

# 家族控制、制度环境与上市公司投资视野<sup>\*</sup>

李荣 陆淑婧 蔡地<sup>①</sup>

**【摘要】** 综合代理理论、资源基础理论和制度理论三种视角, 本文利用 2009-2012 年 1821 家中国上市公司数据, 分析和检验了家族控制对公司投资视野的影响, 以及这一影响是否因法律环境和金融环境的差异而发生改变。研究发现: (1) 同非家族控制的上市公司相比, 家族控制的上市公司整体上更加注重长期投资; (2) 家族控制和制度环境存在替代作用, 即当企业所处地区的金融环境和法律环境更加完善时, 家族控制的这一作用会有所减弱。进一步的分析表明, 不同类型家族控制上市公司在投资视野方面存在显著差异, 家族成员涉入管理会对投资视野产生正面作用, 而控制权加强机制的存在则会对投资视野产生负面影响。上述发现为我们理解中国上市公司的投资行为提供了重要启示。

**【关键词】** 家族控制 法律环境 金融环境 投资视野

## The Impact of Family Control in Firm's Investment Horizon

Li Rong Lu Shu-jing Cai Di

**Abstract:** Integrating agency theory, resource-based view and institutional-based view, and using a dataset consisting of 1821 Chinese listed firms over the period from 2009 to 2012, this paper investigates the impact of family control on firm's investment horizon, and how this impact depends on local institutional environments. The empirical results show that: (1) compared with non-family controlled firms, family controlled firms have longer investment horizon; (2) the positive effect of family control on investment horizon is weaker in regions with better legal and financial environments. Further analysis reveals that family member involvement in management has a positive effect on family firm's investment horizon, while the separation of ownership and control of the controlling family has a negative effect on family firm's investment horizon.

**Keyword:** Family Control Financial Environments Legal Environments Investment Horizon.

## 一、引言

“百年老店”或“基业长青”几乎是所有企业的共同追求和梦想, 而维持充分和合理的长期投资无疑是企业实现这一追求和梦想的必要前提。已有研究显示, 技术创新、员工培训以及社会责任等长期投资对于企业获取和维持长期竞争优势、实现健康成长和良性发展至关重要 (储德银和张同斌, 2013; 凌玲和卿涛, 2013; 龙文滨和宋献中, 2014)。然而, 现实中我国企业的投资行为却越发的表现出短期化和功利化特征。这方面一个突出的例子就是, 近年来许多上市公司越来越热衷于从事委托理财或贷款等短期投机行为。据上交所研究报告显示, 2011 年度沪市委托理财累计发生额在 10 亿-100 亿元之间的公司就达 21 家之多, 甚至有 2 家的发生额超过 100 亿元。上述行为固然可以帮助上市公司获取短期投资收益, 但也可能导致其进一步忽视或不愿从事长期投资, 进而导致其投资行为日趋短视, 资源配置更加扭曲,

---

**\*基金项目:** 国家自然科学基金青年项目“转型经济背景下我国家族企业的创新活动: 内部治理结构和外部制度环境的影响”(71302090)。

<sup>①</sup> [作者简介] 李荣, 女, 山东大学管理学院硕士研究生;  
陆淑婧, 女, 山东大学管理学院硕士研究生;  
蔡地, 男, 山东大学管理学院硕士生导师, 讲师。

从而无法实现长期、良性发展。需要进一步强调的是，上市公司作为我国企业的优秀代表，其行为具有较高的示范效应。长此以往，企业界的这种短期化和功利化倾向将严重阻碍我国的产业结构升级和经济增长方式转变。这一现象不禁令人担忧并驱使我们思考：究竟哪些因素影响我国上市公司的投资视野？换言之，何种因素决定了公司投资在短期和长期之间的资源配置？

已有研究显示，控制人性（陈凌和吴柄德，2014）、内控质量（李万福等，2011）、激励模式（吕长江和张海平，2011）、企业家社会资本（陈爽英等，2010）等因素均会对我国上市公司的投资行为产生重要影响。此外，所有权性质和结构这一因素一直为学者们所强调。例如，申慧慧等（2012）的研究发现，由于融资约束程度较轻，即使在不确定性较高的环境中，国有控股企业依然可能过度投资；陈德球等（2012）则发现超额控制权在为控制人提供私人收益的同时也会降低其对于资本市场信号的敏感性，进而偏离最优投资决策。

尽管上述研究为我们理解我国上市公司投资行为提供了丰富的洞见，但仍存在以下不足：（1）在分析上市公司投资行为时，已有研究主要关注上市公司投资行为在静态时点上的资源投入失衡问题（具体表现为投资不足或者过度投资）（申慧慧等，2012），而很少关注上市公司投资行为在短期和长期之间的资源配置问题（即本文所称的投资视野）；（2）在分析所有权性质和结构对上市公司投资行为的影响时，更多的是研究股权集中度、股权制衡等结构性因素（陈德球等，2012；窦炜等，2011）而较少分析实际控制人类别的影响，而不同类型的实际控制人在资源禀赋、风险偏好以及经营目标等方面均存在很大的差异，这无疑会影响到上市公司投资行为。这里需要具体指出的是，家族控制的上市公司占我国上市公司的比例已经超过了三分之一（中小板和创业板比例更是高达 80%），但现有研究却很少关注家族控制对上市公司投资行为的影响；（3）已有研究没有分析上市公司所处制度环境对其投资视野的影响这一问题，而制度环境一方面会直接影响的上市公司投资行为（杨华军和胡奕明，2007），另一方面也会影响所有权因素和上市公司投资行为之间的关系（陈凌和吴柄德，2014）。

结合上述现实背景和研究不足，本文将对家族控制、制度环境以及二者的交互作用如何影响我国上市公司的投资视野这一问题进行深入研究。具体的，我们将重点分析和回答如下两个问题：（1）家族控制如何影响我国上市公司的投资视野；（2）制度环境如何影响我国上市公司的投资视野。另外，考虑到家族控制的上市公司本身存在较高的异质性，我们还将进一步分析不同类型的家族控制上市公司在投资视野方面是否存在差异。为了回答上述问题，我们收集了 1821 家 A 股上市公司 2009-2012 年间的数据库进行了实证分析。

## 二、理论分析与研究假设

### （一）家族控制对上市公司投资视野的影响

如何配置短期和长期投资，即决定投资视野，是公司最为重要的战略决策之一。基于代理理论视角的研究认为，股东与经理人之间的代理冲突是影响公司投资行为的重要因素（李春红等，2014）；而基于资源基础理论视角的研究则认为，公司的投资行为在很大程度上要取决于其所拥有或掌握的内外资源（潘越等，2009）。已有研究显示，与非家族控制的上市公司相比，家族控制的上市公司在代理冲突和资源禀赋两个方面均存在着较大差异（Carnes & Ireland, 2013）。因此，接下来我们将综合代理理论和资源基础理论两种视角分

析家族控制对上市公司投资视野的影响。

代理理论认为,上市公司的代理冲突主要源于所有权和控制权的分离以及股东与职业经理人之间的信息不对称和目标不一致(Jensen & Meckling, 1976)。一方面,拥有所有权的股东往往并不参与公司的日常运营,公司的实际控制权通常掌握在具有专业技能的职业经理人手中,即存在所有权和控制权分离现象;另一方面,与股东追求公司长期价值最大化不同,职业经理人更加注重自身的职位安全和薪酬福利(白建军和李秉祥, 2012),而其职位安全和薪酬福利往往取决于公司的短期业绩和股价表现。这就决定了具有信息优势和掌握了实际控制权的职业经理人会尽可能多的选择短期投资项目以实现自身利益最大化,产生所谓的经理层短视现象(郝艳和李秉祥, 2011)。上述问题在股权分散的上市公司和国有上市公司表现的更为明显。这是因为,股权分散的上市公司股东之间存在严重的存在“搭便车”现象(Jensen & Meckling, 1976),而国有上市公司则存在所有者缺位问题(吴延兵, 2012),这两类公司更缺乏对职业经理人的有效监督,从而使得更有可能利用信息和控制权优势通过短期机会主义行为谋取自身利益。对家族控制的上市公司而言,这一问题则有可能得到有效缓解。首先最为重要的,在经营目标方面,相比财务业绩和股价表现等短期经济目标,家族股东更注重实现公司的家族声誉和代际传承(Zellweger et al., 2011)等长远目标,这有利于缓解经理人面临的业绩考核压力(Kappes&Schmid, 2013),使得他们更有动机进行长期投资以实现公司的长远发展(宋丽红和李新春, 2013)。其次,家族控制的上市公司股权相对集中且大多由家族成员创立、负责或参与管理,这意味着所有权和控制权分离程度以及信息不对称等问题相对较轻(Gomez-Mejia et al., 2001)。一方面,股权集中使得家族股东更有动机监督职业经理人(Ang et al., 2000);另一方面,家族成员参与管理有助于降低控制家族与经理层之间的信息不对称(Breton-Miller & Miller, 2006)。上述因素使得家族控制的上市公司在抑制职业经理人的短期机会主义行为方面更有优势,更有可能做到短期投资和长期投资的有效平衡。基于上述分析可以发现,基于代理理论视角,家族控制的上市公司可能更加注重长期投资。

除了克服代理冲突方面的优势外,家族控制的上市公司还有可能因其资源优势进行更多的长期投资。根据资源基础理论,企业战略需得到相应资源的匹配才能顺利实施(Grant, 1991)。作为企业战略的一方面,投资视野的长短也取决于其可资利用的资源。已有研究表明,与非家族企业相比,家族企业往往能与其内、外部利益相关者保持长期、稳定的合作关系,从而形成更高的社会资本(Arregle et al., 2007),这为企业进行长期投资提供了重要的资源基础。具体而言,从内部角度看,家族企业雇员的在职期限往往更长,雇员之间的价值观与知识共享水平更高(Cassia et al., 2011),这都可以增益技术创新等长期投资能力(Zahra et al., 2007);从外部角度看,家族企业往往与消费者与供应商(Carney, 2005)、当地社区(Niehme et al., 2008)等外部利益相关者保持良好关系,使得公司可以从外部获得稳定的融资和高契合度的人力资源,进而增强公司进行长期投资的资源基础。由此基于资源基础理论视角,我们也可以推断,家族控制的上市公司可能因其资源优势更愿意进行长期投资。

综合代理理论和资源基础理论两种视角的分析,我们提出以下假设:

H<sub>1</sub>: 同非家族控制的上市公司相比,家族控制的上市公司投资视野更长。

## (二) 外部制度环境的作用

基于制度理论视角的研究认为,家族控制是外部正式制度环境不完善时的一种替代机制,

因而其对公司行为或绩效的影响在很大程度上取决于公司所面临的外部制度环境（Luo & Chung, 2005）。已有研究显示，当外部制度环境不完善时，家族控制的优势更为明显，而当外部制度环境更为完善时，家族控制的优势将逐步降低甚至变为劣势（Liu et al., 2012）。因此，有必要进一步分析家族控制对上市公司投资视野的影响是否受到外部制度环境的影响。经过三十多年的改革开放，由于制度安排、历史演进和地理位置等原因，我国各地区的外部制度环境形成了很大的差异。这为我们检验制度环境如何影响家族控制和投资视野之间的关系提供了极大的方便。考虑到（1）法律环境可以有效的反映投资者保护水平，即影响股东与职业经理人、以及不同股东之间的代理冲突（罗正英等，2014）；（2）金融环境可以有效的反映公司获取融资的难易程度，而资金无疑是企业进行长期投资最为重要的资源（阳佳余和赖明勇，2007），本文中我们主要关注法律环境和金融环境两个制度因素的影响。

我们认为，当法律制度环境和金融环境更加不完善时，家族控制对上市公司投资视野的正面影响可能更强。换言之，当法律制度环境和金融环境更加完善时，家族控制对上市公司投资视野的正面影响会降低。下面，我们先分析法律制度环境的影响，再分析金融环境的影响。

### 1. 外部法律环境的影响

法律环境在很大程度上反映了投资者保护水平和产权保护水平，一方面会影响股东与职业经理人、以及不同股东之间的代理冲突（La Porta et al., 1998），另一方面也会影响企业能够从长期投资获取更好的收益。已有研究表明，越是在法律制度环境差的地区，家族控制的上市公司越是普遍，且股权更为集中（Liu et al., 2012）。这是因为，当法律制度环境较差时，由于缺乏司法体系的有效保障，不同股东之间难以达成合作（雷丁，1993），职业经理人的机会主义行为也可能更为严重，家族股东更加难以信任外部股东及没有血缘关系的外部职业经理人，因而家族成员之间信任重要性得以凸显。在家族控制的上市公司内部，家族利他主义（Schulze et al., 2003）与家族拓展机制（储小平和李怀祖，2003）的共同作用使得企业拥有“泛家族主义”的可靠社会网络（胡国栋，2014）。在该网络中，家族可以通过其私人信任增强股东-经理人间互信与情感基础（何轩等，2008），降低代理冲突，进而有利于促进企业进行更多的长期投资。另外，从产权保护角度看，由于企业技术创新等长期投资活动往往需要内、外部知识共享（Liao et al., 2007），当司法体系难以提供足够的知识产权保护，企业在长期投资中会面临较高的知识泄露风险，导致其长期投资意愿降低。而在家族企业，家族利他主义与社会网络建设使其内、外部知识共享更加安全（Zahra et al., 2007），这无疑会增加家族企业知识共享的数量和频率，进而促进其技术创新等长期投资活动。综合以上分析，可以发现，当外部法律环境更加不完善时，家族控制对投资视野的正面作用会更强，而当外部法律环境更加完善时，家族控制对投资视野的正面作用会逐步减弱。基于此，我们提出以下假设：

**H<sub>2</sub>：**当外部法律环境更加完善时，家族控制对投资视野的正面作用会减弱。

### 2. 外部金融环境的影响

资金无疑是企业进行长期投资最为重要的资源，金融环境在很大程度上决定企业通过外部融资获取资金的难易程度（沈红波等，2010）。在不健全金融环境中，市场与企业存在较严重的信息不对称问题，导致企业面临融资约束问题（屈文洲等，2011），这无疑会削弱长期投资的资源基础。因此，当外部金融环境不完善时，家族控制对企业投资视野的促进作用可能更加明显。一方面，家族企业可以依赖自身家族网络进行融资以应对外部融资约束；其次，如前所述，由于自身特点，家族企业能与其内、外部利益相关者保持长期、稳定的合作关系，

这也使得他们可以更好的利用商业信用等手段为长期投资进行融资；最后，家族企业较高的社会资本水平以及良好的声誉，也可以为增加信用，提高其通过银行、资本市场等途径获得外部融资的可能性，并有助于获取更长期限的融资。当然，随着外部金融环境的改善，家族控制的这一正面作用可能会逐渐减弱。基于以上分析，我们提出以下假设：

H<sub>3</sub>：当外部金融环境更加完善时，家族控制对投资视野的正面作用会减弱。

### 三、实证研究设计

#### （一）样本选择与数据来源

我们首先以 2009 年-2012 年沪、深两市所有 A 股上市公司作为本研究的初始样本，然后根据研究需要对样本进行了如下筛选：（1）考虑到行业的特殊性，删除了金融行业上市公司样本；（2）删除了被特殊处理的上市公司样本；（3）删除了存在缺失值的上市公司样本，最终获得了 1821 家上市公司 4 年共计 3293 个有效样本。样本的具体分布情况如表 1 所示。

另外，为了消除极端值对回归结果的影响，我们还对所有连续变量 1%以下和 99%以上的分位数进行了缩尾处理（winsorize）。本文所使用的财务数据主要来自 CSMAR 数据库，部分数据（如研发投入数据）由作者根据上市公司年报手工收集整理。

表 1 样本分布情况

	总样本	家族	非家族	家族公司样本比例
栏 A：按市场类型分布				
主板	822	598	224	27.25%
中小企业板	1,679	391	1,288	76.71%
创业板	792	97	695	87.75%
栏 B：按年度分布				
2009	256	72	184	71.88%
2010	507	119	388	76.53%
2011	719	131	588	81.78%
2012	1,811	764	1,047	57.81%
栏 C：按行业分布				
A	49	30	19	61.22%
B	67	23	44	34.33%
C	2,483	1,720	763	69.27%
D	30	5	25	16.67%
E	64	39	25	60.94%
F	24	8	16	33.33%
G	393	302	91	76.84%
H	40	24	16	60.00%
J	15	5	10	33.33%
K	77	56	21	72.73%
L	22	13	9	59.09%

M	29	8	21	27.59%
---	----	---	----	--------

注：行业代码 A-M 分别对应农林牧渔业（A）、采掘业（B）、制造业（C）、电力煤气及水的生产与供应业（D）、建筑业（E）、交通运输仓储业（F）、信息技术业（G）、批发与零售贸易业（H）、房地产业（J）、社会服务业（K）、传播与文化产业（L）、综合类（M）。

## （二）变量定义

### 1.被解释变量—投资视野

借鉴 Kappes and Schmid（2013）的做法，我们使用一个综合性的指标（*Investment Horizon*）来度量企业的投资视野。具体的做法如下：（1）按照年份和行业，将所有样本企业分别依次按研发销售比（等于研发投入与销售收入的比值）、资本性支出销售比（等于资本性支出与销售收入的比值）和固定资产期限（等于折旧与固定资产的比值）三个指标依升序排列，并等分为十个等级；（2）将每次排列排名最靠前（指标取值最低）的 10% 样本赋值 1，排名最靠后的 10% 样本赋值 10（指标取值最高），以此类推；（3）按照年份和行业，将每家样本企业在三个指标上的得分加总并除以 30。

### 2.解释变量

家族控制（*Family Firm*）。参考 Pindado et al（2011）和翁霄暉等（2014）等的做法，我们构建了虚拟变量 *Family Firm* 以衡量上市公司是否被家族所控制。具体而言，我们将实际控制人为家族或自然人、且控制权比例大于 10% 的样本视为家族控制的上市公司，并赋值 *Family Firm*=1，否则赋值 *Family Firm*=0。

外部法律环境（*Law*）和外部金融环境（*Finance*）。参考蔡地和万迪昉（2012）的做法，我们使用樊纲等（2012）所编制的《中国市场化指数—各地区市场化相对进程 2011 年报告》中的企业所处省份在法律环境（*Law*）和制度环境（*Finance*）两个方面的得分来度量企业所面临的外部法律环境（*Law*）和外部金融环境（*Finance*）。

### 3.控制变量

为了控制其他可能影响企业投资视野的因素，借鉴 Kappes and Schmid（2013）的研究，我们引入是否存在外部制衡股东（*Outside Blockholder*）、公司规模（*Firm Size*）、盈利能力（*Profitability*）、成长性（*Market-to-book*）、负债水平（*Leverage*）、有形资产（*Tangible Asset*）与公司年龄（*Firm Age*）等变量作为控制变量，并设置虚拟变量控制年份（*Year*）与行业（*Industry*）的影响。

表 2 详细说明了上述变量的度量方法。

表 2 变量定义与说明

变量名称	变量符号	变量度量方法
投资视野	<i>Investment Horizon</i>	Kappes and Schmid（2013）的指标构建方法，具体说明见正文
家族公司	<i>Family Firm</i>	虚拟变量，实际控制人为家族或自然人、且控制权比例大于 10% 的样本企业视为家族企业，赋值 1，否则赋值 0
外部法律环境	<i>Law</i>	企业所处省份在金融环境和法律环境方面的得分，具体来自樊纲（2012）所编制的《中国市场化指数—各地区市场化相对进程 2011 年报告》
外部金融环境	<i>Finance</i>	

外部制衡股东	<i>Outside Blockholder</i>	虚拟变量，存在持股比例超过 5%的非家族股东，则赋值 1，否则赋值 0
公司规模	<i>Firm Size</i>	等于企业总资产取自然对数
盈利能力	<i>Profitability</i>	等于息税前利润与总资产的比值
成长性	<i>Market-to-book</i>	等于公司市值与账面价值的比值
负债水平	<i>Leverage</i>	等于企业总负债与总资产的比值
有形资产	<i>Tangible Asset</i>	等于有形资产占总资产的比例
公司年龄	<i>Firm Age</i>	等于企业上市至今年数取自然对数
年份	<i>Year</i>	年份虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量

### （三）回归模型设定

为了检验家族控制对企业投资视野的影响，本文设定以下回归模型：

$$Investment\ Horizon_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Family\ Firm_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

进一步地，为了分析外部法律环境对家族控制与企业投资视野之间关系的影响，我们在模型（1）的基础上引入了 *Finance* 以及 *Family* 和 *Law* 的交互项：

$$Investment\ Horizon_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Family\ Firm_{i,t} + \beta_2 Law_{i,t} + \beta_3 Family\ Firm_{i,t} \times Law_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了分析外部金融环境对家族控制与企业投资视野之间关系的影响，我们在模型（1）的基础上引入了 *Finance* 以及 *Family* 和 *Finance* 的交互项：

$$Investment\ Horizon_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Family\ Firm_{i,t} + \beta_2 Finance_{i,t} + \beta_3 Family\ Firm_{i,t} \times Finance_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

## 四、实证结果分析

### （一）描述性统计

表 3 报告了主要变量的描述统计分析结果。表 4 则通过 T 检验（用于比较均值差异）和秩和检验（用于比较中位数差异）进一步比较了家族控制样本和非家族控制样本在主要变量上的差异。由表 4 可以看出：无论是均值还是中位数，家族控制样本的投资视野均要显著高于非家族控制的样本，这为假设 H<sub>1</sub> 提供了初步的证据。另外，家族控制样本和非家族控制样本在是否存在外部制衡股东（*Outside Blockholder*）、公司规模（*Firm Size*）、盈利能力（*Profitability*）、成长性（*Market-to-book*）、负债水平（*Leverage*）与公司年龄（*Firm Age*）等方面均存在显著差异，因此有必要进一步通过多元回归分析检验家族控制对企业投资视野的影响。

表 3 描述性统计分析结果

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Investment Horizon</i>	3293	0.545	0.533	0.171	0.100	1.000
<i>Family Firm</i>	3293	0.664	1.000	0.472	0.000	1.000
<i>Law</i>	3293	9.627	8.410	3.818	2.790	16.610
<i>Finance</i>	3293	9.561	10.070	1.545	4.180	12.010
<i>Outside Blockholder</i>	3293	0.750	1.000	0.433	0.000	1.000

<i>Firm Size</i>	3293	21.404	21.174	1.101	19.081	28.857
<i>Profitability</i>	3293	0.062	0.061	0.064	-1.078	1.207
<i>Market-to-book</i>	3293	0.517	0.488	0.244	0.067	1.705
<i>Leverage</i>	3293	0.307	0.303	0.060	0.243	0.373
<i>Tangible Asset</i>	3293	0.043	0.033	0.042	0.000	0.604
<i>Firm Age</i>	3293	12.540	12.000	4.774	0.000	32.000

表 4 家族控制样本和非家族控制样本的差异检验

变量	非家族(N=1086)		家族(N=2207)		差异检验	
	均值	中值	均值	中值	T 值	Z 值
<i>Investment Horizon</i>	0.510	0.500	0.562	0.567	-8.271***	-8.156***
<i>Finance</i>	9.023	8.920	9.825	10.070	-14.431***	-12.749***
<i>Law</i>	10.173	11.500	8.518	7.300	-11.945***	-12.300***
<i>Outside Blockholder</i>	0.577	1.000	0.836	1.000	-16.761***	-16.091***
<i>Firm Size</i>	21.983	21.740	21.118	21.002	22.803***	18.523***
<i>Profitability</i>	0.052	0.046	0.067	0.066	-6.270***	-9.937***
<i>Market-to-book</i>	0.604	0.578	0.475	0.456	14.757***	12.149***
<i>Leverage</i>	0.438	0.440	0.287	0.250	20.129***	17.923***
<i>Tangible Asset</i>	0.046	0.033	0.041	0.033	3.181***	-0.180
<i>Firm Age</i>	13.890	13.000	11.876	11.000	11.614***	11.681***

## (二) 回归结果分析

为了对假设进行进一步检验,我们还按照前述多元回归模型检验了家族控制对企业投资视野的影响以及这一影响受到企业所处地区外部法律环境和金融环境的影响。表 5 报告了具体的结果。由表 5 可以看出:第一,模型(1)显示,家族控制(*Family Firm*)对投资视野(*Investment Horizon*)存在显著正向影响( $\beta=0.022, P<0.01$ ),即在控制了其他可能影响企业投资视野的相关因素后,相比于非家族控制的上市公司,家族控制的上市公司投资视野仍然更长,从而很好的支持了假设  $H_1$ 。

第二,模型(2)表明,家族控制(*Family Firm*)和外部法律环境(*Law*)的交互项 *Family Firm\*Law* 对投资视野(*Investment Horizon*)存在显著负向影响( $\beta=-0.004, P<0.05$ ),这说明,当外部法律环境变好时,家族控制(*Family Firm*)对投资视野(*Investment Horizon*)的正向影响会显著减弱。换言之,当外部法律环境更差时,家族控制(*Family Firm*)对投资视野(*Investment Horizon*)的正向影响显著更强。上述结果很好的支持了假设  $H_2$ 。

第三,模型(3)表明,家族控制(*Family Firm*)和外部金融环境(*Finance*)的交互项 *Family Firm\*Finance* 对投资视野(*Investment Horizon*)存在显著负向影响( $\beta=-0.007, P<0.1$ ),这说明,当外部金融环境变好时,家族控制(*Family Firm*)对投资视野(*Investment Horizon*)的正向影响会显著减弱。换言之,当外部金融环境更差时,家族控制(*Family Firm*)对投资视野(*Investment Horizon*)的正向影响显著更强。假设  $H_3$  上得到了很好的支持。

表 5 家族控制、制度环境参与企业投资视野的影响

变量	因变量: <i>Investment Horizon</i>
----	--------------------------------



	模型 (1)		模型 (2)		模型 (3)	
	系数	T 值				
<i>Family Firm</i>	0.022***	3.44	0.018***	2.62	0.012*	1.80
<i>Law</i>					0.002**	2.55
<i>Family Firm*Law</i>					-0.004**	-2.29
<i>Finance</i>			0.004**	2.12		
<i>Family Firm*Finance</i>			-0.007*	-1.83		
<i>Outside Blockholder</i>					0.030***	4.36
<i>Firm Size</i>	-0.005	-1.32	-0.005	-1.30	-0.004	-1.12
<i>Profitability</i>	-0.147***	-2.89	-0.150***	-2.94	-0.163***	-3.21
<i>Market-to-book</i>	-0.083***	-4.46	-0.086***	-4.58	-0.088***	-4.73
<i>Leverage</i>	-0.839***	-14.61	-0.829***	-14.38	-0.811***	-14.14
<i>Tangible Asset</i>	0.149**	2.12	0.146**	2.08	0.161**	2.30
<i>Firm Age</i>	-0.002***	-3.09	-0.002***	-3.34	-0.002***	-3.03
常数项	0.959***	10.15	0.921***	9.60	0.901***	9.51
<i>Year</i>	已控制					
<i>Industry</i>	已控制					
<i>N</i>	3293		3293		3293	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.134		0.136		0.142	
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.128		0.129		0.136	
<i>F</i>	22.917***		21.373***		21.662***	

注：\*\*\*、\*\*、\*代表统计显著性水平分别为 1%、5%、10%。

### (三) 进一步的分析：家族控制特征的影响

在前面的分析中，我们将家族控制的上市公司视为一个同质的整体，并比较了其与非家族控制上市公司在投资视野方面的差异。然而，近来的研究表明，家族控制的上市公司存在着很高的异质性，导致其在经营目标、代理冲突以及资源禀赋等方面也存在着诸多差异（Schmid et al., 2014；陈德球等，2012）。这意味着不同类型的家族控制上市公司在投资视野方面也可能存在很大差异。在众多反映家族控制异质性的因素中，家族成员是否参与管理和是否使用控制权加强机制是已有研究关注较多的两个因素。为此，我们还构建了 *Family Management* 与 *Excess Control* 两个虚拟变量以分析不同类型家族控制的影响。具体地，若存在实际控制人或其家族成员参与高管团队，则赋值 *Family Management*=1，否则 *Family Management*=0；若家族控股股东使用了控制权加强机制（即其控制权超过了现金流量权），则赋值 *Excess Control*=1，否则 *Excess Control*=0。具体的回归分析结果如表 6 所示。

由表 6 可以看出：（1）*Family Management* 对 *Investment Horizon* 存在显著正向影响，这即有家族成员参与高管团队的样本，其投资视野显著长于不直接委派家族成员参与管理的样本，这意味着家族成员参与管理更有助于降低股东和职业经理人之间的代理冲突，从而提高家族上市公司进行长期投资的意愿；（2）*Excess Control* 对 *Investment Horizon* 存在显著

负向影响,即相比于不存在控制权加强机制的家族企业,存在加强机制的企业投资视野更短,这意味着使用控制权加强机制破坏了家族上市公司进行长期投资的意愿,这与罗正英等(2014)的发现一致。他们发现,当使用控制权加强机制时,家族股东会更加倾向于利用自身控制权地位侵占其他中小股东利益,不愿意进行研发投入等长期投资。

表 6 家族控制特征参与对企业投资视野的影响

	模型 (4)		模型 (5)	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>Family Management</i>	0.027**	2.43		
<i>Excess Control</i>			-0.016***	-2.92
<i>Outside Blockholder</i>	0.026***	2.85	0.026***	2.86
<i>Firm Size</i>	-0.001	-0.12	0	-0.04
<i>Profitability</i>	-0.359***	-4.63	-0.358***	-4.62
<i>Market-to-book</i>	-0.148***	-5.91	-0.144***	-5.78
<i>Leverage</i>	-0.752***	-10.83	-0.752***	-10.84
<i>Tangible Asset</i>	0.115	1.23	0.101	1.09
<i>Firm Age</i>	-0.001	-1.33	-0.001	-1.17
常数项	0.848***	4.38	0.854***	4.42
<i>Year</i>	已控制			
<i>Industry</i>	已控制			
<i>N</i>	2207		2207	
<i>R<sup>2</sup></i>	0.131		0.132	
调整 <i>R<sup>2</sup></i>	0.122		0.123	
<i>F</i>	14.271***		14.401***	

注: (1) \*\*、\*、\*代表统计显著性水平分别为 1%、5%、10%; (2) 这里的主要目标是比较不同类型家族控制的影响,故仅使用了家族控制的样本(N=2207)。

#### (四) 稳健性检验

以往关于家族上市公司的研究中,学者们在判断上市公司是否为家族企业时,使用了不同的判断标准。考虑到我国上市公司股权较为集中,我们进一步使用 20%的终极控制权比例作为判断标准,重新定义了家族企业(*Family Firm*),并重新进行了多元回归分析,结果并没有发生显著变化。

### 五、结论与讨论

#### (一) 研究结论

利用 2009-2012 年 1821 家中国上市公司数据,分析和检验了家族控制对公司投资视野的影响,以及这一影响是否因法律环境和金融环境的差异而发生改变。主要得出了以下结论:

(1) 同非家族控制的上市公司相比,家族控制的上市公司整体上更加注重长期投资;(2) 家族控制和制度环境存在替代作用,即当企业所处地区的金融环境和法律环境更加完善时,

家族控制的这一作用会有所减弱；（3）不同类型家族控制上市公司在投资视野方面存在显著差异，家族成员涉入管理会对投资视野产生正面作用，而控制权加强机制的存在则会对投资视野产生负面影响。

## （二）研究贡献

较之以往研究，本文的贡献主要在以下几点：第一，丰富了我国上市公司投资行为研究领域的文献。以往这一领域的国内文献在研究上市公司的投资行为时主要侧重分析静态时点上的投资失衡问题（具体表现为投资不足或者过度投资）（陈凌和吴柄德，2014；申慧慧等，2012），本文则正在研究公司投资在短期和长期之间的资源配置问题；第二，拓展了国内家族控制治理后果研究领域的文献，已有国内这一领域的文献主要从公司业绩或价值（冯旭南等，2011；王明琳等，2010）、投融资行为（陈德球等，2012；肖泽忠等，2013）、股利政策（邓建平和曾勇，2005；魏志华等，2012）、盈余管理（许静静和吕长江，2011）以及 IPO 抑价（翁宵暉等，2014）等角度进行研究，本文则从重点关注控制对公司投资视野的影响；第三，深化和拓展了 Kappes and Schmid（2013）的研究。Kappes and Schmid（2013）虽然考虑了家族治理对企业投资视野的影响，但他们并没有进一步分析这一影响是否受到企业所处制度环境的影响，本文的研究则弥补了这一空白。

## （三）研究启示

基于上述研究结论，可以得到如下启示：（1）作为一种所有权和控制权安排，虽然现有研究指出家族控制可能存在隧道行为等诸多负面效应（Young et al., 2008），但在中国这样的新兴经济体情境下，家族控制仍因其更长的投资视野而可为企业（与社会）提供长期、持续的竞争优势与活力。在此情况下，我们应充分和正确认识家族企业的时代性作用，充分发挥其自主性与灵活性优势，增益整个国家与社会的可持续发展；（2）家族控制和外部制度环境对投资企业的负向交互作用意味着家族控制可能仅仅是正式制度不完善时的一种替代机制，因此未来政府应进一步完善各项正式制度以便为企业延长投资视野提供更有利的支持；（3）要充分正视不同类型的家族企业在投资视野方面的差异，一方面应该鼓励家族成员积极参与上市公司管理，另一方面也应该限制家族控股股东使用控制权加强机制（或者对使用了控制权加强的公司实施更为严厉的监管），以便充分发挥家族企业在投资视野方面的优势。

## （四）不足及展望

当然，本文仍存在一定的不足，这也构成了未来的进一步研究方向。首先，最新研究认为，在分析家族控制对企业投资视野的影响时，除考虑所有权与管理权因素之外，还需考虑家族企业是否具有代际传承意愿，由于二手数据的限制，我们没有考虑这一问题，未来可以通过问卷研究收集一手数据分析此问题；其次，企业面临的法律、金融环境是动态的，不同行业应考虑的法律、金融环境也是复杂的，因此本文使用省级层面制度环境的测量方法可能会忽视样本企业面临的具体情况，这就更需要细致的一手数据调查与案例调查加以弥补；第三，根据涉入程度与类型的异质性，家族企业可能存在多种划分方法。例如，Gomez-Mejia et al.（2007）就认为，根据所有权涉入程度的差异，家族企业可以分为家族影响型企业（family-influenced firm）和家族控制型企业（family-controlled firm），这些更加细致的差异及其后果也需要我们的进一步分析与实证。

## 参考文献

- [1] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. the Journal of Finance, 2000, 55(1): 81-106.
- [2] Arregle J L, Hitt M A, Sirmon D G, et al. The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms[J]. Journal of management studies, 2007, 44(1): 73-95.
- [3] Carnes C M, Ireland R D. Familiness and innovation: Resource bundling as the missing link[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2013, 37(6): 1399-1419.
- [4] Carney M. Corporate governance and competitive advantage in family - controlled firms[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2005, 29(3): 249-265.
- [5] Cassia L, De Massis A, Pizzurno E. An exploratory investigation on NPD in small family businesses from northern Italy[J]. International journal of business, management and social sciences, 2011, 2(2): 1-14.
- [6] Gomez-Mejia L R, Nunez-Nickel M, Gutierrez I. The role of family ties in agency contracts[J]. Academy of management Journal, 2001, 44(1): 81-95.
- [7] Jensen M, Meckling W. ITheory of the Firm: Managerial Behavior[J]. Agency Costs and Ownership Structure. mJournal of Financial Economics, 1976, 3.
- [8] Kappes I, Schmid T. The effect of family governance on corporate time horizons[J]. Corporate Governance: An International Review, 2013, 21(6): 547-566.
- [9] Liu W, Yang H, Zhang G. Does family business excel in firm performance? An institution-based view[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2012, 29(4): 965-987.
- [10] Liao S H, Fei W C, Chen C C. Knowledge sharing, absorptive capacity, and innovation capability: an empirical study of Taiwan's knowledge-intensive industries[J]. Journal of Information Science, 2007, 33(3): 340-359.
- [11] Luo X, Chung C N. Keeping it all in the family: The role of particularistic relationships in business group performance during institutional transition[J]. Administrative Science Quarterly, 2005, 50(3): 404-439.
- [12] Miller D, Breton - Miller L. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities[J]. Family business review, 2006, 19(1): 73-87.
- [13] Niehm L S, Swinney J, Miller N J. Community Social Responsibility and Its Consequences for Family Business Performance\*[J]. Journal of Small Business Management, 2008, 46(3): 331-350.
- [14] Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[R]. National bureau of economic research, 1996.
- [15] Pindado J, Requejo I, de la Torre C. Family control and investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(5): 1389-1409.
- [16] Son G. Why US managers might be more short-run oriented than the Japanese[J]. Economic Commentary, 1991, 1.
- [17] Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N. Toward a theory of agency and altruism in family firms[J]. Journal of business venturing, 2003, 18(4): 473-490.
- [18] Schmid T, Achleitner A K, Ampenberger M, et al. Family firms and R&D behavior-New evidence from a large-scale survey[J]. Research Policy, 2014, 43(1): 233-244.
- [19] Young M N, Peng M W, Ahlstrom D, et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective[J]. Journal of Management Studies, 2008, 45(1): 1-28.

196-220.

[19]Zellweger T M, Nason R S, Nordqvist M, et al. Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2013, 37(2): 229-248.

[20]Zahra S A, Neubaum D O, Larrañeta B. Knowledge sharing and technological capabilities: The moderating role of family involvement[J]. Journal of Business research, 2007, 60(10): 1070-1079.

[21]陈德球, 李思飞, 雷光勇. 政府治理, 控制权结构与投资决策——基于家族上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2012 (3): 124-138.

[22]陈凌, 吴炳德. 市场化水平, 教育程度和家族企业研发投入[J]. 科研管理, 2014, 7: 006.

[23]陈爽英, 井润田, 龙小宁, 等. 民营企业社会关系资本对研发投入决策影响的实证研究[J]. 管理世界, 2010 (1): 88-97.

[24]白建军, 李秉祥. 货币薪酬结构对经理管理防御行为影响的实验研究[J]. 中国软科学, 2012 (10): 88-103.]

[25]蔡地, 万迪防. 制度环境影响企业的研发投入吗?[J]. 科学学与科学技术管理, 2012, 33(4): 121-128.

[26]储德银, 张同斌. 自主研发, 技术引进与高新技术产业成长[J]. 科研管理, 2013, 34(011): 53-60.

[27]储小平, 李怀祖. 信任与家族企业的成长[J]. 管理世界, 2003 (6): 98-104.

沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展, 融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济, 2010 (6): 55-64.

[28]邓建平, 曾勇. 上市公司家族控制与股利决策研究[J]. 管理世界, 2005 (7): 139-147.

[29]窦炜, 刘星, 安灵. 股权集中, 控制权配置与公司非效率投资行为——兼论大股东的监督抑或合谋?[J]. 管理科学学报, 2011, 14(11): 81-96.

[30]樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场指数——各省区市场化相对进程2011年度报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2012.

[31]冯旭南, 李心愉, 陈工孟. 家族控制, 治理环境和公司价值[J]. 金融研究, 2011 (3): 149-164.

[32]海外华人企业家的管理思想: 文化背景与风格[M]. 三联书店上海分店, 1993.

[33]郝艳, 李秉祥. 基于信号传递模型的企业投资短视与敲竹杠长期投资行为分析[J]. 管理工程学报, 2011, 25(3): 19-23.

[34]何轩, 陈文婷, 李新春. 赋予股权还是泛家族化——家族企业职业经理人治理的实证研究[J]. 中国工业经济, 2008 (5): 109-119.

[35]胡国栋. 中国本土组织的家庭隐喻及网络治理机制——基于泛家族主义的视角[J]. 中国工业经济, 2014, 10: 97-109.

[36]李春红, 王苑萍, 郑志丹. 双重委托代理对上市公司过度投资的影响路径分析——基于异质性双边随机边界模型[J]. 中国管理科学, 2014, 11: 016.

[37]李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制?[J]. 管理世界, 2011 (2): 81-99.

[38]凌玲, 卿涛. 培训能提升员工组织承诺吗——可雇佣性和期望符合度的影响[J]. 南开管理评论, 2013, 16(3): 127-139.

- [39]龙文滨, 宋献中. 基于资源投入视角的社会责任决策与公司价值效应研究[J]. 南开管理评论, 2014 (6): 41-52.
- [40]吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 管理世界, 2011 (11): 118-126.
- [41]罗正英, 李益娟, 常昀. 民营企业的股权结构对 R&D 投资行为的传导效应研究[J]. 中国软科学, 2014 (3): 167-176.
- [42]潘越, 戴亦一, 吴超鹏, 等. 社会资本, 政治关系与公司投资决策[J]. 经济研究, 2009, 11(2): 223-246.
- [43]屈文洲, 谢雅璐, 叶玉妹. 信息不对称, 融资约束与投资—现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究[J]. 经济研究, 2011, 6: 105-117.
- [44]申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权, 环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012, 7: 113-126.
- [45]宋丽红, 李新春. 短时逐利还是长期投资——家族所有权与传承意愿的交互作用检验[J]. 中山大学学报: 社会科学版, 2013, 53(2): 169-179.
- [46]王明琳, 陈凌, 叶长兵. 中国民营上市公司的家族治理与企业价值[J]. 南开管理评论, 2010 (2): 61-67.
- [47]翁霄暉, 王克明, 吕长江. 家族成员参与管理对 IPO 抑价率的影响[J]. 管理世界, 2014 (1): 156-166.
- [48]魏志华, 吴育辉, 李常青. 家族控制, 双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2012, 7: 016.
- [49]吴延兵. 国有企业双重效率损失研究[J]. 经济研究, 2012, 3: 15-27.
- [50]肖泽忠, 陈德球, 董志勇. 家族控制权结构与银行信贷合约: 寻租还是效率?[J]. 管理世界, 2013 (9): 130-143.
- [51]许静静, 吕长江. 家族企业高管性质与盈余质量——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界, 2011 (1): 112-120.
- [52]杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007 (9): 99-106.
- [53]阳佳余, 赖明勇. 金融发展与基于水平创新的内生增长模型[J]. 中国管理科学, 2007, 15(2): 21-27.