

制度效率、家族化途径与家族投资偏好^{*}

陈德球, 钟昀珈

(对外经济贸易大学 国际财务与会计研究中心, 北京 100029)

摘要:文章以家族企业投资决策为研究对象, 考察了转轨与新兴双重特征下家族控制影响企业投资决策的机理。研究发现, 家族控制人的风险规避偏好在投资决策中占主导, 家族企业的长期投资规模小于非家族企业, 其偏好于实体资本投资而限制高风险的 R&D 投资活动; 家族风险规避偏好的短期投资行为在通过并购重组实现家族控制和职业经理人担任 CEO 的家族企业中更为显著; 较高的制度效率可以减少家族控制人的风险规避动机, 促进企业投资活动增加。

关键词:制度效率; 家族偏好; 资本支出

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)12-0107-11

一、引言

家族企业是各国普遍存在的企业组织形式, 许多研究认为家族企业在世界各国的主要经济活动中占主导地位, 并且在公司行为、结构特征和绩效方面与其他企业存在显著差别(Morck 等, 2005)。家族企业的利益冲突主要来自于家族所有者与其他小股东之间的利益差距(Anderson 等, 2010)。在这种情况下, 家族控制人可能根据自身或家族的需要影响公司决策和公司及股东价值(Shleifer 和 Vishny, 1986)。已有文献对家族企业与其他企业的差异及家族企业自身决策和治理结构等进行了深入探讨, 而对其资源配置特征及其与其他企业的差异则缺少相关研究。

本文主要考察资本支出和 R&D 支出两种投资决策。家族控制对投资决策的影响有风险规避和长期投资承诺两种假说。在风险规避假说下, 由于家族控制人将其大部分财富都集中在所控制的公司中而无法通过分散投资规避风险, 家族企业只能通过审慎的投资选择降低风险, 从而表现为减少资本投资

收稿日期: 2011-09-13

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71102076); 教育部人文社会科学研究青年基金项目(10YJC630019, 10YJC630070); 教育部人文社会科学研究规划基金项目(11YJA630085)

作者简介:陈德球(1981—), 男, 安徽安庆人, 对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心研究员, 博士; 钟昀珈(1985—), 女, 浙江金华人, 对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心研究助理。

特别是风险较高的研发投资;而在长期投资承诺假说下,家族所有者将其经营的企业看作是长期的事业,所以家族控制人的决策眼光长远,强调支出要着眼于长期收益,从而表现为增加资本投资特别是研发支出。因此,本文在风险规避和长期投资承诺两种竞争性假说下考察转型经济中中国家族企业的投资决策。

本文的主要贡献在于拓展和深化了家族化治理特征如何影响公司投资决策的研究。已有研究仅分析了创业型家族企业的投资决策和公司业绩(Fahlenbrach, 2009),而且更多地聚焦于创始人担任CEO的情景分析。本文则结合中国家族上市公司的实际特征,从创业型和非创业型家族企业及CEO分别由家族创始人、家族继承人和职业经理人担任等多个维度考察了两种竞争性假说的解释力,提供了来自新兴市场的经验证据。

二、理论分析与研究假说

(一)家族投资偏好与投资决策

1. 家族风险规避假说。家族财富通常依赖于其所控制公司的生存和业绩,家族控制人由此承担了较大的公司特有风险(Anderson 和 Reeb, 2003)。因此,与非家族企业相比,家族企业所有者有较强的降低公司风险的动机。对于企业投资而言,长期投资项目因不确定性相对较大而往往会减少,特别是当股权相对集中时,家族控制人对长期投资会更加谨慎和稳健。公司长期投资一般由R&D支出和资本支出两部分组成。资本支出主要投资于现有的产品或项目中,具有相对稳定的经济利益;而R&D支出则投资于一些新的技术、产品或服务中,具有不确定的结果(Chan等, 2001)。此外,与资本支出相比,R&D支出还面临较高的人力资本风险,如关键研发人员离任等。Kothari等(2002)同样发现,R&D支出通常比资本支出具有较大的不确定性和异质性风险。因此,我们预期为了降低公司风险,相对于资本支出,家族企业的R&D支出会更少。

中国家族企业规避公司特有风险的动机更为强烈。我国家族企业在发展过程中受到很多制约,特别在融资方面,无论资本市场还是国有银行都优先倾向于国有企业。在面临外部融资约束的条件下,家族企业的发展更多地依靠其内部资金积累,而缺乏分散风险进行多元化投资所需资金。融资渠道受限使得其对资金的使用非常谨慎,而且由于我国市场发展尚不完善、法制保护较弱,家族控制人的投资决策还面临来自制度不健全的外部风险,从而其稳健性投资动机更为强烈。而国有企业充裕的资金使得其投资决策远没有家族企业那样谨慎,这一方面是因为国有企业经理人的个人财富与企业价值不如家族企业那样紧密联系,其考核更多的是看企业的扩张程度;另一方面,地方政府也极力促使国有企业进行大量投资来促进地方经济发展(Fan等, 2007)。综上分析,与非家族企业相比,家族企业在投资决策上会更加保守。因此,我们

提出家族企业投资的风险规避假说:

假说 1.1:家族企业的长期投资比非家族企业少,在投资构成上,家族企业会在相对稳健的资本支出中投入较多而在风险较大的 R&D 支出中则投入较少。

2. 家族长期投资承诺假说。由于家族财富与公司的合一性,为了家族的发展,家族控制人希望将家族财富不断传承下去,使得每一代家族成员都能从中受益。因此,家族所有者对企业长期持续的承诺潜在地拓宽了其长期投资视野(Chen 等,2008)。对非家族企业来说,其投资决策大多由职业经理人做出,职业经理人通常并不具有家族控制人那样的长远视野而仅关注于短期业绩(Holmstrom,1999),甚至有意选择短期项目(Porterba 和 Summers,1995)或操纵短期盈余来最大化个人薪酬(Healy,1985)。长期投资承诺假说表明家族所有权会显著影响公司 R&D 支出和资本支出。DelMonte 和 Papagni (2003)认为,R&D 支出能够提供长期利益且这些利益能够超过资本支出,这说明家族企业可以通过从事研发活动保护公司的长期福利。此外,作为一个强有力的监督者,家族控股股东具有长期投资视野,能够通过公司管理者减少短期视野的投资活动。当然,R&D 支出未来经济效果的不确定性会造成公司股价的错误定价,这会使短期投资者阻止这类支出(Aboody 和 Lev,2000)。但家族控股股东会潜在地容忍短期的错误定价,从而避免短期的投资活动。因此,相对于风险规避假说,长期投资承诺假说认为家族企业比非家族企业会承诺将更多的资源投入到研发活动中。

对我国家族企业来说,每个企业家在企业创办之初都抱着兴办“百年老店”的愿景。传统的“家文化”使得家族控制人尽可能地将家族财富不断传承并泽及子孙。在这种传统商业文化的影响下,家族企业具有长远投资视野,其着眼于投资是否能够带来长期收益而不局限于短期收益。在非家族企业中,公司高管更关心自身的薪酬和升迁,从而会忽视企业的长远发展。因此,我们提出家族企业投资的长期投资承诺假说:

假说 1.2:家族企业的长期投资比非家族企业多,在投资构成上,家族企业会在 R&D 支出中投入较多而在资本支出中则投入较少。

(二)制度效率、家族控制与投资决策

20 世纪 70 年代后期进行的分权化改革导致我国地区之间制度的差异化程度日益提高,制度效率存在显著差异。樊纲和王小鲁(2006)在中国不同省份的制度环境调查中也得出了同样的结论。不同的制度安排将导致不同的市场交易成本(North 和 Thomas,1973)。制度对企业行为的影响在中国这样的转型经济国家更容易被观测,其原因在于转轨经济国家面临的外部不确定性更大,企业必须时刻关注制度变迁过程中自身面临的发展机遇及地方政府提供的产权保护和投资机会。制度效率所提供的产权保护水平会影响家族企业的投资偏好,较高的制度效率能够促进要素市场发展,加速市场化进程,提供

较好的投资者保护,降低地区之间的交易成本和企业对外部不确定性环境的敏感度。因此,当风险规避假说在家族企业投资中占主导时,较高的制度效率会降低家族企业对外部不确定性环境的敏感度,促使其进行投资;而当长期投资承诺假说占主导时,较高的制度效率则能够进一步促进家族企业增加总投资和 R&D 支出。因此,我们提出以下研究假说:

假说 2.1:当家族风险规避假说占主导时,相对于非家族企业,家族企业原本较少的长期投资和 R&D 支出在制度效率较高的地区会增加。

假说 2.2:当家族长期投资承诺假说占主导时,相对于非家族企业,家族企业原本较多的长期投资和 R&D 支出在制度效率较高的地区会进一步增加。

(三)家族化途径、家族控制与投资决策

中国企业家族化主要有两种途径:一种是企业由个人或家族创办,本身就是家族企业,我们将其定义为创业型家族企业(Founder Family Firm);另一种是企业通过并购重组、MBO 等方式实现了家族控制,我们将其定义为非创业型家族企业(Non-Founder Family Firm)。对于创业型家族企业而言,家族实际控制人更多地将企业看作自己的生命和终身成就,从而关注企业的长远发展而不仅仅是短期利益;而对于非创业型家族企业而言,其实际控制人则可能更多地是想获取私人收益而聚焦于短期利益。因此,当风险规避假说在家族企业投资中占主导时,相对于非创业型家族企业,创业型家族企业会更加关注公司资产的安全性,从而减少公司的总投资和 R&D 支出;而当长期投资承诺假说占主导时,相对于非创业型家族企业,创业型家族企业会进一步增加总投资和 R&D 支出。因此,我们提出以下研究假说:

假说 3.1:当家族风险规避假说占主导时,相对于非创业型家族企业,创业型家族企业会减少长期投资和 R&D 支出。

假说 3.2:当家族长期投资承诺假说占主导时,相对于非创业型家族企业,创业型家族企业会进一步增加长期投资和 R&D 支出。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2005—2007 年上市公司为研究样本,并剔除金融业、公共事业、ST、PT 以及数据缺失的公司,最终得到 1 326 家样本公司的 3 785 个观测值。本文对我国家族上市公司的确定标准为(苏启林和朱文,2003;贺小刚和连燕玲,2009):(1)最终控制人能够追踪到自然人或家族;(2)最终控制人必须是其直接或间接持股上市公司的第一大股东。我们进一步将家族上市公司分为 CEO 分别由创始人(实际控制人)、继承人和职业经理人担任三种类型,而且还根据企业家族化途径将其分为创业型家族企业 and 非创业型家族企业。样本分布情况见表 1。公司 R&D 支出和家族控制特征数据从年报中人工收集整理

理得到,其他财务和治理数据来自 CSMAR 数据库。

表 1 样本分布情况

	样本观测值		样本公司	
	数量	占比(%)	数量	占比(%)
非家族企业	2 606	68.85	893	67.35
家族企业	1 179	31.15	433	32.65
家族 CEO	377	31.98	109	25.17
创始人担任 CEO	221	58.62	61	55.96
继承人担任 CEO	156	41.38	48	44.04
职业经理人 CEO	802	68.02	324	74.83
创业型家族企业	443	37.57	157	36.26
非创业型家族企业	736	62.43	276	63.74

(二)主要变量定义

1. 被解释变量。公司总投资(Total Investment)变量采用公司 t 期研发支出(R&D)与资本支出(CapExp)之和除以 t 期期初总资产来表示。对于 R&D 支出变量,我们参考罗婷等(2009)的做法,从上市公司公开披露的年报中获取研发支出总额数据,以其占公司总投资的比例来表示。CapExp 变量采用资本支出占公司总投资的比例来表示,资本支出为当期购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金。

2. 解释变量。Fam 为家族企业虚拟变量,对家族企业的定义我们借鉴了苏启林和朱文(2003)及贺小刚和连燕玲(2009)的做法。Famown 为家族所有权变量,用家族直接持有上市公司的股权比例来表示。Founder-CEO、Descendant-CEO 和 Professional-CEO 分别为家族上市公司 CEO 由实际控制人(创始人)、继承人(其他家族成员)和职业经理人担任的虚拟变量。Private 为企业家族化途径虚拟变量。对于创业型家族企业,Private 取值为 1;对于非创业型家族企业,Private 取值为 0。对于制度效率,我们选取樊纲等(2009)的中国市场化指数,该指数被国内学者广泛用于度量地区市场化进程(夏立军等,2005)。如果公司所在省份市场化指数高于中位数,那么制度效率虚拟变量 Instieffi 取值为 1;反之,Instieffi 取值为 0。

3. 控制变量。为了控制影响公司投资决策的其他潜在因素,本文借鉴 Blundell 等(1999)和 Anderson 等(2010),引入了公司规模(Size,总资产自然对数)、财务杠杆(Lev,总负债与总资产之比)、上一期业绩(ROA)、内部资金流动性(Cash,现金及现金等价物与总资产之比)以及公司年龄(Lnfirmage)等变量。此外,我们还设置了行业虚拟变量(Industry)和年份虚拟变量(Year),以控制行业特征和宏观经济因素对企业投资行为的影响。我们以中国证监会 2001 年颁布的中国上市公司行业分类标准为依据划分行业,对于制造行业以前两位数字进行行业细分。

(三)检验模型

模型 1(家族控制与公司投资):

$$\begin{aligned} \text{TotalInvestments/R\&D} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Fam/Famown} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Lev} \\ & + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{Cash} + \alpha_6 \text{Lnfirmage} \\ & + \sum \gamma_j \text{Industry}^j + \sum \delta_k \text{Year}^k + \epsilon \end{aligned}$$

模型 2(制度效率/家族化途径、家族控制与公司投资):

$$\begin{aligned} \text{TotalInvestments/R\&D} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Fam/Famown} + \alpha_2 \text{Instieffi/Private} \\ & + \alpha_3 \text{Fam/Famown} \times \text{Instieffi/Private} \\ & + \sum \gamma_j \text{ControlVariable}^j + \epsilon \end{aligned}$$

四、检验结果与分析

(一)家族控制及其类型与公司投资

家族控制与公司投资的估计结果见表 2。从中容易发现,不管是家族企业虚拟变量(Fam)还是家族所有权变量(Famown)都与 Total Investment 显著负相关,这说明相对于非家族企业,家族企业在长期投资中投入了较少的资金。因此,相对于长期投资承诺假说,风险规避假说在中国家族上市公司中占主导。从风险规避的角度出发,如果家族拥有较高比例的公司股权,那么他们会有较强的动机和影响力去减少公司投资以降低公司专有风险,从而家族企业比非家族企业会投入较少的资金到长期投资活动中。

表 2 家族控制与公司投资

	Total Investment		R&D	
Fam	-0.084*** (-2.78)		-0.047*** (-2.63)	
Famown		-0.025*** (-4.19)		-0.012** (-2.42)
Size	0.092*** (11.31)	0.097*** (11.87)	0.012** (2.06)	0.013** (2.16)
Lev	-0.026** (-2.24)	-0.023** (-2.11)	-0.029** (-2.55)	-0.026** (-2.48)
ROA	0.111*** (10.62)	0.115*** (11.09)	0.020*** (3.01)	0.021*** (3.13)
Cash	-0.228*** (-2.77)	-0.244*** (-2.99)	-0.046*** (-3.09)	-0.045*** (-3.10)
Lnfirmage	-0.020*** (-6.93)	-0.023*** (-7.60)	-0.038*** (-2.92)	-0.043*** (-2.63)
Intercept	-0.104*** (-5.50)	-0.101*** (-5.42)	-0.242*** (-2.66)	-0.287*** (-2.64)
Industry 和 Year	Control	Control	Control	Control
观测值	3 785	1 179	3 785	1 179
Adj. R2	0.203	0.206	0.187	0.189

注:(1)括号内为 t 值,而且经过 white(1980)异方差稳健性修正和 Cluster 调整;(2)为了消除极端值的影响,我们对主要连续变量按 1%进行了 winsorize 处理;(3)***、** 和 * 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。下同。

公司总投资(Total Investment)由 R&D 支出和资本支出(CapExp)两部分组成,现有研究认为 R&D 支出会让公司承受比资本支出更大的异质性风险(Aboody 和 Lev,2000)。因此,为了降低公司专有风险,相对于非家族企业,家族企业会投入较少的资金到 R&D 活动中。然而,作为长期投资者,家族控股股东也会有较强的动机从事 R&D 活动以确保公司的长期利益。为了经验上对此进行验证,我们以 R&D 支出占公司总投资的比例作为 R&D 度量指标,考察家族企业的研发投入情况。由于 R&D 观测值存在缺失,根据以往研究,我们假设 R&D 值缺失代表公司没有从事研发活动,将其设置为 0(Aboody 和 Lev,2000),并采用 Tobit 回归进行分析。从表 2 中可以发现,Fam 和 Famown 都与 R&D 支出比例显著负相关,这说明相对于非家族企业,家族企业的 R&D 支出较少。

家族可能通过积极参与公司管理层影响公司投资决策,为此,我们根据 CEO 类型将家族企业分为 Founder-CEO、Successor-CEO 和 Professional-CEO 三类,估计结果见表 3。从第(1)―(3)列可以发现,Founder-CEO 与总投资显著正相关,而 Successor-CEO 和 Professional-CEO 与总投资则显著负相关;从第(5)―(7)列可以发现,Founder-CEO 与 R&D 显著正相关,Successor-CEO 虽与 R&D 正相关但未通过显著性检验,而 Professional-CEO 与 R&D 则显著负相关。这表明家族企业不同类型的 CEO 具有不同的风险偏好和投资动机:创始人 CEO 可能将企业看作其生命的成就,这种内在激励会鼓励其追求公司利益最大化而不仅仅聚焦于短期行为;继承人 CEO 往往局限于自身的能力和对家族事业的追求,与创始人 CEO 有着不同的风险偏好(Fahlenbrach,2009);而职业经理人则更多的考虑其当期职业声誉,面对未来的不确定性,他们仅仅追求短期的投资收益而非长期的价值。

我们进一步以非家族控制作为参照,将 Founder-CEO、Successor-CEO 和 Professional-CEO 三个虚拟变量同时引入回归方程,考察家族控制类型对企业投资的影响。估计结果见表 3 第(4)列和第(8)列。我们发现,Founder-CEO 与 Total Investment 和 R&D 显著正相关,Professional-CEO 与 Total Investment 和 R&D 显著负相关,而 Successor-CEO 的系数则没有通过显著性检验。这说明在家族企业中,创始人 CEO 会显著提高公司投资水平,鼓励公司长远发展,从而长期投资承诺假说占主导;而职业经理人则更多的聚焦于公司短期利益,从而风险规避假说占主导。

(二) 制度效率、家族控制与公司投资

表 4 报告了制度效率对家族控制与公司投资行为调节效应的估计结果。从中容易发现,无论是总投资还是 R&D 支出,Fam×Instieffi 和 Famown×Instieffi 的系数都显著为正。这表明公司所在地区较高的制度效率会降低家族所有者对外部不确定性环境的敏感性,降低投资风险,保护投资回报,从而

表 3 家族控制类型与公司投资

	Total Investment				R&D			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Founder-CEO	0.021 *** (2.71)			0.013 * (1.86)	0.016 *** (3.16)			0.009 * (1.91)
Successor-CEO		-0.009 * (-1.81)		0.015 (1.39)		0.015 (1.39)		0.015 (1.39)
Professional-CEO			-0.012 *** (-2.69)	-0.008 ** (-1.99)			-0.018 ** (-2.49)	-0.010 ** (-2.13)
控制变量	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
观测值	1 179	1 179	1 179	3 785	1 179	1 179	1 179	3 785
Adj. R2	0.203	0.206	0.205	0.208	0.187	0.189	0.186	0.184

减少公司的风险规避动机。因此,在制度效率较高的地区,家族企业会提高公司总投资和 R&D 支出。上述结果说明,由于地方市场化程度的提高和投资环境的改善,在制度效率较高的地区,家族企业的风险规避机会减少而长期经营动机会增强。这也在一定程度上解释了为什么在转型经济中的中国,企业家族化倾向在制度环境较好的地区更为显著(Amit 等,2009)。

表 4 制度效率、家族控制与公司投资

	Total Investment		R&D	
Fam	-0.017 ** (-2.22)		-0.019 * (-1.86)	
Famown		-0.015 ** (-2.19)		-0.016 ** (-1.99)
Fam×Instieffi	0.027 ** (2.23)		0.021 ** (2.14)	
Famown×Instieffi		0.021 ** (2.37)		0.024 ** (2.03)
Instieffi	0.019 * (1.88)	0.018 * (1.91)	0.009 * (1.78)	0.010 * (1.83)
控制变量	Control	Control	Control	Control
观测值	3 785	1 179	3 785	1 179
Adj. R2	0.211	0.211	0.183	0.183

(三)家族化途径、家族所有权与公司投资

中国企业家族化主要有直接和间接两种途径,从而形成了创业型家族企业 and 非创业型家族企业。在这两类家族企业中,家族控制人的投资偏好可能存在差异。为此,我们构建了企业家族化途径虚拟变量(Private)与家族所有权(Famown)的交互项,以考察企业家族化途径对家族所有权与公司投资之间关系的调节效应。估计结果见表 5。从中可以发现,无论是总投资还是 R&D 支出,Famown×Private 的系数都显著为正,这说明相对于非创业型家族企业,创业型家族企业投入了较多的长期投资和 R&D 支出。由此可见,对于创业型家族企业,其实际控制人关注企业的长远发展而不仅仅是短期利益;而对于非创业型家族企业,其实际控制人则更多地聚焦于短期利益。

表 5 家族化途径、家族所有权与公司投资

	Total Investment	R&D
Famown	-0.016* (-1.75)	-0.033*** (-2.72)
Famown×Private	0.061*** (2.88)	0.087** (2.46)
Private	0.011** (2.28)	0.033** (2.52)
控制变量	Control	Control
观测值	1 179	1 179
Adj. R2	0.219	0.176

(四)稳健性检验

家族所有权可能是公司投资决策的函数。在风险规避假说下,如果公司的投资活动存在较高风险,如 R&D 支出的比例较高,那么家族可能不愿继续持有公司股权;而在长期投资承诺假说下,当公司的投资活动长期有效时,家族则倾向于保持对企业的控制。因此,家族所有权与投资决策之间可能存在内生性问题。为此,我们需要寻找一个工具变量,采用两阶段最小二乘法来重新估计公司投资与家族所有权之间的关系。该变量应与家族所有权高度相关,但与公司投资不相关。根据 Amit 等(2009)和周黎安等(2009),本文选取公司所在地区非国有经济就业人数占该地区就业总人数的比例(Private Employee)作为工具变量。该变量与家族所有权显著相关,但与公司投资水平不相关(Private Employee 与 Famown 的相关系数为 0.5154,p 值为 0.0013;而 Private Employee 与 Total Investment 的相关系数为 0.0863,p 值为 0.1644)。该变量数据来源于各省统计年鉴。需要特别强调的是,该变量不一定是最佳的选择,可能存在其他更合适的工具变量,这有待于我们在今后的研究中不断发掘。从估计结果中我们发现,在控制了内生性问题后,家族企业仍比非家族企业在公司投资活动中投入了较少的资金。因此,风险规避假说在中国家族上市公司中占主导的结论是稳健的(限于篇幅,稳健性检验结果未列示,如有需要,可向作者索取)。

五、结论与政策含义

本文基于家族控制的风险规避和长期投资承诺两种偏好假说,以 2005—2007 年上市公司为样本,实证分析了家族控股股东影响企业投资决策的机理。研究发现,家族企业的长期投资水平低于非家族企业,其偏好于资本支出而限制高风险的 R&D 活动,而且这种短期投资行为偏好非创业型家族企业和职业经理人担任 CEO 的家族上市公司中更为显著。进一步研究发现,在制度效率较高的地区,由于投资机会较多且投资回报能够得到有效保护,家族企业愿意投入更多的资源,尤其是 R&D 支出。

本研究的政策意义在于,由于外部制度效率和公司专有风险等因素导致家族企业的投资行为更多地关注于短期利益,企业的创新动力不足。因此,家族企业应改变传统企业的成长思维,通过完善内部治理机制,激励科研人员的创造性活动和职业经理人的经营活动,并通过内部治理和外部市场的双重约束,实现职业经理人与家族企业可持续的和谐成长,提高投资效率。同时,政府应为家族企业的长期投资承诺提供更好的政策环境和法制环境,优化地区执法,保证企业长期投资效率。内部治理水平和外部制度效率的提高能够降低公司的投资风险,保护家族股东的投资回报,鼓励家族企业的研发创新活动,这对于民营家族企业的成长和国家的经济发展具有重要意义。

* 本文还得到对外经济贸易大学学术创新团队资助项目和211工程三期建设项目(7320032)的资助。感谢匿名审稿人的建设性意见,使本文更加充实,当然文责自负。

参考文献:

- [1]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [2]贺小刚,连燕玲.家族权威与企业价值:基于家族上市公司的实证研究[J].经济研究,2009,(4):90—102.
- [3]罗婷,朱青,李丹.解析R&D投入和公司价值之间的关系[J].金融研究,2009,(6):100—110.
- [4]苏启林,朱文.上市公司家族控制与企业价值[J].经济研究,2003,(8):36—45.
- [5]王明琳,周生春.控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值[J].管理世界,2006,(8):83—103.
- [6]夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究,2005,(5):40—51.
- [7]Aboody D, Lev B. Information asymmetry, R&D, and insider gains[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 2747—2766.
- [8]Amit R, Ding Y, Villalonga B, et al. The role of institutional development in the prevalence and value of family firms[R]. Working Paper, 2009.
- [9]Anderson R, Reeb D. Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage[J]. Journal of Law and Economics, 2003, 46: 653—684.
- [10]Chan L K C, Lakonishok J, Sougiannis T. The stock market valuation of research and development expenditures[J]. Journal of Finance, 2001, 56: 2431—2456.
- [11]Chen S, Chen X, Cheng Q. Do Family firms provide more or less voluntary disclosure? [J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46: 499—536.
- [12]Fahlenbrach R. Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44: 439—466.
- [13]Villalonga B, Amit R. How do family ownership, control, and management affect firm value? [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80: 385—417.

[14]Villalonga B, Amit R. Family control of firms and industries[J]. Financial Management, 2010, 39: 863—904.

Institutional Efficiency, Family-based Routes and Family Investment Preference

CHEN De-qiu, ZHONG Yun-jia

*(Center for Finance and Accounting Research, University of
International Business and Economics, Beijing 100029, China)*

Abstract: This paper studies the effect of family control on corporate investment decision-making under the background of transitional and emerging economy from the angle of investment decision-making of family firms. It finds that family controller's preference for risk aversion dominates in the investment decision-making, and the long-term investment scales of family firms, which prefer physical capital investment and restrict R&D investment with high risk, are smaller than the ones of non-family firms; and the effect of family preference for risk aversion on the short-term investment behavior is more significant in family firms which are founded by mergers and acquisitions and whose CEOs are professional managers; high institutional efficiency can reduce family controller's motive for risk aversion and promote corporate investment.

Key words: institutional efficiency; family preference; capital expenditure
(责任编辑 康健)