

家族企业投资行为文献综述

王正军, 郭乃军

(兰州理工大学 经济管理学院, 兰州 730050)

[摘要] 家族企业当前的投资在满足自身发展需要的同时,也满足了经济社会发展的需要,具有推动企业发展与社会发展的双重作用。由于家族企业利益关系的复杂性,导致家族企业投资行为的多元化,因此,家族企业投资越来越受到理论界的关注。本文梳理相关文献并对其进行简要评述。

[关键词] 家族企业;投资;文献综述

doi :10.3969/j.issn.1673-0194.2010.18.010

[中图分类号] F275 F276.5 [文献标识码] A [文章编号] 1673-0194(2010)18-0025-03

我国家族企业与民营企业具有高度吻合性,民营企业投资受家族集团的影响很大。学术界对家族企业投资行为的研究成果主要集中在以下领域:

一、制约家族企业投资的外部因素

1. 家族企业投资的资金来源

金融市场是资金融通的场所,它既是投资的平台,又对投资行为具有约束作用。学者们长期认为,信贷资金供应制约着家族企业的投资。杨万东(2001)指出,民间投资融资难的原因在于以下几方面:首先,民间投资以中小企业居多,中小企业财务行为不规范,财务失真严重;其次,中小企业抵押担保落实难;再次,(家族)企业信用观念差,逃债现象普遍,导致金融机构谨慎地对待企业特别是小企业的融资要求,甚至迫使金融机构忽视了健康成长的那部分中小企业对贷款的合理需求^[1]。国家统计局投资司课题组(2003)研究认为,在信贷市场上民间投资处于不利地位,金融机构对民间投资的支持力度不够^[2]。

史晋川、叶敏(2001)从制度变迁角度出发,研究温州金融市场后认为,金融制度严重扭曲下的温州金融体系,是一个由以国有银行部门为代表的官方金融市场、受官方引导并为非国有部门服务的城市信用社和农村合作社、自发形成参与非国有部门投资的民间金融部门组成三元的金融结构,三方的信息成本、谈判交易费用都是不同的;非国有部门投资的民间金融部门具有明显的信息成本优势,成为民营家族企业融资的来源^[3]。储小平(2003)认为,家族企业主要采用内源型融资,亲熟型融资仍有一定的作用,但其作用在递减^[4]。储小平、王宣喻(2004)进一步研究认为,在制度变迁中,私营家族企业财务资产信息和经营信息等难以或不愿披露成为制度型融资的最大障碍,因此,私营家族企业倾向于内源型融资与亲情熟识网融资(简称

亲熟型融资)^[5]。最新的研究进一步证实了上述结论。林俐、张一力与朱贺(2006)对温州民营家族企业投资倾向及其原因进行问卷调查与实地调查后发现,在影响民营家族企业投资的九大因素中,融资渠道顺畅排第八位^[6]。王剑、张会清(2008)运用中国经济统计数据库数据,分析得出我国民间投资的变动基本不受银行信贷的影响的结论^[7]。张长海、吴顺祥和燕新梅(2009)研究发现,我国民营家族企业的投资行为严重依赖于内源型融资,融资约束是制约家族企业投资优化的主要因素^[8]。

由此可见,新兴市场中成长的中国家族企业难以获得正式金融体系的支持,关系型融资和内源型融资成为其主要融资来源,其投资行为受国家金融政策影响较小。

2. 区域经济发展对家族企业投资的影响

经济发展中,城市化和工业化是两种相互激励的经济活动,投资活动受到地区经济发展的影响。张仁寿(1999)从区域经济角度研究温州民营家族企业投资后认为,市场配置资源和经济重心转向工业部门导致人口和生产要素向小城镇集聚,小城镇的发展促进了民营家族企业投资,民营家族企业投资又促进了小城镇的发展,成为区域经济发展的“增长极”^[9]。史晋川等(2002)研究提出,农村过剩劳动力与民间商业冲动的释放、明晰的产权特征、制度创新是温州家族企业投资发展的动力^[10]。

马兆虎、李欣先(2007)对影响民间投资的发展因素进行分析后认为,现阶段投资环境、市场化水平和产业结构是影响民间投资发展的主要因素^[11]。李涛、汤茂林(2008)运用1992-2004年的数据资料,分析研究后发现,民间投资主要分布在东部沿海地区和京广铁路沿线省区,近几年来呈现出由南向北及沿长江和陇海兰新线由东部向中西部扩散的趋势。他们认为,劳动力成本、早期完善的区域基础设施以及城市化带来的积聚效应和规模经济对民营家族企业投资日益具有较强的吸引力^[12]。彭元元、牛建高(2008)研究发现,民营企业的投资变动与政府政策导向、国内外

[收稿日期] 2010-06-09

[作者简介] 王正军(1967-),男,甘肃兰州人,兰州理工大学经济管理学院副教授,硕士生导师,主要研究方向:企业理论和公司财务。

形势以及地区经济发展水平密切相关^[13]。

由此可见,体制创新、经济区域 GDP 高低、城市化水平、基础设施的完备性、劳动力丰富程度与成本是影响民营家族企业投资的重要因素。一个地区的经济发展与民营经济发展有紧密的相关性,民营企业的投资又受该地区制度创新、经济区位等多因素影响。

二、家族企业治理结构对投资决策的影响

纽鲍尔(Neubauer,1998)等分析后认为,家族企业的公司治理结构比一般企业更复杂,家族企业面临由家族、所有者、董事会和管理者 4 个治理机构所组成的 15 种角色定位;一般企业由于不考虑家族因素,面临 7 种角色定位^[14]。家族企业复杂的治理结构对家族企业投资决策具有重要影响。学者们的研究主要集中在以下领域:

1. 关系治理对投资决策的影响

马斯塔卡里奥(Mustakallio,2002)等提出了契约—关系双重治理机制模型(如图 1 所示)。他们认为,家族企业治理是基于社会信任的正式的契约治理和基于私人信任(家族信任)的非正式的关系治理,家族企业的决策质量与治理结构存在以下关系:所有者家族成员间交往越多,家族成员越具有共同价值观;所有者家族共同价值观越强,企业的决策质量越高;董事会对高层代理人监督越严格,企业战略决策质量越高、决策承诺越强;家族内交往传递了家族制度和规模对共同理念的影响,共同理念传递了家族内交往对决策质量和决策承诺的影响^[15]。

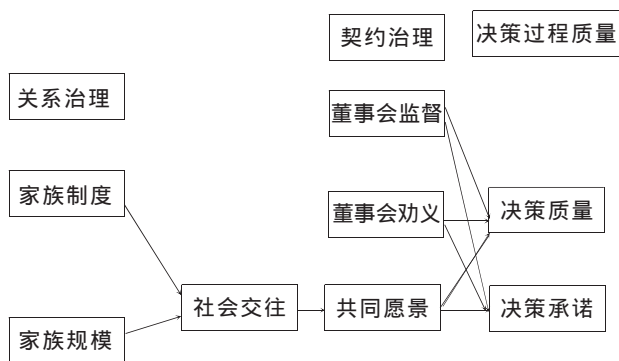


图 1 家族企业契约—关系双重治理机制模型^[15]

2. 家族企业的董事会治理对投资决策的影响

贾斯基维茨(Jaskiewicz,2007)与克莱(Klein,2007)研究家族企业董事会构成。他们认为,家族企业董事会应由家族董事、关联董事(非家族成员却与家族有密切联系的董事会成员)和外部董事组成,提出家族企业所有者与管理者之间目标同一性与董事会的规模呈反向关系的假设^[16]。按照这个假设,在家族企业所有者与管理者之间目标一致条件下,董事会规模缩小,外部董事与家族董事所占的比例缩小,关联董事比例增大。温·沃尔德克斯(Win Voordeckers,2007)等重点研究中小家族企业的董事会构成后认为,家族企业董事会构成充分反映了家族的特征和目标^[17]。

综上所述,董事会规模越小,家族企业所有者与管理

者之间决策目标越一致,管理者的决策越体现了所有者的愿望。

3. 家族企业治理结构的经理层对决策的影响

中外企业发展规律表明,在特定边界范围内,建立在血缘、姻缘和地缘基础上的家族治理是一种合理、高效的制度安排。然而,随着企业的不断成长,引进高水平的外部经理人员也是家族企业无法回避的趋势。学者们普遍认为,非家族成员的经理层是一个很重要的群体,他们在战略决策中具有重要作用。储小平(1998)提出,由于家族企业所有者与经理人存在信息不对称,家族和经理人应分割企业控制权,经理人拥有经营决策权,家族运用各种手段控制经理人^[18]。

然而,吴兴华、杨从杰(2004)分析了经常导致家族企业中职业经理人心理契约破坏的因素后指出,家族成员会干扰职业经理人的决策,经理人则因家族企业未完全履行相关承诺而产生心理契约破坏感。这一切都影响家族企业做出理性的投资决策^[19]。储小平、刘清兵(2005)研究认为,经理人在行使控制权时,会产生心理所有权,进而产生收益期望。一旦实际收益低于他们的期望收益,经理人就有可能产生侵占倾向或行为。因此,家族企业职业经理人有可能做出非企业利益最大化的决策^[20]。

随着家族企业的成长,引入职业经理人是一种必然。在一个以关系契约、心理契约为基础的治理机构中,当经理人的价值难以实现时,离职或职位侵占成为一种可能。

4. 家族企业治理中信任对决策的影响

信任是企业经济运行、发展和实现目标的重要资源,决定着家族企业股东会、董事会、经理层之间和谐程度。没有信任,家族企业治理就无法解决巨大的代理成本。与信任相联系的一个重要概念是利他主义(altruism)。利他主义会导致家族长对家族代理人的行为产生偏见,从而产生决策失误,促使家族企业出现较高的消费率和较低的投资率。

斯泰尔(Steier,2001)则指出,信任对家族企业治理结构的益处主要表现在,它能够促进家族企业委托人和代理人之间的沟通与合作,减少信息不对称,提高决策质量^[21]。

王宣喻、李满红(2006)提出,高度默契的心理契约是家族企业信任的最高形式^[22]。储小平、汪林(2009)对家族企业中心理契约破坏的内涵及影响进行研究后指出,如果家族企业破坏了对员工的互惠承诺责任,将会导致员工较低的工作满意度、组织承诺,以及较高的离职倾向^[23]。心理契约破坏所产生的信任度下降影响家族企业做出理性的投资决策。

三、家族企业的过度投资

詹森(Jensen,1986)认为,管理者可能将企业的自由现金流量用于不能增加股东财富的项目投资,这些项目的净现值为负数。普遍认为,企业代理链越长,企业的过度投资越严重。我国家族企业具有所有者与经营者在自然人身上得到统一的治理特征,代理链短,不符合自由现金流理论

过度投资的代理条件。但是,“铁本”(2004)事件却证明家族企业具有过度投资行为。家族企业过度投资逐步成为学者们关注的问题。学者们主要关注以下方面:

1. 家族企业过度投资的对比研究

研究者们认为,我国国企至少存在3层代理关系:①政府与国资委委托代理关系;②国资委与企业董事会委托代理关系;③企业董事会与经营者委托代理关系。而家族企业仅存在一层代理关系,即董事会与经理层的委托代理关系。吴锐、余波(2009)研究认为,代理链较长的国有企业比代理链较短的民营企业存在更为严重的过度投资现象^[24]。从委托代理角度,我国企业的过度投资行为符合詹森的自由现金流理论。

2. 家族企业过度投资的形成机理

钟笑寒(2004)从“掠夺之手”的视角出发,结合政府制造短缺与私有企业不能完全防止政府干预的思想,认为地方政府会利用掌握的关键资源(例如项目审批权和土地使用权),迫使民营家族企业进行过度投资;放松对私企的管制和改变地方政府的激励是防止过度投资的根本途径^[25]。刘月(2005)认为,净现值法评价出的可行性投资方案有一定的非理性,该方法在将未来现金净流量折现时,对最近事件和最新经验赋予过多权重^[26]。刘成刚、高桂平和庄军(2005)分析认为,NPV决策原则的缺陷是造成家族企业过度投资的原因^[27]。郭强、帅萍(2006)研究认为,民营企业为了追求规模,倾向于高风险项目,过度投资,从而人为增大了投资风险。其原因在于,在融资和市场准入方面对民企存在限制以及地方政府、银行对大资本有所优惠这两个条件下,民营企业的投资行为被扭曲了,偏向于选择高风险、高收益的投资项目^[28]。夏冬(2007)从行为经济学角度分析民营企业过度投资后认为,“羊群效应”和过度自信是家族企业过度投资的动因,民营家族企业初期的成功,使他们(指企业主)有强烈自信,愿意尝试不同的事物,盲目追求多元化投资;当民营家族企业缺乏明确发展方向和战略定位时,民营企业就会盲目随大流投资^[29]。

综上所述,影响家族企业投资选择的因素中制度创新、经济区域GDP高低、城市化水平、基础设施的完备性与劳动力成本是重要的外部因素,家族企业的治理结构是影响其投资行为的内部因素。对于家族企业投资的研究还有待进一步深化。

主要参考文献

- [1] 杨万东. 启动民间投资问题讨论综述[J]. 经济理论与经济管理, 2001(6): 76-80.
- [2] 国家统计局投资司课题组. 影响民间投资增长的因素分析[J]. 统计研究, 2003(5): 21-24.
- [3] 史晋川, 叶敏. 制度扭曲环境中的金融安排: 温州案例[J]. 经济理论与经济管理, 2001(1): 63-68.
- [4] 储小平. 社会关系资本与华人家族企业的创业与发展[J]. 南开管理评论, 2003(6): 8-12.
- [5] 储小平, 王宣喻. 私营家族企业融资渠道结构及其演变[J]. 中国软科学, 2004(5): 62-67.
- [6] 林俐, 张一力, 朱贺. 民营企业投资行为分析[J]. 温州职业技术学院学报, 2006(9): 5-8.
- [7] 王剑, 张会清. 民间投资: 历史考察, 近期动态与趋势判断[J]. 经营与管理研究, 2009(10): 85-89.
- [8] 张长海, 吴顺祥, 燕新梅. 家族企业资本投资行为实证研究[J]. 财会研究, 2009(7): 41-43.
- [9] 张仁寿. 依靠民间与市场力量推动的城镇化: 温州的经验[J]. 中国农村经济, 1999(1): 62-68.
- [10] 史晋川, 金祥荣, 赵伟, 罗卫东. 制度变迁与经济发展: 温州模式研究[M]. 杭州: 浙江大学出版社, 2004.
- [11] 马兆虎, 李欣先. 民间投资影响因素的实证分析[J]. 现代商贸工业, 2007(12): 37-39.
- [12] 李江涛, 汤茂林. 中国民营投资的区域差异与影响因素[J]. 经济地理, 2008(1): 6-10.
- [13] 彭元元, 牛建高. 河北省民营企业固定资产投资的特征分析[J]. 经济论坛, 2008(15): 17-19.
- [14] F Neubauer & A G Lank. The Family Business: His Governance for Sustainability[M]. London: Mcmillan Press, 1998.
- [15] Mustakallio Mikko, Autio Eckko & A Zahra Shaker. Relational and Contractual Governance in Family Firms Efforts on Strategic Decision Making [J]. Family Business Review, 2002(3): 205-222.
- [16] Jaskiewicz Peter & Klein Sabine. The Impact of Goal Alignment on Board Composition and Board Size in Family Business [J]. Journal of Business Research, 2007(5): 1080-1089.
- [17] Win Voordeckers, Anita Van Gils & Jeroen Vanden Heuvel. Board Composition in Small and Mediumsized Family Firms [J]. Journal of Small Business Management, 2007(1): 137-157.
- [18] 储小平. 职业经理与家族企业的成长[J]. 管理世界, 2002(4): 100-108.
- [19] 吴兴华, 杨从杰. 论家族企业与职业经理人之间的心理契约[J]. 华中科技大学学报, 2004(6): 103-106.
- [20] 储小平, 刘清兵. 心理所有权理论对职业经理职务侵占行为的一个解释[J]. 管理世界, 2005(7): 83-93.
- [21] L Steier. Variants of Agency Contract in Family-Financed Ventures as a Continuum of Familial Altruistic and Market Rationalities [J]. Journal of Business Venturing, 2003, 18(5): 597-618.
- [22] 王宣喻, 李满红. 家族企业中的信任与控制[M]//李新春, 苏琦. 家族企业: 公司治理与成长. 北京: 经济科学出版社, 2008: 140-147.
- [23] 储小平, 汪林. 家族企业中的心理契约破坏[J]. 中山大学学报: 社会科学版, 2009(3): 213-219.
- [24] 吴锐, 余波. 基于自由现金流的地方国有与民营企业过度投资对比研究[J]. 财会月刊: 理论版, 2009(1): 34-37.
- [25] 钟笑寒. 私有企业、投资控制与过度投资[R]. 清华经济研究中心, 2004.
- [26] 刘月. 我国民营企业非理性投资的原因分析与改善建议[J]. 内蒙古科技与经济, 2006(6): 17-18.
- [27] 刘成刚, 高桂平, 庄军. 对当前民营企业非理性投资的原因探析[J]. 经济师, 2005(9): 162-163.
- [28] 郭强, 帅萍. 民企过度投资的经济学分析[J]. 当代经济管理, 2006(2): 33-35.
- [29] 夏冬. 民营企业非理性投资的行为经济学分析 [J]. 现代商业, 2007(14): 178-179.