

# 高管特征与劳动投资效率

孔东民(博士生导师), 胡福丽

**【摘要】**基于沪深A股上市公司2000~2017年的数据,在公司层面构造衡量劳动力要素的投资效率模型,并基于高管多个维度的个人特征考察其对劳动投资效率的影响。研究发现:受教育水平高、年龄大、任期长的高管能显著提高企业的劳动投资效率,持股比例高的高管由于管理防御效应反而降低了企业的劳动投资效率,男性高管比例与劳动投资效率无显著关系。相比国有企业,民营企业中上述相关关系更为明显。

**【关键词】**上市公司; 高管特征; 劳动投资效率; 投资过度; 投资不足

**【中图分类号】**F240 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)12-0029-7

## 一、引言

在完美市场情形下,基于投资者的完全理性及对资本市场投资决策的同质预期,公司将资源以均衡价格分配,进行最优化投资,从而实现收益最大化。然而在存在交易成本、信息不对称等的当前市场中,投资不总是有效的,我国国有上市公司就普遍存在劳动投资效率较低的问题。为此,国内外众多学者对劳动投资效率进行了长期的学术研究。Ha等<sup>[1]</sup>指出,保护主义减少了劳动资本市场上的无效投资做法,包括过度雇佣、欠薪、雇佣不足和过度炒作。Jung等<sup>[2]</sup>研究了财务报告质量与劳动投资效率的关系,发现高质量的财务报告通过缓解由管理者和外部资本供应商之间的信息不对称导致的市场摩擦,从而使劳动投资更加有效。

以上影响因素本质上都是通过影响公司管理层决策,进而影响劳动投资效率。而高管作为劳动投资的主导者,其个人特征在一定程度上能反映出其风险意识、经营理念、管理哲学等方面的差异,从而影响其行为决策。因此,研究高管是否以及如何影响劳动投资效率,有利于发现企业内部管理层结构对内部控制的影响。本文基于高层梯队理论及国内外众

多学者的研究,从高管的受教育水平、年龄、任期、男性比例、持股比例等个人特征方面入手研究高管与劳动投资效率的关系。

与以往研究不同,本文将劳动投资效率进行了细分:首先将其细分为劳动投资过度 and 劳动投资不足,分别研究子样本中高管特征与劳动投资效率的关系,排除投资结果差异对研究的影响。进一步地,将劳动投资过度细分为雇佣过度和解雇不足,将劳动投资不足细分为雇佣不足和解雇过度,深入探究不同投资结果情形下高管特征的影响。已有的关于企业内部管理层结构对内部控制影响的相关研究目前还比较少,本文丰富了这一领域的研究。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

### (一)文献回顾

1. 关于高管的文献回顾。自高层梯队理论提出以来,国内外学者针对高管进行了大量的研究,这些研究主要集中在财务业绩与公司治理上。一方面,部分学者从高管性格特征角度研究其对公司的影响。Hirshleifer等<sup>[3]</sup>认为,过度自信可以通过增加高管对风险项目的投资而使股东受益,并且过度自信有助于CEO接触更多的创新增长机会。过度自信的

**【基金项目】**国家自然科学基金面上项目(项目编号:71372130); 中组部万人计划(青年拔尖人才)项目

CEO的样本企业中,投资对现金流的反应更为明显,尤其是在依赖股权的公司中。Goel等<sup>[4]</sup>研究表明,过度自信的高管更容易造成投资损失,但在价值最大化的公司目标下,过度自信的高管往往更容易升职为CEO。Campbell<sup>[5]</sup>研究发现,公司内部存在一个CEO乐观水平最佳值,乐观水平高于或低于此最佳值的CEO都会带来投资过度或不足的问题。

也有学者对高管薪酬进行了研究。Bizjak等<sup>[6]</sup>研究发现,信息披露有助于缩小同行CEO群体间的薪酬差距。Otto等<sup>[7]</sup>研究得出,更乐观的CEO获得的薪酬、股票期权等相对更少。高管特征是影响企业绩效的因素之一。刘阳等<sup>[8]</sup>发现高管任期、年龄与公司业绩正相关,但在不同的产权性质下,这种影响不尽相同。此外,还有学者研究高管特征对内部控制的影响。刘进等<sup>[9]</sup>发现高管团队规模、薪酬规模与内部控制质量正相关。高管特征在环境不确定性与组织冗余之间起到正向调节作用。

高管作为企业的决策者,对企业的发展至关重要。高管的工作经历、社会角色等背景特征都会在一定程度上影响其行为决策。高度网络中心化的CEO除会带来更频繁的并购交易外,也可能造成更大的损失。Metzger<sup>[10]</sup>研究发现,具有行业经验的CEO在进行收购时的回报往往比不具有行业经验的CEO高1.2~2.0个百分点。

**2. 关于劳动投资效率的文献回顾。**近年来,国内外学者越来越多地将目光聚集在企业的劳动力投资上,主要从公司组织形式、战略制定、财务报告质量、政治激励等角度对劳动投资效率进行研究。例如,Jung等<sup>[11]</sup>以韩国企业为研究对象,研究公司组织形式对劳动投资效率的影响,发现相对于非附属公司,附属公司的劳动投资效率更高。Habib等<sup>[12]</sup>基于美国企业数据,研究公司战略与劳动投资效率间的关系,指出捍卫者型业务战略相对于勘探者型业务战略能带来更高的劳动投资效率,同时也能带来更高的盈利水平。Jung等<sup>[2]</sup>从财务报告质量的角度研究其对劳动投资效率的影响,指出高质量的财务报告能够促进企业的劳动投资效率。他们还研究了企业劳动投资中工会的作用,指出工会可以提高企业的劳动投资效率,同时,工会与财务报告质量在提高投资效率方面存在互补性。Kong D.等<sup>[13]</sup>从政治激励的角度,指出地方政治家的晋升激励措施显著提高企业的就业增长率,降低劳动投资效率。

国内学者较为关注劳动投资效率涉及的劳动保

护问题。刘彩凤<sup>[14]</sup>指出,劳动合同法保护了劳动者的权益,但增加了企业的劳动投资成本。袁从帅等<sup>[15]</sup>指出,“营改增”改革对劳动力雇佣没有实际影响,但显著提高了员工的工资水平,进而增加企业的劳动投资成本。劳动力市场分割显著降低劳动投资水平,但在劳动投资水平较低时,劳动力市场分割有助于提高劳动投资回报,在达到临界值后会降低劳动投资回报。随着劳动保护的加强,薪酬越高的公司越容易发生劳动投资不足,相对于弹性薪酬企业,劳动保护对劳动投资的影响在刚性薪酬企业中更为明显。劳动密集度更高的企业更容易发生劳动投资不足,导致劳动投资的非效率。同时,劳动保护对民营企业的影响更为显著。

综观国内外对高管及劳动投资效率方面的研究文献,我们发现对高管的研究主要集中在高管的心理特征、薪酬激励特征、背景特征等方面,且主要研究其对公司治理、企业绩效等的影响。对劳动投资效率的研究,大部分集中在劳动投资所涉及的劳动保护问题上,而对影响劳动投资效率的高管特征因素关注有限。同时,国内外学者对劳动投资效率的研究尚不够深入。学者们仅仅对劳动投资效率中的投资过度和投资不足进行了探讨,并没有考虑将劳动投资细分为雇佣过度、解雇不足、雇佣不足、解雇过度等进行研究。因此,本文拟在已有研究的基础上,进一步探讨高管特征与劳动投资效率间的关系,以期对现有研究做一定补充。

## (二)理论分析与研究假设

高层梯队理论认为:由于企业内外部环境的复杂性,管理者不可能全面认识其所有方面。管理者特质影响着他们的战略选择,进而影响企业行为。该理论同时指出,高管团队的心理结构特征难以度量,而人口背景特征如年龄、任期、学历、性别比例等与管理者的认知能力与价值观密切相关。随后,众多学者对此进行了研究。Michel等<sup>[16]</sup>发现高管团队的社会凝聚力程度与企业多样化程度紧密相关。Knight等<sup>[17]</sup>在高层梯队理论、社会认知理论等基础上,探究了高管团队内部战略共识与高管团队背景多样性的关系。平均年龄越大的高管,制定的企业发展战略越保守,越倾向于规避风险。高管团队内部差异性更利于企业战略创新,从而提高企业绩效。王颖<sup>[18]</sup>将年龄、性别、学历、专业等作为高管背景特征,研究发现其与企业绩效并无显著关系,但高管任期与企业利润正相关。

以上研究表明,高管特征与企业战略、企业成长间存在着显著的相关关系。就劳动投资而言,高管特征影响着其技能水平、价值观、决断能力,进而影响其投资决策。因此,本文主要从高管的受教育水平、任期、年龄、持股比例、男性比例五个维度研究其与劳动投资效率的关系。

学历是受教育水平最直接的体现,高层梯队理论认为:高管的学历背景能够反映其认知水平、专业技术能力、创新能力以及对环境变化的适应能力。一般而言,更高的学历代表着更强的信息处理能力、认知能力,更易于接受新事物、新思想,并能够将其转化为处理事务的个人技能,学历越高者越乐于创新。学历高的管理者其知识面往往更宽,并拥有更多的人脉、社会资源及处理难题的方法。陈晓红等<sup>[19]</sup>指出,高管团队的学历水平越高,越有利于企业战略选择的正确性和企业绩效的提高。同时,学历越高的高管团队,应对瞬息万变的市场经济的能力越强,高管团队能够利用自己的专业技能和丰富的学术知识,为企业制定最有利的决策。张慧、安同良<sup>[20]</sup>研究得出高管学历水平能够提高企业绩效的结论。高管受教育水平更高的公司,其管理人员拥有更丰富的知识和更长远的眼光,能够更清晰地把握企业发展所需的人力资本,进而进行更为合理的劳动投资。基于此,本文认为,高管受教育水平越高,企业的劳动投资效率越高。

任期影响着高管的工作经验、行业认知及人脉,同时,任期也反映管理者的风险意识,进而影响公司的投资决策。任期长的高管,其经营阅历更丰富、管理能力更强,对高管团队成员更熟悉,对公司以前的事务更为了解,能够更宏观地把握企业发展、经营的方方面面,为企业制定出更为稳妥的投资决策。相对于任期短的高管团队,任期较长的高管团队成员间具有更充足的时间相互了解,熟悉彼此的为人处世方式,成员间的沟通也相对更加有效,从而能够更高效地对劳动投资决策达成共识。可见,高管的任期越长,团队的稳定性越好,越有利于提高企业投资效率。随着高管任期的增加,高管累积的管理经验也越来越丰富,高管人员能够根据任期中反馈的各种信息对自身的经营管理进行调整,高管人员在管理能力提高的同时,更能做到统观全局,清晰地了解企业发展在人力资本上的需求,进而做出正确的劳动投资决策。基于此,本文认为,高管任期越长,企业的劳动投资效率越高。

年龄代表着阅历、认知能力及风险倾向,进而影响高管的投资行为。不同年龄的高管在风险倾向及个人偏好上存在显著差异,由此他们的投资决策行为有所不同。一般而言,年龄较大的高管具有更为丰富的社会阅历、更成熟理智的管理心态,这能帮助他们对收集到的劳动投资相关信息进行更准确的分析,对企业发展所需人力资源有更准确的估计,进而做出更理智、更稳健的投资决策,减少投资偏差。相对于年长的高管,年龄小的高管更容易产生过度自信的心理,做出激进的投资决策,导致企业投资的低效率。年长的高管相对保守,不容易表现出过度自信,往往会规避风险较大的投资项目,能够发现更多合适的投资机会,进而提升企业的劳动投资效率。基于此,本文认为,高管年龄越大,企业的劳动投资效率越高。

高管持股作为一种重要的激励约束机制,使高管个人利益与企业利益趋于一致。然而,实际中持股比例高的高管个人利益与企业利益并非总是一致的。一方面,持有较大比例股份的高管为追求自身利益最大化,不惜侵害公司及广大中小股东利益,以对自身有利的价格进行关联方资产购销,甚至无偿转移并挪用公司资金,从而带来了投资的非效率,即“隧道行为”。Raviv<sup>[21]</sup>提出,持股比例高的高管为巩固自己的控制地位,往往更偏爱投资规模大的备选项目。另一方面,也有研究认为随着持股比例的增加,高管团队在拥有足够的影响力和投票权时,会产生管理防御效应,即他们往往不会采取公司价值最大化行为,而是尽可能地实现自身的非价值最大化目标且不削弱自身的权利和降低薪酬,因此会在一定程度上抑制企业的劳动投资决策,进而带来劳动投资的非效率。基于此,本文认为,高管持股比例越高,企业的劳动投资效率越低。

不同性别的管理者对待投资的态度不同。随着女性地位的不断提高,女性高管在高管团队中扮演着越来越重要的角色。现有行为心理学关于男性和女性高管在认知上、行为上的差异研究表明:男性高管具有敢于冒险、乐于竞争的特点,而女性高管的生存能力相对男性高管更强。常梦梦<sup>[22]</sup>指出,女性高管比例更高的企业,过度投资的可能性相对较小。女性高管在进行投资决策时往往更加审慎、保守,对风险的厌恶程度更高,这导致女性高管不易发生投资过度的行为。相对于女性高管,男性高管来自于家庭的束缚较小,处理人际关系的方式更为直接,就会将



更充沛的精力投放于公司的投资决策。相对于女性高管的谨慎,男性高管在进行投资决策时更有魄力和战略性思维。女性高管对劳动投资的态度更倾向于安于现状,而男性高管更具有冒险精神,使得他们能够以一种更长远的目光来看待企业的发展,更易把握住外部机遇,为企业的长足发展准备充足的人力资源。不同性别的高管在行为心理上的不同,导致在劳动投资决策方面呈现不同的特征。事实上,不同性别的高管在公司管理与投资决策中各有优劣。基于此,本文认为,男性高管比例与劳动投资效率无明显相关关系。

基于上述分析,本文提出以下研究假设:

假设1:受教育水平高、年龄大、任期长的高管能显著提高企业的劳动投资效率,持股比例高的高管由于管理防御反而降低了企业的劳动投资效率,男性高管比例与劳动投资效率无显著关系。

进一步地,高管特征对于劳动投资效率的影响在不同产权性质下可能有所差异。丁友刚等<sup>[23]</sup>指出,我国国有企业高管的任免会受到政府的影响,因此,为了获得更好的晋升机会,国有企业高管往往会主动完成政府的政策目标。相较于非国有企业,国有企业会更积极地履行企业的社会责任,更好地促进就业,降低失业率。王文成等<sup>[24]</sup>也提出,国有控股企业相较于民营企业的社会责任指数更高。在我国,国有企业掌握着国民经济的命脉,相对于民营企业,国有企业被要求承担更多的社会责任,也更容易带来超额雇员,而国有企业承担超额雇员更有利于CEO获得晋升,因此国有企业通常更难以解雇雇员。由于国有企业比非国有企业雇用了更多的员工,超额雇员和高工资率导致了国有企业更高的人力资本成本。基于此,本文提出了以下研究假设:

假设2:相比国有企业,民营企业的高管特征对劳动投资效率的影响更为明显。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源及变量定义

本文选取沪、深两市A股上市公司2000~2017年相关数据作为研究对象,剔除ST公司、金融行业公司以及观测值缺失的样本。数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库。此外,本文对样本按照以下规则进行筛选:剔除公司雇员数小于30、总资产为0、长期负债为负的样本,以保证数据的有效性。同时,在此基础上对所有变量按照上下1%的比例进行缩尾

处理,以消除离群值的影响。最终得到17601个样本观测值。本文的数据处理及统计分析软件为Stata MP 14.0。

在衡量劳动投资效率时,本文借鉴Jung等<sup>[2]</sup>的模型,使用企业雇佣员工数量变动的百分比对其他几个相关的经济变量进行回归,用回归得到的残差衡量劳动投资情况。若残差值为正,表示雇佣冗余;若残差值为负,表示雇佣不足。以上二者皆为劳动投资无效率。具体地,使用如下模型评估企业的劳动投资效率:

$$\begin{aligned} \text{Net\_Hire}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sales\_Growth}_{it-1} + \\ & \beta_2 \text{Sales\_Growth}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it-1} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \\ & \beta_5 \Delta \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{Size\_R}_{it-1} + \beta_7 \text{Quick}_{it-1} + \beta_8 \text{Quick}_{it} + \\ & \beta_9 \Delta \text{Quick}_{it} + \beta_{10} \text{Lev}_{it-1} + \beta_{11} \text{Lossbin1}_{it-1} + \\ & \beta_{12} \text{Lossbin2}_{it-1} + \beta_{13} \text{Lossbin3}_{it-1} + \beta_{14} \text{Lossbin4}_{it-1} + \\ & \beta_{15} \text{Lossbin5}_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)中,i和t分别表示企业和年份,残差 $\varepsilon$ 即为衡量劳动投资效率的指标。其他变量定义见表1。

#### (二)模型设定

本文主要采用如下模型进行实证分析:

$$\begin{aligned} \text{Abresid}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MeanEdu}_{it-1} + \\ & \beta_2 \text{MeanEmploy}_{it-1} + \beta_3 \text{MeanOld}_{it-1} + \\ & \beta_4 \text{ManRatio}_{it-1} + \beta_5 \text{ShareHoldRatio}_{it-1} + \beta_6 \text{LnSize}_{it-1} + \\ & \beta_7 \text{Lev}_{it-1} + \beta_8 \text{Both}_{it-1} + \beta_9 \text{FirstHold}_{it-1} + \beta_{10} \text{SOE}_{it-1} + \\ & \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

模型的因变量Abresid为模型(1)回归残差的绝对值,表示劳动投资效率。其值越小,即残差值越接近于0,说明实际劳动投资越接近于预期劳动投资,效率越高,反之则表示效率越低。MeanEdu、MeanEmploy、MeanOld、ManRatio、ShareHoldRatio为自变量。同时,模型还引入了以下控制变量:企业规模(LnSize)、资产负债率(Lev)、董事长与CEO两职兼任(Both)、第一大股东持股比例(FirstHold)等,具体变量见表1。

### 四、实证结果与分析

#### (一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果,劳动投资效率Abresid的平均值为0.5028,高于中位数0.3701,说明一半以上公司雇佣无效率的情况低于平均水平。将整体样本分为雇佣冗余和雇佣不足两个子样本,Abresid(+)表示雇佣冗余样本情况,Abresid(-)表示雇佣不足样本情况,两者平均值的

**表 1 变量定义**

变量	定义	变量	定义
Net_Hire	Hire的变动率	MeanEmploy	任期,高管自上任以来任职月份的平均值
Hire	单位资产雇员数:员工总数/总市值	MeanOld	年龄,公司高管当年的年龄
Sales_Growth	营业收入增长率	ManRatio	男性比例,男性高管/高管总人数
ROA	资产回报率:净利润/年初总资产	ShareHoldRatio	持股比例,高管持股数/总股数
Size_R	年个股总市值百分比排位	LnSize	总资产的自然对数
Quick	速动比率	Both	董事长与CEO两职兼任取1,否则取0
Lev	资产负债率:总负债/总资产	FirstHold	第一大股东持股比例
Abresid	劳动投资效率,用模型(1)残差的绝对值替代	SOE	民营企业哑变量,民营企业取1,国有企业取0
MeanEdu	受教育水平,使用学历替代,1=中专及中专以下,2=大专,3=本科,4=硕士研究生,5=博士研究生,6=其他(以其他形式公布的学历,如荣誉博士等),求取其平均值		
LossbinX	根据上一年ROA的取值,定义LossbinX值。ROA在-0.005~0间:Lossbin1=1;ROA在-0.010~-0.005间:Lossbin2=1;ROA在-0.015~-0.010间:Lossbin3=1;ROA在-0.020~-0.015间:Lossbin4=1;ROA在-0.025~-0.020间:Lossbin5=1;其余情况下,LossbinX=0		

绝对值均大于其中位数,说明在雇佣冗余和雇佣不足子样本中,同样有一半以上的企业雇佣无效率低于平均水平。

**(二)高管特征与劳动投资效率**

表3报告的是模型(2)的回归结果。表3的第(1)列显示,从全样本看,高管受教育水平与劳动投资效率在5%的水平上显著正相关(Abresid为反向变量,与Abresid负相关,即与劳动投资效率正相关,下同),任期、年龄与劳动投资效率在1%的水平上显著正相关,说明高管的受教育水平越高、任期越长、年龄越大,企业的劳动投资效率越高。高管持股比例与劳动投资效率在1%的水平上显著负相关,说明高管的持股比例越高,企业的劳动投资效率越低。男性比

**表 2 主要变量的描述性统计**

变量	观测值	平均值	标准误	25分位数	中位数	75分位数
Abresid	17601	0.5028	0.5670	0.1751	0.3701	0.6211
Abresid(+)	6827	0.6482	0.8268	0.1447	0.3428	0.7639
Abresid(-)	10774	-0.4107	0.2649	-0.5842	-0.3837	-0.1969
MeanEdu	17601	3.2009	0.5571	2.8571	3.2500	3.6000
MeanEmploy	17601	34.6224	19.3450	18.6800	32.8824	48.6667
MeanOld	17601	46.0524	3.6915	43.5714	46.1111	48.6667
ManRatio	17601	0.8600	0.1495	0.7778	0.8750	1.0000
ShareHoldRatio	17601	0.0402	0.1069	0.0000	0.0001	0.0065

例与劳动投资效率没有表现出显著的相关性(P>0.05),即支持了假设1。这说明高管的受教育水平越高、任期越长、年龄越大,其风险意识越强,经营越具有经验,同时在管理上越科学,因此能够带来越有效的劳动投资。

对比第(2)列国有企业和第(3)列民营企业的回归结果,可以发现受教育水平、任期、年龄、持股比例在两个子样本中表现出相同方向的影响且都通过了显著性检验。同时,从回归结果可以看出,民营企业样本高管特征与劳动投资效率回归系数的绝对值相比国有企业更大,表明相对于国有企业,民营企业高管特征对劳动投资效率的影响更为明显,即支持了假设2。这说明不同产权性质下高管特征与劳动投资效率间的相关性程度不同。

**表 3 高管特征与劳动投资效率的回归结果**

变量	(1)全样本	(2)国有企业	(3)民营企业
MeanEdu	-0.0123**	-0.0080*	-0.0188*
MeanEmploy	-0.0014***	-0.0010**	-0.0017***
MeanOld	-0.0049***	-0.0039**	-0.0058***
ManRatio	-0.0057	0.0472	-0.0448
ShareHoldRatio	0.1221***	0.0835**	0.4073**
控制变量	控制	控制	控制
行业、年度	控制	控制	控制
观测值	17601	8911	8690
Adj.R-squared	0.2906	0.3278	0.2384

注:表中省略了LnSize、Lev、Both、FirstHold、SOE与常数项。\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。下同。

劳动投资无效率分为两类:劳动投资过度和劳动投资不足。劳动投资过度是指,实际劳动投资大于期望劳动投资。劳动投资过度又可以分为雇佣冗余

和解雇不足。雇佣冗余是指,在劳动投资过度子样本中,若期望劳动投资为正,则表示公司处于雇佣状态,说明公司实际雇佣大于期望雇佣,即雇佣冗余。解雇不足是指,在劳动投资过度子样本中,若期望劳动投资为负,则表示企业处于解雇状态,说明公司实际解雇小于期望解雇,即解雇不足。劳动投资不足表示实际劳动投资低于期望的劳动投资。劳动投资不足可以分为雇佣不足和解雇过度。雇佣不足是指,在劳动投资不足的子样本中,若期望劳动投资为正,则表示雇佣不足。解雇过度是指,在劳动投资不足的子样本中,若期望劳动投资为负,实际劳动投资小于期望劳动投资,说明公司实际解雇大于期望解雇,即解雇过度。

将全样本分为劳动投资过度与劳动投资不足两个子样本,表4第(1)、(4)列分别显示了劳动投资过度与劳动投资不足的回归结果。两个子样本的回归结果均显示高管受教育水平、任期、年龄与劳动投资效率正相关,高管平均持股比例与劳动投资效率负相关,且通过了显著性检验。男性比例与劳动投资效率未通过显著性检验。同时,对比第(1)列与第(4)列的结果,高管特征与劳动投资效率回归系数的绝对值在劳动投资过度子样本中更大,这说明高管特征在劳动投资过度情形下的影响更大。表4中第(2)、(3)、(5)、(6)列从雇佣与解雇视角研究高管特征与劳动投资效率的关系,结果依然支持了假设1。

表4 劳动投资过度与不足情况下的回归结果

变量	劳动投资过度			劳动投资不足		
	子样本(全)	雇佣冗余	解雇不足	子样本(全)	雇佣不足	解雇过度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MeanEdu	-0.0227**	-0.0296**	-0.0103**	-0.0099**	-0.0105**	-0.0023*
MeanEmploy	-0.0026***	-0.0034***	-0.0005**	-0.0008***	-0.0007***	-0.0002***
MeanOld	-0.0073***	-0.0062***	-0.0093**	-0.0029***	-0.0020**	-0.0027***
ManRatio	-0.0465	0.0012	-0.1210	0.0230	0.0245	-0.0058
ShareHoldRatio	0.1328**	0.0306*	0.2495*	0.0726***	0.0266*	0.0665**
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业、年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	6827	4835	1992	10774	7926	2848
Adj.R-squared	0.2903	0.2814	0.2904	0.2866	0.3124	0.3153

### (三)内生性问题与稳健性检验

估计模型可能存在内生性问题,本文考虑前面年份的劳动投资效率对当前年份劳动投资效率的影

响,以劳动投资效率的滞后项作为工具变量进行系统GMM估计,结果见表5。表5表明,结果通过了Arellano-Bond检验和Hansen检验,模型是合适的。

表5 高管与劳动投资效率GMM估计

变量	全样本	国有企业	民营企业
Abresid <sub>(t-1)</sub>	0.0424***	0.0759***	0.0279**
Abresid <sub>(t-2)</sub>	-0.0929***	-0.1088***	-0.1014***
Abond检验P值(1阶)	0.0000	0.0000	0.0000
Abond检验P值(2阶)	0.9713	0.2886	0.0933
Hansen检验P值	0.1690	0.1220	0.1140
观测值	12344	6599	5745

为了验证模型的稳健性,本文使用企业年雇佣人数与行业中位数差值的绝对值替代劳动投资效率进行稳健性检验,最终回归结果与前文的结论一致。限于篇幅,本文未列出稳健性检验结果。

## 五、结论

本文使用两种方法衡量劳动投资效率,研究我国上市公司高管特征与劳动投资效率之间的关系,得到以下结论:①高管受教育水平高、年龄大、任期满,能显著提高劳动投资效率,持股比例高的高管由于管理防御效应反而降低了企业的劳动投资效率,性别比例对劳动投资效率无显著影响。②通过对国有企业、民营企业子样本回归结果的对比可得

出,相对于国有企业,民营企业的高管对劳动投资效率的影响更为明显。整体上,本文在前人研究的基础上,分析了国有、民营企业中高管对劳动投资效率的影响,拓展了高管与劳动投资效率方面的研究。

基于以上分析,本文提出如下建议:①从高管受教育水平与劳动投资效率的相关实证结果来看,建议公司组建高学历高管团队,为企业提供高效的劳动投资战略决策。②从高管持股比例与劳动投资效率的相关实证结果来看,建议公司

谨慎使用股权激励的方式留住人才,高管持股可能因为管理防御效应带来劳动投资的非效率。③从高管年龄、任期的相关实证结果来看,建议公司重视资



历深厚、工作经验丰富的高管,这类高管能为企业做出更稳健的劳动投资决策。

#### 主要参考文献:

- [1] Ha J., Feng M.. Conditional conservatism and labor investment efficiency[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2018(2): 143~163.
- [2] Jung B., Lee W., Weber D. P.. Financial reporting quality and labor investment efficiency [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014(4): 1047~1076.
- [3] Hirshleifer D., Low A., Teoh S. H.. Are overconfident CEOs better innovators? [J]. *Journal of Finance*, 2012(4): 1457~1498.
- [4] Goel A. M., Thakor A. V.. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 2008(6): 2737~2784.
- [5] Campbell T. C., Gallmeyer M., Johnson S. A., et al.. CEO optimism and forced turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011(3): 695~712.
- [6] Bizjak J., Lemmon M., Nguyen T.. Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011(3): 538~555.
- [7] Otto C. A.. CEO optimism and incentive compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2014(2): 366~404.
- [8] 刘阳,任潘. 高管任期特征对企业业绩的影响分析——基于沪深A股上市公司的经验数据[J]. *现代商业*, 2016(3): 141~147.
- [9] 刘进,池趁芳. 高管团队特征、薪酬激励对内部控制质量影响的实证研究——来自创业板上市公司的经验数据[J]. *工业技术经济*, 2016(2): 60~67.
- [10] Custódio C., Metzger D.. How do CEOs matter the effect of industry expertise on acquisition [J]. *The Review of Financial Studies*, 2013(8): 2007~2047.
- [11] Jung B., Lee D., Rhee S. G., et al.. Business group affiliation, internal labor markets, external capital markets, and labor investment efficiency[J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2019(1): 65~97.
- [12] Habib A., Hasan M. M.. Business strategy and labor investment efficiency [J]. *International Review of Finance*, 2019(3): N/A.
- [13] Kong D., Liu S., Xiang J.. Political promotion and labor investment efficiency [J]. *China Economic Review*, 2018(50): 273~293.
- [14] 刘彩凤. 《劳动合同法》对我国企业解雇成本与雇用行为的影响——来自企业态度的问卷调查 [J]. *经济管理*, 2008(Z2): 143~150.
- [15] 袁从帅,刘晔,王治华等. “营改增”对企业投资、研发及劳动雇佣的影响——基于中国上市公司双重差分模型的分析 [J]. *中国经济问题*, 2015(4): 3~13.
- [16] Michel J. G., Hambrick D. C.. Diversification posture and top management team characteristics [J]. *Academy of Management Journal*, 1992(35): 9~37.
- [17] Knight D., Pearce C. L., Smith K. G., et al.. Top management team diversity, group process, and strategic consensus [J]. *Strategic Management Journal*, 1999(20): 445~465.
- [18] 王颖. 企业经营者人力资本构成与企业绩效的关系 [J]. *统计与决策*, 2004(12): 107~109.
- [19] 陈晓红,张泽京,曾江洪. 中国中小上市公司高管素质与公司成长性的实证研究 [J]. *管理现代化*. 2006(3): 7~10.
- [20] 张慧,安同良. 中国上市公司董事会学历分布与公司绩效的实证分析 [J]. *经济科学*, 2005(5): 113~120.
- [21] M. H. Raviv. The design of securities [J]. *Journal of Financial Econometrics*, 1998(24): 255~288.
- [22] 常梦梦. 高管性别、制度环境与贷款担保条款设置 [D]. 重庆:重庆大学, 2015.
- [23] 丁友刚,宋献中. 政府控制、高管更换与公司业绩 [J]. *会计研究*, 2011(6): 70~76.
- [24] 王文成,王诗卉. 中国国有企业社会责任与企业绩效相关性研究 [J]. *中国软科学*, 2014(8): 131~137.

作者单位:华中科技大学经济学院,武汉 430074