

管理层持股、短视主义与公司成长

——基于沪深 A 股数据的实证分析^{*1}

贺云龙 黄欣

(长沙理工大学 经济与管理学院, 湖南 长沙 410076)

【摘要】:以 2012-2021 年沪深 A 股上市公司为样本,采用有调节的中介效应模型实证检验了管理层持股、短视主义与公司成长之间的关系。研究发现:管理层持股与公司成长显著正相关,短视主义与公司成长显著负相关,三者之间的作用机理体现为显著的部分中介效应。管理层持股能够抑制短视主义,因而促进公司成长,且这一中介作用的前半路径受到管理层过度自信的反向调节,这充分表明管理层过度自信会弱化管理层持股对短视主义的抑制效果。进一步研究发现:管理层持股、短视主义与公司成长的中介作用路径在非国有企业更加显著;机构投资者持股和社会关系质量能正向调节管理层持股对公司成长的直接促进作用。

【关键词】:管理层持股;短视主义;公司成长;管理层过度自信

【中图分类号】:F273.1;F272.91 **【文献标识码】**:A **【文章编号】**:1003-7217(2022)06-0086-08

一、引言及文献综述

关于股权激励与公司成长,已有文献大多从并购依赖等视角探究外生并购成长^[1],从人力资源异质性、股权结构等视角探究内生有机成长^[2,3,4],明晰了公司成长体系,但公司成长的动态性研究不足,且采用静态的财务指标衡量公司成长,未能揭示公司成长的过程性。少有文献从过程机理方面探究公司成长的具体路径,尤其缺少激励计划、高管行为与公司成长的机理研究,未能揭示公司激励计划与高层人力资源在成长过程中的相互作用机理。在“高层人力资源—战略行为—公司成长”这一框架下探究管理层持股、短视主义与公司成长三者之间的作用关系,把时间导向理论的短视主义和股权激励引入公司成长体系,有助于完善公司动态成长理论,丰富激励与治理机制导向下的公司成长路径研究,为公司成长及其股权激励制度的完善提供有益的借鉴。

公司成长是公司物质资本与无形资产投入在战略导向下的资本产出,因制度和市场而受限,具有动态性、复杂性及难以预测性^[4]。

(一) 公司成长体系

从核心资源、战略行为与成长方式这三个维度构建公司成长体系是常用的研究范式。首先,公司核心资源是动态成长的养料,核心资源的有机结合更是公司能力的来源^[5]。其次,公司的战略行为决定核心资源的资本转化率。资源基础观认为公司战略

¹ * 收稿日期: 2022-03-13; 修回日期: 2022-10-01

基金项目: 国家社会科学基金一般项目(22BJY215)

作者简介: 贺云龙(1971—),男,湖南邵阳人,博士,长沙理工大学经济与管理学院教授,研究方向:无形资产财务。

行动必须引导公司发挥竞争优势以促进成长，强调成长过程中公司资源与能力的特性^[6]。最后，公司在成长过程中面临成长方式的相机抉择问题^[7]，导致不同的战略行为：内生增长以公司创新、技术进步和内部治理为成长动力；外生增长以制度适应、并购行为和社会资源为成长活力。陈仕华等(2022)发现很多公司在成长过程中对并购成长方式较之内生有机生长方式更为依赖，产生显著的并购依赖现象^[1]。公司成长的内生有机方式受到不应当的战略忽视。

(二) 管理层持股与公司成长

在内生有机成长过程中，管理层持股有利于公司成长。管理层持股促进管理者与股东形成利益共同体，管理层的自身获利动机从剩余所有权中得到满足，与股东建立趋于现代管家理论中的“经理人-委托人”关系，成为以股东最大利益为决策起点的好管家^[8,9]，实现公司人力资源与知识资源的有效利用^[10]，为公司成长增益。李益娟等(2016)发现管理层持股能促进公司成长^[11]。Kusumawati 等(2019)发现管理层持股对管理活动产生激励与监督，从而促进公司成长^[12]。苏昕等(2022)发现员工持股计划产生“激励效应”与“治理效应”，有助于实体公司打造难以替代的成长优势^[13]。担负领导职能的管理层始终位于组织结构的顶层，具有高于普通员工的战略地位，管理层持股对公司成长的积极效应从中略窥一斑。

(三) 管理层短视主义与公司成长

管理层短视主义不利于公司成长。胡楠等(2021)发现管理者短视主义导致研发支出减少、资本投资效率降低，会损害公司的未来绩效^[14]，而绩效增长是公司成长的表现之一^[15]，另有表现分别为规模扩大和价值增长。面对绩效压力，管理层舍弃长远利益而选择短期利益，导致的短视行为不利于公司创新^[16]，会削弱公司成长的动力。管理层短视主义等能力缺陷会抑制公司成长^[10]，罗昆(2020)发现外籍董事通过抑制管理层短视来促进公司创新，会增强公司成长的动力^[17]。在治理结构中考虑短视主义，能够搭建并完善治理机制对公司成长的作用路径。

(四) 管理层持股、短视主义交互作用与公司成长

在公司成长体系的研究中，从并购依赖视角建立外生并购成长的单一路径^[1]，从物质资本、公司治理和高管异质性等内生视角建立内生有机成长的多维路径。徐尚昆等(2020)发现高效配置的人力资本能促进公司成长^[2]。Chancharat 等(2012)发现良好的治理机制能增强管理层与股东的利益趋同程度^[3]，促进公司成长。苏涛永等(2021)发现高管团队异质性与公司成长显著正相关^[4]。公司内生有机成长方式较之外生并购成长方式更加复杂。

管理层持股有助于完善公司治理机制^[13]，从而约束短视行为，优化研发与投资策略以促进公司成长^[14]，但未有研究从抑制短视主义这一视角探讨管理层持股对公司成长的作用机理，因而未能引入短视主义进一步揭示管理层持股下的公司内生成长路径。因此，拓宽公司成长路径，必须建立管理层持股、短视主义与公司成长三者之间的联系，完善公司成长体系。

二、研究假设

(一) 管理层持股对公司成长的影响

管理层持股对公司成长具有正向激励效应。公司成长由最高层管理者改变管理层的立场及行为等资源型能力决定^[18]。现代管家理论认为，自律的管理层与利益相关者的目标协同一致，会保持“好管家”的立场与身份；当有限理性的管理层不自律时，则会偏离“好管家”的立场，反映为管理层与公司利益相关者的代理冲突^[9,10]。用股权激励管理层，能增强公司改变管理层的立场和行为的资源型能力，助力公司成长：(1) 稳固自律的管理层的“好管家”立场，提升其与股东的利益趋同程度，促使管理层作出最大化股东利益的战略行为，推动公司成长；(2) 改变非自律的管理层的“非管家”立场，引导其在投融资和研发创新上的战略决策以股东利益为基本前提，与股东形成利益共同体，发挥对公司成长的长效促进作用。并且，持股的管理层具有更大的公司成长压力及其生成的内部动机，为谋求自身利益更会提升剩余所有权价值，获得公司成长的正面反馈。基于激励强化理论，

管理层持股的激励效应会在公司成长这一正反馈后得到强化。

管理层持股对公司成长具有正向治理效应。公司成长是以结构改善为核心、由量到质的持续过程^[19],量变过程外显为公司规模的扩大,质变过程内化为公司绩效的提升和公司价值的增长。管理层持股通过重构所有权结构来改善公司结构,有助于公司保持良好且持续的成长过程:(1)机构繁杂、向外扩张的大中型公司的“搭便车”行为会有效减少,有助于公司规模的有效扩张;(2)引发信息披露质量的提高和内部监督机制的强化等连锁治理反应,皆有助于公司绩效的提升;(3)向市场释放公司未来持续成长的利好信息,强化持股的管理层对市场的积极反应^[20],有助于提高公司价值。持股后的管理层参与公司治理,改善公司结构,构筑成长能力。基于上述分析,提出以下假设:

H1 管理层持股能够显著促进公司成长。

(二)管理层短视主义对公司成长的影响

管理层决策视阈过短是公司投资和创新活动中普遍存在的问题,也被视为恒常的个人特质和潜意识过程,且部分由后天环境塑造^[16],会导致管理层注重短期利益而忽视未来绩效,形成内在特质和外在环境驱动的短视主义。

管理层内在短视主义特质表征为决策能力不足,外力驱动的短视主义表征为个人自利动机,皆不利于公司成长。首先,有能力缺陷的管理层更容易作出错误的决策,如罔顾长期目标向非经营业务领域盲目地投资、用短期的非战略视角衡量创新的资金投入等,无益于公司成长。其次,管理层由外力驱使作出谋求自利的不当决策,如采用过度投资换取自身业绩、选择期限短而收益高的非创新投资项目等,会遏制公司成长的动力。最后,公司成长难以预测,短视主义忽视发展的可持续性,短视行为与公司成长的方向相悖,也会抑制公司成长。基于上述分析,提出如下假设:

H2 管理层短视主义能够显著抑制公司成长。

(三)管理层持股对短视主义的影响

管理层内在短视主义特质难以消除,而改善外在环境,可以有效消解管理层短视的外驱力。基于认知烙印理论,管理层会开发与决策环境相匹配的个人特征以适应外部环境,且这些特征不会轻易消失^[14]。因此,为管理层营造良好的激励环境,对短视主义存在显著的影响:(1)股权激励将管理层利益与公司长期绩效绑定,持股的管理层在战略决策时关注公司未来效益,会改善较为短视的决策环境,有助于管理层提高远见、摒弃短视;(2)通过管理层持股优化人才激励环境和完善股权结构,有助于管理层审慎行权^[13],形成决策与激励的长效互动机制,进一步抑制管理层短视主义。此外,由于管理层持股是激励的有效手段,较之薪酬和福利有更高的边际激励贡献,持股的管理层有更高的能力提升意愿,进而规避短视行为。综上,提出如下假设:

H3 管理层持股能够显著抑制短视主义。

(四)管理层过度自信对短视主义中介效应的调节作用

管理层持股能增强管理层的资源型能力,引导管理层利益与公司成长方向趋于一致,达成激励效果,并且改善公司股权结构,提升治理能力,从激励和治理两个维度助力公司成长。进一步而言,良好的激励环境能减轻短视主义的外驱动力,刺激管理层去提高自身能力,减少潜在的短视行为,引导管理层更关注公司的长远发展,因而管理层持股能通过抑制短视主义促进公司成长,以此构建“管理层持股(+)-短视主义(-)-公司成长(+)”这一逻辑链条^①。

在长效股权激励机制下,管理层短视行为与其对自身能力的认知偏差也存有关联。过度自信的管理层会高估自己的决策水

平, 低估可能的风险状况^[21]; 高估短期可获取的收益, 低估市场环境的变化; 高估自己解决问题的能力, 低估潜在的短视行为动机^[22]。因此, 当管理层过度自信时, 在决策过程中倾向于“自由裁量”而非“羁束”, 更可能采用不自知的短视行为, 减弱提升自我能力的意愿, 弱化管理层持股对短视主义的抑制作用。综上所述, 提出如下假设:

- H4 管理层持股通过抑制短视主义促进公司成长。
- H5 管理层过度自信对短视主义在管理层持股与公司成长间的中介效应具有负向调节作用。

三、研究设计

(一) 样本的选择与数据来源

选取 2012-2021 年沪深 A 股成长性上市公司为样本, 并对样本进行了如下筛选: (1) 剔除金融类上市公司; (2) 剔除 ST 与*ST 公司; (3) 剔除相关数据无法获取的公司。数据取自 WinGo 财经文本数据平台、Wind 和 CSMAR 数据库, 最终得到 5906 个观测值。对连续型变量进行 1%和 99%分位缩尾处理, 对自变量和控制变量均进行一阶滞后处理, 运用 Stata15.0 进行公司层面聚类的行业与年度固定效应回归。

(二) 变量的定义

1. 被解释变量。

公司成长是动态过程, 借鉴陈仕华等(2022)在测度当期公司成长指标时以 3 年为时间跨度, 采用公司成长速度(Growth)来衡量公司成长^[1], 相应指标数据的公式如下:

$$Growth = \sqrt[3]{\frac{Assets_t}{Assets_{t-3}}}$$

(1)

其中 Assetst、Assetst-3 分别为公司在 t 年和 t-3 年的年末总资产, 其值越大, 公司成长水平越高。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量说明
被解释变量	公司成长	Growth	第 t 年与第 t-3 年年末总资产的比值
解释变量	管理层持股	Mshare	管理层年末持股数/年末总股数
中介变量	短视主义	Myopia	(MD& A 中短期视阈词汇词频/总词频)×100
调节变量	管理层过度自信	OF	根据盈利预测偏差法测算, 若实际盈利低于盈利预测则赋值为 1, 否则赋值为 0

控制变量	公司规模	Size	公司年末总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	年末总负债/年末总资产
	公司成立年限	Firmage	$\ln(\text{当年年份}-\text{公司成立年份}+1)$
	现金持有水平	Cashflow	经营活动产生的现金流净额/总资产
	两职合一	Dual	董事长与总经理为同一人，赋值为 1, 否则赋值为 0
	董事人数	Board	董事会人数取自然对数
	审计质量	Big4	公司若经四大会计事务所(普华永道、德勤、毕马威、安永)审计，赋值为 1, 否则为 0
	年度影响	Year	年度虚拟变量
	行业影响	Industry	行业虚拟变量

2. 解释变量：管理层持股(Mshare)。

将管理层定义为“董监高”，采用管理层年末持股数与总股数的比值来衡量。

3. 中介变量：短视主义(Myopia)。

借鉴胡楠等(2021)先统计上市公司年报中以 MD&A 内容的“短期视阈”词汇^[14]，再用统计好的短视词频总数除以 M&D 总词频数，最后乘以 100 得到相应数据，该值越大，管理层越短视。

4. 调节变量：过度自信(OF)。

借鉴王福胜等(2022)^[23]用盈利预测偏差法来测算管理层过度自信，统计上市公司一季报、半年报、三季报和年报盈利预测信息，并剔除预测信息披露时间在披露对象期间结束之后的非盈利预测类公司样本。若实际盈利低于预测值为“次盈”，具体情况如下：预增但实际盈利下降；预盈但实际亏损；预增但增长幅度低于预测幅度。若实际盈利高于预测值为“超盈”，未进行盈利预测为“未计”。公司同一年至少出现一次“次盈”，视为存在管理层过度自信，赋值为 1；反之，赋值为 0。

5. 控制变量。

以公司规模、资产负债率、现金持有水平、两职合一、董事人数、审计质量、年份和行业为控制变量，变量定义如表 1 所示。

(三)模型的构建

为检验“管理层持股(+)-短视主义(-)-公司成长(+)”的中介作用路径，构建如下模型，依次检验 H1-H4：

$$Growth = \alpha_0 + \alpha_1 Mshare_{i,t} + \Sigma Controls + \epsilon_1 \quad (2)$$

$$Growth = \beta_0 + \beta_1 Myopia_{i,t} + \Sigma Controls + \epsilon_2 \quad (3)$$

$$Myopia = \gamma_0 + \gamma_1 Mshare_{i,t} + \Sigma Controls + \epsilon_3 \quad (4)$$

$$Growth = \delta_0 + \delta_1 Mshare_{i,t} + \delta_2 Myopia_{i,t} + \Sigma Controls + \epsilon_4 \quad (5)$$

其中 α 、 β 、 γ 、 δ 为各变量的回归系数， ϵ 为随机误差项，Controls 为控制变量。若 α_1 显著为正则假设 H1 得到验证； β_1 显著为负则假设 H2 得到验证； γ_1 显著为负则假设 H3 得到验证；若 δ_2 显著且 δ_1 符号与 $\gamma_1 \delta_2$ 相同则中介效应存在， δ_1 显著为部分中介，反之，为完全中介，假设 H4 得到验证。

为检验管理层过度自信对这一中介作用路径的调节效应，参照温忠麟等 (2014) 构建有调节的中介效应模型 (6)–(9)^[24]，检验 H5：

$$Growth_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 Mshare_{i,t} + \eta_2 OF_{i,t} + \eta_3 OF_{i,t} Mshare_{i,t} + \Sigma Controls + \epsilon_5 \quad (6)$$

$$Myopia_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 Mshare_{i,t} + \sigma_2 OF_{i,t} + \sigma_3 OF_{i,t} Mshare_{i,t} + \Sigma Controls + \epsilon_6 \quad (7)$$

$$Growth_{i,t} = \eta'_0 + \eta'_1 Mshare_{i,t} + \eta'_2 OF_{it} + b_1 Myopia_{i,t} + b_2 OF_{i,t} Myopia_{i,t} + \Sigma Controls + \varepsilon_7 \quad (8)$$

$$Growth_{i,t} = \eta'_0 + \eta'_1 Mshare_{i,t} + \eta'_2 OF_{it} + \eta'_3 OF_{i,t} Mshare_{i,t} + b_1 Myopia_{i,t} + b_2 OF_{i,t} Myopia_{i,t} + \Sigma Controls + \varepsilon_8 \quad (9)$$

模型(6)中管理层持股与调节变量交互项的系数 η_3 显著,则管理层持股对公司成长的主效应受到调节;模型(7)关注管理层持股系数 σ_1 和交互项系数 σ_3 是否显著;模型(6)中主效应若受到调节,检验模型(9),否则检验模型(8)。从模型(8)或模型(9)所得回归结果判断管理层过度自信对“管理层持股(+)-短视主义(-)-公司成长(+)”的调节作用:若 σ_3 和 b_1 均显著,管理层过度自信调节“管理层持股(+)-短视主义(-)”这前半路径;若 σ_1 和 b_2 均显著,管理层过度自信调节“短视主义(-)-公司成长(+)”这后半路径;若 σ_3 和 b_2 均显著,管理层过度自信调节前、后路径。根据假设H5,可知 σ_3 和 b_1 均显著或若 σ_3 和 b_2 均显著。

四、实证过程与结果

(一)描述性统计分析

描述性统计结果如表2所示。公司成长速度(Growth)均值为0.18,标准差为0.27,最小值为-0.22,最大值为3.12,表明公司成长水平整体偏低,存在很大差异,部分公司并未成长,少数公司成长水平处于高位。管理层持股(Mshare)均值为0.1,标准差为0.17,最小值为0,最大值为0.71,表明各公司的股权激励力度存在显著差异,尚有未向管理层进行股权激励的公司。短视主义(Myopia)均值为0.09,标准差为0.07,最小值为0,最大值为0.43,表明管理层短视主义在公司中较为普遍,且公司之间存在较小的差异。管理层过度自信(OF)均值为0.51,标准差为0.5,最小值为0,最大值为1,表明51%的上市公司出现管理层过度自信,管理层过度自信的现象较为常见。各变量数据未有极端值,且分布合理。

(二)管理层持股、短视主义与公司成长的中介作用路径

假设H1-H4的回归结果如表3所示。管理层持股(Mshare)与公司成长(Growth)在1%的显著性水平下正相关,表明管理层持股能显著促进公司成长,H1得到验证。短视主义与公司成长在1%的显著性水平下负相关,表明管理层短视主义忽视长远利益的短期自利行为会阻碍公司成长,H2得到验证。管理层持股与短视主义(Myopia)在1%的显著性水平下负相关,表明用股权激励管理层以优化决策环境,激发管理层提升自我能力的意愿,能显著抑制短视行为,H3得到验证。模型5回归所得结果显示,管理层持股的系数在1%的显著性水平下为正,短视主义的系数在1%的显著性水平下为负,结合模型(2)管理层持股的系数在1%的显著性水平下为正,可知管理层持股既对公司成长产生直接的积极作用,还通过抑制短视主义促进公司成长,作用路径体现为部分中介效应^②,H4得到验证。

表2 描述性统计结果

变量	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max	p1	p99
----	------	------	-----------	-----	-----	----	-----

Growth	5906	0.18	0.27	-0.22	3.12	-0.17	1.32
Mshare	5906	0.1	0.17	0	0.71	0	0.63
Myopia	5906	0.09	0.07	0	0.43	0	0.32
OF	5906	0.51	0.5	0	1	0	1
Size	5906	22.91	1.25	20.08	26.6	20.44	26.24
Lev	5906	0.47	0.2	0.05	0.93	0.08	0.87
Firmage	5906	2.87	0.34	1.39	3.56	1.79	3.47
Cashflow	5906	0.06	0.07	-0.2	0.28	-0.11	0.24
Dual	5906	0.23	0.42	0	1	0	1
Board	5906	2.16	0.2	1.61	2.71	1.61	2.71
Big4	5906	0.08	0.27	0	1	0	1

表3 “管理层持股(+)-短视主义(-)-公司成长(+)”回归结果

变量	模型(2) Growth	模型(3) Growth	模型(4) Myopia	模型(5) Growth
Mshare	0.234***		-0.035***	0.222***
	(7.29)		(-3.63)	(6.98)
Myopia		-0.378***		-0.344***
		(-6.29)		(-5.77)
Controls	控制	控制	控制	控制
行业/年度	控制	控制	控制	控制
N	5906	5906	5906	5906
准R2	0.102	0.095	0.127	0.109

注：***、**和*分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.1$, 括号内为 t 值, 回归标准误在公司层面聚类稳健。

(三) 管理层过度自信对短视主义中介路径的调节作用

假设 H5 的回归结果如表 4 所示。对相关变量去中心化后, 列(1)中管理层持股与过度自信的交互项系数(C_MshareOF)不显著, 即模型(6)的 η_3 不显著, 表明管理层过度自信不调节管理层持股与公司成长的直接效应; 列(2)中管理层持股的系数在 1% 的显著性水平下为 -0.033, 与管理层过度自信交互项(C_MshareOF)系数在 10% 的显著性水平下为 0.021, 即模型(7)的 σ_1 与 σ_3 皆显著; 列(3)中短视主义(Myopia)的系数在 1% 的显著性水平下为 -0.289, 与管理层过度自信的交互项(C_MyopiaOF)不显著, 即模

型(8)的b1显著、b2不显著。结合列(2)和列(3)可知管理层高管过度自信能调节“管理层持股(+)-短视主义(-)-公司成长(+)”这一中介作用的前半路径，H5得到验证。

表4显示了管理层持股、过度自信与短视主义的行为经济后果：模型(6)求得管理层持股的偏导为 $\frac{d_{Myopia}}{d_{Mshare}} = -0.033 + 0.021OF$ ，管理层持股从激励环境的优化和激发能力的提升意愿两个维度，能够抑制0.033个单位的管理层短视主义，但管理层过度自信每增加1个单位，短视主义会增加0.021个单位，表明管理层过度自信会减弱其持股对短视主义的抑制效果，加重管理层的能力缺陷，不利于管理层审慎地作出利于长远发展的决策。

表4 管理层过度自信对中介效应的调节作用回归结果

变量	模型(6) Growth	模型(7) Myopia	模型(8) Growth
Mshare	0.204***	-0.033***	0.195***
	(6.51)	(-3.39)	(6.29)
OF	0.092***	-0.014***	0.088***
	(12.15)	(-7.15)	(11.65)
C_MshareOF	0.001	0.021*	
	(0.02)	(1.85)	
Myopia			-0.289***
			(-4.85)
C_MyopiaOF			-0.076
			(-0.82)
Controls	控制	控制	控制
行业/年度	控制	控制	控制
N	5906	5906	5906
准R2	0.128	0.136	0.133

注：***、**和*分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.1$ ，括号内为 t 值，回归标准误在公司层面聚类稳健。

由表4可知，管理层过度自信调节“管理层持股(+)-短视主义(-)”这前半路径，进而显著影响公司成长。结合模型(6)和模型(7)求得管理层持股的偏导为 $dGrowthdMshare = 0.195 - 0.289 \times (-0.033 + 0.021OF) = 0.2045 - 0.006OF$ $dGrowthdMshare = 0.195 - 0.289 \times (-0.033 + 0.021OF) = 0.2045 - 0.006OF$ 。表明管理层过度自信每增加1个单位，公司成长将减少0.006个单位。

上述回归结果表明，短视主义在管理层持股与公司成长间的中介效应具体为互补中介^⑧，且其前半路径受到管理层过度自信的负向调节。

(四) 不同公司性质下管理层短视主义的中介效应

管理层股权激励在国有公司与非国有公司之间存在差异^⑤。进一步探究“管理层持股(+)—短视主义(-)—公司成长(+)”这一作用路径在不同性质公司之间的表现,回归结果如表5所示。国有公司组与非国有公司组^⑥管理层持股皆在1%的显著性水平下与公司成长正相关,分别在10%、5%的显著性水平下与短视主义负相关,表明非国有公司管理层持股对短视主义的抑制作用更加显著。引入短视主义为中介变量后,第9列非国有组主要变量指标的显著性水平皆为1%,高于第5列国有组5%的显著性水平,充分表明国有公司短视主义的中介效应显著弱于非国有公司。并且,相关模型组间系数差异检验的P值均小于0.1,国有公司与非国有公司的组间差异均通过10%显著性检验,验证了短视主义中介效应在不同产权的公司存在显著差异。一方面,国有公司股权激励的力度不及非国有公司,对管理层短视主义的抑制作用稍弱;另一方面,国有公司管理层短视主义大多为内在特性而非外界环境塑造,有政府背书和资金支持的国有公司业务领域也较为固定,创新动力相对不足,股权激励未能有效刺激国有公司管理层的能力提升需求,致其不易察觉短视主义并加以抑制。

表5 不同性质公司短视主义中介效应回归结果

变量	国有公司				非国有公司			
	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	Growth	Growth	Myopia	Growth	Growth	Growth	Myopia	Growth
Mshare	0.371***		-0.137*	0.350**	0.172***		-0.022**	0.163***
	(2.61)		(-1.93)	(2.54)	(4.83)		(-2.15)	(4.62)
Myopia		-0.159**		-0.152**		-0.419***		-0.392***
		(-2.41)		(-2.30)		(-4.55)		(-4.24)
Controls	控制	控制	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	控制	控制
N	2489	2489	2489	2489	3417	3417	3417	3417
准R2	0.060	0.061	0.131	0.063	0.149	0.147	0.102	0.156
组间系数差异(P值)	0.0828	0.0812	0.0699		0.0828	0.0812	0.0699	

注:***、**和*分别表示 $p<0.01$ 、 $p<0.05$ 和 $p<0.1$,括号内为t值,回归标准误在公司层面聚类稳健。

(五) 管理层持股与公司成长的扩展研究

短视主义中介效应在总效应中占比5%,反映出管理层持股对公司成长的直接效应较高。从治理结构与外部监督两个维度,进一步探究对直接效应中“管理层持股(+)—公司成长(-)”这一关系链条的调节作用。一方面,机构投资者能充分挖掘并利用财务信息,在持股后能改善公司股权结构,发挥监督治理效应和纾困效应^[25],同为股东的机构投资者与管理层存在利益牵绊与制衡,

机构持股者的监督有助于管理层作出正确的决策，促进公司成长。另一方面，ESG 评级从环境、社会和公司治理三个维度衡量公司可持续发展的潜力，但社会因素较之环境因素更为人性化，较之公司治理因素虑及更多利益相关者，更能体现管理层有无可持续发展理念。ESG 社会评级高的公司更受投资者的关注，公司市值看涨，导致股价上升空间大，对管理者的激励效果也愈好。

以机构投资者持股总数与流通股本的比值衡量机构持股者持股 (Inst), ESG 社会评级衡量公司的社会关系质量 (SC), 回归结果如表 6 所示。管理层持股与机构投资者持股的交互项 (C_MshareInst) 在 10% 的显著性水平下为 0.510, 与 ESG 社会评级的交互项 (C_MshareSC) 在 10% 的显著性水平下为 0.006。交互项皆与自变量系数同号，表明机构投资者能有效监督管理层行使管理职能，ESG 社会评级向外释放公司股票利好的信号，形成激励监督的隐形机制，能强化管理层持股对公司成长的促进作用。

(六) 内生性分析

为解决内生性问题，做如下处理^⑥：(1) 管理层持股与公司成长可能存在反向因果，成长水平越高的公司越可能用股权激励管理层，设置 ESG 表现 (ESG) 和大股东资金占用 (Occupy) 两个工具变量，克服这一内生性带来的影响。具体而言，ESG 表现好的公司更倾向于完善公司治理环境，向管理层实施股权激励。用其他应收款与总资产的比值衡量 Occupy, 其值越大，小股东利益受到损害的风险也越大，越需要分散公司的股权，导致管理层持股。相关性检验得到 P 值 (0.0018) 小于 0.05, 且第一阶段回归 F 值 (137.34) 大于 10, 为非弱工具变量。无关性检验采用 Hansen-J 过度识别检验方法，P 值为 0.16, 不能拒绝原假设，工具变量皆与因变量不相关。对上述工具变量采用 2SLS 回归，2SLS 第一阶段回归后，工具变量 ESG 表现、大股东资金占用分别在 5% 和 1% 的显著性水平下与管理层持股正相关。第二阶段引入工具变量回归后，管理层持股仍与公司成长显著正相关。(2) 在半强制披露政策下，用盈利预测信息衡量管理层过度自信 (OF), 存在自选择问题会导致内生性，采用 Heckman 两阶段法处理自选择问题造成的内生性。第一阶段采用 Probit 估计管理层过度自信的概率方程，根据估计结果计算逆米尔斯比率。第二阶段新增逆米尔斯比率为控制变量进行基准回归，回归结果显示逆米尔斯比率系数显著为负，表明样本存在自选择问题，且 Heckman 估计结果有效，与本文结论一致。

表 6 主效应调节作用回归结果

变量	Growth	Growth
Mshare	0.363***	0.187***
	(5.63)	(4.33)
Inst	0.024	
	(0.82)	
C_MshareInst	0.510*	

	(1.89)	
SC		0.001
		(1.43)
C_MshareSC		0.006*
		(1.74)
Controls	控制	控制
行业/年度	控制	控制
N	4977	2385
准 R2	0.105	0.113

注：***、**和*分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.1$, 括号内为 t 值, 回归标准误在公司层面聚类稳健。

五、结论及建议

(一) 研究结论

以公司成长理论为基本研究框架, 得到如下研究结论: 管理层持股能直接促进公司成长, 并通过抑制短视行为向公司成长传递积极效应; 管理层过度自信会负向调节“管理层持股(+)—短视主义(-)—公司成长(+)”的前半路径; 非国有公司“管理层持股(+)—短视主义(-)—公司成长(+)”这一作用路径较之国有公司更加显著, 国有公司管理层更偏向于具有内在特质引发的短视主义; 机构投资者持股强化激励监督机制为主的内部治理, ESG 社会评级以社会利益相关者的利益为出发点完善外部治理, 皆有助于管理层持股对公司成长的积极效应。此外, 稳健性检验结果^⑦充分表明本文实证研究结果稳健。

(二) 政策建议

关注公司从量变到质变的成长过程, 提出如下政策建议:

1. 以推进股权激励为核心优化激励方式。

完善激励方式以发挥对公司成长的激励效应，仅鼓励管理层持股明显不足，还应建立与可持续发展绩效相挂钩的股权激励机制，推动股权激励路径由实向虚，促使股权激励模式由单一到组合，规范股权激励流程，确保股权激励高效推进。此外，国企应加紧股权激励的步伐，在法规内放宽管理层的持股限制，提高股权激励政策的实施效率。

2. 以加强股权制衡为焦点完善治理结构。

公司应适当分散股权，促使股权结构趋于均衡与合理。一方面，应实施股权激励，强化股权制衡程度，防止大股东专制。另一方面，应建立“二级市场投资者-机构投资者-管理层-大小股东-社会公众”的股权交易与披露机制，实现公司各方利益相关者的利益约束与牵绊，完善公司内部治理机制，助力公司成长。

3. 以寻求长远利益为要义锚定战略目标。

忽视短视主义的公司必不注重长期发展，重视长期利益的公司必会遏制短视行为。公司成长以存续为前提，以持续经营为重心，要求看重长期利益，慎重对待短期利益，与短视主义的发展理念截然相反。因此，公司采用关乎长远利益的战略决策，从环境保护、社会关系和公司治理等维度更新成长理念，在投资、运营和研发等公司活动中侧重可持续发展，能够有效促进公司成长。

注释

① 括号内为变量的变动情况：“+”代表增长、上升等正向变化；“-”代表减少、下降等负向变化，用来表述“管理层持股—抑制短视主义—促进公司成长”这一作用机制。

② 管理层持股对公司成长的总效应和直接效应分别为 0.234 和 0.222, 通过抑制短视主义对公司成长发挥的间接效应为 0.012。这充分表明短视主义在管理层持股与公司成长间的部分中介效应显著。

③ 直接效应与间接效应皆显著，若方向一致为互补中介，否则为竞争中介。

④ 内部管理层股权激励与外部投资者股权激励在国有公司并行，而民营企业以管理层股权激励为先。数据显示：国有公司组(样本数为 2489)与非国有公司组(样本数为 3417)管理层持股的均值分别为 0.069 和 0.162, 标准差分别为 0.03 和 0.19, 最大值分别为 0.40 与 0.71。

⑤ 下文简称为“国有组”与“非国有组”。

⑥ 限于篇幅未详列内生性检验结果。

⑦ 采用如下稳健性检验：因变量残差筛选法、更换自变量、更换样本区间并换用公司固定效应模型，稳健性检验结果与基本回归结果完全一致，限于篇幅未详细说明并报告其值。

参考文献

[1] 陈仕华, 王雅茹. 企业并购依赖的缘由和后果: 基于知识基础理论和成长压力理论的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(5): 156-175.

-
- [2] 徐尚昆, 郑辛迎, 杨汝岱. 国有企业工作经历、企业家才能与企业成长[J]. 中国工业经济 2020(1):155-173.
- [3] Chancharat N, Krishnamurti C, Tian G. Board structure and survival of new economy IPO firms[J]. Corporate Governance: An International Review, 2012, 20(2):144-163.
- [4] 苏涛永, 毛宇飞, 单志汶. 高管团队异质性、二元创新与企业成长——行业竞争与冗余资源的调节效应[J]. 科学管理研究, 2021, 39(6):75-81.
- [5] Glyptis L, Hadjielias E, Christofi M, et al. Dynamic familiness capabilities and family business growth: A longitudinal perspective framed within management accounting[J]. Journal of Business Research, 2021, 127:346-363.
- [6] Newbert S L. Value, rareness, competitive advantage, and performance: A conceptual-level empirical investigation of the resource-based view of the firm[J]. Strategic Management Journal, 2008, 29(7):745-768.
- [7] Kim J Y, Halebian J, Finkelstein S. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums[J]. Administrative Science Quarterly, 2011, 56(1):26-60.
- [8] Donaldson L, Davis J H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns[J]. Australian Journal of Management, 1991, 16(1):49-64.
- [9] Muth M, Donaldson L. Stewardship theory and board structure: A contingency approach[J]. Corporate Governance: An International Review, 1998, 6(1):5-28.
- [10] 王京, 罗福凯. 技术—知识投资、要素资本配置与企业成长——来自我国资本市场的经验证据[J]. 南开管理评论, 2017, 20(3):90-99.
- [11] 李益娟, 罗正英, 朱新财. 管理层权力、高管持股与企业成长[J]. 湖北社会科学, 2016(9):106-113.
- [12] Kusumawati E, Setiawan A. The effect of managerial ownership, institutional ownership, company growth, liquidity, and profitability on company value[J]. Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, 2019, 4(2):136-146.
- [13] 苏昕, 王立民, 刘昊龙. 员工持股计划对实体企业成长的影响[J]. 改革, 2022(9):123-142.
- [14] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界, 2021, 37(5):139-156, 11, 19-21.
- [15] 李瑞雪, 彭灿, 杨晓娜. 二元创新与企业可持续发展: 短期财务绩效与长期竞争优势的中介作用[J]. 科技进步与对策, 2019, 36(17):81-89.
- [16] Stein J C. Takeover threats and managerial myopia[J]. Journal of Political Economy, 1988, 96(1):61-80.
- [17] 罗昆. 外籍董事、管理层短视与企业创新——被调节的中介效应模型[J]. 安徽师范大学学报(人文社会科学版), 2020, 48(3):135-146.

-
- [18] Drucker P. The practice of management[M]. London:Routledge, 2012.
- [19] 李飞, 胡毅, 张奇. 组织管理模式对企业成长性的影响实证研究[J]. 管理评论, 2021, 33(12):295-302.
- [20] Ittner C D, Lambert R A, Larcker D F. The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 34(1-3):89-127.
- [21] Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6):2661-2700.
- [22] 陈伟宏, 钟熙, 蓝海林, 等. 范围、速度与节奏——高管过度自信对国际化进程的影响[J]. 管理评论, 2021, 33(3):233-243.
- [23] 王福胜, 王也, 刘仕煜. 媒体关注、管理者过度自信对盈余管理的影响研究[J]. 管理学报, 2022, 19(6):832-840.
- [24] 温忠麟, 叶宝娟. 有调节的中介模型检验方法: 竞争还是替补?[J]. 心理学报, 2014, 46(5):714-726.
- [25] 尚航标, 宋学瑞, 王智林. 监督与纾困! 机构投资者持股与企业投资效率的关系研究[J]. 技术经济, 2022, 41(3):128-138.