



CEO 职业生涯关注与短视投资关系的实证研究

饶育蕾, 王颖, 王建新
中南大学商学院, 长沙 410083

摘要:从 CEO 职业生涯关注视角, 研究 CEO 在职业生涯初期和末期导致短视投资的内在动机, 探讨经理人市场对 CEO 短视投资动机的影响; 以 2007 年至 2009 年年报披露的研发的上市公司为研究对象, 研究 CEO 职业生涯关注对上市公司投资眼界的影响; 采用 CEO 年龄和任期状态代理 CEO 职业生涯关注, 选择非平稳面板数据回归模型进行检验。研究结果表明, 职业生涯关注与投资眼界的长短呈倒 U 型关系, 即职业生涯关注高和低的 CEO 具有显著短视的投资行为, 而处于职业生涯中期的 CEO 则具有更长远的投资眼界; 这种倒 U 型关系受 CEO 任职来源的影响, 内部晋升加剧 CEO 的短视倾向; CEO 持股比率与投资眼界显著负相关, CEO 持股反而加重上市公司短视投资行为。

关键词: 职业生涯关注; 短视投资; 上市公司; 面板数据

中图分类号: F272.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-0334(2012)05-0030-11

1 引言

职业生涯关注^[1]理论认为, 经理人在进行当前决策时会考虑对未来收入的影响, 这意味着职业生涯关注是一种隐性的激励, 年轻的经理人会因为未来的职业生涯还很漫长而自发努力工作, 年老或临近退休的经理人则具有更激烈的代理冲突, 可能会导致一些短视投资行为。在中国, 59 岁现象可以说是一种典型的表现。2001 年三九集团爆发首次财务危机, 公司主营业务陷入低谷, 临近退休的赵新先豪掷 5 亿元投资于三九健康城, 希望能在火爆的房地产行业中得到超额回报以重振三九^[2]。无独有偶, 2000 年古井贡酿酒规模收缩, 到 2002 年职工半年生产、半年放假, 临近退休的王效金却大手笔投资于短期国债, 遭遇总额达到 1 亿元的投资损失^[3]。这些证据似乎证实了 Gibbons 等^[1]的推断, 即人们在职业生涯即将结束时表现出明显的短视投资倾向。然而鲜有学者明确地从经理人职业生涯关注的角度研究短视投资, 因此本研究尝试从这一角度去寻找短视投资的原因。

2 相关研究述评

现有研究主要从两个角度解释为什么会出现短视投资。一个视角是经理人自身利益角度, 主要的观点有兼并假设、管理防御假设和薪酬扭曲假设, 其中兼并假设和管理防御假设认为经理人具有设法维持经理职位的动机。Knoeber^[4]认为公司被恶意收购后, 经理人被解雇的威胁导致经理人的短视投资, 他发现当 CEO 受到“金色降落伞”保护时, CEO 会更注重投资于长期项目; Zhao^[5]和 Ippolito^[6]的研究也得到了相似结论; Morck 等^[7]认为以 CEO 为首的高层管理者为维护 and 巩固控制权地位而产生的管理防御动机是短视投资的一个重要原因; Böhren 等^[8]和 Chakraborty 等^[9]的实证结果也表明管理防御引起 CEO 的短视投资; Narayanan^[10]提出的薪酬扭曲假设认为, 经理人市场上的不完全信息导致短视投资行为, 研究结果发现企业家任期越短, 短视投资空间越大。另一个视角是从股东的角度, 主要的观点是管理者为了迎合短视的股东而做出短视的投资行为。Stein^[11]从理论上讨论市场错误估价对公司投资的影

收稿日期: 2012-01-04 修返日期: 2012-07-24

基金项目: 国家自然科学基金(70872111, 71071166); 中南大学优博扶植基金(2010ybfz110)

作者简介: 饶育蕾(1964-), 女, 四川资中人, 毕业于中南大学, 获管理学博士学位, 现为中南大学商学院教授、博士生导师, 研究方向: 行为金融、公司治理等。E-mail: yuleirao@sina.com

响,短视的经理人致力于当前股价的最大化,从而迎合错误估值的市场;李秉祥等^[12]在实验室环境下采用情景模拟投资决策的方法,分析作为被试者的213名高级经理人的投资决策,支持管理者防御动机的推断;袁春生等^[13]从管理防御的角度分析经理人非理性决策的行为;史金艳等^[14]研究股东过度自信迫使管理者短视的情况下管理层迎合股东的短视投资行为。

Holmstrom^[15]认为,引起经理人短视投资的一个潜在原因可能是经理人职业生涯关注。这种代理人隐性激励机制被研究者所重视,学者们认为,经理人市场通过公司业绩判断公司经营能力,当期业绩决定了CEO的未来收入。那么,越年轻的经理人越关注自身的未来收入,即对其职业生涯关注越高,越能倾向于长期投资,从而越能缓解代理冲突。Graham等^[16]调查发现经理人确实存在职业生涯关注,董事会通常根据当期业绩修正对CEO能力的认识,这种认识影响着经理人的未来职业机会。就职业生涯关注与短视投资问题,Lundstrum^[17]认为,由于信息不对称,公司的投资机会不容易为外界所观察,经理人市场和股东只能根据投资项目的业绩推断经理人的能力,在这种信息不对称情况下,经理人为提高自己的职业声望并进而提高自己将来的报酬,可能过分追求短期结果;Lundstrum^[17]以CEO年龄为解释变量,用研发费用代理投资眼界,证明随着CEO年龄渐高,研发费用呈减少的趋势。Naveen^[18]和Gerakos^[19]研究发现,CEO临近退休时会逐渐削减研发费用;Cheng^[20]和Cazier^[21]发现实证结果并没有显著证明CEO在退休当年会减少研发费用;刘运国等^[22]的研究也发现,高管任期与R&D支出显著正相关,且证实即将离任的高管会减少R&D支出。

从现有研究看,兼并假设、管理防御假设和薪酬扭曲假设的出发点与职业生涯视角相一致,都是从经理人未来收入的角度解释当期的行为决策。迎合理论认为管理层对短视股东屈从,由于股东决定管理层的去留,管理层的迎合恰好反映出他们对未来的关注,这与职业生涯理论有异曲同工之妙。因此,从职业生涯关注角度可揭示短视行为的根本动机,但从这个角度研究的结论还存在分歧,值得进一步探讨。本研究基于CEO职业生涯关注,以研发支出作为短视投资的度量指标,分析CEO不同职业阶段的短视投资倾向,以深入理解短视投资的形成机理,为经理人市场提供经验证据支持。

3 研究设计和基本统计描述

职业生涯关注理论建立在不完全信息市场的委托代理框架下,认为经理人的能力是不为外界所知的,经理人市场只能通过公司的业绩推断经理人的实际能力,并根据信念的更新决定经理人的契约,因此经理人会关注当期的业绩对未来的影响。在公司经营活动中,投资决策对业绩影响重大,经理人在投资项目期限选择上必然考虑到对未来的影响,这种

考虑随经理人的职业生涯的演变而不同。

经理人的职业生涯可分为初期、成熟期和末期3个阶段。在初期,CEO能力还没有得到外界的认可,外界通过CEO的业绩判断能力高低,此时CEO存在较高的职业生涯关注,急切地想在短时间内获得更好的业绩,从而证明自己的价值,为职业生涯奠定良好的基础,因此处于职业生涯初期的CEO更愿意投资于短期见效快的项目,由此形成CEO短视投资的动机。当CEO的职业生涯随年龄的增长进入成熟期,逐渐积累了一定的声誉,短视的动机不再强烈。进入职业生涯末期,不再注重长期投资,因为长期项目取得正的净收益需要很长的时间,可能在退休前一直都是现金流出,而短期项目如果成功则为他结束职业生涯增光添彩,而失败也不会对自己的收入产生实质性影响,因而临近退休的CEO会产生短视投资倾向。因此提出以下假设。

H₁ CEO职业生涯关注与投资眼界的长短呈倒U型关系,即在职业生涯初期和末期都倾向于短视投资,而在职业生涯中期更注重投资的长期收益。

此外,职业生涯关注与经理人的人力资本价值体现紧密联系,经理人聘用能否市场化,决定着经理人职业生涯关注的程度,进而影响经理人投资决策的短视性。CEO任职来源包括内部晋升和外部聘任,外部聘任CEO的能力已经在某种程度上被市场认可,并具有更强的流动性。因此,相对而言,当同时处于职业生涯初期时,内部提升的CEO有更大的压力表现自己的能力,那么短视投资的动机更强烈。因此提出以下假设。

H₂ CEO来源影响职业生涯关注与短视投资的倒U型关系,内部晋升的CEO比外部聘任的CEO具有更陡峭的倒U型关系。

现有实证研究多采用研发支出衡量短视投资行为,2007年《新会计准则》颁布后,上市公司开始在报表中单独披露研发支出,因此本研究以此时间为起点,选取2007年至2009年A股披露研发支出的上市公司为样本,研究其投资行为,并按以下条件筛选。①剔除ST企业;②剔除财务和高管个人数据缺失的样本;③剔除样本观测值低于8个的行业。最终得到375个样本观测值。

上市公司CEO指总裁、总经理、首席执行官,不包括上述职位的代理职位。CEO薪酬、持股比率、财务数据和公司治理数据来自CSMAR数据库,CEO年龄、任期以及聘任来源数据来自新浪财经和年报手工查询,实际控制人性来自年报手工查询。

利用stata 10.0软件,采用计量非平衡面板数据的模型。非平衡面板数据模型既克服了简单混合数据横截面回归模型所固有的样本自相关问题,也克服了平衡面板数据模型的样本选择偏差问题。

由于研发支出着眼于公司长期持续发展能力,投入越大表明公司注重长期绩效,投入越小,短视投资行为越突出,因此被解释变量短视投资选用研发支出来代理。解释变量为职业生涯关注,由于随着

表 1 变量定义
Table 1 Definition of Variables

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
|------------|-----------------|---|
| 研发支出 | <i>RD</i> | 短视投资的代理变量, $\frac{RD \text{ 费用}}{\text{营业收入}}$ |
| 年龄 | <i>Age</i> | 职业生涯关注的代理变量, 取 CEO 自然年龄 |
| 任职来源 | <i>Out</i> | CEO 是外部聘任时取 1, 否则取 0 |
| 公司价值 | <i>TobinQ</i> | $\frac{\text{股权价值}}{\text{为流通股本}} \times \text{年末股价} + \frac{\text{非流通股本}}{\text{或限售股}} \times \text{每股净资产} + \frac{\text{负债账面价值}}{\text{总资产}}$ |
| 销售收入增长率 | <i>Growth</i> | 公司销售收入增长率 |
| 资产负债率 | <i>Lev</i> | $\frac{\text{公司负债}}{\text{公司资产}}$ |
| 公司性质 | <i>Stateown</i> | 实际控制人为国有性质时取 1, 否则取 0 |
| 公司规模 | <i>lnsize</i> | 公司总资产的自然对数 |
| 公司成立时间 | <i>Being</i> | 公司成立年数 |
| 现金流量 | <i>Fcf</i> | $\frac{\text{经营现金流量净额}}{\text{总资产}}$ |
| 业绩 | <i>Roa</i> | 总资产收益率 |
| CEO 薪酬 | <i>Pay</i> | 取 CEO 薪酬总额的对数 |
| CEO 持股比率 | <i>Share</i> | $\frac{\text{CEO 的持股数}}{\text{总股数}}$ |
| CEO 任期 | <i>Tenture</i> | 首次成为 CEO 至今的年数 |
| CEO 是否两职兼任 | <i>Dual</i> | CEO 兼任公司董事长时取 1, 否则取 0 |
| 董事会规模 | <i>DS</i> | 董事会人数 |

年龄增长职业生涯关注不断演变, 因此选用 CEO 年龄来代理。可能影响研发支出和高管代理问题的其他因素为控制变量。

(1) 被解释变量为研发支出 (*RD*), 用来代理投资的眼界, 研发支出越高表明投资眼界越长远, 相反则越表现为短视投资。在国外现有研究中对 *RD* 的衡量指标主要有 $\frac{RD \text{ 费用}}{\text{总资产}}$ 、 $\frac{RD \text{ 费用}}{\text{收入}}$ 、前后年度 *RD* 费用的改变量 3 种。

(2) 解释变量为 CEO 年龄 (*Age*), 用来代理职业生涯关注, CEO 的职业生涯分为初期、中期和末期, 在这个演化过程中 CEO 的年龄越来越大, 对于 CEO 个人而言, 年龄可以作为判断职业生涯阶段的指标, 因此选择 CEO 自然年龄衡量职业生涯关注程度。

(3) 控制变量是指公司层面以及 CEO 代理层面等因素, 包括公司成长性、公司成立时间、公司性质、规模、公司财务杠杆、现金流量、业绩、CEO 薪酬、

CEO 持股比率、CEO 任期、CEO 是否两职兼任。王燕妮等^[23]发现上市公司董事会规模影响研发投入, 因此进一步控制董事会治理因素的影响。变量的定义和具体取值见表 1。

表 2 给出变量的描述性统计分析结果。为减少异常值的影响, 本研究在表 2 及以下分析中利用 winsorize 方法对变量在 1% 水平上的极端值进行处理。可以看到, 各个公司研发支出政策差别较大, 最高支出占资产比为 109.706%, 最低不足 1%; CEO 年龄较为分散, 最低仅 34 岁, 最高已过 60 岁; 而仅有 5% 的 CEO 是来自于经理人市场, 而且持股比率差距明显。

根据样本描绘出研发支出与 CEO 年龄的散点图, 见图 1。纵轴为研发支出, 横轴为 CEO 年龄, 初步观察发现研发支出分布呈倒 U 型, 年龄小与接近退休时研发支出相对低一些, 短视投资行为相对突出。

表2 描述性统计
Table 2 Describing Statistic

| 变量 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <i>RD</i> (1%) | 10.706 | 5.511 | 15.651 | 0.000 | 109.706 |
| <i>Age</i> | 46.589 | 46.000 | 5.942 | 34.000 | 62.000 |
| <i>Out</i> | 0.053 | 0.000 | 0.225 | 0.000 | 1.000 |
| <i>TobinQ</i> | 2.138 | 1.796 | 1.267 | 0.775 | 8.417 |
| <i>Growth</i> | 0.186 | 0.128 | 0.386 | -0.470 | 2.146 |
| <i>Lev</i> | 0.487 | 0.497 | 0.200 | 0.082 | 0.943 |
| <i>Stateown</i> | 0.638 | 1.000 | 0.481 | 0.000 | 1.000 |
| <i>lnsize</i> | 21.382 | 21.445 | 1.169 | 19.232 | 25.652 |
| <i>Being</i> | 11.613 | 11.686 | 4.394 | 1.208 | 24.367 |
| <i>Fcf</i> | 0.051 | 0.043 | 0.069 | -0.133 | 0.246 |
| <i>Roa</i> | 0.048 | 0.033 | 0.066 | -0.114 | 0.317 |
| <i>Pay</i> | 12.722 | 12.737 | 0.759 | 10.491 | 15.612 |
| <i>Share</i> | 0.018 | 0.000 | 0.082 | 0.000 | 0.630 |
| <i>Tenture</i> | 3.261 | 3.000 | 1.901 | 1.000 | 16.000 |
| <i>Dual</i> | 0.180 | 0.000 | 0.385 | 0.000 | 1.000 |
| <i>DS</i> | 8.903 | 9.000 | 1.940 | 5.000 | 15.000 |

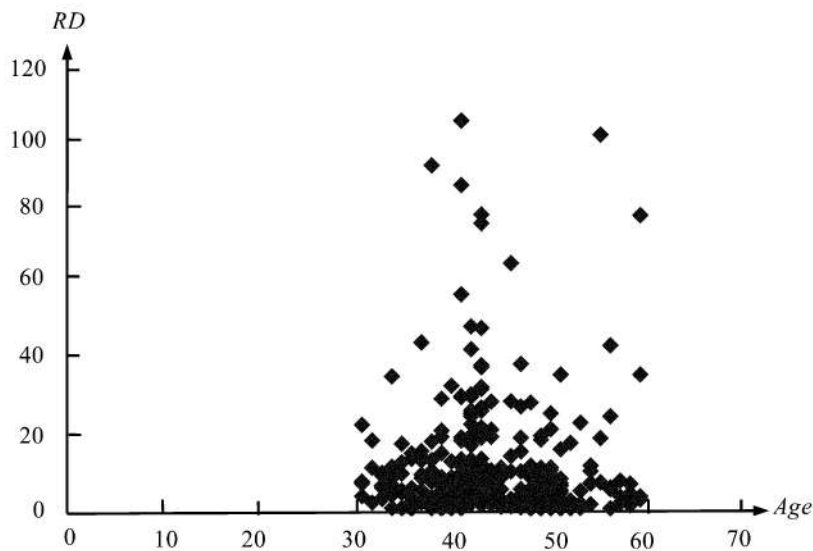


图1 *RD* 与 *Age* 关系散点图

Figure 1 Scatter Graph of Relation between *RD* and *Age*

4 实证分析

本研究以研发支出代理投资眼界,以 CEO 年龄代理职业生涯关注,检验 CEO 职业生涯关注与短视投资之间的关系,构建回归模型如下。

$$RD = \alpha_0 + \beta_1 Age + \beta_2 Age^2 + \beta_3 Out + \beta_4 Growth + \beta_5 Lev + \beta_6 Stateown + \beta_7 lnsize + \beta_8 Being + \beta_9 Fcf + \beta_{10} Roa + \beta_{11} lnpay + \beta_{12} Share + \beta_{13} Dual + \beta_{14} DS + \beta_{15} Tenture + \varepsilon \quad (1)$$

其中, α_0 *Age* 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_{15}$ 为系数, ε 为扰动项。

引入任职来源的交叉项,检验 CEO 任职来源是否影响职业生涯关注与短视投资的敏感度,构建模型(2)式,即

$$RD = \alpha_0 + \beta_1 Age + \beta_2 Age^2 + \beta_3 Age \cdot Out + \beta_4 Age^2 \cdot Out + \beta_5 Out + \beta_6 Growth + \beta_7 Lev + \beta_8 Stateown + \beta_9 lnsize + \beta_{10} Being + \beta_{11} Fcf +$$

$$\beta_{12}Roa + \beta_{13}lnpay + \beta_{14}Share + \beta_{15}Dual + \beta_{16}DS + \beta_{17}Tenture + \varepsilon \quad (2)$$
 其中, β_{16} 和 β_{17} 为系数。

使用 stata 统计软件中的固定效应模型, 采取在

回归模型中逐个引入解释变量的方式回归, 通过了 Hausman 检验, 并在回归结果中相应列出 Hausman 检验的 Chi 值。

全样本年龄与研发支出的回归结果见表 3。

表 3 全样本的 Age 与 RD 回归结果
Table 3 Regression on Age and RD in Whole Samples

| 自变量 | 因变量 RD | | | |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|
| | I | II | III | IV |
| Age | 4.355** (2.463) | 4.655*** (2.662) | 4.494** (2.528) | 4.763*** (2.706) |
| Age ² | -0.049*** (2.688) | -0.053*** (2.912) | -0.051*** (-2.746) | -0.054*** (-2.959) |
| Age · Out | | -2.830* (-1.876) | | -2.822* (-1.862) |
| Age ² · Out | | 0.030* (1.939) | | 0.030* (1.927) |
| Out | 0.447 (0.133) | 6.577* (1.819) | 0.438 (0.133) | 6.564* (1.808) |
| Growth | -3.289 (-1.545) | -3.265* (-1.686) | -2.866 (-1.472) | -3.168 (-1.621) |
| Lev | 1.467 (0.278) | 2.205 (0.429) | 1.707 (0.329) | 2.385 (0.454) |
| Stateown | 1.808 (1.051) | 2.017 (1.174) | 1.818 (1.069) | 2.014 (1.166) |
| lnsize | 1.596* (1.879) | 1.610* (1.924) | 1.557* (1.821) | 1.580* (1.889) |
| Being | 0.224 (1.115) | 0.186 (0.929) | 0.219 (1.082) | 0.184 (0.913) |
| Fcf | 1.116 (0.113) | 1.790 (0.177) | 0.641 (0.068) | 1.434 (0.146) |
| Roa | -1.871 (-0.131) | -2.047 (-0.145) | -1.122 (-0.088) | -1.422 (0.103) |
| lnpay | 0.360 (0.296) | 0.671 (0.543) | 0.226 (0.182) | 0.561 (0.459) |
| Share | -31.572*** (-2.685) | -31.596*** (2.736) | -30.924*** (2.628) | -31.099*** (2.672) |
| Dual | 1.807 (0.829) | 1.827 (0.843) | 1.644 (0.744) | 1.700 (0.783) |
| DS | -1.000** (-2.474) | -1.096*** (-2.748) | -0.960** (2.356) | -1.065*** (2.632) |
| Tenture | | | 0.263 (0.663) | 0.203 (0.511) |
| 常数 | -13.568*** (-3.022) | -14.503*** (-3.251) | -13.771*** (-3.055) | -14.657*** (3.284) |
| R ² | 0.244 | 0.270 | 0.246 | 0.272 |
| Hausman(Chi) | 46.325*** | 52.931*** | 46.736*** | 53.150*** |
| 样本数 | 375 | | | |

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 T 值;***为在1%的水平上显著,**为在5%的水平上显著,*为在10%的水平上显著。下同。

表3中I和II分别给出没有控制CEO任期的模型(1)式和(2)式的回归结果。CEO年龄的平方项显著为负,交叉项 $Age^2 \cdot Out$ 显著为正,仍然支持 H_1 和 H_2 。

表3中III和IV分别给出模型(1)式和(2)式的回归结果。回归结果III显示,CEO年龄的平方项系数为-0.051,在1%水平上显著,说明年龄与研究支出呈倒U型,年龄小和大时研发支出都低,即职业生涯关注高和低时投资眼界更短,短视投资行为更突出,支持 H_1 的推断,CEO职业生涯关注与投资眼界呈倒U型。

回归结果IV显示,CEO年龄的平方项系数为-0.054,年龄平方项与任职来源交叉项系数为0.030,显著为正。当CEO为内部晋升时, Out 值为0,交叉项 $Age^2 \cdot Out$ 值为0,与 Age^2 的合计系数为-0.054,当CEO为外部聘任时, Out 值为1,交叉项 $Age^2 \cdot Out$ 值为 $0.030 \cdot Age^2$,因此与 Age^2 的合计系数为-0.024,平方项系数的绝对值小一些,即倒U型更平滑一些,表明CEO为外部聘任时,职业生涯关注对研究支出的影响减弱,与 H_2 一致。

表3的四组回归结果中, $lnsize$ 显著为正,说明规模越大的公司研发支出更高,这与刘运国等^[22]的结论相同。公司治理变量董事会规模均显著为负,即董事会规模与研发支出负相关,这与王燕妮等^[23]的结论相同, $Jensen$ ^[24]对此作出解释,认为大规模的董事会难以协调和组织,因此董事会规模与长期战略的实施存在负相关关系。

CEO持股比例在1%的水平上显著为负,即CEO持股比例与研发支出负相关,这与现有大部分研究结果不同。但Abdullah等^[25]的研究表明, RD 支出与CEO持股比例之间是W形关系,即持股比例在0%~5%之间,由于股权比率太低而达不到长期激励的作用,反而容易出现短视行为, RD 与持股比例负相关;

在5%~10%之间,股权起到一定的长期价值导向的激励作用, RD 与持股比例弱正相关;在10%~15%之间,由于CEO达到一定的持股比例更可能进行“隧道”行为,因此 RD 与持股比例负相关;超过15%,股权持有才能真正将CEO与股东利益绑定在一起, RD 与持股比例强正相关。本研究的375个样本中,有219个样本的持股比例为0,有156个样本平均持股比例为4.788%,位于Abdullah等^[25]描述的0%~5%的区间内,本研究的结论与Abdullah等^[25]的推断相吻合。

5 稳健性检验

5.1 分组样本的检验

短视投资最主要表现为研发支出投入不足,通常高科技公司依靠技术创新来发展,研发支出的投入一般较大,在高科技公司中CEO职业生涯关注对短视投资的影响是否会较弱。本研究根据国科发火[2008]172号《高新技术企业认定管理办法》,将样本分为高科技组和非高科技组,比较二者CEO职业生涯关注与研发支出的关系。

单因素方差分析结果见表4。通过对两组子样本的单因素方差分析,发现二者的研发支出、资产负债率、公司性质、公司规模、持股比例、业绩存在显著性差异,高科技公司的资产负债率为0.386,比非高科技公司低0.118,只有41%属于国有性质,CEO持股比例为0.057,比非高科技公司高出0.046,资产收益率比非高科技公司高出0.023。

对两组子样本分别用模型(1)式和(2)式进行回归,检验结果见表5, H_1 和 H_2 在两个子样本中仍然成立,这说明即使是在研发支出投入普遍较高的高科技公司中,CEO的职业生涯关注仍然影响研发支出,关注高和关注低的CEO短视投资行为更突出,尤其是当CEO为内部提升时,这种现象更明显。

表4 高科技公司与非高科技公司的单因素方差分析

Table 4 ANOVA Analysis between High-tech Companies and Nonhigh-tech Companies

| 符号 | 高科技 | | 非高科技 | | 两组差异 P 值 |
|------------|--------|-------|--------|-------|----------|
| | 均值 | 标准差 | 均值 | 标准差 | |
| RD | 50.908 | 6.245 | 2.851 | 1.007 | 0.000 |
| Lev | 0.386 | 0.194 | 0.504 | 0.203 | 0.000 |
| $Stateown$ | 0.410 | 0.471 | 0.670 | 0.497 | 0.000 |
| $lnsize$ | 20.836 | 0.816 | 21.594 | 1.170 | 0.000 |
| $Share$ | 0.057 | 0.133 | 0.011 | 0.055 | 0.000 |
| Roa | 0.068 | 0.055 | 0.045 | 0.071 | 0.000 |
| 样本数 | 48 | | 327 | | |

表5 分组样本的Age与RD回归结果
Table 5 Regression on Age and RD in Group Samples

| 自变量 | 因变量 RD | | | |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | 高科技组 | | 非高科技组 | |
| | 模型(1) | 模型(2) | 模型(1) | 模型(2) |
| <i>Age</i> | 11.293*** (2.805) | 10.045*** (2.837) | 0.782** (2.480) | 0.904*** (3.291) |
| <i>Age</i> ² | -0.132*** (-2.841) | -0.119*** (-2.727) | -0.008** (-2.305) | -0.009** (-2.203) |
| <i>Age</i> · <i>Out</i> | | -19.605* (-1.844) | | -1.626* (-1.865) |
| <i>Age</i> ² · <i>Out</i> | | 0.043* (1.803) | | 0.006* (1.876) |
| <i>Out</i> | 10.315 (0.671) | 13.119 (0.606) | 0.084 (0.582) | 3.729* (1.857) |
| <i>Growth</i> | -12.093 (1.376) | -11.517 (-1.277) | -0.130 (-0.285) | -0.151 (-0.325) |
| <i>Lev</i> | 20.026 (0.528) | 27.524 (0.669) | -0.807 (0.309) | -0.499 (0.191) |
| <i>Stateown</i> | 13.492 (1.381) | 14.900 (1.452) | 0.396 (0.442) | 0.481 (0.528) |
| <i>Insize</i> | 7.572 (1.418) | 8.271 (1.475) | 0.437* (1.791) | 0.471* (1.805) |
| <i>Being</i> | 1.644 (1.317) | 1.814 (1.381) | 0.190 (1.019) | 0.194 (1.096) |
| <i>Fcf</i> | 16.805 (0.163) | 2.169 (1.381) | 1.145 (0.204) | 1.910 (0.336) |
| <i>Roa</i> | -19.108 (-1.256) | -21.947 (-1.347) | -3.078 (-0.428) | -3.661 (-0.507) |
| <i>Inpay</i> | 5.516 (0.766) | 4.534 (0.609) | 0.715 (1.082) | 0.624 (0.913) |
| <i>Share</i> | 37.197 (0.629) | 42.808 (0.691) | -8.185* (-1.925) | -8.461** (-2.021) |
| <i>Dual</i> | 12.277 (1.312) | 12.376 (1.298) | 0.907 (0.802) | 0.871 (0.776) |
| <i>DS</i> | -0.292 (-0.131) | -0.285 (-0.106) | -0.273 (-1.282) | -0.336 (-1.558) |
| <i>Tenture</i> | 1.189 (0.419) | 1.511 (0.504) | 0.117 (0.561) | 0.120 (0.577) |
| 常数 | -21.477 (-0.823) | -16.679 (-0.604) | -20.435 (-0.822) | -25.770 (-1.046) |
| <i>R</i> ² | 0.659 | 0.680 | 0.377 | 0.689 |
| Hausman(Chi) | 25.803** | 28.689*** | 33.619*** | 37.256*** |
| 样本数 | 48 | 48 | 327 | 327 |

两组样本回归结果中公司规模、资产负债率、CEO 持股比率的影响不同。在非高科技公司中,公司规模系数显著为正,公司规模与研发支出正相关,而在高科技公司中,这一关系不显著;在非高科技公司中,资产负债率与研发支出负相关,而在高科技公司中,这一关系相反;非高科技公司中,CEO 持股比率与研发支出显著负相关,但在高科技公司中,持股比率与研发支出正相关但不显著。夏芸等^[26]对高科技上市公司的研究表明,高管股权激励与研发支出正相关,这可能是因为在高科技公司中股权持有具有一定的激励作用。在单变量分析中分组样本的企业性质和业绩有差异,但是多元回归中,这两个变量在高科技公司与非高科技公司的对比中并没有显著差别。

5.2 改变代理变量的检验

前文用年龄来代理职业生涯关注,接下来用任期状态来代理,设计变量 *Shortconcern* 代理任期状态,任期低于3年的,表明当年是CEO的第一个任期,认为是处于职业生涯初期;年龄高于57岁的,他们可预期的剩余任期只有一届,认为是处于职业生涯末期。满足这两个条件之一者取任期状态变量 *Shortconcern* 为1,其他状态为0。根据 H_1 ,职业生涯初期和末期短视投资突出,那么 *Shortconcern* 与 *RD* 之间应是负相关,构建如下回归模型,即

$$RD = \alpha_0 + \beta_1 Shortconcern + \beta_2 Out + \beta_3 Growth + \beta_4 Lev + \beta_5 Stateown + \beta_6 lnsize + \beta_7 Being + \beta_8 Fcf + \beta_9 Roa + \beta_{10} lnpay + \beta_{11} Share + \beta_{12} Dual + \beta_{13} DS + \beta_{14} Tenure + \varepsilon \quad (3)$$

根据 H_2 ,外部聘任的CEO职业生涯关注对短视投资影响较小,那么职业生涯关注和任职来源的交叉项与研发支出之间应是正相关,构建如下回归模型,即

$$RD = \alpha_0 + \beta_1 Shortconcern + \beta_2 Shortconcern \cdot Out + \beta_3 Out + \beta_4 Growth + \beta_5 Lev + \beta_6 Stateown + \beta_7 lnsize + \beta_8 Being + \beta_9 Fcf + \beta_{10} Roa + \beta_{11} lnpay + \beta_{12} Share + \beta_{13} Dual + \beta_{14} DS + \beta_{15} Tenure + \varepsilon \quad (4)$$

对模型(3)式和(4)式分别进行全样本和分组样本回归,回归结果见表6。在全样本中,(3)式对应的 *Shortconcern* 系数为-4.996,与 *RD* 在1%的水平上负相关,这进一步支持本研究的 H_1 ,职业生涯初期和末期短视投资突出;(4)式中交叉项 *Shortconcern* · *Out* 系数为0.300,显著为正,说明处于职业生涯初期或末期,外部聘任经理人样本的研发支出大于内部晋升的经理人样本研发支出,这与 H_2 的推断相吻合。

在分组样本中,无论是高科技公司还是非高科技公司的实证结果都表明,(3)式对应的 *Shortconcern* 与 *RD* 显著负相关,(4)式中交叉项 *Shortconcern* · *Out*

系数为正,结果也完全支持 H_1 和 H_2 。

此外,本研究还采用其他变量替换重做相关回归,主要替换变量包括以下5个。①研发支出用 $\frac{\text{研发费用}}{\text{总资产}}$ 替换 $\frac{\text{研发费用}}{\text{营业收入}}$;②公司成长性用 *TobinQ* 替换 *Growth*;③董事会治理用董事会次数(*DM*)替换董事会规模(*DS*);④业绩用权益报酬率 *Roe* 和股票收益替换 *Roa*;⑤变换行业控制方法,用行业中位数和平均数调整研发支出等。替换后进行的回归结论仍然稳定。

6 结论

短视投资是代理问题的一个突出表现,学术界和实务界对此问题都显示出浓厚的兴趣。本研究从CEO职业生涯关注视角,研究CEO投资短视行为的内在机理,并以2007年至2009年年报披露的研发的上市公司为研究样本进行实证检验,用高科技和非高科技的分类样本以及其他变量进行稳健性检验,实证研究得出以下结论。

(1)CEO职业生涯关注与投资眼界的长短呈倒U型关系,即处于职业生涯初期和末期的CEO短视投资倾向更大,而处于职业生涯中期的CEO则具有更长的投资倾向。

(2)CEO任职来源影响倒U型关系,在相同职业生涯阶段时,从外部经理人市场聘任的CEO短视倾向更小。

(3)CEO持股加重CEO短视行为,由于CEO持股普遍过低,完全无法达到长期激励的效果。

(4)高科技公司与非高科技公司的短视投资受持股比率影响存在显著差异,非高科技公司的CEO持股比率对公司的 *RD* 影响更显著。

由本研究的结论得到如下政策启示。完善经理人市场需要建立更为畅通的人才流动渠道,使声誉形成良好的长期激励手段,这样才能真正实现职业生涯关注的长效作用,才能有效规避管理层短视行为。当前中国CEO的股权激励程度相当低,这间接造成短期考评约束下的短视行为,因此有必要强化股权激励,并引入其他长期式激励工具,如建立退休金和延期资金机制。

值得注意的是,本研究采用的职业生涯关注的指标都是基于以经理人的年龄和任期为基础从间接的角度描述,难以完全刻画职业生涯关注的程度,在以后的研究中可以尝试用业绩的行业排名等方式估算经理人的消极职业生涯概率,更直接地代理职业生涯关注,进一步探讨职业生涯关注对经理人投资决策的影响。

参考文献:

- [1] Gibbons R, Murphy K J. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence [J]. *Journal of Political Economy*, 1992, 100 (3):468-505.

表6 *Shortconcern* 与 *RD* 回归结果
Table 6 Regression on *Shortconcern* and *RD*

| 自变量 | 因变量 <i>RD</i> | | | | | |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | 全样本 | | 高科技组 | | 非高科技组 | |
| | 模型(3) | 模型(4) | 模型(3) | 模型(4) | 模型(3) | 模型(4) |
| <i>shortconcern</i> | -4.996*** (-2.573) | -4.931** (-2.504) | -26.349* (-1.858) | -22.301* (-1.791) | -1.859* (-1.713) | -1.287* (-1.765) |
| <i>Shortconcern · Out</i> | | 0.300* (1.691) | | 2.805* (1.803) | | 0.191** (2.367) |
| <i>Out</i> | 0.018 (0.161) | 0.033 (0.105) | 17.748 (0.967) | 7.631 (0.415) | 0.404 (0.231) | 2.045 (1.016) |
| <i>Growth</i> | -2.625 (-1.353) | -2.629* (-1.356) | -6.740 (-0.669) | -9.504 (-0.884) | -0.184 (-0.405) | -0.182 (-0.409) |
| <i>Lev</i> | 3.888 (0.707) | 3.908 (0.706) | 43.871 (1.108) | 55.626 (1.322) | 0.479 (0.183) | 0.488 (0.184) |
| <i>Stateown</i> | 2.317 (1.319) | 2.320 (-1.309) | 14.905 (1.332) | 14.864 (1.248) | 0.307 (0.344) | 0.283 (0.326) |
| <i>lnsize</i> | 1.769** (2.036) | 1.768** (2.016) | 1.536 (0.242) | 5.274 (0.813) | 0.489* (1.777) | 0.450* (1.906) |
| <i>Being</i> | 0.235 (1.143) | 0.233 (1.127) | 0.990 (0.788) | 1.571 (1.206) | 0.189 (1.135) | 0.184 (1.084) |
| <i>Fcf</i> | 4.770 (0.456) | 4.804 (0.459) | 53.207 (0.465) | 6.930 (0.362) | 2.284 (0.407) | 1.855 (0.337) |
| <i>Roa</i> | -0.844 (-0.067) | -0.955 (-0.075) | -20.636 (-1.201) | -29.584 (-1.581) | -4.449 (-0.607) | -5.094 (-0.713) |
| <i>lnpay</i> | 0.413 (0.322) | 0.418 (0.323) | 0.076 (0.100) | 2.770 (0.323) | 0.655 (0.971) | 0.579 (0.888) |
| <i>Share</i> | -27.825** (-2.297) | -27.807** (-2.282) | -37.578 (-0.556) | -27.806 (-0.389) | -7.362* (-1.897) | -7.768* (-1.958) |
| <i>Dual</i> | 2.011 (0.886) | 2.002 (0.877) | 17.560 (1.584) | 12.753 (1.118) | 0.739 (0.656) | 0.735 (0.669) |
| <i>DS</i> | -0.843** (-2.051) | -0.843** (-2.048) | -0.957 (-0.313) | -1.984 (-0.628) | -0.316 (-1.499) | -0.297 (-1.437) |
| <i>Tenture</i> | 0.593 (1.206) | 0.587 (1.195) | 2.039 (0.453) | 3.974 (1.176) | 0.394 (1.592) | 0.389 (1.590) |
| 常数 | -34.573* (-1.703) | -34.480* (-1.695) | -34.190 (-0.245) | -47.931 (-0.328) | -3.615 (-0.353) | -4.045 (-0.407) |
| R^2 | 0.182 | 0.182 | 0.504 | 0.380 | 0.176 | 0.130 |
| Hausman(Chi) | 37.183*** | 36.826*** | 36.930*** | 34.005*** | 31.141** | 32.088*** |
| 样本数 | 375 | 375 | 48 | 48 | 327 | 327 |

- [2] 谢九. 三九集团前董事长赵新先意外落马[EB/OL]. 新浪财经. (2005-12-24)[2012-01-08]. <http://news.sina.com.cn/c/2005-12-24/09187806943s.shtml>.
Xie Jiu. Zhao Xinxian the former chairman of Sanjiu group are arrested[EB/OL]. Sina Finance (2005-12-24)[2012-01-08]. <http://news.sina.com.cn/c/2005-12-24/09187806943s.shtml>. (in Chinese)
- [3] 黄小伟. 古井:一场酿了十年的危机[N]. 南方周末,2007-04-26(2).
Huang Xiaowei. Gu Jing: The crises brewing a decade [N]. South Weekend, 2007-04-26(2). (in Chinese)
- [4] Knoeber C R. Golden parachutes, shark repellents and hostile tender offers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(1):155-167.
- [5] Zhao J. CEO employment contracts, managerial myopia and corporate acquisition decisions [D]. Philadelphia: Pennsylvania State University, 2008:1-245.
- [6] Ippolito F. Takeover defenses, firm-specific skills and managerial entrenchment [R]. Milan: Bocconi University, 2010:1-36.
- [7] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1/2):293-315.
- [8] Bøhren Ø, Cooper I, Priestley R. Real investment, economic efficiency and managerial entrenchment [R]. Oslo: Norwegian Business School, 2009:1-47.
- [9] Chakraborty A, Sheikh S A. Antitakeover amendments and managerial entrenchment: New evidence from investment policy and CEO compensation [J]. Quarterly Journal of Finance and Accounting, 2010, 49(1):81-103.
- [10] Narayanan M P. Managerial incentives for short-term results [J]. Journal of Finance, 1985, 40(5):1469-1484.
- [11] Stein J C. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1989, 104(4):655-669.
- [12] 李秉祥, 郝艳. 基于管理防御的企业投资短视行为的实验研究 [J]. 预测, 2009, 28(6):7-12.
Li Bingxiang, Hao Yan. Experimental study on corporate investment myopia behavior under managerial entrenchment [J]. Forecasting, 2009, 28(6):7-12. (in Chinese)
- [13] 袁春生, 杨淑娥. 经理管理防御动因、策略及其经济后果: 基于人力资本专用性和专有性的分析 [J]. 管理现代化, 2008(3):39-41.
Yuan Chunsheng, Yang Shue. Motivation, strategies and economical outcomes of managerial entrenchment [J]. Modernization of Management, 2008(3):39-41. (in Chinese)
- [14] 史金艳, 李延喜. 投资者过度自信下上市公司投资短视行为 [J]. 系统工程, 2011, 29(3):27-32.
Shi Jinyan, Li Yanxi. Investment myopia of listed companies in the case of investors' overconfidence [J]. Systems Engineering, 2011, 29(3):27-32. (in Chinese)
- [15] Holmstrom B. Managerial incentive problems: A dynamic perspective [J]. Review of Economic Studies, 1999, 66(1):169-182.
- [16] Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40(1/3):3-73.
- [17] Lundstrum L L. Corporate investment myopia: A horse-race of the theories [J]. Journal of Corporate Finance, 2002, 8(4):353-371.
- [18] Naveen L. Organizational complexity and succession planning [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2006, 41(3):661-683.
- [19] Gerakos J. CEO pensions: Disclosure, rent extraction, and incentive contracting [R]. Philadelphia: The University Pennsylvania, 2007:1-51.
- [20] Cheng S. R&D expenditures and CEO compensation [J]. The Accounting Review, 2004, 79(2):305-328.
- [21] Cazier R A. Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(3):584-594.
- [22] 刘运国, 刘雯. 我国上市公司的高管任期与 R&D 支出 [J]. 管理世界, 2007(1):128-136.
Liu Yunguo, Liu Wen. Managers' tenure and R&D in Chinese listed companies [J]. Management World, 2007(1):128-136. (in Chinese)
- [23] 王燕妮, 王瑛. 中国上市公司董事会治理与研发投入: 基于中国制造业上市公司的实证研究 [C] // 第五届(2010)中国管理学年会. 大连, 2010:1-7.
Wang Yanni, Wang Ying. Board of director's governance and R&D investment evidence from listed manufacturing companies in China [C] // The 5th Management Annual Meeting. Dalian, 2010:1-7. (in Chinese)
- [24] Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [J]. The Journal of Finance, 1993, 48(3):831-880.
- [25] Abdullah F, Guo W, Mande V. The relation of managerial holdings with Tobin's Q and R&D expenditures: Evidence from Japanese firms [J]. Multinational Business Review, 2002, 10(1):66-71.
- [26] 夏芸, 唐清泉. 我国高科技企业的股权激励与研发支出分析 [J]. 证券市场导报, 2008(10):29-34.

Xia Yun, Tang Qingquan. China's high-tech enterprises equity incentives and R&D spendings [J]. Securities Market Herald, 2008 (10): 29-34. (in Chinese)

curities Market Herald, 2008 (10): 29-34. (in Chinese)

Empirical Research on CEOs' Career Concerns and Investment Myopia

Rao Yulei, Wang Ying, Wang Jianxin

Business School, Central South University, Changsha 410083, China

Abstract: This paper aims to, in perspective of CEOs' career concerns, explain the intrinsic motivation of CEO resulted in myopic investments both in their early and late career, and investigates the effect of manager market on CEOs' investment myopia. This paper investigates the effect of CEOs' career concerns on investment horizon, with listed companies from 2007 to 2009, which disclosed R&D information. This paper uses CEOs' age and the phase of tenure to represent CEOs' career concerns, and adopts unbalanced panel regression models to test assumptions. The results suggest that there is an inverted U-shape relation between career concerns and investment horizon. Specifically, both CEOs in the early and post terms are tended to act more short-sighted investments, and CEOs in mid-career may have more long-term thinking. However, this inverted U-shape relation is influenced by promotion ladders. Particularly, internal promoted managers are likely to be more myopic. Share holdings of CEO are negative related to investment myopia and share holdings of CEOs aggravate the investment myopia.

Keywords: career concerns; investment myopia; listed company; panel data

Received Date: January 4th, 2012 **Accepted Date:** July 24th, 2012

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (70872111, 71071166) and the Foundation of Assisting Excellent Ph. D Papers in Central South University (2010ybfz110)

Biography: Dr. Rao Yulei, a Sichuan Zizhong native (1964 -), graduated from Central South University and is a professor and Ph. D. advisor in the Business School at Central South University. Her research interests include behavioral finance, corporate governance, etc.

E-mail: yuleirao@sina.com

□

2013 管理科学与工程国际会议 征文通知

主办单位: 中国 哈尔滨工业大学

技术赞助单位: IEEE Technology Management Council

会议时间: 2013 年 7 月

主要议题:

资助单位: 中国国家自然科学基金委员会

会议地点: 哈尔滨, 中国

1. Management Science Methodologies and Basic Research Methods;
2. Knowledge Management;
3. Management of Information Systems;
4. Electronic Business;
5. Related Researches on Operational Research and Operation Management;
6. Theories of Enterprise Management with Chinese Characteristics;
7. Technological Innovation and Entrepreneurial Management;
8. Basic Problems on Organizational Behaviors and Human Resources Management;
9. Key Scientific Issues on Financial Engineering and Management;
10. Basic Researches on Regional Development and Policy;
11. Social Systems and Important Engineering Systems Crisis / Disaster Control;
12. Public Administration Theories and Methodologies
13. Basic Researches on Macro-Management and Policy
14. Supply Chain and Logistics Management
15. The role of IT in Management
16. Social Media Analytics

会议语言: 英语

会议出版物: 投到本会议的论文都将被匿名评审, 被会议录用的论文, 将被收入由 IEEE Conference Publication Operations 出版的会议论文集, 论文集被 EI、IEEE Xplore、CPCI-S (ISTP) 检索。

会议费用: 每篇论文不得少于 6 页, 录用论文收取版面费 2500 元人民币。赠送第一作者一册论文集, 每位作者一张光盘。

重要期限: 2013 年 3 月 30 日 论文投稿截止 2013 年 5 月 10 日 发出论文录用通知 2013 年 7 月 会议开幕

投稿要求: 论文写作一律用英语, 请使用 Microsoft Word 2000 以上版本排版。论文投稿、排版规则、论文查询等请登陆 <http://icmse.hit.edu.cn>。凡投到本次会议的论文, 论文内容、作者、作者顺序及工作单位不得更改, 否则将不予录用。

联系人: 蓝 华 **联系电话:** 0451 - 86402178

查询会议详细信息请登陆国际会议网站 <http://icmse.hit.edu.cn>