

# 上市公司 CEO 预期任期影响企业多元化吗？

谢会丽, 邹思瑜, 谭青

(杭州电子科技大学 会计学院, 浙江 杭州 310000)

**[摘要]**作为掌舵人的 CEO 在企业战略决策中起着举足轻重的作用,然而预期任期的缩短会催化 CEO 私利动机和短视主义倾向,诱发更多的多元化决策,最终损害企业长期利益。基于代理理论和高阶梯队理论,以 2013—2020 年我国 A 股上市非金融企业为样本,实证研究 CEO 预期任期对企业多元化的影响。研究发现,CEO 预期任期缩短会为企业带来更多的多元化尤其是非相关多元化,该倾向受到企业 CEO 决策权及企业内外部监督机制的影响,CEO 持股会强化这一倾向,而机构投资者持股对 CEO 决策权的制约能够起到抑制作用;相较于非国有企业,国有企业严格的内部决策监督机制对 CEO 决策权力的监督可以有效缓解短预期任期对企业多元化的影响;包含分析师、审计师在内的外部监督机制能够有效制约短预期任期 CEO 的多元化倾向。

**[关键词]**上市公司;CEO 预期任期;企业多元化;决策权力;内外部监督机制;CEO 持股;机构投资者持股

**[中图分类号]**F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)03-0062-10

## 一、引言

近年来多元化成为中国本土企业扩张的重要战略,但具有强烈私利动机的 CEO 进行短视性多元化决策<sup>[1]</sup>,挤占与企业核心业务相关的研发投入<sup>[2]</sup>,长期而言不利于企业核心竞争力的形成与保持,最终损害企业利益。此类失败案例在现实生活中屡见不鲜:曾占领国内报刊出版业 90% 以上市场、海外中文排版系统 80% 市场份额的方正集团,数度盲目进军金融、房地产、钢铁、制药等行业,使企业最为核心的出版、电脑业务难以维系,于 2020 年正式提请破产重组;曾经的中国第二大民企——海航集团,先后确立了旅游、商业、酒店等多个业务板块,减少对主营航空运输业务的投入,然而其在“重并购”的同时“轻整合”,一味通过金融资源兼并形成的快速多元化最终使其深陷债务旋涡等。从这些多元化失败案例中我们可以发现,作为企业掌舵人,CEO 的决策偏好很大程度上影响甚至决定了企业多元化方向。根据高阶梯队理论<sup>[3]</sup>,企业管理层重要成员 CEO 的人口特征代表了其认知基础和价值观等心理因素,会导致其不同的决策动机,进而影响企业整体的发展与战略选择。所以深入研究 CEO 任期对企业多元化的影响,对于企业的长期发展具有重要意义。然而现有大部分研究主要从既有任期出发,基于管理者权力和管理者心理认知的论证得出了相反的结论<sup>[4-5]</sup>:围绕管理者权力的研究认为,伴随着既有任期的延长,CEO 在企业内部的控制权与决策权不断提升<sup>[6]</sup>,因此更有能力通过多元化扩张牟取私利;围绕管理者心理认知的研究却认为,既有任期越长的 CEO 也越容易产生战略惰性<sup>[7]</sup>,对企业过去战略路径的依赖使其不愿发起多元化战略变革<sup>[8]</sup>;长任期 CEO 更倾向于中长期战略决策,增加对主业的研发投入,并进一步抑制类似于多元化的非效率性投资<sup>[9]</sup>。以往研究中的既有任期,仅考虑了过去所积累的权力和经验对 CEO 决策的影响,忽略了对战略决策影响更大的 CEO 对未来预期的考量。

**[收稿日期]**2021-10-13

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(17BGL232);浙江省教育厅科研项目(Y201840498)

**[作者简介]**谢会丽(1977—),女,山西霍州人,杭州电子科技大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为会计理论、公司治理与财务战略;邹思瑜(1997—),女,浙江宁波人,杭州电子科技大学硕士生,主要研究方向为资本市场与公司理财,通讯作者,邮箱:649014632@qq.com;谭青(1974—),女,江西萍乡人,杭州电子科技大学会计学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为资本市场会计与审计。

基于此,本文尝试从 CEO 预期任期角度出发,讨论 CEO 预期任期对企业多元化的影响,以及不同程度 CEO 决策权、内外部监督机制下 CEO 预期任期对企业多元化的影响。本文研究贡献主要在于:(1)同时考虑已有任期和未来预期,能够更全面反映 CEO 任期对其投资决策的影响,一定程度上弥补了仅从既有任期角度展开研究的不足。(2)本文根据制造业各子类行业之间的相关性将制造业重新分为 9 个大类,一定程度规避了将制造业的 31 个子类分别作为不同行业导致的相关多元化低估或非相关多元化高估问题。(3)结合 CEO 决策权、企业内外部监督机制,讨论 CEO 任期对企业多元化的影响,丰富代理问题下的多元化动因研究成果,为抑制企业多元化中短预期任期 CEO 的机会主义行为提供经验证据和理论支持。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) CEO 预期任期与企业多元化

现代企业委托代理关系下,作为经理人的 CEO 在决策过程中存在私利动机<sup>[10]</sup>,而随着预期任期的缩短,其私利动机会更强烈,诱发更多的短视性决策并最终损害企业长期价值。CEO 在任职初期,为了证明自身管理与决策能力,会有更为强烈的动机进行中长期决策,加大实物资产投资<sup>[11]</sup>;同时由于预期任期较长,其有更充裕的时间在任期内推进长周期项目<sup>[11]</sup>,诸如研发投入等投资活动带来的长期性回报也更有可能在任期内回收。然而,随着预期任期的缩短,CEO 考虑到任期将很快结束,会更偏好能在剩余任期内快速回收的投资<sup>[12]</sup>,以损失企业长期价值为代价换取短期回报;与此同时,较短的预期任期使得 CEO 职业生涯良好声誉的激励变得不再重要,其对于 CEO 私利动机的约束力度也被削弱<sup>[13]</sup>。因此,预期任期较短的 CEO 会青睐能向证券市场传递企业未来发展良好信号,短期内提升企业的市场价值的多元化战略投资<sup>[14]</sup>。同时,多元化扩张为企业带来了更复杂的业务结构,加深了企业所有者与管理层之间的信息不对称程度,提升了外部监管难度<sup>[15]</sup>,进一步为管理者的自利行为创造了机会<sup>[16]</sup>,也为 CEO 带来权力和报酬的增加<sup>[17-18]</sup>。相较于相关多元化,非相关热点行业,更容易在短期内提高超额回报、分散主业经营风险,企业所有者与管理层之间的信息不对称程度更高,外部监管更难,更有利于预期任期较短的 CEO 私利动机的实现。综上所述,本文提出假设 1。

H<sub>1</sub>: 预期任期越短的 CEO 越倾向于多元化决策,企业多元化程度越高,且更多表现为非相关多元化。

### (二) CEO 决策权对 CEO 预期任期下企业多元化的影响

诚如上文所述,短预期任期 CEO 出于强烈的私利动机会进行更多的多元化决策,然而这种“个人动机”能否最终落实为“企业决策”,还受到企业中 CEO 决策权的影响。CEO 决策权是其拥有的在与其他高管意见相左时能够力排众议,继续执行企业重大决策的权力<sup>[19]</sup>,在战略决策制定中发挥着重要作用。CEO 决策权越大,其个人动机对于企业战略决策的影响力就越大。首先,持有企业股权的 CEO 兼有管理者和股东的双重身份,能够影响董事会的决策选择过程,说服董事会和股东支持并采纳自己的意见,其个人动机与偏好对企业战略决策的影响会更大<sup>[20]</sup>,即使其在临近离任时出于私利动机作出的多元化决策遭到其他股东和高管反对,其依然有能力在表决环节使自己的观点最终占优,且多元化决策实际执行过程中的阻力也会相对较小。其次,其他股东对企业的权力,会影响 CEO 的决策权。机构投资者通常倾向于追求企业长期回报,作为积极参与公司治理的外部股东,其在专业、信息与资金等方面的优势,使其有动机和能力限制 CEO 决策权力,约束其私利动机下的机会主义行为,有效降低代理成本<sup>[21]</sup>。当机构投资者持股比例越高,CEO 机会主义行为对其利益的损害越大,因此这类机构投资者会更积极地参与公司治理,对 CEO 的多元化决策实施监督<sup>[22]</sup>,以免其不当决策使自己的长期利益受损。这使得短预期任期 CEO 即便具有强烈的私利动机进行多元化扩张,其“个人动机”却难以真正落实为“企业决

策”。综上所述,本文提出如下假设。

H<sub>2a</sub>:CEO 持股强化了 CEO 短预期任期带来的多元化倾向。

H<sub>2b</sub>:机构投资者持股抑制了 CEO 短预期任期带来的多元化倾向。

### (三) 内部决策监督机制对 CEO 短预期任期内企业多元化的影响

良好的内部决策监督机制通常包括多元的决策考核制度和严格的决策追责制度,二者均能有效制约 CEO 的自利性决策。首先,相较于非国有企业,国有企业在“三重一大”制度下,企业重大事项决策、重要干部任免、重大项目投资决策、大额资金使用均需集体讨论做出决定,以 CEO 为核心的管理层对重大决策的影响有限,限制了 CEO 私利动机的企业多元化决策。其次,有别于非国有企业高度市场化的业绩考核模式,国有企业 CEO 决策考核不仅与企业规模的扩张等短期经济效益挂钩,还将如社会责任、廉洁自律等非经济因素纳入考核范围<sup>[23]</sup>,更注重决策的政治与社会效益,因此更多的多元化扩张并不一定能为 CEO 带来良好的业绩评价。最后,国有企业 CEO 的决策还受到更严格的追责制度的制约,来自国资委和国家审计部门的监督力度较大,且其在离任前往往会面临“离任审计”,而即便是离任后,上一段任期内的短视性决策依然会被追责,甚至影响到其长期政治生涯发展。因此,短预期任期的 CEO 即便有强烈的私利动机,考虑到多元化决策收益不高,还需要面临较大的问责风险,其通过多元化决策的私利动机会受到一定程度的抑制。综上所述,本文提出假设 3。

H<sub>3</sub>:相较于非国有企业,国有企业 CEO 短预期任期带来的多元化倾向更弱。

### (四) 外部监督机制对 CEO 短预期任期内企业多元化的影响

以社会审计、分析师为代表的企业外部监督机制对 CEO 机会主义行为有一定的监督作用。社会审计在查账和审核的基础上对企业财务报告发表独立的审计意见,能够在一定程度上缓解企业代理问题。一方面其可以通过对企业账务的核查与审计,发现损害企业价值的 CEO 机会主义行为;另一方面其可以通过出具非标审计意见等方式,对外披露有损企业价值的 CEO 机会主义行为,起到一定的威慑作用。分析师在资本市场中扮演着信息使用者和提供者的双重角色<sup>[24]</sup>,分析师的专业能力使其能够搜集和提炼企业经营的有效信息,通过收集、分析企业各类财务、非财务信息,向投资者传递相对专业、客观的信息以缓解信息不对称<sup>[25]</sup>,极大程度上缓解了委托代理关系下代理成本增大的问题<sup>[26]</sup>。分析师一旦发现企业管理者的机会主义行为,便会降低对公司的评价和估值<sup>[27]</sup>。而相较于一般会计师事务所,国际“四大”会计师事务所以其在专业技术水平上的优势,具有更系统、严格的审计流程,更能发现非效率投资等机会主义行为<sup>[28]</sup>;此外国际“四大”有别于国内事务所对合伙人人脉的依赖性,其客户来源多样化,因此具有更强的审计独立性,对被审计企业的约束力度更大,因此,“四大”审计更有可能发现 CEO 短预期任期内机会主义的多元化决策,更有可能在审计报告中进行披露。以上监督机制带来的诸如股价下跌、企业信誉受损等负面影响,将使 CEO 短期私利无法实现,甚至面临处罚以及职业声誉败坏等危险。在这种情况下,短预期任期 CEO 的私利动机会因为忌惮分析师和“四大”审计的监督而被抑制,减少其通过企业多元化扩张谋取私利的行为。综上所述,本文提出如下假设。

H<sub>4a</sub>:分析师关注制约 CEO 私利动机,抑制了 CEO 预期任期影响下的多元化。

H<sub>4b</sub>:相较于非“四大”审计企业,“四大”审计企业 CEO 短预期任期带来的多元化倾向更弱。

## 三、研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

我国上市公司的行业分类标准由我国证监会根据《中华人民共和国统计法》、《证券期货市场统计管理办法》、《国民经济行业分类》等法律法规和相关规定制定而成,最近一次于 2012 年修订,故 2012 年前后各行业代码存在变动。为避免本文对于企业多元化的识别与衡量出现偏差,本文选择 2013—2020 年中国所有 A 股上市公司作为研究样本,剔除金融行业公司以及数据缺失的公司,剔除 ST、\*ST

公司,最终得到 20743 个有效的年度-公司观测样本。样本公司的财务数据、公司治理数据等均来自国泰安数据库(CSMAR);多元化相关数据和机构投资者相关数据来自 Wind 数据库,多元化相关数据为作者手工整理所得。此外,考虑到极端值的影响,对连续型变量进行了 1% 和 99% 分位数的 Winsorize 缩尾处理。

## (二) 变量定义

1. CEO 预期任期(*Exp\_Tenure*)。已有研究将 CEO 任期分为既有任期(*Tenure*)和预期任期(*Exp\_Tenure*)<sup>[11]</sup>,其中既有任期为 CEO 已在现有职位上的任职年数。本文借鉴了 Antia 等提出的预期任期计算模型<sup>[29]</sup>,从既有任期和年龄两个维度,比较 CEO 与同行业其他 CEO 平均水平的差距。具体模型如下:

$$Exp\_Tenure_{i,t} = [Tenure_{ind,t} - Tenure_{i,t}] + [Age_{ind,t} - Age_{i,t}] \quad (1)$$

其中, $Tenure_{i,t}$ 为截至 $t$ 年时 $i$ 公司 CEO 的既有任期, $Age_{i,t}$ 为 $t$ 年时 $i$ 公司 CEO 的年龄; $Tenure_{ind,t}$ 为截至 $t$ 年时 $i$ 公司同行业所有样本公司 CEO 平均既有任期, $Age_{ind,t}$ 为 $t$ 年时公司同行业所有样本公司 CEO 平均年龄。

2. 多元化(DIV)。借鉴林晓辉和吴世农的度量方法<sup>[1]</sup>,按照 3 位行业代码,对上市公司披露的主营业务构成进行归类合并,计算该公司来自各行业大类收入的主营收入占比<sup>①</sup>,具体指标如下:(1)经营项目数( $N$ ):按行业大类计算的单位数,若某一行业大类的主营收入占比大于 10%,则将其计为一个单元。 $N$ 越大表示多元化程度越高。(2)多元化哑变量(*Dum\_DIV*):若 $N=1$ ,则 $Dum\_DIV=0$ ,表示该企业为专门化经营企业;若 $N>1$ , $Dum\_DIV=1$ ,表示该企业为多元化经营企业。(3)熵指数(*DT*):

$$DT = \sum_{i=1}^n P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right) \quad (2)$$

式中 $P_i$ 为来自行业 $i$ 的收入占主营业务收入的比重, $n$ 为按照 3 位行业代码计算的公司主营业务涉及的行业 $i$ 中收入占比大于 10% 的行业数。 $DT$ 越大,表明公司多元化程度越高。进一步地,我们可以将 $DT$ 分解为相关熵指数(*DR*)与不相关熵指数(*DU*),来衡量多元经营的相关性。具体分解公式如下:

$$DT = DR + DU \quad (3)$$

$$DR = \sum_{j=1}^m DR_j P_j, \text{其中: } DR_j = \sum_{i \in \text{行业集}j} \left(\frac{P_i}{P_j}\right) \times \ln\left[\frac{1}{P_i/P_j}\right] \quad (4)$$

$$DU = \sum_{j=1}^m P_j \ln\left(\frac{1}{P_j}\right) \quad (5)$$

式中 $DR_j$ 为公司行业 $j$ 内几个部门的相关多元化程度, $P_j$ 为行业 $j$ 的收入占主营业务收入的比重; $\frac{P_i}{P_j}$ 为来源于行业 $j$ 的第 $i$ 个部门的收入份额。 $DR$ 或 $DU$ 越大,分别表明该企业的相关多元化程度或非相关多元化程度越高。

3. 调节变量。本文选取以下变量作为调节变量:CEO 持股比例(*Sharehold*)、机构投资者持股比例(*Institution*)、产权性质(*State*)、分析师关注度(*Analyst*)、“四大”审计(*Big4*)。

4. 控制变量。参考已有研究<sup>[30-33]</sup>,本文选取以下变量作为控制变量:董事会规模(*Board*)、独董占比(*Independ*)、CEO 性别(*Gender*)、企业规模(*Size*)、盈利能力(*Roe*)、偿债能力(*Debt*)、成长性(*Growth*)、产权性质(*State*)、是否为高新技术企业(*Tech*)、股权集中度(*Concentrate*)、行业集中度(*Lerner*)、CEO 年龄(*Age*)和企业成立年限(*Firmage*),同时控制行业效应与年份效应。

## (三) 回归模型

首先,本文采用模型(6)验证 CEO 预期任期对企业多元化的影响:

<sup>①</sup>行业代码以中国证监会 2012 年新修订的《上市公司行业分类指引》划分的行业分类代码为基础进行认定及划分,并对制造业企业进一步细分为 9 大类。

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 Exp\_Tenure_{it} + \sum CVs_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

式中  $DIV_{it}$  为包括了  $N_{it}$ 、 $Dum\_DIV_{it}$ 、 $DT_{it}$ 、 $DU_{it}$ 、 $DR_{it}$  五个企业多元化指标,其中: $N_{it}$  为经营项目数, $Dum\_DIV_{it}$  为多元化哑变量, $DT_{it}$  为总体多元化程度的衡量指标, $DU_{it}$  和  $DR_{it}$  分别为非相关多元化程度和相关多元化程度的衡量指标, $CVs_{it}$  为控制变量。此外,本文还将样本企业按产权性质划分为国有企业和非国有企业、“四大”审计企业和非“四大”审计企业,并分组分别对模型(6)进行回归。

其次,本文通过模型(7)和模型(8)验证 CEO 决策权对二者关系的影响:

$$DT_{it} = \alpha + \beta_1 Exp\_Tenure_{it} + \beta_2 Sharehold_{it} + \beta_3 Exp\_Tenure_{it} \times Sharehold_{it} + \sum CVs_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$DT_{it} = \alpha + \beta_1 Exp\_Tenure_{it} + \beta_2 Institution_{it} + \beta_3 Exp\_Tenure_{it} \times Institution_{it} + \sum CVs_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

模型(7)中的交乘项  $Exp\_Tenure_{it} \times Sharehold_{it}$  为预期任期和 CEO 持股比例交乘后得到;模型(8)中的交乘项  $Exp\_Tenure_{it} \times Institution_{it}$  为预期任期和机构投资者持股比例交乘后得到,模型中交乘项所含变量均进行去中心化处理。

最后,本文通过模型(9)验证分析师外部监督机制对二者关系的影响:

$$DT_{it} = \alpha + \beta_1 Exp\_Tenure_{it} + \beta_2 Analyst_{it} + \beta_3 Exp\_Tenure_{it} \times Analyst_{it} + \sum CVs_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

模型(9)中的交乘项  $Exp\_Tenure_{it} \times Analyst_{it}$  为预期任期和分析师关注度交乘后得到,交乘项中所含变量均进行去中心化处理。

#### 四、实证结果分析

##### (一) 描述性统计

表1为本文关键变量的描述性统计结果。被解释变量企业经营项目数( $N$ )最大值为6.000,说明部分多元化企业涉及业务范围较广,多元化程度较深;多元化哑变量( $Dum\_DIV$ )的均值为0.310,说明31%的样本企业进行了多元化,这均为本文的研究提供了条件;而从多元化程度与类型来看,总体多元化程度( $DT$ )均值为0.214,按业务相关性进一步拆分后,非相关多元化程度( $DU$ )均值为0.172,相关多元化程度( $DR$ )均值为0.042,说明绝大部分的多元化属于非相关多元化,只有一小部分属于相关多元化,这与已有研究的观点一致<sup>[1]</sup>。CEO既有任期( $Tenure$ )均值为4.251,说明样本企业CEO平均已在位4年左右,而其标准差为3.377,在位时间最长的CEO已在位26年有余,不同企业CEO任期差异大。解释变量CEO预期任期( $Exp\_Tenure$ )则受既有任期和年龄的影响,最小值为-38.630,最大值为54.400,标准差为8.049,不同企业CEO预期任期存在显著差异;其中位数为-0.274,说明多数样本企业CEO处于临近离任或即将离任状态。此外,CEO持股比( $Sharehold$ )、机构投资者持股比( $Institution$ )、分析师关注度( $Analyst$ )各自的最大、最小值差异较大,不同企业CEO决策权大小、外部监督力度存在明显差别。

表1 关键变量描述性统计(n=20743)

变量	描述性统计						分组均值 t 检验	
	均值	标准差	最小值	1/4 分位数	中位数	最大值	产权性质	外部审计
$N$	1.336	0.605	1.000	1.000	1.000	6.000	-0.137***	0.010
$Dum\_DIV$	0.310	0.462	0.000	0.000	0.000	1.000	-0.097***	0.023
$DT$	0.214	0.315	0.000	0.001	0.037	2.143	-0.080***	0.010
$DU$	0.172	0.270	0.000	0.000	0.026	1.532	-0.069***	0.018**
$DR$	0.042	0.151	0.000	0.000	0.000	1.776	-0.011***	-0.008*
$Tenure$	4.251	3.377	0.000	1.667	3.417	26.580	0.637***	0.171
$Exp\_Tenure$	-0.138	8.049	-38.630	-5.112	-0.274	54.400	0.572***	1.088***
$Sharehold$	0.052	0.115	0.000	0.000	0.000	0.805	0.074***	0.040***
$Institution$	0.404	0.243	0.000	0.190	0.419	1.111	-0.209***	-0.239***
$Analyst$	1.393	1.185	0.000	0.000	1.386	4.331	0.108***	-0.806***
$Big4$	0.052	0.223	0.000	0.000	0.000	1.000	-0.059***	

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%显著性水平上显著。

本文进一步检验了按照产权性质、外部审计分组后各组均值之间的差异。表 2 中各变量均值 t 检验结果显示:国有与非国有、“四大”审计与非“四大”审计企业之间在多元化相关变量以及 CEO 预期任期中存在显著差异,这进一步表明产权性质、外部审计对于企业多元化具有重要影响。

(二) 多元回归分析

1. CEO 预期任期与企业多元化

表 2 列示了预期任期对企业多元化影响的回归结果。列(1)至列(3)回归结果显示,预期任期(*Exp\_Tenure*)对经营项目数(*N*)、是否多元化(*Dum\_DIV*)和总体多元化程度(*DT*)的回归系数分别为-0.006、-0.006和-0.004,且均在1%的水平上显著,表明随着CEO预期任期的缩短,其私利动机增强,且职业生涯的良好声誉激励削弱,因而更倾向于多元化,逐渐将对主业的投入分散到更多的经营项目中。进一步将企业总体多元化按照多元化类型拆分后,列(4)至列(5)回归结果显示,CEO预期任期对非相关多元化程度(*DU*)的回归系数为-0.003,且在1%水平上显著,而对相关多元化程度(*DR*)的回归系数为-0.000,且不显著相关。以上回归结果表明随着预期任期的缩短,CEO私利动机增强,更倾向于投资能够在短期内提供超额回报,且与现有业务不相关领域,导致企业多元化,特别是非相关多元化,支持了本文假设H<sub>1</sub>。此外,其他控制变量回归结果与现有文献基本一致。

2. CEO 决策权的影响

表 3 列示了 CEO 决策权对短预期任期下企业多元化倾向影响的回归结果,其中,*Exp\_Tenure* × *Sharehold* 为预期任期与 CEO 持股比的交乘项,表中列(1)考虑了 CEO 持股对其决策权的影响,列(1)总体多元化程度(*DT*)对解释变量(*Exp\_Tenure*)的回归系数为-0.004,且在1%水平上显著;交乘项回归系数为-0.006,且在1%水平上显著,交乘项回归系数对 CEO 预期任期回归系数的符号一致均为负,说明 CEO 持股比例越高,CEO 决策权力越大,这对于 CEO 短预期任期带来企业多元化具有正向强化作用,支持了假设 H<sub>2a</sub>。

*Exp\_Tenure* × *Institution* 为 CEO 预期任期与机构投资者持股比例的交乘项。表 3 列(2)考虑了机构投资者持股对 CEO 决策权的制约作用,列(2)解释变量(*Exp\_Tenure*)的回

表 2 CEO 预期任期与企业多元化

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>N</i>	<i>Dum_DIV</i>	<i>DT</i>	<i>DU</i>	<i>DR</i>
<i>Exp_Tenure</i>	-0.006*** (-4.67)	-0.006*** (-5.75)	-0.004*** (-5.44)	-0.003*** (-5.42)	-0.000 (-1.55)
<i>CVs</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year &amp; Trade</i>	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	1.228*** (8.09)	0.286*** (2.63)	0.186** (2.42)	0.283*** (4.20)	-0.097*** (-2.82)
观测值	20743	20743	20743	20743	20743
F 值	33.29***	158.23***	49.40***	41.81***	39.60***
Adj. R <sup>2</sup>	0.072	0.136	0.105	0.068	0.208

注:括号中的数值为 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 显著性水平上显著,下同。

表 3 CEO 决策权及其制约机制的影响

变量	<i>DT</i>	
	(1)	(2)
<i>Exp_Tenure</i>	-0.004*** (-5.86)	-0.004*** (-5.48)
<i>Sharehold</i>	-0.070*** (-3.99)	
<i>Exp_Tenure</i> × <i>Sharehold</i>	-0.006*** (-2.65)	
<i>Institution</i>		-0.025** (-2.43)
<i>Exp_Tenure</i> × <i>Institution</i>		0.004*** (3.79)
<i>CVs</i>	控制	控制
<i>Year&amp;Trade</i>	控制	控制
截距项	0.220*** (2.83)	0.166** (2.13)
观测值	20743	20743
F 值	47.99***	47.65***
Adj. R <sup>2</sup>	0.106	0.106

表 4 内部决策监督机制的影响

变量	<i>DT</i>	
	(1)	(2)
	非国有	国有
<i>Exp_Tenure</i>	-0.005*** (-6.32)	0.001 (0.69)
<i>CVs</i>	控制	控制
<i>Year&amp;Trade</i>	控制	控制
截距项	-0.088 (-0.89)	0.486*** (3.53)
观测值	14122	6621
F 值	28.25***	24.97***
Adj. R <sup>2</sup>	0.091	0.140

归系数为  $-0.004$ ,且在  $1\%$  水平上显著;交乘项回归系数为  $0.004$ ,且在  $1\%$  水平上显著,交乘项回归系数与解释变量回归系数的符号相反,说明机构投资者持股比例越高越会积极参与公司治理,有效抑制 CEO 短预期任期下的多元化倾向,支持了假设  $H_{2b}$ 。

### 3. 内部监督机制的影响

表 4 为进一步按产权性质 (*State*) 区分国有子样本与非国有子样本后,不同内部决策监督机制下 CEO 预期任期对企业多元化的回归结果。在非国有子样本中,列(1)总体多元化程度 (*DT*) 对预期任期 (*Exp\_Tenure*) 的回归系数为  $-0.005$ ,且在  $1\%$  水平上显著;而在列(2)国有子样本中,二者关系则均不显著。这表明相较于非国有企业,国有企业 CEO 由于在考核、决策、追责方面有着更严格的内部决策监督机制,其决策权受到更大的制约,因此短预期任期带来的多元化更难以落实。同时,国有企业 CEO 考虑到严格的追责制度其私利动机相对更弱,因此即便预期任期逐渐缩短,出于对“离任审计”的考量,其多元化尤其是非相关多元化倾向同样会被削弱,支持了假设  $H_3$ 。

### 4. 外部监督机制的影响

表 5 列示了以分析师和审计师为代表的企业外部监督机制对 CEO 短预期任期内企业多元化倾向影响的回归结果,其中  $Exp\_Tenure \times Analyst$  为预期任期 (*Exp\_Tenure*) 与分析师关注度 (*Analyst*) 的交乘项。表 5 列(1)总体多元化程度 (*DT*) 对解释变量 (*Exp\_Tenure*) 的回归系数为  $-0.004$ ,且在  $1\%$  水平上显著;而交乘项 ( $Exp\_Tenure \times Analyst$ ) 系数为  $0.001$ ,且在  $5\%$  水平上显著,交乘项回归系数与解释变量回归系数的符号相反,说明分析师关注度越高时,分析师发现和揭露 CEO 自利性多元化决策的可能性越高,其带来的监督力度大,能够有效抑制短预期任期 CEO 带来的多元化倾向,支持了本文假设  $H_{4a}$ 。

同时,为验证以审计师为代表的企业外部监督机制对 CEO 任期带来的企业多元化倾向的抑制作用,本文按照是否为国际“四大”会计师事务所审计 (*Big4*) 将样本企业分为非“四大”审计组和“四大”审计组。

表 5 中列(2)至列(3)回归结果显示,非“四大”审计子样本中总体多元化程度 (*DT*) 对 CEO 预期任期 (*Exp\_Tenure*) 的回归系数为  $-0.004$ ,且在  $1\%$  水平上显著;而“四大”审计子样本中,该回归系数为  $0.003$ ,且不显著。这说明相较于非“四大”审计,“四大”审计具有更高的专业性和独立性,因此更能发现并揭露 CEO 任期影响下的机会主义行为,具有更强的监督力度。因此即便随着预期任期的缩短,CEO 出于私利动机会更有更为强烈的多元化意愿,其对于更为严格的外部审计机制依然会有所顾虑,一定程度上抑制了其多元化倾向,支持了本文假设  $H_{4b}$ 。

### (三) 稳健性检验

首先,本文选择 Tobit 模型代替前文 Ols 回归模型,以解决由于样本企业多为单一化经营企业而造成的多元化变量左侧受限截断问题,回归结果与前文保持一致。限于篇幅,未列示检验结果,留存备索(下同)。

其次,本文采用从投入角度计算的企业金融化指标代替从收益角度计算的多元化熵指数,对本文假设重新进行回归。具体而言,企业金融化指标用金融化哑变量 (*Dum\_FIN*)、金融化指数 (*Finratio*)、金融化收益占比 (*Finratio1*) 来衡量。回归结果表明,从投入角度而言本文研究结果基本稳健。

表 5 外部监督机制的影响

变量	<i>DT</i>		
	(1)	(2)	(3)
	全样本	非“四大”	“四大”
<i>Exp_Tenure</i>	$-0.004^{***}$ ( $-6.14$ )	$-0.004^{***}$ ( $-5.78$ )	$0.003$ ( $0.98$ )
<i>Analyst</i>	$-0.034^{***}$ ( $-15.79$ )		
$Exp\_Tenure \times Analyst$	$0.001^{**}$ ( $2.35$ )		
<i>CVs</i>	控制	控制	控制
<i>Year&amp;Trade</i>	控制	控制	控制
截距项	$-0.093$ ( $-1.18$ )	$0.147^*$ ( $1.81$ )	$-0.248$ ( $-0.77$ )
观测值	20743	19658	1085
F 值	$53.36^{***}$	$48.76^{***}$	$8.83^{***}$
Adj. $R^2$	0.116	0.106	0.233

最后,本文还将被解释变量设定在第  $t+1$  期重新参与回归,以解决本文可能存在的内生性问题,回归结果与之前保持一致。

## 五、进一步分析

本文的研究前提是多元化能够得到市场短期认可,但不利于企业长期可持续发展,因此出于谨慎性考虑,对多元化损害企业长期价值进行了补充验证。有关多元化对于企业价值影响的研究表明:多元化对企业当期的研发投入存在挤占效应,进而损害企业长期创新能力<sup>[34]</sup>;企业多元化使企业偏离主业,不利于其保持持续竞争优势,长期而言损害其盈利能力<sup>[2]</sup>;而多元化扩张虽然能够在短期内带来资本市场的获益,但却无法赢得资本市场的长期认可,损害企业长期市场绩效<sup>[35]</sup>。基于此,本文采用研发投入占营业收入比重( $Rd$ )、净资产收益率( $Roe$ )和托宾  $q$  值( $Tbq$ ) 的第  $t$  期、第  $t+1$  期、第  $t+2$  期值作为企业创新能力、盈利能力和市场绩效的代理变量对企业多元化( $DT$ ) 进行回归,解释变量和其他控制变量仍然设定在第  $t$  期,具体结果如表 6 所示。

表 6 中列(1)至列(3)分别为多元化( $DT$ )与企业创新能力( $Rd$ )在第  $t$  期当期以及第  $t+1$ 、 $t+2$  期的回归结果,多元化( $DT$ )回归系数分别为  $-0.009$ 、 $-0.008$ 、 $-0.007$ ,且均在 1% 水平上显著。这说明企业当期的多元化程度越高,多元化扩张所占用的资金预算就越多,这对企业核心业务研发投入存在直接的“挤占效应”。列(4)至列(6)分别为多元化( $DT$ )与企业盈利能力( $Roe$ )在第  $t$  期当期以及第  $t+1$ 、 $t+2$  期的回归结果,多元化回归系数分别为  $-0.036$ 、 $-0.043$ 、 $-0.046$ ,在 1% 的水平上显著为负,且系数绝对值逐期递增。这说明企业当期多元化程度越高,长期来看越会损害企业的盈利能力,且这种负向影响的程度会越来越深。列(7)至列(9)分别为多元化( $DT$ )与企业市场绩效( $Tbq$ )在第  $t$  期当期以及第  $t+1$ 、 $t+2$  期的回归结果,多元化回归系数分别为  $-0.217$ 、 $-0.201$ 、 $-0.227$ ,且均在 1% 水平上显著为负。这说明市场对多元化的反应不佳,企业长期价值因此受损。综上所述,多元化会挤占企业当期的研发投入,并且损害企业未来期间的盈利能力和市场绩效,不利于企业长期发展,因此对于 CEO 多元化决策的监督具有较强的现实意义。

表 6 企业多元化与企业长期价值

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	$Rd$	$Rd_{-1}$	$Rd_{-2}$	$Roe$	$Roe_{-1}$	$Roe_{-2}$	$Tbq$	$Tbq_{-1}$	$Tbq_{-2}$
$DT$	$-0.009^{***}$ (-3.55)	$-0.008^{***}$ (-6.03)	$-0.007^{***}$ (-4.27)	$-0.036^{***}$ (-11.17)	$-0.043^{***}$ (-9.74)	$-0.046^{***}$ (-8.80)	$-0.217^{***}$ (-7.12)	$-0.201^{***}$ (-5.59)	$-0.227^{***}$ (-5.33)
$CVs$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Year \& Trade$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	$0.144^{***}$ (10.10)	$0.109^{***}$ (11.48)	$0.105^{***}$ (9.24)	$-0.608^{***}$ (-22.43)	$-0.330^{***}$ (-10.21)	$-0.268^{***}$ (-7.09)	$11.438^{***}$ (37.78)	$11.755^{***}$ (33.71)	$12.655^{***}$ (31.03)
观测值	17811	14294	11276	20743	16543	12987	20276	16157	12725
F 值	$207.58^{***}$	$184.66^{***}$	$124.50^{***}$	$44.91^{***}$	$30.65^{***}$	$24.21^{***}$	$149.03^{***}$	$306.41^{***}$	$149.70^{***}$
Adj. $R^2$	0.082	0.261	0.256	0.184	0.073	0.055	0.267	0.267	0.268

## 六、结论性评述

本文基于代理理论与高阶梯队理论,以 2013—2020 年沪深 A 股上市公司为样本,探究了我国上市公司 CEO 预期任期对企业多元化的影响,研究发现:预期任期越短的 CEO 具有越强烈的私利动机,因此更倾向于进行多元化尤其是非相关多元化。CEO 持股比例强化了 CEO 决策权,使其更有能力影响企业战略决策,强化了 CEO 短预期任期带来的多元化倾向;而机构投资者持股比例越高,越会积极参与公司治理,一定程度上能够制约 CEO 决策权,有效抑制短预期任期带来的多元化倾向。严格的内部决策



能够有效制约 CEO 短预期任期下的机会主义行为,相较于非国有企业,国有企业更严格的内部决策监督机制能够有效限制 CEO 权力,进而弱化短预期任期 CEO 的多元化倾向。良好的外部监督机制同样起到抑制作用,其中分析师关注制约 CEO 私利动机,抑制了 CEO 预期任期影响下的多元化;而相较于非“四大”审计企业,“四大”审计企业 CEO 短预期任期带来的多元化倾向更弱。

基于上述研究结论,本文提出如下建议:第一,企业应警惕 CEO 做出的多元化决策,尤其是当其预期任期较短且持股比例较高时,更应当加强对其多元化决策的监督。第二,企业在制定管理层考评标准时可以适当提升长期指标的考核比重,使 CEO 个人利益与企业长期利益挂钩,弱化其以牺牲企业长期发展为代价的短视动机。第三,企业应积极完善公司内部治理结构,发挥机构投资者等外部股东对 CEO 决策权的制约作用,在企业重大战略制定中“用手投票”而非一味“用脚投票”。第四,企业一方面应进一步完善内部决策监督机制,建立严格的任内考核、离任审计、任后追责制度,加大 CEO 短视性决策的问责风险和成本;另一方面可以有效利用分析师、审计师等外部信息使用者的监督效应,有效抑制 CEO 的机会主义行为。

#### 参考文献:

- [1]林晓辉,吴世农. 中国上市公司多元化动因的理论与实证分析[J]. 证券市场导报,2008(11):67-75.
- [2]苏昕,刘昊龙. 多元化经营对企业绩效的影响——高管持股的调节作用[J]. 经济问题,2017(4):100-107.
- [3]Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2):193-206.
- [4]Hart O, Moore J. Property rights and the nature of the firm[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(6):1119-1158.
- [5]McClelland P L, Liang X, Iii V L B. CEO commitment to the status quo: Replication and extension using content analysis[J]. *Journal of Management*, 2010, 36(5):1251-1277.
- [6]Fredrickson J W, Hambrick D C, Baumrin S. A model of CEO dismissal [J]. *The Academy of Management Review*, 1988, 13(2):255-270.
- [7]Musteen M, Iii V, Baeten V L. CEO attributes associated with attitude toward change: The direct and moderating effects of CEO tenure[J]. *Journal of Business Research*, 2006, 59(5):604-612.
- [8]Hoskisson R E, F Chirico, Zyung J D, et al. Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research agenda[J]. *Journal of Management*, 2016, 43(1):137-169.
- [9]吴良海,张媛媛,章铁生. 高管任期、R&D 支出与企业投资效率——来自中国 A 股资本市场的经验证据[J]. *南京审计学院学报*,2015(5):56-68.
- [10]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm; Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4):305-360.
- [11]李培功,肖珉. CEO 任期与企业资本投资[J]. *金融研究*,2012(2):127-141.
- [12]Mannix E A, Loewenstein G F. The effects of interfirm mobility and individual versus group decision-making on managerial time horizons[J]. *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 2007, 59(3):371-390.
- [13]Iii W, Xie B, Xu W, et al. The influence of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management[J]. *Journal of Management & Governance*, 2007, 11(1):45-60.
- [14]韩忠雪,王闪,崔建伟. 多元化并购、股权安排与公司长期财富效应[J]. *山西财经大学学报*,2013(9):94-103.
- [15]申慧慧,于鹏,吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. *经济研究*,2012(7):113-126.
- [16]仓勇涛,储一昀,范振宇. 多元化经营复杂度、股权绝对集中与资源运营效益[J]. *会计研究*,2020(6):24-35.
- [17]Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *American Economic Review*, 1999, 76(2):323-329.
- [18]Dyl E A. Corporate control and management compensation: Evidence on the agency problem[J]. *Managerial and Decision Economics*, 1988, 9(1):21-25.
- [19]Adams R B, Almeida H, Ferreira D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance[J]. *Review of Financial Studies*,

- 2005, 18(4):1403-1432.
- [20] Haynes K T, Hillman A. The effect of board capital and CEO power on strategic change[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(11): 1145-1163.
- [21] 李维安,李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI ~ (NK)的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2008(1):4-14.
- [22] Xia C, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2):279-305.
- [23] 许言,邓玉婷,陈钦源,等. 高管任期与公司坏消息的隐藏[J]. *金融研究*, 2017(12):174-190.
- [24] Schipper K. Analysts forecasts[J]. *Accounting Horizons*, 1991, 5(4):105-131.
- [25] 余明桂,钟慧洁,范蕊. 分析师关注与企业创新——来自中国资本市场的经验证据[J]. *经济管理*, 2017(3):175-192.
- [26] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 76:323-339.
- [27] Chauvin K W, Hirschey M. Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm[J]. *Financial Management*, 1993, 22(4):128-140.
- [28] Dunn K A, Mayhew B W. Audit firm industry specialization and client disclosure quality[J]. *Review of Accounting Studies*, 2004, 9(1):35-58.
- [29] Antia M A, Pantzalis C A, Park J C B. CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(3):288-301.
- [30] 王生年,魏春燕. 战略转型、资源禀赋与多元化并购的实证研究[J]. *投资研究*, 2014(11):72-83.
- [31] 刘文楷,潘爱玲,邱金龙. 企业生命周期、企业家社会资本与多元化并购[J]. *经济经纬*, 2017(6):111-116.
- [32] 陈信元,黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. *管理世界*, 2007(1):92-97.
- [33] 李善民,赵晶晶,刘英. 行业机会、政治关联与多元化并购[J]. *中大管理研究*, 2009(4):1-17.
- [34] 孙维峰,孙华平. 多元化战略、企业研发支出与企业绩效的关系[J]. *技术经济*, 2013(3):18-23.
- [35] 辛墨. 多元化经营与企业绩效:一个实证分析[J]. *上海经济研究*, 2004(6):54-60.

[责任编辑:高 婷]

## Does CEO Expected Tenure Affect Corporate Diversification in Listed Companies?

XIE Huili, ZOU Siyu, TAN Qing

(School of Accounting, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou 310000, China)

**Abstract:** As the leader, CEO plays an important role in corporate strategic decision-making. However, the shortening of the expected tenure will catalyze CEO's selfish motivation and shortsighted tendency, inducing more diversified decisions, and ultimately damage the long-term interests of enterprises. Based on the Agency Theory and High-echelon Theory, this paper empirically studies the impact of CEO expected tenure on corporate diversification by taking A-share listed non-financial enterprises in China from 2013 to 2020 as samples. The results show that the shortening of CEO expected tenure will bring more diversification, especially non-related diversification, which is affected by CEO decision-making power and internal and external supervision mechanism. CEO shareholding will strengthen this tendency, and institutional investors' shareholding and participation in corporate governance can inhibit CEO decision-making power. Compared with non-state-owned enterprises, strict internal decision-making management system of state-owned enterprises can effectively alleviate the impact of short expected tenure on corporate diversification. The external supervision mechanism including analysts and auditors can effectively restrict the diversification tendency of short-term CEOs.

**Key Words:** listed company; CEO expected tenure; corporate diversification; decision-making power; internal and external supervision mechanism; CEO share holding; institutional investor share holding