

# 家族企业代际传承模式与长期投资决策研究

——基于家族化方式的调节效应

娄 阳<sup>a</sup>, 耿 玮<sup>b</sup>

(东北财经大学 a. 会计学院; b. 国际商学院, 辽宁 大连 116025)

**[摘要]**以 2008—2018 年沪深上市家族企业为研究对象, 实证检验了家族企业代际传承模式和家族化方式对长期投资决策的影响。研究发现: 与职业经理人传承模式相比, 子承父业传承模式家族企业的投资规模下降幅度较大, 但主要降低的是资本支出, R&D 支出在长期投资中的占比下降幅度较小; 并且与间接创办型家族企业相比, 直接创办型家族企业有利于促进子承父业家族企业长期投资规模的下降, 但是却抑制了该类家族企业 R&D 投入占比的下降。

**[关键词]**家族企业代际传承模式; 投资规模; 投资结构; 家族化方式; 长期投资决策

**[中图分类号]**F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2020)03-0061-12

## 一、引言

家族企业作为一种普遍存在的企业组织形式, 在公司财务决策、治理结构和经营绩效等方面与非家族企业存在显著差异<sup>[1]</sup>, 其长期投资决策更具有异质性。长期以来, 国内外学者主要以管家理论和社会情感财富理论为基础, 探究家族企业独特的竞争优势对其投资决策的影响。早期研究认为家族企业为了追求长期存续会构建长期发展导向型文化, 促使家族企业控制人着眼于能够给企业带来长期收益而不局限于短期收益的投资<sup>[2]</sup>。然而更深入的研究发现家族企业长期投资决策还受到控制家族风险态度的影响<sup>[3]</sup>。家族企业具有更强的规避风险动机, 企业面临的内外环境不确定性越大, 为了降低风险就越会减少投资支出<sup>[4]</sup>, 并且为了保护家族社会情感财富, 与非家族企业相比, 家族企业的研发投资水平更低<sup>[5]</sup>。

目前, 全国性的家族企业“接班”时代已经悄然到来。家族企业代际传承具有极大的不确定性, 采用不同的传承模式会对其长期投资决策产生深远影响<sup>[6]</sup>。在子承父业模式下, 进入代际传承期后, 为了保护家族社会情感财富, 降低企业经营风险, 创始人进行长期投资的动力减小, 会通过投资于周期短、不确定性低的项目或缩减长期投资规模来促进家族企业顺利实施传承<sup>[7]</sup>。与子承父业模式不同, 职业经理人在进行投资决策时, 更会优先考虑自身利益, 出现“道德风险”和“逆向选择”行为<sup>[8]</sup>。

另外, 家族企业家族化方式也是影响企业长期投资决策的重要因素。我国上市家族企业主要有直接创办型和间接创办型两种家族化方式, 与间接创办型家族企业相比, 直接创办型家族企业的创始人从创建企业开始就管理着企业, 因此对企业有浓烈的情感依恋和较强的心理所有权<sup>[9]</sup>, 这使得企业的实际控制人成为企业的理想“管家”, 更具有长期发展视野<sup>[10]</sup>。

为了检验家族企业代际传承模式和家族化方式对长期投资决策的影响, 本文以 2008—2018 年沪深上市家族企业为研究对象, 深入研究了在不同的传承模式下以及不同的家族化方式下家族企业长期投

**[收稿日期]**2019-11-01

**[基金项目]**江苏省高校哲学社会科学研究基金项目(2018SJA1680); 国家自然科学基金项目(71272051); 辽宁省普通高等教育本科教学改革研究项目(辽教函[2018]471号)

**[作者简介]**娄阳(1981—), 女, 河南新乡人, 东北财经大学会计学院博士生, 主要研究方向为家族企业代际传承与财务管理, 邮箱: louyang1116@sina.com; 耿玮(1976—), 男, 辽宁大连人, 东北财经大学国际商学院副教授, 博士, 主要研究方向为公司治理与财务管理。

资决策的异同。本文研究发现:与职业经理人传承模式相比,创始人将家族企业“权力棒”交给子女,企业长期投资规模下降幅度更大,但主要是降低资本支出,R&D支出在长期投资中的占比下降幅度较小;同时,家族化方式也会影响传承模式与长期投资决策之间的关系,相对于间接创办型家族企业而言,直接创办型家族企业更有利于促进子承父业家族企业长期投资规模的下降,但却抑制了该类家族企业R&D投入占比的下降。

本文的研究贡献主要是:第一,对长期投资决策影响因素相关研究的补充。长期投资决策方面的文献以一般上市公司问题研究居多,鲜有研究家族企业代际传承对长期投资决策影响的。本文以家族化方式为切入点,探讨家族企业代际传承模式对长期投资决策的影响,对已有长期投资决策影响因素的文献进行了补充。第二,有助于提高家族企业进行长期投资决策的科学性和合理性。本文深入剖析代际传承家族企业的长期投资决策影响问题,为其提升长期投资决策能力的关键环节提供理论支持和数据支撑,有助于提高家族企业长期投资决策的科学性和合理性。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 家族企业代际传承模式与长期投资决策

随着时间的变迁,家族企业中原有的所有者必定会老去,要使家族企业能实现可持续健康发展,就必须有人来继承和发展壮大企业。但是为了防止企业所有权和控制权的流逝而将企业权力棒交给家族成员,还是聘用管理经验丰富、能力强的职业经理人,也是困扰许多家族企业的问题。目前我国家族企业的代际传承主要有子承父业和职业经理人两种模式。并且在“传内不传外”的“家文化”基调的影响下,子承父业是我国家族企业目前最主要的传承模式<sup>[11]</sup>。

在不同的传承模式下家族企业具有不同的风险偏好和投资动机。在子承父业模式下,继承人是在传承人艰苦创业的熏陶下成长起来的,受到了长期的优秀训练和培养,往往更能够有效操控企业整体经营决策,有利于家族经营管理精神的持续和稳定以及家族资源的整合配置。同时,企业的控制权仍被家族掌握,继承人对家族高度忠诚,企业的代理问题得到大大缓解<sup>[12]</sup>。代际传承中的家族企业更倾向于采用家族逻辑进行战略决策,首先考虑的是控制家族的目标,其次才是基于企业的发展需要做出战略选择,保持家族的财富、声誉、后代成长和创业精神等成为首要任务。科学、合理的长期投资决策与企业传承的顺利实施直接相关。因此,保有和延续社会情感财富的家族目标首先将影响企业的长期投资决策。企业长期投资一般由资本支出和R&D支出两部分组成。资本支出主要是投资于现有产品或项目相关的固定资产、无形资产和其他投资,具有相对稳定的经济利益,面临的主要是市场风险。而R&D支出则投资于一些新的技术、产品或服务,这类资产具有较强的专用性、较高的风险性。

当家族企业处于权杖交接阶段时,为了维护家族社会情感财富,创始人长期投资的动力较小,更偏好稳定的、以家族优先的增长战略,会通过投资于周期短、不确定性低的项目或缩减长期投资规模来降低经营风险,促进家族企业顺利传承。但二代继承人不同于其父辈,他们有更高的学历和眼界,随着管理参与深化,往往会给企业带来新的思想与活力,更期望通过创新与转型等战略变革来提高企业价值。

家族企业引入职业经理人,目的是利用他们的专业管理才能对家族企业科学管理,但在我国“差序格局”的信任结构和防御性经营策略的制度背景下<sup>[13-14]</sup>,再加上受根深蒂固的儒家思想下的传承文化的影响,职业经理人难免会让家族企业控制人心生疑虑,也很难让企业员工产生认同感,很难建立一个互信基础。企业控制人还会对职业经理人的管理进行干预和制约,造成一些职业经理人管理才能无法实施,久而久之还会形成抵触心理,加剧企业代理冲突和信息不对称程度。

当利益冲突发生时,职业经理人可能会更加顾及个人利益。因此,职业经理人在进行投资决策时,更会优先考虑自身利益。一方面,职业经理人的能力很难明确界定,在短期内做出一定成绩对职业经理人的留存和发展至关重要。短期业绩的增加是家族创始人最为期望看到的,职业经理人为了得到家族

创始人的认可以及在自己的业绩中能够获得最大收益,往往会通过增加企业资本支出来扩大企业的经营规模,从而实现良好的短期经营业绩,掌握更多资源,获取归属于自身的利益<sup>[15]</sup>。另一方面,相对于资本投资而言,企业进行的 R&D 投资活动具有更大的经济效益不确定性和风险性,不仅要考虑 R&D 支出活动自身所具的资金管理风险、技术研发风险,还要考虑技术成果转化后的市场推广风险以及知识产权保护风险等。同时,R&D 投资占用资金更多,进行 R&D 投资会对企业的经营绩效和经营风险的影响更大<sup>[16]</sup>,会给职业经理人带来工作的不安全感。如果职业经理人不能达到绩效考核标准,就会面临减薪,甚至被劝退离职的风险,这就导致职业经理人在参与管理的过程中忽视企业长期利益或是不主动去维护家族企业的无形资产,不会加大 R&D 投资力度,而是倾向于更加直接地追求眼前的短期收益,通过快速的业绩增长或是市场开拓来证明自己的业绩能力,并以此获得丰厚的薪酬回报。由于企业中存在着信息不对称问题,职业经理人也会采取偷懒或“搭便车”的行为,即使没有做出科学的 R&D 投资决策,在短时间内也很难被发现。为了防止自己的利益遭到破坏,职业经理人很可能主动选择减少 R&D 投资甚至用自身的权力影响其他管理者选择减少 R&D 投资,采取更加保守的投资政策。因此,面对未来的不确定性,职业经理人在做出投资决策时可能不把家族企业控制人的利益最大化作为主要目标,而是会为了优化短期的利润指标而大幅降低研发资金的投入,偏好资本支出。基于上述分析,本文提出如下假设。

H1a:在家族企业代际传承实施后,与职业经理人传承模式相比,子承父业传承模式下长期投资规模下降较大。

H1b:在家族企业代际传承实施后,与职业经理人传承模式相比,子承父业传承模式下 R&D 投入占比下降较少。

## (二) 家族企业家族化方式、代际传承模式与长期投资决策

社会情感财富是家族企业做出经营决策时所要考虑的首要因素<sup>[17]</sup>。由于家族企业家族化方式不同,家族企业的治理结构也会存在不同,家族实际控制人对待家族社会情感财富的保有和延续以及企业经营决策方式等都存在很大的差异。因此,家族企业家族化方式对理解家族企业代际传承模式对长期投资决策的影响有着重要意义。

在直接创办型的家族企业中,家族企业的核心业务是由实际控制人或家族创立的,实际控制人或家族经历了从企业艰难初创到发展壮大的全过程,对企业有深厚的感情,会将企业发展作为自己毕生事业去追求。这类企业往往面临发展的资金瓶颈,上市的主要目的是为了获取企业发展所需要的资金,具有更强烈的规避企业特有风险的动机。代际传承将家族企业推向风险旋涡,但社会情感财富的延续是家族企业控制人在这一时期关心的首要问题,因而为了维护家族社会情感财富,实际控制人会更关注企业的长远发展,采取系列措施降低这一阶段企业风险。当家族企业选择子承父业传承模式时,一方面,实际控制人为了维护社会情感财富更愿意用长远的投资眼光来经营企业,为了保证传承顺畅交接,维护企业外部声誉,确保企业稳定性管理以及长期生存,家族企业的实际控制人不愿意在这一特殊时期通过扩大投资规模来获取快速发展,而是会采取更加谨慎和保守的投资政策<sup>[10]</sup>。另一方面,二代管理者的非专业性甚至低能力也会降低企业投资规模。因为他们往往缺乏丰富的管理经验和专业素养,无法科学预知投资收益而失去投资机会。但是二代管理者对新事物、新思想的接收能力较强,会对 R&D 投入更感兴趣。如果把家族企业的经营权交给职业经理人,企业就会存在一定的代理问题和信息不对称,职业经理人更关心的是薪酬和升迁,就会为了获取私利而做出损害家族社会情感财富的决策,忽视企业长远发展,如通过扩大投资建立商业帝国或者获取在职消费等。

对于间接创办型家族企业而言,家族企业通过借壳上市、重组并购等获取企业控制权的主要目的是把上市公司的壳资源打造成为融资平台,把上市公司作为取款机,操纵股价,掏空上市公司等。家族企业的社会情感财富由于没有根植于企业的土壤之中,控制人更加关注家族的短期利益而不是企业资产的安全性,因此会为了获取私人收益往往扩大投资规模,而不会为了延续社会情感财富而失去投资机

会。因此,相对于间接创办型家族企业,直接创办型家族企业在代际传承阶段会更加倾向控制公司经营风险,通过减少公司的总投资规模和 R&D 支出来确保资产的安全性。基于上述分析,本文提出如下假设。

H2a:与间接创办型家族企业相比,在家族企业代际传承实施后,直接创办型家族企业一定程度上促进了子承父业传承模式下长期投资规模的下降幅度。

H2b:与间接创办型家族企业相比,在家族企业代际传承实施后,直接创办型家族企业一定程度上抑制了子承父业传承模式下 R&D 投入占比下降。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

我国上市公司的研发支出数据是从 2007 年新的会计准则实施以后才开始公开披露的,因此本文数据时间窗口为 2007—2018 年,由于投资规模要用到滞后一期数据,故本文以 2008—2018 年沪深上市家族企业为研究样本进行实证研究。按照许静静和吕长江提出的家族企业的标准<sup>[18]</sup>,本文将符合以下条件的企业视为家族企业:最终控制人能追踪到自然人或家族;最终控制人直接或间接持有的公司,并且必须是上市公司第一大股东;至少有两位具有亲缘关系的家族成员持股或担任上市公司高管。其中,关于最终控制人的认定标准,本文在借鉴姜付秀等的研究基础上<sup>[19]</sup>,将其确定为:当仅有一名实际控制人时,该自然人为最终控制人;当存在多名无血缘关系的自然人股东时,持股比例最高的自然人为最终控制人;当实际控制人为家族且存在持股比其他家族成员至少高 10% 的实际控制人时,该成员为最终控制人;当实际控制人为家族且家族成员持股均衡时,最终控制人为在上市公司任职且职位级别最高的家族成员。

本文首先从国泰安数据库中获取了上市公司实际控制人的基本信息,结合公司年报、招股说明书等信息,确定家族上市公司初始样本。由于家族企业代际传承信息并非强制披露,本文又根据上市公司年报、深圳证券交易所、上海证券交易所、巨潮资讯以及新浪财经等网站所披露的年报和高管人员变更信息,手工整理得到家族企业代际传承信息以及传承人与继承人的亲属关系。在借鉴惠男男和许永斌研究的基础上<sup>[20]</sup>,又考虑代际传承这一事件对企业的财务决策影响具有一定的时效性,本文拟以实施代际传承后 5 年的家族企业为研究样本来研究家族企业代际传承对其长期投资决策的影响。考虑 2014 年及之后上市的家族企业即使已进入代际传承但传承实施时间较短,数据会严重缺失,因此,本文剔除了 2014 年及之后上市的家族企业。鉴于研究惯例,在保证数据准确性和客观性的基础上,本文对初始数据进行了如下处理:(1)剔除金融、保险类上市家族企业;(2)剔除在观测年度为 ST、\*ST 的上市家族企业;(3)剔除最终控制人为非自然人或家族的企业;(4)剔除在 2008—2018 年间企业实际控制人发生变更的样本;(5)剔除财务数据缺失或异常的观测值。对所有连续变量在上下 1% 水平上进行了 Winsorize 处理,最终得到 1142 个观测值。

本文使用的财务和市场数据主要来自国泰安数据库、万德数据库以及上海证券交易所、深圳证券交易所、新浪财经和巨潮资讯网等网站。

#### (二) 变量定义与模型设计

被解释变量:在参考龚光明等相关变量设定的基础上<sup>[21]</sup>,长期投资规模(*INV*)指标的衡量采用样本公司 *t* 期新增资本支出(*CapExp*)与研发支出(*R&D*)之和除以期初总资产表示,*INV* 指标越大,说明企业的长期投资规模越大;反之则说明企业的长期投资规模越小。其中,资本支出(*CapExp*)为当年构建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金;研发支出(*R&D*)从上市家族公司公开披露的年报中获取;长期投资结构(*INVSTR*)采用 *R&D* 支出占长期投资的比例来衡量<sup>[10]</sup>。

解释变量和调节变量:本文借鉴 Chrisman 和 Patel 的研究<sup>[22]</sup>,以继承人进入高层管理团队(副总统



理以上职务)或董事会的年份作为企业进入代际传承实施期的标志,如果继承人是创始人子女、孙子、孙女等直系亲属则取值为1,如果是职业经理人则取值为0。根据国泰安数据库中关于家族企业家族化方式的分类,对于直接创办的家族企业,家族化方式取值为1;对于间接创办的家族企业,家族化方式取值为0。

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 Anderson 和靳庆鲁等的研究,引入了成长机会、财务杠杆、现金持有水平、上市年限、公司规模和资产收益率等变量<sup>[23-24]</sup>。除此之外,本文还控制了行业和年份对企业长期投资决策的影响。

模型中对相关变量的定义如表1所示。

表1 主要变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	投资规模	INV	( <i>t</i> 期新增资本支出+ <i>t</i> 期R&D支出)/ <i>t</i> 期期初总资产
	投资结构	INVSTR	<i>t</i> 期R&D支出/( <i>t</i> 期新增资本支出+ <i>t</i> 期R&D支出)
解释变量和调节变量	传承模式	SUM	虚拟变量,继承人是创始人子女、孙子、孙女等直系亲属则取值为1,继承人是职业经理人则取值为0
	家族化方式	STYLE	虚拟变量,直接创办的家族企业则取值为1,间接创办的家族企业则取值为0
	成长机会	GROW	<i>t</i> 期期末的Tobin's Q值
	公司规模	SIZE	Ln( <i>t</i> 期期末总资产)
	财务杠杆	LEV	<i>t</i> 期期末总负债/ <i>t</i> 期期末总资产
	现金持有水平	CASH	( <i>t</i> 期期末货币资金+ <i>t</i> 期期末短期投资)/ <i>t</i> 期期末总资产
控制变量	销售净利率	NPR	<i>t</i> 期净利润/ <i>t</i> 期销售收入
	上市年限	AGE	Ln( <i>t</i> 期的上市年限)
	资产收益率	ROA	<i>t</i> 期净利润/ <i>t</i> 期期末总资产
	每股收益	EPS	<i>t</i> 期净利润/普通股股数
	年度虚拟变量	YEAR	控制年度因素的影响,以2008年为基准,由于本文涉及2008—2018年共11个年度,设置10个年度虚拟变量
	行业虚拟变量	IND	控制行业因素的影响,按证监会2012年对上市公司的行业分类标准,由于本文涉及17个行业,设置16个行业虚拟变量

为检验相关假设,本文建立如下模型:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SUM_{i,t} + \alpha_2 STYLE_{i,t} + \alpha_3 SUM_{i,t} \times STYLE_{i,t} + \beta_n CONTRAL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$INVSTR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SUM_{i,t} + \alpha_2 STYLE_{i,t} + \alpha_3 SUM_{i,t} \times STYLE_{i,t} + \beta_n CONTRAL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

#### 四、实证分析

##### (一) 描述性统计

表2统计了模型中涉及的主要变量在研究期内的总体分布情况。从表2可以看出,在投资方面,进入代际传承后家族企业长期投资规模的均值为5.12%,标准差为4.8%,这表明在我国进入代际传承的家族企业长期投资规模总体并不高,并且虽然各个家族企业的长期投资规模大小不一,但是不存在明显差异。由此可见,进入代际传承的家族企业为了保持家族社会情感财富,具有一定的风险规避意图,更愿意采取保守稳健的投资决策。同时,在投资结构中,R&D支出所占比重并不高,平均值仅为21.5%,并且各个企业间投资结构存在较大的差异,其中最大值为88.97%,最小值为0,标准差为

表2 描述性统计结果

变量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值	样本量
INV	0.0512	0.0480	0.0001	0.0389	0.294	1142
INVSTR	0.2150	0.2405	0	0.1362	0.8897	1142
SUM	0.7784	0.594	0	1	1	1142
STYLE	0.6266	0.4839	0	1	1	1142
GROW	2.7952	2.0672	0.9178	2.1492	12.3849	1142
SIZE	22.0683	1.1244	19.27	21.7389	24.532	1142
LEV	0.4310	0.2043	0.0502	0.4158	0.8757	1142
CASH	0.1711	0.1156	0.0085	0.1420	0.6075	1142
NPR	0.1708	0.1153	0.0085	0.1412	0.6075	1142
AGE	2.2411	0.6221	0.0000	2.3979	3.1355	1142
ROA	0.0392	0.0525	-0.1380	0.0329	0.2186	1142
EPS	0.2885	0.3957	-0.7014	0.1896	1.7428	1142

24.05%,产生这一结果的主要原因是采取不同的传承模式,企业对风险的规避程度有一定的差异。

对于反映传承模式和家族化方式的两个变量而言,由于都使用哑变量定义,因此标准差都较大,从均值来看,*SUM*的平均值是0.7784,可见在我国家族企业代际传承模式中,传承人将企业交由子女继承的情况颇为常见,只有22.16%的家族企业是由职业经理人来经营的。虽然这一结果和预期基本一致,但是对于我国这些发展历程还较短的家族企业而言,在职业经理人市场还较不完善的环境下,与国外家族企业发展演变过程中预期的职业经理人参与率相比这一比例还是较高的,造成这一结果的主要原因可能是家族企业的实际控制人在职业经理人经营过程中存在“垂帘听政”现象。*STYLE*的平均值是0.6266,可见我国上市家族企业大多都是由创始人个人或家族创办并不断发展壮大上市的。

### (二) 相关性分析

为了初步检验家族企业代际传承模式对长期投资决策的影响方向和程度,判断研究假设是否合理,本文进行Pearson相关性检验,其结果如表3所示。

表3 相关性分析

变量	<i>INV</i>	<i>INVSTR</i>	<i>SUM</i>	<i>STYLE</i>	<i>GROW</i>	<i>ROA</i>	<i>SIZE</i>	<i>AGE</i>	<i>NPR</i>	<i>CASH</i>	<i>LEV</i>	<i>EPS</i>
<i>INV</i>	1											
<i>INVSTR</i>	-0.092***	1										
<i>SUM</i>	-0.068**	0.055*	1									
<i>STYLE</i>	0.176*	0.147*	0.031***	1								
<i>GROW</i>	0.0100	0.125***	-0.056*	-0.087***	1							
<i>ROA</i>	0.250***	0.0230	0.100***	0.057*	0.091***	1						
<i>SIZE</i>	-0.0230	-0.145***	0.0220	0.083***	-0.365***	0.082***	1					
<i>AGE</i>	-0.248***	-0.145***	-0.100***	-0.298***	0.0110	-0.053*	0.133***	1				
<i>NPR</i>	0.0197**	0.128***	0.0180	-0.0200	0.146***	0.220***	-0.147***	-0.086***	1			
<i>CASH</i>	0.0160	0.199***	0.0150	-0.0240	0.144***	0.218***	-0.145***	-0.084***	0.197***	1		
<i>LEV</i>	-0.168***	-0.190***	-0.0210	-0.178***	-0.253***	-0.306***	0.334***	0.261***	-0.247***	-0.246***	1	
<i>EPS</i>	0.216***	-0.0330	0.102***	0.117***	-0.089***	0.349***	0.337***	-0.053*	0.097***	0.097***	-0.053*	1

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在10%、5%和1%水平上显著。

从表3报告的主要变量间的相关系数可以看出,*SUM*和*INV*与*INVSTR*之间的相关系数分别为-0.068和0.055,并且均显著相关,说明在子承父业传承模式下,家族企业代际传承会导致家族企业长期投资的下降,但R&D支出在资本支出中的占比下降幅度不大,初步验证了H1a和H1b。*STYLE*和*INV*与*INVSTR*在10%的水平上显著相关,这也说明家族化方式将影响代际传承家族企业的投资决策。

### (三) 多元回归结果与分析

在进行了描述性统计分析和相关性分析之后,为了进一步检验家族企业代际传承模式、家族化方式对长期投资规模和投资结构的相关关系,本文将通过多元回归的方法对假设进行检验,回归结果如表4所示。在表4所报告的结果中,列(1)检验了家族企业代际传承模式和长期投资规模之间的关系,*SUM*和*INV*的系数为-0.003,且在10%的水平上显著,这说明与家族企业主把企业交付职业经理人经营管理相比,在子承父业模式的企业中其长期投资水平下降幅度更大,即H1a成立。列(3)检验了家族化方式对传承模式和长期投资规模相关关系的调节作用,家族化方式和传承模式的交乘项与投资规模的系数为负,且在10%水平上显著。当传承的企业是直接创办型家族企业时,传承模式与投资规模的相关系数为-0.004(-0.003-0.001=-0.004),而当传承的企业是间接创办型家族企业时,传承模式与投资规模的相关系数为-0.003,这说明与间接创办型家族企业相比,直接创办型家族企业在一定程度上促进了子承父业传承模式家族企业的长期投资规模的下降,进一步支持了H2a。在列(4)中*SUM*和*INVSTR*之间的系数在5%的水平上显著为正,这说明在职业经理人传承模式下,企业的研发支出在长期投资规模中所占比重下降了72.5%,但是在子承父业模式下,企业的研发支出在长期投资规模中所占比重下降了69.6%(-0.725+0.029=-0.696),表明在家族企业代际传承实施后,与职业经理人模

式相比,子承父业模式下 R&D 投入占比下降较少,支持了 H1b。列(6)检验了家族化方式对传承模式与投资结构相关关系的调节作用,家族化方式和传承模式的交乘项与投资结构的相关系数在 1% 的水平上显著为正。当传承的企业是直接创办型家族企业时,传承模式与投资结构的相关系数为 0.263 (0.172 + 0.091 = 0.263),而当传承的企业是间接创办型时,传承模式与投资结构的相关系数是 0.172,因此与间接创办型家族企业相比,直接创办型家族企业在一定程度上有利于抑制 R&D 投入占比的下降,进一步支持了 H2b。另外,由于传承模式和家族化方式都是虚拟

表 4 家族化方式、代际传承与长期投资决策的回归结果

变量	(1) INV	(2) INV	(3) INV	(4) INVSTR	(5) INVSTR	(6) INVSTR	VIF
SUM	-0.003* (-1.74)	-0.003* (-1.75)	-0.003* (-1.83)	0.029** (2.45)	0.031** (2.18)	0.172*** (3.92)	1.18
STYLE		0.005 (1.59)	0.005 (1.27)		0.029* (1.75)	0.075*** (3.82)	1.13
SUM × STYLE			-0.001* (-1.79)			0.091*** (4.01)	1.48
GROW	0.006** (2.13)	0.002* (1.81)	0.002* (1.81)	-0.002 (-0.72)	-0.002 (-0.71)	-0.004 (-1.05)	1.19
SIZE	0.009** (2.37)	0.002 (1.42)	0.002 (1.42)	-0.029*** (-3.51)	-0.031*** (-3.77)	-0.031*** (-3.79)	1.78
LEV	-0.024* (-1.73)	-0.009* (-1.91)	-0.009* (-1.91)	-0.015 (-0.56)	-0.027 (-0.51)	-0.021 (-0.55)	1.84
CASH	0.053 (0.35)	0.064 (0.44)	0.064 (0.44)	0.042 (0.16)	0.085 (0.19)	0.141 (0.33)	1.20
NPR	0.079 (0.68)	0.081 (0.59)	0.083 (0.59)	0.337 (0.51)	0.285 (0.49)	0.211 (0.37)	1.37
AGE	-0.017*** (-6.47)	-0.012*** (-4.42)	-0.012*** (-4.43)	-0.031*** (-3.01)	-0.020* (-1.82)	-0.022* (-1.81)	1.91
ROA	0.109** (2.53)	0.105** (2.47)	0.105** (2.47)	0.062 (0.35)	0.060 (0.27)	0.057 (0.24)	1.11
EPS	0.015** (2.24)	0.011* (1.92)	0.012* (1.92)	0.015 (0.52)	0.011 (0.47)	0.010 (0.41)	1.03
Constant	-0.054* (-1.83)	-0.041* (-1.91)	-0.041* (-1.91)	-0.725*** (-3.01)	-0.763*** (-3.57)	-0.737*** (-3.43)	
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
N	1142	1142	1142	1142	1142	1142	
adj. R <sup>2</sup>	0.299	0.296	0.296	0.331	0.337	0.344	

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著;括号内为 t 值。下同。

变量,本文又进行了多重共线性检验。检验结果显示,变量之间的 VIF 值最大为 1.91,且均值也小于 2.5,从而证实所用变量之间并不存在严重的共线性问题。

#### (四) 进一步研究

家族企业代际传承是一个社会化过程,具有一定的时间黏性。尤其是在子承父业的不同阶段,家族企业为了促进传承成功会采取不同的投资策略。在参与管理阶段,继承人加入家族企业的经营管理,造成传承人心理契约遭到破坏,企业风险增加。基于风险规避,同时考虑继承人权威不足,难以发挥异质性优势,传承人经营时期积极扩张的投资行为将会有所收敛,但对资本投资的影响不会太大。在共同管理阶段,企业内外环境、供应链关系、家族成员之间都非常敏感,意见矛盾尤为突出,并且企业的元老经历了和传承人的艰苦创业过程,更愿意听从他的指挥,从而引发新老班子的矛盾,新一代接班人无法实施新的管理理念。为了延续家族企业社会情感财富,帮助继承人树立权威,使其令人信服,家族企业规避公司特有风险的动机更为强烈,将更加关注这一阶段的短期利益,会采取更加保守和谨慎的战略决策,放弃净现值为正的高风险项目,降低长期投资规模。此外,传承人为了能将权力顺利地递交给继承人,也更倾向于减少投资特别是研发支出来操纵财务利润,使投资变得更稳健。而在接收管理阶段,继承人已成功转变角色,带领企业度过了不稳定阶段。此时企业应转变发展战略,将关注点转移到企业长期效益,扩大投资,推动研发创新<sup>[25]</sup>。并且随着继承人在企业中不断融入,继承人与企业各个利益相关者所建立的契约关系就会越稳定,共同价值观也会越强,从而促进家族企业做出有利于企业可持续发展的长期投资决策。在经济转型不断深化的背景下,二代继承人更愿意通过研发来推进企业转型。因此,继承人完全进入家族企业往往会促进企业的研发和创新。

综上,为了更详细地分析传承过程对长期投资决策的影响,本文参考 Handler 和汪祥耀等提出的传承三阶段模型<sup>[26-27]</sup>,将子承父业的传承进程分为参与管理(*INVO*)、共同管理(*COMA*)和接收管理(*TAKE*)三个阶段,分别赋值1、2、3,将未传承(*NSUC*)的样本作为控制组,赋值为0,对传承具体过程分别进行分组研究,在子承父业传承模式下,家族企业的不同传承过程与长期投资决策的回归分析如表5所示。

表5 子承父业传承模式细分的回归结果

变量	投资规模组				投资结构组			
	传承前与传承后	传承前与参与管理	传承前与共同管理	传承前与接收管理	传承前与传承后	传承前与参与管理	传承前与共同管理	传承前与接收管理
<i>SUC</i>	-0.005*** (-3.21)	-0.007 (-0.77)	-0.010*** (-2.97)	0.002*** -2.61	-0.031*** (-4.74)	-0.017*** (-3.80)	-0.061*** (-4.76)	0.027*** -3.12
<i>GROW</i>	0.001*** (-2.71)	0.001** (-2.38)	0.002*** (-2.81)	0.002** (-2.35)	0.004*** (-2.86)	0.010** (-2.17)	0.002** (-2.19)	0.012*** (-2.65)
<i>SIZE</i>	0.003 (-1.37)	0.001 (-0.39)	0.012*** (-3.03)	0.003 (-0.9)	-0.029*** (-3.39)	-0.034** (-2.40)	-0.055*** (-3.94)	-0.002** (-2.11)
<i>LEV</i>	-0.014* (-1.91)	-0.007* (-1.78)	-0.020* (-1.89)	-0.011* (-1.81)	-0.056* (-1.71)	-0.05 (-0.54)	-0.059* (-1.88)	-0.099** (-1.97)
<i>CASH</i>	0.678 (-0.39)	0.043* (-1.66)	0.021 (-0.96)	0.057* (-1.75)	0.678 (-0.44)	0.286** (-2.4)	0.337*** (-4.22)	0.826 (-0.24)
<i>NPR</i>	0.007* (-1.75)	0.003* (1.69)	0.004* (1.75)	0.072* (-1.76)	0.398 (-0.46)	0.422 (-0.57)	0.483 (-0.59)	0.419 (-0.22)
<i>AGE</i>	-0.018*** (-8.03)	-0.023*** (-4.03)	-0.018*** (-4.85)	-0.019*** (-6.43)	-0.008** (-2.58)	-0.002** (-2.50)	-0.024*** (-2.74)	-0.002** (-2.17)
<i>ROA</i>	0.155*** (-3.05)	0.111* (-1.68)	0.307*** (-3.69)	0.082*** (-2.94)	-0.275 (-1.33)	0.447 (-1.15)	-0.546* (-1.80)	0.421 (-1.27)
<i>EPS</i>	0.011* (-1.73)	0.02 (-1.58)	0.014 (-1.26)	0.028*** (-3.1)	0.013 (-0.5)	0.041 (-0.87)	0.064* (-1.69)	0.068 (-1.61)
<i>Constant</i>	0.017** (-2.37)	0.060*** (-2.71)	0.128** (-2.52)	0.118*** (-2.92)	0.506*** (-2.73)	0.657** (-2.05)	0.295*** (-3.58)	0.193 (-0.68)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1271	291	560	624	1271	291	560	624
adj. R <sup>2</sup>	0.272	0.235	0.231	0.328	0.217	0.293	0.248	0.223

在投资规模组,传承进程与投资规模的回归系数是-0.005,在1%的水平上显著负相关,即子承父业后一段时间内,家族企业的投资规模将下降,代际传承会导致家族企业长期投资的减少;参与管理与投资规模的回归系数为-0.007,负相关但不显著,虽然并不能验证子女参与家族企业的管理会导致企业长期投资规模的下降,但是二者系数为负,在一定程度上也说明了子女参与企业管理与投资规模可能存在负向关系;共同管理和投资规模的回归系数为-0.01,在1%水平上显著负相关,说明共同管理降低了家族企业的投资规模;接收管理与投资规模的回归系数为0.002,在1%的水平上显著正相关,说明子女正式接收管理后家族企业会加大投资规模,企业会重新走上发展壮大的道路。

在投资结构组,传承进程与投资结构的回归系数是-0.031,在1%的水平上显著负相关,说明代际传承会降低R&D支出在长期投资中的占比,家族企业更偏好于资本支出而不是R&D支出;参与管理与投资结构的回归系数为-0.017,在1%的水平上显著负相关,说明子女参与管理后,家族企业就会更偏向于减少R&D资金的投入;共同管理和投资结构的回归系数为-0.061,在1%水平上显著负相关,说



明共同管理同样降低了 R&D 支出在长期投资中的占比;接收管理和投资结构的回归系数为 0.027,在 1% 水平上显著正相关,说明接收管理后家族企业会加大研发投入力度,R&D 支出在长期投资中的占比会不断提高。

综上所述,回归结果分析发现,家族企业代际传承会导致企业投资规模的降低,投资结构的变化,会更偏好于资本支出。具体来讲,子女参与管理降低了 R&D 支出占比,共同管理不仅减少了长期投资,更大幅降低了 R&D 支出。子女接收管理后,基于长期导向和社会情感财富的延续,会加大企业投资规模,推进企业创新投入。

(五) 稳健性检验

为了本文实证结果的稳定性,本文又做了以下稳健性检验。

为了排除度量方法差异对研究的影响,本文首先通过改变变量的衡量方法对假设重新进行检验。借鉴李青原等学者的研究<sup>[28]</sup>,采用资产负债表法来度量投资规模,即长期投资 = 固定资产、无形资产和其他长期资产的净值/平均总资产;采用 R&D 支出的相对值来度量投资结构,即投资结构 = (本期 R&D 支出 - 上期 R&D 支出)/(本期长期投资 - 上期长期投资),其他变量的设定与前文一致,然后再进行稳健性检验,回归结果如表 6 所示。

由表 6 可知, SUM 和 INV 的系数为 -0.015,在 10% 的水平上显著,交乘项 SUM × STYLE 和 INV 的系数为 -0.004,在 5% 的水平上显著。SUM 和 INVSTR 的系数在 1% 的水平上显著为正,交乘项 SUM × STYLE 和 INVSTR 的系数在 1% 的水平上显著为正,稳健性检验结果和原结论没有重大差异,因此,本文研究结论是稳健的。

其次,已有研究表明,企业中管理层变更与公司财务决策之间存在内生性问题。为了解决本研究的内生性问题,本文利用滞后一年的代际传承模式作为解释变量,经过行业调整的长期投资作为被解释变量,采用随机效应 Tobit 模型对家族企业代际传承模式、家族化方式与长期投资决策之间的关系进行重新检验。检验结果如表 7 所示,检验结果和主检验结论基本一致,再次验证本文的研究结论是稳健的。

最后,参照姜付秀等的研究<sup>[19]</sup>,本文又将实际控制人至少持有 20% 的股份的企业作为家族企业,再次进行稳健性检验,检验结果如表 8 所示,结论仍然支持主检验结果。

表 6 替换变量度量指标的稳健性检验

变量	(1) INV	(2) INV	(3) INV	(4) INVSTR	(5) INVSTR	(6) INVSTR
SUM	-0.015 * (-1.74)	-0.016 * (-1.79)	-0.016 * (-1.71)	0.018 *** (4.71)	0.039 ** (2.16)	0.127 *** (3.74)
STYLE		0.004 (1.51)	0.002 (1.13)		0.033 * (1.71)	0.075 *** (3.36)
SUM × STYLE			-0.004 ** (-2.05)			0.072 *** (3.41)
GROW	0.002 (1.62)	0.001 * (1.80)	0.001 * (1.80)	-0.001 (-0.46)	-0.003 (-0.70)	-0.004 (-0.86)
SIZE	0.025 *** (3.79)	0.023 *** (3.47)	0.021 *** (3.17)	-0.004 * (-1.78)	-0.028 *** (-3.57)	-0.031 *** (-3.50)
LEV	-0.136 *** (-4.65)	-0.111 *** (-3.78)	-0.111 *** (-3.78)	-0.004 (-0.31)	-0.022 (-0.51)	-0.021 (-0.50)
CASH	0.476 (0.96)	0.365 (0.43)	0.364 (0.43)	0.024 (0.12)	0.082 (0.11)	0.167 (0.23)
NPR	0.059 * (1.69)	0.084 (1.55)	0.083 (1.55)	0.122 (0.60)	0.283 (0.52)	0.275 (0.53)
AGE	-0.027 *** (-3.34)	-0.013 *** (-4.25)	-0.013 *** (-4.23)	-0.013 *** (-4.00)	-0.021 * (-1.76)	-0.021 * (-1.79)
ROA	0.312 ** (2.10)	0.203 ** (2.17)	0.203 ** (2.17)	0.079 (1.30)	0.062 (0.28)	0.062 (0.27)
EPS	0.064 *** (3.28)	0.019 ** (2.15)	0.019 ** (2.15)	0.019 ** (2.35)	0.013 ** (2.38)	0.010 ** (2.35)
Constant	-0.072 ** (-2.48)	-0.063 * (-1.87)	-0.063 * (-1.87)	-0.345 *** (-2.68)	-0.751 *** (-3.46)	-0.739 *** (-3.42)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1142	1142	1142	1142	1142	1142
adj. R <sup>2</sup>	0.336	0.341	0.345	0.329	0.327	0.339

表7 模型变换的稳健性检验

变量	(1) <i>INV</i>	(2) <i>INV</i>	(3) <i>INV</i>	(4) <i>INVSTR</i>	(5) <i>INVSTR</i>	(6) <i>INVSTR</i>
<i>SUM</i>	-0.011 * (-1.91)	-0.008 * (-1.95)	-0.009 ** (-2.17)	0.024 *** (3.83)	0.039 ** (2.41)	0.095 *** (3.68)
<i>STYLE</i>		0.004 * (1.72)	0.004 (1.58)		0.036 * (1.80)	0.072 *** (2.62)
<i>SUM</i> × <i>STYLE</i>			-0.002 * (-1.85)			0.058 *** (4.31)
<i>GROW</i>	0.003 (1.55)	0.002 * (1.83)	0.002 * (1.83)	-0.001 (-0.73)	-0.003 (-0.71)	-0.001 (-0.73)
<i>SIZE</i>	0.019 *** (3.84)	0.019 *** (3.51)	0.021 *** (3.53)	-0.031 * (-1.75)	-0.029 *** (-2.96)	-0.029 *** (-3.05)
<i>LEV</i>	-0.107 *** (-4.28)	-0.111 *** (-4.21)	-0.114 *** (-3.95)	-0.014 (-0.57)	-0.019 (-0.50)	-0.017 (-0.61)
<i>CASH</i>	0.225 (1.41)	0.274 (1.06)	0.271 (1.33)	0.045 (0.93)	0.061 (0.78)	0.087 (0.75)
<i>NPR</i>	0.048 * (1.72)	0.063 (1.62)	0.063 (1.62)	0.151 (0.85)	0.202 (0.92)	0.207 (1.22)
<i>AGE</i>	-0.019 *** (-3.52)	-0.017 *** (-4.27)	-0.015 *** (-4.33)	-0.016 *** (-3.74)	-0.019 * (-1.81)	-0.022 ** (-2.37)
<i>ROA</i>	0.301 ** (2.24)	0.249 ** (2.51)	0.252 ** (2.16)	0.064 (1.50)	0.061 (0.95)	0.061 (0.97)
<i>EPS</i>	0.061 *** (3.28)	0.019 ** (2.33)	0.019 * (2.35)	0.015 ** (2.31)	0.012 ** (2.48)	0.011 ** (2.41)
<i>Constant</i>	-0.064 ** (-2.42)	-0.060 * (-1.79)	-0.060 * (-1.79)	-0.217 *** (-3.18)	-0.472 *** (-3.56)	-0.477 *** (-3.48)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1026	1026	1026	1026	1026	1026
adj. R <sup>2</sup>	0.331	0.336	0.343	0.307	0.315	0.318

表8 重新定义家族企业的稳健性检验

变量	(1) <i>INV</i>	(2) <i>INV</i>	(3) <i>INV</i>	(4) <i>INVSTR</i>	(5) <i>INVSTR</i>	(6) <i>INVSTR</i>
<i>SUM</i>	-0.021 ** (-2.16)	-0.019 * (-1.76)	-0.019 * (-1.73)	0.025 *** (4.82)	0.046 ** (2.19)	0.086 *** (3.74)
<i>STYLE</i>		0.003 (1.49)	0.001 (1.18)		0.041 * (1.85)	0.063 *** (4.27)
<i>SUM</i> × <i>STYLE</i>			-0.002 ** (-2.42)			0.069 *** (3.77)
<i>GROW</i>	0.001 (1.41)	0.001 * (1.85)	0.001 * (1.85)	-0.002 (-0.47)	-0.002 (-0.83)	-0.004 (-0.85)
<i>SIZE</i>	0.023 *** (3.58)	0.024 *** (3.38)	0.023 *** (3.41)	-0.037 * (-1.78)	-0.029 *** (-3.62)	-0.034 *** (-3.79)
<i>LEV</i>	-0.107 *** (-3.72)	-0.109 *** (-3.81)	-0.111 *** (-3.79)	-0.017 (-0.46)	-0.021 (-0.53)	-0.021 (-0.53)
<i>CASH</i>	0.285 (1.04)	0.317 (0.46)	0.325 (0.46)	0.071 (0.32)	0.077 (0.47)	0.105 (0.35)
<i>NPR</i>	0.051 * (1.73)	0.072 (1.61)	0.072 (1.61)	0.152 (0.59)	0.225 (0.54)	0.207 (0.51)
<i>AGE</i>	-0.021 *** (-3.69)	-0.015 *** (-4.68)	-0.015 *** (-4.32)	-0.021 *** (-4.00)	-0.021 ** (-2.36)	-0.021 ** (-2.50)
<i>ROA</i>	0.259 ** (2.14)	0.216 ** (2.23)	0.216 ** (2.23)	0.073 (1.42)	0.068 (0.59)	0.068 (0.59)
<i>EPS</i>	0.051 *** (3.63)	0.021 ** (2.25)	0.024 ** (2.37)	0.017 ** (2.41)	0.015 ** (2.28)	0.012 ** (2.35)
<i>Constant</i>	-0.069 ** (-2.45)	-0.062 * (-1.93)	-0.062 * (-1.93)	-0.357 *** (-3.16)	-0.471 *** (-3.53)	-0.479 *** (-3.49)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	972	972	972	972	972	972
adj. R <sup>2</sup>	0.329	0.337	0.342	0.305	0.318	0.320

## 五、结论性评述

在我国经济环境背景下,不同的传承模式会造成家族企业采取不同的经营战略,从而实施不同的长期投资决策。基于此,本文以2008—2018年我国沪深非金融类上市家族企业为研究对象,以家族化方式为切入点,分析了家族企业代际传承模式对长期投资决策的影响。研究发现:(1)不同的传承模式会直接影响家族企业长期投资决策,与职业经理人传承模式相比,在子承父业传承模式下,家族企业继承人不仅具有风险规避动机,更具有长期发展视野。因此在该模式下,长期投资规模下降幅度更大,但主要是降低资本支出,R&D支出在资本支出中的占比下降幅度较小。(2)家族化方式作为家族企业公司治理的重要组成部分对家族企业投资决策也产生更为重要的影响。与间接创办型家族企业相比,直接创办型家族企业更有利于促进子承父业传承模式的家族企业长期投资规模的下降,但却抑制了该类家族企业R&D投入占比的下降。(3)在进一步研究中,本文又将子承父业的代际传承分为参与管理、共同管理和接收管理三个阶段,研究发现子女参与管理降低了R&D支出占比,共同管理不仅减少了长期投资,更大幅降低了R&D支出。子女接收管理后,基于长期导向和社会情感财富的延续,会加大企业投资规模,推进企业创新投入。

本文以家族企业家族化方式为切入点,研究了家族企业传承模式对长期投资决策的影响,但是不同的传承方式也会给企业经营管理造成不同程度的影响。比如一个家族企业家提前培养继承人,有计划、有步骤地进行企业传承,权杖交接之际就不会给企业造成太大的负面影响。另外,本文的研究对象具有普遍性,然而不同性质、不同规模、不同生命周期的企业对长期投资决策的影响是有差异的。例如高科技家族企业就比较注重研发,而一般的商品流通家族企业就较少发生研发支出;小规模的成长型家族企业会抓住一切投资机会扩大企业规模,把企业做大,而大规模成熟型家族企业则选择战略转型,把企业做强。目前,我国对不同性质、不同规模、不同生命周期家族企业的代际传承对投资决策差异的研究也尚未涉及。因此,区分不同性质、不同规模、不同生命周期的家族企业在不同的传承方式下的长期投资决策异质性问题也应是本文后续的研究工作。

### 参考文献:

- [1] Stavrou, Eleni T, Kleanthous T, et al. Leadership personality and firm culture during hereditary transitions in family firms: Model development and empirical investigation [J]. *Journal of Small Business Management*, 2005, 43(2): 187-206.
- [2] Chen S, Chen X, Cheng Q. Do family firms provide more or less voluntary disclosure? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(2): 499-536.
- [3] Michael H L, William S S, Yan Ling, et al. Commentary: The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms [J]. *Journal of Organizational Behavior*, 2005, 26(3): 313-330.
- [4] Julio B, Yook Y. Political uncertainty and corporate investment cycles [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1): 45-83.
- [5] Chen H L, Hsu W T. Family ownership, board independence and R&D investment [J]. *Family Business Review*, 2009, 22(4): 347-362.
- [6] 王晓婷, 李生校. 家族企业代际传承模式及效果研究[M]. 北京: 中国经济出版社, 2013.
- [7] Connelly J T. Investment policy at family firms: Evidence from Thailand [J]. *Journal of Economics & Business*, 2016, 83(1): 91-122.
- [8] 娄阳, 王满. 货币政策、会计信息质量与企业非效率投资[J]. *会计论坛*, 2018(1): 54-71.
- [9] Carson S J, Madhok A, Wu T. Uncertainty, opportunism, and governance: The effects of volatility and ambiguity on formal and relational contracting [J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 28(5): 79-114.
- [10] 陈德球, 钟响珈. 制度效率、家族化途径与家族投资偏好[J]. *财经研究*, 2011(12): 107-117.
- [11] 陈凌, 应丽芬. 代际传承: 家族企业继任管理和创新[J]. *管理世界*, 2003(6): 89-99.
- [12] Jensen, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure [J]. *Social Science Electronic*

Publishing, 1976,3(4):305-360.

- [13] 胡宁. 家族企业创一代离任过程中利他主义行为研究——基于差序格局理论视角[J]. 南开管理评论,2016(6):168-177.
- [14] 陈凌,郭萍,叶长兵. 非家族经理进入家族企业研究:以山西票号为例[J]. 管理世界,2010(12):143-154.
- [15] 张维迎. 企业的企业家契约理论[M]. 上海:上海人民出版社,1995.
- [16] Kothari S P, Laguerre T E, Leone A J. Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays [J]. *Review of Accounting Studies*, 2002,7(4):355-382.
- [17] 朱沆, Eric Kushins, 周影辉. 社会情感财富抑制了中国家族企业的创新投入吗? [J]. 管理世界,2016(3):99-114.
- [18] 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.
- [19] 姜付秀, 郑晓佳, 蔡文婧. 控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J]. 管理世界,2017(3):125-145.
- [20] 惠男男, 许永斌. 代际传承、创始人特征与家族企业长期投资[J]. 财经论丛,2016(12):46-55.
- [21] 龚光明, 曾照存. 产权性质、公司特有风险与企业投资行为[J]. 中南财经政法大学学报,2014(1):137-144.
- [22] Chrisman J J, Patel P C. Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives [J]. *Academy of Management Journal*, 2012,55(4):976-997.
- [23] Anderson R C, Duru A, Reeb D. Investment policy in family controlled firms [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2010,36(6):1744-1758.
- [24] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. 经济研究,2015(10):76-88.
- [25] 关勇军, 瞿曼. 基于深圳中小板的家族企业与创新投入关系的实证研究[J]. 中国科技论坛,2012(7):38-43.
- [26] Handler W C. Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members [J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 1990,15(1):37-51.
- [27] 汪祥耀, 金一禾. 家族企业代际传承及二代推动战略转型的绩效研究[J]. 财经论丛,2015(11):61-70.
- [28] 李青原, 王红军. 货币政策、资产可抵押性、现金流与公司投资——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2013(6):31-45.

[责任编辑:高婷]

## A Research on the Intergenerational Succession Mode and Long-term Investment Decision of Family Business: Regulating Effect Based on Familization

LOU Yang<sup>a</sup>, GENG Wei<sup>b</sup>

(a. School of Accounting; b. International Business College, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

**Abstract:** Using the data of listed family enterprises in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2018 as research object, this paper empirically examines the influence of intergenerational succession mode of family businesses and family-based method on long-term investment decisions. The results show that, compared with the succession mode of professional managers, the investment scale of family businesses in the succession mode of sons inheriting from fathers declines greatly, but the main reduction lies in capital expenditure, and the proportion of R&D expenditure in long-term investment declines slightly. Moreover, compared with the indirectly established family enterprises, the directly established family enterprises are conducive to promoting the decline in the long-term investment scale of family enterprises, but inhibit the drop of R&D investment share in total investment under the mode of children inheritance.

**Key Words:** intergenerational succession mode of family business; investment scale; investment structure; family-based method; long-term investment decision