



# 高管家乡认同与过度投资： 抑制还是助长

黄 珍<sup>1</sup>, 卜国玲<sup>2</sup>

1 西北工业大学 管理学院, 西安 710072

2 浙江大学 管理学院, 杭州 310058

**摘要:** 家乡认同高管同时面临着家乡情感和公司责任的双重考验, 当家乡利益与公司利益发生冲突时, 投资活动可以反映家乡认同高管对两者的权衡, 选择以公司利益为主, 还是为回报家乡而进行过度投资, 成为困扰家乡认同高管的主要心理矛盾之一, 而已有研究缺乏对该心理矛盾的关注。

基于行为金融学和委托代理理论, 探讨家乡认同高管在该心理矛盾下的投资决策, 以2008年至2019年沪深A股上市公司为样本, 采用固定效应模型进行回归分析, 运用双重差分和工具变量法缓解潜在的内生性问题, 实证分析高管家乡认同对公司过度投资的影响效果和影响机制, 并探讨区域异质性对上述关系的调节作用。

研究表明, ①高管家乡认同显著增加公司的过度投资行为, 经过稳健性检验后仍然成立; ②该作用效果具有区域异质性, 在经济欠发达的西部地区并不显著, 即西部地区在一定程度上能缓解高管家乡认同导致的过度投资行为; 进一步研究表明, 高管家乡认同的过度投资效应主要出现在在非国有公司和内部控制质量较低的公司中。③高管家乡认同对过度投资的影响机制主要有两个: 其一, 家乡认同高管由于高估了其获取信息和资源的优势, 产生过度自信, 进而诱导过度投资; 其二, 家乡认同高管具有造福家乡的责任感, 导致家乡回报代理成本增加, 出于对家乡利益而非公司利益的考虑而采取过度投资行为。

研究强调高管家乡认同引发的心理矛盾, 揭示了其对公司过度投资的影响机制, 提出的家乡回报代理成本丰富了股东与管理层的代理问题, 完善了高管特征对公司经营决策的影响研究, 对于选聘高管、提高公司投资效率等都具有重要的参考意义。

**关键词:** 家乡认同; 过度投资; 区域异质性; 过度自信; 代理成本

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2022.02.007

**文章编号:** 1672-0334(2022)02-0084-13

## 引言

“树高千丈总有根, 水流万里总有源。”人们对家乡的特殊情感来自于血缘、亲缘和地缘的情感驱动<sup>[1]</sup>, 这种特殊的情感联结可以谓之家乡认同。已有研究主要从家乡回报和竞争优势两方面探讨高管家乡认同的积极效应。在家乡回报方面, 异地任职

CEO更愿意向家乡投资, 通过建立子公司的方式促进家乡经济发展<sup>[2]</sup>, 家乡认同高管的公司环境治理投资往往更多, 对家乡的环境更加友好<sup>[3]</sup>。在竞争优势方面, 亲缘型社会关系能帮助公司达成合作、扩大交流和资源共享<sup>[4]</sup>, 家乡密集的社会网络有助于获取信息, 形成信息的比较优势<sup>[5]</sup>, 有利于提高公司的投资

**收稿日期:** 2019-10-18 **修返日期:** 2021-06-03

**基金项目:** 国家自然科学基金(71802159, 71932007); 国家社会科学基金(21&ZD137); 中国博士后科学基金(2019M650275); 教育部人文社会科学研究规划项目(19YJC630039)

**作者简介:** 黄珍, 管理学博士, 西北工业大学管理学院讲师, 研究方向为高管特质、公司财务和公司治理等, 代表性学术成果为“为什么零杠杆公司持有较多的现金?”, 发表在2019年第2期《管理工程学报》, E-mail: [huangzhen@nwpu.edu.cn](mailto:huangzhen@nwpu.edu.cn)

卜国玲, 浙江大学管理学院博士研究生, 研究方向为公司财务和公司治理等, E-mail: [15006920711@163.com](mailto:15006920711@163.com)

决策质量。因此, 高管家乡认同既能通过家乡回报促进家乡发展, 满足家乡的利益, 又能为公司带来一定的竞争优势, 满足公司的利益。

但家乡利益与公司利益并非总是一致, 当两者发生冲突时, 公司的投资决策便能体现出高管对两者的权衡。基于信息假说和熟悉性假说, 家乡认同给高管带来的信息和资源优势可能导致其高估自己成功的概率, 诱导管理层过度自信。而基于委托代理理论, 家乡认同高管无论是回报家乡地还是家乡人都可能增加其家乡回报代理成本, 加剧公司代理问题。已有研究表明, 管理层的过度自信增加了公司过度投资行为<sup>[6]</sup>, 代理问题也是导致公司过度投资的主要因素之一<sup>[7]</sup>。因此, 在情感和责任的双重考验下, 家乡认同高管是否更容易做出过度投资决策值得进一步探索。本研究探讨高管家乡认同对公司过度投资的促进效应, 并基于行为金融学和委托代理理论提出过度自信和家乡回报代理成本的具体影响机制, 不仅丰富和完善了股东与管理层的代理问题, 打开了高管过度自信的黑箱, 完善了高管家乡认同对公司投资效率的影响研究, 而且对于高管选聘和提高公司投资效率具有重要的参考依据。

## 1 相关研究评述

### 1.1 家乡认同

家乡不仅是一个地方, 还赋予人们一种身份, 人们与家乡的情感联结即为家乡认同。TUAN<sup>[8]</sup>首次将家乡情怀引入学术研究, PROSHANSKY<sup>[9]</sup>和 AKERLOF et al.<sup>[10]</sup>先后完善了地方认同和身份认同的概念。家乡认同因拥有地方认同和身份认同的双重属性, 其影响更加广泛, 相关研究已涉及到政治、经济和生态等各个方面。在政治方面, 官员选择政策时会偏袒其家乡<sup>[11]</sup>; 在经济方面, 家乡认同感能驱动财政转移支付<sup>[12]</sup>和地方投资<sup>[13]</sup>, 促进经济发展; 在生态方面, 家乡认同能提高人们的环保意识, 表现为更频繁的环境友好行为<sup>[14]</sup>, 从而带动家乡环境治理, 促进地区旅游局的管理<sup>[15]</sup>。由此可见, 家乡认同广泛存在并带来了许多积极的影响。

然而, 对高管家乡认同的影响研究不能只聚焦于正面效应, 其负面效应也不容忽视。已有研究表明, 高管的老乡关系和裙带关系会增加公司的违规行为<sup>[16]</sup>、减少研发投入<sup>[17]</sup>、提高风险水平<sup>[18]</sup>等。与此类似, 高管家乡认同也有可能带来一系列负面效应, 但目前学术界对此方面的研究还比较欠缺。

### 1.2 管理层特质与投资效率

高层梯队理论认为, 组织的战略选择和绩效水平很大程度上取决于公司高管的背景和特征<sup>[19]</sup>。而投资效率作为影响公司绩效水平的重要因素, 也被众多学者关注。已有研究从管理层背景特征和性格特征两个方面探讨其对公司投资效率的影响。

从管理层背景特征角度, 已有研究表明, 管理层的年龄、学历、职业经历和海外经历等特征均影响公司的投资效率。年龄较大的高管积累的工作经验

和社会资本能够提高公司的投资效率<sup>[20]</sup>, 管理层平均学历越高越不会做出过度投资的决策<sup>[21]</sup>, 任职时间和海外背景能提升高管的专业知识和管理经验, 减少其投资决策失误<sup>[22]</sup>, 海归高管能够帮助减少公司的过度投资行为, 从而提高投资效率<sup>[23]</sup>。

在管理层性格特征方面, 过度自信对投资效率的影响受到众多学者的关注。HEATON<sup>[24]</sup>提出管理者过度自信模型, 认为管理者过度自信导致管理者高估收益、低估风险, 从而在拥有充足现金流时过度投资; 苑泽明等<sup>[25]</sup>发现管理层过度自信能够抑制公司的投资效率, 加剧公司过度投资和投资不足; HE et al.<sup>[26]</sup>认为过度自信的管理者倾向于通过增加内部融资来扩大投资规模, 这可以缓解投资不足, 但也能导致过度投资。

综上, 已有研究主要存在两个局限性: 第一, 已有家乡认同的研究多聚焦于其积极效应, 忽略了委托代理理论下家乡认同高管面临家乡利益与公司利益冲突的心理矛盾, 未能准确描述高管家乡认同对其行为决策的影响; 第二, 已有关于投资效率的研究虽关注了管理层特质的影响, 却忽略了高管家乡认同这一复杂的情感特质, 鲜有研究探讨家乡认同是否影响公司投资效率及其影响机制。因此, 基于以上研究不足, 本研究从家乡认同的视角探讨其对高管行为决策的影响, 进而探讨其对公司投资效率的负面效应, 以丰富高管团队背景特征研究的理论框架, 对于提高上市公司的投资效率具有指导意义。

## 2 理论分析和研究假设

### 2.1 家乡认同与过度投资

#### 2.1.1 行为金融学视角

过度自信概念源于心理学, 是指人们倾向于高估成功概率、低估失败概率的心理偏差<sup>[27]</sup>, 在企业家和管理层中更加常见<sup>[28]</sup>。家乡认同高管对家乡信息的获取优势和熟悉性, 可能造成其高估自己成功的概率, 诱导管理层过度自信。

从信息获取优势角度, 地理临近有助于信息获取<sup>[29]</sup>。在信息来源方面, 目前的信息披露制度下, 信息的传播速度和透明程度有限, 人们通常认为自己对本地区信息更加了解<sup>[30]</sup>。因此, 家乡认同高管往往认为其在家乡具有信息获取优势, 而该优势的感知通过自我归因偏差心理加剧过度自信的程度<sup>[31]</sup>。在信息准确度方面, 管理层往往高估从非正式渠道获取的信息精确性和预计结果的确定性, 从而产生“胸有成竹”的认知偏差, 表现为过度自信<sup>[32]</sup>。因此, 高管回乡任职时, 其在信息获取方面具有的“优势”可能诱导其过度自信。

从熟悉性角度, 家乡可能仅仅给人们带来熟悉的感觉, 而不能真正帮助人们获取有价值的信息<sup>[33]</sup>。但人们的确对家乡的经济发展水平、行业状况和居民消费习惯等更加熟悉, 当人们遇到自己熟悉的事物时, 容易产生过度自信的心理<sup>[34]</sup>。线索熟悉性假说认为, 人们基于问题或者线索的熟悉性会产生知

晓感的心理<sup>[35]</sup>,从而过度自信的以为自己能控制该事件的发展,即使该事件的发展完全是由偶然性决定的<sup>[36]</sup>。如投资者虽然更熟悉家乡的公司,但却不能因为地理位置优势从这些公司中获取真正的私有信息,因而并不能从家乡投资中获取超额收益<sup>[37]</sup>。熟悉带给管理者的信息并非都是有效的,倘若管理者高估了该信息质量,自认为获得了优势,就可能导致过度自信。

无论是基于信息获取优势还是熟悉性,家乡认同都能在一定程度上诱导管理层过度自信,而已有研究已证实了过度自信对公司投资效率具有抑制作用。过度自信的CEO在投资时对现金流更加敏感,当现金流充足时,过度投资的概率便会增加<sup>[38]</sup>。对自己能力过度自信的高管容易高估投资回报<sup>[39]</sup>,有研究表明高管过度自信对过度投资有显著的正向影响,即使存在融资约束<sup>[40]</sup>,而对投资不足无明显影响<sup>[41]</sup>。基于此,本研究认为,家乡认同可能通过诱导高管过度自信而导致公司的过度投资行为。

### 2.1.2 委托代理理论视角

股东与管理层之间的代理问题是指在所有权与经营权相分离的公司制下,管理层为获取私有收益可能以牺牲股东利益为代价制定决策。而当家乡利益与公司利益发生冲突时,家乡认同高管可能为满足家乡利益而牺牲公司利益,因此面临更加严重的代理问题,从而降低投资效率。但本研究认为,家乡认同增加的代理成本并非个人私利类代理成本,而是为满足家乡地和家乡人的利益而牺牲公司利益的代理成本,本研究称之为家乡回报代理成本。

(1)为满足家乡地利益忽视公司利益,增加代理成本。身份认同经济学认为个体效用最大化除了通过个人的自身行为满足,还能以身份认同的群体获得收益的方式实现<sup>[42]</sup>。贫穷时不忘家乡,富有时故土难舍,异地任职的CEO倾向于在家乡地建立子公司,即使家乡地子公司的绩效更差<sup>[2]</sup>;高管的近距离投资偏好<sup>[43]</sup>进一步增加了其盲目扩大公司规模的概率,降低了投资效率。基于家乡回报的角度,家乡认同可能增加代理成本,导致高管为了家乡经济的发展而暂时忽视公司经济效益的决策行为,如投资一些对地区发展有利但是净现值为负的项目,从而导致过度投资。

(2)为满足家乡人利益牺牲公司利益,增加代理成本。中国传统社会是一个农本社会,人们十分重视由各种亲缘、地缘和业缘等人情关系维系起来的网络,权力因素的介入能够实现人情网络的利益最大化。即使高管在异地任职,其家乡子公司更倾向与老乡合作,帮助父老乡亲就业、提高收入等<sup>[2]</sup>。当高管回家乡任职时,上门求助、求职的亲朋好友更多,滥用职权的可能性升高,公司中亲属关系的存在助长裙带风气、增加代理成本<sup>[44]</sup>。因此,在家乡任职的高管由于家乡认同感而更多的为亲朋好友安排工作,为创造更多的工作岗位,而做出扩大规模、加大投资等诸多低效短视的过度投资行为。

因此,基于行为金融学和委托代理理论两个视角,本研究提出假设。

H<sub>1</sub> 高管家乡认同增加管理层的过度投资行为,降低公司投资效率。

## 2.2 家乡认同、区域异质性和过度投资

众所周知,中国东西部地区在经济发展和生活环境等方面存在显著的区域异质性,东西部地区的区域差异是否影响高管家乡认同对非效率投资的作用值得探究。基于此,本研究从东西部地区之间的金融发展水平和高管经历两个方面分析区域异质性的调节效应。

与众多发展中国家相同,中国东西部地区也存在经济发展不均衡的现象。金融发展水平的差异影响上市公司的投资效率<sup>[45]</sup>,与东部地区相比,西部地区的银行等金融机构数量较少,金融发展水平较低,公司往往面临更加严峻的融资约束问题,导致公司内部缺乏自由现金流,减少管理层可支配的现金,阻碍过度投资行为<sup>[46]</sup>,从而缓解高管家乡认同对非效率投资的影响。

东西部不同的生活环境对高管性格塑造具有一定的影响。西部地区平均生活水平较低<sup>[47]</sup>,高管早年的贫困生活经历促使其产生“节约欲”和储蓄倾向<sup>[48]</sup>,表现出保守的特质。当面对新的投资项目时,为避免挤占公司现金流而导致负债水平被动扩大和增加公司财务风险,保守型高管会减少不必要的投资,进而减少公司过度投资行为<sup>[49]</sup>。贫困生活经历带给高管的保守特质和风险规避的心理,在一定程度上能够缓解家乡认同所致的“冒险”发展倾向。综上所述,基于东西部地区的区域异质性,本研究提出假设。

H<sub>2</sub> 与东部地区相比,西部地区高管家乡认同对过度投资行为的影响更弱,即西部地区大环境能够缓解高管家乡认同的过度投资效应。

## 3 研究设计

### 3.1 数据来源和样本确定

本研究的初始样本为2008年至2019年沪深A股上市公司,高管个人信息来自CSMAR数据库和中国研究数据服务平台,并手动收集补充了部分高管的籍贯地,上市公司基本信息和财务数据来自CSMAR数据库,上市公司内部控制指数来自迪博数据库。对初始样本进行如下处理:①剔除金融公司以及ST、\*ST和PT公司;②剔除有缺漏值和异常值的变量数据;③对所有连续变量进行1%和99%分位的缩尾处理。完成上述处理后,因为高管家乡地的可获取数据量有限,最终得到13 060个公司-年样本观测值,实证研究采用Stata 16.0。

### 3.2 变量定义和模型设计

#### 3.2.1 被解释变量: 过度投资

借鉴RICHARDSON<sup>[50]</sup>的方法构建模型,采用资本投资实际值与预期值之差的绝对值测量公司的非效率投资,将差值为正界定为过度投资,差值为负界

定为投资不足。具体模型为

$$NI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Gro_{i,t-1} + \alpha_2 Cas_{i,t-1} + \alpha_3 Lev_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 TA_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 NI_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^1 \quad (1)$$

其中,  $i$  为公司,  $t$  为年;  $NI$  为资本投资, 等于 (购建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-折旧) 除以总资产;  $Age$  为上市年限, 等于财务报告年度与上市年度的差值;  $Ret$  为股票收益率, 等于收益额与原始投资额的比值;  $\alpha_0$  为截距项;  $\alpha_1 \sim \alpha_7$  为回归系数;  $\varepsilon^1$  为残差, 即资本投资实际值与预期值之差。其他变量的测量方式参照刘慧龙等<sup>[51]</sup>的研究, 详见表1。

### 3.2.2 解释变量: 高管家乡认同

根据重要性原则, 本研究将高管界定为董事长, 用出生地和籍贯地测量其家乡地, 用家乡地与任职公司注册地一致性测量高管家乡认同。假定每位高管对其家乡都具有身份认同感, 但并非所有高管都在家乡任职, 从而导致其对公司注册经营地的情感存在差异。若上市公司的注册地为高管的出生地或籍贯地, 则认为高管对该地区具有家乡认同, 则高管

家乡认同变量取值为 1, 否则取值为 0。

### 3.2.3 控制变量

考虑到公司治理因素和代理成本对公司投资效率的影响, 参考王克敏等<sup>[52]</sup>和魏群<sup>[53]</sup>的研究, 选取成长性、现金持有量、财务杠杆、净资产收益率、总资产周转率、公司自由现金流、公司规模、董事会规模、第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例、管理费用率和滞后一期的非效率投资作为模型的主要控制变量。用公司的营业收入增长率测量成长性, 高成长性的公司往往面临融资约束和资金不足等问题, 表现出投资不足的特征。公司的财务状况用现金持有量、财务杠杆、净资产收益率、总资产周转率和公司自由现金流测量, 对于公司的投资效率具有重要影响, 公司的治理结构和代理成本用董事会规模、第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例和管理费用率测量。参照袁知柱等<sup>[54]</sup>的做法, 加入非效率投资的滞后项作为控制变量。除此之外, 本研究还控制年度固定效应和公司固定效应, 并在稳健性检验中进行工具变量回归, 以解决可能存在的变量遗漏问题。变量定义见表1。

### 3.2.4 模型建立

为了考察高管家乡认同对公司过度投资行为的

表1 变量定义

Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	$OI$	过度投资	(1) 式大于 0 的回归残差
	$UI$	投资不足	(1) 式小于 0 的回归残差的绝对值
	$Iei$	非效率投资	(1) 式回归残差的绝对值
解释变量	$HI$	高管家乡认同	高管的家乡地与任职公司的注册地一致时取值为 1, 否则取值为 0
控制变量	$Gro$	成长性	营业收入增长率
	$Cas$	现金持有量	货币资金与交易性金融资产之和除以总资产
	$Lev$	财务杠杆	总负债与总资产的比值
	$Roe$	净资产收益率	净利润与净资产的比值
	$TO$	总资产周转率	营业收入与总资产的比值
	$Fcf$	公司自由现金流	经营活动现金净流量与总资产的比值
	$TA$	公司规模	总资产的自然对数
	$BS$	董事会规模	董事会人数
	$Tp1$	第一大股东持股比例	第一大股东持股数与总股数的比值
	$Tp2$	第二至第十大股东持股比例	第二至第十大股东持股数与总股数的比值
	$MC$	管理费用率	管理费用与营业收入的比值
	$Yea$	年度固定效应	虚拟变量
	$Ind$	行业固定效应	虚拟变量
$Fir$	公司固定效应	虚拟变量	

影响,分别以非效率投资、过度投资和投资不足为被解释变量,以高管家乡认同为解释变量,首先构建控制行业和年度固定效应的混合 OLS 模型,揭示管理者家乡认同对公司投资效率的影响。为控制不可观测的公司个体效应的影响,进一步构建控制年度和公司固定效应的研究模型,具体模型为

$$OI_{i,t}/UI_{i,t}/Iei_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HI_{i,t-1} + \beta_2 Gro_{i,t-1} + \beta_3 Cas_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Roe_{i,t-1} + \beta_6 TO_{i,t-1} + \beta_7 Fcf_{i,t-1} + \beta_8 TA_{i,t-1} + \beta_9 BS_{i,t-1} + \beta_{10} Tp1_{i,t-1} + \beta_{11} Tp2_{i,t-1} + \beta_{12} MC_{i,t-1} + \beta_{13} Iei_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Fir + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (2)$$

其中,  $\beta_0$  为截距项,  $\beta_1 \sim \beta_{13}$  为回归系数,  $\varepsilon^2$  为残差。本研究关注  $\beta_1$ , 其反映高管家乡认同对非效率投资的影响。由于一家公司的所属行业几乎不会发生变更,因此当控制公司固定效应之后,便无需再控制行业固定效应,公司固定效应比行业固定效应更加严格。

## 4 实证结果和分析

### 4.1 描述性统计

表 2 给出相关研究变量的描述性统计结果。由表 2 可知,过度投资和投资不足的均值分别为 0.028 和 0.018,标准差分别为 0.031 和 0.016,过度投资的均值和标准差更大,说明公司的过度投资问题更为突出,有必要进行深入探究。高管家乡认同的均值为 0.656,表明在舍弃无高管家乡数据后,样本中有 65.597%

表 2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	样本数	最小值	最大值	平均值	标准差
OI	4 939	0.0002	0.161	0.028	0.031
UI	8 121	0.0004	0.086	0.018	0.016
Iei	13 060	0.0003	0.128	0.022	0.023
HI	13 060	0	1	0.656	0.475
Gro	13 060	-0.577	2.705	0.197	0.407
Cas	13 060	0.013	0.707	0.178	0.123
Lev	13 060	0.051	0.899	0.438	0.201
Roe	13 060	-0.891	0.329	0.070	0.111
TO	13 060	0.066	2.549	0.636	0.440
Fcf	13 060	-0.447	0.263	0.004	0.102
TA	13 060	19.557	25.968	22.226	1.295
BS	13 060	5	15	8.750	1.770
Tp1	13 060	8.910	75.520	34.979	14.980
Tp2	13 060	0	67.280	22.319	12.725
MC	13 060	0.009	0.509	0.092	0.073

(即 8 566 个)的高管的家乡地与所在公司的注册地相同,表明高管在家乡地工作的比率较高,与胡珺等<sup>[1]</sup>的研究结果一致。

表 3 给出分组均值统计结果,按照高管家乡认同将样本分为家乡认同和非家乡认同两个子样本,从均值看,高管家乡认同使非效率投资增加了 0.002 (10%),使过度投资行为增加了 0.003(11.538%),使投资不足增加了 0.001(5.882%)。独立样本 t 检验表明,家乡认同组与非家乡认同组的投资效率有显著差异,可以粗略判断高管家乡认同降低公司的投资效率。

表 3 分组均值统计结果

Table 3 Results for Grouping Mean Statistics

	非家乡认同		家乡认同		差值
	样本观测值	平均值	样本观测值	平均值	
OI	1 681	0.026	3 258	0.029	-0.003***
UI	2 813	0.017	5 308	0.018	-0.001***
Iei	4 494	0.020	8 566	0.022	-0.002***

注:\*\*\*为在 1%水平上显著,下同。

### 4.2 回归分析

#### 4.2.1 高管家乡认同与非效率投资

高管家乡认同与非效率投资之间的回归结果见表 4。(1)列为控制了年度和行业固定效应的回归结果,(2)列为控制了年度和公司固定效应的回归结果,高管家乡认同对过度投资的影响均显著为正,(2)列中,在控制其他变量不变的条件下,高管家乡认同变动 1 个标准差,公司过度投资增加 0.091 个标准差,即当非家乡认同高管变更为家乡认同高管,公司过度投资增加约 0.192(0.091/0.474, 0.474 为过度投资样本中高管家乡认同的标准差,后面的计算方法相同)个标准差,具有一定的经济意义。因此,高管家乡认同导致其高估项目的投资回报而投资一些净现值为负的项目,造成过度投资。(3)列~(6)列的研究结果表明,高管家乡认同对投资不足的影响并不显著,对于非效率投资的影响处于显著的边缘(根据 t 值得到),表明高管家乡认同对于公司整体投资效率的影响主要通过增加过度投资行为。综上所述,高管家乡认同增加公司的过度投资行为,  $H_1$  得到验证。

由于公司固定效应模型能够控制不可观测的公司个体效应的影响,与混合 OLS 模型相比,公司固定效应模型的回归结果中高管家乡认同对过度投资的影响系数提升了 264%,因此,后文选择公司固定效应模型的结果进行检验。

#### 4.2.2 高管家乡认同、区域异质性和过度投资

由于中国东西部地区的经济发展和生活水平等方面显著不均衡,为检验高管家乡认同对过度投资的影响是否具有区域异质性,选取东部地区和西部地区两个子样本进行验证。表 5 的(1)列和(2)列给

表4 高管家乡认同与非效率投资的回归结果  
Table 4 Regression Results for Executives' Hometown Identity and Inefficient Investment

	<i>OI</i> (1)	<i>OI</i> (2)	<i>UI</i> (3)	<i>UI</i> (4)	<i>Iei<sub>t</sub></i> (5)	<i>Iei<sub>t</sub></i> (6)
<i>HI</i>	0.025* (1.782)	0.091* (1.673)	-0.001 (-0.150)	-0.030 (-0.929)	0.012 (1.468)	0.033 (1.259)
<i>Gro</i>	0.005 (0.319)	0.023 (1.266)	0.025** (2.467)	0.012 (0.949)	0.005 (0.613)	0.006 (0.588)
<i>Cas</i>	0.080*** (5.101)	0.186*** (7.049)	0.059*** (5.416)	-0.001 (-0.037)	0.047*** (5.032)	0.092*** (6.535)
<i>Lev</i>	0.016 (0.849)	-0.039 (-0.949)	0.020 (1.382)	0.052* (1.757)	0.017 (1.460)	-0.010 (-0.459)
<i>Roe</i>	0.026* (1.683)	0.030 (1.401)	-0.019* (-1.746)	0.010 (0.689)	0.019** (2.020)	0.030*** (2.762)
<i>TO</i>	-0.026 (-1.484)	0.016 (0.345)	-0.052*** (-4.172)	-0.088*** (-3.003)	-0.030*** (-2.871)	0.005 (0.205)
<i>Fcf</i>	-0.039*** (-2.674)	-0.005 (-0.284)	-0.050*** (-4.938)	-0.059*** (-4.976)	-0.054*** (-6.285)	-0.026*** (-2.803)
<i>TA</i>	-0.066*** (-3.416)	-0.356*** (-5.121)	-0.083*** (-5.972)	-0.204*** (-4.125)	-0.070*** (-6.013)	-0.239*** (-6.314)
<i>BS</i>	-0.011 (-0.708)	0.012 (0.327)	-0.020* (-1.885)	-0.015 (-0.625)	-0.012 (-1.368)	-0.008 (-0.402)
<i>TP1</i>	0.019 (1.170)	0.077 (1.448)	0.047*** (4.088)	0.080** (2.152)	0.023** (2.392)	0.106*** (3.771)
<i>TP2</i>	0.014 (0.911)	0.029 (0.844)	0.047*** (4.191)	0.060** (2.421)	0.026*** (2.716)	0.043** (2.303)
<i>MC</i>	-0.025 (-1.383)	0.071* (1.850)	-0.008 (-0.664)	0.030 (1.263)	-0.016 (-1.496)	0.043** (2.244)
<i>Iei<sub>t-1</sub></i>	0.175*** (12.145)	-0.071*** (-4.027)	0.372*** (36.762)	0.220*** (16.851)	0.269*** (31.431)	0.030*** (3.084)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制		控制		控制	
公司固定效应		控制		控制		控制
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.092	0.063	0.256	0.130	0.142	0.051
<i>F</i> 值	11.602	9.103	66.035	38.595	50.116	24.901
样本观测值	4 939	4 939	8 121	8 121	13 060	13 060

注: 表中数据为标准化后的系数, 括号内数据为*t*值, \*\*为在5%水平上显著, \*为在10%水平上显著, 下同。

出不同地区高管家乡认同对过度投资的回归结果, 控制其他变量不变的条件下, 在东部地区, 高管家乡认同变动1个标准差, 公司过度投资增加0.236个标准差, 即当非家乡认同高管变更为家乡认同高管, 过度投资增加约半个标准差(0.236/0.476), 且在1%水平上显著, 具有重大的经济学意义。但在西部地区, 高管家乡认同对过度投资的影响不显著。以上结果表明, 东部地区高管家乡认同能够增加公司的过度投资行为, 而西部地区能缓解家乡认同对投资效率的

消极效应,  $H_2$  得到验证。

东西部高管家乡认同作用的差异主要源于经济发展和生活水平的差异, 其能够在公司层面和高管层面形成双重影响。在公司层面, 经济发展水平构成了公司的外部环境, 西部地区开放性低、发展机会少、融资约束大, 公司内部可支配的盈余资金少, 从而缓解了高管的过度投资行为。在高管层面, 西部地区的平均生活水平较低, 生活相对清贫, 有过贫困生活经历的高管往往产生保守的特质, 从而缓解了

表5 区域异质性、产权性质和内部控制质量调节效应的检验结果

Table 5 Test Results for the Moderating Effects of Regional Heterogeneity, Property Right and Internal Control Quality

	OI					
	东部地区 (1)	西部地区 (2)	非国有公司 (3)	国有公司 (4)	低内部控制质量 (5)	高内部控制质量 (6)
HI	0.236*** (3.338)	-0.113 (-0.708)	0.231** (2.011)	-0.056 (-0.814)	0.217** (2.144)	-0.013 (-0.165)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R <sup>2</sup>	0.075	0.093	0.072	0.094	0.091	0.081
F值	7.573	1.393	5.948	4.735	4.351	4.941
样本观测值	3 452	523	2 918	1 673	2 335	2 565

注：由于区域异质性、产权性质和内部控制质量变量的观测值数量不同，所以样本观测值略有差异。下同。

其过度投资行为。综上所述，受外部环境和高管保守特质的影响，西部地区高管家乡认同对过度投资行为的影响得以缓解。

#### 4.2.3 进一步研究

本研究进一步探讨产权性质和内部控制质量对高管家乡认同与过度投资之间关系的调节效应。从产权性质视角，本研究将样本分为国有公司和非国有公司，由于国有公司融资约束较低，预期家乡认同高管的过度投资行为更加频繁，检验结果见表5的(3)列和(4)列。结果表明，控制其他变量不变的条件下，在非国有公司，高管家乡认同变动1个标准差，公司过度投资增加0.231个标准差，即当非家乡认同高管变更为家乡认同高管，公司的过度投资增加了约半个标准差(0.231/0.461)，在国有公司中该作用不显著。原因可能是国有公司本身就承担了更多地区经济发展责任，因此高管家乡认同的作用不显著。而对于非国有公司，家乡认同高管与非家乡认同高管对于地区发展的了解和关心程度有显著差异，因此发挥显著的作用。如上文所述，高管家乡认同对公司过度投资的影响主要源于其个人的过度自信行为和家乡回报代理成本的增加。从内部控制质量角度，由于公司内部控制质量可以有效降低代理问题，约束高管的非理性行为。因此，本研究认为，相对于内部控制质量较低的公司，在内部控制质量较高的公司中，高管家乡认同对公司过度投资的影响相对较弱。本研究依据内部控制指数中位数将样本分为低内部控制质量组和高内部控制质量组，回归结果见表5的(5)列和(6)列，结果表明，高管家乡认同的过度投资效应仅出现在内部控制质量较低的公司中，表明公司的内部控制质量可以有效缓解高管家乡认同导致的过度投资行为。因此，该结果从内部控制角度深入拓展了对于前文研究结果的探讨和分析。

#### 4.3 稳健性检验

本研究对高管家乡认同与过度投资的关系进行

稳健性检验，以考察前文研究结果是否受高管家乡认同测量方法、过度投资界定方法和内生性问题的影响。

##### 4.3.1 改变高管家乡认同的测量方法

当高管家乡在省、市行政级别上距离公司注册地越近，往往表明高管的家乡认同程度更高，而结合H<sub>1</sub>基于行为金融学 and 委托代理理论的理论推理，高管家乡地与公司注册地越近，对其获取信息和资源越有优势，管理层越容易产生过度自信，回报家乡也越方便，家乡回报代理成本越大。因此，预期高管家乡认同程度越高，对过度投资的影响越明显。本研究从省和市两个级别重新测量高管家乡认同，即当高管家乡地与公司注册地只有省份相同时高管家乡认同取值为1，地级市也相同时该变量取值为2(代表更大程度的家乡认同)，省份不同时取值为0。重新将数据代入(2)式进行回归，表6给出改变主要变量测量方法后的回归结果，(1)列~(3)列给出改变高管家乡认同测量方法后的回归结果，研究结果不受高管家乡认同测量方法变化的影响，具有稳健性。

##### 4.3.2 改变非效率投资的测量方法

为了避免非效率投资的测量方法对研究结果的影响，借鉴CHEN et al.<sup>[55]</sup>的研究，采用投资对投资机会的敏感性测量投资效率。构建模型为

$$NI_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 TQ_{i,t-1} + \eta_2 TQ_{i,t-1} \cdot HI_{i,t-1} + \eta_3 HI_{i,t-1} + \eta_4 Lev_{i,t-1} + \eta_5 Fcf_{i,t-1} + \eta_6 Age_{i,t-1} + \eta_7 TA_{i,t-1} + \eta_8 Ret_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Fir + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (3)$$

其中，TQ为托宾Q，等于公司市值与年末总资产的比值； $\eta_0$ 为截距项； $\eta_1 \sim \eta_8$ 为回归系数； $\varepsilon^3$ 为残差。

检验结果表明，高管家乡认同与托宾Q的交互项显著为正，该结果很容易被误认为高管家乡认同能够提高投资对投资机会的敏感性，提高投资效率。但是从另一方面思考，高管家乡认同打破了投资对投资机会的正常反应，对投资机会的反应更加强烈，

**表 6 改变主要变量测量方法后的回归结果**  
**Table 6 Results for Regression after Changing the Measurement Method for Main Variables**

	<i>OI</i>					
	重新测量高管家乡认同			重新测量过度投资		
	全样本 (1)	东部地区 (2)	西部地区 (3)	全样本 (4)	东部地区 (5)	西部地区 (6)
<i>HI</i>	0.111** (2.007)	0.225*** (3.295)	-0.102 (-0.712)	0.094* (1.798)	0.122* (1.797)	0.169 (1.247)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$R^2$	0.063	0.074	0.093	0.073	0.080	0.166
<i>F</i> 值	9.098	7.497	1.393	10.675	8.095	2.973
样本观测值	4 939	3 452	523	4 939	3 452	523

甚至可能产生过度反应,从而导致过度投资。为进一步佐证该观点,本研究利用投资对投资机会敏感性的回归残差测量非效率投资,若残差为正则为过度投资,代入(2)式中进行重新回归。回归结果见表6的(4)列~(6)列,高管家乡认同与过度投资显著正相关,且该效应主要体现在东部地区,该结果依然支持原假设,证明研究结果具有稳健性。此外,本研究还借鉴 BIDDLE et al.<sup>[56]</sup> 提出的投资效率简易测量方法,对投资与企业的成长性进行回归,以残差作为非效率投资,重新回归的结果依然保持稳健。

4.3.3 内生性检验

本研究结果可能受到互为因果的影响,即公司可能根据投资项目调整和权衡招聘时对高管籍贯或出生地的关注度,也就是说,企业的过度投资也可能反过来影响公司对家乡认同高管的招聘偏好。不仅如此,公司也可能由于其自身缺乏吸引力或自身选择偏好而影响高管选聘及其投资行为,进而可能导致自选择偏差和遗漏变量引发的内生性问题。为了避免研究结果可能存在的互为因果、自选择偏差和遗漏变量问题,本研究分别采用工具变量法和双重差分法进行内生性检验。

(1) 工具变量法

本研究采用高管家乡地省级祠堂数量(*Tem*)和同行业同年度除该公司以外的高管家乡认同均值(*Him*)作为高管家乡认同的工具变量,省级祠堂数量测量高管家乡地的宗族文化,影响高管的家乡认同,但不会直接影响公司的过度投资行为;同行业同年度其他公司高管家乡认同均值并不会直接影响公司的投资行为,但在一定程度上与公司的家乡认同相关。因此,符合工具变量的相关条件和外部条件。表7给出内生性检验回归结果,工具变量的两阶段回归结果见(1)列和(2)列。从第1阶段回归结果看,

*Tem* 和 *Him* 对 *HI* 均具有显著的正向影响,说明两个工具变量对高管家乡认同具有良好的预测作用。从第

**表 7 内生性检验回归结果**  
**Table 7 Regression Results for Endogeneity Test**

	第1 阶段	第2 阶段	DID	DID-安慰 剂检验
	<i>HI</i> (1)	<i>OI</i> (2)	<i>OI</i> (3)	<i>OI</i> (4)
<i>Tem</i>	0.727*** (9.524)			
<i>Him</i>	0.373*** (3.805)			
<i>HI</i>		0.165* (1.724)		
<i>Pos · Tre</i>			-0.099* (-1.918)	0.010 (0.100)
<i>Pos</i>			0.018 (0.259)	0.009 (0.106)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
公司固定效应			控制	控制
伪 $R^2$	0.061			
$R^2$		0.058	0.118	0.324
LR $\chi^2$	373.280			
<i>F</i> 值		16.740	1.776	1.392
样本观测值	4 751	4 751	582	259

2阶段回归结果看,  $HI$  的回归系数显著为正, 说明排除互为因果、遗漏变量和自选择偏差导致的内生性后, 前文的研究结果依然成立。

### (2) 双重差分法

借鉴姜付秀等<sup>[57]</sup>的研究, 本研究以高管变更为外生事件冲击, 若公司高管从家乡认同高管变更为非家乡认同高管, 则将该公司识别为处理组, 并将其其他类型的高管变更样本识别为控制组, 构建双重差分模型, 即

$$OI_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Pos \cdot Tre + \theta_2 Pos + \theta_3 Gro_{i,t} + \theta_4 Cas_{i,t} + \theta_5 Lev_{i,t} + \theta_6 Roe_{i,t} + \theta_7 TO_{i,t} + \theta_8 Fc_{i,t} + \theta_9 TA_{i,t} + \theta_{10} BS_{i,t} + \theta_{11} Tp1_{i,t} + \theta_{12} Tp2_{i,t} + \theta_{13} MC_{i,t} + \sum Fir + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (4)$$

其中,  $Pos$  为高管变更后, 如果是变更后的年份取值为 1, 否则取值为 0;  $Tre$  为处理组, 若高管从家乡认同变为非家乡认同取值为 1, 其他类型的高管变更取值为 0;  $\theta_0$  为截距项;  $\theta_1 \sim \theta_{13}$  为回归系数;  $\varepsilon^4$  为残差。

为充分体现高管对公司过度投资的影响, 本研究选用变更前、后各 3 年作为研究窗口, 由于对样本中高管至少连任 3 年的要求, 损失了大量样本。由于  $Pos$  可以在一定程度上衡量高管变更前后的时间变化趋势, 因此本研究未在 (4) 式中控制年度固定效应。本研究预期  $\theta_1$  显著为负。回归结果见表 7 的 (3) 列, 交互项系数显著为负, 符合预期, 即与其他变更情况相比, 从家乡认同高管变更为非家乡认同高管后, 公司的过度投资行为受到显著抑制, 表明高管家乡认同助长公司过度投资行为。

为验证双重差分结果的稳健性, 本研究将变更前第 2 年作为虚假变更年, 变更前 1 年为虚假变更后年份, 重新进行回归, 结果见表 7 的 (4) 列, 交互项系数不再显著, 双重差分的安慰剂检验也支持本研究结果。

## 5 影响机制检验

前文研究结果表明, 高管家乡认同能够显著增加过度投资行为。经过理论分析, 其影响机制可能主要源于: ①家乡认同诱导高管过度自信, 进而导致公司的过度投资决策; ②家乡认同增加了公司管理层与股东之间的家乡回报代理成本, 进而导致过度投资。为进一步研究高管家乡认同对过度投资的影响机制, 以过度自信和代理成本作为被解释变量, 以高管家乡认同为解释变量, 构建模型。过度自信分别用董事长持股比例 ( $Sha$ ) 和董事长相对薪酬 ( $DP$ ) 测量, 董事长持股比例等于董事长持股数与总股数的比值, 董事长相对薪酬等于董事长薪酬除以董监高薪酬总额。代理成本分别用亲属任职数量 ( $Rel$ ) 和管理费用率测量, 亲属任职数量为董监高亲属在公司中任职的数量, 测量家乡回报代理成本; 用管理费用率测量高管个人私利类代理成本。由于 CSMAR 数据库中董监高亲属任职数据截至 2017 年, 所以代理成本数据时间为 2008 年至 2017 年。具体模型为

$$OC_{i,t}/AC_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 HI_{i,t} + \gamma_2 Gro_{i,t} + \gamma_3 Cas_{i,t} + \gamma_4 Lev_{i,t} + \gamma_5 Roe_{i,t} + \gamma_6 TO_{i,t} + \gamma_7 Fc_{i,t} + \gamma_8 TA_{i,t} + \gamma_9 BS_{i,t} + \gamma_{10} Tp1_{i,t} + \gamma_{11} Tp2_{i,t} + \gamma_{12} TQ_{i,t} + \gamma_{13} Dua_{i,t} + \gamma_{14} Id_{i,t} + \gamma_{15} EP_{i,t} + \sum Yea + \sum Fir + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (5)$$

其中,  $OC$  为过度自信;  $AC$  为代理成本;  $Dua$  为两职兼任, 董事长兼任 CEO 取值为 1, 否则取值为 0;  $Id$  为独立董事比例, 等于独立董事人数与董事会人数的比值;  $EP$  为高管薪酬, 等于高管薪酬前 3 名的薪酬总额的自然对数;  $\gamma_0$  为截距,  $\gamma_1 \sim \gamma_{15}$  为回归系数,  $\varepsilon^5$  为残差。

表 8 给出过度自信和代理成本的影响机制检验结果。对过度自信机制的检验, 由表 8 的 (1) 列和 (2) 列可知, 高管家乡认同对过度自信的回归系数为 0.020 和 0.120, 在 1% 水平上显著, 表明家乡认同确实能够显著增加高管的过度自信, 过高地估计自己的能力, 对项目的回报率过度乐观, 从而导致公司过度投资。

表 8 过度自信和代理成本的影响机制检验结果

Table 8 Influencing Mechanism Test Results for Overconfidence and Agency Cost

	$Sha$ (1)	$DP$ (2)	$Rel$ (3)	$MC$ (4)
$HI$	0.020*** (2.793)	0.120*** (9.003)	0.014* (1.696)	-0.029 (-0.797)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
$R^2$	0.131	0.051	0.014	0.210
$F$ 值	69.246	25.720	4.254	78.717
样本观测值	14 854	15 513	9 525	9 525

对代理成本机制的检验, 由表 8 的 (3) 列和 (4) 列可知, 高管家乡认同对亲属任职数量测量的代理成本的回归系数为 0.014, 在 10% 水平上显著, 但是对管理费用率测量的代理成本的影响不显著。该结果表明家乡认同能够增加公司的代理成本, 但并非普通的、为直接获取个人利益而牺牲公司利益的私利类代理成本, 而是容易被学者忽略的、为了家乡利益而牺牲公司利益甚至自身利益的家乡回报代理成本。该代理成本的动机为回报家乡, 公司管理层很可能因为对家乡的“愚孝”而忽略项目的收益, 自认为能促进家乡发展而进行盲目过度投资。

综上所述, 本研究提出的高管家乡认同对公司过度投资行为的两个影响机制均成立, 即家乡认同既能通过诱导管理层过度自信导致公司过度投资, 又

能通过提高公司家乡回报代理成本而增加过度投资行为, 但该代理成本并非被广泛关注的管理层个人私利类代理成本, 而是家乡利益优先的家乡回报代理成本。

## 6 结论

### 6.1 研究结果

回报家乡是人之善举, 也是人之常情。本研究采用2008年至2019年上市公司数据, 以高管籍贯地或出生地与任职公司注册地的一致性测量家乡认同, 探讨高管家乡认同对公司投资效率的影响以及具体的影响机制和区域异质性的调节效应。研究结果表明, ①高管家乡认同的负面效应确实存在, 它能够降低公司的投资效率, 显著增加公司的过度投资行为, 该结果在经过稳健性测试之后仍然成立。②该作用具有区域差异性, 在经济欠发达的西部地区并不显著, 即西部地区在一定程度上能缓解家乡认同导致的过度投资行为; 进一步研究表明, 高管家乡认同的过度投资效应主要出现在非国有公司和内部控制质量较低的公司中。③高管家乡认同对过度投资的影响机制主要有两个: 其一, 家乡认同高管凭借信息和资源获取优势促使其具有过度自信的非理性行为, 进而导致其过度投资行为; 其二, 家乡认同高管具有造福家乡的责任感, 通过增加家乡回报代理成本, 增加对家乡利益而非公司利益的考虑, 也导致其过度投资。

### 6.2 研究贡献

(1) 本研究将家乡认同纳入到管理层特质的研究框架中, 拓展了高管家乡认同这一非正式制度对公司投资决策的研究。基于中国传统文化中对家乡的特殊情感, 出于对回报家乡这一行为的认同和赞誉, 已有研究多关注家乡认同的积极效应, 忽视了其消极效应。本研究打破固有思维, 认为高管家乡认同诱导公司过度投资, 表明家乡认同高管面临公司利益与家乡利益的冲突时优先选择家乡利益而非公司利益, 丰富了高管家乡认同的负面效应研究, 揭示了高管家乡认同是把双刃剑, 为家乡认同研究提供了新的研究思路和视角。

(2) 本研究提出并验证了高管家乡认同对公司非效率投资的影响机制。目前已有众多研究探讨高管特征对公司投资效率的影响, 但是鲜有学者关注高管家乡认同这一情感特质对投资效率的影响。本研究基于行为金融和委托代理理论, 从理论上理清了高管家乡认同通过诱导管理层过度自信、加剧家乡回报代理成本两个影响机制促进公司的过度投资, 不仅从行为金融的视角打开了高管过度自信的黑箱, 而且从家乡回报代理成本的视角细化了股东与管理层之间的代理冲突, 对于约束高管的非理性行为、选聘高管和提高公司投资效率均提供了重要的参考依据。

(3) 本研究从家乡回报代理成本的角度深入挖掘了股东与管理层的代理问题。与已有研究的管理层

个人私利类代理成本不同, 本研究提出家乡回报代理成本, 即管理层为回报家乡而违背股东利益最大化的要求, 本质上其仍归属于股东与管理层之间的代理成本。比较特殊的是该类代理问题并不能给管理层带来直接的个人私利, 而是受管理层价值观和偏好的影响使第三方受益, 因而容易被学术界忽略。本研究提出的家乡回报代理成本从理论上丰富和完善了股东与管理层的代理问题, 也从理论上阐明了高管家乡认同对过度投资的主要影响机理。

### 6.3 实践启示

基于中国传统文化中对家乡的特殊情感, 已有研究多是对回报家乡这一行为的认同和赞扬, 本研究识别了高管家乡认同对公司投资效率的消极影响, 帮助人们更加全面地识别家乡认同。本研究发现高管过度自信和代理成本是高管家乡认同增加过度投资行为的桥梁, 因此, 聘用本地人为高管的公司需要额外关注高管家乡认同可能带来的过度投资问题, 可以通过内外部治理机制约束高管过度自信和代理问题, 抑制高管家乡认同对过度投资的诱导作用, 提高公司投资效率。

### 6.4 研究局限和展望

①由于高管籍贯和出生地信息披露不全面, 即使通过手工收集和整理数据, 仍存在部分高管相关信息缺失或披露不全面的情况, 难免使研究结果具有局限性。②关于高管家乡认同带来的心理矛盾偏差对公司财务决策的影响较多, 但限于篇幅本研究仅关注其对公司投资效率的影响, 未考虑到对其他财务决策的影响, 如债务决策和企业社会责任等, 这些都可能是未来值得关注和探究的重要研究方向。

## 参考文献:

- [1] 肖焰, 蔡晨. 人力资本、社会资本与农村致富带头人形成的关系研究. *农业经济*, 2018(4): 61-63.  
XIAO Yan, CAI Chen. Research on the relationship between human capital, social capital and the formation of rural enrichment leaders. *Agricultural Economy*, 2018(4): 61-63.
- [2] 曹春方, 刘秀梅, 贾凡胜. 向家乡投资: 信息、熟悉还是代理问题?. *管理世界*, 2018, 34(5): 107-119.  
CAO Chunfang, LIU Xiumei, JIA Fansheng. Invest to the hometown: information, familiarity or agency problem?. *Journal of Management World*, 2018, 34(5): 107-119.
- [3] 胡珺, 宋献中, 王红建. 非正式制度、家乡认同与企业环境治理. *管理世界*, 2017, 33(3): 76-94.  
HU Jun, SONG Xianzhong, WANG Hongjian. Informal institution, hometown identity and corporate environmental governance. *Journal of Management World*, 2017, 33(3): 76-94.
- [4] 温芳芳. 基于社会网络分析的专利合作模式研究. *情报杂志*, 2013, 32(7): 119-123.  
WEN Fangfang. Study on the patent collaboration patterns based on the social network analysis. *Journal of Intelligence*, 2013, 32(7): 119-123.
- [5] CAI J, WALKLING R A, YANG K. The price of street friends: social networks, informed trading, and shareholder costs. *Journal of*

- Financial and Quantitative Analysis*, 2016, 51(3): 801-837.
- [6] 刘艳霞, 祁怀锦. 管理者自信会影响投资效率吗: 兼论融资融券制度的公司外部治理效应. *会计研究*, 2019(4): 43-49.  
LIU Yanxia, QI Huaijin. Does the managers' confidence affect corporate investment efficiency? On the corporate governance effect of margin trading. *Accounting Research*, 2019(4): 43-49.
- [7] 杨汉明, 刘广瑞. 金融发展、两类股权代理成本与过度投资. *宏观经济研究*, 2014(1): 61-74.  
YANG Hanming, LIU Guangrui. Financial development, agency cost of two types of stock rights and over-investment. *Macroeconomics*, 2014(1): 61-74.
- [8] TUAN Y F. *Topophilia: a study of environmental perceptions, attitudes, and values*. New York: Columbia University Press, 1990: 263.
- [9] PROSHANSKY H M. The city and self-identity. *Environment and Behavior*, 1978, 10(2): 147-169.
- [10] AKERLOF G A, KRANTON R E. *Identity economics*. New Jersey: Princeton University Press, 2010: 5-15.
- [11] KRAMON E, POSNER D N. Ethnic favoritism in education in Kenya. *Quarterly Journal of Political Science*, 2016, 11(1): 1-58.
- [12] 范子英, 李欣. 部长的政治关联效应与财政转移支付分配. *经济研究*, 2014, 49(6): 129-141.  
FAN Ziyang, LI Xin. Political connection of ministers and the allocation of fiscal transfer. *Economic Research Journal*, 2014, 49(6): 129-141.
- [13] 李书娟, 徐现祥. 身份认同与经济增长. *经济学(季刊)*, 2016, 15(3): 941-962.  
LI Shujuan, XU Xianxiang. Identity and growth. *China Economic Quarterly*, 2016, 15(3): 941-962.
- [14] SONG Z N, DARYANTO A, SOOPRAMANIEN D. Place attachment, trust and mobility: three-way interaction effect on urban residents' environmental citizenship behaviour. *Journal of Business Research*, 2019, 105: 168-177.
- [15] TONGE J, RYAN M M, MOORE S A, et al. The effect of place attachment on pro-environment behavioral intentions of visitors to coastal natural area tourist destinations. *Journal of Travel Research*, 2015, 54(6): 730-743.
- [16] 陆瑶, 胡江燕. CEO与董事间“老乡”关系对公司违规行为的影响研究. *南开管理评论*, 2016, 19(2): 52-62.  
LU Yao, HU Jiangyan. The impact of hometown connectedness between the CEO and board of directors on corporate fraud. *Nankai Business Review*, 2016, 19(2): 52-62.
- [17] 杜兴强, 熊浩. 董事长-总经理老乡关系与研发投入. *投资研究*, 2017, 36(9): 60-82.  
DU Xingqiang, XIONG Hao. The effect of chairman-CEO hometown complex on R&D investment. *Review of Investment Studies*, 2017, 36(9): 60-82.
- [18] 陆瑶, 胡江燕. CEO与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响. *管理世界*, 2014, 30(3): 131-138.  
LU Yao, HU Jiangyan. The impact of the CEO-director hometown connection on the risk level of China's listed companies. *Journal of Management World*, 2014, 30(3): 131-138.
- [19] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [20] 卢馨, 张乐乐, 李慧敏, 等. 高管团队背景特征与投资效率: 基于高管激励的调节效应研究. *审计与经济研究*, 2017, 32(2): 66-77.  
LU Xin, ZHANG Lele, LI Huimin, et al. TMT's characteristics and investment efficiency: research on the moderating effect of incentive mechanism. *Journal of Audit & Economics*, 2017, 32(2): 66-77.
- [21] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为. *管理世界*, 2009, 25(1): 130-139.  
JIANG Fuxiu, YI Zhihong, SU Fei, et al. The characteristics of the background of managers, and the behavior of enterprises' overinvestment. *Journal of Management World*, 2009, 25(1): 130-139.
- [22] 吴斌, 刘灿辉, 史建梁. 政府背景、高管人力资本特征与风险投资企业成长能力: 基于典型相关方法的中小板市场经验证据. *会计研究*, 2011(7): 78-84.  
WU Bin, LIU Canhui, SHI Jianliang. Relationship between governmental background, executive human capital characteristics and the growth capacity in venture entrepreneur: evidence from the Shenzhen small and medium board. *Accounting Research*, 2011(7): 78-84.
- [23] 代昀昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率. *世界经济*, 2017, 40(1): 168-192.  
DAI Yunhao, KONG Dongmin. Can executives with overseas experience improve corporate investment efficiency?. *The Journal of World Economy*, 2017, 40(1): 168-192.
- [24] HEATON J B. Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 2002, 31(2): 33-45.
- [25] 苑泽明, 宋雪梅, 孙钰鹏. 管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率. *财会月刊*, 2018(20): 31-40.  
YUAN Zeming, SONG Xuemei, SUN Yupeng. Management overconfidence, analyst tracking and investment efficiency. *Finance and Accounting Monthly*, 2018(20): 31-40.
- [26] HE Y, CHEN C, HU Y. Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 2019, 47: 501-510.
- [27] WOLOSIN R J, SHERMAN S J, TILL A. Effects of cooperation and competition on responsibility attribution after success and failure. *Journal of Experimental Social Psychology*, 1973, 9(3): 220-235.
- [28] MALMENDIER U, TATE G. Behavioral CEOs: the role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 2015, 29(4): 37-60.
- [29] GUENTHER C, JOHAN S, SCHWEIZER D. Is the crowd sensitive to distance? How investment decisions differ by investor type. *Small Business Economics*, 2018, 50(2): 289-305.
- [30] 赵静梅, 吴风云, 罗梅. 投资决策中地区偏好与地区规避的实证研究. *投资研究*, 2012, 31(1): 123-141.  
ZHAO Jingmei, WU Fengyun, LUO Mei. An empirical study on the local bias of investment decisions. *Review of Investment Studies*, 2012, 31(1): 123-141.
- [31] 谭松涛. 自我归因偏差、学习与股民的过度自信. *经济理论与经济管理*, 2013(11): 71-79.  
TAN Songtao. Feedback effect, learning and overconfidence behavior of individual investors in China. *Economic Theory and Business Management*, 2013(11): 71-79.
- [32] MOORE D A, HEALY P J. The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 2008, 115(2): 502-517.

- [33] FERREIRA M A, MATOS P, PEREIRA J P, et al. Do locals know better? A comparison of the performance of local and foreign institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 82: 151–164.
- [34] 宋仲玲. 投资行为中的突显、过度自信、高估现象研究. *心理科学*, 2008, 31(6): 1489–1492, 1488.  
SONG Zhongling. An experimental study of highlight-over-confidence-overvalue in stock price. *Journal of Psychological Science*, 2008, 31(6): 1489–1492, 1488.
- [35] METCALFE J, SCHWARTZ B L, JOAQUIM S G. The cue-familiarity heuristic in metacognition. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, 1993, 19(4): 851–861.
- [36] LANGER E J. The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975, 32(2): 311–328.
- [37] BALTZER M, STOLPER O, WALTER A. Home-field advantage or a matter of ambiguity aversion? Local bias among german individual investors. *The European Journal of Finance*, 2015, 21(9): 734–754.
- [38] MALMENDIER U, TATE G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661–2700.
- [39] HABIB A, HASAN M M. Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 2017, 42: 262–274.
- [40] 沈克慧. 管理者过度自信与上市公司过度投资. *企业经济*, 2013(10): 54–57.  
SHEN Kehui. Overconfidence of managers and overinvestment of listed companies. *Enterprise Economy*, 2013(10): 54–57.
- [41] 谢众, 孔令翔. 高管过度自信、内部控制与投资效率: 基于中国A股上市公司数据的经验证据. *工业技术经济*, 2018, 37(7): 59–66.  
XIE Zhong, KONG Lingxiang. Executives overconfidence, internal control and investment efficiency: empirical evidence based on Chinese A-share listed companies. *Journal of Industrial Technological Economics*, 2018, 37(7): 59–66.
- [42] AKERLOF G A, KRANTON R E. Economics and identity. *The Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(3): 715–753.
- [43] 李志萍, 罗国锋, 郁培丽, 等. 风险投资近距离投资偏好与投资绩效的实证研究. *东北大学学报(自然科学版)*, 2015, 36(7): 1060–1064.  
LI Zhiping, LUO Guofeng, YU Peili, et al. An empirical study on the preference for geographic proximity and investment performance of venture capital. *Journal of Northeastern University (Natural Science)*, 2015, 36(7): 1060–1064.
- [44] MICHIELS A, VOORDECKERS W, LYBAERT N, et al. CEO compensation in private family firms: pay-for-performance and the moderating role of ownership and management. *Family Business Review*, 2013, 26(2): 140–160.
- [45] 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. *南开管理评论*, 2015, 18(1): 25–36.  
LI Yanxi, ZENG Weiqiang, MA Zhuang, et al. External governance environment ownership and efficiency of listed companies' investment. *Nankai Business Review*, 2015, 18(1): 25–36.
- [46] 张悦玫, 张芳, 李延喜. 会计稳健性、融资约束与投资效率. *会计研究*, 2017(9): 35–40.  
ZHANG Yue mei, ZHANG Fang, LI Yangxi. Accounting conservatism, financial constraints and investment efficiency. *Accounting Research*, 2017(9): 35–40.
- [47] 杨森. 东西部的贫富差距究竟有多大: 西北民族地区同全国及东南沿海一些省市的比较分析. *西北民族研究*, 2003(1): 93–101.  
YANG Sen. To what degree of prosperity the disparity exists between the east and the west of China. *Northwestern Journal of Ethnology*, 2003(1): 93–101.
- [48] 程令国, 张晔. 早年的饥荒经历影响了人们的储蓄行为吗? 对我国居民高储蓄率的一个新解释. *经济研究*, 2011, 46(8): 119–132.  
CHENG Lingguo, ZHANG Ye. Does famine experience in childhood influence one's saving decision? A new explanation of China's high household saving rate. *Economic Research Journal*, 2011, 46(8): 119–132.
- [49] 赵民伟, 晏艳阳. 管理者早期生活经历与公司投资决策. *社会科学家*, 2016(4): 88–92.  
ZHAO Minwei, YAN Yanyang. Early life experiences of managers and investment decisions of companies. *Social Scientist*, 2016(4): 88–92.
- [50] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2/3): 159–189.
- [51] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率. *经济研究*, 2014, 49(8): 93–106.  
LIU Huilong, WANG Chengfang, WU Liansheng. Decision rights allocation, earning management and investment efficiency. *Economic Research Journal*, 2014, 49(8): 93–106.
- [52] 王克敏, 刘静, 李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究. *管理世界*, 2017, 33(3): 113–124, 145.  
WANG Kemin, LIU Jing, LI Xiaoxi. Industrial policy, government support and corporate investment efficiency. *Journal of Management World*, 2017, 33(3): 113–124, 145.
- [53] 魏群. 企业生命周期、债务异质性与非效率投资. *山西财经大学学报*, 2018, 40(1): 96–111.  
WEI Qun. Firm life cycle, debt heterogeneity and non-efficiency investment. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2018, 40(1): 96–111.
- [54] 袁如柱, 张小曼. 会计信息可比性与企业投资效率. *管理评论*, 2020, 32(4): 206–218.  
YUAN Zhizhu, ZHANG Xiaoman. Accounting information comparability and corporate investment efficiency. *Management Review*, 2020, 32(4): 206–218.
- [55] CHEN S, SUN Z, TANG S, et al. Government intervention and investment efficiency: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(2): 259–271.
- [56] BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2/3): 112–131.
- [57] 姜付秀, 黄继承. CEO财务经历与资本结构决策. *会计研究*, 2013(5): 27–34.  
JIANG Fuxiu, HUANG Jicheng. CEO's financial experience and capital structure. *Accounting Research*, 2013(5): 27–34.

## Executives' Hometown Identity and Overinvestment: Inhibition or Promotion

HUANG Zhen<sup>1</sup>, BU Guoling<sup>2</sup>

1 School of Management, Northwestern Polytechnical University, Xi'an 710072, China

2 School of Management, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China

**Abstract:** Executives with hometown identity are facing the dual tests of both hometown emotion and corporation responsibility. When there is an interest conflict between hometown and the corporation served, investment activities can reflect the executives' trade-off between the two above. A major psychological contradiction faced by the executives with hometown identity is to choose to focus on corporate interests or to overinvest in return for their hometown. However, the previous research does not pay enough attention to this psychological contradiction.

Based on behavioral finance and principal-agent theory, this study investigates the investment decisions of executives with hometown identity under such psychological contradiction. Taking the A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2008 to 2019 as samples, this research adopts the fixed effect model for regression analysis, and uses the difference in differences method and the instrumental variable method to mitigate the potential endogenous problems. This research empirically examines the effect and mechanisms of the executives' hometown identity on corporate overinvestments and the moderating effects of regional heterogeneity on the above relationship.

Specifically, the results show that: ① executives' hometown identity can significantly increase the overinvestment behavior of the corporation, which is still valid after the robustness test. ② This effect of executives' hometown identity has regional heterogeneity and is not significant in. The corporations in the West, that is, the Western region can inhibit the overinvestment behavior caused by executives' hometown identity. The internal control can also effectively alleviate the overinvestment effect caused by executives' hometown identity. ③ There are two main influencing mechanisms of executives' hometown identity on overinvestment. First, executives with hometown identity may overestimate their advantages in acquiring information and resources, resulting in their overconfidence, which leads to overinvestment. Second, executives with hometown identity usually have the responsibility to benefit their hometown, and lead to the increase of agency cost of hometown return, leading to overinvestment behavior due to the hometown interests rather than the corporate interests.

The study highlights the executives' hometown identity caused by the psychological contradiction, reveals the influencing mechanisms of psychological contradiction on corporate overinvestment, and puts forward hometown return agency cost, which enriches the agency problems between shareholders and managements, extends the study of the executive characteristic on corporate financial decision-making. It also provides evidence on the selection of executives and the improvement of corporate investment efficiency in practice.

**Keywords:** hometown identity; overinvestment; regional heterogeneity; overconfidence; agency cost

**Received Date:** October 18<sup>th</sup>, 2019      **Accepted Date:** June 3<sup>rd</sup>, 2021

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China (71802159, 71932007), the National Social Science Foundation of China (21&ZD137), the China Postdoctoral Science Foundation (2019M650275), and the Social Science and Humanities of the Ministry of Education of China (19YJC630039)

**Biography:** HUANG Zhen, doctor in management, is a lecturer in the School of Management at Northwestern Polytechnical University. Her research interests cover managerial traits, corporate finance, and corporate governance. Her representative paper titled "Why do firms with zero-leverage policy choose more cash?" was published in the *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management* (Issue 2, 2019). E-mail: [huangzhen@nwpu.edu.cn](mailto:huangzhen@nwpu.edu.cn)

BU Guoling is a Ph.D candidate in the School of Management at Zhejiang University. Her research interests include corporate finance and corporate governance. E-mail: [15006920711@163.com](mailto:15006920711@163.com) □

(责任编辑: 李祎博)