

高管纵向兼任对企业费用粘性的影响研究

张悦, 张磊

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年2月15日; 录用日期: 2023年6月5日; 发布日期: 2023年6月12日

摘要

我国高管兼任现象普遍存在于现代企业中, 目前学术界关于高管纵向兼任为企业带来的影响褒贬不一。本章将以2015~2021年全部A股上市公司为研究对象, 基于目前学术界对高管纵向兼任的两种理论: “侵占效应”理论与“掏空效应”理论, 从实证的角度论证高管纵向兼任对企业费用粘性的最终影响。实证结果发现: 在公司治理过程中高管纵向兼任带给企业的“侵占效应”强于“监督效应”, 从而使得高管纵向兼任的存在加剧了企业内部的费用粘性水平。通过本文不仅研究丰富了关于高管纵向兼任的研究成果, 而且为优化企业公司治理机制提供一定的建议。

关键词

高管纵向兼任, 企业费用粘性, 侵占效应, 监督效应

Research on the Impact of Longitudinal Executive Confinement on Corporate Expense Stickiness

Yue Zhang, Lei Zhang

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Feb. 15th, 2023; accepted: Jun. 5th, 2023; published: Jun. 12th, 2023

Abstract

The phenomenon of concurrently serving as senior executives in China is common in modern enterprises, and the current academic circles have mixed reviews on the impact of vertical conjunctive tenure on enterprises. This chapter will take all A-share listed companies from 2015 to 2021 as the research object, and demonstrate the ultimate impact of vertical executive conjugation on the stickiness of enterprise expenses from an empirical perspective based on two theories of the

current academic circle: the theory of “encroachment effect” and the theory of “hollowing out effect”. The empirical results show that in the process of corporate governance, the “encroachment effect” of vertical contemporaneity of senior executives is stronger than the “supervision effect”, so that the existence of long-term contemporaneity of senior executives aggravates the level of internal cost stickiness. This paper not only enriches the research results on the vertical concurrent role of executives, but also provides some suggestions for optimizing the corporate governance mechanism of enterprises.

Keywords

Vertical Contemporaneity of Executives, Stickiness of Corporate Expenses, Encroachment Effect, Supervision Effect

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 文献综述

高管纵向兼任是近几年学术界研究公司治理手段的新研究热点,目前学者已经深入研究了高管的横向兼任,学者们已经从企业创新、风险管理、激励机制等方面研究了高管横向兼任的经济后果,而对于高管纵向兼任的研究还存在不小的缺口。目前已存在从会计信息质量、高管薪酬、投资效率等角度来研究高管纵向兼任造成的经济后果以及其内在影响的传递机制。高管纵向兼任这一行为的背后无非是两种动机,动机影响着行为,行为最终导致不同的经济后果,而高管纵向兼任一方面加强企业控制权,有效发挥监督效应带给企业积极的影响,另一方面则是大股东对企业的控制权过大以至于增加大股东掏空企业的动机,为自己谋私利。

潘红波和韩芳芳从产权异质的角度分析发现高管纵向兼任在国有企业中能更好地提高企业的会计信息质量[1]。刘安钦通过区分高管纵向兼任的职位高管发现当董事长兼任高管时高管纵向兼任更能发挥出积极作用[2]。高管纵向兼任与内部控制在公司治理过程中有时可以进行互补,王建琼(2021)发现高管纵向兼任可以在企业内部控制制度薄弱时充当补充机制,而在当企业的股权制衡度高时高管纵向兼任更能提升企业会计信息质量[3]。之后潘红波和张哲通过研究发现高管纵向兼任会显著提高企业薪酬水平,降低薪酬与业绩之间的敏感度[4]。Arnoldi等(2013)在中国特有的制度背景下研究发现高管纵向兼任与企业绩效呈显著正相关,尤其是在国有企业中[5]。张晓燕等(2020)同样发现高管纵向兼任促进了企业的创新业绩[6],为企业带来积极影响。

韩金红(2019)同时从“侵占”与“监督”两个角度进行研究,结果表明高管纵向兼任带给企业更多地“掏空效应”,为企业保存更多地现金持有量[7],之后又通过对高管纵向兼任的职位类别进行划分考察不同情况下对企业投资效率的影响[8]。闫珍丽(2021)通过机制分析证实了高管纵向兼任可以通过刺激大股东侵占企业行为从而抑制企业投资效率[9]。董久铭(2019)通过研究发现高管纵向兼任提升了企业的预算卸责水平,积极作用在非国有企业中尤为显著[10]。薛洪岩(2017)在研究会计信息质量中同样发现高管纵向兼任对企业内部造成影响[11]。

目前不仅学术界关于高管纵向兼任为企业最终带来的是积极影响或是消极影响的意见仍不一致,中国证监会与国资委同样对实施高管纵向兼任作为公司治理的手段持有不同的态度。证监会陆续发布的

“三分开”“五分开”等政策反映出其对高管纵向兼任的反对态度，以此来约束集团内部高管纵向兼任的实施。而随着深化国企改革政策的推进，更多的央企如中石油、中石化等在此过程中委派股东兼任上市公司一把手，以此减少内部控制人问题。

2. 理论分析与假设提出

现代企业由于委托代理制度导致企业经营权与管理权分离，管理层是企业决策的执行人，根据理性经济人假设，管理层出于自身利益其个人目标与股东目标不完全一致。因此，当企业内部控制制度存在缺陷时，管理者很容易钻内部控制的空子，在缺乏监督和制约的情况下很可能会作出不恰当的决策，甚至利用职权便利进行在职消费，在企业内部构建自己的商业帝国等为自己进行服务，从而偏离为股东服务的企业目标，这必然会加重企业的费用粘性现象，不利于企业的长期稳定发展，同时也加重了企业的第一类代理成本。我国高管兼任现象普遍存在于现代企业中，目前学术界关于高管纵向兼任的经济后果尚未形成统一结论。高管纵向兼任作为企业内部的一种直接纵向连接，加强了股东与集团上市公司的联系，有效的缓解了股东与管理层之间的第一类代理冲突，但同时也提高了大股东掏空企业，侵占中小股东利益的可能性。这意味着，高管纵向兼任是把双刃剑，它可能是大股东对上市公司一个有力的监督武器，也可能是大股东控制上市公司的手段。除了学术界，我国证监会与国有资产管理部门对于高管纵向兼任亦有不同看法。中国证监会接连发布了“三分开”“五分开”等规定约束高管纵向兼任行为[8]。而随着近年来的国有企业改革进程的深入，越来越多的央企如中石油、中石化等在此过程中委派股东兼任上市公司一把手，以此减少内部控制人问题。因此，高管纵向兼任作为一把“双刃剑”，对企业费用粘性到底发挥积极影响还是消极影响呢？本文将对高管纵向兼任对企业费用粘性的影响进行研究，理论分析框架见图1。

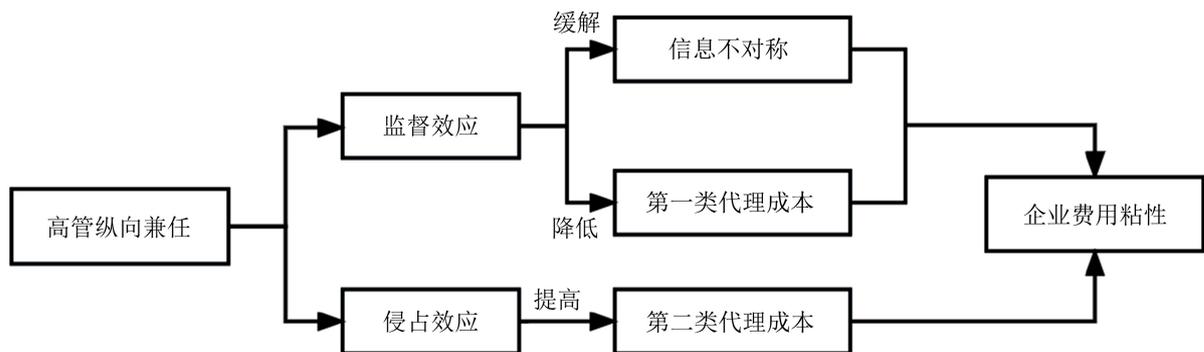


Figure 1. Theoretical analysis framework

图1. 理论分析框架

有研究发现，在公司治理过程中高管纵向兼任能有效发挥其“监督效应”，降低管理者的自利行为。首先，企业委托代理制度的突出问题在于信息不对称，提高公司信息透明度能一定程度上削弱管理层满足私欲的权利，有效抑制管理者自利行为的发生，缓解第一类代理问题。梁彤缨冯莉(2012)在研究金字塔结构对在消费的影响中指出管理层级越多，企业的信息不对称现象越严重，从而管理层在职消费程度越高[12]。因此，控制管理层的层级能有效提高企业自下而上或自上而下传递信息的效率，降低重要信息在传递过程中由于加入过多主观因素而失真的风险，完善企业内部治理机制。高管纵向兼任行为的实施使得大股东直接在企业管理层中任职，加强了股东与企业的联系，减少了管理层的层级，弥补了信息不对称带给股东的影响，同时也建立起了大股东与上市公司之间独特的信息传递渠道，有助于缓解企业的

第一类代理问题。高管纵向兼任使得股东能及时准确地掌握企业生产经营过程中的实时信息, 为有效地实施“监督效应”创造了良好的条件, 抑制管理者在职消费、构建商业帝国的动机, 从而抑制企业的费用粘性。其次, 高管纵向兼任作为连接股东与上市公司的一座桥梁, 加深了股东与企业之间的关系, 股东对企业的各项经营与投资决策以及未来发展规划有了更深刻的了解。王建琼在研究高管纵向兼任对企业的经济影响时发现通过建立一种纵向连接, 高管纵向兼任给予了股东管理者的身份, 令股东直接参与到企业的经营与投资等各项决策中来, 准确掌握企业内部的最新信息以及企业的真实财务情况, 股东参与经营的行为不仅实现对管理层的直接监督, 从而使管理层能够按照股东的意愿做出决策[3]。管理层在职期间绝大可能会出于自己利益忽视了利于企业长期目标发展的项目, 高管纵向兼任的存在能有效抑制这种短视行为的发生, 根据企业长期目标调整经营及投资决策, 避免了资源过度浪费及资源配置不合理, 进而降低了企业费用粘性。

基于以上分析, 提出假设 H1a:

假设 H1a: 基于“监督效应”, 高管纵向兼任会抑制企业费用粘性水平。

然而, 随着股东对上市公司控制权的增强, 企业代理冲突重心会渐渐由第一类代理冲突转移到第二类代理冲突, 这种现象在新兴资本市场中更为普遍。这是由在资本市场不发达的地区中制度不完善且投资者保护制度较低所导致的, 由此使得大股东掏空企业的动机增加, 使得大股东逐渐侵占中小股东的利益, 产生“侵占效应”。首先, 高管纵向兼任会大大降低大股东侵占企业资源的成本, 为其掏空企业制造了便利条件, 加速大股东掏空企业的进程。高管纵向兼任赋予了大股东管理者的身份, 分散了管理层的权力, 在企业管理层行使职责中施加干预, 更多的参与和控制企业的经营管理及决策执行, 更易于对上市公司资金支出进行干预, 例如对公司的投资活动进行干预[13], 使得投资决策更利于自身利益而非公司利益, 进行一系列非理性投资, 从而加重企业的费用粘性。随着对企业控制的增强, 大股东能轻易利用职权便利对企业资金进行占用, 并通过关联交易等方式打开一条便利隧道以牟取利益, 使得企业的费用支出并非完全来自对企业经营与投资过程的支出, 造成了企业费用粘性的加剧。其次, 高管纵向兼任为大股东获取及时准确的内部信息提供了便利, 不仅仅缓解了第一类代理成本的信息不对称问题, 甚至占据了企业内部信息优势, 为大股东利用内部信息掏空企业创造了信息优势[1]。一方面, 为满足大股东自身利益需要, 保留超额资金, 导致企业用于日常经营及投资活动的资金不足; 另一方面, 大股东掏空动机容易造成短视行为进行不利于企业长期发展的投资活动, 滥用支出以谋私利, 大股东为掩盖自己的侵占行为, 甚至有可能与管理者合谋粉饰财务信息, 造成恶性循环。

基于以上分析, 提出假设 H1b:

假设 H1b: 基于“侵占效应”, 高管纵向兼任会加剧企业费用粘性水平。

3. 研究设计

3.1. 样本数据与来源

本文最终确定的研究样本为 2015~2021 年间我国全部 A 股上市公司, 为了研究高管纵向兼任对企业费用粘性的影响, 对选取的研究样本进行变量数据的搜集, 本文所需的样本数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库。确认样本, 搜集数据后对样本量按照以下要求进行筛选并依照惯例对数据进行预处理:

1) 剔除当年交易状态为 ST、*ST 的上市公司, 标记 ST、*ST 的企业为连续两年或三年亏损的上市公司, 证券交易所需依照规定对这类上市公司的股票交易进行特别处理, 经营情况的异常使其财务报告提供的各项数据具有特殊性, 为了所选取的样本更具有代表性, 因此剔除当年交易状态为 ST、*ST 的上市公司; 2) 剔除金融保险类上市公司, 原因在于金融和保险类行业的产品性质上属于金融资产, 一方面

金融保险类行业的企业大多受政府管制程度较大, 对于其内部的人事派遣影响因素复杂, 可能与大股东兼任高管不存在关联关系; 另一方面, 由于金融保险类行业所使用的企业会计准则不同于一般行业, 其所提供的财务数据具有特殊性, 因此不能与一般行业归类一起进行研究; 3) 剔除本文主要变量及控制变量有所缺失或存在数据异常的观测样本且不满足 Weiss 模型计算条件的样本企业; 4) 为确保实证分析结果的客观公允, 对除虚拟变量外的其余变量进行缩尾(Winsorize)处理, 以减少极端值对实验结果的影响。经过以上数据处理与筛选, 最终获得 17,784 个样本以供后续研究。本文使用 Excel 软件对上市公司的数据进行基础整理, 使用 Stata16 软件对数据进行预处理以及实证分析。

3.2. 变量定义

(一) 企业费用粘性的衡量

目前, 学术界对于企业费用粘性的测度方法主要有以下四种: Level 模型、Change 模型、ABJ 模型和 Weiss 模型。其中, Level 模型与 Change 模型通常测度企业中高管薪酬粘性指标, 用于测度企业费用粘性指标缺乏代表性, 计算结果误差较大, 会对最终的研究结果有影响。而 ABJ 模型则是通过系数间接判断了费用粘性是否存在, 但利用相对指标反映企业费用粘性往往会忽视部分系数不明显但存在费用粘性现象的样本企业, 可能会低估存在费用粘性现象的企业, 对研究结果不利; 而 Weiss 模型通过企业的季度财务数据直接量化出一个反映企业费用粘性的绝对指标来测度其粘性水平, 弥补了前三种模型的缺陷。鉴于上述分析本文采用 Weiss 模型对企业费用粘性水平进行测度。具体通过模型(1)进行测算:

$$\text{Sticky}_{i,t} = \log\left(\frac{\Delta\text{COST}}{\Delta\text{SALE}}\right)_{i,a_1} - \log\left(\frac{\Delta\text{COST}}{\Delta\text{SALE}}\right)_{i,a_2} \quad a_1, a_2 \in \{t, \dots, t-3\} \quad (1)$$

其中, $\Delta\text{COST} = \Delta(\text{SALE} - \text{Earnings})$ 表示季度成本差, SALE 为营业收入, Earnings 为营业利润; ΔSALE 为季度营业收入差; a_1 与 a_2 分别表示该年份四个季度中出现营业收入下降与上升的最近一个季度; i 表示第 i 家企业; t 表示当年第 t 季度; Sticky 指在某年的四个季度中, 随着营业收入的增减变动, 费用的变动额呈非线性。当测算出的 Sticky 值为负数时代表该上市公司存在费用粘性现象, 且费用粘性程度随 Sticky 的减小而越大, 具体表现为企业在一段时期内业务量下降或上升相同数量时对应的费用变动情况不相同, 费用的减少量小于费用的增加量。需要说明的是, 首先, 本文所研究的企业费用为广泛意义上的费用, 其包括营业成本及所有期间费用; 其次, 本文所采用的 Weiss 模型计算企业费用粘性水平, 要求费用的变动方向与营业收入的变动方向相同, 即 $\frac{\Delta\text{COST}}{\Delta\text{SALE}} > 0$, 因此在样本选择中将剔除不满足 Weiss 模型条件的企业; 最后, 需要值得一提的是 Weiss 模型计算的企业费用粘性水平也存在一定的误差, 这是因为代表经营活动情况的营业收入的增减变动不完全由外生变量影响, 产品自身价格的变化往往也会引起企业经营活动变化。

(二) 高管纵向兼任的衡量

本文的解释变量 VC 表示高管纵向兼任。本文参照郑杲娉潘红波张桂玲等学者的研究, 将高管纵向兼任定义为上市公司的董事长或者总经理在大股东单位兼任董事或者高管[1] [13]。本文将高管纵向兼任设定为企业 - 年度虚拟变量, 若企业第 t 年存在高管纵向兼任, 则 VC 取值为 1; 否则, 高管纵向兼任 VC 取值为 0。董事长和总经理虽均作为企业的核心管理层, 但在管理企业的过程中却也有着明确分工。董事长负责企业生产及经营决策的制订, 总经理负责决策的执行, 二者均在企业未来的经营与发展中扮演着重要角色。需要特别注意的是, 由于在进行高管的个人特征信息搜集过程中发现目前资本市场并未对企业中最高职位的高管称谓作出明确的界定, 因此本文将在企业中任职 CEO、总经理、首席执行官等职位的高管统一纳入总经理的范畴。

(三) 控制变量的选取

借鉴已有文献, 本文选取企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、盈利能力(ROA)、企业成立年限(Age)、成长性(Growth)、股权集中度(TOP1)、管理层持股比例(MSH)以及高管薪酬(Salary)作为模型中的控制变量。除此之外, 本文为避免样本企业由于所处行业与时间的不同对实验结果造成的影响, 还设置了行业及年度虚拟变量, 以便在多元回归分析中对控制行业与年度虚拟变量时回归分析结果与不控制行业与年度虚拟变量时回归分析结果进行对比分析。

以上变量定义如表 1 所示。

Table 1. Variable definitions

表 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	费用粘性	<i>Sticky</i>	通过 Weiss 模型计算可得
解释变量	高管纵向兼任	<i>VC</i>	当董事长或总经理在股东单位兼任董事或高管时时, 则 $VC = 1$, 反之则 $VC = 0$
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	企业年末资产总额的对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	成长性	<i>Growth</i>	(当年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
	企业成立年限	<i>Age</i>	$\ln(\text{当年年份} - \text{成立年份})$
	股权集中度	<i>TOP1</i>	前十大股东持股数量/总股数
	管理层持股比例	<i>MSH</i>	管理层持股数量/总股数
	高管薪酬	<i>Salary</i>	管理层薪酬总额的自然对数
	行业固定效应	<i>Industry</i>	行业虚拟变量, 参照证监会 2012 年公布的行业进行划分
年度固定效应	<i>Year</i>	年度虚拟变量	

3.3. 模型设计

为了探讨高管纵向兼任对企业费用粘性的影响来验证假设 H1a 与 H1b, 本文将 Weiss 模型(1)测算出的企业费用粘性(*Sticky*)值作为被解释变量, 高管纵向兼任(*VC*)作为解释变量, 并且控制了企业规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、成立年限(*Age*)、成长性(*Growth*)、股权集中度(*TOP1*)、管理层持股比例(*MSH*)、高管薪酬(*Salary*)以及年度虚拟变量与行业虚拟变量, 构建多元回归模型(2)进行全样本分析。

$$\begin{aligned} \text{Sticky}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{VC}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_4 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_5 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_6 \text{Age}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{TOP1}_{i,t} + \alpha_8 \text{MSH}_{i,t} + \alpha_9 \text{Salary}_{i,t} + \sum \text{year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

4. 实证结果分析

4.1. 描述性统计

表 2 为研究高管纵向兼任对企业费用粘性影响中各变量的描述性统计。从表中均值可以看出企业费

用粘性(Sticky)的均值为-0.217, 由前文可知 Weiss 模型计算出的费用粘性指标为负数代表着该企业存在费用粘性现象, 且负值越小企业的费用粘性水平越高, 因此, 该均值也证明了现代企业中普遍存在费用粘性现象。另外, 通过比较 Sticky 的最大值 3.332 与最小值-3.983, 可以发现上市公司中企业的费用粘性水平存在差距, 侧面说明企业在经营过程中进行的成本管理行为以及管理层的成本调整决策也存在显著的差异。高管纵向兼任(VC)的均值为 0.532, 说明在这 17,784 个企业中约有近 9000 个上市公司的董事长或总经理在股东单位同时任职, 占据样本总量的一半以上, 由此可见高管纵向兼任目前广泛流行于资本市场中, 是企业内部一种常见现象。因此本文对高管纵向兼任进行研究来丰富其对企业产生的经济后果, 对公司治理存在一定的现实意义。

在控制变量方面, 公司规模(Size)的最值之间的较大差距说明不同企业间资产规模的差异性。财务杠杆(Lev)的最大值是 0.999, 最小值是 0.062, 均值是 0.427。一般而言企业的资产负债率在 0.4 与 0.6 之间最为合适, 总的来看, 各上市公司的负债规模适中, 但个别公司的负债水平过高, 给企业带来沉重的财务负担, 财务风险的加重同时也加重了面临破产的风险。而相反地, 对于某些公司而言, 其债务水平太低, 举债能力的不足使企业经营发展受到限制, 无法有效利用财务杠杆的好处; 成长能力(Growth)的平均值为 0.433, 由此看出从整体上看我国企业的营业收入是持续上升的, 企业总体的经营状况良好, 象征企业有不错的成长空间, 但从最值之间的显著差异仍说明不同企业反映不同的成长性。此外, 第一大股东持股(TOP1)的均值为 0.329, 说明我国上市公司的股权结构整体上较为集中。管理层持股(MSH)的均值为 0.133, 说明上市公司的股权结构中管理层持股比例相对较低, 该指标最大值高达 0.66, 而最小值为 0, 可以推断出有些企业并未对管理层实施股权激励政策。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

Variables	N	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
<i>Sticky</i>	17,784	-0.217	-0.119	1.095	-3.983	3.332
<i>VC</i>	17,784	0.532	1	0.499	0	1
<i>Size</i>	17,784	22.327	22.169	1.279	19.289	26.06
<i>Lev</i>	17,784	0.427	0.418	0.2	0.062	0.999
<i>ROA</i>	17,784	0.033	0.035	0.069	-0.351	0.193
<i>Growth</i>	17,784	0.433	0.158	1.19	-0.813	10.035
<i>Age</i>	17,784	2.93	2.944	0.3	1.609	3.466
<i>Top1</i>	17,784	0.329	0.305	0.144	0.086	0.743
<i>MSH</i>	17,784	0.133	0.013	0.187	0	0.658
<i>Salary</i>	17,784	15.419	15.394	0.705	12.648	17.204

4.2. 相关性分析

为避免变量间的多重共线性影响高管纵向兼任对企业费用粘性的回归结果, 本小节通过对变量进行相关性分析来检验模型中是否存在多重共线性问题, 表 3 列示了研究模型中所有变量之间的 Pearson 相关系数。高管纵向兼任(VC)与企业费用粘性(Sticky)的相关系数为-0.004, 且通过了 5% 的显著性检验, 说明

企业存在高管纵向兼任会使企业费用粘性(Sticky)值变小, 而 Weiss 模型计算出的费用粘性值越小表示企业费用粘性水平越强, 因此这与假设 H1b 的预期一致, 即存在高管纵向兼任现象会加重企业的费用粘性水平。此外, 企业费用粘性(Sticky)与管理层持股(MSH)之间的相关系数为-0.043, 且通过了 1% 水平下的显著性检验, 说明管理层持股比例的增加会加剧企业的费用粘性水平。由表中可知, 除高管薪酬(Salary)、财务杠杆(Lev)与企业规模(Size)之间相关系数较高外, 其余各变量间的相关系数均不超过 0.5, 说明本文所选取的变量不存在严重的多重共线性问题, 建立的回归模型可以初步判断能够公允反映高管纵向兼任对企业费用粘性的影响。

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

	<i>Sticky</i>	<i>VC</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>Age</i>	<i>Top1</i>	<i>MSH</i>	<i>Salary</i>
<i>Sticky</i>	1									
<i>VC</i>	-0.004**	1								
<i>Size</i>	0.016**	0.168***	1							
<i>Lev</i>	0.007	0.090***	0.502***	1						
<i>ROA</i>	0.186***	0.020***	0.042***	-0.318***	1					
<i>Growth</i>	0.054***	-0.004	0.002	0.074***	-0.019**	1				
<i>Age</i>	0.023***	0.030***	0.151***	0.153***	-0.052***	0.033***	1			
<i>Top1</i>	0.006	0.201***	0.188***	0.043***	0.147***	0.001	-0.045***	1		
<i>MSH</i>	-0.043***	-0.348***	-0.329***	-0.267***	0.132***	-0.049***	-0.251***	-0.073***	1	
<i>Salary</i>	-0.003	0.041***	0.506***	0.158***	0.182***	-0.045***	0.104***	-0.004	-0.066***	1

4.3. 高管纵向兼任与企业费用粘性回归分析

本节对高管纵向兼任对企业费用粘性的影响进行回归分析, 实证结果如表 4 所示。其中, 列(1)为对模型未控制行业和年度的回归分析结果, 其单独考察了高管纵向兼任对企业费用粘性的影响, 根据表 4 结果显示, 未控制行业虚拟变量及年度虚拟变量前, 高管纵向兼任 VC 与企业费用粘性 Sticky 之间的回归系数为-0.045, t 为-2.57, 且通过了 5% 水平上的显著性检验, 说明高管纵向兼任 VC 与企业费用粘性 Sticky 值存在负相关关系, 在此需要特别注意的是 Weiss 模型测算的企业费用粘性 Sticky 指标数值越小代表着企业费用粘性水平越高, 即企业存在高管纵向兼任会显著的加重企业的费用粘性水平。考虑到有些核心变量可能会存在很大的年份差异或行业差异, 为避免行业及年度对回归结果的影响, 列(2)在列(1)的基础上进一步控制了行业虚拟变量以及年度虚拟变量, 回归结果表明, 高管纵向兼任 VC 与企业费用粘性 Sticky 之间的回归系数同样为-0.045, 且通过了 5% 水平上的显著性检验。通过对比控制了行业及年度虚拟变量前后结果, 高管纵向兼任与企业费用粘性之间的回归系数及显著性水平均未发生显著变化, 这个结果也侧面说明高管纵向兼任并未存在显著的行业差异或年度差异, 也侧面说明了我国上市公司高管纵向兼任现象的普遍性与企业所处行业并无很大的关联。列(2)的回归结果进一步佐证了高管纵向兼任现象会加剧企业的费用粘性, 因此验证假设 H1b, 拒绝假设 H1a。

高管纵向兼任与企业费用粘性的回归结果表明, 高管纵向兼任现象的存在会显著加剧企业的费用粘

性水平, 显然在公司治理过程中高管纵向兼任使得大股东的“侵占效应”占据主导, 大股东对股东控制权的增强, 一方面大大降低了其攫取利益的成本, 为掏空企业提供了便利条件, 增强了大股东掏空企业的动机, 另一方面, 大股东能轻易利用职权以及内部消息进行不利于企业长期发展的决策, 保留超额资金或滥用支出, 企业内部的资源配置紊乱, 最终加剧企业的费用粘性水平。

Table 4. Results of the regression of longitudinal executive conjunction to corporate expense stickiness

表 4. 高管纵向兼任对企业费用粘性的回归结果

	(1)	(2)
	<i>Sticky</i>	<i>Sticky</i>
<i>VC</i>	-0.045** (-2.57)	-0.045** (-2.54)
<i>Size</i>	-0.023*** (-2.59)	-0.024*** (-2.63)
<i>Lev</i>	0.459*** (9.04)	0.455*** (8.65)
<i>ROA</i>	3.795*** (29.09)	3.805*** (28.88)
<i>Age</i>	0.0460 (1.64)	0.059** (2.01)
<i>Growth</i>	0.043*** (6.36)	0.041*** (5.80)
<i>TOP1</i>	-0.211*** (-3.61)	-0.205*** (-3.43)
<i>MSH</i>	-0.399*** (-7.96)	-0.373*** (-7.36)
<i>Salary</i>	-0.076*** (-5.53)	-0.073*** (-5.07)
<i>Cons</i>	1.140*** (5.37)	0.975*** (4.19)
<i>Industry</i>	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES
<i>N</i>	17784	17784
<i>AdjR²</i>	0.0500	0.0540

注: 括号内为 t 统计量, ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平显著。

5. 稳健性检验

5.1. 剔除新冠肺炎疫情的影响

本文以 2015 年~2021 年全部 A 股上市公司的财务数据为研究对象,而在 2020 年初中国爆发了新冠肺炎疫情,在新冠肺炎疫情所带来的不确定性冲击的背景下,不同企业所面临的外部交易成本以及内部管理成本均有不同程度的增加[14]。在疫情爆发初期,由于疫情的突然性以及不确定性,社会各界不能准确预测疫情的未来发展趋势,针对疫情的防控政策等方面处于高度变化中,以致企业所面临的经营环境同样处于高度的不确定性之中,例如国家发布的疫情防控政策对企业的生产或运输环节有所限制,或者企业所需的原料供应短缺,市场对商品的需求骤减等。不稳定的市场环境意味着企业在与交易对手谈判合作时需针对未来可能出现的不同预期分别进行协商,需花费更多的交易成本,并且对于交易契约签订后出现未预期的情形,企业还需花费额外的调整成本。而企业内部管理成本主要源自于内部人的掏空行为(Fan *et al.*, 2017) [15],在新冠疫情这种特殊时期下,企业管理层与股东可能会以疫情原因为借口掩饰其将企业经营不善的结果,使企业内部滋长了懈怠的情绪,降低了企业员工整体的工作积极性,另外疫情原因使得管理层和股东掏空企业的动机和能力明显增强,因此企业在公司内部治理过程中也将花费更多的监督成本。基于以上分析新冠疫情会增强管理层及股东掏空企业的动机,进而对企业的费用粘性水平产生一定的影响,而基于本文前文的研究分析,高管纵向兼任带给企业的“监督效应”与“侵占效应”沿不同的作用路径均对企业的费用粘性水平产生影响,综上,新冠疫情可能会加剧企业的费用粘性,进而影响本文对研究结果的判断,因此为进一步明确高管纵向兼任与企业费用粘性的关系,需剔除新冠肺炎疫情带来的影响,所以本次稳健性检验删除了 2020 年~2021 年的研究样本。

稳健性检验的结果如表 5 所示,研究结果显示,在模型控制行业与年度虚拟变量前后高管纵向兼任(VC)与企业费用粘性(Sticky)之间的系数均为负,并且通过了 1%水平下的显著性测试,验证了高管纵向兼任现象的存在使得 Weiss 模型计算的企业费用粘性数值越小,由于 Sticky 值越小代表着企业费用粘性水平越强,因此验证了假设 H1b,即在其他条件不变的条件下,高管纵向兼任现象的存在加剧了企业的费用粘性水平,回归结果与预期保持一致。在本次检验中,控制变量的系数不存在明显符号变化。通过以上分析,不仅验证了前文的研究结论,并且剔除了新冠疫情对企业费用粘性的作用,使得文章的研究结论更加可靠。

Table 5. Robustness test—Excluding the impact of the new crown pneumonia epidemic
表 5. 稳健性检验—剔除新冠肺炎疫情的影响

	(1)	(2)
	<i>Sticky</i>	<i>Sticky</i>
<i>VC</i>	-0.066*** (-3.07)	-0.065*** (-3.02)
<i>Size</i>	-0.0180 (-1.61)	-0.0160 (-1.40)
<i>Lev</i>	0.485*** (7.86)	0.444*** (6.94)
<i>ROA</i>	4.138*** (25.19)	4.099*** (24.80)

Continued		
<i>Age</i>	0.069** (2.03)	0.064* (1.81)
<i>Growth</i>	0.040*** (5.12)	0.035*** (4.32)
<i>TOP1</i>	-0.231*** (-3.25)	-0.213*** (-2.95)
<i>MSH</i>	-0.388*** (-6.33)	-0.364*** (-5.87)
<i>Salary</i>	-0.082*** (-4.97)	-0.086*** (-5.02)
<i>Cons</i>	1.060*** (4.06)	1.075*** (3.81)
<i>Industry</i>	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES
<i>N</i>	11800	11800
<i>AdjR²</i>	0.0560	0.0630

注：括号内为 t 统计量，***，**，* 分别表示在 1%，5%，10% 水平显著。

5.2. 剔除 CEO 变更的影响

本文中 CEO 变更指上市公司的总经理或 CEO 由于任期届满、辞职、解聘、退休、工作调动、涉案、结束代理、健康情况、个人原因、完善公司法人治理机构等原因发生变更[16]。CEO 变更通常也作为一项重要的企业内部治理机制，CEO 作为企业的高级管理人员，掌握着企业经营发展的命脉，并且相对于其他利益相关者占据着绝对的信息优势，因此基于信息不对称理论，CEO 有足够的动机及能力利用信息优势进行自利行为，进而对企业的费用粘性水平造成影响，损害企业价值。而 CEO 变更一方面阻断了管理层建造商业帝国、在职消费等自利行为的发生，能有效抑制企业费用粘性水平的提升；另一方面，CEO 变更行为通常也发生在大股东对企业的控制权增强的情况下，随着大股东的掏空动机逐渐明显，大股东的资金占用水平明显提高，此时 CEO 很容易发生变更[17]，且随着大股东掏空行为的发生，企业费用粘性水平势必会受到影响。综上，企业内部 CEO 变更可能会干扰高管纵向兼任对企业费用粘性水平的影响，进而影响本文对研究结果的判断，因此为进一步明确高管纵向兼任与企业费用粘性的关系，需剔除 CEO 变更带来的影响，所以本次稳健性检验删除了 CEO 发生变更的研究样本。

稳健性检验结果如表 3~6 所示。研究结果显示在控制了行业及年度虚拟变量后，高管纵向兼任(VC)与企业费用粘性(Sticky)之间的系数为-0.054，并且通过了 1% 水平下的显著性测试，说明高管纵向兼任现象的存在使得企业费用粘性水平增强，因此证明了假设 H1b，即在其他条件不变的条件下，高管纵向兼任现象的存在加剧了企业的费用粘性水平，回归结果与预期保持一致。在控制变量方面，随着企业规模(Size)、高管薪酬(Salary)、管理层持股(MSH)、第一大股东持股(TOP1)的增强，均能够加剧企业的费用粘

性水平, 而财务杠杆(Lev)、盈利能力(ROA)、企业成立年限(Age)的提高均能抑制企业费用粘性, 控制变量的回归系数无明显符号变化。通过以上分析, 剔除了 CEO 变更的因素后的回归结果同样验证了假设 H1b 的成立, 因此更加说明本章的研究过程具有一定的稳健型。

Table 6. Robustness Test—Excluding the Impact of CEO Changes
表 6. 稳健性检验—剔除 CEO 变更的影响

	(1)	(2)
	<i>Sticky</i>	<i>Sticky</i>
<i>VC</i>	-0.053 ^{***} (-2.71)	-0.054 ^{***} (-2.77)
<i>Size</i>	-0.020 ^{**} (-2.03)	-0.021 ^{**} (-1.99)
<i>Lev</i>	0.477 ^{***} (8.37)	0.484 ^{***} (8.20)
<i>ROA</i>	3.689 ^{***} (24.66)	3.703 ^{***} (24.49)
<i>Age</i>	0.0440 (1.42)	0.077 ^{**} (2.38)
<i>Growth</i>	0.037 ^{***} (4.64)	0.035 ^{***} (4.22)
<i>TOP1</i>	-0.187 ^{***} (-2.89)	-0.175 ^{***} (-2.67)
<i>MSH</i>	-0.380 ^{***} (-7.01)	-0.356 ^{***} (-6.50)
<i>Salary</i>	-0.073 ^{***} (-4.74)	-0.067 ^{***} (-4.17)
<i>Cons</i>	1.028 ^{***} (4.33)	0.789 ^{***} (3.02)
<i>Ind</i>	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES
<i>N</i>	14477	14477
<i>AdjR²</i>	0.0440	0.0480

注: 括号内为 t 统计量, ^{***}, ^{**}, ^{*} 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平显著。

5.3. 倾向得分匹配(PSM)检验

内生性问题是进行企业高管研究所面临的一个重要问题。存在内生性的原因主要有两个：第一，样本选择的偏差，存在高管纵向兼任的企业可能并非随机分配给每个企业。第二，遗漏变量的存在，可能存在一些无法直接观测到的变量影响实验过程中的企业的费用粘性水平，导致高管纵向兼任与企业费用粘性之间的影响关系解释。因此，本文根据上市公司是否存在高管纵向兼任现象采用倾向得分匹配法(Propensity Score Matching, PSM)来控制样本的选择偏差，经过倾向得分匹配(PSM)后，本文利用匹配后的观测值再次进行回归检验，PSM 稳健性检验结果如表 7 所示，研究结果显示，在模型未控制行业虚拟变量与年度虚拟变量前与控制行业及年度虚拟变量后高管纵向兼任(VC)与企业费用粘性(Sticky)之间的系数为负，且在 1%的水平下显著，进一步验证了高管纵向兼任的存在使得 Weiss 模型计算的企业费用粘性数值越小，Sticky 值越小，说明企业费用粘性水平越强，进而证明了假设 H1b，即在其他条件不变的条件下，高管纵向兼任现象的存在促进了企业的费用粘性水平，回归结果与预期一致。在控制变量方面，随着高管薪酬(Salary)、管理层持股(MSH)、第一大股东持股(TOP1)、企业规模(Size)的增强，均能够加剧企业的费用粘性水平，而财务杠杆(Lev)、盈利能力(ROA)、企业成立年限(Age)的提高均能抑制企业费用粘性，控制变量的系数与多元回归分析的回归系数同样无明显符号变化。通过以上分析，不仅验证了前文的研究结论，而且基于倾向得分匹配模型的稳健性检验结果与多元回归模型的总体回归结果未见明显差异，因此说明本文的研究模型及研究结论具有一定的稳健性。

Table 7. Endogenous—Propensity score matching (PSM) test
表 7. 内生性检验—倾向得分匹配(PSM)检验

	(1)	(2)
	<i>Sticky</i>	<i>Sticky</i>
<i>VC</i>	-0.076*** (-3.20)	-0.072*** (-3.02)
<i>Size</i>	-0.00900 (-0.66)	-0.0100 (-0.74)
<i>Lev</i>	0.484*** (6.57)	0.491*** (6.42)
<i>ROA</i>	3.808*** (20.09)	3.829*** (19.98)
<i>Age</i>	0.090** (2.18)	0.112** (2.55)
<i>Growth</i>	0.037*** (4.01)	0.032*** (3.29)
<i>TOP1</i>	-0.317*** (-3.62)	-0.318*** (-3.58)

Continued

<i>MSH</i>	-0.406 ^{***}	-0.372 ^{***}
	(-5.36)	(-4.85)
<i>Salary</i>	-0.105 ^{***}	-0.101 ^{***}
	(-5.22)	(-4.77)
<i>Cons</i>	1.172 ^{***}	1.165 ^{***}
	(3.79)	(3.44)
<i>Ind</i>	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES
<i>N</i>	8112	8112
<i>AdjR²</i>	0.0540	0.0560

注：括号内为 t 统计量，***，**，* 分别表示在 1%，5%，10% 水平显著。

6. 本章小结

本文选取 2015~2021 年间全部 A 股上市公司为研究样本，研究了高管纵向兼任对企业费用粘性的影响。实证结果表明，高管纵向兼任与 Weiss 模型计算的企业费用粘性值呈显著负相关关系，而 Weiss 模型计算的企业费用粘性值为负值代表企业存在费用粘性现象且数值越小代表企业的费用粘性水平越高，即高管纵向兼任现象会加剧企业的费用粘性水平。本文采用了剔除新冠肺炎疫情的影响、剔除 CEO 变更的影响以及倾向得分匹配的方式对所建模型进行稳健性检验，稳健性检验的结果均表明高管纵向兼任对 Weiss 模型计算的企业费用粘性值依旧显著为负，说明本章的研究模型与结论较为稳健。

从本文的研究结果来看，高管纵向兼任现象给企业带来的“侵占效应”强于“监督效应”，高管纵向兼任为大股东控制企业提供更多的便利，加剧企业费用粘性水平，损害公司价值。因此，为资本市场监管者敲响警钟，应该重视高管纵向兼任带给企业的负面影响，加大对高管纵向兼任现象的监管力度。

参考文献

- [1] 潘红波, 韩芳芳. 纵向兼任高管、产权性质与会计信息质量[J]. 会计研究, 2016(7): 19-26+96.
- [2] 刘安钦, 韩金红. 监督抑或掏空: 纵向兼任高管与企业内部控制质量[J]. 财会通讯, 2022(7): 56-59+68. <https://doi.org/10.16144/j.cnki.issn1002-8072.20220119.001>
- [3] 王建琼, 林宝专, 文旭松. 纵向兼任高管、内部控制与会计信息质量关系——基于不同股权结构下的研究[J]. 江汉学术, 2021, 40(2): 43-52. <https://doi.org/10.16388/j.cnki.cn42-1843/c.2021.02.005>
- [4] 潘红波, 张哲. 控股股东干预与国有上市公司薪酬契约有效性: 来自董事长/CEO 纵向兼任的经验证据[J]. 会计研究, 2019(5): 59-66.
- [5] Arnoldi, J., Chen, X. and Na, C. (2013) Vertical Interlocks of Executives and Performance of Chinese State Owned Firms. In: *Academy of Management Proceedings*, Vol. 2013, Academy of Management, New York, 10967. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2013.10967abstract>
- [6] 张晓燕, 叶婷婷. 纵向兼任高管与企业创新绩效——基于“监督效应”与“掏空效应”的分析[J]. 武汉金融, 2020(6): 62-69.
- [7] 韩金红, 余珍. 纵向兼任高管与企业投资效率——基于“监督效应”和“掏空效应”分析[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(4): 66-74.
- [8] 韩金红, 支皓. 纵向兼任高管、产权性质与现金持有量[J]. 工业技术经济, 2018, 37(12): 37-44.

-
- [9] 闫珍丽, 梁上坤, 袁淳. 高管纵向兼任与企业投资效率: 促进还是抑制[J]. 管理工程学报, 2021, 35(3): 56-63. <https://doi.org/10.13587/j.cnki.jieem.2021.03.006>
- [10] 董久铭, 余珍, 韩金红. 纵向兼任高管、产权性质与预算卸责[J]. 会计之友, 2019(7): 89-95.
- [11] 薛洪岩, 饶雪. 纵向兼任高管对上市公司会计信息质量的影响[J]. 会计之友, 2017(20): 80-82.
- [12] 梁彤纛, 冯莉, 陈修德. 金字塔结构、在职消费与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2012, 34(11): 75-83. <https://doi.org/10.13781/j.cnki.1007-9556.2012.11.008>
- [13] 郑杲娉, 薛健, 陈晓. 兼任高管与公司价值: 来自中国的经验证据[J]. 会计研究, 2014(11): 24-29+96.
- [14] 袁淳, 耿春晓, 孙健, 崔怀谷. 不确定性冲击下纵向一体化与企业价值——来自新冠疫情的自然实验证据[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(2): 633-652. <https://doi.org/10.13821/j.cnki.ceq.2022.02.14>
- [15] Fan, J.P.H., Huang, J., Morck, R. and Yeung, B. (2017) Institutional Determinants of Vertical Integration in China. *Journal of Corporate Finance*, **44**, 524-539. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.013>
- [16] 况学文, 吴凡. 公司治理、盈余操纵和 CEO 异常变更[J]. 南昌大学学报(人文社会科学版), 2021, 52(2): 55-66. <https://doi.org/10.13764/j.cnki.ncds.2021.02.006>
- [17] 梁上坤, 陈冬华. 大股东会侵犯管理层利益吗?——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据[J]. 金融研究, 2015(3): 192-206.