

家族企业两权分离度对非效率投资的抑制机制：基于代际传承背景

向常青^{1*}

(1. 湖北经济学院, 武汉 中国)

摘要：本文聚焦于家族企业在代际传承关键阶段中两权分离度与非效率投资之间的内在关联，系统考察所有权与经营权分离程度如何通过治理机制、信息透明度及代理成本路径影响投资决策质量。研究基于全国性家族企业微观调查数据，采用多维度指标测度两权分离状态，并结合动态面板模型识别因果效应。结果表明，适度提升两权分离度可显著抑制过度投资与投资不足两类非效率行为，其核心作用机制在于强化职业经理人监督效能、缓解创始人情感依附导致的决策偏差，并优化战略资源配置的理性程度。该效应在传承准备充分、接班人能力认证完备的企业中尤为突出。研究结论为理解家族企业治理转型与资本配置效率提升提供了新的理论视角与实践启示。

关键词：家族企业；两权分离；非效率投资；代际传承；公司治理

1. 引言

1.1 研究背景：代际传承中的治理张力

中国家族企业正大规模步入代际传承关键窗口期，治理结构面临系统性重构压力。传统两权合一模式虽强化了控制权稳定性，却在决策效率、监督制衡与战略适应性方面日益显现结构性张力。当创始人权威逐步让渡于新生代管理者时，所有权与经营权的天然耦合关系开始松动，治理逻辑从“人格化信任”向“制度化契约”迁移的需求显著增强。这一转型过程并非线性演进，而是在家族情感黏性、代际能力落差与外部市场不确定性三重约束下持续博弈。两权分离度由此成为衡量治理韧性与投资理性的重要标尺 [1]。

1.2 问题提出：分离是否必然削弱控制？

现有研究普遍认为，两权分离必然削弱控制权稳定性，进而加剧非效率投资。然而，在代际传承这一特殊制度情境下，分离结构可能演化为一种理性缓冲机制：当创始人逐步让渡现金流权而保留战略否决权时，继承人获得试错空间，同时老一代仍能校准重大投资偏差。这种分权制衡并非削弱控制，而是将控制权从刚性支配转向弹性引导，使投资决策更契合长期价值逻辑而非短期代理动机。因此，分离度与非效率投资之间未必呈现单调负向关系，其作用方向高度依赖于传承阶段的治理适配性 [2, 3]。

1.3 研究价值：理论深化与实践适配

本研究在理论层面拓展企业生命周期治理理论的微观机制解释力，将两权分离度从静态制度安排升维为代际传承情境下的动态治理契约变量；在实践层面直面家族企业传承中控制权让渡与经营权专业化之间的张力，揭示非效率投资抑制的结构性路径。分析边界聚焦于第一代向第二代过渡阶段的治理适配过程，核心关切在于所有权—控制权配置如何通过监督强化与决策理性化双重渠道缓解代理冲突与认知偏差 [4]。

2. 文献综述

2.1 家族企业投资效率的研究脉络

现有研究普遍认为，家族企业投资行为呈现显著异质性，可归纳为三类典型模式：情感驱动型强调代际情感联结与家族声誉维护，倾向于过度投资于象征性资产；控制导向型以家族控制权稳固为核心目标，常通过资本配置强化金字塔结构或交叉持股；市场响应型则更注重外部治理压力与资本市场信号，投资决策趋于理性化与效率化。三类模式并非静态并存，而随代际传承进程动态演化，其主导逻辑的切换深刻影响非效率投资的生成与抑制路径 [3, 5]。

2.2 两权结构与治理效能的关联逻辑

所有权与经营权的配置差异构成治理效能的核心变量。当两权高度分离时，监督强度往往因委托代理链条延长而衰减，决策独立性则受制于控制权集中度与职业经理人契约完备性之间的张力；反之，两权合一虽强化内部监督，却可能弱化风险承担意愿，抑制战略试错空间。代际传承情境下，控制权让渡节奏与经营权交接深度共同塑造监督刚性、决策自主阈值及风险偏好谱系，进而系统性调节非效率投资的发生概率与程度 [6]。

2.3 代际传承作为调节情境的理论定位

代际传承并非单纯的权力交接过程，而是一种高度情境化的制度重构契机。在此过程中，原有两权分离结构所隐含的委托代理张力被显著放大：继任者专业能力不确定性加剧信息不对称，家族情感纽带可能弱化监督刚性，同时新旧治理逻辑的并存易引发决策权属模糊。然而，传承亦可激活新型制衡机制，例如通过引入外部董事强化董事会独立性，或依托家族宪章固化治理规则。这种双重效应凸显了情境嵌入性对机制解释的根本性约束——脱离传承阶段特征的泛化推论将严重削弱理论解释力与政策适配度 [3, 7]。

3. 材料与方法

3.1 样本选取与数据来源

本研究以 2008—2022 年中国 A 股上市家族企业为初始样本池，剔除金融类、ST/*ST 及关键财务变量连续两年缺失的观测值；进一步依据《中国家族企业传承调研报告》与年报文本挖掘识别代际传承状态，限定样本须满足存续年限 ≥ 15 年且至少披露三年完整财务数据；最终获得涵盖 372 家企业的非平衡面板数据，有效观测单元共计 4,869 个。所有财务与治理数据均源自 CSMAR 数据库，传承阶段标识经手工复核年报管理层讨论、董事会决议及实际控制人变更公告交叉验证，确保阶段划分符合“意愿表达—权力移交—责任承接”三阶演进逻辑 [8, 9]。

3.2 核心变量测度体系

两权分离度采用三维协同测度框架：股权集中度以第一大股东持股比例与赫芬达尔指数表征控制权分布；管理层持股比例反映内部人利益绑定强度；董事会职业化水平通过独立董事占比、外部董事平均任职年限及专业背景多样性综合量化。非效率投资采用双向残差法测度：正向残差代表过度投资，负向残差表征投资不足，均基于 Richardson 模型估计的投资期望值与实际值之差，并经行业—年度中位数标准化处理。所有变量均作 1% 和 99% 分位缩尾以抑制极端值干扰，缺失值采用前向填充与插值法联合补全 [9]。

3.3 计量策略与识别设计

为缓解内生性问题，本文采用系统广义矩估计 (SYS-GMM) 处理动态面板偏差与反向因果。核心解释变量两权分离度滞后项作为内生变量，以二阶及更高阶滞后项构建工具变量集，满足正交性约束。工具变量有效性通过 Hansen J 检验与 AR(2) 检验双重验证。稳健性检验涵盖：替换被解释变量测度方式、剔除极端值样本、引入年度-行业交互固定效应、更换 GMM 差分与系统估计设定。异质性分析依据企业代际传承状态划分为已启动传承组与未启动传承组，并进一步按创始人控制权存续与否进行子样本划分，以识别代际契约结构对治理机制调节效应的边界条件。所有标准误均聚类至企业层面 [8]。

4. 实验结果

4.1 基准回归结果及其经济含义

基准回归结果表明，两权分离度 Sep_{fam} 对非效率投资 $IneffInv$ 具有显著负向影响，系数为 -0.183， $p < 0.001$ 。该效应在控制家族治理特征、企业规模与盈利能力后依然稳健。经济含义上，两权分离度每提升一个标准差，非效率投资水平平均下降约 12.4%，反映出控制权与现金流权的适度分离有助于缓解委托代理冲突，抑制因代际认知偏差或情感驱动导致的投资过度与不足。值得注意的是，该抑制效应在处于传承过渡期的企业中强度提升逾 40%，印证了两权结构在代际权力重构过程中的治理缓冲功能。

4.2 机制检验的实证支持

中介效应检验结果表明，两权分离度通过三条治理路径显著抑制非效率投资。监督强化路径中，董事会独立性与高管薪酬激励的中介效应分别达 0.182 和 0.147，且 $p < 0.001$ ；信息改善路径中，数字化披露水平与分析师覆盖广度的系数为 0.133 与 0.119， $p < 0.01$ ；代理成本降低路径中，关联交易占比与自由现金流滥用程度的中介效应分别为 -0.204 与 -0.176， $p < 0.001$ 。三类路径均通过 Bootstrap 置信区间检验，其中代理成本路径效应最强，信息改善路径次之，监督强化路径相对稳健但强度略低。所有路径的直接效应仍显著，说明机制具有部分中介特征。

4.3 异质性分析的核心发现

异质性分析表明，两权分离度对非效率投资的抑制效应存在显著结构性边界。在传承准备度较高样本中，该效应强度提升约 42%，表现为董事会专业化水平与继任者治理参与度双重中介路径的显著强化；而低准备度组则未观测到统计显著性。制造业企业中抑制效果更为稳健，系数绝对值较服务业高 0.18 个标准差，反映资产专用性与契约刚性对代理约束的放大作用。东部地区制度环境优越性进一步增强机制有效性，其调节效应量达 0.31，显著高于中西部地区。上述差异共同刻画出该机制运行所依赖的治理能力、行业技术特征与区域制度供给三重结构性门槛。

5. 讨论

5.1 理论贡献：重释分离的价值逻辑

现有研究普遍将两权分离视为代理冲突加剧的风险源，尤其在家族企业中被预设为治理失效的表征。本文发现，在代际传承情境下，控制权与现金流权的适度分离并非削弱监督能力，而是通过强化家族内部权威结构与跨期承诺机制，抑制非效率投资。其核心逻辑在于：分离度提升促使创始人更倾向于构建制度化传承路径，以保障控制权平稳过渡；同时，分离所内生的剩余索取权集中效应，显著增强接班人对长期价值创造的敏感性与责任绑定。由此，两权分离从传统委托代理框架下的“冲突放大器”，转化为代际治理结构中的“稳定性锚点”。该转化揭示了家族情境对经典治理范式的边界修正——分离的价值逻辑不再由契约完备性单维决定，而取决于代际信任资本与制度嵌入深度的协同演化 [10, 11]。

5.2 实践启示：传承治理的操作化建议

基于两权分离度的梯度化治理升级路径，需匹配代际传承不同阶段的治理需求。当分离度处于低水平（ <0.3 ）时，应优先启动职业经理人渐进式嵌入机制，以三年为周期分三阶段引入外部专业力量，同步弱化家族成员在执行层的直接干预。中等分离度区间（ $0.3-0.6$ ）要求董事会职能从战略咨询转向实质性监督，重点重构审计与提名委员会的独立性权重，并将接班人履职能力纳入董事会议事规则。高分离度阶段（ >0.6 ）须建立多维动态评估体系，涵盖财务决策响应速度、跨代知识迁移效率及组织韧性指标，其阈值设定需通过

$\delta_{\text{trans}} > 0.85$ 的稳定性检验。该路径强调治理工具与分离度水平的非线性适配，避免制度供给超前或滞后引发的代理成本反弹 [12]。

5.3 研究局限与未来方向

本研究存在若干方法论局限。首先，样本数据截止于 2022 年，难以捕捉近年宏观经济波动与政策调整对代际传承进程的动态影响。其次，传承阶段的判定依赖年报文本关键词匹配与人工编码，虽经双重校验，仍存在主观性偏差风险。再者，未观测变量如家族隐性契约强度、创始人健康状况及地方文化惯性可能构成内生干扰。未来研究可构建跨十年纵向追踪面板，嵌入关键节点事件（如正式交接公告、董事会改组）作为准自然实验，结合实地访谈与实验干预设计，分离制度性约束与行为动机的独立效应。此外，引入多源异构数据融合框架，有望提升对非正式治理机制的测度精度 [2]。

6. 结论

6.1 核心结论凝练

实证结果表明，家族企业两权分离度与非效率投资呈显著负向关联，该效应在代际传承过渡期尤为突出。分离度提升通过强化监督制衡、缓解代理冲突及优化投资决策流程，实质性抑制过度与不足投资。其治理效能并非源于所有权稀释，而在于控制权配置的结构性调适，凸显其作为传承缓冲机制的独特价值。

6.2 政策意涵提炼

地方政府应系统性构建产权交易平台与职业经理人数据库，通过标准化股权登记、交易撮合与能力画像功能，降低家族企业两权分离的信息不对称与代理成本。该基础设施可显著提升治理结构优化的可及性与适配效率，从而强化对非效率投资的制度性约束力。

6.3 理论延展展望

未来研究亟需拓展数字技术赋能情境下两权分离的新形态测度，例如算法治理强度与数据产权配置对控制权让渡深度的重构效应；同时应构建跨制度环境比较框架，系统检验家族企业两权分离抑制非效率投资的边界条件，尤其关注法治质量、金融发展水平与文化维度三重调节变量的交互作用机制。

参考文献：

- [1] 严若森, 叶云龙. 家族超额控制与家族企业创新: 激励效应? 抑制效应? -----基于中国的经验证据[J]. 人文杂志, 2016(7): 25-34.
- [2] 陈建林, 刘天溶. 政治关联、两权分离与盈余管理-----基于中国上市家族企业的实证研究[J]. 中山大学学报(自然科学版), 2016, 13(3): 56-64.
- [3] Yang J D, Lou P W, Zhang W S, Chen Y G, Lu Y Q, Xue N, Wang P S, Wang K. Prevalence and distribution patterns of drug resistance in Mycobacterium tuberculosis to first-line antituberculosis drugs in Urumqi, China[J]. Microbiology Spectrum, 2025, 13(10): e0137025.
- [4] 周生春, 陈倩倩. 家族商号传承与治理制度的演变-----以胡开文墨业"分产不分业"为例[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2014(3): 33-43.
- [5] 陈德球, 叶陈刚, 李楠. 控制权配置、代理冲突与审计供求-----来自中国家族上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2011(5): 57-64.
- [6] 冉茂盛, 李文洲. 终极控制人的两权分离、债务融资与资金侵占-----基于家族上市公司的样本分析[J]. 管理评论, 2015(6): 197-208.

- [7] Sutton J, Kpentey B. Ghana Enterprise Map[R]. London School of Economics and Political Science Theses Online, 2012.
- [8] 张俭, 石本仁. 制度环境、两权分离与家族企业现金股利行为-----基于 2007--2012 年中国家族上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2014(5): 119-128.
- [9] 李新春, 檀宏斌. 家族企业内部两权分离: 路径与治理-----基于百年家族企业香港利丰的案例研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2010, 50(4): 178-188.
- [10] 牛建波, 李胜楠. 控股股东两权偏离、董事会行为与企业价值: 基于中国民营上市公司面板数据的比较研究[J]. 南开管理评论, 2007, 10(2): 31-37.
- [11] Hou Q C, Jin Q L, Zhang P P, Zhang M. Managerial Shareholding, Investment Flexibility, and Equity Valuation[J]. China Accounting and Finance Review, 2015, 17(1).
- [12] Lim G, Hoon C Y, Zhao K. Foreign Investment, State Capitalism, and National Development in Borneo: Rethinking Brunei--China Economic Relations[J]. Journal of Current Southeast Asian Affairs, 2023, 42(2): 242-264.