

# 纵向兼任高管与企业投资效率

## ——基于“监督效应”和“掏空效应”分析

韩金红, 余 珍

(新疆财经大学 会计学院, 新疆 乌鲁木齐 830012)

**[摘要]** 以2007—2016年A股上市公司为样本,从投资视角考察我国上市公司纵向兼任高管的经济后果。结果显示:当公司存在纵向兼任高管时,其投资效率更高;从兼任者的职务类别分析发现,与总经理担任纵向兼任高管相比,董事长担任纵向兼任高管对企业投资效率的影响作用更显著。进一步探索其作用机制发现,纵向兼任高管同时发挥了“监督效应”和“更少掏空效应”,具体而言,纵向兼任高管通过降低管理者代理成本发挥了“监督效应”,通过减少企业关联交易的利益流出发挥了“更少掏空效应”。文章拓展了纵向兼任高管的公司治理效应研究,是对其经济后果的有益补充。

**[关键词]** 纵向兼任高管;兼任职务类别;代理问题;中介效应;企业投资效率;企业关联交易;公司治理

**[中图分类号]** F275.1 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)04-0066-09

### 一、引言

在新兴市场中,由于制度环境存在一定缺陷,大股东为了获得更多私有收益,会加强对上市公司的控制<sup>[1]</sup>。在一些东亚国家,大股东对上市企业控制的方式主要有四种,其中,交叉持股、金字塔结构、同股不同权这三种方式已有文献均进行了一定的研究<sup>[2-3]</sup>,而对纵向兼任高管的研究尚少。

从监管部门的相关规定来看,对于我国普遍存在的高管纵向兼任现象,不同监管部门持有不同态度,其中,中国证监会限制大股东兼任上市公司高管,而在国有企业中,国有资产管理部部门却允许集团公司高管担任上市公司高管<sup>[4]</sup>。实际上,对纵向兼任高管的争论也逐渐引起学术界的广泛研究。从现有理论研究来看,纵向兼任高管发挥了双向作用,一方面纵向兼任高管提高了企业盈利能力、会计信息质量和企业风险承担水平<sup>[5-7]</sup>;另一方面纵向兼任高管增加了企业与担保相关的关联交易,从而降低企业价值<sup>[4]</sup>。因此,从监管部门的不同态度和现有理论研究的现状不难得出,纵向兼任高管所发挥的作用不可一概而论。但鲜有研究关注纵向兼任高管对企业投资效率的影响,本文从投资视角拓展了纵向兼任高管的公司治理效应,丰富了其经济后果的相关文献。

本文具有以下几方面的贡献:第一,本文以纵向兼任高管为切入点,研究了纵向兼任高管对企业投资效率的影响,在一定程度上补充和完善了现有关于投资效率影响因素的研究,也为进一步分析纵向兼任高管经济后果提供了新的经验证据。第二,本文通过检验董事长纵向兼任和总经理纵向兼任对企业投资效率的不同影响,有益补充了高管异质性的相关研究,这为学术研究和实践政策的制定提供了不同的视角。第三,本文使用中介效应模型,从“监督效应”和“掏空效应”两个方面厘清了纵向兼任高管与企业投资效率之间的关系,从而确定纵向兼任高管影响企业投资效率的机制。

### 二、文献综述

纵向兼任高管作为公司治理的重要手段,国内外学者对纵向兼任高管经济后果进行了初步研究,得出结论不尽一致。最早对纵向兼任高管的研究主要集中于其对企业绩效和企业价值的影响:在西方发达资本市场中,家族企业的家族成员担任高管时,企业绩效通常更好,企业价值更高<sup>[8-9]</sup>,Arnoldi等以中国企业为样本,发现国有

**[收稿日期]** 2018-08-03

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目(71662030);新疆维吾尔自治区社会科学基金项目(17BGL101)

**[作者简介]** 韩金红(1979—),女,河北深州人,新疆财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,从事上市公司财务与会计研究;余珍(1992—),女,四川南充人,新疆财经大学会计学院硕士研究生,从事上市公司财务与会计研究,E-mail:913345624@qq.com。

企业的董事长纵向兼任能够显著提高企业绩效<sup>[5]</sup>。但 La Porta 等却发现由于制度环境的差异,在东亚等处于转轨经济的国家中,高管纵向兼任降低了企业价值<sup>[10]</sup>。

在国内的研究中,郑杲娉等也发现纵向兼任高管会降低公司价值<sup>[4]</sup>。对纵向兼任高管经济后果的最新研究主要集中在其对会计信息质量、企业风险承担方面:潘红波和韩芳芳从会计信息质量视角出发,研究认为纵向兼任高管能够监督上市公司的行为,会显著提高会计信息质量<sup>[6]</sup>;佟爱琴和李孟洁从纵向兼任高管能为企业带来资源、加强对企业监督的角度分析,发现纵向兼任高管提高了企业的风险承担能力<sup>[7]</sup>。

纵观国内外研究,学术界围绕纵向兼任高管究竟是发挥了积极作用还是消极作用进行了广泛的讨论,但目前学者们对此众说纷纭。而本文以纵向兼任高管为研究起点,对投资效率的影响因素进行了拓展,力求从投资角度对纵向兼任高管现象的利弊问题给出一个较为明确的结论。

### 三、理论分析与研究假设

纵向兼任高管在大股东与企业之间起到“桥梁”作用,但其对企业究竟发挥了有利作用还是不利作用?究竟扮演了“双刃剑”中哪一面的角色?其是否会对企业投资效率产生影响?若有影响,其存在怎样的影响机制?本文主要从以下三个角度分析了纵向兼任高管对投资效率的影响。

首先,纵向兼任高管可能发挥“监督效应”,增强大股东对管理者的监督,缓解第一类代理冲突,从而提高企业投资效率。具体分析如下:第一,由于纵向兼任高管的存在,大股东与企业间信息沟通更为顺畅且信任度更高,这使得纵向兼任高管有助于缓解信息不对称问题,增强大股东对企业投资行为的直接监督,同时大股东也会更愿意为企业提供积极有效的投资建议,从而提高企业投资质量。第二,现有研究发现纵向兼任高管不但有助于企业提升会计信息质量<sup>[6]</sup>,同时也能够显著提升企业风险承担能力<sup>[7]</sup>,会计信息质量的提高会使企业投资行为更多地受到来自外部市场的监督,而企业风险承担能力的提高有助于企业投资水平的提高,使企业在投资时应对风险的能力更强,投资收益更高,因此综合考虑,纵向兼任高管均会提高企业投资效率。

其次,纵向兼任高管也可能发挥“更少掏空效应”,增强股东之间的利益协同性,减少大股东掏空行为,缓解第二类代理冲突,促使大股东为企业提供资源,从而提高投资效率。具体分析如下:第一,纵向兼任高管具有“桥梁”作用,有利于关联交易的进行<sup>[4]</sup>。当大股东利用关联交易向企业输送资源和利益时<sup>[11]</sup>,企业有更多的资源用于投资,企业投资效率会提高。第二,企业的大股东往往控制着多家子公司,形成企业集团,纵向兼任高管会使得大股东更愿意为企业考虑。当企业面临融资约束、处于财务困境时,大股东可能会在集团内整合资源以帮助企业融资,实现集团内资源共享,从而优化企业投资环境,提高企业投资效率。

最后,纵向兼任高管的“更多掏空效应”也可能是存在的,加强大股东对企业的控制,加剧第二类代理冲突,使大股东更便于利用控制权和信息优势进行低效率投资。纵向兼任高管有可能会与大股东共谋,通过关联交易等方式侵占其他股东的利益<sup>[12]</sup>。现有研究也表明纵向兼任高管会增加企业与担保相关的关联交易,对企业产生不利影响<sup>[4]</sup>。当企业存在纵向兼任高管时,企业的关联交易增加。而控股股东会利用关联交易等方式掏空上市公司,使得大股东攫取企业投资机会或利用企业资产为其进行担保<sup>[13-14]</sup>,最终导致企业在投资时缺乏资金,丧失优质投资项目,进行低效率投资。

因此,纵向兼任高管的存在既可能提高企业投资效率,同时亦可能降低企业投资效率,最终结果取决于纵向兼任高管究竟对企业进行了监督还是与大股东进行了合谋。若“监督效应”和“更少掏空效应”占主导,则纵向兼任高管能够提高投资效率;而如果“更多掏空效应”占主导则其将降低投资效率。基于以上分析,本文提出以下对立假设以待检验。

假设 1a:基于“监督效应”“更少掏空效应”,上市公司纵向兼任高管会显著提高企业投资效率。

假设 1b:基于“更多掏空效应”,上市公司纵向兼任高管会显著降低企业投资效率。

首先,从权力差异分析。权力是一个主体施加在另一主体上的影响力,这种影响力可以改变被施加方的行为<sup>[15]</sup>。在现代公司管理中,董事长主要把握企业的大局与方向,决定企业的大政方针和未来战略,而总经理主要进行具体工作的决策与实施<sup>[16]</sup>。高层梯队理论提出高管的战略选择常常对企业各项活动产生深远影响。因此,董事长比总经理的权力更大,对企业的影响更深远<sup>[17]</sup>。在中国的文化背景下,高管团队权力的差距具有积极的一面,如会增强企业的创新强度<sup>[18]</sup>。纵向兼任高管对投资效率可能产生两个相反方向的作用,但任何一种

作用的发挥都取决于纵向兼任高管权力的大小。那么当权力更大的董事长担任纵向兼任高管时,对企业投资效率的影响作用将更大。

其次,从利益代表差异分析。董事会具有重要的治理作用,能够缓解股东与管理层之间的冲突<sup>[18]</sup>。董事会是股东利益的代表,董事长作为董事会的核心成员,有监督企业管理层的意愿和职责<sup>[17]</sup>。总经理作为管理层的权力核心,代表公司管理层的利益,且总理由董事会聘任,因此董事长与总经理分别是不同利益相关方的代表<sup>[19]</sup>。由于我国公司内部治理机制不完善,企业的经营权往往掌握在管理者手中,这为管理层的自利行为提供了条件。作为股东利益代表的董事长,将以股东利益最大化为原则,对总经理的各种行为进行监督。因此,当董事长作为纵向高管时,更能增强董事长与股东的关联,进一步强化董事长作为股东利益代表的身份,加强对管理者(尤其是总经理)的监督。总之,无论从“监督效应”分析抑或“掏空效应”分析,董事长纵向兼任比总经理纵向兼任对投资效率的影响作用都将更显著。综合以上分析,本文提出假设2。

假设2:相较于总经理纵向兼任高管,董事长纵向兼任高管对企业投资效率的影响更显著。

#### 四、研究设计

##### (一)样本选择与数据来源

本文以2007—2016年沪深两市A股主板披露高管任职信息的上市公司作为研究的原始样本,剔除金融保险、ST、\*ST、数据不全样本,为排除政治原因的影响,同时剔除了政府部门直接控制的企业。本文研究数据均来自于CSMAR数据库,并对连续变量进行了首尾1%的Winsorize处理,同时利用Stata12.0进行统计分析。

##### (二)变量定义

1. 被解释变量——企业投资效率。借鉴国内普遍度量投资效率的方法<sup>[20-21]</sup>,用投资期望模型的残差取绝对值来衡量企业投资效率(*Invest*),该值越小,投资效率越高<sup>[22]</sup>。

$$I_t = \beta_0 + \beta_1 I_{t-1} + \beta_2 Tobin_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 Cash_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Age_{t-1} + \beta_7 ROA_{t-1} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad \text{模型(1)}$$

在模型1中  $I_t$  和  $I_{t-1}$  分别为  $t$  和  $t-1$  的投资规模。其余变量均为  $t-1$  期数据,  $Tobin_{t-1}$  为投资机会;  $Lev_{t-1}$  为财务杠杆;  $Cash_{t-1}$  为现金流;  $Size_{t-1}$  为企业规模;  $Age_{t-1}$  为公司上市时间长度;  $ROA_{t-1}$  为总资产回报率,此外还加入了时间和行业虚拟变量以控制二者对回归结果的影响。

2. 解释变量——纵向兼任高管。*AM* (Affiliated Management) 为哑变量,当企业存在纵向兼任高管时取值1,否则取值0。该变量具体度量方法参照郑杲娉等的定义<sup>[4]</sup>:当大股东是自然人时,大股东直接在企业中担任总经理或董事长,或者当大股东是公司单位等非自然人时,企业的总经理或董事长直接在大股东单位任职。

3. 调节变量——兼任职务类别。为了对比董事长和总经理对企业投资活动的不同影响,借鉴已有研究<sup>[4]</sup>,将纵向兼任高管细分为董事长纵向兼任高管 (*AM\_board*) 和总经理纵向兼任高管 (*AM\_ceo*) 两类。

4. 控制变量。本文在借鉴辛清泉等、李延喜等以往研究的基础上<sup>[23-24]</sup>,控制变量如表1所示。

表1 主要变量定义及计算方法

| 变量类型  | 变量名称   | 变量符号            | 变量说明                    |
|-------|--------|-----------------|-------------------------|
| 被解释变量 | 投资效率   | <i>Invest</i>   | 残差取绝对值,表示非效率投资程度        |
| 解释变量  | 纵向兼任高管 | <i>AM</i>       | 哑变量,当企业存在纵向兼任高管时为1,否则为0 |
| 调节变量  | 兼任职务类别 | <i>AM_board</i> | 董事长纵向兼任高管               |
|       |        | <i>AM_ceo</i>   | 总经理纵向兼任高管               |
| 控制变量  | 自由现金流  | <i>Cash</i>     | 经营现金流量净额/资产总额           |
|       | 成长性    | <i>Growth</i>   | 销售收入增长率                 |
|       | 产权性质   | <i>SOE</i>      | 企业为国有企业时为1,其余为0         |
|       | 两权分离度  | <i>Diver</i>    | 所有权与经营权之间的分离程度          |
|       | 股权集中度  | <i>Top1</i>     | 第一大股东持股比率               |
|       | 经营能力   | <i>AT</i>       | 总资产周转率                  |
|       | 大股东占款  | <i>Orecta</i>   | 其他应收款净额/资产总额            |
| 控制变量  | 审计质量   | <i>Audit</i>    | 若公司由四大审计为1,否则为0         |
|       | 盈利能力   | <i>ROA</i>      | 资产回报率=净利润/资产总额          |
|       | 行业     | <i>Industry</i> | 控制                      |
|       | 控制年度   | <i>Year</i>     | 控制                      |

##### (三)模型设计

基于前文分析,为检验假设1a、假设1b,本文构建如下模型2:

$$Invest = \beta_0 + \beta_1 AM + \beta_2 Cash + \beta_3 Growth + \beta_4 SOE + \beta_5 Diver + \beta_6 Top1 + \beta_7 AT + \beta_8 Orecta + \beta_9 Audit + \beta_{10} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad \text{模型(2)}$$

模型2用于检验纵向兼任高管对企业投资效率的影响,如果为提高作用,可以预期 *AM* 系数  $\beta_1$  显著为负;如果为降低作用,则预期 *AM* 系数  $\beta_1$  显著为正。

为了验证兼任者的职务类别差异对企业投资效率的影响,本文将兼任总样本分为董事长兼任与总经理兼任两组,分别利用模型3进行检验,以验证假设2:

$$Invest = \beta_0 + \beta_1 AM\_board / AM\_ceo + \beta_2 Cash + \beta_3 Growth + \beta_4 SOE + \beta_5 Diver + \beta_6 Top1 + \beta_7 AT + \beta_8 Orecta + \beta_9 Audit + \beta_{10} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

模型(3)

### 五、实证检验及结果分析

#### (一)描述性统计

各变量的描述性统计如表2所示。从表2可知:样本企业的非效率投资水平(*Invest*)均值为0.049,中位数为0.033,最大值为0.308,最小值为0.001,由此可见,我国A股上市企业均存在一定程度的非效率投资。纵向兼任高管(*AM*)的均值为0.589,说明58.9%的企业存在纵向兼任高管,其他各控制变量均分布在合理范围内。

表2 变量描述性统计

| 变量            | 样本量   | 均值    | 最小值    | 中位数   | 最大值   | 标准差   |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <i>Invest</i> | 17641 | 0.049 | 0.001  | 0.033 | 0.308 | 0.053 |
| <i>AM</i>     | 17641 | 0.589 | 0      | 1     | 1     | 0.492 |
| <i>Cash</i>   | 17641 | 0.253 | 0.007  | 0.148 | 2.672 | 0.334 |
| <i>Growth</i> | 17641 | 0.221 | -0.618 | 0.118 | 4.519 | 0.597 |
| <i>SOE</i>    | 17641 | 0.441 | 0      | 0     | 1     | 0.497 |
| <i>Diver</i>  | 17641 | 0.056 | 0.000  | 0.000 | 0.291 | 0.080 |
| <i>TOP1</i>   | 17641 | 0.361 | 0.089  | 0.343 | 0.089 | 0.152 |
| <i>AT</i>     | 17641 | 0.646 | 0.053  | 0.536 | 2.618 | 0.458 |
| <i>Orecta</i> | 17641 | 0.018 | 0.001  | 0.009 | 0.181 | 0.027 |
| <i>Audit</i>  | 17641 | 0.059 | 0      | 0     | 1     | 0.236 |
| <i>ROA</i>    | 17641 | 0.045 | -0.203 | 0.039 | 0.246 | 0.057 |

#### (二)相关性分析

本文的相关性分析如表3所示:

表3 Pearson相关性分析

|               | <i>Invest</i> | <i>AM</i>  | <i>Cash</i> | <i>Growth</i> | <i>SOE</i> | <i>Diver</i> | <i>TOP1</i> | <i>AT</i> | <i>Orecta</i> | <i>Audit</i> | <i>ROA</i> |
|---------------|---------------|------------|-------------|---------------|------------|--------------|-------------|-----------|---------------|--------------|------------|
| <i>Invest</i> | 1             |            |             |               |            |              |             |           |               |              |            |
| <i>AM</i>     | -0.0244***    | 1          |             |               |            |              |             |           |               |              |            |
| <i>Cash</i>   | 0.0129*       | -0.0018    | 1           |               |            |              |             |           |               |              |            |
| <i>Growth</i> | 0.1964***     | 0.0163**   | 0.0030      | 1             |            |              |             |           |               |              |            |
| <i>SOE</i>    | -0.0245***    | -0.0693*** | -0.1358***  | -0.0533***    | 1          |              |             |           |               |              |            |
| <i>Diver</i>  | 0.0139*       | 0.0721***  | -0.0435***  | 0.0003        | -0.1223*** | 1            |             |           |               |              |            |
| <i>TOP1</i>   | -0.0056       | 0.1338***  | -0.0068     | 0.0378**      | 0.2152***  | 0.1352***    | 1           |           |               |              |            |
| <i>AT</i>     | 0.0671***     | 0.0138*    | -0.0473***  | 0.0449***     | 0.1070***  | 0.0884**     | 0.0864***   | 1         |               |              |            |
| <i>Orecta</i> | 0.0451***     | -0.0044*** | -0.0747***  | 0.0172**      | -0.0018    | -0.0010      | -0.0990***  | -0.0042   | 1             |              |            |
| <i>Audit</i>  | -0.0314***    | 0.0121     | -0.0592***  | -0.0210***    | 0.1544***  | 0.0720***    | 0.1507***   | 0.0358*** | -0.0308***    | 1            |            |
| <i>ROA</i>    | -0.0308***    | 0.0342***  | 0.2375***   | 0.2326**      | -0.1333*** | 0.0252***    | 0.1027***   | 0.0938*** | -0.1320***    | 0.0381       | 1          |

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著(双尾检验)。

由表3可以观察到:*AM*与*Invest*的相关性系数为-0.0244,在1%水平上显著负相关,说明存在纵向兼任高管的企业投资效率更高,初步验证了假设1a的合理性,鉴于还存在其他影响企业投资效率的因素,我们在后文进一步控制了其他变量进行回归分析,以使本文结果更加可靠。从控制变量来看,系数均在正负0.5之间,反映出变量选取较为合理,不存在严重的多重共线性。

#### (三)多元回归分析

表4列示了本文假设1和假设2的回归结果。表4中全样本回归是对本文假设1a、假设1b的检验,兼任职务类别的两组回归是对本文假设2的检验。可以发现,以上三组回归结果的*F*值均在1%水平下显著,说明回归模型总体具有良好的显著性。具体而言:在全样本回归中,*AM*与*Invest*的回归系数在1%水平上显著为负,表明存在纵向兼任高管的企业投资效率更高,验证了假设1a的合理性,拒绝了假设1b,即验证了纵向兼任高管会显著提高企业投资效率。当区分不同兼任职务时,发现*AM\_board*的系数在5%水平上显著负相关,而*AM\_ceo*与*Invest*没有显著相关关系,由此可见,相比于总经理纵向兼任,董事长纵向兼任对企业投资效率的影响更显著,验证了假设2的合理性。

### 六、影响机制分析

基于前文分析,对于“监督效应”,是从第一类代理冲突出发,如果纵向兼任高管发挥“监督效应”会提高企业投资效率;从第二类代理冲突出发,如果纵向兼任发挥“更多掏空效应”,则会降低投资效率,发挥“更少掏空效应”,则有助于投资效率的提升。前文回归结果验证了假设1a:纵向兼任高管提升了投资效率,但是纵向兼任高管是通过“监督效应”还是“更少掏空效应”来提升企业投资效率?抑或是两种效应共同发挥了作用?因此,本文

表4 假设1和假设2的检验结果

| 变量                 | 兼任职务类别                 |                        |                        |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                    | 全样本                    | 董事长纵向兼任                | 总经理纵向兼任                |
| AM                 | -0.0023***<br>(-2.71)  |                        |                        |
| AM_board           |                        | -0.0018**<br>(-2.24)   |                        |
| AM_ceo             |                        |                        | -0.0010<br>(-1.11)     |
| Cash               | 0.0041***<br>(2.96)    | 0.0038***<br>(2.72)    | 0.0042***<br>(2.99)    |
| Growth             | 0.0179***<br>(13.87)   | 0.0187***<br>(14.59)   | 0.0179***<br>(13.84)   |
| SOE                | -0.0046***<br>(-5.34)  | -0.0013<br>(-1.48)     | -0.0045***<br>(-5.19)  |
| Diver              | 0.0058<br>(1.21)       | 0.0148***<br>(3.02)    | 0.0057<br>(1.20)       |
| Top1               | 0.0034<br>(1.24)       | 0.0013<br>(0.46)       | 0.0026<br>(0.96)       |
| AT                 | -0.0131***<br>(-13.08) | -0.0114***<br>(-11.29) | -0.0132***<br>(-13.09) |
| Orecta             | 0.0674***<br>(3.23)    | 0.1110***<br>(5.33)    | 0.0668***<br>(3.20)    |
| Audit              | -0.0043***<br>(-2.98)  | -0.0046***<br>(-3.04)  | -0.0043***<br>(-2.97)  |
| ROA                | -0.0258***<br>(-2.71)  | -0.0184*<br>(-1.90)    | -0.0259***<br>(-2.72)  |
| Constant           | 0.0960***<br>(22.16)   | 0.0560***<br>(15.67)   | 0.0952***<br>(22.09)   |
| Year&Industry      | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| Observations       | 17641                  | 13871                  | 8395                   |
| adj_R <sup>2</sup> | 0.108                  | 0.073                  | 0.108                  |
| Ftest              | 30.01***               | 24.27***               | 29.97***               |

注:\*\*\*,\*\*,\*分别表示在1%、5%和10%水平下显著,括号中为经White异方差调整后的T值,以下各表含义与本表相同,不再赘述。

对这一问题进行了检验。

(一) 检验“监督效应”的影响机制

基于“监督效应”分析,当企业第一类代理冲突较为严重时,兼任高管会加强对管理者的监督,有效降低代理成本,杨汉明和刘广瑞研究发现代理成本与投资效率负相关<sup>[25]</sup>。即“监督效应”可以体现为:纵向兼任高管通过降低代理成本从而提高投资效率。

本文通过检验代理成本在兼任高管和投资效率二者间是否具有显著的中介效应,来验证纵向兼任高管的“监督效应”。借鉴温忠麟等的相关研究<sup>[26]</sup>,首先设立模型2、模型4和模型5;其次将管理费用率(Mfee)作为中介变量;最后根据图1所示步骤,检验中介效应,其检验结果如表5所示:

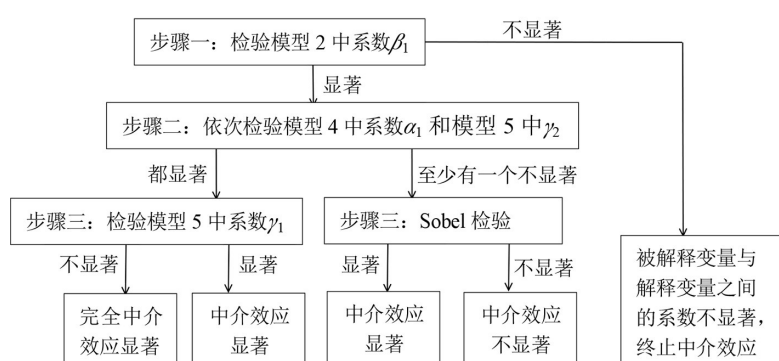


图1 中介效应检验程序图

$$Invest = \beta_0 + \beta_1 AM + \beta_2 Cash + \beta_3 Growth + \beta_4 SOE + \beta_5 Diver + \beta_6 Top1 + \beta_7 AT + \beta_8 Orecta + \beta_9 Audit + \beta_{10} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

模型(2)

$$Mfee = \alpha_0 + \alpha_1 AM + \alpha_2 Cash + \alpha_3 Growth + \alpha_4 SOE + \alpha_5 Diver + \alpha_6 Top1 + \alpha_7 AT + \alpha_8 Orecta + \alpha_9 Audit + \alpha_{10} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

模型(4)

$$Invest = \beta_0 + \gamma_1 AM + \gamma_2 Mfee + \gamma_3 Cash + \gamma_4 Growth + \gamma_5 SOE + \gamma_6 Diver + \gamma_7 Top1 + \gamma_8 AT + \gamma_9 Orecta + \gamma_{10} Audit + \gamma_{11} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

模型(5)

根据中介效应检验程序图,在表6中检验代理成本中介效应时:步骤一,在前文已验证模型2中AM的系数 $\beta_1$ 显著为负;步骤二,模型4的AM系数 $\alpha_1$ 为-0.0085,在1%的水平下显著为负,说明纵向兼任高管与代理成本显著负相关,模型5中Mfee的系数 $\gamma_2$ 为0.0492,在1%的水平下显著;步骤三,模型5中AM的系数 $\gamma_1$ 为-0.0018,在5%的水平下显著。因此通过三个步骤检验后,发现代理成本的中介效应显著,即纵向兼任高管的“监督效应”能够有效降低代理成本,从而提高企业的投资效率。

(二) 检验“更少掏空效应”

基于“更少掏空效应”,当第二类代理冲突较为严重时,关联交易可能成为大股东掏空企业的手段<sup>[27]</sup>。但关联交易对上市公司投资效率的影响有正有负,这种正向和负向的影响更多地取决于关联交易对企业的利益流向,流入型关联交易将为企业提供更多投资现金流,从而提高企业投资效率<sup>[28]</sup>。对于流出型关联交易,纵向兼任高管有可能会与大股东共谋,通过关联交易等方式侵占其他股东的利益<sup>[12]</sup>,使得大股东攫取企业投资机会或利用企业资产为其进行担保<sup>[29]</sup>,最终导致企业在投资时缺乏资金,丧

表5 “监督效应”的影响机制 (代理成本的中介效应)

| 变量                 | 模型4                    | 模型5                   |
|--------------------|------------------------|-----------------------|
| AM                 | -0.0085***<br>(-6.40)  | -0.0018**<br>(-2.22)  |
| Mfee               |                        | 0.0492***<br>(6.85)   |
| Cash               | 0.0316***<br>(10.37)   | 0.0026*<br>(1.82)     |
| Growth             | -0.0110***<br>(-7.27)  | 0.0185***<br>(14.28)  |
| SOE                | -0.0112***<br>(-8.15)  | -0.0041***<br>(-4.70) |
| Diver              | -0.0075<br>(-1.10)     | 0.0061<br>(1.29)      |
| Top1               | -0.0477***<br>(-11.96) | 0.0058**<br>(2.09)    |
| AT                 | -0.0716***<br>(-46.67) | -0.0096***<br>(-9.00) |
| Orecta             | 0.3343***<br>(7.66)    | 0.0510**<br>(2.47)    |
| Audit              | -0.0062***<br>(-2.96)  | -0.0040***<br>(-2.77) |
| ROA                | -0.1592***<br>(-8.51)  | -0.0180*<br>(-1.92)   |
| Constant           | 0.1511***<br>(24.91)   | 0.0885***<br>(20.00)  |
| Year&Industry      | 控制                     | 控制                    |
| Observations       | 17641                  | 17641                 |
| adj_R <sup>2</sup> | 0.289                  | 0.113                 |
| Ftest              | 138.68***              | 30.39***              |

失优质投资项目,进行低效率投资。纵向兼任高管能够增强大股东和中小股东之间的利益一致性,此时对企业而言,大股东可能会增加流入型关联交易,或减少流出型关联交易,从而提高企业投资效率。即纵向兼任高管的“更少掏空效应”可以体现为:纵向兼任高管通过影响大股东与企业之间的关联交易从而影响企业投资效率。

本文通过检验关联交易在兼任高管和投资效率二者间是否具有显著的中介效应,来验证纵向兼任高管的“更少掏空效应”。首先设立如下模型2、模型6和模型7三个模型,再根据图1所示的步骤检验中介效应。关联交易是一把“双刃剑”,对于本文而言,关键在于纵向兼任高管会利用关联交易发挥了积极作用还是消极作用。因此,本文借鉴佟岩和程小可、史永和李思昊对关联交易(RPT)的定义,将关联交易按对上司公司的利益流动方向划分为两类:第一类是将使上市公司利益流出的关联交易与营业收入的比值定义为利益流出型关联交易(OUTRPT),反之则为第二类,即利益流入型关联交易(INRPT)<sup>[30-31]</sup>。其检验结果如表7所示:

$$Invest = \beta_0 + \beta_1 AM + \beta_2 Cash + \beta_3 Growth + \beta_4 SOE + \beta_5 Diver + \beta_6 Top1 + \beta_7 AT + \beta_8 Orecta + \beta_9 Audit + \beta_{10} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (\text{模型2})$$

$$OUTRPT/INRPT = T\alpha_0 + \alpha_1 AM + \alpha_2 Cash + \alpha_3 Growth + \alpha_4 SOE + \alpha_5 Diver + \alpha_6 Top1 + \alpha_7 AT + \alpha_8 Orecta + \alpha_9 Audit + \alpha_{10} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (\text{模型6})$$

$$Invest = \beta_0 + \gamma_1 AM + \gamma_2 OUTRPT/INRPT + \gamma_3 Cash + \gamma_4 Growth + \gamma_5 SOE + \gamma_6 Diver + \gamma_7 Top1 + \gamma_8 AT + \gamma_9 Orecta + \gamma_{10} Audit + \gamma_{11} ROA + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (\text{模型7})$$

根据中介效应检验程序图1,表6在检验关联交易中介效应时:(1)对于流出型关联交易,步骤一,前文已验证模型2中AM的系数 $\beta_1$ 显著为负;步骤二,模型6的AM系数 $\alpha_1$ 和模型7的OUTRPT系数 $\gamma_2$ 均在1%的水平下显著,说明流出型关联交易的中介效应显著;步骤三,在模型7中AM的系数 $\gamma_2$ 在5%的水平下显著,说明流出型关联交易的为部分中介效应,且由模型6和模型7的回归结果可以看出,纵向兼任高管有助于减少企业的流出型关联交易,从而提高企业投资效率。(2)对于流入型关联交易,步骤前文已验证;步骤二,由于模型6的AM系数 $\alpha_1$ 和模型7的INRPT系数 $\gamma_2$ 两个系数中有一个不显著,此时判断INRPT的中介效应发生纳伪错误的可能性较大,因此需要进行步骤三的Sobel检验,结果表明INRPT的z值为1.018,即中介效应占总效应的比例仅为1.88%,表明流入型关联交易的中介效应不显著。综上,通过以上检验后,发现流出型关联交易发挥了中介效应,而流入型关联交易中介效应不显著。即纵向兼任高管发挥了“更少掏空效应”,通过减少企业流出型关联交易来提高企业投资效率。对于假设2,代理成本和流出型关联交易的中介效应在董事长担任纵向兼任高管时更显著,由于篇幅所限,这部分的检验结果未报告,备案。

表6 “更少掏空效应”的影响机制(关联交易的中介效应)

| 变量                 | 流出型关联交易(OUTRPT)       |                       | 流入型关联交易(INRPT)         |                        |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
|                    | 模型6                   | 模型7                   | 模型6                    | 模型7                    |
| AM                 | -0.0168***<br>(-4.55) | -0.0027**<br>(-2.06)  | 0.0062<br>(1.01)       | -0.0021**<br>(-2.27)   |
| OUTRPT             |                       | 0.0364***<br>(5.83)   |                        |                        |
| INRPT              |                       |                       |                        | 0.0108***<br>(6.05)    |
| Cash               | 0.0013<br>(0.17)      | 0.0049**<br>(2.05)    | -0.0711***<br>(-7.36)  | 0.0058***<br>(3.42)    |
| Growth             | 0.0038<br>(0.94)      | 0.0219***<br>(11.29)  | 0.0096<br>(1.41)       | 0.0189***<br>(13.10)   |
| SOE                | -0.0017<br>(-0.44)    | -0.0009<br>(-0.66)    | 0.0320***<br>(4.78)    | -0.0049***<br>(-5.12)  |
| Diver              | 0.0595***<br>(3.19)   | 0.0198***<br>(2.85)   | 0.1657***<br>(4.80)    | 0.0062<br>(1.21)       |
| Top1               | 0.0027<br>(0.24)      | 0.0003<br>(0.08)      | 0.0533**<br>(2.52)     | 0.0011<br>(0.36)       |
| AT                 | -0.0265***<br>(-6.46) | -0.0081***<br>(-5.87) | -0.1363***<br>(-18.37) | -0.0113***<br>(-10.25) |
| Orecta             | 0.4268***<br>(4.02)   | 0.0597*<br>(1.94)     | 0.4227***<br>(2.70)    | 0.0598**<br>(2.54)     |
| Audit              | -0.0131**<br>(-2.40)  | -0.0034*<br>(-1.75)   | -0.0754***<br>(-8.40)  | -0.0037**<br>(-2.52)   |
| ROA                | -0.0871**<br>(-2.25)  | -0.0225<br>(-1.54)    | -0.7398***<br>(-11.33) | -0.0183*<br>(-1.67)    |
| Constant           | 0.0493***<br>(4.29)   | 0.0490***<br>(10.23)  | 0.2696***<br>(8.35)    | 0.0935***<br>(19.19)   |
| Year&Industry      | 控制                    | 控制                    | 控制                     | 控制                     |
| Observations       | 7524                  | 7524                  | 14163                  | 14163                  |
| adj_R <sup>2</sup> | 0.046                 | 0.101                 | 0.112                  | 0.116                  |
| Ftest              | 8.91***               | 13.19***              | 26.31***               | 25.00***               |

## 七、稳健性检验

### (一)内生性检验

参考潘红波和韩芳芳的相关研究<sup>[6]</sup>,为缓解研究结果的内生性,采用PSM倾向得分匹配模型进行重新回归,回归结果如表7所示。

由表7的回归结果可以看出:在PSM后,AM、AM\_board的系数均在5%的水平下显著为负,而AM\_ceo的系数虽然为负,但并不显著,因此假设1a、假设2通过检验。

(二)避免投资效率的系统性偏差

本文使用Richardson残差模型来预测企业的投资效率时,认为只有残差绝对值为0,企业才不存在非效率投资,这样定义投资效率是存在一定缺陷的,当残差绝对值越接近于0,企业的投资并非完全无效。因此,本文借鉴李青原、李延喜的文献<sup>[24,32]</sup>,将残差绝对值从大到小分成七组,并去掉其中最小的一组,再次将全文结果进行回归,以避免残差模型系统性偏差对本文结果的影响。同时在避免投资效率的系统性偏差的基础上,在为使回归结果更为稳健,本文借鉴陈信元等、杜兴强等等文献<sup>[33-34]</sup>,进行了公司和年度层面的双重聚类调整<sup>[35]</sup>,其结果如表8所示。

表7 内生性检验(PSM)

| 变量                 | 全样本                    | 兼任职务类别                |                        |
|--------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
|                    |                        | 董事长纵向兼任               | 总经理纵向兼任                |
| AM                 | -0.0021**<br>(-2.32)   |                       |                        |
| AM_board           |                        | -0.0020**<br>(-2.05)  |                        |
| AM_ceo             |                        |                       | -0.0016<br>(-1.27)     |
| Cash               | 0.0035**<br>(2.07)     | 0.0031*<br>(1.84)     | 0.0035**<br>(2.08)     |
| Growth             | 0.0171***<br>(10.36)   | 0.0177***<br>(10.90)  | 0.0171***<br>(10.35)   |
| SOE                | -0.0049***<br>(-4.65)  | -0.0011<br>(-1.05)    | -0.0048***<br>(-4.54)  |
| Diver              | 0.0080<br>(1.20)       | 0.0193***<br>(2.81)   | 0.0092<br>(1.38)       |
| Top1               | 0.0009<br>(0.26)       | -0.0001<br>(-0.03)    | 0.0005<br>(0.16)       |
| AT                 | -0.0141***<br>(-11.36) | -0.0120***<br>(-9.71) | -0.0141***<br>(-11.36) |
| Orecta             | 0.0641***<br>(2.59)    | 0.1114***<br>(4.45)   | 0.0650***<br>(2.62)    |
| Audit              | -0.0037**<br>(-2.04)   | -0.0043**<br>(-2.23)  | -0.0037**<br>(-2.03)   |
| ROA                | -0.0301***<br>0.0035** | -0.0219*<br>0.0031*   | -0.0294**<br>0.0035**  |
| Constant           | 0.0996**<br>(20.25)    | 0.0541***<br>(14.08)  | 0.0988***<br>(20.17)   |
| Year&Industry      | 控制                     | 控制                    | 控制                     |
| Observations       | 12164                  | 10291                 | 7231                   |
| adj_R <sup>2</sup> | 0.108                  | 0.065                 | 0.107                  |
| Ftest              | 20.53***               | 15.82***              | 20.41***               |

表8 避免投资效率的系统性偏差

| 变量                 | 全样本                    | 兼任职务类别                 |                        |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                    |                        | 董事长纵向兼任                | 总经理纵向兼任                |
| AM                 | -0.0027***<br>(-2.92)  |                        |                        |
| AM_board           |                        | -0.0018**<br>(-2.07)   |                        |
| AM_ceo             |                        |                        | -0.0016<br>(-1.58)     |
| Cash               | 0.0017<br>(1.14)       | 0.0017<br>(1.13)       | 0.0017<br>(1.18)       |
| Growth             | 0.0190***<br>(14.02)   | 0.0190***<br>(14.00)   | 0.0190***<br>(14.00)   |
| SOE                | -0.0050***<br>(-5.36)  | -0.0046***<br>(-4.92)  | -0.0049***<br>(-5.22)  |
| Diver              | 0.0073<br>(1.41)       | 0.0081<br>(1.54)       | 0.0075<br>(1.44)       |
| Top1               | 0.0040<br>(1.31)       | 0.0034<br>(1.13)       | 0.0031<br>(1.04)       |
| AT                 | -0.0145***<br>(-13.58) | -0.0145***<br>(-13.57) | -0.0146***<br>(-13.60) |
| Orecta             | 0.0796***<br>(3.52)    | 0.0796***<br>(3.51)    | 0.0788***<br>(3.48)    |
| Audit              | -0.0054***<br>(-3.37)  | -0.0054***<br>(-3.38)  | -0.0054***<br>(-3.36)  |
| ROA                | -0.0246**<br>(-2.41)   | -0.0246**<br>(-2.41)   | -0.0247**<br>(-2.42)   |
| Constant           | 0.0989***<br>(23.16)   | 0.0981***<br>(23.12)   | 0.0979***<br>(23.11)   |
| Year&Industry      | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| Observations       | 15120                  | 11873                  | 7187                   |
| adj_R <sup>2</sup> | 0.108                  | 0.108                  | 0.108                  |
| Ftest              | 24.58***               | 24.59***               | 24.53***               |

由表8可以看出:在避免了投资效率的系统性偏差后,AM的系数为-0.0027,且在1%的水平上显著,AM\_board在5%的水平上显著,AM\_ceo的系数不显著。

总之,进行以上两种方式的稳健性检验后,仍然发现纵向兼任高管能够提高企业投资效率,且董事长担任纵向兼任高管比总经理担任纵向兼任高管更能显著提升企业投资效率,因此假设1a、假设2通过了稳健性检验。本文影响机制部分也通过了稳健性检验,这部分的检验结果未报告,备案。

八、结论及建议

文章以纵向兼任高管为切入点,基于2007—2016年A股市场数据,从投资视角分析了纵向兼任高管的经济后果。具体结论如下:首先,存在纵向兼任高管的企业,其投资效率更高。纵向兼任高管能够增强大股东对管理层的监督,缓解第一类代理问题,同时能够增强股东之间的利益协同性,减少其掏空行为,缓解第二类代理问题,促使大股东为企业提供资源,从而提高投资效率。其次,根据兼任职务类别分组后发现,与总经理担任纵向兼任

高管相比,董事长担任纵向兼任高管对企业投资效率的影响作用更显著。最后,本文影响机制部分发现,纵向兼任高管既能发挥“监督效应”,降低企业的第一类代理问题,又能发挥“更少掏空效应”,降低企业的第二类代理问题,且代理成本、流出型关联交易是纵向兼任高管发挥“监督效应”和“更少掏空效应”的中介变量,纵向兼任高管通过降低代理成本、减少企业的流出型关联交易提高企业投资效率。

本文的研究结论具有一定的借鉴意义和应用价值:首先,纵向兼任高管是一种有效监督上市公司各项活动的手段,而且会降低大股东的掏空行为,因此政府应引导企业建立健全纵向兼任高管制度,为企业提高投资效率提供了指引。其次,由于与总经理相比,董事长兼任高管时对企业投资效率提高作用更显著,所以应更多地考虑让董事长兼任纵向高管,以便更好地发挥纵向兼任高管的公司治理效应。

纵向兼任作为一种上市企业特殊的治理机制,有很多问题有待探析,如:从公司治理视角来看,这种兼任是否会影响企业高管的激励制度及薪酬结构?对企业的避税行为又会产生怎样的影响?从上市公司视角来看,大股东与上市企业此种特殊的纵向联结是否会影响企业的融资决策?是否会影响企业的股价崩盘风险?从大股东单位来说,此种兼任是否能提高整个集团的资源配置效率、实现整个集团的企业价值最大化?这些问题都值得深思。

#### 参考文献:

- [1] Chen C J P, Li Z, Su X. Delegation and sensitivity of CEO turnover to firm performance within business groups: Evidence from China [J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 2012, 31(6):553 - 574.
- [2] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in east asian corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2):81 - 112.
- [3] Claessens S, Djankov S, Fan J P H. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(6):2741 - 2771.
- [4] 郑杲娉,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+96.
- [5] Arnoldi J, Chen X, Na C. Vertical interlocks of executives and performance of affiliated firms in state owned chinese business groups [R]. Working Paper, Aarhus University, 2013.
- [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+96.
- [7] 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(1):118 - 126.
- [8] Anderson R C, Reeb D M. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500 [J]. *Journal of Finance*, 2003, 58(3):1301 - 1328.
- [9] Villalonga B, Amit R. How do family ownership, control and management affect firm value? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(2):385 - 417.
- [10] Porta R L, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 54(2):471 - 517.
- [11] 刘建民,刘星.关联交易与公司内部治理机制实证研究——来自沪深股市的经验证据[J]. *中国软科学*, 2007(1):79 - 89.
- [12] Jia N, Shi J, Wang Y. Coinsurance within business groups: Evidence from related party transactions in an emerging market [J]. *Management Science*, 2013, 59(10):2295 - 2313.
- [13] Cheung Y L, Qi Y, Rau P R. Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(5):914 - 924.
- [14] Kang M, Lee H Y, Lee M G. The association between related-party transactions and control ownership wedge: Evidence from Korea [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, 6(5):65 - 89.
- [15] Pfeffer J. Power in organizations [J]. *Journal of Policy Analysis and Management*, 1981, 2(3):625 - 663.
- [16] Takao Kato, Cheryl L. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2006, 34(4):796 - 817.
- [17] 曹建安,陈春玲,李爽.上市公司董事长与总经理的基本状况及年度报酬的相关性[J]. *华东经济管理*, 2009, 23(5):70 - 75.
- [18] 卫旭华,刘咏梅,岳柳青.高管团队权力不平等对企业创新强度的影响——有调节的中介效应[J]. *南开管理评论*, 2015, 18(3):24 - 33.
- [19] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2):301 - 325.
- [20] 罗艳梅,程新生.双重委托代理关系下内部审计治理有效性研究——基于角色冲突的视角[J]. *审计研究*, 2013(2):58 - 67.
- [21] 韩静,陈志红,杨晓星.高管团队背景特征视角下的会计稳健性与投资效率关系研究[J]. *会计研究*, 2014(12):25 - 31+95.



- [22] Richardson S A. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159 - 189.
- [23] 辛清泉, 郑国坚, 杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究, 2007(10): 123 - 142.
- [24] 李延喜, 曾伟强, 马壮, 等. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015, 18(1): 25 - 36.
- [25] 杨汉明, 刘广瑞. 金融发展、两类股权代理成本与过度投资[J]. 宏观经济研究, 2014(1): 61 - 74.
- [26] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004(5): 614 - 620.
- [27] 柳建华, 魏明海, 郑国坚. 大股东控制下的关联投资: “效率促进”抑或“转移资源”[J]. 管理世界, 2008(3): 133 - 141+187.
- [28] 罗付岩. 市场化进程、关联交易与投资效率[J]. 中南财经政法大学学报, 2013(1): 115 - 121.
- [29] 罗付岩. 关联交易对公司投资是效率促进或利益冲突?[J]. 管理评论, 2014(1): 140 - 149.
- [30] 佟岩, 程小可. 关联交易利益流向与中国上市公司盈余质量[J]. 管理世界, 2007(11): 127 - 138+172.
- [31] 史永, 李思昊. 关联交易、机构投资者异质性与股价崩盘风险研究[J]. 中国软科学, 2018(4): 123 - 131.
- [32] 李青原. 会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2009(4): 65 - 73+51.
- [33] 陈信元, 靳庆鲁, 肖土盛, 等. 行业竞争、管理层投资决策与公司增长/清算期权价值[J]. 经济学(季刊), 2014(1): 305 - 332.
- [34] 杜兴强, 赖少娟, 裴红梅. 女性高管总能抑制盈余管理吗?——基于中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究, 2017(1): 39 - 45+95.
- [35] Petersen M A. Estimating standard errors in finance panel data sets[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 435 - 480.

[责任编辑:高 婷]

## Vertical Interlocks of Executives and Enterprises' Investment Efficiency: Research on “Supervision Effect” and “Less Tunneling Effect”

HAN Jinhong, YU Zhen

(School of Accounting, Xinjiang University Of Finance and Economics, Wulumuqi 830012, China)

**Abstract:** This paper studies the impact of vertical interlocks of executives on the investment efficiency in China's listed companies. The results show that: vertical interlocks of executives can significantly improve the enterprises' investment efficiency. When subdividing different types of concurrent duty category, compared to the vertical interlocks of the executive, the vertical interlocks of the chairman has a stronger influence on the investment efficiency. When further researching action its mechanism, we found that vertical interlocks of executives exert the “supervision effect” and “less tunneling effect” at the same time. Specifically, vertical interlocks of executives play a “supervisory effect” by reducing managerial agency costs, and play a “less tunneling effect” by reducing the outflow of benefits of affiliated transactions. This paper expands the corporate governance effect of vertical interlocks of executives, which is a beneficial supplement to economic consequences of vertical interlocks of the executive.

**Key Words:** vertical interlocks of executives; concurrent duty category; agency problem; mediating effect; enterprises' investment efficiency; enterprise related transaction; corporate governance