

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20211212.203

## 高管纵向兼任与资产剥离战略

薛有志<sup>1,2</sup>, 张荣荣<sup>1,2</sup>, 张钰婧<sup>1,2</sup>

(1. 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

**摘要:** 高管纵向兼任是指高管个体成员在本企业及其股东单位同时任职, 是股东增强其对企业控制监督的重要方式。本文聚焦董事长/总经理纵向兼任这一切入点, 实证检验高管纵向兼任如何影响企业资产剥离战略及其作用路径。研究发现, 董事长/总经理纵向兼任的存在会提升企业关联性资产剥离的可能性, 加剧大股东隧道行为是该正向促进作用的传导路径; 董事长/总经理纵向兼任会降低非关联性资产剥离的可能性, 监督和约束管理层自利行为是该抑制作用的传导路径。本研究对高管纵向兼任与企业资产剥离战略的关系进行了探讨, 有利于深入了解董事长/总经理纵向兼任的“有效监督”与“过度控制”。本文的研究结论对于警惕和监督高管纵向兼任带来的大股东机会主义行为, 审视和善用其有效监督的治理优势, 引导企业科学合理推进资产剥离以实现可持续发展具有一定的参考价值。

**关键词:** 资产剥离; 高管纵向兼任; 股东隧道行为; 管理层自利行为

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2022)05-0003-16

### 一、引言

精于主业、专注核心业务是企业做强做优的成长模式(彭睿等, 2020)。资产剥离通过聚焦企业价值链中优势最大化的环节(Markides, 1995), 培育、维护和发展企业深度核心竞争能力(席思国, 2002), 在推进企业长足发展中发挥着重要作用。仅考虑2017—2020年期间, 我国上市公司中约2 000家公司发布资产剥离公告, 表明资产剥离成为企业发展过程中的不可忽视的战略选择。但以往研究发现, 资产剥离战略也可能损害企业价值(陈玉罡和李善民, 2010)。在现代公司中, 普遍存在由于所有权和经营权分离而产生的第一类委托代理问题(Jensen和Meckling, 1976)和由于大股东与中小股东之间信息不对称产生的第二类委托代理问题(冯根福, 2004), 可能会导致资产剥离成为管理层利己主义或大股东隧道行为的途径选择。因此, 股东倾向于采取多种治理结构缓解委托代理问题, 其中, 董事长/总经理纵向兼任是中国资本市

收稿日期: 2021-06-20

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71372092)

作者简介: 薛有志(1965—), 男, 南开大学中国公司治理研究院、商学院教授(通讯作者, xue1965@nankai.edu.cn);

张荣荣(1994—), 女, 南开大学中国公司治理研究院、商学院博士研究生;

张钰婧(1996—), 女, 南开大学中国公司治理研究院、商学院博士研究生。

场较为普遍存在的现象(佟爱琴和李孟洁,2018)。2001—2019年期间,存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司约占披露相关信息的上市公司总数的50%,且数量呈不断增加的趋势,那么,普遍存在的董事长/总经理纵向兼任现象是否影响市场中常态化的资产剥离战略?

董事长与总经理是影响企业战略决策的重要环节(Hambrick,2007),在资产剥离战略的制定与实施中扮演重要角色。董事长/总经理纵向兼任不仅具有高阶理论中涉及的个体认知影响企业战略的特点,同时也具有双重委托代理问题中“监督效应”和“过度控制”的特征。其中,“监督效应”体现在第一类委托代理问题中,股东利用董事长/总经理纵向兼任可以直接参与企业经营活动,有效监督和约束管理层自利行为(潘红波和韩芳芳,2016)。“过度控制”体现在第二类委托代理问题中,在持股比例不变的情况下,董事长/总经理纵向兼任可以帮助股东获得隐形增加的企业控制权,为大股东机会主义行为提供契机(郑杲娉等,2014;张桂玲等,2020),对企业产生不利影响。那么,董事长/总经理纵向兼任的存在如何影响企业资产剥离?董事长/总经理纵向兼任在影响剥离战略的过程中,是发挥“监督效应”?还是股东对企业过度控制带来的“掏空行为”?董事长/总经理纵向兼任的“监督效应”主要体现于对管理层自利行为的有效监督和约束,“过度控制”主要体现于加剧大股东隧道行为。因此,本文引入管理层自利行为与大股东隧道行为作为中介变量,以期深入探索董事长/总经理纵向兼任这一治理机制对企业资产剥离战略的影响路径,为推动企业聚焦主业、做强做优提供重要参考。

基于此,本文从中国资本市场较为普遍存在的董事长/总经理纵向兼任这一重要研究场景出发,实证检验了董事长/总经理纵向兼任的存在对关联性/非关联性资产剥离战略的影响及其作用路径。主要的研究贡献如下:(1)本文将董事长/总经理纵向兼任与企业资产剥离战略联系起来,通过实证方法检验纵向兼任对资产剥离的影响,明确了董事长/总经理纵向兼任是影响企业资产剥离战略的重要因素,丰富了已有解释资产剥离影响因素的文献。而且进一步发现,董事长/总经理纵向兼任与企业资产剥离战略之间的关系会受到管理层横向兼任的影响,从而深化对多网络视角下资产剥离战略的认知。(2)本文识别了董事长/总经理纵向兼任影响企业资产剥离的路径。通过分析大股东隧道行为与管理层自利行为的中介作用,探讨了董事长/总经理纵向兼任对资产剥离战略的作用路径,一定程度上打开董事长/总经理纵向兼任影响企业资产剥离战略的“黑箱”,补充了国内外关于资产剥离战略的相关文献。(3)从关联性/非关联性资产剥离战略的差异化视角出发,考察了董事长/总经理纵向兼任对资产剥离战略的差异化影响,有助于深刻理解股东通过纵向兼任高管参与治理的行为模式选择,为认识和规范股东派驻高管的行为提供实验证据。

## 二、研究假设

### (一)核心概念的界定

#### 1. 资产剥离

《辞海》中认为“资产”与“负债”是相对的概念,具体解释为某一主体由过去的交易或者事项形成的、现时拥有或者控制的、预期会带来未来经济利益的资源,包括各种财产、债权和其他权利<sup>①</sup>。对于“剥离”,《辞海》解释为“脱落;分开”。由此,资产剥离的概念可以引申为“某一主体将其拥有的部分资源(例如,财产、债权和其他权利等)与主体分开的行为”。目前学术界对资产剥离有狭义和广义两种界定方法。狭义的资产剥离是指企业的资产出售行为(Bowman和Singh,1993);广义的资产剥离是指除资产出售外,还包括转让、股权剥离、分立、分拆等多种形式(Damaraju等,2015)。

<sup>①</sup>引用自《辞海》中资产的释义。

在我国,学术界对资产剥离的关注开始于对国企改革中非生产性资产的管理(薛有志和吴倩,2021),将其视为资产重组的重要方式(陈信元和张田余,1999)。此时,学者们主要认为资产剥离是企业出售部分资产的行为(孙敏和党兴华,2000;邱红和吴诗启,2005)。随着相关研究的深入,资产剥离的界定由仅仅指资产出售拓展到包括出售、转让、分立等多种方式(Brauer,2006;Damaraju等,2015)。因此,本文将研究的资产剥离界定为广义的资产剥离。

## 2. 高管纵向兼任

纵向兼任是指在一定程度组织控制和层级控制的边界内形成的关联形式(Yiu等,2007),属于母子公司高管协同配置的方式之一(徐鹏等,2020)。在公司治理问题中,高管纵向兼任与金字塔结构、同股不同权、交叉持股(Claessens等,2000,2002;郑杲娉等,2014)以及超额委派董事(郑志刚等,2019)等手段一样,都是股东增强其对上市公司控制的重要工具。

关于高管纵向兼任的相关文献主要基于两条研究逻辑:(1)“有效监督”。有效监督视角的相关研究主要基于第一类委托代理问题的视角进行探讨,认为高管纵向兼任是股东单位与企业之间协调与信息交流的重要机制,通过缩短两者之间的“信息距离”(Opie等,2019),加强股东对管理层的监督能力,缓解两者之间的代理冲突,发挥“监督效应”(乔菲等,2021)。例如,潘红波和韩芳芳(2016)利用实证方法研究发现董事长/总经理纵向兼任提升企业会计信息质量的治理效果主要通过监督和约束管理层机会主义行为的传导路径实现。(2)“过度控制”。部分学者也基于第二类委托代理问题探讨了高管纵向兼任导致的股东过度控制现象,认为其为大股东隧道行为提供了便利(郑杲娉等,2014),进而降低企业投资效率(张桂玲等,2020;闫珍丽等,2021),抑制企业创新(闫珍丽等,2019)等。

### (二)研究假设

#### 1. 高管纵向兼任与资产剥离

资产剥离战略在企业经营与发展过程中起到的作用是其实效效果的最终体现,而资产剥离战略实施效果具有“双面性”(Vidal和Mitchell,2018;郭伟和郭泽光,2020)。理论上,资产剥离战略会因双重委托代理问题表现出不同的行为动机和效果。即一方面,由于第二类委托代理问题的存在,资产剥离战略容易成为大股东隧道行为的工具。另一方面,股东与经理层之间信息不对称产生的第一类委托代理问题,使得经理层有动机利用资产剥离进行权力寻租。董事长和总经理作为公司治理的重要环节,在资产剥离战略中发挥了重要作用。且当董事长或总经理在股东单位纵向兼任时,可能会同时存在股东有效监督和过度控制(郑杲娉等,2014)。因而,在影响企业资产剥离的众多因素中,董事长/总经理纵向兼任既能影响高管认知,又能影响股东的监督控制能力,体现为“双刃剑”特征。考虑到董事长/总经理纵向兼任的“双刃剑”特征在影响资产剥离战略动因的同时,也会对企业剥离战略的受让方选择产生差异化影响。本文引入资产剥离过程中的受让方和转让方的关系分类探讨资产剥离,其中,将交易双方涉及关联交易行为的资产剥离定义为关联性资产剥离战略,交易双方不涉及关联交易行为的资产剥离定义为非关联性资产剥离战略。

资产剥离是企业将所拥有的资产通过出售、转让等形式分离出去的战略行为。在外部环境动态变化的情境下,选择集团外部市场进行剥离交易时,具有一旦实施完成,剥离单元便不可恢复的特点,极易造成企业核心技术和核心资源流失等战略风险。因而,在面对金融体系不完备与外部环境动态变化的情况,股东为保障自身利益,更倾向于利用集团内部市场进行资产剥离,以期通过成员企业间的互保效应降低成员公司风险(潘红波和余明桂,2014)。而董事长或总经理在股东单位纵向兼任,为股东直接参与战略决策过程提供了便利,使得资产剥离在一定程度上成为股东意志的反映。因此,与不存在董事长/总经理纵向兼任的企业相比较,存在董事

长/总经理纵向兼任的企业受股东干预更多(闫珍丽等,2019,2021),更倾向于通过关联性资产剥离进行企业资源调整。

由于第二类委托代理问题的存在,关联性资产剥离可能会成为股东获取控制权私有收益的掏空行为(郑国坚等,2013)。尤其是存在董事长/总经理纵向兼任时,容易导致股东与经理层的“掏空共谋”(刘少波和马超,2016),增强股东隧道行为的动机与能力。原因在于,董事长/总经理纵向兼任的存在形成了股东与企业之间的直接控制关系,打破了原有控制层级,增强了股东对企业的控制能力(郑杲娉等,2014)。然而在股东持股比例不变的情况下,企业对战略决策错误的承担能力未发生变化。这种隐形意义上的决策控制权力与决策错误承担责任的分离,加剧了大股东与中小股东的第二类委托代理问题。因此,在上述情况下大股东有较强的机会主义行为动机与能力,更倾向于利用关联性资产剥离获取控制权私有收益。

基于此,本文提出以下假设:

**H1a:** 董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离之间呈正相关关系。

相对于在集团内部市场交易的关联性资产剥离,企业通过集团外部市场进行非关联性资产剥离时,股东和经理层之间的信息不对称性相对较高,作为代理人的管理层具有较强的机会主义行为动机。而董事长/总经理纵向兼任可以发挥监督控制的治理优势,缓解股东与经理层之间的信息不对称性,在一定程度上监督和约束管理层自利行为(佟爱琴等,2018)。一方面,董事长/总经理纵向兼任的存在,可以实现股东对企业经理层的有效监督,减少管理层自利行为(潘红波和韩芳芳,2016),以保障企业资产剥离战略制定和实施的严谨性,实现股东利益最大化(Feldman等,2016)。另一方面,董事长/总经理纵向兼任会产生“信息效应”(Duchin和Sosyura,2013;潘红波和韩芳芳,2016),为股东有效控制、监督企业管理层提供了渠道。具体表现为,拥有双重职务的纵向兼任董事长/总经理能够实现股东与企业之间的信息沟通,缓解由于股东和企业之间的控制距离和地理距离等因素形成的信息障碍(Opie等,2019),降低股东与管理层的信息不对称性(潘红波和韩芳芳,2016;Opie等,2019)。此时,在股东有效监督下,管理层出于对个人职业生涯与利益等方面的考虑,会更加谨慎选择非关联性资产剥离战略,而非为获得在任期间的短期“政绩”,利用管理层与股东之间的信息不对称性,通过资产剥离快速提升企业短期盈利水平,损害长期发展能力。

基于此,本文提出以下假设:

**H1b:** 董事长/总经理纵向兼任与非关联性资产剥离之间呈负相关关系。

## 2. 大股东隧道行为的中介作用

在制度不完善和股权集中的情境下,由于大股东与中小股东之间的信息不对称性,大股东有更强的动机实施隧道行为(刘超等,2020),倾向于通过关联交易等方式掏空企业。因而,关联性资产剥离战略可能成为大股东掏空行为的方式之一。董事长/总经理纵向兼任作为股东增强对企业控制的重要工具,其“过度控制”特征表现为通过增强股东对企业的控制,提高了大股东侵占中小股东利益的可能性(郑杲娉等,2014)。此时,大股东的机会主义行为成为董事长/总经理纵向兼任推动关联性资产剥离的一个重要的中介传导机制。原因如下:首先,纵向兼任董事长/总经理与股东单位的关联关系使得其成为股东在企业中的“代表”(乔菲等,2021)。相对于普通意义上的董事长或总经理,纵向兼任董事长/总经理更倾向推动有利于大股东隧道行为的关联性资产剥离方案的制定和实施。其次,董事长/总经理纵向兼任能够构建股东与企业的信息沟通桥梁,实现两者之间信息交流,在一定程度上扩大了大股东的信息优势(潘红波和韩芳芳,2016),增强大股东利用关联性资产剥离获取控制权私有收益的隧道行为的动机。最后,在持股比例不变的情况下,大股东通过董事长/总经理纵向兼任能够增强其对企业的控制力,形

成决策控制权与决策错误承担责任的不对称性,为股东隧道行为提供了更多的空间,增加企业选择关联性资产剥离的可能性。

基于此,本文提出以下假设:

H2:大股东隧道行为在董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离的关系中发挥了中介效应。

### 3. 管理层自利行为的中介作用

基于高阶理论,管理层的认知基础、知识结构等会影响企业的战略决策(Hambrick, 2007),因而管理层会对资产剥离战略产生重要影响。但是,由于股东与管理层之间的信息不对称性和管理者的任期有限性等因素的影响,经理层有动机为追求个人利益最大化进行权力寻租。例如管理者为获得在任期间的短期“政绩”,会通过剥离部分资产提升企业短期盈利水平。而相对于选择关联单位作为受让方,管理层更倾向于选择非关联单位作为资产剥离战略的受让方,以便于提高自利行为的隐蔽性。因此,相对于关联性资产剥离,非关联性资产剥离可能带有较强的管理层自利行为动机。

然而,董事长/总经理纵向兼任的“监督效应”能够在一定程度上降低股东与管理层之间的信息不对称性(Opie等, 2019),缓解两者之间的委托代理问题,进而减少管理层自利行为(潘红波和韩芳芳, 2016)。一方面,基于“信息效应”假说,纵向兼任董事长/总经理的双重职务能够有效实现股东与企业之间的信息交换,打破两者之间的信息障碍(Opie等, 2019),缓解了股东与管理层之间的信息不对称性,一定程度上抑制了管理层自利行为(潘红波和韩芳芳, 2016)。另一方面,纵向兼任董事长/总经理是股东的“代表”(乔菲等, 2021),在参与战略决策的过程中会相应考虑股东的期望与利益,而非自身利益最大化。这种现象在一定程度上激发了管理层的企业家精神,降低因管理层自利行为而推进非关联性剥离的可能性。

基于此,本文提出以下假设:

H3:管理层自利行为在董事长/总经理纵向兼任与非关联性资产剥离的关系中发挥了中介效应。

## 三、研究设计

### (一)样本选择和数据来源

本文以2005—2019年中国A股上市公司作为初始研究样本,为尽量排除相关因素对数据的影响,在初始研究样本基础上考虑以下几点进行样本选择:(1)参考已有研究剔除金融行业上市公司;(2)参考已有研究剔除各年度被ST、\*ST上市公司;(3)借鉴已有研究剔除政府机构直接控股公司;(4)剔除上市公司董事长或总经理数据缺失样本;(5)剔除相关研究变量数据缺失的上市公司。其中,资产剥离变量数据来源于2006—2020年CSMAR数据库中A股上市公司仅处于卖方地位的资产剥离事件。其他变量数据均来自CSMAR数据库,研究期限为2005—2019年,部分缺失数据通过巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)补充。另外,为剔除极端值的影响,本文对所有连续变量进行了1%的缩尾处理。

### (二)变量定义

1. 资产剥离。本文采用虚拟变量来测度企业关联性/非关联性资产剥离。若企业在第T年间公布的资产剥离事件的买卖双方涉及关联交易行为,则认为其为关联性资产剥离(*div\_re*);若企业在第T年间公布的资产剥离事件的买卖双方不涉及关联交易行为,则认为其为非关联性资产剥离(*div\_unre*),资产剥离事件首次公布年度赋值为1,否则为0。其中,将资产剥离事件数据中关联交易标识缺失的事件予以剔除。

2. 董事长/总经理纵向兼任。借鉴部分学者(潘红波和韩芳芳, 2016; 闫珍丽等, 2021)对董

事长/总经理纵向兼任的相关研究。本文依据CSMAR数据库中整理的董事长与总经理相关信息,将“上市公司董事长或总经理在股东单位兼任”的情形视为董事长/总经理纵向兼任。具体衡量方式为,如果当年上市公司存在董事长或总经理在股东单位兼任的情况,解释变量董事长/总经理纵向兼任(*iscocurp*)取值为1,否则为0。

3. 大股东隧道行为。借鉴已有学者(郑国坚,2009;王垒等,2020)的测度方法,本文采用上市公司与母公司、子公司等关联公司之间的商品和劳务交易的当期发生总额占当期营业收入的比重衡量大股东隧道行为(*invade*)。

4. 管理层自利行为。本文借鉴王垒等(2020)对管理层自利行为的衡量方式,将管理层自利行为分为高管货币型私有收益(*exe\_mon*)和高管非货币型私有收益(*exe\_nomon*)进行衡量。其中,利用高管实际薪酬与分年度、分行业回归估算的预期薪酬的差值衡量高管货币型私有收益(*exe\_mon*);高管实际在职消费与分年度、分行业回归估算的预期在职消费的差值衡量高管非货币型私有收益(*exe\_nomon*)。

5. 控制变量。借鉴已有相关研究,本文将上市公司特征层面、公司治理层面与董事长和总经理特征层面的相关变量进行了控制。变量定义情况请见表1。

表1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>div_re</i>	关联性资产剥离	虚拟变量,具体衡量方式见上文
<i>div_unre</i>	非关联性资产剥离	虚拟变量,具体衡量方式见上文
<i>iscocurp</i>	董事长/总经理纵向兼任	虚拟变量,若T年,公司董事长或总经理在股东单位兼任则为1,否则为0
<i>invade</i>	大股东隧道行为	上市公司与关联公司之间的商品和劳务交易的当期发生总额占当期营业收入的比重
<i>exe_mon</i>	高管货币型私有收益	高管实际薪酬与分年度、分行业回归估算的预期薪酬的差值
<i>exe_nomon</i>	高管非货币型私有收益	高管实际在职消费与分年度、分行业回归估算的预期在职消费的差值
<i>size</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
<i>lev</i>	资产负债率	负债总计/资产总计
<i>listage</i>	企业上市年龄	截止T年,企业上市时间的自然对数
<i>growth</i>	公司成长能力	(营业收入本年本期金额-营业收入上年同期金额)/(营业收入上年同期金额)
<i>roe</i>	净资产收益率	净利润/股东权益平均余额
<i>cs</i>	是否交叉上市	虚拟变量,若上市公司在B股或H股交叉上市,则为1,否则为0
<i>shrz</i>	股权制衡度	公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值
<i>soe</i>	产权性质	虚拟变量,当上市公司的实际控制人为国有企业、行政机关等时为1,否则为0
<i>broadsize</i>	董事会规模	董事会总人数的自然对数
<i>indbroad</i>	独立董事占比	独立董事总人数/董事会总人数
<i>duality</i>	两职合一	虚拟变量,若董事长和总经理为同一人则为1,否则为0
<i>age</i>	年龄	董事长和总经理平均年龄的自然对数
<i>gender</i>	性别	虚拟变量,董事长或总经理是否为男性,若为男性则为1,否则为0
<i>year</i>	年份	年度虚拟变量
<i>ind_num</i>	行业	行业虚拟变量

### (三)实证模型

1. 高管纵向兼任对资产剥离的影响。为了验证假设H1a和H1b,本文构建如下实证模型:

$$div_{i,t+1} = \alpha + \beta iscocurp_{i,t} + \sum control_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$div_{i,t+1} = \alpha + \beta iscocurp_{i,t} + \sum control_{i,t} + ind\_num + year + \varepsilon \quad (2)$$

考虑本文采用虚拟变量测度上市公司关联性资产剥离(*div\_re*)和非关联性资产剥离(*div\_unre*),属于0—1数据,因而选用Logit模型进行研究。

2. 大股东隧道行为和管理层自利行为的中介作用。为了揭示高管纵向兼任对关联性/非关联性资产剥离的影响路径,本文在模型1和模型2的基础上,引入大股东隧道行为和管理层自利行为作为中介变量,借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)的逐步回归方法,构建如下实证模型:

$$invade_{i,t} = \alpha + \beta iscocurp_{i,t} + \sum control_{i,t} + ind\_num + year + \varepsilon \quad (3)$$

$$div\_re_{i,t+1} = \alpha + \beta iscocurp_{i,t} + \phi invade_{i,t} + \sum control_{i,t} + ind\_num + year + \varepsilon \quad (4)$$

$$exe_{i,t} = \alpha + \beta iscocurp_{i,t} + \sum control_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

$$div\_unre_{i,t+1} = \alpha + \beta iscocurp_{i,t} + \phi exe_{i,t} + \sum control_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

其中,模型3和模型5选用OLS模型进行研究。考虑管理层自利行为的衡量指标是采用分年度、分行业回归拟合方式获得,为避免共线性问题,模型5和模型6仅对公司特征、治理特征及董事长和总经理特征等相关变量予以控制。另外,为了缓解可能的内生性问题,上述模型中关联性资产剥离(*div\_re*)和非关联性资产剥离(*div\_unre*)均采用T+1期。

#### 四、实证结果和分析

##### (一)描述性统计和相关性分析

本文通过主要变量的描述性统计与相关性分析初步探究变量的变化规律。表2显示了主要变量的描述性统计结果。在样本观察期内,上市公司存在不同情况的纵向兼任和资产剥离。上市公司是否存在关联性资产剥离(*div\_re*)的均值显示,样本观测期间有8.5%的观测值存在关联性资产剥离现象,标准差为0.278;上市公司是否存在非关联性资产剥离(*div\_unre*)的均值显示,样本观测期中有14.5%的观测值存在非关联性资产剥离现象,标准差为0.353。对董事长/总经理纵向兼任而言,样本观测期间有58.9%的观测值存在董事长/总经理纵向兼任,标准差为0.492。大股东隧道行为(*invade*)、高管货币型私有收益(*exe\_mon*)和高管非货币型私有收益(*exe\_nomon*)的均值分别为0.043,-0.170和0.001,标准差分别为0.129,1.379和0.004,表明上市公司存在不同程度的大股东隧道行为与管理层自利行为。

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>div_re</i>	27343	0.085	0.278	0.000	0.000	1.000
<i>div_unre</i>	27343	0.145	0.353	0.000	0.000	1.000
<i>invade</i>	27343	0.043	0.129	0.000	0.000	0.929
<i>exe_nomon</i>	27343	0.001	0.004	-0.007	0.000	0.024
<i>exe_mon</i>	27343	-0.170	1.379	-4.418	-0.105	4.448
<i>iscocurp</i>	27343	0.589	0.492	0.000	1.000	1.000

表3显示了主要变量的相关性分析结果。相关性分析结果表明:上市公司是否存在董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离呈显著正相关关系( $\beta=0.035, p<0.01$ ),与非关联性资产剥离的初步系数显著为负( $\beta=-0.026, p<0.01$ ),初步认为,董事长/总经理纵向兼任对关联性/非关联性资产剥离存在差异化影响,即相对于没有存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司,存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司选择关联性资产剥离的可能性较高,而选择非关联性资产剥离的可能性较低。董事长/总经理纵向兼任与大股东隧道行为的估计系数显著为正( $\beta=$

0.095,  $p < 0.01$ ), 与管理层自利行为的初步系数显著为负 ( $\beta = -0.091, p < 0.01; \beta = -0.049, p < 0.01$ ), 初步验证了董事长/总经理纵向兼任可能会带来股东“过度控制”和“监督效应”。另外, 考虑到可能存在多重共线性问题, 本文进行了多重共线性检验, 检验结果表明, 方差膨胀因子(VIF)均小于10, 因此, 可以认为变量间不存在多重共线性。

表3 主要变量的相关性分析结果

变量	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>invade</i>	<i>exe_nomon</i>	<i>exe_mon</i>	<i>iscocurp</i>
<i>div_re</i>	1.000					
<i>div_unre</i>	0.075***	1.000				
<i>invade</i>	0.031***	-0.030***	1.000			
<i>exe_nomon</i>	-0.020***	0.028***	-0.105***	1.000		
<i>exe_mon</i>	-0.006	0.012**	0.011*	0.130***	1.000	
<i>iscocurp</i>	0.035***	-0.026***	0.095***	-0.091***	-0.049***	1.000

注: \*, \*\*, \*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

### (二) 高管纵向兼任对资产剥离的影响

按照模型1和模型2所示的设定, 本文对董事长/总经理纵向兼任与公司关联性/非关联性资产剥离的关系进行验证, 回归结果如表4所示。回归结果表明上市公司是否存在董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离的回归系数显著为正 ( $\beta = 0.169, p < 0.01; \beta = 0.180, p < 0.01$ ); 与上市公司非关联性资产剥离存在显著负向相关关系 ( $\beta = -0.104, p < 0.05; \beta = -0.114, p < 0.01$ )。表明相对于不存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司, 存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司关联性资产剥离的可能性上升16.9%—18.0%, 非关联性资产剥离的可能性下降10.4%—11.4%。

表4 董事长/总经理纵向兼任对资产剥离影响的回归结果

变量	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>
<i>iscocurp</i>	0.169*** (3.148)	-0.104** (-2.349)	0.180*** (3.398)	-0.114*** (-2.582)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year/ind_num</i>	Yes	Yes	No	No
<i>N</i>	27343	27343	27343	27343

注: \*, \*\*, \*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著, 下同。

### (三) 大股东隧道行为和管理层自利行为的中介作用

按照模型3至6所示的回归模型设定, 本文引入大股东隧道行为与管理层自利行为作为中介变量, 采用逐步回归法对假设H2和H3进行验证, 回归结果如表5所示。回归结果显示, 上市公司是否存在董事长/总经理纵向兼任与大股东隧道行为的回归系数显著为正 ( $\beta = 0.059, p < 0.01$ ), 表征董事长/总经理纵向兼任的存在一定程度上为大股东隧道行为提供了渠道, 验证了董事长/总经理纵向兼任的“过度控制”效应。引入大股东隧道行为作为中介变量进行回归, 结果显示, 关联性资产剥离与上市公司是否存在董事长/总经理纵向兼任的回归系数显著为正 ( $\beta = 0.167, p < 0.01$ ), 与大股东隧道行为的回归系数显著为正 ( $\beta = 0.043, p < 0.1$ ), 表明大股东隧道行为在董事长/总经理纵向兼任对关联性资产剥离的影响中发挥了部分中介的作用。

模型5和模型6的回归结果显示, 董事长/总经理纵向兼任与高管货币型私有收益的估计系数显著为负 ( $\beta = -0.079, p < 0.01$ ), 与高管非货币型私有收益存在显著负向相关关系 ( $\beta = -0.058, p < 0.05$ ), 表明董事长/总经理纵向兼任的存在抑制了管理层自利行为, 一定程度上验证了董事长/总经理纵向兼任的“监督效应”。引入高管货币型私有收益和高管非货币型私有收益作为中介变量进行回归, 结果显示, 非关联性资产剥离与上市公司是否存在董事长/总经理纵向兼任

的回归系数显著为负 ( $\beta=-0.109, p<0.05; \beta=-0.112, p<0.05$ ), 与高管非货币型私有收益的估计系数显著为正 ( $\beta=0.088, p<0.01$ ), 一定程度上表征管理层自利行为在董事长/总经理纵向兼任对非关联性资产剥离的影响中发挥了部分中介的作用。

表 5 大股东隧道行为与管理层自利行为中介作用回归结果

变量	<i>invade</i>	<i>div_re</i>	<i>exe_nomon</i>	<i>exe_mon</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_unre</i>
<i>iscocurp</i>	0.059*** (2.703)	0.167*** (3.114)	-0.058** (-2.356)	-0.079*** (-3.848)	-0.109** (-2.477)	-0.112** (-2.540)
<i>invade</i>		0.043* (1.902)				
<i>exe_nomon</i>					0.088*** (4.356)	
<i>exe_mon</i>						0.022 (0.981)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year/ind_num</i>	Yes	Yes	No	No	No	No
<i>N</i>	27343	27343	27343	27343	27343	27343

#### (四)稳健性检验

1. 稀有事件偏差。考虑仅有约8.5%的观测样本存在关联性资产剥离, 约14.5%的观测样本存在非关联性资产剥离的情况, 本文采用稀有逻辑回归方法和补对数—对数模型重新检验董事长/总经理纵向兼任对企业资产剥离的影响。回归结果如表6和表7所示, 结果表明高管纵向兼任对资产剥离的影响与基本回归结果基本一致。

表 6 稳健性检验回归结果 (稀有逻辑回归)

变量	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_unre</i>
<i>iscocurp</i>	0.180*** (3.717)	-0.114*** (-3.056)	0.178*** (3.682)	-0.109*** (-2.924)	-0.112*** (-2.999)
<i>invade</i>			0.040** (2.024)		
<i>exe_nomon</i>				0.088*** (5.159)	
<i>exe_mon</i>					0.022 (1.122)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	27343	27343	27343	27343	27343

表 7 稳健性检验回归结果 (补对数—对数模型)

变量	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_unre</i>
<i>iscocurp</i>	0.163*** (3.505)	-0.094*** (-2.748)	0.173*** (3.782)	-0.102*** (-3.015)	0.161*** (3.465)	-0.098*** (-2.875)	-0.101*** (-2.972)
<i>invade</i>					0.038** (2.089)		
<i>exe_nomon</i>						0.080*** (5.222)	
<i>exe_mon</i>							0.014 (0.792)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year/ind_num</i>	Yes	Yes	No	No	Yes	No	No
<i>N</i>	27343	27343	27343	27343	27343	27343	27343

2. 替换被解释变量。本文采用当年上市公司公布的关联性/非关联性资产剥离事件总数量代替原被解释变量,考虑剥离事件数量为非负离散整数,采用泊松回归重新检验董事长/总经理纵向兼任对资产剥离的差异化影响。回归结果如表8所示,表明高管纵向兼任对关联性/非关联性资产剥离的影响与基本回归结果基本一致。

表8 稳健性检验回归结果(替换被解释变量)

变量	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_re</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_unre</i>
<i>iscocurp</i>	0.156*** (2.959)	-0.100** (-2.372)	0.174*** (3.351)	-0.103** (-2.444)	0.155*** (2.938)	-0.098** (-2.346)	-0.103** (-2.454)
<i>invade</i>					0.025 (1.197)		
<i>exe_nomon</i>						0.081*** (4.148)	
<i>exe_mon</i>							-0.002 (-0.078)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year/ind_num</i>	Yes	Yes	No	No	Yes	No	No
<i>N</i>	27343	27343	27343	27343	27343	27343	27343

3. 安慰剂检验。考虑董事长/总经理纵向兼任与资产剥离的因果关系可能会受到遗漏变量导致的内生性问题的干扰,本文利用非参安慰剂方法进行检验。图1和图2为董事长/总经理纵向兼任对关联性/非关联性资产剥离影响的安慰剂检验结果。结果显示,安慰剂检验的回归系数基本集中分布在零点附近,大多数P值大于0.1,表明董事长/总经理纵向兼任对关联性/非关联性资产剥离的影响不太可能受到遗漏变量的干扰。

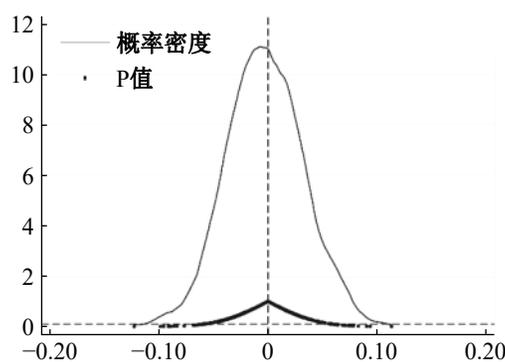
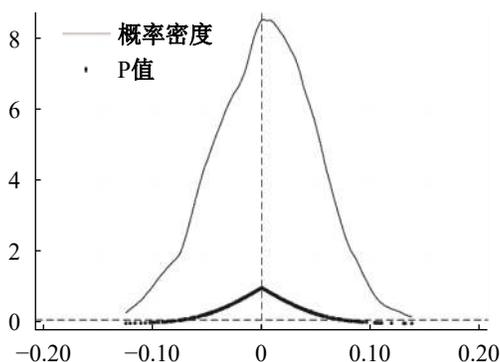


图1 董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离 图2 董事长/总经理纵向兼任与非关联性资产剥离

4. 中介作用检验。为验证大股东隧道行为与管理层自利行为中介作用的稳健性,本文采用Sobel方法进行重新回归,结果如表9所示:大股东隧道行为(*invade*)的Sobel系数在5%的统计学水平上显著,中介效应占比为2.01%。高管非货币型私有收益(*exe\_nomon*)的Sobel系数在1%的统计学水平上显著,中介效应占比为4.96%。表征中介作用结果与基本回归结果基本一致。

## 五、进一步研究

### (一) 董事长/总经理纵向兼任对资产剥离效果的影响

基于上述研究发现,董事长/总经理纵向兼任的存在,既会通过大股东隧道行为提升关联

表9 中介作用稳健性检验回归结果 (Sobel方法)

被解释变量	中介变量		Coef	StdErr	Z	P> Z
div_re	invade	Sobel	0.00025844	0.0001178	2.194	0.0282387
		间接效应	0.000258	0.000118	2.19395	0.028239
		中介效应占比				2.01%
div_unre	exe_nomon	Sobel	-0.00063984	0.00018641	-3.432	0.00059822
		间接效应	-0.00064	0.000186	-3.43242	0.000598
		中介效应占比				4.96%
div_unre	exe_mon	Sobel	-0.00038067	0.00019595	-1.943	0.05206084
		间接效应	-0.000381	0.000196	-1.94263	0.052061
		中介效应占比				2.95%

性资产剥离的可能性,也会通过监督和约束管理层自利行为而降低非关联性资产剥离的可能性。然而,加剧大股东隧道行为与监督约束管理层自利行为对企业战略的最终影响体现为差异化的资产剥离效果。因此,为进一步验证董事长/总经理纵向兼任对资产剥离的影响,本文以是否存在董事长/总经理纵向兼任为分组依据,分组探讨关联性/非关联性资产剥离决策对企业价值的差异化影响,以期进一步验证董事长/总经理纵向兼任是“监督效应”的工具,还是股东“过度控制”的渠道。基于此,本文构建如下实证模型:

$$Tobin'q_{i,t+1} = \alpha + \beta div_{i,t} + \sum control_i + \epsilon \quad (7)$$

为了揭示在董事长/总经理纵向兼任情境下,资产剥离决策产生的差异化效果,本文对公司价值这一经济后果进行探析,希望为验证董事长/总经理纵向兼任的“监督效应”和“过度控制”提供实验证据。根据Hausman检验结果,回归选择面板固定效应模型,被解释变量为企业价值(Tobin'q);对于解释变量,考虑该资产剥离事件是否完成对公司价值的影响,本文选择已完成的资产剥离事件进行研究。另外,考虑关联性资产剥离与非关联性资产剥离的交互影响,对同时公布两类剥离的观测值予以删除。为了缓解可能的内生性,本模型设定中的企业价值(Tobin'q)为T+1期,解释变量为T期,分组变量董事长/总经理纵向兼任(iscocurp)为T-1期。同时,本文还对公司层面特征、公司治理及董事长和总经理特征等相关变量予以控制,其中上市公司特征和公司治理特征相关变量为T期,董事长和总经理特征相关变量为T-1期。

表10报告了在董事长/总经理纵向兼任情境下,资产剥离对企业价值的差异化影响。回归结果显示:对于存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司,关联性资产剥离与企业价值的估计系数未通过显著性检验;对于不存在董事长/总经理纵向兼任的上市公司,关联性资产剥离与企业价值的估计系数显著为正( $\beta=0.224, p<0.05$ )。分组结果表明,董事长/总经理纵向兼任的存在一定程度上抑制了关联性资产剥离对企业价值的正向作用。

表10 董事长/总经理纵向兼任情境下资产剥离对企业价值影响的回归结果

变量	存在董事长/总经理纵向兼任		不存在董事长/总经理纵向兼任	
	Tobin'q	Tobin'q	Tobin'q	Tobin'q
div_re	0.013 (0.201)		0.224** (2.445)	
div_unre		-0.023 (-0.493)		-0.046 (-0.838)
controls	Yes	Yes	Yes	Yes
N	12235	12235	8557	8557

## (二) 高管团队横向兼任水平的调节作用

当以企业集团为边界时,企业董事长或总经理在其他单位兼任并不仅仅呈现集团内部的纵向联结关系,也会与非集团内的企业形成横向联结关系。依据CSMAR数据库中的高管个人信息进行简单统计发现,1999—2019年期间,披露相关信息的中国上市公司中存在管理层外部兼任的公司约占86%,表明管理层外部兼任成为普遍现象。而管理层个体同时在其他企业任职形成的横向兼任关系,会因资源信息、个体声誉等对资产剥离产生影响。鉴于此,本文拟进一步将管理层与其他企业形成的横向兼任网络引入董事长/总经理纵向兼任对企业资产剥离影响的研究,进一步探讨多网络视角下,管理层横向兼任水平与董事长/总经理纵向兼任是否会对资产剥离战略产生交互影响。

基于多网络视角,企业会同时拥有高管纵向兼任形成的纵向关系网络,和高管连锁网络形成的横向关系网络。两类网络关系并不一定互相排斥,可能存在多网络结构的互补协同作用(Barroso-Castro等,2016)。可能的原因是,首先,纵向关系网络是股东单位与企业之间协调和信息交流的重要工具(潘红波和韩芳芳,2016),横向关系网络构建了企业与其他企业之间信息、资源共享的渠道(陈运森和郑登津,2017)。纵向关系网络与横向关系网络之间的差异使得企业获取的信息与资源存在差别。相对于获取单一资源和信息,企业同时利用集团内外部资源与信息可能会产生资源乘数效应(Barroso-Castro等,2016)。其次,企业获取外部资源与信息并不能保证其被利用(Kwon和Adler,2014),而高管之间的密切合作关系可能会促进外部社会资本的利用和整合(Barroso-Castro等,2016)。董事长/总经理纵向兼任的“监督效应”能够缓解管理层自利行为(潘红波和韩芳芳,2016),在某种意义上有助于形成管理层的“合作关系”。因此,董事长/总经理纵向兼任可能会促进内外部资源的有效协调整合,与管理层横向兼任关系产生乘数效应,进而降低企业因资源约束而进行资产剥离的可能性。

管理者的横向兼任关系不仅是企业获取信息、资源共享的途径,也能够一定程度上体现个人声誉和地位(陈春花等,2018)。声誉是企业管理层个体的不可复制的无形资产,具有路径依赖性,是个体的沉淀成本,一旦声誉遭受损坏将难以建立。而企业披露的财务指标、资本市场指标等出现负面信息时会对高管的声誉造成损害(徐宁等,2017)。所以,企业经营低效或存在战略决策失误等情况,会对管理者造成声誉的负面影响,带来不可逆的损失。因此,随着企业管理层横向兼任水平的提升,高管个体出于对个人声誉的考虑,会更严谨地对待资产剥离战略,进而减少企业资产剥离行为。即管理层横向兼任的“声誉效应”可能会缓解董事长/总经理纵向兼任的“掏空行为”,而减少企业的资产剥离。

基于此,为了揭示公司高管团队横向兼任水平对董事长/总经理纵向兼任与资产剥离关系的交互作用,在模型1的基础上,引入公司高管横向兼任水平作为调节变量,借鉴温忠麟等(2005)的调节作用模型,本文构建如下实证模型:

$$div_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 iscocorp_{i,t} + \beta_2 director_{i,t} + \sum control_{i,t} + \varepsilon \quad (8)$$

$$div_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 iscocorp_{i,t} + \beta_2 director_{i,t} + \beta_3 iscocorp_{i,t} \times director_{i,t} + \sum control_{i,t} + \varepsilon \quad (9)$$

其中,借鉴已有学者的研究,本文将“在其他单位(除股东单位)兼任的上市公司高管”定义为高管横向兼任。考虑到数据的可获得性,采用上市公司高管团队在外兼任董事的平均值作为高管团队横向兼任水平的代理变量。

表11中高管团队横向兼任水平调节作用的回归结果显示,董事长/总经理纵向兼任和高管团队横向兼任水平交互项与上市公司关联性资产剥离的回归系数显著为负( $\beta = -0.090$ ,  $p < 0.05$ ),而非关联性资产剥离的估计系数未通过显著性检验,表明高管团队横向兼任水平

对董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离的关系存在显著负向调节作用。这说明一方面,基于声誉效应,随着高管横向兼任水平的提升,高管团队成员会出于对个人声誉的考虑而更为严谨地进行资产剥离。另一方面,高管纵向兼任可能会带动管理层“合作关系”的形成,以促进内外部资源整合产生资源乘数效应,提高企业风险承担能力,降低企业因资源约束而进行资产剥离的可能性。

表 11 高管团队横向兼任水平调节作用回归结果

变量	<i>invade</i>	<i>div_re</i>	<i>div_re</i>	<i>exe_nomon</i>	<i>exe_mon</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_unre</i>	<i>div_unre</i>
<i>iscocurp</i>	0.092*** (2.862)	0.250*** (3.523)	0.247*** (3.489)	-0.025 (-0.795)	-0.119*** (-4.302)	-0.122** (-2.093)	-0.120** (-2.064)	-0.120** (-2.072)
<i>director</i>	-0.020 (-1.422)	0.132*** (3.542)	0.131*** (3.404)	0.085*** (4.019)	0.087*** (6.105)	0.116*** (3.580)	0.108*** (3.230)	0.114*** (3.490)
<i>invade</i>			0.034 (1.216)					
<i>exe_nomon</i>							0.080*** (2.936)	
<i>exe_mon</i>								0.004 (0.150)
<i>iscocurp</i> × <i>director</i>	-0.033** (-2.025)	-0.090** (-2.043)	-0.089** (-2.026)	-0.051** (-2.220)	0.011 (0.689)	-0.022 (-0.580)	-0.018 (-0.471)	-0.022 (-0.581)
<i>invade</i> × <i>director</i>			0.011 (0.418)					
<i>exe_nomon</i> × <i>director</i>							0.003 (0.128)	
<i>exe_mon</i> × <i>director</i>								0.010 (0.425)
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	27343	27343	27343	27343	27343	27343	27343	27343

为进一步探讨高管团队横向兼任水平对董事长/总经理纵向兼任与关联性/非关联性资产剥离关系的调节作用是通过声誉效应路径,还是通过资源乘数效应路径实现,本文进一步探讨高管团队横向兼任水平对董事长/总经理纵向兼任影响资产剥离的作用路径的调节作用。回归结果显示,高管团队横向兼任水平和董事长/总经理纵向兼任交互项与高管非货币型私有收益的估计系数显著为负( $\beta=-0.051, p<0.05$ ),与大股东隧道行为的回归系数显著为负( $\beta=-0.033, p<0.05$ )。大股东隧道行为与高管团队横向兼任水平的交互项,高管货币型私有收益与高管团队横向兼任水平的交互项以及高管非货币型私有收益与高管团队横向兼任水平的交互项和关联性/非关联性资产剥离的估计系数均未通过显著性检验,一定程度上为高管团队横向兼任水平对董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离关系的调节作用可能体现为声誉效应提供了实验证据。

## 六、研究结论与政策建议

### (一)研究结论

在中国资本市场中较为普遍存在的股东派遣纵向兼任高管,逐渐成为近年来学术研究热点之一,同时资产剥离战略作为企业实现业务深度与广度有机平衡的战略布局的战略选择,也逐渐被学术界所重视。董事长和总经理作为高管团队的关键成员,对企业资产剥离战略的影响是有关企业战略优势和未来持续发展的重要议题。本文以2005—2019年中国沪深A股上市公

司为研究对象,实证检验了董事长/总经理纵向兼任对关联性/非关联性资产剥离战略的差异化影响和作用路径,为探讨董事长/总经理纵向兼任对资产剥离战略的影响提供了直接经验证据。同时,基于多网络视角,本文进一步分析了高管团队横向兼任水平对董事长/总经理纵向兼任与资产剥离关系的调节作用,补充了多网络视角下研究资产剥离战略的实验证据。

本文的实证结果显示:(1)董事长/总经理纵向兼任对关联性资产剥离具有显著正向影响,大股东隧道行为在此过程发挥了部分中介的作用,反映出董事长/总经理纵向兼任的存在可能会导致股东“过度控制”的现象。即董事长/总经理纵向兼任作为股东控制企业的治理工具与利益“代表者”,极易与股东“合谋”。尤其是董事长或总经理在大股东单位兼任时,增加了通过和实施有利于大股东隧道行为的关联性资产剥离方案的可能性,在某种程度上提升了大股东隧道行为的动机和能力。(2)董事长/总经理纵向兼任负向影响非关联性资产剥离战略,其中监督和约束管理层自利行为发挥了部分中介的作用。一定程度上体现出董事长/总经理纵向兼任的“监督效应”。即股东能够利用董事长/总经理纵向兼任缓解其与管理层之间的信息不对称性,提高对公司的监督能力,减少管理层因自利行为而推进企业资产剥离的可能性。(3)高管团队横向兼任水平对董事长/总经理纵向兼任与关联性资产剥离关系存在显著负向调节作用。即随着高管团队横向兼任水平的提升,董事长/总经理纵向兼任对关联性资产剥离的正向促进作用被弱化。而这一负向调节作用的产生可能由于高管团队横向兼任的“声誉效应”。(4)本文从资产剥离效果的视角进一步探讨了董事长/总经理纵向兼任对资产剥离的影响。发现董事长/总经理纵向兼任的存在一定程度上抑制了关联性资产剥离对企业价值的正向作用,侧面反映和验证了高管纵向兼任的“过度控制”现象。

## (二)启示与建议

本文研究结果对客观认识和理解高管纵向兼任问题及公司资产剥离战略实践具有如下启示:第一,企业应审视高管纵向兼任的治理优势,善用高管纵向兼任的“监督效应”,发挥其监督约束管理层自利行为的治理效应,推进以长足发展和构建核心竞争优势为目标的非关联性资产剥离战略的制定与实施。第二,相关部门应关注高管纵向兼任推动企业关联性资产剥离战略行为的现象,建立健全对高管纵向兼任的监督控制机制,以减少大股东机会主义行为,引导企业关联性资产剥离战略发挥“互保效应”,降低公司战略风险。第三,鼓励管理层构建和拓展适度横向兼任关系,发挥横向网络关系的“声誉效应”和“乘数效应”。企业可以在利用董事长/总经理纵向兼任“监督效应”,推动管理层密切“合作关系”形成的基础上,积极鼓励管理层构建和拓展适度横向兼任关系,扩大高管纵向兼任与管理层横向兼任关系形成的资源乘数效应。另外,管理层横向兼任具有“声誉效应”,能够在一定程度上缓解管理层自利行为或管理层与股东的“合谋行为”,减少损害企业持续发展的资产剥离战略的制定与实施。

## 主要参考文献

- [1]陈春花,朱丽,宋继文.学者价值何在?高管学术资本对创新绩效的影响研究[J].经济管理,2018,40(10):92-105.
- [2]陈玉罡,李善民.资产剥离如何不再毁损公司价值?——基于价值驱动指标的实证研究[J].管理评论,2010,22(1):105-114.
- [3]陈运森,郑登津.董事网络关系、信息桥与投资趋同[J].南开管理评论,2017,20(3):159-171.
- [4]刘超,阮永平,郑凯.定向增发、契约特征与大股东资金占用[J].外国经济与管理,2020,42(6):126-138.
- [5]刘少波,马超.经理人异质性与大股东掏空抑制[J].经济研究,2016,51(4):129-145.
- [6]潘红波,韩芳芳.纵向兼任高管、产权性质与会计信息质量[J].会计研究,2016,(7):19-26.
- [7]彭睿,慕好东,亚琨.国有企业归核化与风险承担[J].会计研究,2020,(7):104-118.
- [8]乔菲,文雯,徐经长.纵向兼任高管能抑制公司违规吗?[J].经济管理,2021,43(5):176-191.

- [9]孙敏, 党兴华. 企业重组中收缩战略的应用[J]. *中国软科学*, 2000, (1): 56-58.
- [10]佟爱琴, 李孟洁. 产权性质、纵向兼任高管与企业风险承担[J]. *科学学与科学技术管理*, 2018, 39(1): 118-126.
- [11]王垒, 曲晶, 赵忠超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. *管理世界*, 2020, 36(7): 132-153.
- [12]温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. *心理学报*, 2005, 37(2): 268-274.
- [13]温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731-745.
- [14]席思国. 企业归核化战略及其对我国企业的启示[J]. *南开管理评论*, 2002, 5(6): 35-38.
- [15]徐宁, 吴峰玉, 王帅. 动力抑或负担?——高管声誉双重治理效用研究述评与展望[J]. *外国经济与管理*, 2017, 39(10): 102-113.
- [16]薛有志, 吴倩. 谁实施的资产剥离交易更少: 国有企业还是非国有企业?[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2021, 41(3): 3-17.
- [17]闫珍丽, 梁上坤, 袁淳. 高管纵向兼任、制度环境与企业创新[J]. *经济管理*, 2019, 41(10): 90-107.
- [18]闫珍丽, 梁上坤, 袁淳. 高管纵向兼任与企业投资效率: 促进还是抑制[J]. *管理工程学报*, 2021, 35(3): 56-63.
- [19]张桂玲, 钱婷婷, 王林江. 纵向兼任高管、产权性质与企业投资效率[J]. *中央财经大学学报*, 2020, (1): 70-88.
- [20]郑昉婷, 薛健, 陈晓. 兼任高管与公司价值: 来自中国的经验证据[J]. *会计研究*, 2014, (11): 24-29.
- [21]郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. *管理世界*, 2013, (5): 157-168.
- [22]郑志刚, 胡晓霖, 黄继承. 超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J]. *中国工业经济*, 2019, (10): 155-174.
- [23]Barroso-Castro C, del Mar Villegas-Periñan M, Casillas-Bueno J C. How boards' internal and external social capital interact to affect firm performance[J]. *Strategic Organization*, 2016, 14(1): 6-31.
- [24]Damaraju N L, Barney J B, Makhija A K. Real options in divestment alternatives[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(5): 728-744.
- [25]Duchin R, Sosyura D. Divisional managers and internal capital markets[J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(2): 387-429.
- [26]Feldman E R, Amit R, Villalonga B. Corporate divestitures and family control[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(3): 429-446.
- [27]Hambrick D C. Upper echelons theory: An update[J]. *Academy of Management Review*, 2007, 32(2): 334-343.
- [28]Kwon S W, Adler P S. Social capital: Maturation of a field of research[J]. *Academy of Management Review*, 2014, 39(4): 412-422.
- [29]Opie W, Tian G G, Zhang H F. Corporate pyramids, geographical distance, and investment efficiency of Chinese state-owned enterprises[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, 99: 95-120.
- [30]Vidal E, Mitchell W. Virtuous or vicious cycles? The role of divestitures as a complementary Penrose effect within resource-based theory[J]. *Strategic Management Journal*, 2018, 39(1): 131-154.
- [31]Yiu D W, Lu Y, Bruton G D, et al. Business groups: An integrated model to focus future research[J]. *Journal of Management Studies*, 2007, 44(8): 1551-1579.

## Vertical Interlock and Asset Divestiture Strategy

Xue Youzhi<sup>1,2</sup>, Zhang Rongrong<sup>1,2</sup>, Zhang Yujing<sup>1,2</sup>

(1. *China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China*; 2. *Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China*)

**Summary:** Asset divestiture is a normalized strategy for corporate sustainable development. However, due to the principal-agent problem, there is a gap between the actual strategic effect and the optimal value of divestiture in promoting corporate sustainable development. Therefore, building a

scientific and reasonable corporate governance mechanism would be a good way to optimize the effect of asset divestiture. As a crucial part of corporate governance, senior management plays an important role in the asset divestiture strategy. In particular, vertical interlock not only has the characteristic that individual cognition affects enterprise strategy, but also is a governance tool for shareholders to enhance corporate supervision and control, which has the characteristics of “supervision effect” and “excessive control” in the dual principal-agent problem. Therefore, how does the widespread phenomenon of vertical interlock affect the normalized asset divestiture strategy in the market? This paper tries to answer the question by exploring the relationship between vertical interlock and asset divestiture.

In view of this, this paper takes China’s Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2005 to 2019 as the research object, collects relevant variable data from the CSMAR database, and empirically tests the differential impact and action path of vertical interlock on asset divestiture. The empirical results show that vertical interlock will enhance the possibility of related asset divestiture, and the transmission path of this promotion effect is to aggravate the tunneling behavior of major shareholders; vertical interlock will reduce the possibility of non-related asset divestiture, and the transmission path of this inhibition effect is to supervise and restrict the self-interest behavior of the management. Further, this paper discusses the moderating effect of horizontal interlock. The results show that with the improvement of horizontal interlock, the promotion effect of vertical interlock on related asset divestiture is weakened. This negative moderating effect may be due to the “reputation effect” of horizontal interlock.

This paper starts from the micro corporate governance mechanism of vertical interlock, and studies the influencing factors of enterprise asset divestiture strategy. Compared with previous studies, the main research contributions are as follows: (1) From the perspective of the differentiation of divestiture object selection, this paper investigates the differential impact of vertical interlock on asset divestiture, which helps to deeply understand the behavior mode selection of shareholders using vertical interlock executives to participate in governance, and provides experimental evidence for understanding and standardizing the behavior of shareholders stationed in executives. (2) By introducing the self-interest behavior of the management and the tunneling behavior of major shareholders, this paper identifies the path that vertical interlock affects asset divestiture, and opens the “black box” that vertical interlock affects asset divestiture to a certain extent. (3) In order to explore the specific situational factors affecting asset divestiture, horizontal interlock is introduced for further research. This paper discusses asset divestiture from the perspective of multi-network, which is helpful to better understand how the multi-network structure affects asset divestiture. In short, it discusses the relationship between vertical interlock and asset divestiture, which is conducive to an in-depth understanding of the “effective supervision” and “excessive control” of vertical interlock. The research conclusion has a certain reference value for the vigilance and supervision of the opportunistic behavior of major shareholders brought by vertical interlock, examining and making good use of the governance advantages of effective supervision, and guiding enterprises to scientifically and reasonably promote asset divestiture to achieve sustainable development.

**Key words:** asset divestiture; vertical interlock; tunneling behavior of major shareholders; self-interest behavior of the management

(责任编辑:王 孜)