

在职消费经济效应的影响因素*

——基于高管异质性视角的研究

陈怡秀, 孙世敏, 屠立鹤

(东北大学工商管理学院, 辽宁 沈阳 110169)

内容提要:目前,在职消费理论研究集中于“代理观”或“效率观”表现,对其经济效应影响因素研究涉猎极少,仅有的几篇文献多以高管同质为前提,忽略了异质性特征。依据高层梯队理论,高管职业生涯阶段、性别、学历以及两职兼任等异质特征可能影响高管的在职消费偏好与投向,从而对其经济效应产生调节作用。本文以我国上市公司2012—2014年报数据为研究对象,检验在职消费的经济效应及高管异质性对其产生的影响,发现如下三点结论:第一,中国企业在在职消费整体上表现出明显的“效率观”,对高管具有显著的补充激励作用;第二,不同职业生涯阶段在职消费的经济效应存在一定差异,中期与早期相比,在职消费的正向经济效应有所提升,晚期与非晚期相比,在职消费的正向经济效应减弱,但变化不明显;第三,学历和两职兼任对在职消费经济效应具有显著的正向调节效应,女性高管对其产生显著的负向影响,政府背景对其具有一定正向促进作用。

关键词:在职消费;经济效应;高管异质性;职业生涯阶段;背景特征

中图分类号:C93 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)05—0085—16

一、研究背景

在职消费是中国企业的一项巨额支出,多年来居高不下,是高管薪酬的数倍之多。如此庞大的在职消费引起中国政府的高度关注,一系列国有企业高管在职消费规范陆续出台,如2006年国务院国有资产监督管理委员会颁布的《关于规范中央企业负责人职务消费的指导意见》、2012年财政部联合审计署、监察部和国务院国有资产监督管理委员会发布的《国有企业负责人职务消费行为监督管理办法》以及2014年中央政治局通过的《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》等。上述一系列政策的出台对规范和遏制国有企业高管在职消费行为产生重要影响,可能引起在职消费结构和经济效应发生变化,需要追踪考察。目前,理论界对在职消费经济效应研究集中于结果表现,主要有“效率观”和“代理观”两种观点,但尚未达成共识。在职消费经济效应可能具有复杂的形成机理,哪些因素影响了其“代理观”或“效率观”表现至今尚未清晰,该方面研究十分薄弱。孙世敏等(2016)以高管同质为前提研究公司治理对在职消费经济效应的影响,发现内外部监管对在职消费经济效应产生显著影响。

收稿日期:2017-02-03

* **基金项目:**国家自然科学基金项目“面向价值目标导引的企业战略决策方法研究”(71271048);教育部博士学科点专项基金(博导类)项目“长期报酬、非货币效用及动态基础薪酬的激励效应研究:基于相对价值创造视角”(20130042110032);教育部人文社会科学规划基金项目“在职消费经济性质、作用机理及经济后果研究”(16YJA630048)。

作者简介:陈怡秀(1990-),女(满族),辽宁沈阳人,博士研究生,研究方向是薪酬与绩效管理,E-mail: chenyx9004@sina.com;孙世敏(1966-),女,辽宁瓦房店人,教授,管理学博士,研究方向是薪酬与绩效管理、会计与财务管理,E-mail: smsun@mail.neu.edu.cn;屠立鹤(1987-),男,河南商丘人,博士研究生,研究方向是薪酬与绩效管理,E-mail: lihe_tu@163.com。通讯作者:陈怡秀。

高管异质性指高管处于不同的职业生涯阶段,或具有不同的性别、年龄、学历、教育背景及工作经历等特征。依据高层梯队理论,高管行为选择受其认知能力和价值取向影响,与高管异质性特征密切相关。高管异质性能够影响企业战略决策及绩效,由此推测,其可能对在职消费的经济效应产生重要影响,但需要取得足够证据支持这一推测,该方面相关研究成果极少。孙世敏、吴倩(2015)研究 CEO 不同职业生涯阶段在职消费的经济效应差异性,发现早期在职消费的正向经济效应较强,中期有减弱趋势但不明显,晚期正向经济效应显著减弱。

本文的学术贡献表现在如下三个方面:第一,从高管异质性视角研究在职消费经济效应影响因素,丰富了在职消费研究内容,提供了一条可供借鉴的新思路;第二,从高管异质性视角阐释“代理观”和“效率观”分歧产生的原因;第三,突破现有研究以 CEO 个人年龄为依据划分职业生涯阶段的局限性,以高管团队为研究对象划分职业生涯早期、中期和晚期,使探究更贴近现实。本文研究结论可以为高管激励实践提供理论支持,亦可为高管团队结构优化提供借鉴。

二、理论分析与假设提出

1. 在职消费的经济效应及其对高管的补充激励作用

在职消费的经济效应已引起中西方学者的广泛关注,但至今尚无定论。委托代理理论认为,委托人与代理人存在利益冲突,委托人追求企业价值最大化,而代理人追求自身效用最大化,包括工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间等。部分学者以代理理论为依据,认为在职消费是高管获取私人利益的手段,极易引发代理问题,支持了在职消费的“代理观”,如 Hart(2001)、Yermack(2006)以及傅頌、汪祥耀(2013)。在职消费作为高管履职必需的职务消费,其存在具有一定合理性,合理的在职消费可以提升高管工作效率,有助于企业获取有效的“关系资源”,从而改善企业业绩,因此,另有学者支持在职消费的“效率观”,如 Rajan & Wulf(2006)、Adithipyangkul 等(2011)以及黎文靖、池勤伟(2015)。孙世敏等(2016)证实,中国企业在在职消费中货币薪酬补充、正常职务消费与自娱性消费三种成分并存。货币薪酬补充成分作为替代性的制度安排,对高管发挥激励作用,有助于提升企业业绩;正常职务消费包括高管履职必需的职务消费和维系关系发生的职务消费,前者可以提高高管工作效率,后者便于企业降低交易成本、获取有效的“关系资源”;自娱性消费只会产生代理成本。部分文献对上述分析给予了证据支持。姜付秀、黄继承(2011)认为,限薪令的存在导致中国高管人力资本定价普遍低于国际同行业水平,在职消费作为货币薪酬激励不足的补偿性替代扮演着重要角色;周玮(2010)的研究表明,非国有企业高管利用在职消费构建政企网络,有效降低了企业获取社会资源的成本。在职消费的“代理观”或“效率观”表现取决于各成分所占比例。近两年,中国政府陆续颁布了国有企业在在职消费规范,有效抑制了高管的“自娱性”消费。梅洁、葛扬(2016)利用双重差分模型验证了“八项规定”对高管在职消费行为的干预效果,发现该政策有效抑制了在职消费对主营业务收入的侵占;杨蓉(2016)的研究也得到类似结论,证实“八项规定”能够有效控制异常在职消费水平。总体上看,中国企业在在职消费中货币薪酬补充和正常职务消费占据主导地位,可以为企业带来显著的正向经济效应。因此,本文提出如下假设:

H₁:中国企业在在职消费与业绩存在显著正相关关系,表现出明显的“效率观”。

在职消费与货币薪酬是高管薪酬契约的重要组成部分,它们之间的关系备受关注,但至今尚未达成共识。部分学者认为,在职消费作为一种“地位商品”,应与高管货币薪酬相互匹配,二者表现为同增或同减的互补关系,且在企业内部治理相对薄弱时体现更为明显,如 Fahlenbrach(2009)、Goergen & Renneboog(2011)、高明华(2011)。另有学者认为,在有效的薪酬契约下,在职消费与货币薪酬应呈此消彼长的替代关系,尤其在人力资本定价普遍偏低情况下,在职消费是弥补我国企业高管货币薪酬偏低的一种替代性激励

方式,如 Fama(1980)、辛清泉、谭伟强(2009)。现有实证研究之所以出现“互补”与“替代”两种截然相反的结论,是因为我国企业管理实践中,高管货币薪酬与在职消费受到“最优契约论”与“管理权利论”的共同影响。从“管理权利论”角度看,高管权力增大可能对薪酬契约设计施加重要影响,弱化薪酬契约有效性,使高管拥有高货币薪酬的同时享有较高的在职消费。“最优契约论”认为,薪酬管制的存在破坏了薪酬契约的市场平衡机制,导致高管货币薪酬激励不足,在职消费作为一种替代性激励方式合理存在,此时,在职消费与货币薪酬应存在明显的替代关系,高管货币薪酬水平越低,在职消费的替代性激励作用越强。不论“替代”关系还是“互补”关系,在职消费与货币薪酬共同作用于企业业绩,二者均对高管发挥有效的激励作用,对企业业绩产生正向影响。因此,本文提出如下假设:

H₂: 在职消费对高管具有补充激励作用,货币薪酬较低时其激励效应更显著。

2. 高管异质性对在职消费经济效应的影响

在职消费经济效应不是绝对的,受企业内部治理、外部监管、所有权性质、高管职业生涯阶段及背景特征等诸多因素影响。当在职消费被用于提高管理效率、获取社会资源时,可能表现为“效率观”;反之,当在职消费被更多地用于个人自我享受时,可能体现为代理成本,表现出“代理观”。从理论上推测,高管的思维方式和行为决策会因个体特征不同表现出显著差异,可能影响在职消费的经济成分和使用效率,从而对其经济效应产生调节作用。当高管具有较强自我约束力和较高认知能力时,在职消费的使用效率会有效提升,在职消费正向经济效应明显;反之,当高管的认知能力和价值观出现偏差,出于自利动机将在在职消费更多地用于自我享受时,在职消费的正向经济效应会显著减弱。

(1) 职业生涯阶段对在职消费经济效应产生影响。不同职业生涯阶段高管的在职消费投向和使用效率存在差异。基于声誉理论的阐释,职业生涯早期高管努力工作,并不仅仅为了获得更高报酬,还期望获得尊重和高度评价,出于声誉积累的考虑,高管会将在在职消费更多地用于企业经营管理活动,而非个人享受,此时,在职消费应表现出显著的正向经济效应。随着高管任期的延长,其前期努力已经为自己奠定了一定声誉基础,有足够动机开始享受职位带来的福利,在职消费的正向经济效应会逐渐减弱。到了职业生涯晚期,声誉对于临近卸任的高管来说已经没有那么重要,高管倾向于做出机会主义行为,将在在职消费更多地用于个人享受而产生大量代理成本,此时,在职消费的正向经济效应不明显甚至表现为负向经济效应。Dechow & Sloan(1991)的研究表明,当管理者临近卸任或预判未来任期较短时,更容易采取一些短视行为;Robinson(1996)从心理契约角度分析,职业生涯晚期,高管个人晋升空间较小,会将注意力更多地放在利益追逐上;万华林、陈信元(2012)的研究指出,职业生涯早期和中期,高管追求高额在职消费的动机并不强烈,而临近卸任时,他们不再关心企业当期和未来的盈利状况,而是更加关心个人利益。由此推测,高管不同职业生涯阶段的在职消费投向和经济成分不同,可能引起在职消费的经济效应出现显著差异,早期的正向经济效应比较明显,中期逐渐减弱,晚期甚至可能出现负向效应。因此,本文提出如下假设:

H_{3a}: 不同职业生涯阶段的在职消费经济效应存在显著差异,即高管职业生涯阶段对在职消费的经济效应具有显著影响。

H_{3b}: 随着高管职业生涯的延续,在职消费的正向经济效应逐渐减弱。

(2) 高管性别对在职消费经济效应产生影响。传统观念认为,男性高管的创新性及冒险精神优于女性,因此,经理人市场多以男性为主。随着企业内部竞争体制的逐步完善,女性高管在经营管理中的出色表现受到更多关注。大量学者研究表明,女性高管由于生理和心理上的原因,在管理决策过程中较为谨慎和保守,且对风险厌恶程度较高,如 Hersch(1996)、Slovic(1996)以及 Harris 等(2006)。由此推测,女性高管会将在在职消费谨慎用于企业经营管理活动以提高企业业绩,同时,尽可能规避在职消费自我享受带来的声誉损失。此外,Jurkus 等(2011)学者研究表明,高管性别差异影响代理成本水平,外部治理比较薄弱时,男性高管

比例越大,代理成本越高。相比于男性高管,女性高管可能更倾向于做出冷静正确的选择,降低在职消费产生的代理成本,使其正向经济效应更为明显。可见,高管性别差异对在职消费经济效应可能具有一定的调节作用。因此,本文提出如下假设:

H₄:女性高管的存在有助于提升在职消费的正向经济效应。

(3)高管学历水平对在职消费经济效应产生影响。高管学历可在一定程度上代表其学识水平,与其管理能力、认知能力和价值观紧密相关,对行为产生重要影响。Wiersema等(1992)研究表明,高管学历水平越高,处理复杂问题的能力越强;Bantel & Jackson(1989)发现,学历水平较高的高管通常具有较强的学习力和洞察力,在多变复杂条件下仍能保持清晰的思路,做出正确决策;叶红雨、陈恬(2016)从反向进行研究,发现学历水平较低的高管管理能力相对欠缺,用辩证思维分析处理问题的能力较弱,且目光比较短浅。通常情况下,学历层次较高的高管具有很好的认知能力和价值观念,会兼顾个人和企业长远利益,更为理性和客观地使用在职消费,为企业带来更多经济效益,尽量避免短视化行为。此外,周业安等(2012)研究认为,教育层次越高的高管接触高层次群体的机会越多,越有可能获得更宽泛、更具价值的社交网络,从而拥有更强的信息整合及处理能力。学历水平较高的高管人际关系网络质量较高,通常将在职消费用于维系关系,降低交易成本,为企业获取更多社会资源,从而提升企业效益。因此,本文提出如下假设:

H₅:高管学历水平对在职消费经济效应具有显著调节效应,高管学历水平越高,在职消费的正向经济效应越显著。

(4)高管政府背景对在职消费经济效应产生影响。20世纪70年代,中国国有企业实行改制,部分上市公司就是改制后的产物。目前的国有企业及改制后的上市公司与政府关系密切,其部分高管具有政府背景,如有党政机关工作经历,或曾当选为各级人大代表等,这些不同程度的政治关联有助于企业获取更多关系资源。黎文靖、池勤伟(2015)证实,非国有企业在职消费与政府补贴显著正相关,是一项政府关系资本投资;王曾等(2014)认为,转轨经济背景下,管制市场与竞争市场并存,企业与政府官员以及商业伙伴形成良好关系对商业成功至关重要,通过宴请和礼品赠与等方式建立和维持与利益相关方关系,可为企业带来短期和长期收益;Cai等(2011)研究发现,为了克服制度缺失对企业发展的阻碍,中国企业在在职消费被广泛用于建立政企关系网络;Fan等(2007)指出,国有企业在在职消费伴随着政企网络密度增加而上升,而这种政企网络关系是先天存在的;黄送钦等(2016)认为,低透明度的在职消费与政府寻租行为相结合,为企业通过在职消费获取政府补贴提供更大空间;周玮(2010)发现,非国有企业高管利用在职消费建立政企关系网络,有利于企业降低获取社会资源的成本,国有企业在在职消费与高管政治关联程度正相关。可见,高管的政府背景越强大、政治关联程度越高,企业越容易与政府建立密切的关系网络,享有政策或各类政府补贴方面的优势,此时,在职消费可有效用于维系企业与政府的关系网络,有助于提升在职消费正向经济效应和企业业绩。因此,本文提出如下假设:

H₆:高管政府背景对在职消费经济效应具有一定调节效应,高管政府背景越强大、政治关联程度越高,在职消费的正向经济效应越显著。

(5)高管两职兼任对在职消费经济效应产生影响。长期以来,有关高管在董事会和管理层两职兼任问题存在较大争议,很多学者将“是否两职兼任”作为判断高管权力大小的重要指标。部分学者从代理理论角度分析,两职兼任易导致高管权力过分集中,会削弱董事会监督的有效性,不利于企业价值提升,如Castaer & Kavadis(2013)、Garg(2013)以及徐志坚、夏伟(2011)等。另有学者从管理学角度分析,两职兼任赋予了高管明确且不容挑战的权力和地位,避免了领导权力的模糊性,优化领导权结构,相比于两职分离,更有助于工作效率的提升,如Donaldson & Davis(1991)。Peng等(2007)研究了转型经济条件下两职设置对企业绩效的影响,发现管理学理论能很好地解释两职合一的作用机制。在我国独特的经济背景下,两职兼任一定程

度上避免了高管权力纷争,可以将高管自身利益与企业目标相统一,有助于高管做出符合企业长期目标的决策。两职兼任条件下,高管对在职消费的使用同样会考虑企业长远利益,将其更多地用于正常职务消费而非个人享受,从而影响在职消费的“效率观”或“代理观”表现,即高管是否两职兼任对在职消费经济效应起到有效的调节作用。因此,本文提出如下假设:

H₇: 高管两职兼任对在职消费经济效应具有显著的正向促进作用。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源

本文以2012—2014年沪深A股上市公司为研究对象。为提高实证研究质量、保证数据代表性,对样本公司进行两次筛选。首先,对样本公司进行初筛,剔除存在以下几种情况的样本公司:①ST或*ST类公司;②关键指标三年不连续或有缺失的公司;③存在明显异常值的公司。经初筛后,最终保留1225家样本公司,共3675个有效观测值,分布于农林牧渔业、采掘业、制造业等12个行业。其次,因研究需要对“高管职业生涯阶段”和“高管学历”样本数据分别进行二次筛选:①“高管职业生涯阶段”划分中剔除了难以明确区分高管团队属于哪一阶段的样本,最终保留1479个有效观测值;②“高管学历水平”指标在数据库中缺失较多,剔除该部分数据不全的样本公司,最终保留2025个有效观测值。本文实证研究所用数据全部来自于上市公司年度报告以及相关数据库。其中,在职消费数据从公司年度报告中通过手工收集而获得,高管薪酬及高管背景特征相关数据来源于国泰安数据库(CSMAR),其他财务数据来源于锐思金融研究数据库(RESET)。

2. 变量选取

(1)被解释变量。衡量企业业绩的指标较多,有会计业绩指标(如资产报酬率ROA、权益报酬率ROE、每股收益EPS等)、价值衡量指标(如经济增加值EVA等)以及市场价值指标(如股票市值、股票价格等)。资产报酬率(ROA)能够反映企业全部资产的获利水平,数据易于获取,客观且具有可比性,因此,本文选择资产报酬率(ROA)作为企业业绩的替代变量。

(2)解释变量。本文的解释变量为在职消费(PERKS)。由于在职消费项目繁杂且隐蔽性较强,加之我国会计信息披露制度不完善,财务报告中没有专项披露,现有数据库也无法获取该项信息,只能采用替代性指标。目前,大多数文献对在职消费的计量采用总额法,将财务报表附注中披露的业务招待费、差旅费、办公费、通讯费、国(境)外培训费、董事会费、小汽车费和会议费八项费用或其中部分费用加总,或从管理费用中扣除明显不属于在职消费的项目。本文采用第一种做法,以报表附注中披露的业务招待费、差旅费、办公费、通讯费、国(境)外培训费、董事会费、小汽车费和会议费八项费用之和作为在职消费总额,同时,考虑企业规模对在职消费水平的影响,用“单位资产在职消费”作为在职消费的计量依据。

(3)调节变量。本文在验证在职消费补充激励作用时,将高管货币薪酬设为调节变量;在验证高管异质性特征对在职消费经济效应的调节作用时,共设置职业生涯阶段和背景特征(性别、学历水平、政府背景以及是否两职兼任)五个调节变量。

①货币薪酬(DCOMP)。本文在验证在职消费对高管的补充激励作用时,将货币薪酬这一指标设置为虚拟变量,以总体样本的高管平均货币薪酬为标准,将样本分为货币薪酬水平低于均值和货币薪酬水平高于均值的两组,其中“低货币薪酬”取值为1,“高货币薪酬”取值为0。

②高管职业生涯阶段(CAR)。本文突破以往研究以CEO个人年龄判断高管职业生涯阶段的做法,将高管团队视为研究对象,以45岁和55岁为分界点,划分职业生涯的早期(小于或等于45岁)、中期(46~54岁)和晚期(大于或等于55岁)。具体划分方法如下:晚期与非晚期划分。本文以每个年龄段高管人数占高管总人数比例确定高管团队职业生涯阶段。若年龄大于或等于55岁的高管占高管总人数的50%以上,则

将该高管团队视为职业生涯晚期,否则视为非晚期;早期与中期划分。以非晚期样本为研究对象,若年龄在46~54岁之间的高管人数占高管总人数的50%以上,则将该高管团队视为职业生涯中期,否则视为职业生涯早期。

③ 高管背景特征。本文仅研究高管性别、学历水平、政府背景以及是否两职兼任四项背景特征。高管性别(*SEX*)。高管团队中有女性高管取值为1,无女性高管取值为0;高管学历水平(*EDU*)。将高管学历分为“中专及以下”“大专”“本科”“硕士”和“博士”五个等级,并按1~5分别赋值,以各企业高管团队的平均学历水平衡量此变量;高管政府背景(*GOV*)。高管团队中有在各级政府部门任职或当选为各级人大代表和党代表情况,视为有政府背景。具有政府背景的高管团队取值为1,否则取值为0;高管是否两职兼任(*DUAL*)。高管中董事长兼任CEO视为两职兼任。高管团队中有两职兼任的高管取值为1,否则取值为0。

(4) 控制变量。控制变量一定程度上影响解释变量与被解释变量之间的关系。为保证实证研究质量、提高回归方程拟合优度和模型解释力,本文选取“所有权性质(*SOE*)”“高管货币薪酬(*COMP*)”“资产负债率(*LEV*)”“企业规模(*SIZE*)”“第一大股东持股比例(*GQP*)”和“机构投资者持股比例(*JQP*)”五个控制变量,并设置“行业(*IN*)”和“年度(*YEAR*)”两个虚拟变量。

上述各项变量的符号、定义及描述如表1所示。

表1 各变量符号、定义及描述

| 变量类型 | 变量名称及符号 | 变量定义及描述 | |
|-------------------------|--------------------------|---|---------------------------|
| 被解释变量 | 资产报酬率(<i>ROA</i>) | 净利润/总资产 | |
| 解释变量 | 单位资产在职消费(<i>PERKS</i>) | 业务招待费、差旅费、办公费、通讯费、国(境)外培训费、董事会费、小汽车费和会议费八项费用之和/资产总额 | |
| 调节变量 | 货币薪酬(<i>DCOMP</i>) | 高管货币薪酬低于均值取值为1,高于均值取值为0 | |
| | 高管职业生涯阶段(<i>CAR</i>) | 早期 | 45岁及以下高管占高管团队总人数50%以上 |
| | | 中期 | 年龄在46~54岁高管占高管团队总人数50%以上 |
| | | 晚期 | 年龄大于或等于55岁高管占高管团队总人数50%以上 |
| | 高管性别(<i>SEX</i>) | 高管团队中有女性高管取值为1,否则取值为0 | |
| | 高管学历水平(<i>EDU</i>) | 中专及以下=1;大专=2;本科=3;硕士=4;博士=5 高管团队学历水平总分/高管团队人数 | |
| | 高管政府背景(<i>GOV</i>) | 有政府背景的高管团队取值为1,否则取值为0 | |
| 高管是否两职兼任(<i>DUAL</i>) | 高管中董事长兼任CEO的取值为1,否则取值为0 | | |
| 控制变量 | 资产负债率(<i>LEV</i>) | 负债总额/资产总额 | |
| | 单位资产货币薪酬(<i>COMP</i>) | 报表附注中披露的前三名高管货币薪酬总和/资产总额 | |
| | 企业规模(<i>SIZE</i>) | 企业年末总资产 | |
| | 第一大股东持股比例(<i>GQP</i>) | 第一大股东持股数量/企业股份总数 | |
| | 机构投资者持股比例(<i>JQP</i>) | 机构投资者持股数量/企业股份总数 | |
| | 所有权性质(<i>SOE</i>) | 国有企业取值为1,非国有企业取值为0 | |
| | 行业虚拟变量(<i>IN</i>) | 属于样本所在行业取值为1,否则取值为0 | |
| | 年度虚拟变量(<i>YEAR</i>) | 属于样本所在年度取值为1,否则取值为0 | |

资料来源:本文整理

3. 模型建立

为检验在职消费的经济效应和对高管的补充激励作用,本文构建式(1)模型;为检验高管职业生涯阶段和性别、学历水平、政府背景、是否两职兼任对在职消费经济效应的影响,本文分别构建式(2-1)~式(6)六

个模型。

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln PERKS_{i,t} + \alpha_2 DCOMP_{i,t} + \alpha_3 DCOMP_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 \ln SIZE_{i,t} + \alpha_6 GQP_{i,t} + \alpha_7 JQP_{i,t} + \alpha_8 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 CAR1_{i,t} + \beta_3 CAR1_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln COMP_{i,t} + \beta_6 \ln SIZE_{i,t} + \beta_7 GQP_{i,t} + \beta_8 JQP_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2-1)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 CAR2_{i,t} + \beta_3 CAR2_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln COMP_{i,t} + \beta_6 \ln SIZE_{i,t} + \beta_7 GQP_{i,t} + \beta_8 JQP_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2-2)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 SEX_{i,t} + \beta_3 SEX_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln COMP_{i,t} + \beta_6 \ln SIZE_{i,t} + \beta_7 GQP_{i,t} + \beta_8 JQP_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 EDU_{i,t} + \beta_3 EDU_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln COMP_{i,t} + \beta_6 \ln SIZE_{i,t} + \beta_7 GQP_{i,t} + \beta_8 JQP_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln COMP_{i,t} + \beta_6 \ln SIZE_{i,t} + \beta_7 GQP_{i,t} + \beta_8 JQP_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 DUAL_{i,t} + \beta_3 DUAL_{i,t} \times \ln PERKS_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln COMP_{i,t} + \beta_6 \ln SIZE_{i,t} + \beta_7 GQP_{i,t} + \beta_8 JQP_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

式中, $ROA_{i,t}$ 表示第 i 个企业 t 年资产报酬率; $PERKS_{i,t}$ 表示第 i 个企业 t 年单位资产在职消费水平; α_0 和 β_0 为常数项; α_i 和 β_i 为各变量与企业业绩的回归系数; $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项, 其他符号含义如表 1 所示。

需要说明的是, 模型 (2-1) 用于检验职业生涯晚期与非晚期在职消费经济效应的差异性, 其中, 晚期取值为 1, 非晚期取值为 0, 职业生涯阶段变量符号用 $CAR1$ 表示; 模型 (2-2) 用于检验职业生涯早期与中期在职消费经济效应的差异性, 其中, 中期取值为 1, 早期取值为 0, 职业生涯阶段变量符号用 $CAR2$ 表示。

四、主要变量描述性统计分析

1. 主要财务变量的描述性统计分析

表 2 列示了主要财务变量的描述性统计分析结果。资产报酬率 (ROA) 的平均值只有 0.0344, 反映我国上市公司整体盈利能力较弱。最大值与最小值相差比较悬殊, 且标准差 (0.1325) 较大, 说明我国上市公司发展不均衡。

表 2 主要财务变量描述性统计分析结果

| 变量 | 样本量 | 平均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-----------------------|------|-----------|------------|---------|-------------|
| 资产报酬率 (ROA) | 3675 | 0.0344 | 0.1325 | -3.9944 | 4.8366 |
| 在职消费 ($PERKS$)/元 | 3675 | 0.0050 | 0.0075 | 0.0000 | 0.2277 |
| 资产负债率 (LEV) | 3675 | 0.4555 | 0.3240 | 0.0080 | 10.0822 |
| 单位资产货币薪酬 ($COMP$)/元 | 3675 | 0.0008 | 0.0053 | 0.0000 | 0.2658 |
| 企业规模 ($SIZE$)/百万元 | 3675 | 8734.5390 | 32639.1256 | 3.0837 | 919106.2150 |
| 第一大股东持股比例 (GQP) | 3675 | 0.3549 | 0.1540 | 0.02197 | 0.8941 |
| 机构投资者持股比例 (JQP) | 3675 | 0.1780 | 0.1872 | 0.0000 | 0.9070 |

资料来源: 本文计算整理

单位资产在职消费 ($PERKS$) 的最大值与最小值相差十分悬殊, 说明部分企业在职消费水平居高不下,

需要加强外部监管和内部控制。在职消费平均值为 0.0050,整体上看较为合理。

控制变量中,资产负债率(*LEV*)平均值为 0.4555,标准差为 0.3240,说明我国上市公司负债水平适中,整体较均衡,但部分企业依然存在资不抵债现象。单位资产高管薪酬(*COMP*)标准差为 0.0053,离散程度较大,说明我国上市公司高管薪酬分化现象比较严重,最大值高达 0.2658,意味着天价薪酬现象依然存在,需要严格监管。企业规模(*SIZE*)平均值为 8734.5390 百万元,说明我国上市公司平均规模适中,但极端值相差较大,两极分化现象严重。第一大股东持股比例(*GQP*)和机构投资者持股比例(*JQP*)的最大值与最小值相差很大,存在明显失衡现象,但二者整体水平适中。

2. 高管职业生涯阶段的描述性统计分析

表 3 按年份列示了各职业生涯阶段高管人数与比例以及高管团队职业生涯阶段划分结果。观察表 3 上半部分,发现职业生涯晚期高管所占比例不足 4%,且各年情况基本稳定;职业生涯早期和中期高管占主导地位,所占比例差距不大。但纵观三年变化趋势,发现职业生涯早期高管所占比例逐年下降,而职业生涯中期(46~54岁)高管占比三年来呈增长趋势。

表 3 不同年龄段高管人数与比例以及高管团队职业生涯阶段划分结果

| 年份 | 项目 1 | 45 岁及以下 | 46 岁 ~ 54 岁 | 55 岁及以上 | 合计 |
|------|---------|---------|-------------|---------|------|
| 2012 | 高管人数 | 1820 | 1307 | 110 | 3237 |
| | 所占比例(%) | 56.2248 | 40.3770 | 3.3982 | 100 |
| 2013 | 高管人数 | 1700 | 1445 | 129 | 3274 |
| | 所占比例(%) | 51.9243 | 44.1356 | 3.9401 | 100 |
| 2014 | 高管人数 | 1618 | 1621 | 127 | 3366 |
| | 所占比例(%) | 48.0689 | 48.1581 | 3.7730 | 100 |
| 年份 | 项目 2 | 非晚期 | | 晚期 | 合计 |
| | | 早期 | 中期 | | |
| 2012 | 团队观测值 | 281 | 178 | 32 | 491 |
| | 所占比例(%) | 57.2302 | 36.2525 | 6.5173 | 100 |
| 2013 | 团队观测值 | 244 | 216 | 32 | 492 |
| | 所占比例(%) | 49.5935 | 43.9024 | 6.5041 | 100 |
| 2014 | 团队观测值 | 209 | 254 | 33 | 496 |
| | 所占比例(%) | 42.1371 | 51.2097 | 6.6532 | 100 |
| 合计 | 团队观测值 | 734 | 648 | 97 | 1479 |
| | 所占比例(%) | 49.6281 | 43.8134 | 6.5585 | 100 |

资料来源:本文计算整理

从表 3 可知,各个职业生涯阶段高管团队比例变化趋势与高管人员相似。早期高管团队比例逐年下降,中期高管团队占比逐年上升,晚期高管团队占比三年来保持在 6.5% 左右,基本稳定。可见,企业高管团队正在由年轻化逐渐向中年化发展。总体来看,早期高管团队占比较高,接近半数,90% 以上的高管团队处于职业生涯的早期和中期。

3. 高管背景特征的描述性统计分析

表 4 和表 5 列示了高管背景特征变量的描述性统计分析结果。从表 4 可以发现,有女性高管的企业所占比例逐年上升,说明女性高管在企业愈加受到重视,半数以上企业高管团队中存在女性高管。具有政府背景(*GOV*)的高管团队所占比例基本维持在 40% 左右,且三年来比较稳定。两职兼任(*DUAL*)高管团队所占比例呈微弱的上涨趋势,但总体来看,我国上市企业高管两职兼任的现象并不严重。

表 4 高管背景特征的描述性统计分析结果

| 年份 | 项目 | 高管性别(<i>SEX</i>) | | 政府背景(<i>GOV</i>) | | 两职兼任(<i>DUAL</i>) | |
|------|---------|--------------------|---------|--------------------|---------|---------------------|---------|
| | | 有女性 | 无女性 | 有 | 无 | 是 | 否 |
| 2012 | 团队观测值 | 752 | 473 | 491 | 734 | 288 | 937 |
| | 所占比例(%) | 61.3878 | 38.6122 | 40.0816 | 59.9184 | 23.5102 | 76.4898 |
| 2013 | 团队观测值 | 759 | 466 | 493 | 732 | 289 | 936 |
| | 所占比例(%) | 61.9592 | 38.0408 | 40.2449 | 59.7551 | 23.5918 | 76.4082 |
| 2014 | 团队观测值 | 777 | 448 | 486 | 739 | 313 | 912 |
| | 所占比例(%) | 63.4286 | 35.5714 | 39.6735 | 60.3265 | 25.5510 | 74.4490 |
| 总体 | 团队观测值 | 2288 | 1387 | 1470 | 2205 | 890 | 2785 |
| | 所占比例(%) | 62.2585 | 37.7415 | 40.0000 | 60.0000 | 24.2177 | 75.7823 |

资料来源:本文计算整理

表 5 统计了高管学历水平(*EDU*)情况,2012—2014 三年间大专以下学历的高管所占比例逐年减少,硕士学历高管所占比例逐年上升,总体来看,本科及硕士学历高管占据主导地位。

表 5 高管学历水平(*EDU*)描述性统计分析结果

| 年份 | 项目 | 中专及以下 | 大专 | 本科 | 硕士 | 博士 | 合计 |
|------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|-------|
| 2012 | 高管人数 | 90 | 605 | 1881 | 1652 | 208 | 4436 |
| | 所占比例(%) | 2.0289 | 13.6384 | 42.4031 | 37.2408 | 4.6888 | 100 |
| 2013 | 高管人数 | 87 | 547 | 1948 | 1740 | 227 | 4549 |
| | 所占比例(%) | 1.9125 | 12.0246 | 42.8226 | 38.2502 | 4.9901 | 100 |
| 2014 | 高管人数 | 78 | 545 | 1882 | 1757 | 223 | 4485 |
| | 所占比例(%) | 1.7391 | 12.1516 | 41.9622 | 39.1750 | 4.9721 | 100 |
| 总体 | 高管人数 | 255 | 1697 | 5711 | 5149 | 658 | 13470 |
| | 所占比例(%) | 1.8931 | 12.5984 | 42.3979 | 38.2257 | 4.8849 | 100 |

资料来源:本文计算整理

五、实证检验结果与分析

1. 在职消费经济效应及对高管补充激励作用的实证检验

为保证模型质量,避免多重共线性对模型可信度的干扰,回归分析中对交乘项变量均进行中心化处理。模型(1)的回归结果如表 6 所示。

表 6 在职消费经济效应及对高管补充激励效应实证检验结果

| 变量 | 国有企业 | | 非国有企业 | | 总体样本 | |
|-----------------------------|-------------|---------|-------------|---------|-------------|---------|
| | 回归系数 | T 值 | 回归系数 | T 值 | 回归系数 | T 值 |
| 截距 | -0.0380 | -0.5549 | 0.0292 | 0.5068 | -0.0305 | -0.6808 |
| 在职消费(<i>PERKS</i>) | 0.0080 *** | 2.6407 | 0.0157 *** | 5.4127 | 0.0079 *** | 3.7449 |
| 货币薪酬(<i>DCOMP</i>) | -0.0032 | -0.2890 | -5.0335 *** | -5.8324 | -0.0317 *** | -5.8053 |
| <i>DCOMP</i> × <i>PERKS</i> | -0.0620 *** | -5.3014 | 0.0306 *** | 4.4939 | 0.0104 * | 1.8525 |
| 资产负债率(<i>LEV</i>) | -0.1071 *** | -6.2062 | 0.0037 | 0.5431 | -0.0343 *** | -4.7723 |
| 企业规模(<i>SIZE</i>) | 0.0071 * | 1.9292 | 0.0051 * | 1.7605 | 0.0065 *** | 2.7479 |
| 第一大股东持股比例(<i>GQP</i>) | 0.0001 | 0.6409 | 0.0004 ** | 2.3381 | 0.0003 ** | 2.4040 |
| 机构投资者持股比例(<i>JQP</i>) | 0.0206 | 1.1960 | 0.0217 * | 1.6743 | 0.0245 ** | 2.2569 |

| 变量 | 国有企业 | | 非国有企业 | | 总体样本 | |
|-------------|---------|-----|----------|-----|---------|---------|
| | 回归系数 | T 值 | 回归系数 | T 值 | 回归系数 | T 值 |
| 所有权性质 (SOE) | — | — | — | — | -0.0013 | -0.3102 |
| R^2 | 0.0751 | | 0.3425 | | 0.1599 | |
| F 值 | 17.9859 | | 156.4396 | | 87.0264 | |
| P 值 | 0.0000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |
| 观测值 | 1569 | | 2106 | | 3675 | |

注：*、** 和*** 分别表示在 10%、5% 与 1% 水平上显著

资料来源：本文计算整理

首先,分析在职消费经济效应。总体样本中,在职消费(*PERKS*)与企业业绩(*ROA*)回归系数为 0.0079,在 1% 水平下显著为正,说明上市公司在职消费对业绩具有显著的正向促进作用,表现为明显的“效率观”。国有企业与非国有企业实证检验结论与总体样本一致,假设 H_1 得到证实。

其次,分析在职消费对高管的补充激励效应。高管货币薪酬(*DCOMP*)的回归系数在三组样本中均为负数,说明较低的货币薪酬(货币薪酬水平低于均值取值为 1)不利于企业业绩提升,甚至产生负向影响。高管货币薪酬与在职消费之交乘项(*DCOMP* × *PERKS*)回归系数在非国有企业和总体样本中分别为 0.0306 和 0.0104,且通过 1% 和 10% 的显著性水平检验,说明较低水平的货币薪酬有助于提升在职消费的正向经济效应,高管货币薪酬水平越低,激励需求越难以得到满足,此时,在职消费作为货币薪酬的补充成分发挥重要的替代性补偿激励作用,有助于提高高管工作积极性和管理效率,从而改善企业业绩,假设 H_2 成立,即在职消费对高管具有补充激励作用,货币薪酬水平较低时,其激励效应更显著。国有企业样本中,货币薪酬与在职消费之交乘项回归系数为 -0.0620,且在 1% 水平下显著,这意味着,较低的货币薪酬削弱了在职消费的正向经济效应。出现上述情况的原因与国有企业的制度背景有关。国有企业所有者缺位,监督不到位,管理层权力相对较大,当货币薪酬偏低时,高管有能力利用手中职权获取超额在职消费,满足私人利益,此时,在职消费的自娱性成分居多,体现为代理成本。

2. 高管异质性特征对在职消费经济效应调节作用的实证检验^①

(1) 高管异质性对在职消费经济效应调节作用的初步检验结果如表 7 所示。其中,模型(2-1)用于检验职业生涯晚期与非晚期在职消费经济效应的差异性,模型(2-2)用于检验职业生涯早期与中期在职消费经济效应的差异性,模型(3)~模型(6)分别用于检验高管性别、学历水平、政府背景及两职兼任对在职消费经济效应的调节作用。

表 7 高管异质性对在职消费经济效应调节作用的初步检验

| 变量 | 模型(2-1) | 模型(2-2) | 模型(3) | 模型(4) | 模型(5) | 模型(6) |
|-----------------------|----------|----------|------------|------------|------------|------------|
| 截距 | -0.1209 | -0.1368 | -0.2262*** | -0.4123*** | -0.2196*** | -0.2156*** |
| 在职消费(<i>PERKS</i>) | 0.0087** | 0.0098** | 0.0020 | 0.0024* | 0.0024 | 0.0026 |
| 职业生涯阶段(<i>CAR1</i>) | -0.0077 | | | | | |

^① 本部分借鉴 Sharma 等(1981)的调节变量识别程序,采用三个步骤检验高管异质性对在职消费经济效应的调节作用。首先,检验高管异质性与在职消费(自变量)交互项是否通过显著性水平检验。其次,当交互项通过显著性水平检验时,进一步验证各异质性变量与企业业绩(因变量)相关性,若二者不相关,则该异质性变量为纯调节变量,否则为半调节变量。再次,当交互项未通过显著性水平检验时,进一步验证各异质性变量与在职消费及企业业绩相关性。若待检变量与二者之一显著相关,则为非调节变量;若与二者均不相关,且根据待检变量进行分组检验后各组间拟合优度存在明显差异,则该变量为同质调节变量。

| 变量 | 模型(2-1) | 模型(2-2) | 模型(3) | 模型(4) | 模型(5) | 模型(6) |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| $CAR1 \times PERKS$ | -0.0035 | | | | | |
| 职业生涯阶段(CAR2) | | 0.0009 | | | | |
| $CAR2 \times PERKS$ | | 0.0104 | | | | |
| 高管性别(SEX) | | | -0.0050 | | | |
| $SEX \times PERKS$ | | | -0.0146*** | | | |
| 高管学历水平(EDU) | | | | 0.0021 | | |
| $EDU \times PERKS$ | | | | 0.0047*** | | |
| 高管政府背景(GOV) | | | | | -0.0002 | |
| $GOV \times PERKS$ | | | | | 0.0018 | |
| 高管是否两职兼任(DUAL) | | | | | | 0.0055 |
| $DUAL \times PERKS$ | | | | | | 0.0127*** |
| 资产负债率(LEV) | -0.1349*** | -0.1365*** | -0.1002*** | -0.1286*** | -0.1000*** | -0.1004*** |
| 高管货币薪酬(COMP) | 0.0020 | 0.0009 | 0.0106*** | 0.0176*** | 0.0103*** | 0.0099** |
| 企业规模(SIZE) | 0.0122** | 0.0128** | 0.0179*** | 0.0291*** | 0.0174*** | 0.0171*** |
| 第一大股东持股比例(GQP) | 0.0003 | 0.0003 | 0.0003** | 0.0002*** | 0.0003* | 0.0003* |
| 机构投资者持股比例(JQP) | 0.0207 | 0.0164 | 0.0184 | 0.0261*** | 0.0186 | 0.0181 |
| 所有权性质(SOE) | 0.0134 | 0.0145 | -0.0012 | -0.0042 | -0.0010 | 0.0006 |
| R^2 | 0.1251 | 0.1264 | 0.0690 | 0.4623 | 0.0650 | 0.0674 |
| F值 | 23.2499 | 21.9731 | 30.5283 | 193.7528 | 28.7036 | 29.8214 |
| P值 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 观测值 | 1479 | 1382 | 3675 | 2026 | 3675 | 3675 |

注：*、**和***分别表示在10%、5%与1%水平上显著；篇幅所限，T值不在表中列示

资料来源：本文计算整理

① 职业生涯阶段对在职消费经济效应调节作用分析。观察表7中模型(2-1)的实证检验结果,发现在职消费(PERKS)与企业业绩(ROA)通过5%显著性水平检验,相关系数为正,说明在职消费对企业业绩具有显著的正向经济效应,支持了假设H₁。交乘项(CAR1 × PERKS)系数为-0.0035,没有通过显著性检验,说明职业生涯晚期在职消费的正向经济效应有减弱趋势,但变化不明显。模型(2-2)中,交乘项(CAR2 × PERKS)系数为0.0104,未通过显著性水平检验,说明职业生涯中期在职消费正向经济效应有所提升,但并不明显。综合模型(2-1)和模型(2-2)检验结果,不同职业生涯阶段在职消费经济效应存在一定差异,中期与早期相比,在职消费的正向经济效应有所提升;晚期与非晚期相比,在职消费的正向经济效应减弱。从中看出,高管职业生涯阶段可能对在职消费经济效应具有一定的调节作用。但由于交叉项并未通过显著性水平检验,高管职业生涯阶段是否为在职消费经济效应的同质调节变量还需进一步验证。

② 高管性别对在职消费经济效应调节作用分析。模型(3)的结果显示,高管性别(SEX)与资产报酬率(ROA)相关系数为-0.0050,未通过显著性水平检验,说明二者不存在相关性。高管性别与在职消费交乘项(SEX × PERKS)系数为-0.0146,且在1%水平下显著,说明即使女性高管具有行事谨慎和风险厌恶等特点,但并未对在职消费经济效应起到积极的促进作用,反而削弱了在职消费的正向经济效应。综合上述分析,判定高管性别为在职消费经济效应的纯调节变量,女性高管对在职消费经济效应具有显著的负向调节效应,假设H₄未得到验证。

③ 高管学历水平对在职消费经济效应调节作用分析。模型(4)实证结果表明,高管学历水平(EDU)与资产报酬率(ROA)没有通过显著性水平检验,二者不存在显著相关性。高管学历水平与在职消费交乘项(EDU × PERKS)回归系数在1%水平下显著为正(0.0047),说明高管学历水平对在职消费经济效应具有积

极的促进作用,高管平均学历水平越高,在职消费的正向经济效应越显著。由此判断,高管学历水平为在职消费经济效应的纯调节变量,对其具有显著的正向调节作用,假设 H₅ 得到验证。

④ 高管政府背景对在职消费经济效应调节作用分析。观察模型(5)实证检验结果,发现高管政府背景与在职消费交乘项($GOV \times PERKS$)回归系数为 0.0018,没有通过显著性水平检验,且高管政府背景(GOV)与资产报酬率(ROA)没有显著相关性。高管政治关联程度对在职消费经济效应是否具有调节效应需要进一步检验。

⑤ 两职兼任对在职消费经济效应调节作用分析。模型(6)结果显示,高管两职兼任($DUAL$)与资产报酬率(ROA)相关系数虽为 0.0055,但没有通过显著性水平检验,不存在显著正相关关系。高管两职兼任与在职消费交乘项($DUAL \times PERKS$)回归系数为 0.0127,且在 1% 水平下显著,说明高管兼任董事长和 CEO 能够有效提高管理效率,对在职消费的正向经济效应具有显著的促进作用。由此判断,高管两职兼任为在职消费经济效应的纯调节变量,对其具有显著的正向调节效应,假设 H₇ 成立。

(2) 高管职业生涯阶段及政府背景对在职消费经济效应调节作用的进一步检验。初步检验结果显示,高管职业生涯阶段及政府背景与在职消费交乘项回归系数未通过显著性检验,需要建立式(7)和式(8)回归模型,进一步验证它们与企业业绩(因变量)或在职消费(自变量)相关性。实证检验结果如表 8 所示。

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CAR1_{i,t}/CAR2_{i,t}/GOV_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 \ln COMP_{i,t} + \beta_4 \ln SIZE_{i,t} + \beta_5 GQP_{i,t} + \beta_6 JQP_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$\ln PERKS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CAR1_{i,t}/CAR2_{i,t}/GOV_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 \ln COMP_{i,t} + \beta_4 \ln SIZE_{i,t} + \beta_5 GQP_{i,t} + \beta_6 JQP_{i,t} + \beta_7 SOE_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

表 8 高管职业生涯阶段及政府背景与因变量及自变量回归检验结果

| 变量 | 模型(7) | | | 模型(8) | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | CAR1 | CAR2 | GOV | CAR1 | CAR2 | GOV |
| 截距 | -0.1210 | -0.1295 | -0.2168*** | 0.3809 | 0.2121 | 0.3187*** |
| 职业生涯阶段(CAR1) | -0.0068 | | | 0.0329 | | |
| 职业生涯阶段(CAR2) | | 0.0015 | | | 0.0380 | |
| 高管政府背景(GOV) | | | -0.0002 | | | 0.0079 |
| 资产负债率(LEV) | -0.1344*** | -0.1352*** | -0.0994*** | 0.0419 | 0.0711 | 0.1069** |
| 高管货币薪酬(COMP) | 0.0049 | 0.0044 | 0.0110*** | 0.3454*** | 0.3547*** | 0.3208*** |
| 企业规模(SIZE) | 0.0111* | 0.0113* | 0.0170*** | -0.1428*** | -0.1300*** | -0.2023*** |
| 第一大股东持股比例(GQP) | 0.0003 | 0.0003 | 0.0002* | -0.0067*** | -0.0083*** | -0.0040*** |
| 机构投资者持股比例(JQP) | 0.0204 | 0.0185 | 0.0186 | 0.0020 | -0.0303 | 0.0080 |
| 所有权性质(SOE) | 0.0109 | 0.0105 | -0.0013 | -0.2816*** | -0.3022 | -0.1298*** |
| R ² | 0.1220 | 0.1216 | 0.0645 | 0.2968 | 0.2970 | 0.2996 |
| F 值 | 29.1316 | 27.1242 | 36.7159 | 86.9240 | 81.2827 | 220.9653 |
| P 值 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 观测值 | 1479 | 1382 | 3675 | 1479 | 1382 | 3675 |

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 与 1% 水平上显著;篇幅所限,T 值不在表中列示

资料来源:本文计算整理

表 8 结果表明,高管职业生涯阶段(CAR1 与 CAR2)及政府背景(GOV)与企业业绩(ROA)和在职消费(PERKS)回归系数均未通过显著性检验,说明它们与因变量和自变量均不相关。为进一步检验它们是否对在职消费经济效应具有调节效应,建立式(9)回归模型对所选样本进行分组检验,对比不同样本组方程拟合优度(R²)的差异性,结果如表 9 所示。

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln PERKS_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 \ln COMP_{i,t} + \beta_4 \ln SIZE_{i,t} + \beta_5 GQP_{i,t} + \beta_6 JQP_{i,t} + \beta_7 SOE_{it} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

表9 不同职业生涯阶段及政府背景条件下在职消费经济效应的分组检验结果

| 变量 | 职业生涯阶段 | | | | 政府背景 | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 晚期 | 非晚期 | 早期 | 中期 | 有 | 无 |
| 截距 | 0.0212 | -0.1310 | -0.3064*** | 0.1346 | -0.2302*** | -0.1990** |
| 在职消费(PERKS) | 0.0023 | 0.0096** | 0.0019 | 0.0194** | 0.0020 | 0.0023 |
| 资产负债率(LEV) | -0.0852*** | -0.1359*** | -0.0750*** | -0.1863*** | -0.0826*** | -0.1086*** |
| 高管货币薪酬(COMP) | 0.0019 | 0.0099 | 0.0206*** | -0.1212 | 0.0176*** | 0.0056 |
| 企业规模(SIZE) | 0.0029 | 0.0125* | 0.0243*** | -0.0037 | 0.0197*** | 0.0152*** |
| 第一大股东持股比例(GQP) | 0.0001 | 0.0003 | 0.0005*** | -0.0001 | 0.0005*** | 0.0001 |
| 机构投资者持股比例(JQP) | 0.0473* | 0.0187 | 0.0114 | 0.0155 | 0.0127 | 0.0217 |
| 所有权性质(SOE) | 0.0107 | 0.0138 | -0.0047 | 0.0300* | -0.0007 | 0.0001 |
| R ² | 0.2509 | 0.1251 | 0.2285 | 0.1438 | 0.1130 | 0.0576 |
| F值 | 4.1670 | 27.9477 | 32.2603 | 15.1425 | 26.9506 | 19.3781 |
| P值 | 0.0005 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 观测值 | 97 | 1382 | 734 | 648 | 1470 | 2205 |
| Chow 检验 P 值 | 0.0000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |

注：*、**和***分别表示在10%、5%与1%水平上显著；篇幅所限，T值不在表中列示

资料来源：本文计算整理

首先，以高管职业生涯阶段为标准将样本划分为“晚期”和“非晚期”两个样本组，分别得到97和1382个观测值。实证结果显示，“晚期”样本组方程拟合优度(R²)为0.2509，F值为4.1670，而“非晚期”样本组方程拟合优度(R²)仅为0.1251，F值为27.9477，差距较大。进一步用似然比方法对两组样本进行Chow检验，结果表明，两组R²具有显著差异。可见，高管职业生涯阶段(CAR1)为在职消费经济效应的同质调节变量，对其具有一定的调节效应。其中，“非晚期”样本组在职消费的回归系数为0.0096，通过5%显著性水平检验，与企业业绩存在显著正相关关系，支持了“效率观”；“晚期”样本组在职消费的回归系数依然为正，但没有通过显著性水平检验，说明职业生涯晚期在职消费正向经济效应有所减弱。

其次，将“非晚期”样本组进一步细分为“早期”和“中期”两组样本，分别得到734和648个观测值。两组样本方程拟合优度(R²)分别为0.2285和0.1438，F值差距悬殊，且Chow检验结果证明两组R²具有显著差异。由此判断，高管职业生涯阶段(CAR2)为在职消费经济效应的同质调节变量，“早期”与“中期”在职消费经济效应存在显著性差异，其中，“中期”在职消费与企业业绩显著正相关，表现出明显的“效率观”；“早期”在职消费的正向经济效应不显著。

综上所述，高管职业生涯阶段显然对在职消费经济效应具有调节效应，假设H_{3a}得证。但在在职消费正向经济效应并非随着高管职业生涯的发展而逐渐减弱，假设H_{3b}不成立。

最后，以高管政府背景为依据将样本划分为有政府背景和无政府背景两组，分别得到1470和2205个观测值。“有政府背景”样本组的R²为0.1130，F值为26.9506，“无政府背景”组的R²为0.0576，F值为19.3781，且Chow检验显著，说明政府背景(GOV)为在职消费经济效应的同质调节变量，对其具有一定的调节效应，假设H₆得到证实。

六、研究结论与管理启示

本文以2012—2014年我国上市企业为研究对象，通过实证检验验证在职消费的经济效应以及高管异质

性特征对其产生的调节作用,发现如下几点结论:第一,中国企业在职消费整体上表现出明显的“效率观”,对高管具有显著的补充激励作用。第二,高管职业生涯阶段为在职消费经济效应的同质调节变量,对其具有一定的调节作用。不同职业生涯阶段在职消费经济效应存在一定差异,中期与早期相比,在职消费正向经济效应有所提升;晚期与非晚期相比,在职消费正向经济效应减弱,但变化不明显。第三,学历和两职兼任为在职消费经济效应的纯调节变量,对其具有显著的调节作用。第四,女性高管为在职消费经济效应的纯调节变量,对其产生显著的负向影响。第五,政府背景为在职消费经济效应的同质调节变量,对其具有一定的正向促进作用。

本文研究结论可在一定程度上诠释在职消费“代理观”与“效率观”分歧产生的原因。在职消费经济效应并不是固定不变的,受企业治理水平、外部监管及高管异质性等诸多因素影响。处于不同职业生涯阶段的高管,因其未来职业发展前景差异性较大,决定了其对在职消费使用投向存在不同偏好,从而影响了在职消费结构及经济效应。职业生涯晚期的高管即将卸任,极易将在职消费用于个人享受,而处于职业生涯早期和中期的高管,出于声誉积累的需要,通常将在职消费更多地用于企业经营管理活动。高管的性别、学历、政府背景及两职兼任等异质性特征影响高管的认知能力和价值取向,决定其在职消费的使用偏好。

本文实证研究结论丰富了现有研究成果,不仅对高管团队建设及在职消费激励实践提供有益借鉴,而且可为国家在职消费规范制定提供理论支持,其管理启示表现在如下几个方面:第一,适当把握货币薪酬与在职消费的宏观调控制度,充分发挥在职消费对高管的补充激励作用;第二,根据高管异质性特征,有针对性地制定激励计划,对处于职业生涯早期和中期的高管可适当扩大隐性激励比例,对处于职业生涯晚期的高管适当提高货币薪酬比例,提高激励机制的针对性和有效性;第三,优化高管团队结构,尽量减少年龄偏大且对晋升和维持声誉积极性较低的高管人员比例,以提高在职消费使用效率。此外,应聘用更多具有较高学历或有政府背景的管理者,强化高管个体特征优势,改善高管团队认知水平和价值取向,提升在职消费使用效率。

由于在职消费的隐蔽性,无法准确获取该方面信息,只能采用替代性指标,可能对实证研究结果产生一定影响,这是本文的局限所在,希望随着会计信息披露制度的完善得以解决。

参考文献:

- [1] Adithiyankul P, Alon I, Zhang T Y. Executive Perks: Compensation and Corporate Performance in China[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2011, (28): 401.
- [2] Bantel K A, Jackson S E. Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? [J]. *Strategic Management Journal*, 1989, 10, (S1): 107 - 124.
- [3] Castaer X, Kavadis N. Does Good Governance Prevent Bad Strategy? A Study of Corporate Governance, Financial Diversification, and Value Creation by French Corporations, 2000—2006[J]. *Strategic Management Journal*, 2013, 34, (7): 863 - 876.
- [4] Cai H, Fang H, Xu L C. Eat, Drink, Firms and Government: An Investigation of Corruption from Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms[J]. *Journal of Law and Economics*, 2011, (1): 55 - 78.
- [5] Dechow P M, Sloan R G. Executive Incentives and Horizon Problem: An Empirical Investigation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14, (1): 51 - 89.
- [6] Donaldson L, Davis J H. Steward Ship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns[J]. *Australian Journal of Management*, 1991, 16, (1): 49 - 65.
- [7] Fahlenbrach R. Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation[J]. *Review of Finance*. 2009, 13, (1): 81 - 113.
- [8] Fama E F. Agency problems and the theory of the firm[J]. *The Journal of Political Economic*, 1980, 88, (2): 288 - 307.
- [9] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84, (2): 330 - 357.

- [10] Garg S. Venture Boards; Distinctive Monitoring and Implications for Firm Performance[J]. The Academy of Management Review, 2013, 38, (1): 90 – 108.
- [11] Goergen M, Renneboog L. Managerial compensation[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17, (4): 1068 – 1077.
- [12] Harris C R, Jenkins M, Diego S, Glaser D. Gender Difference in Risk Assessment: Why Do Women Take Fewer Risks than Men? [J]. Judgment and Decision Making, 2006, 1, (7): 48 – 63.
- [13] Hart O D. Financial contracting[J]. Journal of Economic Literature, 2001, 39, (4): 1079 – 1100.
- [14] Hersch J. Smoking, Seat Belts, and Other Risky Consumer Decisions: Difference by Gender and Race[J]. Manager and Decision Economics, 1996, 17, (5): 471 – 481.
- [15] Jurkus A F, Park J C, Woodard L S. Women in Top Management and Agency Costs[J]. Journal of Business Research, 2011, 64, (2): 180 – 186.
- [16] Peng M W, Zhang S, Li X. CEO Duality and Firm Perform an Evidence During China’s Institutional Transitions[J]. Management and Organization Review, 2007, 3, (2): 205 – 225.
- [17] Rajan R G, Wulf J. Are Perks Purely Managerial Excess? [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79, (1), 1 – 33.
- [18] Robinson S L. Trust and Breach of the Psychological Contract [J]. Administrative Science Quarterly, 1996, 41, (4): 574 – 599.
- [19] Sharma S, Durand R M, Gurarie O. Identification and Analysis of Moderator Variables[J]. Journal of Marketing Research, 1981, (3): 291 – 300.
- [20] Slovic P. Risk Taking in Children: Age and Sex Differences[J]. Child development, 1996, 37, (1): 169 – 176.
- [21] Wiersema M F, Bantel K A. Top Management Team Demography and Corporate Strategic change[J]. The Academy of Management Journal, 1992, 35, (1): 91 – 121.
- [22] Yermack, D. Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 1, (80): 211 – 242.
- [23] 傅頌, 汪祥耀. 所有权性质、高管货币薪酬与在职消费——基于管理层权利的视角[J]. 北京: 中国工业经济, 2013, (12).
- [24] 高明华. 中国上市公司高管薪酬指数报告: 2011[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [25] 黄送钦, 吴利华, 陈冉. 政企关系维护及其效率性研究: 来自中国的逻辑[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2016, (1).
- [26] 姜付秀, 黄继承. 市场化进程与资本结构动态调整[J]. 北京: 管理世界, 2011, (3).
- [27] 黎文靖, 池勤伟. 高管职务消费对企业业绩影响机理研究——基于产权性质的视角[J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (4).
- [28] 梅洁, 葛扬. 国有企业管理层在职消费的政策干预效果研究——基于 2012 年“八项规定”出台所构建的拟自然实验[J]. 成都: 经济学家, 2016, (2).
- [29] 孙世敏, 柳绿, 陈怡秀. 在职消费经济效应形成机理及公司治理对其影响[J]. 北京: 中国工业经济, 2016, (1).
- [30] 孙世敏, 吴倩. 基于职业生涯视角的在职消费经济效应研究[J/OL]. 中国科技论文在线(首发论文) [2015-07-16]. <http://www.paper.edu.cn>.
- [31] 万华林, 陈信元. 股东监督、薪酬契约有效性与在职消费——基于国有企业经理人“59 岁现象”的研究[J]. 北京: 中国会计与财务研究, 2012, (4).
- [32] 王曾, 符国群, 黄丹阳, 汪剑锋. 国有企业 CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 北京: 管理世界, 2014, (5).
- [33] 徐志坚, 夏伟. 总经理高层管理团队和核心人员股权对创业企业业绩增长的影响[J]. 成都: 软科学, 2011, (4).
- [34] 辛清泉, 谭伟强. 市场化改革, 企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 北京: 经济研究, 2009, (11).
- [35] 杨蓉. “八项规定”、高管控制权和在职消费[J]. 上海: 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2016, (1).
- [36] 叶红雨, 陈恬. 高管团队特征对企业研发投入影响的研究——基于高管激励的调节作用[J]. 西安: 技术与创新管理, 2016, (2).
- [37] 周玮. 政治密度、在职消费与制度环境[J]. 成都: 软科学, 2010, (8).
- [38] 周业安, 程栩, 郭杰. 高管背景特征与资本结构动态调整——国际比较与中国经验[J]. 北京: 经济理论与经济管理, 2012, (11).

A Study on the Factors of Perks' Economic Effect: Based on the Perspective of Executive's Heterogeneity

CHEN Yi-xiu, SUN Shi-min, TU Li-he

(School of Business Administration, Northeastern University, Shenyang, Liaoning, 110169, China)

Abstract: Similar to the monetary compensation, perk is an important part of executive compensation contract, and the economic effect of perks has aroused widely concern of Chinese and Western scholars. At present, the theoretical research on the perks' economic effect is focused on the economic consequence which mainly includes "agent view" and "efficiency view", but until now, no consensus has been reached. The formation mechanism of perks' economic effect may be complicated. What factors can affect the expression of the concept of "agent view" and "efficiency view" has not been clear, and the research is still weak. The economic effect of perks is not absolute, which is affected by many factors, such as internal governance, external supervision and the individual characteristics of executives. When perks are used to improve the efficiency of management or access to social resources, it may be expressed as "efficiency view"; On the contrary, when perks are mainly used for personal enjoyment, it may shows "agent view". So far, only a few factors related study was found based on executives' homogeneity, but the heterogeneity of executives was ignored. Based on echelons theory, executive characteristics such as career period, gender, education level, government background and duality of CEO are possibly affect their preference on how to use perks, which means those characteristics will have moderating effects on perks' economic effect. It can be inferred from the theory that the thinking mode and behavior decision of executives should be different because of individual characteristics, which may affect the economic composition and efficiency of perks, and shows moderating effect on perks' economic effect. The efficiency of using perks will be effectively improved when executives have strong self-discipline and high perceptibility, and thus the positive economic effect of perks is obvious; On the contrary, when the executive's cognitive ability and values sense have misapprehension, then perks will be used for personal enjoyment because of self serving motivation, and thus the positive economic effects of perks will be significantly weakened.

Chinese listed companies' annual report data from 2010—2014 is selected as research object to examined the moderating effects of executive heterogeneity on the perks' economic effect through empirical study. Conclusions were found as follow: First, on the whole, Chinese enterprises' perks shows obvious "efficiency view", and has a significant incentive effect on the executives. Second, executives' career period is a homogeneous moderator and has significant moderating effects on perks' economic effect. Compared to early period, perks' positive economic effect has improved during middle stage and then shows an indistinctive reduce during later period. Third, Executives' education level and duality of CEO have a significant moderating effect on perks' economic effect, which could promote the positive economic effects of perks. Female executives have a significant negative moderating effect on perks' economic effect. Executives' government background as a homogeneous moderator has a positive influence on perks' economic effect.

This paper studies the factors of perks' economic effect from the perspective of heterogeneity of the managers, which enriches the research of perks, and provides a new direction in this filed. The study breaks the limitation of carve up the career stage based on CEO's individual age, and use the executives team's average age instead. The conclusions of this study can explain the reasons for the differences between "agency view" and "efficiency view" of perks. In addition, the conclusions of this study not only provide a useful reference for the construction and the motivation practice of top executive team, but also provide theoretical support for the formulation of national specification.

Key Words: perks; economic effect; executive's heterogeneity; career period; background characteristics

(责任编辑:弘毅)