

家族参与会影响职业 CEO 薪酬业绩敏感性吗*

——基于中国上市公司的经验证据

贾子超 孙春兴 夏卓秀

〔摘要〕本文以 2008-2015 年在 A 股首发上市的家族企业为研究样本,比较了职业 CEO 与家族 CEO 薪酬业绩敏感性差异,然后以引入职业 CEO 的家族企业为样本,从家族所有权和家族参与管理两个角度分析了家族参与所形成的监督机制对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响。实证结果表明,职业 CEO 薪酬业绩敏感性显著高于家族 CEO;家族所有权越高,家族参与管理的程度越大,职业 CEO 薪酬业绩敏感性越低,说明家族参与所形成的监督机制与薪酬激励之间存在替代关系;在家族监督机制较强的情况下,控股家族可以通过所有权和参与管理增强对职业 CEO 的监督,降低代理问题,减小对薪酬契约的依赖性较低。

关键词: 家族参与 职业 CEO 薪酬业绩敏感性

JEL 分类号: G34 G38 M12

一、引言

改革开放以来,中国家族企业在国民经济中起到的作用越来越强。而随着数十年的经营打拼,家族企业在获得一定经营成果的同时,也面临着市场竞争环境改变和代际传承^①等问题的冲击,这便导致其所有权、经营权配置的问题成为学术界与实务界关注的热点。

通常控股家族会安排家族成员继任董事长和 CEO (Gomez-Mejia et al., 2011),但创始人传承意愿、继任者接班意愿、传承计划等因素都可能导致家族传承模式产生变数 (Lansberg, 1988; Handler, 1994; 何轩等, 2014)。再加上独生子女政策影响,家族传承很可能阻碍家族企业做大做强 (王琨和徐艳萍, 2015)。而随着市场的发展,一些家族企业诸如美的集团、三一重工等突破传统观念限制开始引入职业经理人经营企业,中欧商学院、《福布斯》等杂志机构的调查显示这一趋势正在流行开来。而学术界也认为家族企业将经营权交给职业经理人是未来发展的必然趋势,这有助于改善公司治理,提高企业整体运营效率 (Villalong and Amit, 2006; 徐细雄和刘星, 2012)。

不过,在家族企业中引入职业经理人则会带来新的问题。在传统模式下,企业的所有权和经营

* 贾子超,北京航空航天大学经济管理学院,助理研究员;孙春兴(通讯作者),北京航空航天大学经济管理学院,硕士生;夏卓秀,北京航空航天大学经济管理学院。本文获得国家自然科学基金(批准号:71572007)、教育部人文社会科学研究一般项目(批准号:15YJC630042)资助。

① 资料来源:《福布斯》2016 年中国家族企业调查。

权都掌握在家族手中,由家族成员担任企业最重要的管理和监督职位是家族企业区别于一般企业的特征所在,而家族内部的亲缘关系可以有效解决一般企业中所有权和经营权分离而产生的第一类代理问题(Bertrand and Schoar,2006)。但在家族拥有所有权而职业经理人拥有经营权的情况下,会导致第一类代理问题加剧(Michiels et al.,2013;陈德球等,2013),国美电器的控制权之争便是典型例子(徐细雄和刘星,2012;祝继高和王春飞,2012)。因此,如何缓解伴随职业经理人的引入而产生的代理冲突是家族企业在职业化经营转型中必须面对的核心问题。

Haugen and Senbet(1981)发现设计合理的 CEO 薪酬激励制度是解决第一类代理问题最直接的途径,即合理的薪酬制度能够提高 CEO 的工作动力,激励 CEO 更努力地为企业创造价值、为股东带来财富(Jensen and Murphy,1990)。因此,有效的薪酬激励意味着 CEO 薪酬与公司业绩高度正相关,并能有效缓解上市公司所面临的信息不对称问题,减小交易成本(廖明情和雷倩华,2014),而薪酬业绩敏感性则是评价薪酬激励是否有效的主要指标(Jensen and Murphy,1990)。随着中国上市公司逐渐将管理层薪酬与公司业绩挂钩(Wang and Xiao,2011),管理层的薪酬业绩敏感性问题也备受关注(方军雄,2011)。那么家族企业对 CEO 进行的薪酬激励是否有效?家族 CEO 与职业 CEO 的薪酬激励效果是否存在差异?职业 CEO 与控股家族之间代理问题的解决途径又有哪些?

本文以 2008–2015 年在 A 股首发上市的非金融类家族企业为研究样本,对家族企业 CEO 的薪酬业绩敏感性问题展开了研究,分别从家族所有权和家族参与管理两个角度着重分析了家族参与对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响。本文的研究发现,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性显著高于家族 CEO;家族的所有权越高、参与管理的程度越大,职业 CEO 薪酬业绩敏感性越低。综合上述研究结果,本人认为,在家族企业中对职业 CEO 进行薪酬激励能有效缓解第一类代理问题,不过控股家族通过所有权控制和参与管理也能达到同样的效果。

本文的研究贡献主要体现在以下三个方面:首先,本文丰富了有关中国家族企业话题中的研究对象。以往研究聚焦于家族 CEO,本文则顺应现实趋势以职业 CEO 为主要研究对象。其次,本文补充了家族企业治理问题的研究内容。随着引入职业经理人的家族企业逐渐增多,控股家族与职业经理人之间的代理问题越来越明显,本文探索了控股家族与职业 CEO 之间的代理问题的解决途径。第三,本文拓展了薪酬业绩敏感性的研究视野,证明家族参与所形成的监督机制具有替代薪酬激励的作用。

本文余下章节的安排如下:第二部分为文献综述和研究设计;第三部分是样本选取与研究设计;第四部分是实证结果与分析;最后是研究结论与启示。

二、文献综述与研究假设

所有权与经营权分离而产生的代理问题在现代企业中普遍存在,控股股东往往也因此面临严重的道德风险和逆向选择问题(Jensen and Merkling,1976)。但是,在家族企业中,控股家族可以通过安排家族成员担任企业高管实现对企业经营权的控制,并有效缓解第一类代理问题(Jensen and Merkling,1976;Villalong and Amit,2006)。许多研究表明,当家族成员担任 CEO 时,其个人利益与家族利益高度一致(Davis et al.,1997),CEO 与股东之间的亲缘关系不仅能降低 CEO 出于自利目的的侵占股东利益的动机(赵宜一和吕长江,2015),也有利于股东对 CEO 进行监督,降低监督成本(Schulze et al.,2001)。

不过,家族企业内部成员只是一个极为有限的经理人市场(王琨和徐艳萍,2015)。为了企业的长远发展,越来越多的控股家族开始选择引入外部的职业经理人担任企业高管。对家族企业而

言,引入职业经理人意味着将企业经营权的转移,由于职业经理人与家族的利益并不一致,当职业经理人担任 CEO 时,家族企业势必面临更为严重的第一类代理问题(Michiels et al.,2013)。

Jensen and Meckling(1976)发现管理层的薪酬与企业业绩挂钩可以有效约束管理层的行为,解决管理者和股东之间的代理问题,激励管理层更加努力地工作,从而为企业创造价值,为股东带来财富(Jensen and Murphy,1990)。因此,企业进行薪酬激励的主要动机就是减轻第一类代理问题,CEO 的薪酬业绩敏感性越高表明薪酬的激励作用和约束效果越强。

一般而言,家族 CEO 的薪酬业绩敏感性较低(McConaughy,2000;Michiels et al.,2013),家族企业通常会引荐家族成员进入企业管理层,家族 CEO 和实际控制人之间的亲缘关系有利于增强家族对管理层决策的监督和控制在,并降低代理成本(Fama and Jensen,1983;Schulze et al.,2001;Villalong and Amit,2006)。从家族 CEO 的角度来看,这种亲缘关系本身也具有激励性(赵宜一和吕长江,2015),当家族成员担任 CEO 时,其个人价值与企业成功结合在一起,并促使其更努力地为家族利益工作(McConaughy,2000),家族利他主义也有助于家族 CEO 能够发挥好“大管家”角色(王明琳等,2014),关注家族企业的可持续发展。而且,对于家族 CEO,控股股东往往通过信任、情感等隐形契约而非薪酬这种显性契约来降低两者之间的代理成本(Chrisman et al.,2007)。也有学者从利益侵占的角度展开了研究。Anderson et al.(2012)发现家族企业内部并非团结一心,家族成员可能会利用私有信息牟取私人收益(Cheng et al.,2015)。王琨和徐艳萍(2015)的研究发现家族 CEO 往往能够获得超额薪酬,但这些薪酬并非来自有效的薪酬激励,而是家族 CEO 利用家族身份攫取私人收益的表现。

与家族 CEO 相比,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性更高(McConaughy,2000)。这是因为职业 CEO 与家族利益并不一致,很可能在决策过程中表现出自利行为。李思飞等(2014)研究发现,当职业经理人担任 CEO 时,家族企业的资本投资规模显著减小,投资效率降低。因此,家族企业在引入职业 CEO 后需要解决的首要问题就是控股家族与外部职业经理人之间的第一类代理问题(Michiels et al.,2013),而最直接的解决办法就是设计合理有效的薪酬制度,将职业 CEO 的薪酬与企业业绩挂钩,以激励职业 CEO 为提升家族价值而努力工作。因此,与家族 CEO 相比,薪酬制度对职业 CEO 的激励作用更强。基于上述分析,本文提出假设 1。

假设 1:在家族企业中,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性显著高于家族 CEO 的薪酬业绩敏感性。

随着市场的成熟和家族企业的发展,越来越多的家族企业引入了职业经理人管理企业经营事务。《福布斯》2015 年发布的《中国家族企业调查报告》显示,已经有超过 40% 的家族企业选择保留股权,同时企业经营权移交给职业经理人,但职业经理人可能会背叛家族(徐细雄和刘星,2012;祝继高和王春飞,2012)。为了更深入地探究家族企业解决与职业经理人代理问题的具体措施,本文接下来将对引入职业 CEO 的家族企业进行分析。

Lippert and Moore(1995)对美国上市公司的研究发现,当公司的内部和外部监督机制较强时,管理层与股东之间的代理问题较小,股东可以从投票机制和董事会独立性两方面增强对管理层的监督。

与一般企业相比,控股家族有更多多样化的手段对管理层进行监督(陈德球等,2013)。而且,家族作为企业的创始者和大股东,自身财富与公司利益紧密相连,为了家族利益,控股家族不会像分散的小股东采取“搭便车”的行为(Villalong and Amit,2006),而是具有强烈的动机去监督管理层(Anderson et al.,2012;Cheng et al.,2015)。而且,凭借自身对经营业务和业绩状况的了解,控股家族可以通过多种手段影响职业经理人的决策行为。Anderson and Reeb(2003)发现,家族企业在管理层中安插的家族成员非常熟悉公司经营现状,往往能够及时发现职业经理人为了私利而损害家族利益的行为,从而对职业经理人的形成有效约束和监督。此外,在引入职业经理人的家族企

业中,如果由创始人担任董事长,也能发挥监督作用,降低代理成本(Villalonga and Amit,2006)。

由上述分析可知,在家族企业中形成监督机制的关键在于家族参与,而家族参与又体现在家族所有权和家族参与管理两个方面。所有权是指股东所享有的剩余索取权。在家族企业中,控股家族所有权越大,家族整体利益与企业利益越趋于一致,控股家族监督职业经理人的动机也越强,因此家族企业绩效显著优于非家族企业(Anderson and Reeb,2003;许永斌和郑金芳,2007)。陈德球等(2013)的研究表明,当家族所有权较高时,职业 CEO 变更与公司业绩敏感性也会随之显著增强,家族所有权发挥了监督作用。另一方面,控股家族一般还会安排家族成员进入管理层,参与公司日常经营,以实现所有权与经营权的统一(Villalong and Amit,2006)。由于家族成员对企业具有特殊的情感,当家族成员参与管理时,其所能产生的监督作用会比大股东的监督更为有效(翁霄暉等,2014)。

因此,当家族企业引入职业经理人后,控股家族可以采取两种手段对职业 CEO 进行监督和约束,一种是将职业 CEO 的薪酬与企业业绩挂钩,另一种就是通过家族参与所形成的监督机制来约束 CEO。遵循 Lippert and Moore(1995)的分析逻辑,本文认为薪酬激励和监督机制之间在缓解第一类代理问题时会相互影响,当家族参与所形成的监督机制较强时,职业 CEO 为了个人私利而损害家族利益的动机降低,控股家族对薪酬激励效果的依赖性也相应减弱,监督机制对薪酬激励具有替代作用。根据基于上述分析,本文分别从家族所有权和家族参与管理两个角度提出以下假设。

假设 2:在职业经理人担任 CEO 的家族企业中,家族所有权越大,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性越低。

假设 3:在职业经理人担任 CEO 的家族企业中,家族参与管理的程度越高,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性越低。

三、样本选取与研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文以 2008-2015 年在 A 股首发上市的家族企业为研究样本,并剔除了金融类公司和数据缺失公司,得到最终样本 970 家家族上市公司。借鉴已有研究(苏启林和朱文,2003;贺小刚和连燕玲,2009),本文将家族企业定义为:(1)最终控制人能追溯到个人或家族;(2)最终控制人及其家族直接或间接持有的公司是上市公司第一大股东。为确保数据的准确性与完整性,本文从招股说明书和年报中手工收集了 CEO 现金薪酬、家族所有权、家族参与管理、CEO 个人特征和家族特征相关数据,并根据亲缘关系对家族 CEO 和职业 CEO 进行了区分;ROA、ROE 等财务指标和公司治理数据来自 CSMAR 数据库。另外,目前实施期权激励的 A 股上市公司数量较少,而且股权薪酬激励的实施效果也不明显,因此本文只考虑了货币薪酬对 CEO 的激励效果,这一设计也与多数国内文献一致(王坤和徐艳萍,2015;晏艳阳等,2015)。

(二)模型设计与变量定义

薪酬业绩敏感性反应的是薪酬激励是否能有效促进企业高管的努力程度,进而提升企业业绩。为了验证假设 1,本文以所有家族企业为样本,参考 Jensen and Murphy(1990)的研究构建待检验的回归模型如(1)式所示:

$$\ln(\text{CashCom}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Performance}_{i,t} + \beta_2 \text{CEODum}_{i,t} + \beta_3 \text{CEODum}_{i,t} \times \text{Performance}_{i,t} + \beta_i \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $\ln(\text{CashCom})$ 为被解释变量,CashCom 表示 CEO 在 t 年的税前货币薪酬(Michiels et al.,2013;王琨和徐艳萍,2015);Performance 是反映公司业绩的变量,选取 ROA 和 ROE 两个指标来进行度量

(吴炯,2013;卢锐,2014);CEODum 是表示 CEO 类型的虚拟变量,当 CEO 由职业经理人担任时,赋值为 1,当 CEO 由家族成员担任时,赋值为 0。

Control 表示控制变量,参考以往研究,本文从 CEO 个人特征、公司特征和家族特征三方面选取了控制变量(赵宜一和吕长江,2015)。在 CEO 个人特征方面,本文考虑了 CEO 持股比例(Hold)、CEO 性别(Gender)、CEO 年龄(Age)和 CEO 学历水平(Edu);在公司特征方面,本文选取的变量有公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、独立董事比例(InBoard)、董事会规模(Board)和公司成立年限(FirmAge);在家族特征方面,本文控制了家族第一大股东持股比例(Firhold)。最后,本文还对年份(Year)和行业(Ind)进行了控制。具体的变量定义见表 1 所示。根据假设 1,本文预期回归模型(1)中的显著为正。

为了验证假设 2 和假设 3,本文以职业经理人担任 CEO 的家族企业为研究样本,从家族所有权和家族参与管理两个角度检验家族监督机制对薪酬激励的影响,并设定待检验的模型如(2)式所示:

$$\ln(\text{CashCom}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Performance}_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} \times \text{Performance}_{i,t} + \beta_i \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $X_{i,t}$ 分别代表家族所有权与家族参与管理程度。所有权是指股东所享有的剩余索取权,学术界大多用第一大股东控股比例和家族现金流权(王明琳等,2010;陈建林,2015)来表示,也有使用家族直接持股比例来表示(陈德球等,2013),邵帅和吕长江(2015)发现,控股股东直接持股能够增强对管理层的监督,进而提升企业价值。考虑到中国家族企业大多采用了金字塔结构等控制权增强方式,而第一大股东持股比例仅能反映金字塔结构下的最后一环,因此本文选取家族现金流权(CFR)和家族直接持股比例(DCR)两个指标进行度量,其中,家族现金流权的计算方式为家族所有控制链条上持股比例乘积的加和,直接持股比例的计算方式为控股家族直接持有的上市公司的股权比例(La Porta et al.,1999)。在家族参与管理方面,一些学者认为董事长或 CEO 对于企业决策的影响作用最大,因此以家族成员担任董事长或 CEO 来衡量家族参与管理程度(Villalonga and Amit,2009;赵宜一和吕长江,2015)。也有一些学者认为家族参与管理的人数所占比例更能够反映家族管理的影响力,所以选取家族成员占董事会比例(苏启林和朱文,2003)或家族成员占管理层比例作为家族管理的度量指标(翁霄暉等,2014)。综合以往研究,本文选取家族成员占董事会比例(FBoard)和家族成员占高管比例(FMan)两个指标进行度量。其他变量设置与模型(1)一致。根据假设 2 和假设 3,本文预期回归模型(2)中的 β_3 显著为负。

(三)描述性统计

表 2 展示了主要变量的描述性统计特征。CashCom 的平均值和标准差分别为 47.310 和 39.162,表示在不同家族企业中 CEO 薪酬的差异较大,与以往研究的结论一致(潘红波和余明桂,2014)。从 CEODum 来看,均值为 0.263,表示超过四分之一的家族企业选择聘用职业经理人担任 CEO,绝大多数家族企业仍旧安排家族成员担任 CEO,与已有研究的结果一致(潘红波和余明桂等,2014;王琨和徐艳萍,2015)。从反映家族所有权的 CFR 和 DCR 来看,家族对企业所有权的控制程度较高,但控制方式差异较大;从反映家族参与管理程度的 FBoard 和 FMan 来看,绝大多数家族企业都会安排家族成员进入董事会和高管团队,人数以 1-2 人为多。在个人特征方面,家族企业 CEO 以男性为主(Gender 均值为 0.910),年龄(Age)的均值和标准差为 47.070 和 6.994,学历以本科为多(Edu 均值为 3.196),CEO 持股比例(Hold)均值和标准差为 0.155 和 0.177,表明绝大多数 CEO 会持有一定的公司股份。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
CEO 薪酬水平	CashCom	CEO 现金薪酬(万元)
CEO 类型	CEODum	职业 CEO,取 1;家族 CEO,取 0
公司业绩	ROA	净利润总额/资产总额
	ROE	税后利润/所有者权益
家族所有权	CFR	现金流权:各家族成员现金流权加和
	DCR	直接持股比例:各家族成员直接持股比例加和
家族参与管理程度	FBoard	家族成员占董事会比例
	FMan	家族成员占高管比例
CEO 持股比例	Hold	上市年份 CEO 持股比例
CEO 性别	Gender	CEO 为男性,取 1;女性,取 0
CEO 年龄	Age	CEO 年龄的自然对数
CEO 学历水平	Edu	中专及以下,取 1;大专取 2;本科取 3;硕士取 4;博士及以上取 5
公司规模	Size	公司年末总资产的自然对数
资产负债率	Lev	负债账面价值与总资产账面价值之比
独立董事比例	InBoard	独立董事人数/董事总人数
董事会规模	Board	上市公司董事会总人数
公司成立年限	FirmAge	公司成立至发行上市存在年限的自然对数
家族第一大股东持股比例	Firhold	家族企业第一大股东持股比例

表 2 主要变量描述性统计

	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CashCom	955	47.310	39.162	9.000	36.505	278.610
ROA	955	0.068	0.027	0.019	0.064	0.162
ROE	955	0.090	0.033	0.032	0.083	0.203
CEODum	955	0.263	0.440	0.000	0.000	1.000
CFR	955	0.478	0.175	0.109	0.481	0.888
DCR	955	0.295	0.240	0.000	0.278	0.840
FBoard	955	0.210	0.110	0.000	0.222	0.500
FMan	955	0.175	0.147	0.000	0.167	0.667
Gender	955	0.910	0.286	0.000	1.000	1.000
Age	955	47.070	6.994	28.000	47.000	73.000
Edu	955	3.196	0.934	1.000	3.000	5.000
Hold	955	0.155	0.177	0.000	0.074	0.664

表 3 是区分职业 CEO 和家族 CEO 后对全样本主要变量进行的差异检验。从结果来看,职业 CEO 的薪酬略高于家族 CEO 的薪酬,职业 CEO 所在家族企业的业绩表现也略高于家族 CEO,但这

种差异都不显著,表明 CEO 类型可能影响薪酬水平和经营业绩的主要因素。家族成员担任 CEO 的企业在家族所有权和家族参与管理程度两方面均显著大于职业经理人担任 CEO 的企业,而且在职业 CEO 样本中,FMan 的中位数为 0,这表明引入职业经理人的家族可能试图从“家族化管理”向“职业化经营”转型,以减小家族对企业经营的干涉。

表 3 主要变量的差异检验

变量	家族 CEO			职业 CEO			均值检验 (t 检验)	中值检验 (z 检验)
	Count	Mean	Median	Count	Mean	Median		
CashCom	718	46.6024	36.3500	252	49.3145	37.6000	-2.7121 (-0.91)	-1.2500 (-0.72)
ROA	718	0.0684	0.0649	252	0.0685	0.0632	-0.0001 (-0.05)	0.0017 (0.31)
ROE	718	0.0892	0.0830	252	0.0912	0.0836	-0.002 (-0.81)	-0.0006 (-0.51)
CFR	718	0.4902	0.5017	252	0.4476	0.4413	0.0426*** (3.46)	0.0603*** (3.30)
DCR	718	0.3156	0.3222	252	0.2383	0.2112	0.0773*** (4.56)	0.1110*** (4.26)
FBoard	718	0.2183	0.2222	252	0.1891	0.1429	0.0292*** (3.72)	0.0794*** (3.85)
FMan	718	0.2152	0.2000	252	0.0656	0.0000	0.1496*** (16.60)	0.2000*** (15.14)

注:括号中的值为 t 值,*、**、***分别表示显著性水平 10%、5%、1%。

四、实证结果与分析

(一)CEO 类型与薪酬业绩敏感性

本文首先采用全样本比较了家族 CEO 和职业 CEO 的薪酬业绩敏感性差异,表 4 列示了实证检验结果。在第(1)列和第(2)列中,CEODum 和 ROA 以及 CEODum 和 ROE 的系数都显著为正,表明与家族 CEO 相比,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性更高,验证了本文提出的假设 1。此外,ROA 和 ROE 的系数均显著为正,表明在家族企业中,薪酬激励对家族 CEO 和职业 CEO 都是有效的,符合以往的学术研究成果(Michiels et al.,2013);CEODum 在第(1)列和第(2)列的系数均显著为负,表明在家族企业中,职业 CEO 的薪酬显著低于家族 CEO,与王琨和徐艳萍(2015)的实证结果一致,表明家族成员在企业中获得了超额薪酬。

(二)家族参与、职业 CEO 与薪酬业绩敏感性

在职业经理人担任 CEO 的家族企业中存在较为严重的第一类代理问题。对控股家族而言,解决代理冲突的手段除了薪酬激励,还有家族参与所形成的监督机制。本文以职业经理人担任 CEO 的家族企业为样本,从家族所有权和家族参与管理程度两方案考察了家族参与对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响。

表 4 CEO 类型与薪酬业绩敏感性的回归结果

	(1)	(2)
	lnCashCom	lnCashCom
ROA	2.610 *** (3.350)	
CEODum * ROA	9.949 *** (11.526)	
ROE		2.130 *** (3.724)
CEODum * ROE		8.053 *** (13.293)
CEODum	-0.635 *** (-9.729)	-0.667 *** (-10.878)
Firhold	-0.236 (-1.623)	-0.222 (-1.535)
Gender	0.020 (0.320)	0.050 (0.821)
Age	0.007 *** (2.775)	0.007 *** (2.679)
Edu	0.087 *** (4.812)	0.091 *** (5.068)
Hold	0.009 (0.085)	0.003 (0.032)
Size	0.223 *** (6.940)	0.194 *** (6.005)
Lev	0.455 *** (3.131)	-0.029 (-0.217)
Inboard	0.508 (1.215)	0.410 (1.015)
Board	0.014 (0.852)	0.016 (1.023)
FirmAge	0.004 (0.840)	0.004 (0.883)
Year	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes
_cons	-2.236 *** (-3.438)	-1.551 ** (-2.350)
adj. R^2	0.294	0.315
F	28.922	34.282
N	951	951

表 5 报告了家族所有权影响职业 CEO 薪酬业绩敏感性的回归结果,其中,家族所有权选取了家族现金流权(CFR)和家族直接持股比例(DCR)两个度量指标。回归结果显示,家族现金流权与 ROA 和 ROE 的交乘项系数均显著为负,家族直接持股比例分别与 ROA 和 ROE 的交乘项系数也都显著为负,说明当家族所有权较大时,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性会显著降低,家族所有权所产生的监督机制具有替代薪酬激励的作用,控股家族可以通过提高所有权来缓解职业 CEO 和家族之间的代理冲突,验证了本文提出的假设 2。

表 5 家族所有权对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom
ROA	12.679*** (6.519)		9.782*** (5.665)	
CFR	1.252*** (4.019)	1.546*** (4.754)		
CFR * ROA	-16.719*** (-6.670)			
ROE		12.100*** (7.366)		8.742*** (6.347)
CFR * ROE		-15.856*** (-7.621)		
DCR			1.197*** (5.113)	1.387*** (4.281)
DCR * ROA			-18.346*** (-7.561)	
DCR * ROE				-16.262*** (-5.717)
Firhold	-0.724** (-2.350)	-0.803** (-2.396)	-0.509* (-1.873)	-0.684** (-2.390)
Gender	-0.078 (-0.728)	0.048 (0.380)	-0.031 (-0.300)	0.049 (0.399)
Age	0.013** (2.333)	0.014*** (2.627)	0.015*** (2.813)	0.017*** (3.019)
Edu	0.137*** (3.550)	0.147*** (3.488)	0.142*** (3.624)	0.145*** (3.291)
Hold	0.636 (1.635)	0.501 (1.181)	0.743* (1.858)	0.557 (1.291)
Size	0.222*** (3.544)	0.193*** (3.034)	0.206*** (3.247)	0.173*** (2.650)
Lev	0.237 (0.795)	-0.212 (-0.842)	0.260 (0.872)	-0.224 (-0.922)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom
Inboard	0.007 (0.007)	-0.077 (-0.084)	0.238 (0.251)	0.084 (0.088)
Board	0.046 (1.460)	0.051 (1.642)	0.050 (1.564)	0.046 (1.442)
FirmAge	-0.003 (-0.228)	-0.012 (-0.899)	-0.012 (-1.024)	-0.015 (-1.141)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-3.017 ** (-2.409)	-2.724 ** (-2.138)	-2.773 ** (-2.127)	-2.112 (-1.564)
adj. R ²	0.373	0.349	0.359	0.321
F	10.900	12.623	13.392	11.647
N	248	248	248	248

表 6 报告了家族参与管理程度对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响。在实证研究中,本文选取家族成员占董事会比例(FBoard)和家族成员占高管比例(FMan)两个指标来度量家族参与管理程度。回归结果符合假设 3 的预期,家族成员占董事会比例与 ROA 和 ROE 的交乘项系数均显著为负,家族成员占高管比例与二者的交乘项也显著为负,表明家族参与管理的程度越高,家族参与所形成的监督机制越强,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性越低。

表 6 家族参与管理对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom
ROA	10.068 *** (5.730)		6.754 *** (4.148)	
FBoard * ROA	-28.758 *** (-6.428)			
ROE		8.649 *** (6.497)		6.309 *** (5.132)
FBoard * ROE		-25.044 *** (-7.210)		
FBoard	1.752 *** (3.408)	2.030 *** (4.013)		
FMan * ROA			-24.020 *** (-6.371)	
FMan * ROE				-23.257 *** (-8.773)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom
FMan			1.676 *** (3.701)	2.010 *** (4.625)
Firhold	-0.488 * (-1.720)	-0.456 (-1.603)	-0.593 ** (-2.157)	-0.613 ** (-2.241)
Gender	-0.057 (-0.513)	-0.004 (-0.035)	-0.064 (-0.591)	-0.027 (-0.252)
Age	0.014 ** (2.465)	0.014 ** (2.556)	0.015 *** (2.642)	0.015 *** (2.695)
Edu	0.166 *** (4.229)	0.170 *** (4.367)	0.165 *** (3.942)	0.154 *** (3.735)
Hold	0.820 ** (2.102)	0.746 * (1.853)	0.861 ** (2.118)	0.711 * (1.775)
Size	0.253 *** (3.547)	0.234 *** (3.266)	0.267 *** (3.784)	0.231 *** (3.198)
Lev	0.163 (0.535)	-0.371 (-1.364)	0.157 (0.503)	-0.360 (-1.348)
Inboard	-0.053 (-0.052)	0.183 (0.188)	-0.093 (-0.091)	0.060 (0.060)
Board	0.023 (0.619)	0.031 (0.875)	0.028 (0.787)	0.039 (1.119)
FirmAge	0.000 (0.031)	-0.000 (-0.001)	-0.000 (-0.031)	0.000 (0.018)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-3.459 ** (-2.576)	-3.276 ** (-2.418)	-3.589 *** (-2.600)	-2.964 ** (-2.113)
adj. R ²	0.324	0.341	0.307	0.334
F	11.475	13.461	11.691	17.323
N	248	248	248	248

(三) 稳健性检验

本文在上文的回归模型中选取的 ROA 和 ROE 只衡量了公司的财务绩效,而没有反映公司的市场绩效。为了体现家族企业的市场绩效,本文选取了 Tobin Q 值替代 ROA 和 ROE 对样本进行稳健性检验。表 7 展示的回归结果显示,本文的基本结论没有发生改变。

表 7 稳健性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom
TobinQ	-0.004 (-0.434)	0.107*** (6.337)	0.061*** (3.400)	0.074*** (4.221)	0.032** (2.059)
CEODum	-0.367*** (-6.135)				
CEODum * TobinQ	0.106*** (9.196)				
CFR		0.984*** (3.700)			
CFR * TobinQ		-0.243*** (-8.693)			
DCR			0.787*** (3.792)		
DCR * TobinQ			-0.222*** (-7.355)		
FBoard				1.070** (2.515)	
FBoard * TobinQ				-0.347*** (-8.094)	
FMan					1.118*** (2.686)
FMan * TobinQ					-0.281*** (-3.802)
Firhold	-0.057 (-0.386)	-0.413 (-1.327)	-0.359 (-1.366)	-0.417 (-1.542)	-0.300 (-1.054)
Gender	0.017 (0.268)	-0.052 (-0.410)	-0.012 (-0.096)	-0.024 (-0.186)	-0.012 (-0.091)
Age	0.007*** (2.694)	0.018*** (3.076)	0.018*** (2.887)	0.018*** (3.094)	0.018*** (3.008)
Edu	0.084*** (4.386)	0.127*** (3.215)	0.155*** (3.742)	0.143*** (3.448)	0.146*** (3.312)
Hold	0.010 (2.341)	0.928** (2.356)	1.049** (2.281)	1.011** (2.165)	1.024** (0.093)
Size	0.279*** (8.280)	0.249*** (3.892)	0.278*** (4.334)	0.296*** (4.339)	0.315*** (4.410)
Lev	0.037 (0.266)	-0.298 (-1.089)	-0.193 (-0.710)	-0.328 (-1.179)	-0.266 (-0.945)
Inboard	0.479 (1.123)	0.415 (0.454)	-0.474 (-0.506)	-0.049 (-0.051)	-0.701 (-0.698)
Board	0.016 (0.970)	0.061** (2.214)	0.039 (1.293)	0.034 (1.088)	0.020 (0.618)
FirmAge	0.002 (0.444)	0.005 (0.311)	0.001 (0.035)	0.002 (0.117)	0.004 (0.233)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-3.174*** (-4.622)	-3.652*** (-2.755)	-3.704*** (-2.739)	-4.139*** (-3.043)	-4.128*** (-2.871)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom	lnCashCom
adj. R^2	0.236	0.326	0.295	0.300	0.238
F	21.731	12.508	12.023	11.912	7.299
N	942	245	245	245	245

五、研究结论与启示

本文以 2008 - 2015 年在 A 股首发上市的家族企业为样本,比较了职业 CEO 与家族 CEO 的薪酬业绩敏感性,随后研究了家族参与对职业 CEO 薪酬业绩敏感性的影响。实证结果表明,家族企业对职业 CEO 和家族 CEO 所实施的薪酬激励都是有效的,但职业 CEO 的薪酬业绩敏感性显著高于家族 CEO。这表明对于引入职业 CEO 的家族企业而言,设计合理的薪酬制度可以更好地发挥激励作用,从而有效缓解第一类代理问题。在职业经理人担任 CEO 的家族企业中,当家族所有权和家族参与管理程度较强时,职业 CEO 的薪酬业绩敏感性会降低,表明家族参与所形成的监督机制与薪酬激励之间为互相替代的关系,控股家族可以通过强有力的监督约束职业 CEO 的自利行为,促使其为家族企业价值最大化而努力工作。

家族企业和职业经理人之间的代理问题一直是实务界和学术界所关注的焦点。随着家族企业代际传承问题的普遍和职业经理人市场日趋完善,家族企业到底是继续雇佣家族成员还是引入职业经理人,已成为摆在每一个控股家族面前的现实问题。本文以薪酬业绩敏感性为话题,从薪酬激励和家族参与两个角度探讨了解决控股家族和职业 CEO 之间代理问题的具体途径,为家族企业更好地引入职业经理人提供了理论依据,具有较强的现实意义。

参考文献

- 陈德球、杨佳欣、董志勇(2013):《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》,《南开管理评论》,第 4 期。
- 陈建林(2015):《家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应》,《中国工业经济》,第 12 期。
- 方军雄(2011):《高管权力与企业薪酬变动的非对称性》,《经济研究》,第 4 期。
- 何轩、宋丽红、朱沅、李新春(2014):《家族为何意欲放手? ——制度环境感知、政治地位与中国家族企业主的传承意愿》,《管理世界》,第 2 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。
- 李思飞、刘欢、王柏平(2014):《家族企业高管选择与资本投资决策》,《金融评论》,第 3 期。
- 廖明情、雷倩华(2014):《高管薪酬激励与市场交易成本——来自我国上市公司的经验证据》,《金融评论》,第 5 期。
- 卢锐(2014):《企业创新投资与高管薪酬业绩敏感性》,《会计研究》,第 10 期。
- 潘红波、余明桂(2014):《集团内关联交易、高管薪酬激励与资本配置效率》,《会计研究》,第 10 期。
- 邵帅、吕长江(2015):《实际控制人直接持股可以提升公司价值吗? ——来自中国民营上市公司的证据》,《管理世界》,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。
- 王琨、徐艳萍(2015):《家族企业高管性质与薪酬研究》,《南开管理评论》,第 4 期。
- 王明琳、陈凌、叶长兵(2010):《中国民营上市公司的家族治理与企业价值》,《南开管理评论》,第 2 期。
- 王明琳、徐萌娜、王河森(2014):《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》,《经济研究》,第 3 期。
- 翁肖暉、王克明、吕长江(2014):《家族成员参与管理对 IPO 抑价率的影响》,《管理世界》,第 1 期。

- 吴炯(2013):《家族经营权涉入对经理人薪酬业绩敏感度的权变影响》,《财贸研究》,第2期。
- 徐细雄、刘星(2012):《创始人权威、控制权配置与家族企业治理转型——基于国美电器“控制权之争”的案例研究》,《中国工业经济》,第2期。
- 许永斌、郑金芳(2007):《中国民营上市公司家族控制权特征与公司绩效实证研究》,《会计研究》,第11期。
- 晏艳阳、乔嗣佳、苑莹(2015):《高管薪酬激励效果——基于投资-现金流敏感度的分析》,《中国工业经济》,第6期。
- 赵宜一、吕长江(2015):《亲缘还是利益?——家族企业亲缘关系对薪酬契约的影响》,《会计研究》,第8期。
- 祝继高、王春飞(2012):《大股东能有效控制管理层吗?——基于国美电器控制权争夺的案例研究》,《管理世界》,第4期。
- Anderson, C. and D. Reeb (2003): “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Anderson, C., D. Reeb and W. Zhao (2012): “Family Controlled Firms and Informed Trading: Evidence from Short Sales”, *Journal of Finance*, 67, 351-86.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2006): “The Role of Family in Family Firms”, *Journal of Economic Perspectives*, 20, 73-96.
- Cheng, M., B. Lin and M. Wei (2015): “Executive Compensation in Family Firms: The Effect of Multiple Family Members”, *Journal of Corporate Finance*, 32, 238-257.
- Chrisman, J., J. Chua, F. Kellermanns and E. Chang (2007): “Are Family Managers Agents or Stewards? An Exploratory Study in Privately Held Family Firms”, *Journal of Business research*, 60, 1030-1038.
- Davis, H., F. Schoorman and L. Donaldson (1997): “Toward a Stewardship Theory of Management”, *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- Fama, E. and M. Jensen (1983): “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Gomez-Mejia, L., C. Cruz, P. Berrone and J. De Castro (2011): “The Bind That Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms”, *Academy of Management Annals*, 5, 653-707.
- Handler, W. (1994): “Succession in Family Business: A Review of the Research”, *Family Business Review*, 7, 133-157.
- Haugen, R. and L. Senbet (1981): “Resolving the Agency Problems of External Capital through Options”, *Journal of Finance*, 36, 629-647.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. and K. Murphy (1990): “Performance Pay and Top-Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (1999): “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lansberg, I. (1988): “The Succession Conspiracy”, *Family Business Review*, 1, 119-143.
- Lippert, R. and W. Moore (1995): “Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation”, *Financial Management*, 24, 54-62.
- McConaughy, D. (2000): “Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance”, *Family Business Review*, 13, 121-132.
- Michiels, A., W. Voordeckers, N. Lybaert and T. Steijvers (2013): “CEO Compensation in Private Family Firms: Pay-for-Performance and the Moderating Role of Ownership and Management”, *Family Business Review*, 26, 140-160.
- Schulze, W., M. Lubatkin, R. Dino and A. Buchholtz (2001): “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”, *Organization Science*, 12, 99-116.
- Villalonga, B. and R. Amit (2006): “How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?”, *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Villalonga, B. and R. Amit (2009): “How Are U. S. Family Firms Controlled?”, *Review of Financial Studies*, 22, 3047-3091.
- Wang, K. and X. Xiao (2011): “Controlling Shareholders’ Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 30, 89-100.

(责任编辑:罗 滢)