度的替代变量。基于此,我们以非CEO高管晋升为CEO这一晋升前后的薪酬差距,表征高管晋升激励强度Prom,具体测量指标为^②: $Prom_core = CEO \text{ 薪酬} - (\text{薪酬最高的前三名高管薪酬} - CEO \text{ 薪酬})/2$ 。出于稳健性考虑,在后文的敏感性测试中,我们还使用以下指标来测量晋升激励强度: $Prom_all = CEO \text{ 薪酬} - (\text{高管团队的薪酬总额} - CEO \text{ 薪酬})/\text{非CEO 高管人数}$ 。

(3)控制变量。 ΔE 表示营业利润变化,该变量用以控制公司的盈利能力变动所引起的价值效应; ΔI 、 ΔD 、 NF 分别表示利息、股利以及筹资额的变动,它们用以控制公司融资策略变化所带来的价值效应,其中 ΔI 用财务费用的变动来度量, ΔD 用应付股利的年末数与其年初数之差来衡量, NF 以公司筹资活动的现金净流量度量; ΔNC 表示非现金资产变化,用以控制变动投资策略所造成的企业价值效应;Lev为财务杠杆,以控制资本结构对公司的价值效应。

交叉项 $GFI_dum \times \Delta C$,是为了考察管理防御行为对现金持有价值的影响。基于此前理论分析可知,管理层防御行为会损害公司的现金持有价值,从而预期模型(1)中 $GFI_dum \times \Delta C$ 这一交叉项系数 α_2 显著小于零。引入 $C_{t-1} \times \Delta C_t$ 这一交叉项,是为了考察公司持有不同现金水平下,其增持现金对企业价值的影响。而模型(2)中引入交叉项 $Prom \times GFI_dum \times \Delta C$,以验证晋升激励机制能否抑制经营者管理防御的机会主义行为,以激励其努力提高公司业绩,减少代理成本,从而减少经营者代理问题对现金持有价值的损害。根据前述假设,我们预期交叉项 $Prom \times GFI_dum \times \Delta C$ 回归系数显著为正。

模型中除变量GFI_dum、Lev外,其余财务变量均除以年初权益市值以消除公司规模的影响。同时,模型中还对年度(Year)、行业(Ind)的影响进行了控制。

① 因为西方的CEO职能与中国的总经理更接近,参照Chen & Wang et al. (2004)和李焰等(2011),我们将总经理界定为公司CEO;也有少量研究将董事长界定为上市公司CEO,但不少上市公司董事长还同时在其他单位任职而在本公司不拿薪酬或只拿部分薪酬,显然,将董事长界定为CEO不符合本文研究目标。文中的经理人、经营者界定为CEO。

② 晋升激励指标也要经年初市场价值平减,以消除公司规模的影响。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 2 为主要变量描述性统计(相关变量已用年初权益市值 MV 进行了标准化处理)。从表 2 易见,三组样本(全样本、国企、民企)的股票报酬率(SY)的均值数据是 0.0019, 0.0016, 0.0031, 这与理论上其值应为零略有偏差,究其原因可能是整理数据时剔除了一些变量的极端值,而非所有数据取平均值的结果。这三组数据中 SY 的中位数全部小于零,显示出大部分企业的股票报酬率小于行业均值。从表 2 还看到,国企股票报酬率比民企更低,这一结果的原因可能是“国企比民企存在更严重的委托代理冲突”。从管理防御度(GFI)的全样本来,其均值、中位数分别是 0.3491、0.3905,这说明样本公司中管理层防御现象呈现递增趋势,管理层防御的机会主义行为不可小觑;国企样本中,GFI 的均值和中位数分别为 0.4910 和 0.5141,民企样本中,GFI 的均值和中位数分别为 0.2207 和 0.3389,这一数据说明,与民企相比,国企的管理防御现象更为严重。高管晋升激励(Prom)的全样本均值为 0.16%,还原为原始的 CEO 与非 CEO 高管之间薪酬差距为 10.69 万元,这表明职位晋升体现出更大的薪酬增长;并且国企高管晋升激励的均值(0.0017)显然高于民营企业(0.0014),这表明晋升机制对国有企业高管的激励强度比民营企业更大。 ΔC_t 的三组样本(全样本、国企、民企)均值、中位数都大于零,这一结果表明,大部分企业的现金持有水平呈递增趋势,并且国企的现金持有水平比民企增加更快。

表 2 研究变量描述性统计

变量	样本分组	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
股票报酬率指标	SY 全样本	6583	0.0019	0.5833	-0.058	-1.6801	5.9427
	SY 国有企业	3635	0.0016	0.3797	-0.0691	-1.2695	3.6206
	SY 民营企业	2948	0.0031	0.6054	-0.0473	-1.6801	5.9427
管理防御程度指标	GFI 全样本	6583	0.3491	0.7702	0.3905	0.1995	0.9311
	GFI 国有企业	3635	0.491	0.7197	0.5141	0.3206	0.9612
	GFI 民营企业	2948	0.2207	0.7485	0.3389	0.1901	0.8817
高管晋升激励指标	Prom 全样本	6583	0.0016	0.0263	0.0015	3.56E-04	0.1157
	Prom 国有企业	3635	0.0017	0.0249	0.0016	3.56E-04	0.1157
	Prom 民营企业	2948	0.0014	0.0271	0.0012	3.72E-04	0.082
其余财务变量指标	ΔC_t 全样本	6583	0.0194	0.1098	0.0074	-0.2191	0.7108
	ΔC_t 国有企业	3635	0.021	0.1112	0.0085	-0.2403	0.7108
	ΔC_t 民营企业	2948	0.0191	0.1079	0.0071	-0.2191	0.6257
	C_{t-1} 全样本	6583	0.1499	0.1172	0.1208	0	0.6701
	C_{t-1} 国有企业	3635	0.1525	0.1197	0.1201	0	0.6693
	C_{t-1} 民营企业	2948	0.1467	0.1165	0.1216	0	0.6701

(二) 经验结果及分析

1. 管理层防御行为对现金持有价值的影响效应分析

为了探索管理层防御行为对公司持有现金的价值效应,文章运用设定的模型(1)对全样本进行回归检验,回归结果如表 3 所示。

表 3 第(1)列列示的是未考虑管理防御因素的实证结果, $C_{t-1} \times \Delta C_t$ 这一交叉项系数为 -0.6294,并且在 10% 水平上显著为负,这表明在已持现金的基础上,每增持 1 元现金,所导致的现金持有价值会下降 0.6294 元,从而说明在公司已持有一定现金水平的条件下,其增加现金持有的价值效应会下降。为考察管理防御对公司持有现金的价值效应,我们在全样本中加入了反映管

理防御程度的变量 GFI_dum 及交互变量 $GFI_dum \times \Delta C$, 回归结果如表 4 第(2)列所示, GFI_dum 的系数在 5% 水平显著为负, 说明经理人管理防御程度越高, 公司现金持有价值越低; ΔC 的系数为 0.5782, 并在 1% 的水平显著, 表明公司增持 1 元货币资金的边际价值增加 0.5782 元; 然而交互变量 $GFI_dum \times \Delta C$ 的系数为 -0.3914 且显著, 说明经营者防御程度高的公司增持 1 元货币资金的边际价值下降 0.3914 元。这一结果表明, 上市公司现金持有中普遍存在因管理防御行为而导致的代理成本, 这与王志强等(2011)的研究结论是一致的, 管理层防御行为的存在会导致公司现金持有价值的下降。

表 3 管理防御对现金持有价值的影响效应(模型 1)

变量	全样本		民营企业	国有企业
	(1)	(2)	(3)	(4)
ΔC_t	0.5193 *** (3.92)	0.5782 *** (4.16)	0.6001 *** (4.37)	0.5297 *** (4.05)
$GFI_dum_t \times \Delta C_t$		-0.3914 ** (-2.23)	-0.3695 ** (-1.89)	-0.3752 *** (-2.49)
GFI_dum_t		-0.0458 ** (-2.27)	-0.0498 ** (-1.97)	-0.0602 *** (-2.81)
C_{t-1}	0.2610 *** (6.27)	0.2512 *** (6.13)	0.2635 *** (6.38)	0.2092 *** (6.04)
ΔNC_t	0.0379 ** (2.21)	0.0381 ** (2.26)	0.0434 ** (2.28)	0.0325 * (1.77)
ΔE_t	0.2575 *** (6.19)	0.2571 *** (6.17)	0.3404 *** (6.13)	0.2426 *** (5.69)
NF_t	-0.1417 ** (-2.33)	-0.1396 ** (-2.30)	-0.1313 ** (-2.21)	-0.1620 *** (-4.19)
ΔI_t	-0.4417 * (-1.76)	-0.4238 (-1.59)	-0.3615 (-0.78)	-0.4157 (-1.13)
ΔD_t	0.0816 (0.79)	0.0803 (0.76)	0.0664 (0.69)	0.0983 (1.40)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-0.6194 * (-1.82)	-0.6135 * (-1.78)	-0.4351 (-1.31)	-0.5702 * (-1.70)
Lev_t	-0.0325 *** (-4.02)	-0.0341 *** (-4.08)	-0.0167 *** (-2.69)	-0.0372 *** (-4.13)
Constant	-0.0814 *** (-4.23)	-0.0730 *** (-3.11)	-0.0925 *** (-4.68)	-0.0703 *** (-2.81)
Year/Industry	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.1187	0.1203	0.1225	0.1338
F-statistic	14.126 ***	14.077 ***	8.957 ***	9.225 ***
N	6583	6583	2948	3635

注: 括号里的数值为 t 值, *, ** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平显著。下同。

表 3 的(3)、(4)两列, 进一步列报了民营企业 and 国有企业分组的检验样本, 可以发现, GFI_dum 回归系数在民营企业 and 国有企业均显著为负, 表明经理人管理防御度越高, 企业现金持有价值越低, 且其程度在国有企业比民营企业更强, 假设 H1 得以证实; 同时, $GFI_dum \times \Delta C$ 这一交叉项的系数在民营企业 and 国有企业分别为 -0.3695 与 -0.3752, 并且显著性水平分别为 5% 和 1%, 这进一步表明管理防御程度大的上市公司, 其每增持 1 元现金的边际价值在这两类公司中分别降低 0.3695 与 0.3752 元, 并且同民营企业相比, 交叉项 $GFI_dum \times \Delta C$ 的系数在国有企业更为显著, 由此, 假设 H1 得到进一步支持。

表 3 的结果还显示, 现金水平(C_{t-1})、非现金资产的变化(ΔNC)、营业利润的变动(ΔE)等均产生了正向价值效应; 同时, 公司融资政策的变化(NF 、 ΔI)以及市值财务杠杆(Lev)也都对企业价值效应产生了一定的影响, 具体结果详见表 4, 这里不再一一赘述。

2. 晋升机制对管理层防御行为的激励约束效应分析

我们在模型(2)中纳入高管晋升激励变量 $Prom$ 及交叉项 $Prom \times GFI_dum \times \Delta C$, 进一步考察晋升机制对管理层防御行为的激励约束效应。检验结果详见表 4。

从 4 的回归结果来看, 晋升激励($Prom$)与交叉项($Prom \times GFI_dum \times \Delta C$)的回归系数在各类样本中均显著为正, 这表明高管晋升机制对公司价值效应具有显著的正面激励作用, 能有效制约管理层防御的机会主义行为对公司现金持有价值的损害。为了进一步考察企业产权性质是否影响高管晋升激励的效果, 我们将表 5 的全样本按企业性质进一步分为民营企业组和国有企业组, 回归结果详见表 5 的第(3)至第(6)列。从其实证结果发现, 尽管两类企业的交叉项($Prom \times GFI_dum \times \Delta C$)

的回归系数均显著为正,但是民营企业的交叉项系数为 0.2351,在 10% 的水平上显著,而国有企业为 0.5105,在 1% 的水平上显著,这意味着,在抑制管理层防御行为、提升公司现金持有价值中,国企高管晋升机制的激励强度是民企的 2 倍多。亦即,高管的晋升激励效应在国企更强。这与假设 H2 的理论预期是一致的。总之,上述研究结果表明,晋升激励能够有效制约经营者管理防御的机会主义行为,从而能够显著提升公司现金持有价值,并且晋升激励效应在国有企业比民营企业更强。

表 4 晋升激励对管理防御及现金持有价值的影响效应(模型 2)

变量	全样本		民营企业		国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ΔC_t	0.5782 *** (4.16)	0.2943 *** (4.97)	0.6502 *** (6.37)	0.6597 *** (6.85)	0.2294 *** (4.23)	0.2418 *** (4.51)
GFI_dum _t	-0.0458 ** (-2.27)	-0.5479 *** (-3.62)	-0.3830 * (-1.85)	-0.4154 ** (-1.99)	-0.6038 *** (-4.17)	-0.5975 *** (-3.90)
GFI_dum _t × ΔC_t	-0.3914 ** (-2.23)	-0.2593 ** (-2.30)	-0.2175 * (-1.94)	-0.1937 * (-1.72)	-0.4128 *** (-3.22)	-0.3973 *** (-2.95)
Prom _t × GFI_dum _t		0.4089 *** (3.84)		0.2351 * (1.87)		0.5105 *** (4.65)
Prom _t		0.6229 *** (4.55)		0.3707 ** (2.46)		0.7384 *** (5.68)
C_{t-1}	0.2512 *** (6.13)	0.2142 *** (5.90)	0.1590 *** (5.16)	0.3357 *** (7.03)	0.3021 *** (6.89)	0.1772 ** (5.35)
ΔNC_t	0.0381 ** (2.26)	0.0358 ** (2.24)	0.0322 ** (1.97)	0.0494 ** (2.56)	0.0253 * (1.75)	0.0291 * (1.89)
ΔE_t	0.2571 *** (6.17)	0.3310 *** (5.57)	0.3562 *** (6.03)	0.3640 *** (6.17)	0.2935 *** (5.12)	0.3362 *** (5.67)
NF _t	-0.1396 ** (-2.30)	-0.1358 ** (-2.41)	-0.1302 ** (-2.29)	-0.1389 ** (-2.48)	-0.089 ** (-1.98)	-0.1069 ** (-2.07)
ΔI_t	-0.4238 (-1.59)	-0.4072 (-1.54)	-0.3076 (-0.93)	-0.3215 (-0.97)	-0.3587 (-1.31)	-0.3359 (-1.27)
ΔD_t	0.0803 (0.76)	0.0893 (1.58)	0.0596 (0.89)	0.0562 (0.84)	0.0767 (1.07)	0.0805 (1.26)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-0.6135 * (-1.78)	-0.6015 * (-1.84)	-0.5116 (-1.57)	-0.4933 (-1.31)	-0.5026 (-1.48)	-0.4775 (-1.22)
Lev _t	-0.0341 *** (-4.08)	-0.0257 *** (-4.13)	-0.0181 *** (-3.15)	-0.0197 *** (-3.32)	-0.0149 *** (-2.57)	-0.0165 *** (-2.84)
Constant	-0.0730 *** (-3.11)	-0.0626 *** (-2.75)	-0.0758 *** (-3.51)	-0.0805 *** (-3.76)	-0.0601 *** (-2.69)	-0.0639 *** (-2.83)
Year/Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.1203	0.1253	0.1035	0.1078	0.1260	0.1271
F-statistic	14.077 ***	13.925 ***	9.107 ***	8.961 ***	10.287 ***	10.203 ***
N	6583	6583	2948	2948	3635	3635

五、稳健性测试

为了检验前文实证结果的稳健性,本文还尝试了如下敏感性分析:(1)公司现金持有价值与管理防御、晋升激励之间可能存在潜在的内生性问题,因此,为控制这一问题,本文还运用 System-GMM 估计法。在估计时,为避免过长滞后造成弱工具变量问题,本文限定使用因变量和自变量二阶滞后项作为系统 GMM 类型工具变量,对表 4 的结果重新检验,结果与前文基本一致;(2)部

分受管制行业同其他行业相比,其高管晋升激励可能具有较大差异,因此,为稳健性起见,我们对煤气、水、电、采盐的生产和供应业剔除后重新进行回归,结论保持不变。基于上述稳健性分析,前文实证结果是稳定的。囿于篇幅限制,稳健性测试结果未列示。

六、研究结论

经过股权分置改革以及混合所有制改革,中国上市公司的股权结构变得相对分散,并且公司内部治理结构亦由“一股独大”正演化为“内部人”掌控所带来的公司治理结构的新缺陷,所有者同经理层之间的利益冲突日益凸显。中国上市公司普遍存在管理层防御现象,高管挪用、侵吞公司现金的现象也是屡见不鲜,造成公司现金使用效率低下。因此,研究经营者管理防御的机会主义行为及其激励约束机制对公司现金持有价值的影响具有极其重要的现实意义和理论价值。

为此,本文选取2004~2016年中国上市公司为研究对象,考察经营者管理防御的机会主义行为对公司现金持有价值的影响,并进一步研究了高管晋升的隐性激励契约对管理层防御及公司现金持有价值的影响效应。结果发现,在现金持有行为中,中国上市公司普遍存在因管理层防御而产生代理问题,且管理层防御程度越高,则企业持有现金的价值越低;与民营企业相比,国有企业的经营者管理防御行为对公司现金持有价值的损害更为显著;进一步研究表明,职位晋升对公司高管具有显著的正面激励效应,它能够抑制管理层防御行为、提升公司现金持有价值,且国有企业高管的晋升激励效果较民营企业更佳。本文拓展了高管晋升激励对管理层防御及公司现金持有价值的影响效应方面的文献,为国有企业缓解经营者管理防御的机会主义行为,提升现金持有价值提供了经验证据。

当然,对上市公司高管进行激励时,在注重物质报酬激励的同时,也要充分重视诸如竞争激励、精神激励、声誉激励、成就感激励、情感激励以及权力欲的满足等非物质性激励的作用,将物质性报酬激励与非物质性激励结合起来实施,有可能会达到最优的激励效果。这需要我们在实践中结合不同组织、不同员工的具体情况加以实施。

参考文献:

- [1] Jensen, Michael C., Meckling, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [2] Bowen, Robert M., Larry Ducharme, and D. Shores. Stakeholders' Implicit Claims and Accounting Method Choice [J]. Journal of Accounting and Economics, 1995, (20): 255-295.
- [3] Stigle, G., Friedman, C. The Literature of Economics, The Case of Berle and Means [J]. Journal of Law and Economics, 1983, (26): 237-268.
- [4] 李新春. 公司治理与企业家精神 [J]. 经济研究, 2006, (2): 8-16.
- [5] 叶松勤. 高管激励、机构持股与公司现金持有价值 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.
- [6] Steven, K., Strömberg, P. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring [J]. American Economic Review, 2001, (91): 426-430.
- [7] 聂剑. 加强新的社会阶层社会管理研究 [J]. 江西师范大学学报(哲学社会科学版), 2016, (9): 38-43.
- [8] Morck, R., A. Shleifer, R. W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20): 293-315.
- [9] 杨志强, 石水平, 石本仁, 曹鑫雨. 混合所有制、股权激励与融资决策中的防御行为基于动态权衡理论的证据 [J]. 财经研究, 2016, (8): 108-120.
- [10] Dittmar A., Jan Mahrt-Smith. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings [J]. Journal of Financial Economics, 2007, (83): 599-634.
- [11] Myers, S. C., Rajan, R. The Paradox of Liquidity [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(3): 733-771.
- [12] 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 [J]. 管理世界, 2009, (11): 130-143.

- [13] LH. Haß, MA Müller, S. Vergauwe. Tournament Incentives and Corporate Fraud [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, (34): 251 – 267.
- [14] 张洪辉, 章琳一. 高管晋升激励与财务舞弊——来自上市公司的经验证据 [J]. 经济管理, 2017, (4): 176 – 194.
- [15] 徐细雄. 晋升与薪酬的治理效应: 产权性质的影响 [J]. 经济科学, 2012, (2): 102 – 116.
- [16] Lazear, E. P., and Rosen, S. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts [J]. Journal of Political Economy, 1981, (89): 841 – 864.
- [17] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管层内薪酬差距、公司业绩和治理结构 [J]. 经济研究, 2003, (4): 31 – 40.
- [18] Milgrom, Paul, and John Roberts. Economics, Organization and Management [M]. New Jersey: Prentice-Hall, Inc. 1992.
- [19] Lazear, Edward P., and Sherwin Rosen. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts [J]. Journal of Political Economy, 1981, (89): 841 – 864.
- [20] Mobbs, Shawn, Charu G. Raheja. Executive Promotions; Compensation, CEO Influence and Firm Valuation [Z]. Working Paper, University of Alabama and Wake Forest University, 2008.
- [21] Kale, J. R., E. Reis, and A. Venkateswaran. Rank Order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect of Firm Performance [J]. Journal of Finance, 2009, (3): 1479 – 1512.
- [22] Bing Han, D. Hirshleifer, J. C. Persons. Promotion Tournaments and Capital Rationing [J]. The Review of Financial Studies, 2009, (1): 219 – 255.
- [23] 王曾, 符国群, 黄丹阳. 国有企业 CEO “政治晋升”与“在职消费”关系研究 [J]. 管理世界, 2014, (5): 157 – 171.
- [24] 张兆国, 刘亚伟, 亓小林. 管理者背景特征、晋升激励与过度投资研究 [J]. 南开管理评论, 2013, 16(4): 32 – 42.

Managerial Entrenchment, Promotion Incentive and the Value of Firm's Cash Holdings

YE Songqin¹, LING Fang¹, LIAO Feimei²

(1. School of Finance, Jiangxi Normal University, Nanchang 330022, China;

2. School of Accounting, Dongbei University of Finance & Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Using the data of Chinese listed companies from 2004 to 2016, this paper examines whether and how the behavior of managerial entrenchment affects the value of cash holdings. The results of the research are as follows: In cash holdings behaviors of Chinese listed companies, agency problems caused by managerial entrenchment are common occurrences, and the opportunistic behavior of managerial entrenchment significantly reduces the value of corporate cash holdings; the correlation for SOEs is more significant than that for private companies. Further research shows that executives' promotion mechanism has a significantly positive incentive for senior executives, which can effectively restrict the opportunistic behavior of managerial entrenchment to damage the value of cash holdings, and the incentive effect is more significant in SOEs than that in private companies. This paper provides empirical evidence for the use of promotion incentive to effectively alleviate the agency problems caused by managerial entrenchment.

Key words: Managerial Entrenchment; Promotion Incentive; Value of Cash Holdings

(责任编辑: 赵 婧)