

职业经理人引入对公司非效率投资的影响

——基于上市家族企业的数据

王玉春,姚凯丽

(南京财经大学 会计学院,江苏 南京 210046)

[摘要]以沪深两市2010—2015年上市家族企业作为研究对象,实证检验我国上市家族企业引入职业经理人对公司非效率投资的影响,并进一步研究在成长性水平不同的企业中职业经理人引入对企业投资效率影响的差异。实证研究结果表明:非效率投资普遍存在于我国上市家族企业中;上市家族企业引入职业经理人对公司非效率投资具有抑制作用;与低成长性企业相比,高成长性企业引入职业经理人对公司非效率投资的抑制作用较弱,即企业成长性水平的逐步提高会削弱职业经理人引入对企业非效率投资的影响。

[关键词]家族企业;职业经理人;非效率投资;企业成长性;股权集中度;公理治理效率;家族治理模式

[中图分类号]F272 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2017)01-0057-10

一、引言

投资行为对每个企业的发展都有着重大影响。正确的投资行为会促进企业的发展,提升公司业绩,而偏离企业合理投资规模的决策则会造成企业投资无效率,不利于企业的价值创造。民营企业作为我国经济发展中的一股主要力量,在促进我国经济发展的进程中发挥着重要作用,而民营企业中的家族企业占有相当大的比例。然而,家族企业目前面临如何在家族内部建立科学有效的投资决策机制以及缓解家族企业的接班困境等问题,由此家族企业中职业经理人的引入及其对企业投资的影响日益受到学者们的关注。

20世纪80年代以来,我国一直鼓励民营经济的发展,而且不断肯定民营经济在我国经济体制中的重要地位,这为民营经济的兴起和壮大提供了广阔的空间。目前,民营经济成为推动我国经济发展的重要力量,而家族企业作为民营经济的重要组成部分也自然而然地为我国的经济发展和稳定做出了重大贡献。福布斯中文网2014年发布的《中国现代家族企业调查报告》显示:截至2014年7月31日,我国2422家A股上市公司中,国有企业有1028家,民营企业有1394家,民营企业占比达到57.6%。通过统计发现,我国民营企业中有684家为家族企业,占比达到近50%。此外,据福布斯中国调查数据可知,截至2012年9月,我国共有1059.8万家民营企业,这些民营企业中80%以上是家族制的形式存在的^[1]。因此,我们认为对家族企业进行研究对促进我国经济的更好更快发展具有积极作用。

随着以家族治理模式为主进行经营的企业在我国的逐渐兴起和发展,家族企业所取得的成就越来越多,越来越具有经营规模,但是目前一些阻碍家族企业快速发展的的问题也逐渐显露出来。首先,

[收稿日期]2016-07-03

[作者简介]王玉春(1956—),男,安徽蚌埠人,南京财经大学会计学院教授,硕士生导师,主要研究方向为财务管理与财务分析;姚凯丽(1990—),女,河南淮阳人,南京财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为财务管理与财务分析。

随着家族企业的不断发展,仅依靠“家长权威”已经不能满足家族企业日益复杂的投资决策。其次,家族企业的第一代创立人的平均年龄接近 50 岁,已届退休年龄。据 2015 年“新财富 500 富人榜”的数据显示,50 岁以上民营企业占比 67%,这意味着有近七成的中国家族企业需要考虑接班人的选择问题,即进入代际传承阶段。然而,根据在 2015 年底对家族企业进行调查所发布的《中国家族企业传承报告》中的数据可知,表示愿意担负家族企业经营重任的家族二代所占比例不超过一半,有近五分之一的家族二代表示对家族经营不感兴趣,除此之外的其他接班人对于是否愿意接班的态度尚不明朗^[1]。另外,美国的两家咨询公司——凯捷顾问公司和美林全球财富管理公司在 2011 年发布的《关于亚太地区企业的调查报告》中指出,中国家族企业的未来发展面临着一大难题,即有超过 80% 的亚太地区经济富裕客户都认为家族企业二代不具备承担家族重任的能力。

由上述分析可知,如何使家族企业进一步发展壮大?如何建立科学合理的投资决策机制?如何使家族企业成功应对代际传承这一难题?这些都是家族进一步做大做强亟须解决的问题。为促进我国家族企业更快更好地发展,2010 年举行的有关家族企业发展的国际性研讨会指出,家族企业内部治理结构的改革、科学合理的投资决策、职业化经营的推行是促进家族企业进一步发展必须选择的道路^[2]。2015 年 9 月福布斯发布的有关家族企业传承模式的调查报告显示,为了平衡家族成员与企业治理之间的关系,已有超过 40% 的家族企业选择在股权上保持对企业的控制而在经营权上由职业经理人代为打理的模式^[1]。

二、文献综述

近年来,关于家族企业代际传承的问题日益引起广大学者的关注。我国自古以来就崇尚“家”文化,家族内部成员是“圈内人”,对外来人员较为排斥,即无法完全信任外来的职业经理人。与此同时,由于我国的职业经理人制度还不够完善,因此职业经理人的引入与否、聘用经理人时所面临的困难、家族企业如何提升职业经理人的工作积极性、如何实现职业经理人的“泛家族化”等方面的内容成为学者们研究的重点。张维迎研究发现,我国家族企业的职业化经营进程之所以缓慢,是因为现有的与职业经理人相关的人才市场还不够完善^[3]。储小平研究发现,在 21 世纪早期我国家族企业治理模式的弊端已经开始在有些企业中显现出来,部分企业开始尝试聘用职业经理人,但成功的企业却寥寥可数^[4]。

我国家族企业目前已经发展到了家族二代继承家业的阶段,但家族二代的继承意愿不强、能力不够是家族企业目前面临的突出问题。随着我国上市家族企业的逐渐增多,引入职业经理人治理企业是家族企业未来发展的趋势。储小平认为,大部分民营企业发展缓慢的阻碍因素是人力资本而非金融资本^[4]。陈凌等认为,许多家族企业在发展早期依靠家长权威独自进行经营决策获得了成功,但这种决策一般是依靠“家长”的经验做出的,并没有经过科学合理的决策程序和适当的风险评估过程。当企业发展到一定规模之后,企业家会因为心理素质、知识结构等方面存在不足而变得力不从心,这增加了决策风险^[2]。朱建安和陈凌认为,中国家族企业的治理当前还停留在父子交接班模式阶段,主要原因在于中国的经理人职业化进展缓慢,从而导致家族二代不得不挑起公司经营治理的重任^[5]。李新春等认为,家族企业在代际传承过程中逐渐败落,其中一个主要原因就是在代际传承中家族企业的权威被逐渐削弱,面临“少主难以服众”的局面^[6]。

随着企业发展的要求越来越高,越来越多的家族企业开始聘用经理人对企业事务进行经营管理,学者们也日益开始关注如何实现对职业经理人的有效激励,以及职业经理人引入后企业的经营业绩、市场价值、盈余程度等方面的变化情况。许晓明等认为,中国家族企业在制定对职业经理人的激励方案时应充分考虑家族成员的态度,协调好家族“圈内人”与“圈外人”的关系,最终达到对职业经理人的有效激励^[7]。许静静和吕长江从高管是由家族成员担任还是聘请职业经理人的角度进行研究发现,当高管由

家族企业内部人员担任时,企业的盈余质量更高^[8]。陈德球等研究发现,现阶段我国家族企业面临着激烈的市场竞争环境,转型是家族企业进一步发展壮大并成功上市的必然选择^[9]。家族企业的转型涉及多个方面,其中聘用经理人对家族企业内部治理结构进行改革是家族企业转型的一个重要方面,而且与其他类型的企业相比,聘用职业经理人的家族企业其委托代理成本较低。当然,也有学者认为家族内部成员担任 CEO 对提高家族企业经营业绩有着更大的积极作用,如赵宜一和吕长江从利他主义与亲缘契约的角度研究发现,与所聘用的职业经理人相比,由家族成员担任经理人不仅对薪酬契约的要求较低,而且在利他主义与亲缘关系等因素的作用下,家族成员 CEO 有更大的动力为公司创造价值^[10]。

综上所述,国内学者关于职业经理人的研究大多数是从规范的角度分析企业聘用职业经理人的优缺点,如如何对经理人进行激励才能使经理人更好地为企业服务,如何与经理人之间建立起良好的信任关系等。而少量的实证方面的文献主要是研究家族企业这种治理模式在企业绩效提升方面的显著性以及聘请职业经理人对家族企业绩效的影响等。鉴于此,本文认为研究家族企业引入职业经理人对公司非效率投资的影响不仅可以丰富与家族企业治理相关的文献,而且可以为家族企业聘请职业经理人经营对其绩效的影响寻找动因和对策。

三、理论分析与研究假说

经过几十年的成长与发展,家族企业已经突显出许多优势,如家族经营具有较大的市场灵活性,能快速应对外部环境发生的变化;家族成员在利他主义以及亲缘关系的作用下能够有效减少公司的第一类委托代理成本;家族企业的发展取得了较大的成就;等等。然而,阻碍家族企业进一步发展的诸多问题也日益显现出来,主要表现在缺乏完善的内部管理体系和战略规划理念,企业的经营决策仅由少数的家族成员商量决定,没有在企业内部建立科学、合理的决策机制。实际上,企业的成长性与引入的新经营管理者数量和质量息息相关,因此家族企业的成长也必然会受到管理资源需求的限制。目前,家族企业日益发展壮大,其所面临的经营决策难度和复杂程度也逐渐增大,因此仅仅依靠家长权威已经不能满足家族企业发展的需要。储小平认为,现阶段阻碍大多数民营企业发展的因素不再是资金问题,而是企业内部的经营管理问题,换言之就是企业的人力资本稀缺问题^[4]。根据人力资本理论的观点,与其他资本相比,人力资本在促进企业成长和发展等方面发挥着至关重要的作用,属于企业发展中最重要的资本。

家族企业如果仅在家族内部选择经营者和管理者,可能会造成重要岗位与相应工作人员能力不匹配的现象,人力资本的选择范围就会变小,进而阻碍企业的长远发展。目前,虽然我国的职业经理人数量较少,但由于他们具有先进的管理知识和丰富的管理经验,因此职业经理人的聘用可以为企业发展带来最前沿的经营理念,能够为企业制定切合市场需求的未来发展战略和改善企业内部治理结构的科学决策机制。另外,在对企业发展有着重要影响的投资方面,职业经理人的引入可以帮助企业实现战略规划,建立科学合理的决策机制,进而减少企业的非效率投资。

然而,引入职业经理人对于家族企业的“家长”来说是一个重要而艰难的决定,因为人力资本的引入势必会导致企业主与经理人分享经营控制权、企业信息机密等。“家长”的集权情结的强度、“家长”与经理人之间的信任程度等都会对企业内部经营控制权的分配产生重要影响,进而家族企业的委托代理问题就凸显出来了。从委托代理的角度来说,企业内部存在着两种委托代理问题:第一种是由于所有权与经营权的分离而导致所有者与管理者之间产生的委托代理问题^[11-12],第二种是由于企业控制权与现金流权的分离而导致控股股东与非控股股东之间产生的代委托理问题^[13-14]。

作为企业的经营者,管理者是公司股东的代理人,但根据“经济人”假设,人具有利己主义的特性。由于管理者与股东的利益目标并不一致,因此管理者在进行经营决策时会选择以自己的利益最大化为目标,而不是以企业利益最大化为目标,进而会产生逆向选择和道德风险问题。另外,企业在进行有关

投资行为的决策时,管理者与股东之间的代理问题就会表现为企业对某个项目投资决策的依据不是以公司价值最大化为目标,而是以个人利益最大化为目标。例如,管理者为了扩大自己的权利可能会倾向于建立“商业帝国”,而不考虑投资项目是否真的能够促进企业的发展和为企业创造价值。

公司第一大股东和其他股东虽然都是公司的所有者,但他们的利益目标往往并不相同:广大中小股东不参与公司事务的经营管理,只是获得资本收益,而第一大股东不仅可以享有年末公司的利润分成,还可以利用其控制权享有某些其他利益。例如,控股股东通过与其他关联方进行的不公平交易可以增加其私有收益,但很可能会损害公司利益。就投资方面来说,第一大股东可能会利用手中的控制权进行增加自身利益而减损公司价值的投资决策行为。

如果家族企业经理由家族内部人员担任,其在家族亲缘以及利他行为的作用下会有效减少第一类代理成本,但是由于其掌握了较大的管理权,进而会有更多的动机与机会做出侵害中小股东利益而增加家族利益的行为,这会导致第二类代理成本的增大。相比而言,家族企业聘用经理人会增加第一类委托代理成本,但由于家族企业通常具有股权相对集中、家族持股比例较大的特点,因此家族成员就会有更大的动机去监督职业经理人的行为,以减小管理者的机会主义倾向,进而有利于降低第一类代理成本。另外,许静静和吕长江的研究结果表明,与家族成员担任经理相比,家族企业引入职业经理人会减少公司的第二类代理成本^[8]。综上所述,家族企业引入职业经理人会降低第二类代理成本,进而会减少公司的非效率投资。根据以上分析,本文提出研究假说1。

假说1:上市家族企业引入职业经理人对公司非效率投资具有抑制作用。

一般来说,高成长性企业与低成长性企业所拥有的自由现金流水平是不同的,而企业拥有的自由现金流水平对公司的投资具有重要影响。Jensen 将自由现金流定义为企业在进行所有 NPV > 0 的项目之后企业内部留存的现金。该理论认为企业的投资水平与其持有的自由现金流存在相关性,当企业存在自由现金流时,股东与经理人之间的利益冲突更严重,由于公司的经营权掌握在经理人手中,他们更愿意选择低股利支付政策或者不分配利润,把利润留存在企业内部用于建立“商业帝国”,以增加手中的权力,从而会导致过度投资问题^[15]。从已有研究来看,企业的投资行为受到其成长阶段的影响,谢军通过实证研究发现,当企业的成长性水平不同时,其股利支付政策会存在较大的差异,成长性较高的公司会降低股利支付而增加留存收益;成长性较低的企业,由于其本身能为企业增加价值的投资机会较少,因此管理者往往愿意向投资者支付较多的红利,减少公司的自由现金流量^[16]。Michaely 和 Grullon 认为,如果企业所处行业的竞争压力较大,那么管理者更倾向于选择高股利支付政策^[17],这与我国学者谢军的研究结论^[16]是一致的。

从企业所面临的竞争压力角度来说,高成长性企业所处行业往往是新兴产业,属于朝阳产业,具有广阔的发展前景,拥有较多的市场机会,而且在刚刚兴起的产业中高成长性企业所面临的市场竞争压力较小。相反,低成长性企业的发展往往处于成熟阶段,市场中的竞争者较多,其面临的竞争压力较大而投资机会较少,在这种情况下公司多倾向于减少企业的留存收益,选择高股利支付政策。代理成本理论认为,高股利支付政策会对经理人造成一定的压力,因此经理人不得不减少公司存有的自由现金流,从而降低自由现金流代理成本,以减少企业非效率投资发生的可能性。基于上述理论分析,我们提出本文的研究假说2。

假说2:与低成长性的家族企业相比,高成长性家族企业引入职业经理人对非效率投资的抑制作用会更弱。

四、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文以 2010—2015 年我国上市家族企业作为研究对象。由于需要做滞后一期的回归分析,因此

我们选取了2009—2015年的数据作为研究样本。根据本文对家族企业的界定标准,我们从所有样本中筛选出了符合标准的样本企业,数据筛选过程如表1所示。在筛选过程中,我们对不符合研究要求的样本进行了剔除:(1)剔除年度每个行业内企业数少于10的样本,因为这类行业的样本量较少,不具有研究的代表性;(2)剔除经营风险和其他风险较高的企业,即被证券交易所发出退市警告的上市企业;(3)剔除2008年以后才上市的家族企业,因为2008年发生的金融危机以及刚上市企业的经营特征都会对企业的投资情况产生较大的影响;(4)剔除相关数据缺失的样本。另外,我们通过查阅各家族企业的年报、招股说明书、新财富、新财经,以及借助百度搜索引擎等多种渠道的综合分析来判断家族企业经理人的类型,即经理人是否为外聘的职业经理人。

(二) 主要指标的衡量

1. 非效率投资水平的衡量

Richardson 将运用模型(1)计算出的残差的绝对值用于衡量一个企业投资中属于无效率投资的部分^[18]。残差的正负代表投资非效率的类型,当残差大于零时,表明企业实际投资水平(等号左边的I所代表的数值)大于企业在限定条件下所计算得出的应有投资水平(等号右边根据企业资产负债率水平、企业规模等因素估量所得),企业投资过度。反之,则说明企业的非效率投资是由投资不足造成的。

$$I_{i,t} = \alpha + \beta_1 V/P_{i,t-1} + \beta_2 lev_{i,t-1} + \beta_3 Ch_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Lage_{i,t-1} + \beta_6 Return_{i,t-1} + \beta_7 I_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

在模型(1)中, I_t 表示公司实际投资水平,用企业财务报告中现金流量表的固定资产净投资水平来衡量; V/P 用于衡量企业所具有的投资机会的多少; lev 用于衡量企业资产负债水平; Ch 表示企业的现金存量水平; $Lage$ 代表公司上市的年限; $Size$ 用于衡量企业的规模; $Return$ 表示企业的个股回报率。

采用 Richardson 模型来衡量企业非效率投资水平不仅能够定性地了解企业投资是否具有效率以及非效率投资的类型,还可以定量地测算出企业非效率投资水平的高低。然而,在对我国企业的非效率投资水平进行测算时,Richardson 模型仍然存在着一些不足,如上述模型(1)等式右边的限制因素包括投资机会的大小,而目前并没有较好的估算投资机会的数据或者模型。此外,运用该模型还需要人为主观地判断企业的贴现率水平等。虽然 Richardson 模型有一定的缺陷,但该模型仍然是衡量非效率投资水平的重要模型,我国学者有关非效率投资的研究也大都选择使用该模型^[19-22]。鉴于此,本文对 Richardson 模型做了一定的修改,使之更适合用于我国企业非效率投资的衡量。

本文构建的用来衡量家族企业非效率投资水平的模型如下式所示:

$$I_t = \alpha + \beta_1 Lev_{t-1} + \beta_2 Cash_{t-1} + \beta_3 Age_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 Return_{t-1} + \beta_6 ROE_{t-1} + \beta_7 I_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + e \quad (2)$$

在模型(2)中, I 表示企业的实际投资水平。与模型(1)相比,模型(2)中增加了 ROE 这个变量,用来衡量企业的盈利能力。我们把样本公司的各限制因素的值带入到模型(2)中计算得到企业应有的投资水平,然后与企业的实际投资 I 比较,把残差作为非效率投资 $FXLin$ 。表2为上市家族企业非效率投资 $FXLin$ 的统计情况。

表1 数据筛选过程表

数据的筛选	剩余样本数量
剔除金融保险业企业	9307
剔除被 ST 或者 ST* 的企业	8838
剔除 2008 年以后上市的企业	4244
剔除相关数据缺失的企业	3569
剔除每个观测年度行业内企业数少于 10 的样本	3382
减去滞后一期回归产生的缺失值	2710
减去经理人类别缺失的数据	2671

由表 2 可以看出,2010 年度全部样本家族企业共 403 家,其中投资过度的企业有 136 家,占比为 33.74%;投资不足的企业有 267 家,占比为 66.26%,投资不足企业数量是投资过度企业数量的近 2 倍。非效率投资水平的最大值

表 2 上市家族企业非效率投资 *FXLinv* 情况统计表

年度	样本量	投资过度样本	投资不足样本	最大值	最小值	均值	标准差
2010	403	136(33.74%)	267(66.26%)	1.883	-0.166	-1.39e-11	0.121
2011	425	156(36.66%)	269(63.34%)	0.492	-0.423	-5.53e-11	0.0749
2012	431	172(39.82%)	259(60.18%)	0.265	-0.449	5.77e-11	0.0577
2013	459	170(36.99%)	289(63.01%)	0.693	-0.241	-6.79e-11	0.0639
2014	468	172(36.71%)	296(63.29%)	0.879	-0.286	1.11e-10	0.0844
2015	485	173(35.83%)	312(64.17%)	0.597	-0.286	7.16e-12	0.0688
合计	2671	979(36.64%)	1692(63.36%)	1.883	-0.449	7.52e-12	0.0801

注:括号内为所占百分比。

约为 1.833,最小值约为 -0.166,均值为负数,说明 2010 年样本家族企业平均投资水平表现为投资不足的非效率投资。2011 年全部样本家族上市公司共 425 家,非效率投资水平的最大值约为 0.492,最小值约为 -0.423,均值为 -5.53e-11,与 2010 年相比,2011 年的最大值和最小值均有所降低,而均值表现为负数且比 2010 年的还要小,说明 2011 年样本家族企业的投资不足现象更为突出。从 2012 年和 2013 年的统计结果来看,投资不足是导致家族企业无效率投资的主要原因。2014 年和 2015 年非效率投资的均值均为正数,说明家族企业出现了投资过度的现象。就总样本来看,投资过度的上市家族企业有 979 家,占样本总量的 36.64%;而投资不足的上市家族企业有 1692 家,占样本总量的 63.36%,说明大多数企业的非效率投资表现为投资不足。

本文的被解释变量是上市家族企业的非效率投资水平 (*FXLinv*),数据来源于非效率投资水平衡量模型(2)中的残差。当残差大于 0 时,说明实际投资水平大于模型估计出来的投资水平,家族企业投资过度;反之,则说明家族企业投资不足。无论是投资过度还是投资不足,都属于非效率投资。

2. 职业经理人的衡量

本文的解释变量为职业经理人 *INCEO*,若上市家族企业聘用了职业经理人,*INCEO* 取值为 1;若上市家族企业在研究年度内未聘用职业经理人,则 *INCEO* 取值为 0。

3. 企业成长性的衡量

借鉴储小平、李怀祖和王明琳等关于企业成长性的研究^[23-24],我们从资本规模、组织扩展和盈利能力三个角度来衡量家族企业的成长性,但由于企业资产规模和员工总人数这两个指标高度相关,因此本文舍弃企业资产规模这一指标。也就是说,我们选择员工总人数 (*Emp*) 的对数与净资产收益率 (*ROE*) 来衡量企业的成长性,同时分别引入 *INCEO* 与员工总人数的对数 $\text{Log}(Emp)$ 、企业净资产收益率 *ROE* 的交叉项来验证家族企业在不同的成长性水平下,引入职业经理人对非效率投资的抑制作用是加强还是削弱。

4. 控制变量

考虑到企业所处的外部环境每年会有不同的变化,本文设置了年度这一虚拟变量;不同行业的企业所需要的投资规模以及所面临的投资机会相差较大,因此本文设置了行业这一虚拟变量;企业内部治理结构对公司的决策有着重要影响,第一大股东的持股比例越大,其越有能力和动机损害其他中小股东的利益,增加企业的非效率投资而实现自己的目标和利益,因此本文选用股权集中度作为本文的控制变量。

表 3 变量说明表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	<i>FXLinv</i>	模型(2)中残差的绝对值
	经理人类型	<i>INCEO</i>	家族企业聘用职业经理人取值为 1,否则取值为 0
解释变量	企业成长性	<i>ROE</i> $\text{Log}(Emp)$	净利润/[(年初净资产 + 年末净资产)/2] 公司员工人数取对数
	年度	<i>Year</i>	涉及 6 个年度,设置 5 个年度为虚拟变量
控制变量	行业	<i>Ind</i>	涉及 11 个行业,设 10 个行业为虚拟变量
	公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的对数
	个股回报率	<i>Return</i>	公司的个股年度回报率
	股权集中度	<i>OC</i>	公司第一大股东持股数占总股本的比例

相关变量的设计及说明如表 3 所示。

(三) 模型构建

根据本文的理论分析和研究假设,为了研究引入职业经理人对上市家族企业非效率投资的影响、家族企业成长性的调节作用以及家族企业职业经理人持股与否对非效率投资的影响,我们构建以下模型:

$$FXLiniv = \alpha + \beta_1 INCEO + \beta_2 Size + \beta_3 Return + \beta_4 ROE + \beta_5 OC + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$FXLiniv = \alpha + \beta_1 INCEO + \beta_2 INCEO \times \log(Emp) + \beta_3 INCEO \times ROE + \beta_4 Size + \beta_5 Return + \beta_6 OC + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计分析

我们对模型(3)中的主要变量进行了描述性统计分析,结果如表4所示。从表4的统计分析结果中可以看出:(1)用于模型(3)回归的样本总量有2671个,其中引入职业经理人的家族企业(INCEO = 1)有1600个,占比为59.9%;没有引入职业经理人的家族企业有1071个,占样本总量的40.1%。(2)未引入职业经理人的家族企业非效率投资水平的最大值为1.8830,大于引入职业经理人的家族企业非效率投资水平的最大值0.6600,说明引入职业经理人可能会在一定程度上抑制家族企业的过度投资行为。(3)INCEO = 0的家族企业非效率投资的最小值为-0.4492,INCEO = 1的家族企业非效率投资的最小值为-0.2864,说明职业经理人可能会在一定程度上对企业投资做出科学合理的判断,这有利于减少家族企业的投资不足行为。(4)从均值来看,INCEO = 0的家族企业非效率投资的均值为0.0044,而INCEO = 1的家族企业非效率投资的均值为-0.0026,说明未引入职业经理人的家族企业的非效率投资可能是由过度投资引起的,而引入职业经理人的家族企业的非效率投资可能是由投资不足引起的,但投资过度和投资不足都属于非效率投资。(5)从非效率投资的绝对值来看,FXLinivINCEO = 0 > FXLinivINCEO = 1,说明引入职业经理人可能会对上市家族企业的非效率投资产生抑制作用。

表4 模型(3)中主要变量的描述性统计分析

变量	INCEO = 1			INCEO = 0		
	最大值	均值	最小值	最大值	均值	最小值
FXLiniv	0.6600	-0.0026	-0.2864	1.8830	0.0044	-0.4492
Size	25.88	21.88	18.59	25.85	21.74	18.52
Return	5.875	0.271	-0.652	4.829	0.281	-0.613
ROE	2.919	0.0642	-1.651	0.715	0.0719	-1.145
OC	0.8161	0.3412	0.0432	0.7321	0.2232	0.0343
N	1600(59.9%)			1071(40.1%)		

注:括号内为所占百分比。

(二) 相关性分析

在进行回归分析之前,为了对模型(3)中的变量有一个初步的了解,我们首先对主要变量进行了Pearson相关性分析,结果如表5所示。

由表5可以看出,FXLiniv与INCEO在5%的水平上显著负相关,假设1得到初步验证。引入职业经理人可以抑制家族企业的非效率投资,模型(3)中的控制变量与FXLiniv具有显著的正相关关系,这可能是由于企业效益好而进行的投资较多,进而引致过度投资所造成的后果。

表5 模型(3)中主要变量的相关性分析结果

变量	FXLiniv	INCEO	Return	Size	ROE	OC
FXLiniv	1					
INCEO	-0.043**	1				
Return	0.056***	-0.00800	1			
Size	0.062***	0.057***	-0.0120	1		
ROE	0.059***	-0.0260	0.0200	0.175***	1	
OC	0.046**	0.051***	0.0320	0.0073	0.045**	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

(三) 回归分析

1. 模型(3)的回归结果分析

模型(3)用于检验上市家族企业引入职业经理人对非效率投资的影响,回归结果如表6所示。

从回归结果中我们可以看出, *INCEO* 的系数为 -0.00733, 在 5% 的水平上具有显著性, 说明与家族成员担任 CEO 相比, 引入职业经理人可以抑制家族企业的非效率投资, 本文的假说 1 得到验证。

2. 模型(4)的回归结果分析

由于在不同的成长性水平下, 企业的投资水平会有所不同, 因此我们引入成长性这个调节变量来构建模型(4), 进一步检验在不同的成长性水平下, 上市家族企业引入职业经理人对非效率投资的抑制作用。回归结果如表 7 所示。

从表 7 中我们可以看出, 当引入企业成长性这一调节变量后, *INCEO* 的系数仍然为负, 且在 1% 的水平上显著, 说明上市家族企业引入职业经理人会抑制企业的非效率投资。但是, 调节变量 *INCEO* × *log*(*Emp*) 和 *INCEO* × *ROE* 的回归系数均为正数, 且在 1% 的水平上具有显著性, 说明企业的成长性越高, 非效率投资水平越高, 企业成长性对家族企业引入职业经理人与其非效率投资之间关系具有负向的调节作用。也就是说, 与低成长性企业相比, 高成长性企业会削弱职业经理人对非效率投资的抑制作用。本文提出的假说 2 得到验证。

(四) 稳健性检验

为了验证本文所得结论的稳健性, 我们参考彭绍兵等的研究^[25], 以主营业务收入增长率(*SG*)来衡量企业的成长性对模型进行重新检验, $SG = (\text{期末主营业务收入} - \text{期初主营业务收入}) / \text{期初主营业务收入}$ 。稳健性检验结果如表 8 所示。

从表 8 中我们可以看出, 上市家族企业引入职业经理人与公司非效率投资水平显著负相关, 说明上市家族企业引入职业经理人进行经营管理会减少不正确的投资决策, 降低企业的非效率投资水平。交互项 *INCEO* × *SG* 的系数为正, 且在 5% 的水平上具有显著性, 说明企业成长性的提高会削弱职业经理人引入对公司非效率投资的抑制作用。上述结论与前文结果基本一致, 这说明本文所得结论具有一定的稳健性和可靠性。

表 6 模型(3)的回归结果

变量	Coef	标准差	T 值
<i>INCEO</i>	-0.00733 **	0.00317	-2.31(0.021)
<i>Size</i>	0.00502 ***	0.00144	3.49(0.001)
<i>Return</i>	0.0135 ***	0.00323	4.16(0.000)
<i>ROE</i>	0.0203 *	0.0110	1.84(0.066)
<i>OC</i>	0.0036 **	0.0014	2.43(0.016)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制
Adj-R ²		0.245	
N		2671	

注: **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著, 括号内数值为相对应的 P 值。

表 7 模型(4)的回归结果

变量名	Coef	T 值	标准差
<i>INCEO</i>	-0.0475 ***	-3.83(0.000)	0.0124
<i>INCEO</i> × <i>log</i> (<i>Emp</i>)	0.00496 ***	3.15(0.002)	0.00157
<i>INCEO</i> × <i>ROE</i>	0.0110 ***	3.03(0.002)	0.00363
<i>Size</i>	0.0413 ***	4.12(0.001)	0.00146
<i>Return</i>	0.0135 ***	4.16(0.000)	0.00223
<i>OC</i>	0.0036 **	2.32(0.020)	0.00361
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制
Adj-R ²		0.248	
N		2671	

注: **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号内数值为相对应的 P 值。

表 8 稳健性检验结果

变量	Coef	T 值	标准差
<i>INCEO</i>	-0.0328 ***	-2.46(0.000)	0.0132
<i>INCEO</i> × <i>SG</i>	0.00396 **	2.74(0.032)	0.00168
<i>Size</i>	0.0312	3.87(0.000)	0.00143
<i>Return</i>	0.0217	4.05(0.000)	0.00207
<i>OC</i>	0.0025	2.03(0.020)	0.00403
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制
Adj-R ²		0.214	
N		2671	

注: **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号内数值为相对应的 P 值。

六、结论与启示

(一) 结论

本文以 2010—2015 年 A 股上市家族企业为研究对象, 在对搜集的资料、数据进行分析和交叉验证, 以及对家族企业的经理人划分为职业经理人和家族经理人的基础上, 对企业的投资水平进行分析, 即研究不同类型经理人对家族企业非效率投资水平的影响。同时, 我们还进一步研究了在家族企

业处于不同成长性水平的情况下引入职业经理人对家族企业非效率投资水平的影响。根据研究结果,本文得出以下主要结论:(1)非效率投资行为普遍存在于我国上市家族企业中;(2)上市家族企业引入职业经理人对公司非效率投资具有抑制作用;(3)与低成长性企业相比,高成长性企业会削弱职业经理人对公司非效率投资的抑制作用。

(二) 启示

根据本文所得研究结论,我们认为我国家族企业应该打破排斥“圈外人”的困境,在家族企业代际传承阶段不一定非要选择“子承父业”的经营模式,原因在于:在激烈的市场竞争环境中,挑起公司经营重任的家族二代存在能力不足或另有用武之地等方面的问题,而引入职业经理人可以逐步实现企业的职业化经营,能够为企业注入新鲜的“血液”和建立更加完善的管理制度,以实现家族企业的进一步发展壮大,同时也能够为我国的经济繁荣做出更大的贡献。也就是说,随着市场竞争的日趋激烈,推行职业化管理是家族企业做大做强的必然选择。当然,家族企业在引入职业经理人时要注重如何实现对其进行有效激励,除了实施股权激励以外,还可以利用中国人向来崇尚的“家”文化对外聘经理人“打感情牌”,通过泛家族化的激励方式与职业经理人之间建立起良好的信任关系,使职业经理人感觉自己已是“圈内人”。

参考文献:

- [1] 福布斯家族企业调查报告[R/OL]. [2012-09-03]. <http://finance.sina.com.cn/chanjing/cyxw/20120903/114913029362.shtml>.
- [2] 陈凌,王萌,朱建安. 中国家族企业的现代转型——第六届“创业与家族企业成长”国际研讨会侧记[J]. 管理世界, 2011(4):163-166.
- [3] 张维迎. 企业家与职业经理人:如何建立信任[J]. 北京大学学报(哲学社会科学版), 2003(5):29-39.
- [4] 储小平. 家族企业研究:一个具有现代意义的话题[J]. 中国社会科学, 2002(5):50-57.
- [5] 朱建安,陈凌. 管理理论、中国情境与家族企业研究——第九届创业与家族企业国际研讨会侧记[J]. 管理世界, 2014(7):168-171.
- [6] 李新春,韩剑,李炜文. 传承还是另创领地?——家族企业二代继承的权威合法性建构[J]. 管理世界, 2015(6):110-123.
- [7] 许晓明,姚凯,陈扬. 中国家族企业职业经理人激励模型及其理论探讨——基于“家”文化的视角[J]. 当代财经, 2012(9):72-79.
- [8] 许静静,吕长江. 家族企业高管性质与盈余质量——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界, 2011(1):112-120.
- [9] 陈德球,杨佳欣,董志勇. 家族控制、职业化经营与公司治理效率——来自CEO变更的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013(4):55-67.
- [10] 赵宜一,吕长江. 亲缘还是利益?——家族企业亲缘关系对薪酬契约的影响[J]. 会计研究, 2015(8):32-40.
- [11] JENSEN M C, MECKLING W H. The theory of firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 32(4):305-360.
- [12] SHLEIFER A, VISHNY R. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(7):737-783.
- [13] FAMA E F, JENSEN M C. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 2015, 26(2):301-326.
- [14] MORCK R, ANDREI S, ROBERT V. Management ownership and market valuation: an empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(88):293-315.
- [15] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2):323-329.
- [16] 谢军. 股利政策、第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论[J]. 会计研究, 2006(4):51-95.
- [17] MICHAELY K J, GRULLON R. Power of ultimate controlling owners: a survey of Canadian landscape[J]. Journal of

Management and Governance, 2006, 10(2): 179 - 204.

[18] RICHARDSON M. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 24(11): 159 - 189.

[19] 潘立生, 方芳. 短期负债与企业非效率投资行为——基于我国制造业上市公司的实证研究[J]. 中小企业管理与科技, 2012(5): 70 - 72.

[20] 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): 112 - 126.

[21] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2013(7): 63 - 69.

[22] 刘行, 叶康涛. 企业的避税活动会影响投资效率吗? [J]. 会计研究, 2013(6): 47 - 96.

[23] 储小平, 李怀祖. 信任与家族企业成长[J]. 管理世界, 2003(6): 98 - 104.

[24] 王明琳, 徐萌娜, 王河森. 利他行为能够降低代理成本吗? ——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究[J]. 经济研究, 2014(3): 144 - 157.

[25] 彭绍兵, 黄益建, 赵根. 信息可靠性、企业成长性与会计盈余持续性[J]. 会计研究, 2008(3): 43 - 70.

[责任编辑: 王丽爱]

The Influence of the Introduction of Professional Managers on the Inefficient Investment of Companies: Based on the Data of Listed Family Enterprises

WANG Yuchun, YAO Kaili

(School of Accounting, Nanjing University of Finance & Economics, Nanjing 210046, China)

Abstract: Taking the data of the listed family enterprises in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2010 to 2015 as research object, this paper makes an examination on the influence of the introduction of professional managers on the inefficient investment companies and further research on the influence of the introduction of professional managers on the investment efficiency of enterprises in different growth levels. The results of empirical research show that inefficient investment generally exists in China's listed family enterprises; the introduction of professional managers in listed companies can inhibit inefficient investment. What's more, in the enterprises with high growth, compared to those with low growth, the introduction of professional managers will have a weaker effect on the inefficient investment, that is, the gradual improvement of the level of enterprise growth will weaken the impact of the introduction of professional managers on the inefficient investment of enterprises.

Key Words: family enterprise; professional manager; inefficient investment; enterprise growth; ownership concentration; corporate governance efficiency; family-based governance mode