

家族企业高管选择与资本投资决策*

李思飞 刘 欢 王柏平

[摘 要]本文采用我国上市家族企业的大样本数据,实证检验家族企业中高管选择对资本投资决策的影响。研究发现,由于外部职业经理人与家族股东利益不一致,投资期限相对较短,所以当企业选择外部职业经理人担任高管时,资本投资规模会显著减少。独立董事和制度环境的内外部监督机制可以对经理人的短视投资行为有一定的约束作用。同时,进一步研究发现,外部职业经理人投资效率也相对较低,监督机制对与低效率投资行为的约束作用不够显著。

关键词: 家族企业 高管选择 投资决策

JEL 分类号: G32 G34 G38

一、引 言

目前,民营经济已经在我国国民经济中发挥着越来越重要的作用。截至 2012 年 9 月,我国已有超过 1000 万家注册的私营企业,其在我国 GDP 中占比已经超过 60%。作为民营经济最重要的组成部分,家族企业也越来越吸引来自社会各界的关注。目前来自学术界的研究和实务界的现实案例都发现,家族企业中高管的选择对于企业的经营业绩有着非常重要的影响。但是已有的文献对于家族企业中高管选择作用于企业业绩的具体路径,即如何影响企业各项决策研究还不充分。本文将以投资决策为核心,研究家族企业的高管选择如何影响企业的投资决策。同时还将进一步研究内部和外部的制约机制能否对高管起到监督和约束作用。

传统的代理理论认为,由于所有权和经营权的分离导致经理人决策会滥用公司资源而满足个人私利(Jensen and Meckling, 1979)。而对于家族企业的研究认为,依靠家族内部的亲缘关系可以解决所有人与外部职业经理人之间的代理问题,即选择家族成员担任高管(Bertrand and Schoar, 2006),这种选择也会随着外部法律监管环境的不同而有所不同(Burkart et al., 2003)。在现实的企业中,由于企业内外部环境的不同,家族企业也会对高管做出不同的选择。已有研究对于不同高管选择的不同经济后果进行了非常深入的研究,但是并未得出一致的结论。对于选择家族成员担任高管持有正面观点的研究认为,家族高管可以有效降低代理成本,具有更长期的投资视野,并且出于珍惜家族声望的角度会更稳健的进行决策,因此家族高管可以增加企业价值(James, 1999; Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; 陈然方, 2006)。相反,持有负面观点的研究认为相比较外部职业经理人,家族高管的教育背景、管理经验等更差,因此家族高管与企业价值存在着负相关关系(Morck et al., 2000),并且这种负相关关系在企业发生传承时更为显著(Perez-Gonzalez, 2006; Fan et al., 2008)。也有研究发现高管选择与企业绩效之间并不存在显著的线性关系(贺小刚和连燕玲, 2009; 苏启林和朱文, 2003)。

已有文献虽然对于家族企业中高管选择与企业绩效的关系进行了大量研究,但是对于高管选择具体作用于企业绩效的路径,即与具体企业决策的关系研究还不充分。本文将从家族企业的资

* 李思飞,北京外国语大学国际学院,博士,讲师;刘欢,北京工商大学经济学院,硕士研究生;王柏平,天津财经大学珠江学院。本文得到国家社科基金青年项目(12CG032)和国家自然科学基金(71002097;71102122)的资助。

本投资决策入手,研究高管选择对于企业具体决策的影响。资本投资决策是企业的非常重要的一项决策。在我国的经济体系中,中国的家族企业在资源配置上就受到限制,他们受到资金供给的限制,面临更为严重的融资约束(Brandt and Li, 2003);同时在投资项目和投资渠道上也遭到限制(陈德球和李思飞, 2012)。在有限的资源下进行更为有效的投资决策就对于家族企业来说更为重要。高管是投资决策的主要制定和执行者,因此研究家族高管选择与投资决策的关系就对于家族企业的发展有着重要的意义。

本文认为,家族企业的不同高管选择会对企业的资本投资规模和效率产生显著影响。在资源受限的条件下,家族经理人与家族所有人的利益趋同,家族经理人在制定决策时具有更长的投资视野,在传统“家文化”的影响下会考虑企业的长久发展,而外部职业经理人在制定投资决策时更多地关注于短期的业绩,不会像家族经理人一样具有长期投资承诺(James, 1999),因此相比较选择家族经理人,选择职业经理人的家族企业资本投资规模相对较小。与此同时,职业经理人的行为还受到内外部治理机制的制约,本文进一步考察了内部独立董事制度和外部制度环境对于职业经理人的制约效应。最后,本文在考察投资规模的基础上进一步采用投资-托宾 Q 模型检验了高管选择对于投资效率的影响。

本文的主要贡献体现在以下方面:首先,本文从代理问题的视角对家族企业的高管选择进行了研究。以往文献认为家族企业特别的所有权与经营权结构会降低代理成本。但是当家族企业聘用职业经理人时,这种代理问题依然会存在,本文为这一情景下的代理问题以及相关的制约机制提供了经验证据;其次,本文研究了家族企业高管选择作用于业绩的具体机理,即高管选择对于企业决策的影响。已有的文献对这一问题研究不够充分,只是关注于高管选择如何影响企业业绩。最后,本文检验了在家族企业中内部和外部治理机制对于职业经理人的不同制约效力。虽然已有文献已经证实内部和外部相关制约机制的有效性,但是对于其在家族企业中的作用研究相对较少。

二、理论分析与研究假说

在股东与经理人的代理问题框架下,Jensen and Meckling(1979)指出当经理人的任期小于项目投资期限的时候,经理人会倾向于选择那些可以增加近期(near-term)净现金流的项目,而很多即使净现值为正但是不能增加近期净现金流的项目将会被舍弃,也就是出现投资不足的问题。在这样的情境下,经理人的决策就会以企业的投资机会和长期价值为代价,提升短期的绩效表现(Stein, 1988)。经理人也会出于向市场展示其能力并提升其在经理人市场上声望的动机制定可以增加短期回报的决策,由此选择短期的投资项目(Campbell and Marino, 1994)。

而在家族企业中,由于所有权和经营权实现了统一,因此一般认为家族企业具有较长期的投资期限(James, 1999)。出于永续经营和将家族财富通过企业不断传承的动机,家族企业会追求最大化长期的回报,因此会选择那些可以增加企业长期价值的投资项目(Bertrand and Schoar, 2006)。但是,当家族企业从外部选择职业经理人时,股东与经理人之间的代理问题就会重新出现。这种情况下外部经理人和家族股东由于利益目标的不一致就会在投资期限上出现分歧。特别在我国的制度环境下,家族企业资源受到限制,职业经理人更容易出于追逐短期利益的目标制定投资决策。资本投资是企业投资决策中重要的一部分,通常资本支出项目要求企业在短期支出大量现金,而在长期获取回报。资本支出的特征使得短视的经理人在资源受限的条件下会降低资本投资的规模。由此,本文提出研究假设一:

聘请外部职业经理人担任高管的家族企业会比聘请家族经理人的家族企业具有更低的资本投资规模。

对于职业经理人的行为,企业可以通过内部以及外部的监督机制来进行制约。内部的监督机制主要是通过构建公司治理结构,其中重要的一项就是独立董事制度。独立董事可以起到监督和咨询的功能,从而提升公司的价值(Byrd and Hickman,1992;魏刚等,2007)。对于企业的具体决策,已有文献也证实了独立董事在企业具体决策中也可以对经理人的行为起到制约作用,Weisbach (1988)发现外部董事可以显著提高 CEO 变更与企业业绩之间的敏感性;独立董事也可以对经理人的盈余操纵产生有效的约束(Chen and Jaggi,2001;胡奕明和唐松莲,2008)。但是在我国目前的制度背景下,独立董事可能并不能够起到有效的监督作用(王兵,2007),或者仅在特定的条件下独立董事才能发挥一定的作用(叶康涛等,2011)。具体到家族企业的资本投资决策上,家族大股东会倾向于聘任那些与家族目标趋同的独立董事,这些独立董事会对外部职业经理人的短视投资行为起到一定的制约作用,但是当外部职业经理人的权威较大,如董事长和 CEO 都由外部职业经理人担任时,这种制约作用可能就会被削弱。由此,本文提出研究假设二:

独立董事会对外部职业经理人的短视投资行为有一定的约束。

除了内部监督机制,法律等外部的制度环境通过更完备的合同执行机制以及更好的投资者保护制度对经理人的行为产生约束(La Porta et al.,2000)。Burkart et al.(2003)通过构建理论模型的方法分析了制度环境对于家族企业选择经理人的影响,他们认为在制度环境薄弱的地区,如果家族企业聘请了外部职业经理人,代理问题就会非常严重,经理人就会利用企业资源谋取个人私利。杨华军和胡奕明(2007)发现制度环境中的金融发展可以降低融资约束,同时强化债务对于经理人的硬约束,因此金融发展可以降低自由现金流的过度投资。对于家族企业中的经理人,外部的制度环境同样会对经理人的投资决策产生制约,良好的制度环境会促进经理人与家族股东利益的一致,会增加经理人的投资期限。由此,本文提出研究假设三:

制度环境会可以对外部职业经理人的短视投资行为有一定的约束。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取了 2005~2010 年 A 股家族上市公司为研究样本。根据已有的研究(苏启林和朱文,2003;贺小刚和连燕玲,2009;胡石其等,2012),我们将家族企业定义为上市公司的最终控制人为自然人或家族。我们进一步剔除了金融业、公共事业两个行业的公司;同时由于 ST 和 PT 公司财务数据的极端值会对结果产生影响,这两类公司也被剔除;最后我们剔除了样本期间财务数据不完整的公司。最终我们得到 2940 个观测值。

(二)变量说明

1.主要因变量。本文考察的主要是企业的资本投资决策。我们选择资本支出除以总资产来度量(*Capx*)。资本支出为企业当期购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金。

2.主要自变量。本文的一个重要指标是家族企业高管的选择。我们通过手工搜集上市公司年报,构建职业经理人哑变量(*CEO*),即当家族企业的经理人与企业控股家族没有任何血缘和亲缘关系时,变量取值 1,否则取值为 0。为了进一步考察企业高级管理职位聘用职业经理人的情况,我们构建了哑变量(*Chairman*)度量企业董事长是否为非家族成员,同样,当董事长为外部非家族成员时,变量取值 1,否则取值 0。同时,我们还同时考察了总经理和董事长两个重要职位,构建了第三个哑变量(*CEO&Chairman*),同样,如果两个职位同为外部非家族成员时,该变量取值为 1,否则取值为 0。

对于内部的监督机制,我们采用独立董事占董事总数的比例(*Indep*)来度量,而对于外部的监

督机制,我们采用被已有文献广泛的使用的市场化指数(*Market*)来度量。

3.控制变量。根据已有的相关研究(Malmendier and Tate,2005;Anderson et al.,2012;陈德球和李思飞,2012),我们选取了用总资产的自然对数度量公司规模(*Size*),用负债总额除以资产总额度量公司的财务杠杆(*Lev*),用总资产收益率度量公司当期的业绩水平(*ROA*),同时还控制了公司的现金持有水平(*Cash*),公司的年龄(*Age*)。最后,在所有回归方程里,我们设置了行业和年度哑变量控制行业和年份的影响。

表1列示了所有相关变量定义。

表1 主要变量定义

变量名	变量说明
CEO	总经理选择哑变量,当家族企业聘请与家族成员没有任何血缘关系的外部经理人担任总经理时取值为1,否则取值为0。
Chairman	董事长选择哑变量,当家族企业聘请与家族成员没有任何血缘关系的外部经理人担任董事长时取值为1,否则取值为0。
CEO & Chairman	总经理及董事长选择哑变量,当家族企业聘请与家族成员没有任何血缘关系的外部经理人担任总经理以及董事长时取值为1,否则取值为0。
Capx	资本支出规模。企业当期购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金总额除以总资产。
Indep	独立董事比例。独立董事人数占董事会的百分比。
Market	市场化指数。取自樊纲等(2012)各地区的市场化指数。
Size	企业规模。总资产的自然对数。
Lev	财务杠杆。负债总额除以资产总额。
Cash	现金持有。现金及现金等价物总额除以资产总额。
ROA	总资产回报率。净利润总额除以资产总额。
Age	公司年龄。公司自成立起到样本期间的年份。

(三)描述性统计

表2列示了上述主要变量的描述性统计。从表中我们可以看出,目前职业经理人在家族企业中还较为普遍,有66.13%的企业聘请了外部职业经理人担任总经理,有26.71%的企业聘请了外部职业经理人担任董事长,而有25.72%企业的两个重要高管职位都由外部职业经理人担任。从描述性统计中也可以看出,我国的家族企业在资本投资规模,财务杠杆的运用,业绩水平和公司年龄等指标上都显示了较大的差异性。

(四)回归模型

本文将首先采用如下OLS模型(1)检验高管选择对于家族企业资本投资规模的影响:

$$Capx=\alpha_0+\alpha_1CEO/Chairman+\alpha_2Size+\alpha_3Lev+\alpha_4Cash+\alpha_5ROA+\alpha_6Age+Industry+Year+\varepsilon \quad (1)$$

在模型(1)中,*CEO/Chairman* 为上文界定的家族企业高管选择的哑变量,在实证检验中将分别采用三个不同的高管选择指标进行检验;*Capx* 为上文界定的家族企业投资规模的度量。其他控制变量定义参见表1。根据本文的假设,我们预计 *CEO/Chairman* 系数显著为负。

在考察资本投资与高管选择的基本关系基础上,本文将内部和外部监督机制引入模型中,考察监督机制是否可以对经理人的短视投资行为进行有效制约。本文将采用如下OLS模型二进行检验:

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
CEO	2940	0.6613	0.3457	0	1
Chairman	2940	0.2671	0.4830	0	1
CEO & Chairman	2940	0.2572	0.4793	0	1
Capx	2940	0.0571	0.0613	0	0.4737
Indep	2940	0.3562	0.0667	0	0.6667
Size	2940	20.9431	1.0369	12.3142	24.5053
Lev	2940	0.9895	16.4936	0	124.0223
Cash	2940	0.1713	0.1407	0.0001	0.9990
ROA	2940	0.2668	14.0441	-51.2978	36.0908
Age	2940	7.4170	4.6353	0	20
Market	2940	8.6470	2.2102	0.38	11.8

$$Capx=\alpha_0+\alpha_1CEO/Chairman+\alpha_2Monitor+\alpha_3CEO/Chairman*Monitor+\alpha_4Size+\alpha_5Lev+\alpha_6Cash+\alpha_7ROA+\alpha_8Age+Industry+Year+\varepsilon \tag{2}$$

在模型(2)中,各主要变量与模型(1)相同。我们进一步引入了度量内部和外部监督机制的变量(*Indep* 和 *Market*)。我们主要关注高管选择与监督机制的交互项,根据本文的假设,如果内部或者外部监督机制有效的话,我们预计交互项系数显著为正。

四、实证结果分析

(一)高管选择与资本投资规模

我们首先根据模型(1)检验家族企业高管选择与资本投资规模之间的基本关系,表 3 列示了实证检验的结果。在第一列中,总经理选择变量系数显著为负,说明当家族企业选择外部经理人担任总经理时,会显著降低企业的资本投资规模;相似的,当家族企业选择外部经理人担任董事长时,同样会降低企业的资本投资规模;而当总经理和董事长两个重要高管职位都由外部经理人担任时,企业也会降低资本投资规模。这一结果验证了假设一,说明在我国家族企业中,当家族控股股东聘请外部职业经理人担任高管时,经理人和股东的代理问题就会出现,经理人与家族股东的长期目标可能会不一致,会做出更多基于短期利益的决策,因此会降低企业的资本投资规模。

(二)监督机制、高管选择与资本投资

虽然家族企业聘用外部职业经理人后会产生代理问题,但是可以通过公司治理机制对经理人员进行监督。本文将利用上述模型(2)检验独立董事制度是否可以有效的制约外部职业经理人的短视投资行为。表 4 报告了回归结果。回归结果显示,独立董事与高管选择的交互项系数为正,说明独立董事对于经理人的短视投资行为有一定的制约作用,但是并不是所有回归方程的交互项都有显著的系数,因此,假设二得到了部分的验证。但是这种制约作用仅仅在外部职业经理人担任 CEO 的情况下显著。而当外部职业经理人权威扩大,即担任董事长或总经理和董事长都由外部职业经理人担任时,独立董事的制约作用不再有效。这一结果和已有的研究结论一致,目前在我国的企业中,独立董事并不能对经理起到强有力的制约作用,并且这种制约作用仅在一定的条件下才有效(王兵,2007;叶康涛等,2011)。

表 3 高管选择与资本投资规模

因变量 (Capx)	(1)	(2)	(3)
CEO	-0.1202*** (0.003)		
Chairman		-0.0134*** (0.000)	
CEO&Chairman			-0.0133*** (0.000)
Size	0.0023 (0.101)	0.0017 (0.217)	0.0018 (0.215)
Lev	0.0002*** (0.008)	0.0002*** (0.006)	0.0002*** (0.006)
Cash	-0.0281*** (0.002)	-0.0287*** (0.001)	-0.0289*** (0.001)
ROA	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)
Age	-0.0046*** (0.000)	-0.0041*** (0.000)	-0.0041*** (0.000)
Constant	0.0388 (0.314)	0.0480 (0.211)	0.0477 (0.214)
年度 & 行业	控制	控制	控制
N	2940	2940	2940
Adj. R-square	0.0685	0.0672	0.0675

注：*，**，*** 分别代表在 10%，5% 和 1% 的水平上显著。括号内为相关回归系数的 p 值。

表 4 独立董事监督、高管选择与资本投资规模

因变量 (Capx)	(1)	(2)	(3)
CEO	-0.0353*** (0.007)		
Chairman		-0.0174 (0.106)	
CEO&Chairman			-0.0192* (0.080)
Indep.	-0.0374 (0.239)	-0.0114 (0.523)	0.0102 (0.557)
CEO*Indep.	0.0655* (0.064)		
Chairman*Indep.		0.0111 (0.701)	
CEO&Chairman*Indep.			0.0163 (0.579)
Size	0.0023 (0.107)	0.0017 (0.230)	0.0017 (0.232)
Lev	0.0002*** (0.008)	0.0002*** (0.006)	0.0002*** (0.006)
Cash	-0.0280*** (0.002)	-0.0288*** (0.001)	-0.0290*** (0.001)
ROA	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)
Age	-0.0046*** (0.000)	-0.0040*** (0.000)	-0.0040*** (0.000)
Constant	0.0529 (0.188)	0.0447 (0.251)	0.0451 (0.247)
年度 & 行业	控制	控制	控制
N	2940	2940	2940
Adj. R-square	0.0704	0.0675	0.0679

注：*，**，*** 分别代表在 10%，5% 和 1% 的水平上显著。括号内为相关回归系数的 p 值。

我们在表 5 中进一步考察了外部监督机制对于外部职业经理人的制约作用。从回归结果中可以看出，制度环境与高管选择的交互项在三个不同的高管选择的回归模型中都有显著为正的回归系数，说明制度环境可以对经理人的行为有着更强的制约作用，促进外部职业经理人与家族股东利益的趋同，从更长投资期限视角增加企业的资本投资规模。

通过表 4 和表 5 结果的比较我们也可以发现,虽然内部和外部的制约机制都可以对外部职业经理人在家族企业中的机会主义行为有制约作用,但是其效力不尽相同。在我国目前的体制下,以市场化为核心的外部制度环境可以起到更为有效的制约作用,而仅仅依靠内部的独立董事起到的制约作用相对有限。

表 5 制度环境、高管选择与资本投资规模

因变量 (Capx)	(1)	(2)	(3)
CEO	-0.0378*** (0.000)		
Chairman		-0.0439 (0.007)	
CEO&Chairman			-0.0384*** (0.000)
Market	-0.0013 (0.190)	-0.0032* (0.075)	-0.0013 (0.193)
CEO*Market	0.0030** (0.018)		
Chairman*Market		0.0036** (0.042)	
CEO&Chairman*Market			0.0031** (0.015)
Size	0.0018 (0.198)	0.0024* (0.085)	0.0018 (0.198)
Lev	0.0002*** (0.005)	0.0002*** (0.007)	0.0002*** (0.005)
Cash	-0.0294*** (0.001)	-0.0278*** (0.002)	-0.0295*** (0.001)
ROA	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)
Age	-0.0042*** (0.000)	-0.0046*** (0.000)	-0.0043*** (0.000)
Constant	0.0592 (0.127)	0.0642 (0.114)	0.0591 (0.128)
年度 & 行业	控制	控制	控制
N	2940	2940	2940
Adj. R-square	0.0697	0.0701	0.0701

注:*,**,*** 分别代表在 10%,5%和 1%的水平上显著。括号内为相关回归系数的 p 值。

(三)高管选择与资本投资效率

在考察高管选择与家族企业资本投资规模的基础上,我们将进一步研究由外部经理人和家族经理人做出的投资决策在投资效率上是否具有差别。参照以往的研究(Mclean et al.,2012;饶育蕾和汪育英,2006;陈德球和李思飞,2012),我们采用投资对 Tobin Q 的敏感性来度量企业的资本投资效率。Tobin Q 代表企业的投资机会,如果投资是有效率的,那么企业的投资会更多的反映在投资机会上,表现为较高的投资对 Tobin Q 的敏感性。在这一基本模型基础上,我们引入高管选择的交互项,主要采用如下模型验证高管选择投资效率的关系:

$$Capx = \alpha_0 + \alpha_1 CEO/Chairman + \alpha_2 TobinQ + \alpha_3 CEO/Chairman * TobinQ + \alpha_4 Size + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Cash + \alpha_7 ROA + \alpha_8 Age + Industry + Year + \varepsilon \quad (3)$$

根据模型的基本假设,投资对 Tobin Q 的敏感性,即模型中 Tobin Q 的系数可以度量投资效率,而在模型中引入高管选择变量之后,高管选择与 Tobin Q 交互项的系数则度量了高管选择对于投资效率的边际效应。如果系数为正,说明选择外部经理人可以提高投资效率,反之,如果系数为负,说明选择外部经理人会降低投资效率。

上述模型的实证检验结果列示于表 6。结果说明,无论采用哪个变量度量高管选择,高管选择与 Tobin Q 的交互项都有显著为负的系数,说明相比较家族经理人,外部职业经理人担任高管会降低家族企业的投资效率。这一结果可以在一定程度上解释已有文献中当家族企业聘用外部职业经理人时业绩变差的原因,主要是经理人的投资决策可能会出于谋取个人私利,而并不是追求股

东利益最大化,没有将资本投资投入到最具投资机会的项目上去,因此投资效率较低,进而会对企业业绩造成负面影响。

表 6 高管选择与资本投资效率

因变量(capx)	(1)	(2)	(3)
Q	0.0028*** (0.000)	0.0029*** (0.000)	0.0027*** (0.000)
Q*CEO	-0.0027*** (0.000)		
Q*Chairman		-0.0028*** (0.000)	
Q*CEO&Chairman			-0.0026*** (0.000)
Size	0.0046*** (0.002)	0.0035** (0.018)	0.0046*** (0.002)
Lev	-0.0002 (0.430)	-0.0002 (0.378)	-0.0002 (0.426)
Cash	-0.0316*** (0.000)	-0.0305*** (0.001)	-0.0317*** (0.000)
ROA	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)
Age	-0.0042*** (0.000)	-0.0046*** (0.000)	-0.0042*** (0.000)
Constant	-0.0226 (0.562)	0.0039 (0.921)	-0.0222 (0.569)
年度 & 行业	控制	控制	控制
N	2940	2940	2940
Adj. R-square	0.0720	0.0698	0.0720

注:*,**,*** 分别代表在 10%,5%和 1%的水平上显著。括号内为相关回归系数的 p 值。

在前文中我们考察内部以及外部监督机制对于职业经理人短视投资行为的制约作用。由于我们发现外部职业经理人投资效率相对较低,这里我们将对内部以及外部的监督机制再次进行检验,考察这些监督机制是否可以对外部经理人低效率的投资决策进行监督。我们在上述回归模型的基础上进一步引入内外部监督机制变量作为交互项。表 7 报告了独立董事的监督作用。我们发现,独立董事、高管选择与 Tobin Q 的交互项有正的系数,但是系数在统计上并不显著。这说明独立董事制度可以对外部经理人的低效率投资行为有所制约,但是这一效果非常薄弱。这与前文的结论基本一致,目前在家族企业中,独立董事无法有效对外部职业经理人的行为作出有效的约束。

在表 8 中我们检验了外部制度环境对于外部职业经理人低效率投资的约束作用。我们发现,独立董事、高管选择与 Tobin Q 的交互项有正的系数,同样说明制度环境对于外部经理人的低效率投资觉得具有一定的约束作用,但是这种作用仅在只有外部经理人担任 CEO 的情况下效果才较为显著,而当外部职业经理人权威扩大,即董事长职务也有外部经理人担任时,这种制约机制的效果不再显著。

五、研究结论

本文以我国上市家族企业 2005~2010 年数据为样本,实证检验了家族企业中高管选择与企业投资决策的关系。实证结果证实了家族企业中的高管选择可以显著的影响投资决策。首先,当家族企业的总经理和董事长两个重要高管职位由非家族的外部职业经理人担任时,由于外部经理人投资期限相对较短,具有一定机会主义行为,因此企业的资本投资规模会显著小于由家族成员担任高管的家族企业。其次,独立董事监督机制可以对外部职业经理人的短视投资行为具有一定的制约作用,但是当外部经理人权力扩大时,这种制约效果会被削弱。外部的制度环境也可以对外部职业经理人的短视投资行为有所约束,并且这种约束效果强于内部治理机制的约束。最后,通过对投

资效率的考察,本文发现聘请非家族外部经理人担任高管的企业资本投资效率相对较低,内部和外部的监督机制对降低投资效率也有一定的效果。

表 7 独立董事监督、高管选择与资本投资效率

因变量 (Capx)	(1)	(2)	(3)
Q	0.0029*** (0.000)	0.0028*** (0.000)	0.0027*** (0.000)
Q*CEO/Chairman	-0.0028*** (0.001)		
Q* Chairman		-0.0027*** (0.000)	
Q*CEO&Chairman			-0.0026*** (0.000)
Q*CEO*Indep.	0.0001 (0.925)		
Q*Chairman*Indep.		0.0001 (0.945)	
Q*CEO&Chairman* Indep.			0.0001 (0.932)
Size	0.0035*** (0.019)	0.0046*** (0.002)	0.0046*** (0.002)
Lev	-0.0002 (0.544)	-0.0002 (0.597)	-0.0002 (0.601)
Cash	-0.0306*** (0.001)	-0.0315*** (0.000)	-0.0317*** (0.000)
ROA	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)
Age	-0.0046*** (0.000)	-0.0042*** (0.000)	-0.0042*** (0.000)
Constant	0.0040 (0.918)	-0.0224 (0.568)	-0.0219 (0.577)
年度 & 行业	控制	控制	控制
N	2940	2940	2940
Adj. R-square	0.0699	0.0720	0.0720

注:*, **, *** 分别代表在 10%, 5% 和 1% 的水平上显著。括号内为相关回归系数的 p 值。

表 8 制度环境、高管选择与资本投资效率

因变量 (Capx)	(1)	(2)	(3)
Q	0.0030*** (0.000)	0.0028*** (0.000)	0.0027*** (0.000)
Q*CEO/Chairman	-0.0035*** (0.000)		
Q*Chairman		-0.0029*** (0.000)	
Q*CEO&Chairman			-0.0029*** (0.000)
Q*CEO*Market	0.0001** (0.018)		
Q* Chairman* Market		0.0004 (0.415)	
Q*CEO&Chairman* Market			0.0002 (0.385)
Size	0.0034** (0.021)	0.0045*** (0.002)	0.0045*** (0.002)
Lev	-0.0009** (0.018)	-0.0005 (0.260)	-0.0005 (0.240)
Cash	-0.0312*** (0.000)	-0.0318*** (0.000)	-0.0319*** (0.000)
ROA	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)	0.0003*** (0.000)
Age	-0.0046*** (0.000)	-0.0042*** (0.000)	-0.0042*** (0.000)
Constant	0.0041 (0.916)	-0.0212 (0.588)	-0.0206 (0.597)
年度 & 行业	控制	控制	控制
N	2940	2940	2940
Adj. R-square	0.0717	0.0723	0.0723

注:*, **, *** 分别代表在 10%, 5% 和 1% 的水平上显著。括号内为相关回归系数的 p 值。

本文的主要意义在于,从企业具体决策制定的角度解释了家族企业中不同高管选择对于企业业绩影响的作用机理。有助于为家族企业进行高管选择提供一定的理论参考。同时,为了促进家族企业的发展,应该进一步加强外部制度环境的完善,促进产权保护和法律执行机制,加快发展职业经理人市场,同时还需要完善独立董事制度,增强其监督作用,从内部和外部两个维度为家族企业聘请外部职业经理人提供更多的保障。

参考文献

- 陈德球、李思飞(2012):《政府治理、产权偏好与资本投资》,《南开管理评论》,第1期。
- 陈然方(2006):《亲族信任、治理结构与公司绩效:以中国家族上市公司为例》,《世界经济》,第4期。
- 贺小刚、连燕玲(2009):《家族权威与企业价值:基于家族上市公司的实证研究》,《经济研究》,第4期。
- 胡奕明、唐松莲(2008):《独立董事与上市公司盈余信息质量》,《管理世界》,第9期。
- 饶育蕾、汪玉英(2006):《中国上市公司大股东对投资影响的实证研究》,《南开管理评论》,第5期。
- 苏启林、朱文(2003):《上市公司家族控制与企业价值》,《经济研究》,第8期。
- 王兵(2007):《独立董事监督了吗?——基于中国上市公司盈余质量的视角》,《金融研究》,第1期。
- 魏刚、肖泽忠、N. Travlo、邹宏(2007):《独立董事背景与公司经营绩效》,《经济研究》,第3期。
- 杨华军、胡奕明(2007):《制度环境与自由现金流的过度投资》,《管理世界》,第9期。
- 叶康涛、祝继高、陆正飞、张然(2011):《独立董事的独立性:基于董事会投票的证据》,《经济研究》,第1期。
- Anderson, C., A. Duru and D. Reeb (2012): "Investment Policy in Family Controlled Firms", *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744–1758.
- Anderson, R. and D. Reeb (2003): "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 63, 1301–1328.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2006): "The Role of Family in Family Firms", *Journal of Economic Perspectives*, 20, 73–96.
- Brandt, L. and H. Li (2003): "Bank Discrimination in China: Ideology, Information or Incentives", *Journal of Comparative Economics*, 31, 387–413.
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer (2003): "Family Firms", *Journal of Finance*, 58, 2167–2202.
- Byrd, W. and K. Hickman (1992): "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, 32, 195–221.
- Campbell, S. and A. Marino (1994): "Myopic Investment Decisions and Competitive Labor Markets", *International Economic Review*, 35, 855–875.
- Chen, C. and B. Jaggi (2001): "Association between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong", *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 285–310.
- Fan, J., M. Jian and Y. Yeh (2008): "Succession: the Roles of Specialized Assets and Transfer Costs", Working Paper, The Chinese University of Hong Kong.
- James, H. (1999): "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm", *International Journal of the Economics of Business*, 6, 41–56.
- Jensen, C. and W. Meckling (1979): "Rights and Production Functions: An Application to Labor-managed Firms and Codetermination", *Journal of Business*, 52, 469–506.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27.
- Malmendier, U. and G. Tate (2005): "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, 60, 2661–2700.
- McLean D., T. Zhang and M. Zhao (2012): "Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance and Growth", *Journal of Finance*, 67, 313–350.
- Morck, K., D. Stangeland and B. Yeung (2000): "Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?", In: R. K. Morck (eds.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, US: University of Chicago Press.
- Perez-Gonzalez, F. (2006): "Inherited Control and Firm Performance", *American Economic Review*, 96, 1559–1588.
- Villalonga, B. and R. Amit (2006): "How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, 80, 385–417.
- Weisbach, S. (1988): "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.

(责任编辑:罗 滢)