

CEO 持股对企业可持续发展的影响研究

——来自 A 股市场 2010–2023 的证据

杨春盛

大信会计师事务所

DOI:10.12238/ej.v8i6.2620

[摘要] 中国经济进入高质量发展阶段,企业可持续发展能力成为投资者和其他利益相关者关注的核心议题。本文以中国A股42000家企业为样本,探讨CEO持股对企业可持续发展能力的影响。实证研究发现,CEO持股有助于提升企业的可持续发展能力,在市场化程度较低的区域积极作用更为显著,代理成本的危害也相对较小。这些结果解释了我国普遍存在的CEO持股现象,故此,在市场化程度较低的地区,监管部门应关注高管集权可能给公司带来的负面影响。

[关键词] CEO持股; 可持续发展; 公司治理; 两职合一

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A

Study on the influence of CEO shareholding on the sustainable development of enterprises

——Evidence from the A-share market 2010–2–23

Chunsheng Yang

Daxin Accounting firm

[Abstract] China's economy has entered a stage of high-quality development, and the sustainable development ability of enterprises has become the core issue of concern to investors and other stakeholders. This paper takes 42,000 Chinese A-share enterprises as a sample to discuss the impact of CEO shareholding on the sustainable development ability of enterprises. Empirical research has found that CEO shareholding helps to improve the sustainable development ability of enterprises, plays a more significant positive role in the regions with low marketization degree, and the harm of agency cost is relatively small. These results explain the widespread phenomenon of CEO shareholding in China. Therefore, in areas with low degree of marketization, regulatory authorities should pay attention to the negative impact of senior executive centralization on the company.

[Key words] CEO shareholding; sustainable development; corporate governance; two duties integrated

引言

在全球化和环境、社会及治理(ESG)议题日益重要的背景下,企业可持续发展已成为21世纪企业管理的核心议题。作为企业的最高领导者,CEO持股对公司的长期健康发展具有决定性影响。一方面,适度的持股可以促使CEO更注重公司的长远规划,积极参与环保和社会责任项目(赵弘扬等,2020);另一方面,如果持股比例过高或激励机制设计不当,则可能导致管理层追求短期收益,忽视长期风险,甚至引发过度冒险的行为(刘蓓,2018)。

企业可持续发展能力及其评价方法的研究较为广泛,但针对各行业建立完整可持续发展能力评价体系的研究仍显不足。Elsayed(2007)发现CEO兼任对公司业绩的影响在不同行业间存在差异,仅在公司业绩较低时表现出积极且显著的影

响。Dechow, Soan和Sweeney(1996)指出两职合一,董事会的监督作用难以充分发挥。赵弘扬等(2020)认为两职合一无法高效提升公司绩效,对资产净利润率有负面影响。

本文探讨了CEO持股对企业可持续发展能力的影响,分析了在不同市场化程度地区CEO持股对企业可持续发展能力的差异,丰富了企业可持续发展的相关理论,为我国企业通过优化治理结构促进高质量可持续发展提供了科学依据,也为政策制定者提供了相关实证支持。

1 理论分析与研究假设

Ambrose等人(1991)提出的公平认知理论指出,在获取利益时,个体会对自身的得失与他人进行比较,评估个人获益与投入是否成比例。当所得与付出不匹配时,个体会努力采取措施以恢复认知

平衡。当CEO持有经营企业的股份时, CEO会具备更强的主人翁精神, 不仅是因为股权统一了CEO个人利益与公司利益, 更重要的是经营上获得成功会放大CEO的成就感与获得感。这种提高CEO权力的治理形式, 反映在公司内部治理, 则可能会提高企业的组织决策效率和信息沟通效率(Yang T等, 2014), 从而以优化经营能力来强化企业的可持续发展能力。基于以上理论, 本文提出假设H1:

H1: 总经理持股可以提高企业的可持续发展能力。

企业所在地区的市场化程度不仅影响其治理策略, 还决定了竞争环境和制度背景。王波等人(2017)发现, 随着市场化进程的推进, 企业社会责任履行情况显著提升, 尤其在经济发展水平较高的东部地区更为明显(胡公瑾, 2021)。在市场化程度较高的区域, 政府干预较少, 市场透明度更高, 有利于公平竞争。杨皎鹤(2023)进一步指出, 履行社会责任能够显著提升流通企业的经营绩效。在市场化程度较低的地区, 企业面临更多的外部不确定性, 提高CEO持股比例可以增强内部决策效率和信息沟通, 弥补市场化不足带来的经营劣势, 从而促进企业的可持续发展。基于此, 本文提出假设H2:

H2: 在市场化程度较低的地区, 总经理持股比例对提升企业可持续发展能力的作用更加显著。

2 研究设计

本文选取了2010-2023年度A股所有上市公司作为样本。企业财务数据及企业治理结构、高管信息等数据资料均来源于国泰安数据库。

2.1变量的选择与度量。

2.1.1被解释变量: 可持续发展指数的构建。参考蔡维灿(2012)、汪榜江和黄建华(2020)等人的做法, 选取企业的偿债能力、盈利能力、营运能力、发展能力作为一级评价指标, 构建可持续发展评价体系, 下设十二个二级财务指标。本文运用熵权法, 确定各个正向指标在构建可持续评价指数中的权重。具体步骤如下:

(1) 标准化。所选取变量均为正变量, 即相对而言, 数值越大表现越好。

$$X^* = \frac{X - \min(X)}{\max(X) - \min(X)}$$

(2) 求P值, 公式如下:

$$P_{ij} = \frac{X_{ij}^*}{\sum_{i=1}^n X_{ij}^*}$$

(3) 计算e熵, 公式如下:

$$e_j = -k \sum_{i=1}^n (P_{ij} * \ln P_{ij})$$

(4) 计算d, 公式如下:

$$d_j = 1 - e_j$$

(5) 计算 ω , 得到各变量的权重, 公式如下:

$$\omega_j = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^n d_j}$$

(6) 计算得分:

$$Score = \sum_{j=1}^n (\omega_j * X_{ij}^*)$$

在确定了权重之后, 我们根据二级指标的权重来计算企业的可持续发展评价得分情况。将得出的各企业各年份的得分情况, 作为评价其可持续发展能力的量化指标。量化后的数据作为本次研究衡量企业可持续发展能力的被解释变量。该被解释变量为正向指标, 得分越高证明企业的可持续发展能力越好。

2.1.2解释变量: 总经理持股比例。本文将总经理持股比例作为核心解释变量(蒋峦等人, 2010)。由于所选取合格样本中, 几乎所有企业都存在两职合一的情况, 持股本身作为股东身份的象征, 在企业内部治理中, 可以提高高管的治理话语权, 故而持股越多, CEO权力的影响越大。

表1 变量符号及说明

变量性质	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	SDScore	可持续发展指数	比重换算得分
	CEOSR	总经理持股比例	单位: %
解释变量	ChairmanSR	董事长持股比例	单位: %
	Duality	两职合一比例	两职合一董事/所有董事数量
控制变量	Leverage	资本结构	资产负债率
	Size	企业规模	总资产的自然对数

2.2基准回归模型。为了检验总经理持股是否会对企业财务指标层面反映的可持续发展能力产生影响, 并进一步研究二者之间的关系, 本文构建了如下模型进行检验:

$$SDScore_{i,t} = \alpha + \beta_1 CEOSR_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t}$$

其中, 下标i表示企业, t代表年份。SDScore代表企业对应年份的可持续发展指数; CEOSR代表总经理的持股比例; $X_{i,t}$ 是加入的一系列控制变量, 考虑到企业的可持续发展能力可能受时间、地区和行业等的影响, 本文还加入年度、行业和所在省份哑变量; $\epsilon_{i,t}$ 是随机干扰项。若 β_1 小于0, 说明总经理持股会损害企业的可持续发展能力; 若 β_1 大于0, 则说明, 总经理持股会使企业的可持续发展能力变强。

2.3描述性统计。变量描述性分析显示, 在观测期内, 可持续发展指数的方差为0.001, 这表明我国A股企业的可持续发展能力存在显著差异。总经理持股的方差为12.017, 显示出明显的两极分化趋势。两职合一的数量占董事会总人数的比例, 方差为0.062, 标准差较小, 说明在研究样本内两职合一的情况较为普遍。其余统计变量的统计结果基本符合预期, 未见异常。

3 实证检验及分析

3.1 CEO持股与企业可持续发展影响的实证检验。对基准模型进行回归, 以赋权计算得出的可持续发展指数为因变量时, 依次固定个体、时间、行业等哑变量时, CEOSR持股比例的回归系数均为正, 且在1%水平上显著。这表明, CEO持股有助于提高企业的可持续发展能力。

表2 CEO持股对企业可持续发展影响的检验结果

变量	SDScore	SDScore	SDScore
CEOSR	0.477*** (4.66)	0.374*** (3.742)	0.359*** (3.683)
ChairmanSR	0.046 (0.46)	-0.042 (-0.426)	-0.057 (-0.583)
Duality	-12.280 (-1.03)	-3.499 (-0.297)	-3.297 (-0.283)
Leverage	-207.444*** (-32.97)	-214.336*** (-33.294)	-213.470*** (-33.702)
Size	-12.141*** (-11.02)	-1.795 (-1.173)	-1.713 (-1.140)
_cons	0.477*** (19.83)	285.661*** (8.975)	285.520*** (17.242)
Year	NO	YES	YES
Industry	NO	NO	YES
N	42000	42000	42000
R ²	0.221	0.244	0.253
F	277.041	95.416	52.441

注: ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.10

3.2 CEO持股对企业可持续发展影响的地区差异检验。如表3所示,交互性系数与引入区域变量前符号一致,且均在1%的水平上显著,说明总经理持股对增加企业可持续发展能力的作用在市场化程度较低的区域更加显著。

表3 CEO持股对企业可持续发展影响的地区差异检验结果

变量	SDScore	SDScore	SDScore
CEOSR	0.310*** (6.857)	0.310*** (59.723)	0.309*** (3952.477)
ChairmanSR	0.093*** (0.857)	0.093*** (23.242)	0.087*** (939.575)
Duality	8.650 (-0.250)	8.650 (1.668)	4.540 (1.376)
Leverage	-222.120*** (-107.757)	-222.120*** (-40.153)	-227.571*** (-41.657)
Size	-0.139*** (-4.235)	-0.139 (-0.918)	0.576* (5.974)
_cons	247.388*** (35.608)	247.388*** (344.001)	217.337*** (1954.003)
Year	NO	YES	YES
Industry	NO	NO	YES
N	42000	42000	42000
R ²	0.292	0.303	0.330
F	3470.829	1014.893	574.597

注: ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.10

3.3进一步分析:基于代理成本视角。在引入代理成本系数后,CEO持股对于可持续发展指数的交互性系数依旧为正,而且

在1%的水平上显著。而反映企业代理成本的代理成本系数的交互项系数为负,同样都在1%的水平上显著,这说明代理成本的提升会损害企业的可持续发展能力。进一步按照市场化程度区分样本进行机制检验,回归结果显示,在市场化程度低的地区,CEO持股对于企业可持续发展能力的提高作用更加显著;在市场化程度高的区域,代理成本的增加对于可持续发展能力的负面影响更加显著。(因篇幅所限,检验结果不在此处列示)。

3.4稳健性检验。考虑到CEO持股的影响可能存在滞后,本次研究对解释变量进行了滞后一期处理,以更准确地反映其对企业可持续发展能力的影响。回归结果显示,在固定个体、时间和行业效应的模型中,核心解释变量的回归系数仍为正,并在5%的水平上显著。这表明总经理持股有助于提高企业可持续发展能力的结论具有稳健性,验证了其正向治理和可持续发展决策作用的滞后效应。(因篇幅所限,稳健性检验结果不在此处列示)。

4 研究结论

本文探讨了两职合一治理情景下总经理持股对企业可持续发展能力的影响。研究发现,在两职合一治理模式下,提高总经理持股比例有助于提升企业的可持续发展能力,在市场化程度较低的地区,总经理持股对可持续发展能力的积极作用更为显著。进一步机制检验研究表明,市场化程度较低的地区,总经理持股通过增强内部管理和决策效率,更有效地促进了企业的可持续发展。实证结果解释了我国两职合一普遍存在的CEO持股现象,然而,在市场化程度较低的地区,监管部门应关注高管集权可能带来的负面影响。

【参考文献】

- [1]蔡维灿.企业财务创新、动态财务能力和可持续发展能力的关系研究[J].东南学术,2012(05):106-115.
- [2]高波,秦学成.中小企业可持续发展能力的评价体系与方法[J].统计与决策,2017(08):178-181.
- [3]胡明霞.管理层权力、技术创新投入与企业绩效[J].科学与科学技术管理,2015,36(08):140-149.
- [4]权小锋,吴世农.CEO权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2010,13(04):142-153.
- [5]余枫宇,熊朗羽.CEO权力与公司业绩——来自A股上市公司的证据[J].经济研究导刊,2022,(36):101-105.
- [6]汪榜江,黄建华.企业可持续发展评价体系构建——基于环境、社会和治理因素[J].财会月刊,2020,(09):109-118.
- [7]Pound J.Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. Journal of financial economics, 1988, 20: 237-265.

作者简介:

杨春盛(1972--),男,汉族,吉林人,博士,研究方向:资深财务管理和资本运作。