

从放权和监督双视角 看管理者能力与公司绩效

张信东(博士生导师), 郭瑞芸

【摘要】基于放权与监督的视角,以2011~2016年我国创业板上市公司为研究样本,加入企业绩效的动态性和多样性,较为全面地探讨管理者能力对公司绩效的影响。研究发现:管理者能力对公司短期绩效和长期绩效均具有显著正向影响,并且这一关系受到权力的制约与平衡。从放权角度看,管理酌处权会促进管理者能力对公司绩效的提升;从监督角度看,只有当管理者受到更严格的监督时,管理酌处权对管理者能力和公司绩效的影响才会更加明显。另外,在不同的地区属性和最终控制人属性下,中西部地区企业和国有企业中管理者能力、放权和监督质量都普遍较弱。这有助于引导创业板上市公司引进高水平人才、创新激励方法和强化监督措施。

【关键词】管理者能力; 公司绩效; 管理酌处权; 监督质量; 管理放权

【中图分类号】F275

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2018)20-0041-10

一、引言

2002年,我国加入WTO后面临着复杂的新形势和日益激烈的经济全球化与综合国力竞争,为保证中国特色社会主义事业健康发展,中共中央、国务院制定下发了《2002-2005年全国人才队伍建设规划纲要》,首次提出了“实施人才强国战略”,对新时期我国人才队伍建设进行了总体谋划。在党的十九大报告中,习近平总书记强调“坚定实施科教兴国战略、人才强国战略”,再次重申了人才的重要性。人才资源是第一资源,也是创新活动中最为活跃、最为积极的因素,建设中国特色社会主义现代化强国呼唤凝聚关键人才,培养造就未来人才。

“互联网+”时代,新兴产业、中小微创新创业企业开始实施“人才强国”战略,逐步发展为“人才高地”的重要组成部分,也是实体经济最活跃的部分。上市公司为了最大限度地提高绩效水平,不惜花费高昂的成本来招募和留住能力强的管理者。那么,能力强的管理者是否能有效提高公司绩效呢?现有文献并未给出一致的结论。有研究认为更有能力的管

理者可以给企业带来更高的业绩^[1],比如管理者的能力越强,企业的盈余预测越精确^[2],审计费用越低^[3]。与此相矛盾的是,有研究认为能力强的管理者为寻求自身效用最大化^[4],会利用机会操纵利润、平滑盈利数字^[5],影响外界对企业的看法,从而导致较低的盈余质量^[6]。

关于管理者能力作用的矛盾证据表明,无法明确更有能力的管理者是否能够提高企业绩效,这激励本文检验其他变量的作用,如管理酌处权和监督质量,这在先前的管理者能力相关研究文献中很少被考虑。Agarwal等^[7]指出,只有提供更高水平的酌处权,更有能力的管理者才能充分发挥自己的能力。Hambrick^[8]认为,管理酌处权框架对管理者如何影响公司绩效具有调节作用。但是,Mishra^[9]指出更有能力的管理者可能利用这一酌处权,Stulz^[10]和Fama^[11]也强调了监督在遏制管理寻租激励措施中的作用。因此,从企业内部看,管理者经营公司的过程并不是“无摩擦”的,其管理过程及能力水平的发挥要受到董事会的放权水平和监督的影响,因此本文引入管理者的酌处权和监督质量,深入分析管理者能力对

公司绩效的影响。

一方面,从放权的角度看,现有文献很少关注管理酌处权的调节作用,本文把管理酌处权纳入管理者能力对公司绩效影响的分析体系中,采用2011~2016年我国创业板上市公司的数据,通过实证分析,提供了有关管理者能力、管理酌处权对企业绩效综合影响的证据。研究表明,更高级别的管理权限可以使更有能力的管理人员进一步提高公司绩效。另一方面,从监督的角度看,文章在管理酌处权的基础上,加入权力的制衡,综合考虑放权、监督对管理者能力和公司绩效的影响。研究发现,只有当有能力的管理者受到更严格的监督时,管理酌处权对管理者能力和公司绩效的影响才会更加明显。因此,对管理者权力的制约和平衡,在管理者能力的发挥水平上具有重要的意义。

本文的贡献在于:一是理论意义,目前有关管理者能力与公司绩效关系的研究,还没有充分考虑管理酌处权和监督质量的作用,本文通过对管理者能力、管理酌处权和监督质量的量化,基于放权和监督的双视角,利用实证研究提供可靠的理论证据,有利于拓展研究视角。二是实践意义,在经济新常态背景下,为创业型、中小型以及高科技产业企业实现创新驱动发展提供必要的理论依据,企业要想提高经营绩效,不仅要强化创新型人才的培养,还要注重简政放权与创新监督的有机结合,既赋予管理者适当的酌处权,以充分释放管理者的才能,又要对其实施有效的监督,防止权力的滥用,通过做好权力的“收”与“放”,推动企业经营目标的实现。

二、理论分析与研究假设

(一)管理者能力与公司绩效

管理者能力是指高层管理者在其他条件既定的情况下,有效利用公司既有的资源创造产出的能力,从根本上说就是提高组织效率的能力,是管理者能够准确把握并且提升组织效率的关键^[12]。

Demerjian等^[1]提出,更有能力的管理者可以更深入地了解企业和行业发展,更准确地估计产品需求和企业风险,选择更好的项目,从而进行更有效的管理。同样,Custódio等^[13]也表明行业内CEO具有优越的谈判技巧。先前的研究还表明,更强的管理者能力与更好的企业绩效相关^[14]。此外,Leverty、Grace^[14]的研究表明,更有能力的管理者可以最大化成本、收入、公司规模、技术和资源配置的效率。同

样,Chang等^[15]也提出企业绩效的差异来源于CEO因素。基于上述研究,与孙慧琳^[16]的研究一致,本文提出以下假设:

H1:管理者能力与公司绩效呈正相关关系。

(二)管理酌处权

根据管理层权力理论,管理酌处权是指管理层能够按照自己的意图来经营公司、酌情处理相关事务的权力。在研究管理者能力对提高公司绩效的作用时,先前的研究并没有考虑管理酌处权的调节作用,这对于更有能力的管理者充分利用其能力来取得良好的企业经营效果可能至关重要。因此,在以前的文献中记录的企业绩效效应可能不仅仅归因于管理者能力,例如,Finkelstein、Boyd^[17]指出,更高水平的管理酌处权可以增加对组织绩效的影响,因为在这种情况下,管理组织的限制因素通常不那么多。Boyd、Gove^[18]指出,导致管理者特定效应的横截面变量是管理酌处权的限制。Agarwal等^[19]进一步强调了管理酌处权的作用,他们认为更有能力的管理者只有在得到更高水平的酌处权时才能充分利用其能力产生更好的经营效果。Hambrick、Quigley^[20]认为,尽管高层管理人员有较大的潜力来影响公司绩效,但他们一般面临着相当多的制约因素,影响了其能力的全面发挥,因此Hambrick、Quigley呼吁未来的研究要进一步调查管理酌处权在评估管理者是否充分利用其能力方面的作用。基于上述证据,管理酌处权可以增加高层管理人员的潜在边际产品,从而提高其直接影响企业绩效的能力;也就是说,在更高层次的管理酌处权下,更强的管理能力对企业绩效的影响更为明显。同时,在低层次的管理酌处权下,管理者能力不能充分发挥出来,有碍于公司绩效的提升。因此,本文提出以下假设:

H2:管理酌处权对管理者能力和公司绩效之间的关系具有正向调节作用。

H2a:当管理酌处权较大时,管理者能力会促进公司绩效的提高。

H2b:当管理酌处权较小时,管理者能力会削弱公司绩效的提高。

(三)监督质量

根据委托代理理论,作为“自利”的经济人,公司管理层的终极目标并不是股东利益最大化,而是追求自身利益最大化。有文献表明,更有能力的管理者意识到他们的招募成本高昂且难以替代^[21],因此更有动机滥用提供给他们酌处权。例如,管理者的酌

处权激发更多的管理寻租行为。同时,很多文献都强调了监督的重要性。现有文献表明,受监督较少的管理者从事公司建设、次优投资和披露机会主义财务报告的动机较强^[22],借此降低其就业风险,并通过扩大企业规模获得更高的赔偿金,这些往往会损害股东的权益。另外,当监督质量较差时,检测管理者的机会主义行为会很困难。因此,对更有能力的管理者施加更高水平的监督可能会阻碍他们利用其管理酌处权。对此,本文提出以下假设:

H3: 当有能力的管理者受到更严格的监督时,管理酌处权对管理者能力和公司绩效间关系的影响更加明显。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

创业板自2009年10月启动以来已持续运营8年,促进了国家战略性新兴产业的发展,吸引了较多优秀的人才,对改变传统社会的价值观念和思维方式、实施人才强国战略发挥着重要的作用。故本文选取2011~2016年我国创业板上市公司为研究样本,实证检验管理者能力对公司绩效的影响。对初始样本进行如下筛选:①剔除数据缺失样本;②剔除当年ST、*ST的上市公司样本。最终获得2118个样本观测值。数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,对于缺失数据基于WIND数据库和公司官网进行补充。

(二) 研究变量

1. 公司绩效。为全面分析管理者能力对公司绩效的影响,本文将公司绩效划分为短期绩效和长期绩效两类,参照Murray^[23]、Tobin^[24]的测量方法,分别用总资产报酬率(ROA)、托宾Q值(Tobin's Q)两个变量来测量绩效值。

2. 管理者能力。Demerjian等^[1]于2012年创造性地提出DEA-Tobit二阶段计量模型来计算管理者能力,由于该方法简单直观,可以较好地剔除其他变量的干扰,对每个公司每一年的管理者能力进行计量,已被大多数文献广泛采用^{[25][26]}。本文也采用这一方法来计量管理者能力。

第一阶段,使用数据包络分析(DEA)分行业计算公司投入产出的效率值。投入指标包括固定资产净值(Fixed Asset)、无形资产净值(Intangible Asset)、开发支出(RD)、主营业务成本(Cost)、商誉(Good Will)、管理销售费用(Expense)六项,产出指标为公司主营业务收入(Sale)。根据模型(1),计算得到每

个公司每一年的效率值(Firm Efficiency)。

$$\text{Firm Efficiency} = \text{Sale} / (\alpha_1 \text{Fixed Asset} + \alpha_2 \text{Intangible Asset} + \alpha_3 \text{RD} + \alpha_4 \text{Cost} + \alpha_5 \text{Good Will} + \alpha_6 \text{Expense}) \quad (1)$$

第二阶段,利用Tobit回归将管理者能力的贡献值分离出来。因为公司绩效受管理者能力和其他因素的共同影响,把其他主要因素的影响分离出去,剩下的就是管理者能力的影响。其中,公司特有因素包括资产规模(Size)、市场份额(Market Share)、自由现金流(Free Cash Flow)、上市年限(Age)、公司多元化程度(Business Segment Concentration)五项。对模型(2)进行回归,控制年度变量(Year),剔除公司特有因素对效率值的影响,得到的残差(ε)即为管理者能力(MA)。

$$\text{Firm Efficiency} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Market Share} + \beta_3 \text{Free Cash Flow} + \beta_4 \text{Age} + \beta_5 \text{Business Segment Concentration} + \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

3. 管理酌处权。管理酌处权是指管理层能够按照自己的意图来经营公司、酌情处理相关事务的权力。Boyd、Salamin^[27]研究认为,Miles等^[28]划分的战略类型可以被看作是管理酌处权的代理变量。Boyd、Gove^[18]认为管理酌处权可能来自企业的经营战略。例如,由于探索性经营战略的特点是追求首创市场和战略,这需要投资多种新技术来设计新产品以及开发新产品市场,因此它为管理者提供了更大的酌处权。相反,一个侧重于效率的防御性经营战略旨在降低风险^[29],并在业务运营中采用更严格的规则和程序,导致管理酌处权相当低下。

因此,本文根据Miles等^[28]的探索性经营战略和防御性经营战略划分,遵循Bentley等^[22]的研究方法,基于以下六个指标来构建经营战略指数:①研发支出与销售额的比率(RDS);②员工总数与销售额的比率(EMPS);③销售额的变化率(REV);④销售、管理费用与销售额的比率(SGA);⑤员工波动率(SDEMPS);⑥资本强度(CAP)。在此基础上,根据证监会《2012年行业分类指引》,把上述指标分年度、分行业进行排序并分成五等份进行赋值,即最高的五分位数观测值赋值为5,最低的五分位数观测值赋值为1。其中资本强度(CAP)采取反向赋值,即最高的五分位数观测值赋值为1,最低的五分位数观测值赋值为5。这样,每个公司六个指标的得分总和最高为30(6×5),最低为6(6×1)。根据Bentley等^[22]的研究,得分介于24~30之间为探索性经营战

略,得分介于6~12之间为防御性经营战略。

4. 监督质量。财务分析师在会计和金融方面拥有丰富的知识和大量的行业经验,在跟踪和监督管理绩效以及财务报告决策方面具有比较优势。当财务报表所提供的企业价值信息较少时,分析师的私人信息就变得特别有价值。更多的分析师跟踪会提高企业的透明度,从而抑制管理者的机会主义行为,减少代理冲突。因此,本文使用分析师跟踪的数量来测量监督质量。

5. 控制变量。文章在梳理有关公司绩效影响因素的相关文献后,系统控制年度虚拟变量(Year)和反映企业财务特征的四个变量:资产规模(Size)、资产负债率(Leverage)、流动性比率(Liquidity Ratio)和运营能力(Operational Capability)。此外,由于管理者能力对公司绩效的影响是长期积累、渐变的过程,本文对公司绩效的滞后项(lag ROA、lag Q)分别进行控制。

相关变量的定义详见表1。

(三)实证模型设定

本文构造如下三个回归方程,模型(3)用于检验管理者能力与公司绩效之间的关系,模型(4)用于检验管理酌处权对管理者能力与公司绩效间关系的调节作用,模型(5)用于检验监督质量、管理酌处权的综合影响。

$$ROA(\text{Tobin's } Q) = \mu_0 + \mu_1 MA + \mu_2 \text{Size} + \mu_3 \text{Leverage} + \mu_4 \text{Liquidity Ratio} + \mu_5 \text{Operational Capability} + \mu_6 \text{lag ROA}(\text{lag } Q) + \epsilon \quad (3)$$

$$ROA(\text{Tobin's } Q) = \gamma_0 + \gamma_1 MA + \gamma_2 \text{PROSPECTOR} + \gamma_3 \text{DEFENDER} + \gamma_4 MA \times \text{PROSPECTOR} + \gamma_5 MA \times \text{DEFENDER} + \gamma_6 \text{Size} + \gamma_7 \text{Leverage} + \gamma_8 \text{Liquidity Ratio} + \gamma_9 \text{Operational Capability} + \gamma_{10} \text{lag ROA}(\text{lag } Q) + \epsilon \quad (4)$$

$$ROA(\text{Tobin's } Q) = \delta_0 + \delta_1 MA + \delta_2 \text{PROSPECTOR} + \delta_3 \text{DEFENDER} + \delta_4 \text{ANALYST} + \delta_5 MA \times \text{PROSPECTOR} + \delta_6 MA \times \text{DEFENDER} + \delta_7 MA \times \text{PROSPECTOR} \times \text{ANALYST} + \delta_8 MA \times \text{DEFENDER} \times \text{ANALYST} + \delta_9 \text{Size} + \delta_{10} \text{Leverage} + \delta_{11} \text{Liquidity Ratio} + \delta_{12} \text{Operational Capability} + \delta_{13} \text{lag ROA}(\text{lag } Q) + \epsilon \quad (5)$$

其中,MA×PROSPECTOR、MA×DEFENDER分别表示管理者能力与探索性经营战略和防御性经营战略两个变量的交乘项;MA×PROSPECTOR×ANALYST表示管理者能力、探索性经营战略和分

表 1 主要变量的定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	ROA	总资产报酬率	净利润/资产总额
	Tobin's Q	托宾Q值	市值/资产总额
解释变量	MA	管理者能力	根据DEA-Tobit二阶段计量模型计算而得
	PROSPECTOR	探索性经营战略	经营战略得分介于24~30之间,取值为1,否则为0
	DEFENDER	防御性经营战略	经营战略得分介于6~12之间,取值为1,否则为0
	ANALYST	分析师跟踪	分析师跟踪的数量
控制变量	Size	资产规模	Ln(资产总额)
	Leverage	资产负债率	负债总额/资产总额
	Liquidity Ratio	流动性比率	流动资产总额/资产总额
	Operational Capability	运营能力	主营业务收入/资产总额
	lag ROA	ROA滞后项	上一年度ROA值
	lag Q	Tobin's Q滞后项	上一年度Tobin's Q值
	Year	年度虚拟变量	年度虚拟变量,控制宏观环境影响

析师跟踪三个变量的交乘项,MA×DEFENDER×ANALYST表示管理者能力、防御性经营战略和分析师跟踪三个变量的交乘项。

四、实证检验

(一)变量的描述性统计

本文选取的样本期间为2011~2016年,共493家上市企业,样本观测值累计达2118个。通过对原始数据的处理,得到的描述性统计结果见表2。其中,管理者能力均值为-0.003,该变量为模型(2)回归的残差值,具有零均值特征,满足回归分析的条件。此外,短期绩效和长期绩效两个绩效指标以及解释变量的均值和中位数都比较接近,说明文中所用指标的原始数据不存在异常,并且其标准差和均值差异较大,保证了后文实证检验的可靠性。

(二)实证结果分析

在进行实证分析之前,首先进行变量的多重共线性诊断,发现各模型中解释变量的特征根(Eigenvalue)均大于0,且条件指数(Condition Index)均小于10,说明回归模型不存在严重的共线性问题。其次,对样本进行Hausman检验,chi2(6)=37.33,Prob>chi2=

表 2 描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ROA	0.050	0.050	0.050	-0.646	0.297
Tobin's Q	3.632	2.940	2.575	0.603	24.941
MA	-0.003	-0.008	0.100	-0.469	0.454
PROSPECTOR	0.061	0	0.240	0	1
DEFENDER	0.092	0	0.289	0	1
ANALYST	15.643	14	11.628	0	64
Size	21.133	21.043	0.726	19.290	24.447
Leverage	0.267	0.241	0.162	0.011	0.886
Liquidity Ratio	0.640	0.650	0.166	0.089	0.993
Operational Capability	0.453	0.404	0.371	0.026	11.416
lag ROA	0.058	0.056	0.053	-0.646	0.469
lag Q	3.717	3.016	2.751	0.603	29.169

0.0000, 确定选用固定效应模型。

为验证研究假设, 本文首先探讨管理者能力如何影响公司绩效, 然后依次引入经营战略、分析师跟踪两个变量, 进一步考虑管理酌处权、监督质量对管理者能力与公司绩效间关系的影响。

1. 管理者能力对公司绩效的影响。表 3 列示了管理者能力对公司短期绩效的影响的回归结果。在全样本中, 管理者能力对公司短期绩效具有显著正向影响(回归系数为 0.159, t 值为 18.17), 表明创业板公司管理者能力越强, 短期绩效水平越高。观察控制变量的估计结果可知, 控制变量的回归系数大部分在 1% 的水平上显著。其中, 企业规模、流动性比率的回归系数为正, 表明公司规模越大、流动性越强即当公司抵御风险能力、偿债能力较高时, 公司的短期绩效水平也较高。资产负债率与公司短期绩效显著负相关, 表明公司负债水平过高时, 融资能力将受到较大约束, 导致公司绩效下滑。H1 得到验证。表 4 列示了管理者能力对公司长期绩效的影响的回归结果。同样, 管理者能力对公司长期绩效具有显著正向影响(回归系数为 2.496, t 值为 5.19), H1 得证, 表明创业板公司管理者能力越强, 长期绩效水平越高。

2. 管理酌处权的调节作用。在表 5、表 6 中, 加入探索性经营战略和防御性经营战略两个指标, 主要检验管理酌处权对管理者能力与公司绩效间关系的影响。在控制企业财务特征与时间效应后, 两个绩效指标出现较强的异质性。

对企业短期绩效而言, 管理者能力与公司绩效在 1% 的水平上显著相关, 并且管理者能力与探索性经营战略的交乘项系数显著为正(回归系数为

表 3 管理者能力对公司短期绩效的影响

变量	全样本	地区划分			属性划分	
		东部	中部	西部	国有	非国有
MA	0.159*** (18.17)	0.155*** (16.41)	0.150*** (4.67)	0.187*** (6.33)	0.040 (1.34)	0.164*** (18.03)
Size	0.007*** (5.36)	0.006*** (3.98)	0.016*** (3.21)	0.010** (2.21)	-0.001 (-0.15)	0.007*** (5.57)
Leverage	-0.062*** (-9.00)	-0.054*** (-7.04)	-0.096*** (-3.64)	-0.093*** (-4.83)	-0.009 (-0.32)	-0.065*** (-9.17)
Liquidity Ratio	0.015*** (2.70)	0.015** (2.42)	0.046** (2.40)	0.015 (0.78)	-0.017 (-0.71)	0.015*** (2.71)
Operational Capability	-0.003* (-1.41)	-0.007*** (-2.78)	0.035*** (2.59)	0.018 (1.44)	0.013 (0.89)	-0.004* (-1.66)
lag ROA	0.398*** (23.64)	0.435*** (23.86)	0.180*** (3.16)	0.281*** (4.78)	0.789*** (10.70)	0.389*** (22.67)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.4750	0.4948	0.3619	0.5465	0.7803	0.4688
F	240.78	205.84	19.71	27.21	36.63	226.41
观测值	2118	1677	265	176	70	2048

注: 括号内为 t 值, *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下同。

表 4 管理者能力对公司长期绩效的影响

变量	全样本	地区划分			属性划分	
		东部	中部	西部	国有	非国有
MA	2.496*** (5.19)	2.836*** (5.18)	-1.065 (-0.73)	4.144*** (2.76)	-0.927 (-0.59)	2.664*** (5.32)
Size	-0.680*** (-9.27)	-0.732*** (-8.77)	-0.807*** (-3.66)	-0.153 (-0.64)	-0.184 (-0.71)	-0.696*** (-9.20)
Leverage	-0.536 (-1.38)	-2.492 (-0.55)	-0.245 (-0.21)	-2.190** (-2.18)	-2.281 (-1.39)	-0.528 (-1.33)
Liquidity Ratio	-1.220*** (-3.87)	-0.905** (-2.49)	-2.119** (-2.41)	-2.627** (-2.54)	-2.413* (-1.73)	-1.240*** (-3.83)
Operational Capability	0.007 (0.05)	-0.123 (-0.87)	1.173* (1.86)	-0.047 (-0.07)	1.231 (1.41)	-0.010 (-0.07)
lag Q	0.485*** (28.53)	0.466*** (23.94)	0.543*** (10.21)	0.515*** (10.98)	0.560*** (7.25)	0.483*** (27.85)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.3431	0.3226	0.4012	0.5096	0.4849	0.3416
F	139.47	100.58	23.11	21.69	9.12	134.03
观测值	2118	1677	265	176	70	2048

0.113, t 值为 2.59), 表明企业赋予管理者较高的酌处权时, 管理者能力会促进企业短期绩效的提升; 反之, 管理者能力与防御性经营战略的交乘项系数显著为负(回归系数为 -0.086, t 值为 -3.23), 表明企业赋予管理者的酌处权较少时, 管理者能力会削弱公司短期绩效的提升。另外, 在此模型设置中, 运营能力

表 5 管理酌处权对管理者能力和公司短期绩效间关系的调节作用

变量	全样本	地区划分			属性划分	
		东部	中部	西部	国有	非国有
MA	0.176*** (18.80)	0.188*** (18.32)	0.179*** (5.48)	0.208*** (6.29)	0.123*** (3.54)	0.192*** (20.32)
PROSPECTOR	0.020*** (5.42)	0.022*** (5.50)	0.014 (1.07)	0.033 (0.92)	0.013 (1.03)	0.023*** (5.85)
DEFENDER	-0.010*** (-3.26)	-0.014*** (-4.26)	-0.017 (-1.31)	-0.001 (-0.07)	-0.008 (-0.97)	-0.012*** (-4.00)
MA× PROSPECTOR	0.113*** (2.59)	0.135*** (2.64)	-0.004 (-0.03)	0.122 (0.61)	-0.123 (-0.85)	0.107** (2.35)
MA× DEFENDER	-0.086*** (-3.23)	-0.056* (-1.82)	-0.183 (-1.34)	-0.096 (-0.57)	-0.108* (-1.98)	-0.075** (-2.53)
Size	0.007*** (5.68)	0.007*** (5.18)	0.021*** (4.18)	0.010** (2.33)	0.003 (0.68)	0.009*** (6.82)
Leverage	-0.060*** (-8.82)	-0.044*** (-6.55)	-0.116*** (-4.63)	-0.083*** (-4.13)	-0.003 (-0.13)	-0.055*** (-8.93)
Liquidity Ratio	0.018*** (3.18)	0.019*** (3.34)	0.031* (1.89)	0.018 (0.94)	0.011 (0.44)	0.019*** (3.64)
Operational Capability	-0.005** (-2.07)	-0.006** (-2.51)	0.039** (2.58)	0.009 (0.64)	0.009 (0.63)	-0.004 (-1.54)
lag ROA	0.389*** (23.24)	0.105*** (21.90)	0.163*** (2.70)	0.271*** (4.31)	0.722*** (9.47)	0.370*** (21.61)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.4891	0.4897	0.3536	0.5369	0.7860	0.4728
F	170.11***	157.35***	15.11***	19.08***	26.35***	185.02***

表 6 管理酌处权对管理者能力和公司长期绩效间关系的调节作用

变量	全样本	地区划分			属性划分	
		东部	中部	西部	国有	非国有
MA	2.527*** (4.95)	3.265*** (5.40)	-1.760 (-1.18)	3.582* (2.12)	0.044 (0.02)	2.671*** (5.07)
PROSPECTOR	0.722*** (3.38)	0.841*** (3.49)	0.149 (0.24)	-1.521 (-0.77)	-0.146 (-0.18)	0.757*** (3.44)
DEFENDER	-0.476*** (-2.86)	-0.549*** (-2.86)	-0.779 (-1.36)	0.047 (0.07)	0.747 (1.38)	-0.516*** (-3.00)
MA× PROSPECTOR	4.806** (1.92)	3.056 (0.99)	8.726 (1.21)	-5.205 (-0.47)	15.205 (1.67)	4.559* (1.77)
MA× DEFENDER	1.902 (1.24)	2.034 (1.11)	8.248 (1.36)	1.548 (0.17)	-2.554 (-0.73)	2.679 (1.59)
Size	-0.679*** (-9.52)	-0.721*** (-8.63)	-0.820*** (-3.71)	-0.335 (-1.38)	-0.245 (-0.88)	-0.690*** (-9.41)
Leverage	-0.308 (-0.92)	-0.100 (-0.25)	-0.318 (-0.29)	-1.781* (-1.71)	-0.231 (0.18)	-0.319 (-0.93)
Liquidity Ratio	-1.121*** (-3.90)	-0.889*** (-2.59)	-2.352*** (-3.03)	-2.270** (-2.20)	-0.628 (-0.43)	-1.164*** (-3.94)
Operational Capability	-0.017 (-0.13)	-0.113 (-0.80)	1.078 (1.55)	0.444 (0.58)	0.866 (0.96)	-0.029 (-0.22)
lag Q	0.482*** (28.66)	0.465*** (23.68)	0.545*** (10.23)	0.490*** (9.93)	0.530*** (6.17)	0.480*** (27.98)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.3487	0.3283	0.4223	0.4713	0.4420	0.3479
F	114.56***	80.54***	18.20***	14.99***	6.46***	110.44***

与公司绩效的正相关关系更加显著。可以看出,管理酌处权对管理者能力与企业短期绩效间关系具有调节作用,企业要想提升短期绩效,就要赋予管理者适当的酌处权,以使管理者能力发挥积极的作用。H2 得到验证。

对企业长期绩效而言,管理者能力与公司绩效在 1%的水平上显著相关。从交乘项的显著性来看,只有当企业采取探索性经营战略时,交乘项系数显著为正(回归系数为 4.806, t 值为 1.92),表明较高的管理酌处权发挥了调节作用;而在企业采用防御性经营战略的情况下,交乘项结果不显著(回归系数为 1.902, t 值为 1.24),较低的管理酌处权不会发挥作用。也就是说,企业要想提高长期绩效水平,就要对管理者充分放权,以期最大化管理者能力。H2 得到部分验证。

3. 分析师跟踪的监督作用及监督机制。在考察监督质量的调节作用之前,本文以分析师跟踪为自变量、以短期绩效和长期绩效为因变量,首先检验了分析师跟踪的监督作用及监督机制。如表 7 第 2、4 列所示,分析师跟踪对短期绩效和长期绩效的回归系数均在 1%的水平上显著为正(ROA 的回归系数为 0.001, t 值为 5.58; Tobin's Q 的回归系数为 0.035, t 值为 7.04),表明分析师跟踪对公司绩效具有正向影响。在第 3、5 列中,加入管理酌处权变量,并将管理酌处权与分析师跟踪两个变量交乘,由回归结果可见,加入交乘项后的回归模型比单一回归模型的调整的 R² 值更高,表明其拟合效果更优。从交乘项的结果来看,对于短期绩效和长期绩效,PROSPECTOR×ANALYST 的回归系数在 5%的水平上显著为正,DEFENDER×ANALYST 的回归系数为负但不显著,也就是说,分析师通过对管理者探索性经营战略的实施进行监督,进而实现对公司绩效的监

督,最终对公司绩效产生正面影响。所以,分析师跟踪对公司短期、长期绩效均具有一定的监督作用。

表 7 分析师跟踪的监督作用

变量	ROA	ROA	Tobin's Q	Tobin's Q
ANALYST	0.001*** (5.58)	0.001*** (5.48)	0.035*** (7.04)	0.036*** (6.73)
PROSPECTOR		0.015** (2.37)		0.920*** (2.73)
DEFENDER		-0.002 (-0.44)		-0.305 (-1.27)
PROSPECTOR× ANALYST		0.001** (2.21)		0.032** (2.04)
DEFENDER× ANALYST		-0.001 (-1.14)		-0.007 (-0.52)
Size	0.005*** (2.76)	0.005*** (2.94)	-1.011*** (-11.36)	-1.002*** (-11.26)
Leverage	-0.058*** (-8.71)	-0.057*** (-8.65)	-0.270 (-0.81)	-0.245 (-0.74)
Liquidity Ratio	0.019*** (3.39)	0.020*** (3.66)	-1.015*** (-3.56)	-0.956*** (-3.34)
Operational Capability	0.008*** (3.31)	0.008*** (3.14)	0.121 (0.95)	0.112 (0.88)
lag ROA	0.471*** (26.41)	0.469*** (26.39)		
lag Q			0.482*** (28.76)	0.481*** (28.73)
时间效应	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.3690	0.3718	0.3496	0.3515
F	207.80	126.57	190.99	115.98

4. 管理酌处权、监督质量的综合调节作用。综合考察了分析师跟踪的监督作用和监督机制后,本文将在管理酌处权的基础上,加入分析师跟踪变量,进一步考虑管理者面临的监督质量的制约作用。表 8、表 9 具体列示了管理酌处权、监督质量的综合调节作用。

从短期绩效和长期绩效的回归结果来看,二者具有一致性。具体来说,管理者能力与公司短期绩效和长期绩效水平仍然显著正相关,但是管理酌处权的单一调节作用均不存在并且受到监督质量的影响。可以发现,只有当监督质量比较高的时候,管理者能力、管理酌处权和分析师跟踪的交乘项系数才在 5%的水平上显著为正,表明公司只有在受到较高质量的监督时,管理酌处权才能充分发挥其对管理者能力和公司绩效的积极作用。也就是说,公司为提高短期绩效和长期绩效,需要对管理者进行充分的

监督,进一步发挥管理酌处权的调节作用,最大化管理者能力。H3 得到验证。

(三)稳健性检验

为了增强结论的可靠性,本文进行了以下稳健性测试:第一,考虑极端值影响,在 5%和 95%的水平上剔除极端值进行上述回归,发现主要结果不变;第二,替换指标,将短期财务绩效指标总资产报酬率(ROA)替换为短期市场绩效指标市盈率(PE),将长期财务绩效指标托宾 Q(Tobin's Q)替换为长期市场绩效指标股票收益率(Return),对模型重新进行回归,发现回归结果没有实质性差异;第三,以分类回归的方法代替交互项的形式,按照管理酌处权对样本进行分类回归,重新检验变量之间的相互作用关系,发现结果保持一致;第四,为了控制潜在异方差和序列相关问题,对回归系数的标准误在年度和公司层面进行 Cluster 处理,发现主要变量的系数和预期相符。

五、进一步分析

在经济新常态下,东部地区经济发展是否能企稳回升?中西部地区是否还能保持增速优势?国有企业改革路在何方?民营企业如何转型发展?这些都需要寻找增长新引擎,促进我国经济的平稳发展。对此,本文分别基于地区维度和最终控制人属性维度对样本进行进一步分析,考察在不同的地区和产权背景下,管理者能力如何影响企业长短期绩效,以及管理酌处权和监督质量的调节作用如何。其中,东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南 11 个省(市),中部地区包括山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南 8 个省(市),西部地区包括四川、重庆、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙古 12 个省(市)、自治区。国有企业包括中央国有企业和地方国有企业,非国有企业包括民营企业、集体企业、公众企业、外资企业和其他企业。详细的检验结果呈现于表 3~表 8 中。

基于地区维度视角,对短期绩效和长期绩效整体而言,东部地区表现出较好的稳健性,中西部地区的作用效果不明显,表明中西部地区企业的管理者水平相对较低,放权与监督体系不健全,这可能与我国区域经济发展的不平衡性有关。一是在思想观念方面,东部地区较早地实现了由计划经济向市场经济的转变,适应了市场经济体制,而中西部地区人们

表 8 管理酌处权、监督质量对管理者能力和公司短期绩效间关系的综合调节作用

变量	全样本	地区划分			属性划分	
		东部	中部	西部	国有	非国有
MA	0.187*** (20.09)	0.184*** (17.73)	0.183*** (5.45)	0.206*** (6.18)	0.120*** (3.12)	0.189*** (19.64)
PROSPECTOR	0.022*** (5.87)	0.022*** (5.49)	0.022 (1.60)	0.008 (0.20)	0.036 (1.43)	0.023*** (5.89)
DEFENDER	-0.011*** (-3.86)	-0.012*** (-3.85)	-0.013 (-1.01)	0.001 (0.08)	-0.008 (-0.91)	-0.011*** (-3.73)
ANALYST	0.001 (1.58)	0.001* (1.85)	-0.001 (-0.90)	0.001 (0.39)	9.36e-06 (0.03)	0.001* (1.76)
MA×PROSPECTOR	-0.017 (-0.26)	-0.017 (-0.19)	-0.130 (-0.72)	0.227 (1.04)	0.317 (0.71)	-0.025 (-0.38)
MA×DEFENDER	-0.053 (-1.33)	-0.026 (-0.60)	-0.486** (-2.48)	-0.210 (-0.47)	-0.110* (-1.98)	-0.064 (-1.53)
MA×PROSPECTOR× ANALYST	0.009** (2.32)	0.010** (2.08)	0.023 (1.61)	-0.049 (-1.31)	-0.023 (-1.05)	0.011*** (2.64)
MA×DEFENDER× ANALYST	-0.002 (-1.29)	-0.002 (-1.00)	0.035** (2.12)	0.007 (0.29)	0 (0)	-0.001 (-0.32)
Size	0.007*** (4.70)	0.006*** (3.17)	0.025*** (4.33)	0.009* (1.72)	0.003 (0.43)	0.007*** (4.66)
Leverage	-0.053*** (-8.81)	-0.044*** (-6.48)	-0.122*** (-4.88)	-0.079*** (-3.73)	-0.004 (-0.18)	-0.054*** (-8.79)
Liquidity Ratio	0.019*** (3.78)	0.020*** (3.43)	0.035** (2.10)	0.022 (1.11)	0.010 (0.40)	0.020*** (3.80)
Operational Capability	-0.003 (-1.47)	-0.006** (-2.50)	0.043*** (2.81)	0.006 (0.44)	0.007 (0.49)	-0.004 (-1.55)
lag ROA	0.374*** (22.23)	0.399*** (21.45)	0.181*** (2.93)	0.268*** (4.26)	0.731*** (9.45)	0.365*** (21.26)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.4810	0.4913	0.3671	0.5335	0.7827	0.4744
F	152.41***	121.98***	12.54***	14.72***	21.72***	143.45***

的观念受到的禁锢较多,极大地制约了其积极性和主动性的发挥。二是在劳动力管理制度方面,东部地区与中西部地区企业的用人观念大不一样,东部地区按照市场经济的发展需要,大胆任用有作为的开拓型人才,用人不求全责备、不论资排辈,并且流动性强,中西部地区则相反,一些旧的人事管理制度仍在发挥作用,在这种环境下,管理者的才能很难得到充分发挥。

基于最终控制人属性视角,国有企业和非国有企业表现出较强的异质性。整体而言,非国有企业相比国有企业而言,其管理者能力、管理酌处权、监督质量对企业长短期绩效的作用较显著,表明我国国有企业管理者能力整体较弱,这与国有企业的人事制度有较大的关系。其一,国有企业高管由组织任

命,该用人机制可能导致国企高管的短视行为,民营企业高管则更注重企业的长远发展。其二,国家对国有企业高管实行的是限薪制,但成本费用高、高管职务消费高,政府财政透明度不高、缺乏有力的监督机制;而民营企业高管底薪较低,甚至是零薪酬,追求的是红利最大化。

六、研究结论

本文主要研究了管理者能力与公司绩效之间的关系,以及管理酌处权、监督质量对这一关系的调节作用,通过对创业板 2011~2016 年上市公司样本进行分析,最终得到如下三方面的结论。

1. 管理者能力对公司短期绩效和长期绩效均具有显著正向影响。为提高整体绩效水平,创业板上市公司要进一步加强管理者能力的考核,一要实施人才引进战略,二

要不断强化内部培养体系。此外,管理者能力在地区维度上表现出较大的差异性,中西部地区管理者能力相对较弱,国家要想大力发展中西部经济,就必须强化管理者能力的培养,实施人才引进与扶持计划,注重“后发效应”。实践证明,无论是改革还是发展,遭遇的最大困难是破除禁锢着人们头脑的错误的、陈旧理论和观念,尤其对需要大踏步赶上东部地区的中西部地区来说,“转换思想”的任务更繁重、更迫切。同时,国有企业相比非国有企业,经营管理水平普遍较低,政府要不断强化国有企业管理者的任用和考核机制,在人才引进上逐步与市场接轨,使招聘人才的手段更具科学性和合理性。

2. 管理酌处权对管理者能力和短期绩效的关系具有正向调节作用,对管理者能力和长期绩效的

表9 管理酌处权、监督质量对管理者能力和公司长期绩效间关系的综合调节作用

变量	全样本	地区划分			属性划分	
		东部	中部	西部	国有	非国有
MA	1.192*** (3.69)	2.753*** (4.50)	-2.898* (-1.89)	3.283* (1.95)	-2.419 (-1.11)	2.082*** (3.90)
PROSPECTOR	0.630*** (2.95)	0.806*** (3.36)	-0.063 (-0.10)	-1.322 (-0.59)	-0.298 (-0.20)	0.690*** (3.13)
DEFENDER	-0.366** (-2.19)	-0.435** (-2.25)	-0.710 (-1.23)	0.422 (0.54)	0.322 (0.57)	-0.408** (-2.36)
ANALYST	0.030*** (5.69)	0.027*** (4.34)	0.040*** (2.71)	0.045* (2.31)	0.057** (2.58)	0.029*** (5.34)
MA×PROSPECTOR	-1.754 (-0.47)	-9.582* (-1.80)	3.592 (0.43)	-4.515 (-0.38)	10.751 (0.40)	-2.528 (-0.67)
MA×DEFENDER	2.399 (1.07)	0.676 (0.26)	9.929 (1.16)	-14.986 (-0.62)	-0.048 (-0.01)	1.694 (0.71)
MA×PROSPECTOR× ANALYST	0.479** (2.18)	0.823*** (2.87)	0.421 (0.65)	-0.357 (-0.18)	0.201 (0.15)	0.540** (2.36)
MA×DEFENDER× ANALYST	-0.040 (-0.45)	0.079 (0.64)	0.035 (0.05)	1.172 (0.85)	-0.044 (-0.24)	0.069 (0.59)
Size	-0.978*** (-11.02)	-0.996*** (-9.49)	-1.120*** (-4.54)	-0.651* (-2.33)	-1.172** (-2.52)	-0.976*** (-10.76)
Leverage	-0.077 (-0.23)	0.066 (0.17)	-0.027 (-0.02)	-1.038 (-0.96)	1.034 (0.79)	-0.108 (-0.31)
Liquidity Ratio	-1.064*** (-3.72)	-0.828** (-2.42)	-2.441*** (-3.13)	-1.890* (-1.75)	-1.338 (-0.91)	-1.091*** (-3.71)
Operational Capability	-0.022 (-0.17)	-0.100 (-0.71)	0.685 (0.97)	0.101 (0.13)	0.811 (0.92)	-0.031 (-0.23)
lag ROA	0.472*** (28.16)	0.455*** (23.22)	0.523*** (9.66)	0.484*** (9.88)	0.535*** (6.29)	0.471*** (27.48)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.3548	0.3378	0.4108	0.4820	0.4755	0.3574
F	92.13***	64.85***	14.83***	12.24***	5.81***	88.73***

关系具有部分调节作用。也就是说,公司要想在较短的营业周期内改善会计绩效,就需要保证管理者在任期内拥有适当的酌处权,通过升职、加薪等激励方式,激发其发挥管理才能;公司要想提高长期绩效,就要对管理者充分放权,通过实施股权激励,使其对企业发展做出长期的规划,并且制定相应的投资、融资决策。尤其是对于国有企业而言,强化对国有企业的监督要以保障企业的经营自主权为前提,国资委作为出资人应该严格履行资产的收益权、重大决策权以及选择管理者的权利,不应直接干预企业的生产经营活动。

3. 分析师跟踪通过对管理酌处权的监督,进而对公司短期、长期绩效发挥一定的监督作用。对管理者的权利需要实施有效的监督,将事前、事中、事后监督有机结合起来,提高监督质量,让分析师等外部

机构监督企业管理者权利是推进公司绩效提升的重要途径。

4. 当有能力的管理者受到更严格的监督时,管理酌处权对管理者能力和公司短期绩效、长期绩效的影响更加明显。因此,为提高公司绩效,最大化管理者能力,公司既要赋予管理者一定的酌处权,也要对管理者进行有效的监督,可以通过协同内部监督和外部监督,实施系列创新监督措施。简言之,放权是关键,监督是保障;放权不放任,监督不缺位。

主要参考文献:

[1] Demerjian P., Lev B., Mcvay S.. Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests [J]. Social Science Electronic Publishing, 2012(7): 1229~1248.

[2] Baik B., Farber D. B., Lee S.. CEO Ability and Management Earnings Forecasts[J]. Contemporary Accounting Research, 2011(5): 1645~1668.

[3] Krishnan G. V., Wang C.. The Relation Between Managerial Ability and Audit Fees and Going Concern Opinions [J]. Social Science Electronic Publishing, 2015(3): 139~160.

[4] Bhojraj S., Sengupta P.. The Effect of Corporate Governance Mechanisms on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors [J]. Journal of Business, 2003(3): 455~476.

[5] Demerjian P. R., Lewiswestern M. F., Lev B., et al.. Managerial Ability and Earnings Quality [J]. Social Science Electronic Publishing, 2006(2): 463

- ~498.
- [6] Francis J., Huang A. H., Rajgopal S., et al. CEO Reputation and Earnings Quality [J]. Contemporary Accounting Research, 2008 (1): 109 ~ 147.
- [7] Agarwal V., Taffler R., Brown M.. Is Management Quality Value Relevant?[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2011 (9-10): 1184 ~ 1208.
- [8] Hambrick D. C.. Upper Echelons Theory: An Update [J]. Academy of Management Review, 2007(2): 334 ~ 343.
- [9] Mishra D. R.. The Dark Side of CEO Ability: CEO General Managerial Skills and Cost of Equity Capital [J]. Journal of Corporate Finance, 2014 (12): 390 ~ 409.
- [10] Stulz R.. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies [J]. Journal of Financial Economics, 1990(1): 3 ~ 27.
- [11] Fama E. F.. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1980 (2): 288 ~ 307.
- [12] 何威风, 刘巍. 企业管理者能力与审计收费[J]. 会计研究, 2015(1): 82 ~ 89.
- [13] Custódio C., Ferreira M. A., Matos P.. Generalists Versus Specialists: Lifetime Work Experience and Chief Executive Officer Pay [J]. Journal of Financial Economics, 2013(2): 471 ~ 492.
- [14] Leverty J. T., Grace M. F.. Dupes or Incompetents? An Examination of Management's Impact on Firm Distress[J]. Social Science Electronic Publishing, 2012(3): 751 ~ 783.
- [15] Chang Y. Y., Hilary G.. CEO Ability, Pay, and Firm Performance [J]. Management Science, 2011(10): 1633 ~ 1652.
- [16] 孙慧琳. 管理者能力对科技企业经营绩效的影响研究[J]. 求索, 2016(11): 121 ~ 125.
- [17] Finkelstein S., Boyd B. K.. How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation[J]. Academy of Management Journal, 1998(2): 179 ~ 199.
- [18] Boyd B. K., Gove S.. Managerial Constraint: The Intersection Between Organizational Task Environment and Discretion [J]. Research Methodology in Strategy & Management, 2006(6): 57 ~ 95.
- [19] Agarwal V., Taffler R., Brown M.. Is Management Quality Value Relevant?[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2011 (9-10): 1184 ~ 1208.
- [20] Hambrick D. C., Quigley T. J.. Toward More Accurate Contextualization of the CEO Effect on Firm Performance [J]. Strategic Management Journal, 2014(4): 473 ~ 491.
- [21] Coff R. W.. Human Capital, Shared Expertise, and the Likelihood of Impasse in Corporate Acquisitions [J]. Journal of Management, 2002(1): 107 ~ 128.
- [22] Bentley K. A., Omer T. C., Sharp N. Y.. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort [J]. Contemporary Accounting Research, 2013(2): 780 ~ 817.
- [23] Murray A. I.. Top Management Group Heterogeneity and Firm Performance [J]. Strategic Management Journal, 1989(S1): 125 ~ 141.
- [24] Tobin J.. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory [J]. Journal of Money Credit & Banking, 1969(1): 15 ~ 29.
- [25] 何威风等. 管理者能力与企业风险承担 [J]. 中国软科学, 2016(5): 107 ~ 118.
- [26] 张敦力, 江新峰. 管理者能力与企业投资羊群行为: 基于薪酬公平的调节作用 [J]. 会计研究, 2015 (8): 41 ~ 48.
- [27] Boyd B. K., Salamin A.. Strategic Reward Systems: A Contingency Model of Pay System Design [J]. Strategic Management Journal, 2001(8): 777 ~ 792.
- [28] Miles R. E., Snow C. C., Meyer A. D., et al.. Organizational Strategy, Structure, and Process [J]. Academy of Management Review, 1978(3): 546.
- [29] Thomas A. S., Ramaswamy K.. Matching Managers to Strategy: Further Tests of the Miles and Snow Typology [J]. British Journal of Management, 1996(3): 247 ~ 261.

作者单位: 山西大学经济与管理学院, 太原 030006