

产权差异、晋升激励与企业风险承担

张洪辉, 章琳一

(江西财经大学会计学院, 江西 南昌 330013)

内容提要:本文以2003—2013年中国A股上市公司为研究样本,研究晋升激励是否影响企业风险承担水平,同时,考虑不同产权下的职位晋升对风险承担的激励效应差异。研究结果表明:(1)晋升激励能够提高风险承担水平,但这一激励效应仅存在于民营企业当中,国有企业的晋升激励对风险承担没有显著性影响;(2)对于风险承担,股权激励、薪酬激励均不能对其产生显著性影响,只有晋升激励具有有效性;(3)当国有企业民营化时,晋升激励仍然能够提高企业风险承担水平;(4)央企的风险承担水平要比地方国有企业高。本文丰富了晋升激励研究,同时,对于当前国有企业改革具有一定的现实意义。

关键词:晋升激励;风险承担;产权差异;民营化

中图分类号:F272.2 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)05—110—12

一、引言

激励理论认为,经济组织中存在两种形式的激励机制:一种是以薪酬契约为基础的显性激励;另一种是以职位晋升等为代表的隐性激励。现有文献对于高管薪酬激励的研究,已经汗牛充栋,产生了大量的有价值的研究成果(Core & Guay, 2002; Coles等, 2006)。然而,对于高管晋升激励的研究,虽然其在企业中实际存在,但长期被人忽视,相关的理论和实证研究均比较缺乏(Kale等, 2009; 徐细雄, 2012)。在已有文献对晋升激励的研究中,关注的核心是晋升激励与业绩之间的关系, Kale等(2009)研究发现,晋升激励能够提升企业业绩,尤其是以薪酬契约为基础的显性激励有效性下降时。现有文献对晋升激励和企业业绩的关注较多,然而,忽视了晋升激励和企业行为之间是否存在一定逻辑关系。正如张兆国等(2013)所言,高管晋升激励影响企业业绩需要一定的传导机制或“中间桥梁”,如企业投资行为、融资行为等。遗憾的是,当前文献对晋升激励和企业行为之间的逻辑关系关注远远不够。国内外关于晋升激励和企业行为关系研究中, Kini & Williams(2012)发现,晋升激励能

够促使高管实施更多的风险性投资;张兆国等(2013)发现,晋升激励能够对过度投资产生一定的抑制作用。遗憾的是,鲜有文献关注晋升激励对企业风险承担行为的影响。

风险承担是企业投资决策中的一项重要决策,它有助于企业未来业绩增长和价值增值,它也能促进经济增长(John等, 2008)。对于处于经济增长速度减慢,工业升级4.0阶段的中国而言,提升企业的风险承担水平,无疑是一剂“良药”,故而,研究我国企业风险承担具有重要的实践意义。晋升激励是否会影 响企业风险承担? 现有文献没有回答该问题。虽然 Kini & Williams(2012)发现,晋升激励会导致高管实施更多的风险性投资,但这只是晋升激励影响风险承担水平的间接证据,而且这一结论是否适用于中国实际,不得而知。在我国,既有国有企业,又有民营企业,二者在产权制度、激励制度等方面存在巨大差异,这些是否会影响企业的风险承担水平? 虽然余明桂等(2013)发现,民营化会提高企业风险承担水平,但没有指明民营化后到底是什么因素提高了风险承担水平:是高管持股提高了风险承担水平,还是其他因素? 因此,本文拟分析和检验以下两个问题:第一,晋升激励是否影响企业

收稿日期:2015-12-23

作者简介:张洪辉(1981-),男,湖北鄂州人,讲师,管理学博士,研究领域是会计与公司财务, E-mail: danordio@163.com; 章琳一(1984-),女,江西新余人,讲师,管理学博士,研究领域是会计与审计, E-mail: 01zhang0125@163.com。

风险承担?第二,国有企业、民营企业的晋升激励对企业风险承担的影响是否存在差异?

鉴于此,本文利用中国上市公司的经验数据,研究了晋升激励与风险承担的相互关系。一方面,本文首次直接地考察了晋升激励对企业风险承担水平的影响,研究了晋升激励和企业业绩之间的“桥梁”,弥补了现有研究的不足;另一方面,本文考虑了产权差异下的晋升激励对企业风险承担水平的影响,利用国有企业民营化事件考察了晋升激励在民营化中的促进作用,有助于深刻认识现阶段晋升激励在不同性质企业的适用性。

二、文献回顾与研究假设

在完美的市场中,企业投资仅和企业投资机会(边际Q)相关,企业可以接受所有NPV大于0的项目,直到边际Q等于1(Tobin,1969)。然而,这种完美的市场是不存在的,这导致了企业投资非效率。代理问题的存在,导致企业管理层追求自身利益而出现投资过度(Jensen,1986)。然而,管理层也会放弃一些NPV为正但高风险的投资项目,以便更加安全地实现自身控制权私利(John等,2008),这导致企业风险承担水平低于最优水平,不利于企业发展壮大和价值增值。还有,管理层实施新项目投资也是有成本的,高风险项目使其必须肩负更大的责任,学习新的知识便于管理新项目(Aggarwal & Samwick,2006)。与其付出巨大努力管理新项目,不如享受平静的生活(Bertrand & Mullainathan,2003),这也会降低企业的风险承担水平。如何激励高管,提高企业的风险承担水平,成为理论界和实务界需要解决的问题。

晋升激励是将低级别高管擢升至更高职位,如副总到总经理(VP到CEO),是一种隐性激励。相比显性激励——薪酬激励而言,晋升激励有以下优点:首先,薪酬激励需要很好计量高管团队每个成员的真实业绩,按绝对业绩付酬。但是,信息不对称的存在导致有效地观测高管行为存在困难,监督成本高昂。当存在外部事件冲击时,无法有效地计量每个成员的真实业绩:企业业绩变好,但无法确定是高管努力工作导致还是利好冲击导致;企业业

绩变差,同样无法确定是高管偷懒还是不利冲击导致。Lazear & Rosen(1981)提出了锦标赛式的晋升激励机制,认为在绝对业绩评价无效的情况下,采用相对业绩评价方式,将业绩好的高管擢升至更高位置,能够弥补薪酬激励缺陷。晋升激励采用相对业绩评价高管业绩,即使存在信息不对称、外部事件冲击,相对业绩评价仍然有效,弥补薪酬激励不足。Milgrom & Roberts(1992)建立模型,证实了晋升激励能够弥补薪酬激励不足,二者之间存在替代关系,尤其是当度量单个成员的绝对业绩水平存在困难时。其次,晋升激励具有凸性特征。当低级别高管擢升至更高级别位置时,随之而来的是薪酬增加、权力增大、在职消费增多等,这种凸性特征能够给予高管激励,尤其是当晋升带来的收益很大时(Kini & Williams,2012)。

关于晋升激励和企业风险承担的关系,本文认为,晋升激励能够提升风险承担水平。理由如下:首先,企业组织科层制度存在着晋升激励。虽然在企业组织结构中,CEO处于科层制度的顶点,晋升激励对其无效^①(Baker等,1988),但是,企业的决策,包括风险承担行为并不是由CEO一人做出,而是高管团队共同决定的结果,对于非CEO高管(VP)而言,晋升激励是存在的。实施高风险但NPV为正的投资项目,提高风险承担水平有助于企业自身发展壮大和股东财富增值,是企业高管提升业绩的重要途径。Kini & Williams(2012)发现,晋升激励能够促使高管实施更多的风险性投资。其次,晋升激励的凸性特征也会提高风险承担水平。众所周知,股票期权具有凸性特征,能够抑制高管的风险回避倾向,提高风险承担水平(Coles等,2006)。与期权类似,晋升激励也具有凸性,它应该也能减少高管的风险回避倾向,提高风险承担水平。因此,本文提出以下假设:

H₁:在其他条件相同的情况下,晋升激励能够提高企业风险承担水平。

晋升激励能够提高企业风险承担水平,但这一因果关系可能受到产权性质的影响。对于民营企业而言,其市场化程度高,科层之间的晋升激励更强,级别提升带来的收入增加、权力增大等各方面

^①实际上,组织中的CEO可能被组织外部的晋升激励影响:CEO在某一组织业绩出色,可能会被另一更大、更著名公司“挖角”,这也是一种晋升激励。

更明显,业绩和晋升之间的因果关系比较明确,因此,晋升激励应该能提升企业风险承担水平。国外研究表明,私有企业组织中的晋升激励,能够促使高管实施更多的风险性投资(Kini & Williams, 2012)。张兆国等(2014)发现,民营企业的晋升激励能够提高企业的研发投资水平。这些实证结果表明,晋升激励可能有助于民营企业风险承担水平的提高。对于国有企业而言,关于高管晋升的激励效应存在争论。一方面,国有企业存在薪酬管制,高管薪酬市场化程度低(陈信元等,2009),在薪酬激励无效的情况下,晋升激励能够有效地激励国有企业高管(徐细雄,2012);另一方面,晋升激励是以薪酬差距为衡量标准,而黎文靖、胡玉明(2012)发现,国有企业内部的薪酬差距并不能对高管产生激励效应,相反代表着高管权力;国有企业高管业绩并没有增加晋升的可能性,而承担大量的社会责任成为高管晋升的重要因素(刘青松、肖星,2015),业绩和晋升之间的因果关系可能要比民营企业复杂。政府干预理论认为,政府会干预国有企业以维持社会稳定,国有企业需要承担政府的一些社会职能,政策性负担较重(Lin等,1998)。余明桂等(2013)认为,国有企业风险承担水平较低,因为过高的风险承担水平不利于国有企业实现政府的社会稳定目标。从风险承担角度看,接受高风险的净现值为正的投资项目,可能需要高管肩负起更大的责任,需要学习新的知识来管理新项目,这些均是高管的私人成本。从成本收益角度考虑,没有晋升可能的情况下,高管接受高风险项目而提高企业风险承担水平可能得不偿失。因此,本文提出以下假设:

H_{2a}:在其他条件相同的情况下,民营企业的晋升激励能够提高风险承担水平,国有企业的晋升激励能够提高风险承担水平。

H_{2b}:在其他条件相同的情况下,民营企业的晋升激励能够提高风险承担水平,国有企业的晋升激励并不能够提高风险承担水平。

三、研究设计

1. 样本与数据

本文研究的财务数据来自CSMAR数据库,晋升激励数据是根据CSMAR高管个人特征数据手工整理收集而来。本文以A股上市企业为研究对象,

样本筛选程序如下:(1)剔除金融类上市企业;(2)剔除财务数据缺失的观察值;(3)剔除最终控制人不明的观测值;(4)剔除ST类等被特别处理的企业。最终本文得到了2003—2013年11896个观测值数据。

2. 模型与变量说明

(1)度量风险承担。度量企业风险承担水平的指标很多,有盈利的波动性(John等,2008;余明桂等,2013)、股票回报的波动性(Coles等,2006;Kini & Williams,2012)等,采用得最多的是盈利的波动性,因此,本文采用盈利波动性衡量风险承担水平,即ROA连续五年的标准差。ROA为息税前利润(EBITDA)和当年末总资产的比值,然后,本文对每年的企业ROA采用行业均值进行平减,得到经行业调整的ROA,即AROA,最后根据行业调整的ROA计算五年的ROA标准差,其中,N=5,i代表企业。

$$Rist = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (AROA_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N AROA_{in})^2} \quad | \quad N = 5 \quad (1)$$

(2)度量晋升激励。晋升带来的收益有薪酬增加、权力增大、在职消费增多等,度量晋升激励强度可以采用薪酬差距来衡量,薪酬差距越大,表明职位晋升对高管吸引力越大,相应的在职消费增多、权力增大等的可能性也就越高。参照Kini & Williams(2012)、张兆国等(2013)做法,本文也采用薪酬差距表示晋升激励。具体来说,本文采用三个指标表示晋升激励:(1)用董事长和非董事长的薪酬差距表示晋升激励,即Gap;(2)用总经理与非总经理(董事长除外)薪酬差距表示晋升激励,即Gap2;(3)副总之间薪酬标准差,即Vpstd。除了董事长、CEO外,其他高管在同一层级间也存在着晋升激励,高管从某一职位调动到另一更为重要的岗位,会带来收入增加、权力增大等收益,这实际也是一种晋升。因此,本文也采用了第(3)个指标表示晋升激励。

(3)检验模型。为了验证本文假设,本文的实证模型如下:

$$Riskt_i = a + b_1 Lngap / Lngap2 / Lnpvstd + b_2 Manshare + b_3 Share + b_4 Lev + b_5 Size + b_6 Tang + b_7 Roa + b_8 Grow + b_9 \sum Ind + u \quad (2)$$

Riskt_i为被解释变量。解释变量分别为Lngap、

Lngap2、*Lnpstd*, 本文均采用自然对数形式^①。控制变量中, 为了考虑股权激励对晋升激励的影响, 本文加入了管理层持股比例变量 *Manshare*, 等于全体高管持股比例; 考虑公司治理因素, 本文加入了控股股东持股比例变量 *Share*, 等于控股股东的持股比例; 对于公司财务方面的控制变量, 本文借鉴了前人文献(John 等, 2008; Faccio 等, 2011; 余明桂等, 2013)做法, 考虑以下影响企业风险承担水平的因素: 财务杠杆 *Lev*, 等于总负债除以总资产; 企业规模 *Szie*, 等于公司总资产的自然对数; 有形资产比例 *Tang*, 等于固定资产除以总资产; 期初盈利能力 *Roa*, 等于期初资产报酬率; 增长机会 *Grow*, 等于营业收入增长率。本文也加入行业虚拟变量, 控制行业特征的影响。

高于北欧国家。从标准差看, 民营公司的风险承担水平差异较大, 最高为 0.6121, 最低为 0.0015。对于国有企业, 可以看到其均值、中位数均要小于民营企业, 其最大值、最小值也均小于民营企业。相应地, 均值检验、符号秩检验均是显著的, 说明民营企业 and 国有企业的风险承担水平存在显著差异。晋升激励变量 *Lngap*, 民营企业、国有企业的均值分别为 9.1639、8.5137, 中位数分别为 12.5961、12.3949, 可以看到民营企业的晋升激励强度明显大于国有企业, 相应的均值检验、符号秩检验均是显著的。同样, 这样现象存在于晋升激励变量 *Lngap2* 中。晋升激励变量 *Lnpstd*, 民营企业、国有企业的均值分别为 12.1664、12.1782, 中位数分别为 12.2206、12.3114, 这说明国有企业中, 非 CEO 之间的晋升激励强度要比民营企业大。高管薪酬变量 *Salary*, 民营企业、国有企业均值分别为 7.5372、6.3802, 中位数分别为 5.6735、4.5361, 民营企业的高管薪酬水平明显要比国有企业高, 相应的均值检验、符号秩检验均是显著的。其他控制变量, 基本上民营企业、国有企业之间均存在着显著性的差异, 只有个别变量不显著。

四、实证结果的分析与讨论

1. 描述性统计

从表 1 主要变量的描述性统计可知, 样本民营公司的风险承担水平在 0.0576 左右, 根据 John 等(2008)各国企业承担水平统计, 这一水平在各国来说处于中游, 低于英国、美国等英美法系国家,

表 1 变量的描述性统计^②

变量	样本	民营企业				国有企业				T 检验	符号秩检验
		均值	中位数	最小值	最大值	均值	中位数	最小值	最大值		
<i>Riskt</i>	11896	0.0576	0.0343	0.0015	0.6121	0.0419	0.0279	0.0021	0.5354	15.2711***	13.954***
<i>Lngap</i>	6145	9.1639	12.5961	-14.5610	16.3692	8.5137	12.3949	-14.8863	16.8669	2.8207***	6.023***
<i>Lngap2</i>	7981	11.0942	12.6329	-14.8477	15.9149	10.6397	12.4035	-15.0790	16.5167	3.1841***	8.203***
<i>Lnpstd</i>	11896	12.1664	12.2206	0	15.0152	12.1782	12.3114	0	15.9073	-0.5502	-2.828***
<i>Salary</i>	11598	7.5372	5.6735	0.0167	126.6233	6.3802	4.5361	0.0047	140.1254	8.3153***	11.937***
<i>Manshare</i>	11896	0.0208	0	0	0.6619	0.0006	0	0	0.2360	24.5045***	10.376***
<i>Share</i>	11896	0.3113	0.2814	0.0108	0.8941	0.3903	0.3845	0.0210	0.8635	-27.1362***	-27.739***
<i>Yangqi</i>	11896	0	0	0	0	0.3128	0.0279	0	1	-44.6325***	-41.309***
<i>Lev</i>	11896	0.5300	0.5111	0.0590	1.5559	0.5444	0.5495	0.0590	1.5559	-3.1877***	-7.643***
<i>Size</i>	11896	21.3406	21.2959	18.9272	25.3934	22.0133	21.8750	18.9272	25.3934	-29.0284***	-26.873***
<i>Tang</i>	11896	0.2352	0.2094	0.0024	0.7686	0.2997	0.2689	0.0024	0.7686	-18.3697***	-16.964***
<i>Roa</i>	11896	0.0282	0.0311	-0.3093	0.2107	0.0273	0.0280	-0.3093	0.2107	0.6746	3.940***
<i>Grow</i>	11896	0.7959	0.1245	-0.8444	17.4759	0.4969	0.0942	-0.8444	17.4759	6.8574***	4.063***

注: *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源: 本文计算整理

^①对于 *Lngap*、*Lngap2*, 在取自然对数之前, 本文借鉴了 Kale 等(2009)做法, 采用 IHS(Inverse Hyperbolic Sine)变换, 这样保留了包括薪酬差距为负的观察值在内的全部样本, 保持观测值的完整性。否则, 直接采用自然对数变换, 就会剔除薪酬差距为负的观测值, 而薪酬差距为负的观测值在后面的稳健性分析中可以发挥作用。

^②这里 *Lngap*、*Lngap2* 的观察值分别为 6145、7981, 主要是在收集处理数据时, 有的样本公司没有报告董事长薪酬数据或总经理薪酬数据, 导致存在一定的缺省值。本文并没有分别剔除 *Lngap*、*Lngap2* 为空的观察值, 否则就会大幅减少样本容量, 不利于实证研究。

2. 回归分析

表2主要分析晋升激励对风险承担的影响。在实施回归程序时,由于有的薪酬差距为负值,有的仅为几千元,这不具有激励效应,本文借鉴廖冠民、张广婷(2012)做法,将原始的薪酬差距大于8000元观测值认定为具有激励效应,放入回归样本中,而将薪酬差距小于8000元的观测值认定为不具有激励效应,剔除出回归样本,但用作后面稳健性分析中的反事实推断分析样本。回归(1)是晋升激励 *Lngap* 对风险承担的回归结果, *Lngap* 系数为0.0033并高度显著,说明晋升激励能够提高风险承担水平。回归(2)是晋升激励 *Lngap2* 对风险承担的回归结果, *Lngap2* 系数为0.0022并高度显著,说明晋升激励能够提高风险承担水平。回归(3)是以董事长与非董事长薪酬差距大于8000元为样本的回归结果, *Lnpstd* 的回归系数为0.0016且高度显著。所有这些回归结果表明,晋升激励能够提高风险承担水平,证实了本文前面的假设 H_1 。回归(4)、回归(5)和回归(6)是民营企业的回归结果。可以看到, *Lngap*、*Lngap2* 和 *Lnpstd* 的回归系数分别为0.0065、0.0029和0.0046,并高度显著,说明

民营企业的晋升激励能够提高风险承担水平。回归(7)、回归(8)和回归(9)是国有企业的回归结果。可以看到, *Lngap*、*Lngap2* 和 *Lnpstd* 的回归系数分别为0.0000、0.0007和0.0002,但均不显著,这说明,国有企业的晋升激励并不能提高国有企业风险承担水平。在国有企业分样本回归中,本文加入了是否为央企的虚拟变量 *Yangqi*,当属于央企时,变量 *Yangqi* 等于1,否则为0。回归(7)、回归(8)和回归(9)中,该变量均是显著为正,说明央企的风险承担水平明显要比地方国有企业高。

控制变量中,高管持股回归系数不显著,说明高管持股和风险承担水平无关,对于风险承担而言,高管持股并不具有激励效应,这一结果与(Wiseman & Gomez-Mejia, 1998)结论一致^①。控股股东持股比例与风险承担水平正显著相关,这一结果与Faccio等(2011)结论相反,说明在中国,控股股东持股越集中,越能提高企业风险承担水平。财务类控制变量的回归结果与Faccio等(2011)、余明桂等(2013)等类似。增长机会越大,风险承担水平越高。公司规模越大,风险承担水平越低。财务杠杆越高,风险承担水平越高。期初盈利能力越强,风险承担水平越低。

表2 晋升激励对风险承担影响的回归分析

变量	全样本			民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Lngap</i>	0.0033*** (5.10)			0.0065*** (6.14)			-0.0000 (-0.99)		
<i>Lngap2</i>		0.0022*** (3.87)			0.0029*** (2.94)			0.0007 (1.02)	
<i>Lnpstd</i>			0.0016*** (3.67)			0.0046*** (4.77)			0.0002 (0.47)
<i>Manshare</i>	-0.0033 (-0.40)	-0.0021 (-0.27)	-0.0031 (-0.44)	-0.0102 (-0.59)	-0.0111 (-0.80)	-0.0169 (-1.41)	0.0003 (0.04)	-0.0024 (-0.27)	-0.0002 (-0.02)
<i>Yangqi</i>							0.0059*** (3.32)	0.0034*** (2.60)	0.0026** (2.43)
<i>Share</i>	0.0081* (1.83)	0.0193*** (5.30)	0.0158*** (5.22)	0.0193** (2.37)	0.0426*** (5.74)	0.0445*** (7.09)	0.0069 (1.50)	0.0122*** (3.11)	0.0114*** (3.58)
<i>Grow</i>	0.0019*** (6.37)	0.0012*** (4.72)	0.0017*** (8.32)	0.0014*** (3.20)	0.0004 (1.01)	0.0014*** (4.31)	0.0023*** (5.88)	0.0019*** (5.70)	0.0015*** (5.70)

^①根据Morck等(1988),管理层持股和企业价值间存在倒U型关系,类推到企业风险承担上,管理层持股和风险承担水平可能存在倒U型关系,但这不是本文研究的重点,就不展开讨论。

变量	全样本			民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Lev</i>	0.0812 *** (26.16)	0.0783 *** (30.13)	0.0793 *** (37.31)	0.1074 *** (23.11)	0.1006 *** (23.99)	0.1015 *** (29.30)	0.0410 *** (10.76)	0.0511 *** (15.71)	0.0559 *** (21.76)
<i>Size</i>	-0.0163 *** (-25.88)	-0.0151 *** (-28.94)	-0.0152 *** (-35.62)	-0.0241 *** (-21.64)	-0.0211 *** (-20.21)	-0.0231 *** (-26.10)	-0.0074 *** (-10.91)	-0.0096 *** (-16.57)	-0.0099 *** (-21.35)
<i>Tang</i>	-0.0062 (-1.53)	0.0033 (0.96)	-0.0017 (-0.61)	0.0084 (1.16)	0.0108 (1.51)	0.0049 (0.85)	-0.0103 ** (-2.40)	0.0047 (1.27)	-0.0016 (-0.55)
<i>Roa</i>	-0.0339 *** (-3.28)	-0.0502 *** (-5.62)	-0.0574 *** (-7.22)	0.0014 (0.09)	-0.0048 (-0.32)	-0.0216 * (-1.81)	-0.0788 *** (-6.17)	-0.0963 *** (-9.98)	-0.0726 *** (-8.63)
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>con</i>	0.3143 *** (23.90)	0.2953 *** (25.60)	0.3088 *** (34.57)	0.4358 *** (18.97)	0.4009 *** (17.92)	0.4253 *** (23.33)	0.0109 (1.15)	0.2056 *** (16.13)	0.2209 *** (22.58)
<i>Ad-R²</i>	0.2610	0.2460	0.2645	0.3599	0.3175	0.3415	0.1601	0.1839	0.1837
样本量	5103	7260	10854	2331	2805	4125	2772	4455	7050

注：*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平；回归标准误差在公司层面进行了聚类
资料来源：本文计算整理

五、进一步的讨论

为了验证本文结果的稳健性，本文从以下几个方面进行分析。

1. 考虑薪酬激励

前面分析中，本文回归模型有晋升激励、股权激励，但并没有考虑薪酬激励对风险承担的影响，而它很可能影响本文的研究结论的稳健性。表 3 主要分析了考虑薪酬激励 *Salary* (薪酬最高的三名高管人均薪酬除以职工人均薪酬)^①后，民营企业、国有企业的晋升激励对风险承担影响。回归(1)是考虑薪酬激励后，民营企业的晋升激励与风险承担

的回归结果。晋升激励 *Lngap* 的回归系数为 0.0064，显著性水平 1%，其结果和表 2 中的差异不大。回归(2)中，晋升激励 *Lngap2* 的回归系数为 0.0029，显著性水平 1%，其结果和表 2 中的结果类似。回归(3)中，晋升激励 *Lnpvstd* 的回归系数也是显著为正。这些表明，在考虑薪酬激励后，晋升激励仍然能够提高企业风险承担水平，而且此时的薪酬激励对风险承担水平没有显著性影响。回归(4)、回归(5)和回归(6)是国有企业分样本结果。可以看到，三个表示晋升激励的变量，*Lngap*、*Lngap2*、*Lnpvstd* 的回归系数均是不显著的，其结果与表 2 的结果类似。

表 3 考虑薪酬激励时的晋升激励与风险承担

变量	民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Lngap</i>	0.0064 *** (5.61)			-0.0006 (-0.71)		
<i>Lngap2</i>		0.0029 *** (2.78)			0.0008 (1.09)	
<i>Lnpvstd</i>			0.0042 *** (3.94)			0.0005 (0.81)

^① 高管薪酬变量，本文采用了相对值，而不是绝对值，主要因为我国工资水平上涨较快，特别是最近几年最低工资上调幅度较大，劳动力成本上升，引起外资撤退现象。高管薪酬也可能受到工资水平上涨较快的影响，高管薪酬提高并不一定是业绩较好引起的。采用相对值，能够减少噪音，更好度量高管薪酬的激励效应。

变量	民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Salary</i>	0.0002 (1.16)	-0.0000 (-0.07)	0.0001 (0.54)	-0.0001 (-1.04)	-0.0001 (-1.10)	-0.0001 (-1.27)
<i>Manshare</i>	-0.0084 (-0.48)	-0.0104 (-0.75)	-0.0161 (-1.36)	0.0003 (0.04)	-0.0022 (-0.25)	-0.0002 (-0.00)
<i>Yangqi</i>				0.0056*** (3.17)	0.0037*** (2.79)	0.0028*** (2.63)
<i>Share</i>	0.0229*** (2.79)	0.0411*** (5.52)	0.0464*** (7.42)	0.0061 (1.29)	0.0109*** (2.74)	0.0102*** (3.13)
<i>Grow</i>	0.0011** (2.31)	0.0003 (0.60)	0.0012*** (3.50)	0.0024*** (6.20)	0.0019*** (5.90)	0.0015*** (5.82)
<i>Lev</i>	0.1047*** (22.01)	0.0989*** (23.38)	0.0985*** (28.19)	0.0401*** (10.50)	0.0509*** (15.60)	0.0548*** (21.16)
<i>Size</i>	-0.0242*** (-20.89)	-0.0209*** (-19.51)	-0.0226*** (-25.26)	-0.0072*** (-10.35)	-0.0092*** (-15.75)	-0.0095*** (-20.22)
<i>Tang</i>	0.0051 (0.69)	0.0110 (1.53)	0.0068 (1.16)	-0.0081* (-1.88)	0.0048 (1.27)	-0.0006 (-0.18)
<i>Roa</i>	-0.0078 (-0.50)	-0.0024 (-0.16)	-0.0165 (-1.36)	-0.0625** (-4.88)	-0.0918*** (-8.48)	-0.0664*** (-7.78)
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>con</i>	0.4403*** (17.44)	0.3962*** (16.36)	0.4208*** (21.56)	0.1816*** (11.72)	0.1980*** (14.64)	0.2121*** (20.78)
Ad-R2	0.3504	0.3038	0.3273	0.1486	0.1797	0.1750
样本量	2257	2755	4004	2719	4389	6904

注：*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平；回归标准误差在公司层面进行了聚类

资料来源：本文计算整理

2. 考虑国有企业民营化前后的风险承担水平差异

从前面的分析中可以看到，民营企业晋升激励能够提高风险承担水平，国有企业的晋升激励对风险承担没有显著影响。为了更加清晰地证明这一结论是否稳健，本文从另一个视角——国有企业民营化，研究晋升激励和风险承担的关系：既然国有企业晋升激励对风险承担没有影响，民营企业的晋升激励能够促进风险承担，那么，当国有企业改制成民营企业后，晋升激励的回归系数应该显著为正，应该能够提高企业风险承担水平。本文借鉴余明桂等(2013)做法，采用双重差分模型(Difference-in-Difference)，研究国有企业民营化时，晋升激励对风险承担水平的影响。

本文考虑2007—2009年间实施了民营化的国有企业，其对照组为这期间没有实施民营化的国有企业，以2007—2009年为观察时间段，研究民营化前(2007年前)、民营化后(2009年后)、民营化的情

况下，晋升激励对风险承担的影响。相应地，实证模型如下：

$$\begin{aligned}
 Riskt_i = & a + b_1 Myh + b_2 After + b_3 After \times Myh + \\
 & b_4 Lngap + b_5 Lngap \times Myh + b_6 Lngap \times \\
 & After + b_7 Lngap \times After \times Myh + \\
 & b_8 Manshare + b_9 Share + b_{10} Lev + \\
 & b_{11} Size + b_{12} Tang + b_{13} Roa + b_{14} Grow + \\
 & b_{15} \sum Ind + u \quad (3)
 \end{aligned}$$

模型(3)中，本文引入变量 *Myh*，*Myh* = 1，为民营化样本；*Myh* = 0 为非民营化样本。引入变量 *After*，如果年度为10年及以后，*After* = 1；如果年度为2006年及以前，*After* = 0。其他变量的解释同前面一致。在国有企业民营化背景下，如果晋升激励能够提升风险承担水平，那么 *Lngap* × *After* × *Myh* 的回归系数为正，且显著，回归结果如表4所示。在进行回归中，本文又用 *Lngap2* 替换 *Lngap*。同样，用 *Lnpstd* 替换 *Lngap*。

回归(1)是以 *Gap* > 8000 为研究样本的民营化

对风险承担水平影响的回归结果, $After \times Myh$ 的回归系数为 0.0116, 在 1% 的水平上显著, 说明民营化能够提升企业的风险承担水平, 这一结论与余明桂等(2013)一致。回归(2)是以 $Gap2 > 8000$ 为研究样本的回归结果, $After \times Myh$ 的回归系数为 0.0157, 显著性水平为 1%, 其结果表明, 民营化能够提升企业风险承担水平。回归(1)、回归(2)只是表明, 民营化能够提高风险承担水平, 并不能表明民营化下, 晋升激励能够提高风险承担水平。为此, 本文需要加入晋升激励变量, 考察晋升激励在民营化下是否能够提高风险承担水平。回归(3)中, $Lngap \times$

$Myh \times After$ 的回归系数为 0.0143 且显著, 这说明民营化后, 晋升激励能够提升风险承担水平。回归(4)中, $Lngap2 \times Myh \times After$ 的回归系数为 0.0132 且显著。限于篇幅, 本文没有展示变量 $Lnpvstd$ 的双重差分回归结果, 有兴趣可向作者索取。表 4 结果表明, 国有企业民营化下, 晋升激励仍然能够提高企业风险承担水平。余明桂等(2013)只是指出了民营化能够提高风险承担水平, 但没有研究到底是民营化后, 哪些激励措施能够促进风险承担水平的提高。本文的研究则更深入, 发现了民营化下, 晋升激励能够有助于企业风险承担水平的提高。

表 4 国企民营化下的晋升激励与风险承担

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Myh</i>	0.0157 *** (3.40)	0.0109 ** (2.42)	0.3080 *** (3.91)	0.3015 *** (4.20)
<i>After</i>	0.0042 *** (2.76)	0.0047 *** (3.11)	0.0266 (1.31)	0.0074 (0.37)
<i>After × Myh</i>	0.0116 ** (2.14)	0.0157 *** (2.97)	-0.1588 * (-1.76)	-0.1221 (-1.50)
<i>Lngap</i>			0.0001 (0.10)	
<i>Lngap2</i>				-0.0004 (-0.30)
<i>Lngap × Myh</i>			-0.0244 *** (-3.77)	
<i>Lngap × After</i>			-0.0019 (-1.19)	
<i>Lngap × Myh × After</i>			0.0143 * (1.95)	
<i>Lngap2 × Myh</i>				-0.0250 *** (-4.10)
<i>Lngap2 × After</i>				-9.43e-06 (-0.01)
<i>Lngap2 × Myh × after</i>				0.0132 * (1.94)
<i>Manshare</i>	-0.0017 (-0.20)	-0.0020 (-0.23)	-0.004 (-0.06)	-0.0026 (-0.32)
<i>Share</i>	0.0109 *** (2.75)	0.0098 ** (2.51)	-0.0041 (-0.78)	0.0105 ** (2.22)
<i>Grow</i>	0.0010 ** (2.21)	0.0011 ** (2.33)	0.0064 (1.03)	0.0014 ** (2.28)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Lev</i>	0.0394 *** (12.29)	0.0459 *** (14.69)	0.0215 *** (4.92)	0.0438 *** (11.59)
<i>Size</i>	-0.0086 *** (-15.71)	-0.0093 *** (-17.28)	-0.0052 *** (-6.84)	-0.0096 *** (-13.81)
<i>Tang</i>	0.0031 (0.85)	0.0070 ** (1.97)	-0.0024 (-0.51)	0.0135 *** (3.06)
<i>Roa</i>	-0.0902 *** (-8.28)	-0.0605 *** (-5.73)	-0.0862 *** (-5.79)	-0.0603 *** (-4.60)
<i>Ind</i>	yes	yes	yes	yes
<i>con</i>	0.1922 *** (15.14)	0.2036 *** (16.19)	0.1336 *** (5.93)	0.2174 *** (9.81)
Ad-R ²	0.1815	0.1815	0.1617	0.1962
样本量	4429	4531	1733	2889

注：*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平；回归标准误差在公司层面进行了聚类
资料来源：本文计算整理

3. 反事实推断

前面本文提到,当薪酬差距小于 8000 元时,晋升的激励效应不存在。那么,本文就可以用不具有激励效应的样本做回归分析,从反面验证本文结论的稳健性。表 5 是薪酬差距小于 8000 元时,晋升激

励和风险承担的回归结果。表 5 中,从回归(1)到回归(6),所有的解释变量均是不显著的,这说明,当职位晋升不具有激励效应时,晋升并不能促进企业风险承担水平的提高。这一结论从反面表明,有效的晋升激励能够提高企业风险承担水平。

表 5 薪酬差距小于 8000 的样本公司晋升激励与风险承担^①

变量	民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Lngap</i>	-0.0027 (-1.04)			0.0009 (0.61)		
<i>Lngap2</i>		-0.0009 (-0.30)			-0.0016 (-0.88)	
<i>Lnpstd</i>			-0.0021 (-0.60)			-0.0016 (-0.78)
<i>Manshare</i>	-0.0496 (-1.00)	0.0192 (0.49)	0.0218 (0.57)	-0.0073 (-0.04)	3.3672 (0.96)	3.6734 (1.05)
<i>Yangqi</i>				0.0004 (0.11)	0.0061 (1.18)	0.0066 (1.27)
<i>Share</i>	0.0632 *** (3.36)	0.0314 (1.16)	0.0378 (1.26)	0.0062 (0.47)	0.0271 (1.64)	0.0220 (1.31)
<i>Grow</i>	-0.0005 (-0.42)	0.0007 (0.49)	0.0006 (0.42)	0.0046 *** (4.61)	0.0064 *** (4.97)	0.0063 *** (4.70)

^①本文也采用了薪酬差距小于 0 的数据执行回归程序,结果与表 6 的回归结果类似,相关解释变量回归系数为不显著。

变量	民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Lev</i>	0.0888 *** (7.42)	0.1155 *** (6.66)	0.1149 *** (6.62)	0.0797 *** (8.96)	0.0323 *** (2.58)	0.0298 *** (2.35)
<i>Size</i>	-0.0219 *** (-6.81)	-0.0223 *** (-5.16)	-0.0209 *** (-4.53)	-0.0149 *** (-8.17)	-0.0103 *** (-4.75)	-0.0091 *** (-3.97)
<i>Tang</i>	-0.0191 (-0.89)	0.0625 ** (2.25)	0.0603 ** (2.21)	0.0052 (0.50)	0.0038 (0.26)	0.0017 (0.11)
<i>Roa</i>	0.0853 ** (2.08)	-0.1182 ** (-2.31)	-0.1205 *** (-2.35)	-0.0303 (-1.11)	-0.1825 *** (-4.51)	-0.1847 *** (-4.51)
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>con</i>	0.4031 *** (5.97)	0.4224 *** (4.58)	0.4291 *** (4.71)	0.3272 *** (8.21)	0.2113 *** (4.77)	0.2273 *** (5.19)
<i>Ad-R²</i>	0.2456	0.4838	0.4847	0.3157	0.2258	0.2234
样本量	401	193	193	557	362	362

注：*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平；回归标准误差在公司层面进行了聚类
资料来源：本文计算整理

4. 内生性问题

Kale 等(2009)认为,关于激励问题的研究,一定要考虑内生性问题。晋升激励和风险承担,可能存在双向因果关系:晋升激励会提高风险承担水平,风险承担会提升业绩最终实现高管职位晋升,不考虑内生性问题可能导致错误的结论。为此,本文采用滞后一期的解释变量,对被解释变量做回归分析。回归结果仍然支持本文的假设。其他内生性解决方法:(1)本文也采用工具变量法,将行业均值的 *Lngap*、*Lngap2*、*Lnvpsd* 作为工具变量,执行二阶段回归程序,回归结果仍然与前面一致;(2)借鉴 Kale 等(2009)做法,本文采用了联立方程组方法,首先建立方程估计薪酬差距,用估计的薪酬差距作为晋升激励变量,执行回归,其结果仍然支持本文的假设。本文也替换了解释变量,用公司高管平均任期作为晋升激励的逆指标,执行回归程序,回归结果仍然支持本文的假设。限于篇幅,这里不再展示这些结果。

六、研究结论与启示

1. 研究结论

本文分析了高管晋升激励对企业风险承担水平的影响,并考虑的不同产权性质下的晋升激励与风险承担的关系。结果发现,晋升激励能够提高企业风险承担水平,但晋升激励的有效性只存在于民营企业中,国有企业样本的晋升激励对风险承担没有显著性影响。本文也从国有企业民营化视角,研

究了晋升激励在国有企业、民营企业之间的差异,发现在民营化条件下,晋升激励能够提高企业风险承担水平。

2. 启示

本文的启示如下:(1)对于风险承担而言,民营企业的晋升激励具有有效性。当前我国处于经济转型、产业结构升级阶段,企业风险承担行为尤为重要。民营企业机制灵活、激励有效,要发挥民营企业在技术创新、战略性产业发展中的作用。采取措施,积极扶持民营企业的发展,而不是采用“玻璃门”等方式阻止民营企业进入某一行业、地区。对于业绩好、能力强的民营企业高管,国有企业也可以聘用为企业高管,可能有助于最终提高国有企业的风险承担水平。(2)从风险承担角度看,国有企业的职位晋升则不具有激励效应。要调整国有企业的激励机制,包括高管晋升、任命机制,实现国有企业高管职位晋升具有激励效应。刘青松、肖星(2015)发现,国有企业高管的职位晋升与企业业绩无关;本文研究发现,国有企业高管晋升与风险承担无关。这些结果表明,国有企业的高管晋升没有市场化,业绩在高管晋升中的考量不占主体,这当然导致高管不关注业绩、不关注风险承担。相反,国有企业高管可能更倾向于做“太平”“撞钟”高管,以不出问题为目标导向,这就导致高管不注重绩效、不注重创新、不敢承担风险。国有企业占有了大量的资源,但风险承担水平不高,不利于经济发展。如何解决该问题,可能需要长期探索。一方

面,对于国有企业的人事制度、薪酬制度、晋升制度可能需要重新的顶层设计;另一方面,从产权制度改革国有企业,引入民营股份,发展混合所有制是一条路径,但这种“混改”模式是否能够产生激励效应,促进企业风险承担还不得而知。民营化则能显著提高风险承担水平,或许,重新大规模实施民营化未尝不可。(3)央企的风险承担水平明显要比地方国有企业高。这表明,相对于发展壮大地方国有

企业,积极发展、壮大央企是合理的。但是,总的来看,央企、地方国有企业的激励制度可能还不合理,晋升激励、薪酬激励都不能促进风险承担。因此,改革国有企业,与其从上至下——从央企开始,不如从地方国有企业开始:各个地方在保障国有资产不流失的情况下,积极探索国有企业改革经验,然后推广,可能也是一剂“良药”。

参考文献:

- [1] Baker G., Jensen M. and Murphy K. Compensation and Incentives: Practice versus Theory[J]. *Journal of Finance*, 1988, 43, (3): 593 - 616.
- [2] Bertrand M. and Mullainathan S. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111, (5): 1043 - 1075.
- [3] Coles J., Daniel N. and Naveen L. Managerial Incentives and Risk-taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, (79): 431 - 468.
- [4] Core J. and Guay W. Estimating the Value of Employee Stock Option Portfolios and Their Sensitivities to Price and Volatility[J]. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40, (3): 613 - 630.
- [5] Faccio M., Marchia M. and Mura R. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking[J]. *Review of Finance Studies*, 2011, 24, (11): 3601 - 3641.
- [6] Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986, 76, (2): 323 - 329.
- [7] John K., Litov L. and Yeung B. Corporate Governance and Corporate Risk Taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63, (4): 1679 - 1728.
- [8] Kale J., Reis E. and Venkateswaran A. Rank-order Tournaments and Incentive Alignment: the Effect on Firm Performance[J]. *Journal of Finance*, 2009, (64): 1479 - 1512.
- [9] Kini O. and Williams R. Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, (103): 350 - 376.
- [10] Lazear E. and Rosen S. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts[J]. *Journal of Political Economy*, 1981, (89): 841 - 864.
- [11] Lin J., Cai F. and Li Z. Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform[J]. *American Economic Review*, 1988, (88): 422 - 427.
- [12] Milgrom P. and Roberts J. *Economics, Organization and Management*[M]. Prentice-Hall, New Jersey, 1992.
- [13] Morck R., Shleifer A. and Vishny R. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, (January-March): 293 - 315.
- [14] Wiseman R. and Gomez-mejia L. A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking[J]. *Academy of Management Review*, 1998, 23, (1): 133 - 153.
- [15] 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]. *北京:管理世界*, 2009, (11).
- [16] 黎文靖,胡玉明. 国企内部薪酬差距激励了谁? [J]. *北京:经济研究*, 2012, (12).
- [17] 廖冠民,张广婷. 盈余管理与国有公司高管晋升效率[J]. *北京:中国工业经济*, 2012, (4).
- [18] 刘青松,肖星. 败也业绩,成也业绩? ——国企高管变更的实证研究[J]. *北京:管理世界*, 2015, (3).
- [19] 徐细雄. 晋升与薪酬的治理效应:产权性质的影响[J]. *北京:经济科学*, 2012, (2).
- [20] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. *北京:经济研究*, 2013, (9).
- [21] 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]. *天津:南开管理评论*, 2013, (4).
- [22] 张兆国,刘亚伟,杨清香. 管理者任期、晋升激励与研发投入研究[J]. *北京:会计研究*, 2014, (9).

Ownership, Tournament Incentive and Risk-taking

ZHANG Hong-hui, ZHANG Lin-yi

(School of Accountancy of Jiangxi University of Finance & Economics, Nanchang, Jiangxi, 330013, China)

Abstract: There are two types of incentive; one is explicit incentive such as salary, bonus, option and so on; the other one is implicit incentive which can be named as power, perk, reputation and so on. Tournament incentive is also a kind of implicit type which is promoting executives to a higher position. Among the existing literatures on tournament incentive, most of them analyze tournament incentive effect on corporate performance and pay little attention to corporate behavior. So there is a gap on tournament incentive effect on corporate behavior which was argued by Zhang et al. (2013). However, there is no literature focusing on tournament incentive effect on corporate risk-taking behaviors.

This paper is the first one to analyze tournament incentive effect on corporate risk-taking with the background of China. By using Chinese listed companies' data from 2003 to 2013, this paper study analyze tournament incentive effect on corporate risk-taking and the difference between private companies with State-Owned Enterprises (SOEs). We propose that tournament incentive can improve corporate risk-taking in the light of tournament theory which was firstly developed by Lazear & Rosen (1981). And we further argue that there will be a difference between private companies and SOEs. To testify this argument, this paper uses the following solutions.

First, this paper use univariate analysis to give us a raw figure of tournament incentive and risk-taking with considering the difference between private companies and SOEs. It shows that the difference between private companies and SOEs is significant and there is a positive association between tournament incentive and risk-taking in descriptive analysis. Second, this paper runs regression procedure to testify the hypothesis. All of the test variables, $Lngap$, $Lngap2$, $Lnpvstd$ are positive with risk-taking significantly. And this paper divide the whole sample into private sub-sample and SOEs sub-sample. The results show that $Lngap$, $Lngap2$, $Lnpvstd$ are positive with risk-taking significantly in private sub-sample while the coefficients of $Lngap$, $Lngap2$, $Lnpvstd$ are not significant in SOEs sub-sample. Third, this paper employs the privatization event of SOEs, to make sure the result is robustness. We use difference-in-difference method to find the difference of tournament effect on corporate risk-taking when SOEs becoming private. Fourth, this paper uses other methods to do robust test, such as adding new explanation variables, counterfact test, endogeneity problem and so on. At all, this paper concludes that tournament incentive can enhance corporate risk-taking. But this positive effect can only be in private companies.

Based on the results, this paper gives some advice as follows. First, since tournament incentive in private companies can promote corporate risk-taking while this effect can not be found in SOEs, it tells us that the incentive mechanism in SOEs is still not workable. For SOEs, the executives' promotion is not based on performance. And Liu Qingsong & Xiao Xing (2015) find that executives' promotion is not correlated with performance. So executives are not care about performance. It needs to change existing tournament mechanism for SOEs which make it more market orientation. Second, it may be a good idea to bring private shareholders into SOEs and make the ultimate controller-government lose the controlling right. So this will make the government become an investor not a controlling shareholder. Third, SOEs must open their office to outside outstanding executives who are more capable and can take risk for operation. There are many outstanding managers in private companies. SOEs can employ these professional managers as its executive to improve performance.

Key Words: tournament incentive; risk-taking; ownership; privatization

(责任编辑:月 才)