

改制型家族企业更愿意进行长期投资吗？ ——基于心理所有权视角的分析*

□ 连燕玲 刘依琳 高 皓

领域编辑推荐语：

“对经由改制而来的家族企业的研究有助于更好理解现实世界的组织行为，这是一项有意思且能引发进一步对话的研究。”

——张书军

摘 要：国有企业改制作为中国经济转型的重要举措，是中国民营家族企业的独特来源，对民营家族企业的长期可持续发展有着深远的影响。本文聚焦于改制这一独特的历史数据分析组织历史来源对中国民营家族企业长期投资导向的影响。基于2008~2016年中国上市家族企业数据，得出以下结论：第一，改制型家族企业由于企业家的心理所有权较弱，企业长期投资水平相对较低。第二，企业家在改制前进入企业的情况下，由于对企业拥有更高水平的熟悉度和认同感，会有更高水平的心理所有权，进而使改制型企业在长期投资中更加积极。第三，欠发达的制度环境将强化心理所有权较弱的企业家的不确定性规避倾向，进而削弱企业的长期投资水平。本文揭示了影响中国民营家族企业长期投资导向的重要历史因素，并为中国民营经济的长期存续提供了可行的建议。

关键词：改制；家族企业；长期投资；心理所有权；制度环境

* 本文受国家自然科学基金面上项目“制度期望、战略响应与私营企业成长机制”（71972073）以及教育部人文社会科学研究一般项目“独立董事实业投资经历的公司治理效应及影响机制研究”（21YJC630026）资助。特别感谢《管理学季刊》主编、领域编辑以及匿名审稿人的建设性意见。当然，文责自负。

一、引言

中国改革开放 40 多年来取得的巨大成功,其微观基础离不开民营经济的迅速发展,民营企业是推动中国经济发展的主要社会力量。国家对民营企业的定位也已由早期的“公有制经济的必要和有益补充”发展为如今的撑起中国经济“半壁江山”。民营企业的地位不断提升,国家对民营企业的发展壮大也有了更高水平的期待。然而,民营企业在表现出巨大经济活力的同时,也面临着诸多中国转型制度背景下的成长困境与挑战,民营家族企业创业者(或企业家)是否具有长期存续发展的信心与恒心,对于处在发展瓶颈期需要从原有的机会成长阶段跨越至系统成长阶段的民营家族企业而言,起到了近乎决定性的作用。因此,探究何种因素影响中国民营家族企业长期投资与发展的能力、意愿和导向,对于促进中国民营经济和国民经济长期可持续发展具有重大现实意义。

以往关于中国民营家族企业长期投资与发展导向的文献指出,中国民营家族企业长期投资导向受到家族企业自身特征、家族企业家个体特征及意愿两方面因素的影响:一方面,家族企业对家族领袖的依赖性(胡旭阳和吴一平, 2016)、文化与价值观的传承难度(刘娇等, 2017)、家族企业传承规划及相关举措的完善程度(李新春等, 2015)等,均会影响其长期投资与发展的动机和导向。另一方面,家族企业家的个体特征以及继任者特征近年来受到广泛关注(He & Yu, 2019),企业家与继任者的关系也会对家族企业的长期投资行为产生重要影

响(Shi et al., 2019)。

在中国转型经济制度背景和当前日益高度不确定的商业环境下,提振中国民营家族企业长期投资经营的信心和坚定未来长期发展恒心,成为当下各界关注的焦点。但以往研究极少关注到在中国特殊制度背景下,国有企业和民营企业交织成长及转化的历史背景对于长期发展导向的重要影响。作为中国经济转型中最重要的制度改革举措,国有企业改制在 21 世纪之初即成为学界和业界关注的重点,1978 年改革开放政策实施后,市场经济的蓬勃发展逐渐暴露了国有企业存在的效率低下问题。1997 年中共十五大后,国有企业私有化进程开始,大量效率不佳的国有企业在私有化的过程中由家族或个人收购,转为家族企业,即本文所探讨的“改制型家族企业”。改制作为许多中小国有企业发展历程终点的同时,也成为如今许多民营家族企业的起点。随着时间推移,外部投资者、供应商与客户等利益相关者已逐渐模糊了企业的出身,但对于企业家自身而言,这一烙印在企业发展历程初期的事件,所产生的影响将是深远持久的(Marquis & Qiao, 2020)。基于此,本文聚焦于改制这一独特历史背景,来分析组织历史来源对民营家族企业长期存续发展和决策行为的影响。

心理所有权理论指出(Pierce et al., 2001),作为独立于法律所有权存在的个体心理状态,心理所有权是个体对目标的拥有感,其存在是因为目标满足了个体对自我效能感、认同感以及归属感的诉求,而其产生则是因为个体实现了对目标的控制、了解以及精力投入。从企业家角度而言,民营家族企业的不同历史

来源——在国有企业私有化后改制而来的家族企业（简称“改制型家族企业”），还是传统意义上的通过家族自身直接创立而来的家族企业（简称“创立型家族企业”），这种不同的组织历史来源会导致“该企业对企业家动机/需求的满足”和“企业家与该企业的交互”上的差异性。首先，由改制型家族企业的产生过程可以看出，此类家族企业是国有企业通过“负面选择”的结果，烙印着效率相对较低和业绩水平不佳的历史印记（Jefferson & Su, 2006），难以满足企业家对自我效能感、认同感以及归属感的诉求。此外，改制型家族企业的企业家往往并未经历过企业的前期创业过程，对企业的熟悉程度和控制水平，相对创立型家族企业的企业家较低。这两个差异导致了改制型家族企业的企业家虽拥有了该家族企业，但对该家族企业的情感链接却不如创立型家族企业那般厚重。本文认为这一视角较好地解释了民营家族企业的不同历史来源（改制型 vs. 创立型）所导致的企业家心理状态的差异性，以及这种心理状态所导致的决策行为的差异性。由此，本文将基于心理所有权的角度，探讨改制型与创立型家族企业的企业家对企业的心理所有权的差异性，以及由此导致的企业长期投资决策的差异性。本文的研究问题为：民营家族企业的历史来源（改制而来 vs. 直接创立）是否会影响到其长期投资行为？进一步地，从心理所有权的产生以及作用效果角度分析哪些内外部因素，会影响企业家对家族企业的心理所有权高低，最终强化或削弱企业的长期投资水平。

本文的理论贡献主要在于：①本文将“国企改革”这一重要的经济改革背景纳入民营家

族企业的研究中，为中国民营家族企业异质性研究提供了新的解释思路。以往研究主要从国有企业的角度讨论，通过关注国有企业改制后的生产效率等对改制的结果进行评价（Chen et al., 2021），较少关注家族企业背后潜藏着的“出身”异质性。由此导致的对家族企业历史来源的忽略难以完整解释中国民营家族企业间存在的异质性决策行为。本文通过关注中国民营家族企业的产生来源，分析两类家族企业（改制型 vs. 创立型）的企业家对组织的不同情感状态，以及对企业长期投资发展导向的影响机制，解释了家族企业不同经营导向（长期 vs. 短期）行为产生的历史原因。②本文将心理所有权理论运用到企业家心理状态的分析上，揭示了家族企业中企业家对企业的心理拥有感亦存在差异性，丰富了这一理论在家族企业研究中的应用。以往关于心理所有权的研究主要落脚于企业管理者、员工、顾客等非家族成员对家族企业的心理拥有感，如关注员工的心理所有权如何影响其工作满意度（Avey et al., 2012; Bernhard & O’Driscoll, 2011; Peng & Pierce, 2015）、组织公民行为（Van Dyne & Pierce, 2004）等，而忽略了即使拥有法律所有权的家族所有者，也会存在心理所有权不足的问题。本文通过关注改制型家族企业这一特殊的类别，拓展了心理所有权的研究范畴，为心理所有权差异性的前因研究提供借鉴。③本文从企业历史背景角度丰富了关于中国家族企业长期投资方面的研究。通过考察中国家族企业的不同来源和历史演化背景，对家族企业间的长期投资水平差异性提供了可行的解释。④本文丰富了关于国有企业改制效应的相关研究。

作为重要的经济改革举措,国有企业改制的效果受到多方关注,以往研究大多通过对比改制前后企业的经营业绩和效率等,证实了国有企业改制这一政策确实取得了初步成效。而本文则将“改制”作为中国民营家族企业的一种历史来源和出身,更多地探讨这种改制型与创立型家族企业在投资导向和长期决策行为上的差异性,为改制型家族企业的长期存续经营提供了政策借鉴。

二、理论分析与研究假设

(一) 国有企业改制和改制型家族企业

1978年改革开放后,国有企业的经营问题逐渐显露,与蓬勃发展的民营企业相比,国企经营效率不高、组织冗余等问题明显,许多企业在短缺时代(20世纪90年代之前)结束后,出现经济效益低下和债务风险等问题(邹宜民等,1999)。盈利能力的下降使大量集体企业和乡镇企业,尤其是其中亏损的企业,走向了改制的道路(杨治等,2007)。1997年中共十五大正式公布了国有企业改制“抓大放小”的指导方针,国有企业自此走上了民营化的改制道路。

国有企业的改制取得了一定成效,降低了企业的代理成本,提高了盈利能力和经营效率(Cauley et al., 1999; 宋立刚和姚洋, 2005; 刘小玄和李利英, 2005; 白重恩等, 2006); 相对于改制前,改制后的国有企业也拥有了更强的长期投资意愿,如通过降低政治成本和代理成本的路径提升了研发投入水平(程仲鸣等, 2018); 因国企改革过程中的大规模裁员,

改制后的企业家往往产生更多的愧疚心理,也由此提升了改制后企业的捐赠投资水平等(Ji et al., 2021)。而在国企整个改制的过程中,最重要的影响在于产生了一批新的中国民营家族企业,目前,中国企业中存在较多由这些国有改制而来的民营家族企业,如著名的中国家电企业TCL、美的集团以及医药企业恒瑞制药等。本文将这种通过国有企业改制所产生的这类中国民营家族企业,称为改制型家族企业,而将由创业家族一手创立的中国民营家族企业,称为创立型家族企业。

国企改制带来的这类改制型家族企业,因其历史起源的特殊性,则与创立型家族企业在长期经营导向和决策行为上表现有所不同。源于20世纪90年代政府这一“抓大放小”的改革口号,为了减轻财政负担,政府在保留规模较大、可盈利的国有企业的同时,对表现不佳或规模较小的国有企业进行有选择性的民营化,这一“负向选择”作为企业家心理所有权低下的诱因,直接或间接导致了改制型与创立型家族企业之间在经营效率、长期发展意愿和投资导向之间的差异性。产生于这一独特的历史经历(环境)下的改制型家族企业家,也与创立型家族企业家具有不同的决策逻辑以及对本企业的情感链接和心理依恋。

(二) 改制、心理所有权与家族企业长期投资

1. 改制与家族企业心理所有权

当个体对目标(或目标的一部分)产生拥有感和情感依恋时,意味着其产生了心理所有权(Pierce et al., 2001)。作为个体的一种心理感知状态,心理所有权独立于法律所有权而存在。心理所有权的存在主要是由于这种拥有感

能够满足人类的某些动机或需求——自我效能感、认同感以及归属感。而心理所有权则主要通过以下三种途径产生：控制目标、密切了解目标以及将自我投入目标（Pierce et al., 2001）。基于该理论，本文认为改制型的家族企业，带给企业家的心理所有权是相对较弱的。这是因为：

首先，从心理所有权存在的角度来说，企业家对改制型家族企业的初始心理所有权较弱。企业家产生心理所有权往往是因为拥有该企业能够满足其对于自我效能感的诉求（Furby, 1980）。个体的效能感可以通过感觉他们能控制目标物或促使事情的发生或变化而获得（Furby, 1991）。如果外力阻碍了个体的效能感和控制感，就会反过来影响个体心理所有权的形成。改制型企业在民营化前便被贴上了“低效率”、“低绩效”甚至“财政负担”等标签（Huang, 2019），这些标签将导致改制型企业的企业家对企业存在初始的负向偏见。因此，这种偏见使改制型家族企业无法满足企业家追求效率和愉悦的动机，进而降低其对企业的心理拥有感，控制该类家族企业也难以满足个体寻求归属感，即“家”的动机。改制型家族企业也因由政府创立，在经历了改制后成为家族企业，与创立型家族企业中企业与家族相辅相成、共同发展壮大不同，改制型家族企业是家族与企业相互分离，企业家难以很快地嵌入该企业，因此，一开始对企业的心理所有权便较弱。

其次，从心理所有权产生的角度来说，个体将自身的时间、精力和注意力投入到目标对象上，会导致其在心理上将自我和目标合二为一，产生对该目标的拥有感（Adler et

al., 1992; Pierce et al., 2001）。在创立型家族企业中，企业家在创业过程中对该企业投入的时间、精力、心血推动其与家族企业产生融合感（Beggan & Brown, 1994），对该企业的密切了解、控制更有助于其与家族企业的融合，进而产生和增强心理所有权。相反，对于改制型家族企业而言，企业家对企业投入的时间和精力相对较少，对企业的熟悉程度也更低，因此会出现企业家法律上拥有该企业，但从心理上并不认为该企业属于自己的矛盾状态。

2. 心理所有权与家族企业长期投资

上述改制型与创立型家族企业中的企业家所表现出的心理所有权的差异性，将对家族企业的战略决策产生重要影响，尤其对需要心理所有权支撑的长期投资决策（Rau et al., 2019），这是因为：

一方面，心理所有权较弱的家族企业家在战略决策中风险规避倾向更强。个体行为取决于其所认同的角色（Farmer et al., 2003）。当企业家对企业的心理所有感较高时，会将自我代入企业主人翁的角色，并强烈感受到身边人对自己角色的期望，从而承担起主人翁的责任，做出有利于企业的决策行为。同时在责任感的驱动下，互惠行为成为一种道德要求（Liang et al., 2012），个体会主动做出旨在捍卫、保护和改善所有权目标的行为。在组织情境下，心理所有权所催生的这种责任感，能促使个体做出具有一定个人风险但对组织有利的行为（Morrison & Phelps, 1999; Liang et al., 2012）。相反地，当企业家对企业心理所有权较低时，企业家对企业责任感的缺失将使他们更

在意战略决策中的风险,促使他们在战略决策过程中更倾向于保全自身利益,规避风险投资。长期投资具有投资周期长、风险大的特点,心理所有权低的企业家由于在自我认知中便将个体与企业分离开来,因此在决策过程中将更为审慎地思考长期投资所带来的个人财富损失的风险,在制定高风险的长期投资决策时会更加犹豫,进而导致企业长期投资水平降低。

另一方面,心理所有权使人们把拥有物视为自我的一部分(Furby, 1978)。所有权能够帮助人们定义自己,向他人表达他们的自我身份,并确保自我认同具有时间上的连续性(Pierce et al., 2001)。因此,较低的心理所有权会导致改制型家族企业的企业家的组织认同感较低。总之,以上心理所有权较低所导致的组织认同感的降低、内部权威不足、高风险规避等问题,最终都将导致企业的长期投资水平降低。

基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1: 和创立型家族企业相比,改制型家族企业的长期投资水平更低。

3. 改制与家族企业长期投资:调节效应分析

基于上述分析,本文认为企业家对改制型家族企业心理所有权的差异性,影响了其对企业长期投资策略的选择。该部分将进一步分析影响企业家心理所有权存在、产生以及作用效果的相关因素,进而探讨削弱家族企业历史来源对家族企业长期投资的负面影响效果的情境机制。具体的调节机制的逻辑思路如下:首先,如前所述,心理所有权的产生主要与个体和目标的交互有关。因此,企业家的个体特征能够通过影响企业家与企业的交互关系对改制和家

族企业长期投资产生调节效果。心理所有权有三种不同的产生路径:控制、密切了解以及投入自我(Pierce & Jussila, 2011)。本文认为,企业家是否在改制前便在该企业内部工作,能够通过影响企业家对企业的控制力、了解程度等影响其心理所有权的产生。其次,心理所有权的作用效果受到外部环境的影响。本文认为,制度环境不佳将强化企业家的风险感知,并认为企业所面临的风险有很大可能传递到家族。此时,企业家心理所有权对长期投资的负面作用将进一步强化,因为企业家将更不愿意承担这一“不属于我”的企业在高风险长期投资中产生的损失。

(1) 企业家主体特征:企业家改制前进入的调节效应。本文认为企业家改制前进入该企业将削弱改制型家族企业长期投资的负面影响效果,这是因为:

首先,改制型家族企业若是改制前便在企业工作,则能够更好地控制企业。在改制型家族企业中,原本的国有企业的组织架构和员工得到了最大程度上的保留(Bei, 2014)。因此对于改制型家族企业内部员工而言,企业家一方面是“自己人”,另一方面是“恩人”,这使他们更加认同和支持在企业困难之际担下这份责任的企业家,愿意信任并追随他,企业家个人权威较高。这种组织氛围将使企业家感受到自己对改制型企业和企业员工的控制力,在能够掌控的组织中,企业家将会提升进行风险性长期投资的意愿。

其次,企业家在企业改制前便在企业工作意味着其对企业的了解程度很高,密切了解是心理所有权产生的重要途径之一。被改制为民

营企业的国有企业，很大一部分是由于其在 20 世纪 90 年代末的经营过程中不断亏损，成为中央和地方财政负担的国有企业，具有规模小、业绩表现不佳的特点（Chen et al., 2021）。对于之前便在企业内部工作的企业家而言，其对企业所面临的困境十分了解，对企业内部的员工和人际关系特征也十分熟悉。这种了解一方面有利于提升其对企业的心理所有权，另一方面也彰显了其愿意帮助企业长期存续的动机，因此，此类企业家的长期投资意愿更强。

最后，企业家在改制前便进入企业意味着其个人成长与企业成长相互交织的时间更长，与企业建立了更为广泛和难以分割的经济与情感联系，因而对企业拥有更高的心理所有权。随着改制型家族企业家在企业内部工作年限的增长，其对企业的了解程度不断加深，投入的时间和精力与创立型家族企业家变得相似。“家族”与“企业”的逐步融合使他们开始担心企业失败可能招致家庭的损失（Bianco et al., 2013），开始在意并愿意推动家族企业的长期稳定发展。因此，改制型家族企业家若是在改制前便在企业工作，其心理所有权的提高将强化企业的长期投资意愿。

基于上述分析，本文提出如下假设：

假设 2：企业家在改制前便进入家族企业将弱化家族企业改制而来与企业长期投资水平间的负向关系。

(2) 制度环境特征：制度脆弱性和制度期望落差的调节效应。在中国，制度波动会对企业组织结构和战略决策产生重要的影响（Domadenik et al., 2008；Peng & Heath, 1996），尤其是社会嵌入性高的中国家族企业。制度转型

产生的各种经济体加剧了市场竞争的多样性和复杂性（Aoki et al., 2009；Jackson & Deeg, 2008；Ostrom, 2005），制度环境的不确定性是中小家族企业持续发展的关键障碍，因此，制度环境的发展速度和状况能够发挥诱导家族偏好和行为的作用（Miller & Le Breton-Miller, 2011），进而对企业的决策行为和绩效产生影响。因此，本文认为制度环境能够通过增强或削弱外部环境的不确定性，弱化或强化由于心理所有权不足导致的改制型家族企业长期投资水平较低的问题。

1) 制度脆弱性。制度环境的脆弱性指的是由于不同制度层面的发展速度不同，从而在发展过程中产生内部摩擦和冲突的情况（Shi et al., 2017）。制度脆弱性代表了企业外部环境的不稳定性，不同制度层面发展速度的不匹配会增加企业在环境中必须面对的认知和关系的复杂性，因此是决定企业长期投资战略面临的不确定性的重要因素。在转型经济体中，正式制度越脆弱的地区存在制度发展在多个维度不匹配的现象，如地方创新创业活动的快速发展与知识产权制度改进的速度不匹配可能导致部分私营家族企业的机会主义行为等问题（Davies & Walters, 2004；Lin, 2004）。这些隐患增大了企业长期经营难度（何轩等，2014），加上脆弱的制度环境下投资者与企业之间的信息不对称加大，将使私营家族企业能够获得的外部融资更加拮据（朱沆等，2016），能够投入到高风险的长期投资战略中去的资金变得有限和重要，甚至可能威胁到企业家的家族财富。因此，对于改制型家族企业家而言，这一脆弱的外部制度环境会将弱心理所有权导致的长期投资水

平不足的问题不断放大,企业家更加担忧这一“不属于我”的企业在高风险长期投资中产生的损失使自身乃至家族利益受到损害,从而导致企业的长期投资水平下降。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 3: 制度脆弱性将强化家族企业改制而来与企业长期投资水平的负相关关系。

2) 制度期望落差。以往关于中国制度环境的考察更多地侧重于对客观制度环境的评价,但制度环境改善过程中必然存在着改进速度的差异。中国私营企业家往往对地方制度发展情况存在自己的预期。期望是影响企业战略决策的重要因素,中国家族企业是一个对制度环境极度敏感的群体 (Peng, 2003; Peng & Heath, 1996; 何轩等, 2014), 而且习惯根据实际情况与期望水平之间的差异进行战略决策的调整 (Cyert & March, 1963)。家族企业对制度环境的认知很多时候不仅关注绝对的制度环境 (水平和效率) 的发展, 而且在比较中产生对制度期望顺差 (制度环境与参照点相比较更好) / 落差 (制度环境与参照点相比更差) 的认知。历史制度期望落差作为一个相对的制度环境的评

估指标, 主要指的是在整个国家层面中, 当企业所处的地区的制度环境状况和制度效率 (正式制度、非正式制度发展水平或效率, 以及当地制度发展基础设施和条件等) 在整个国家内部的比较中逐渐失去优势的一种状态。从企业家层面而言, 便是感受到本企业所处的制度环境在转型经济的浪潮中处在发展速度相对较弱的梯队中。这意味着外部制度环境的发展与企业家的预期状况出现了不匹配的现象。这一不乐观的预期将导致企业家认为企业处在更加不利的竞争地位, 进行高风险的长期投资将更有可能导致企业失败。因此, 对于心理所有权本就薄弱的企业家而言, 这种制度环境的困境状态将进一步削弱其进行变革的意愿, 甚至产生放弃家族企业的念头 (何轩等, 2014), 更不愿意在高制度期望落差困境下, 将大量的资金投入高风险的长期投资决策中去。基于上述分析, 本文提出如下假设:

假设 4: 历史制度期望落差将强化家族企业改制而来与企业长期投资水平的负相关关系。

综上所述, 本文的研究框架如图 1 所示。

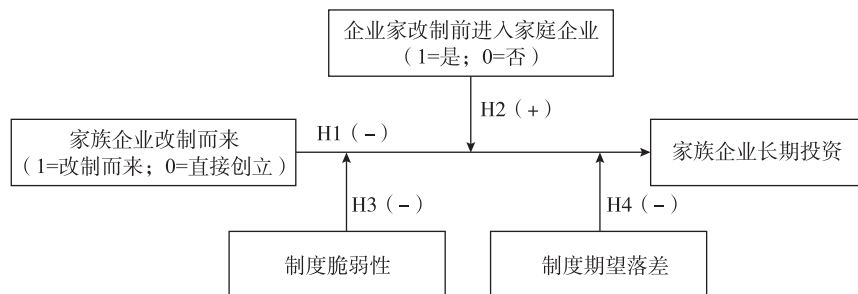


图 1 本文研究框架

三、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文选取2008~2016年沪深A股全部上市家族企业为基础数据库,为保证研究样本的有效性,对样本进行严格筛选:①因金融行业与其他行业的财务特征和会计制度不同,本文从样本中剔除了银行、保险公司、证券公司等金融行业样本;②剔除ST、PT等企业样本;③剔除存在大量数据缺失的企业样本;④剔除无法准确判定家族企业历史沿革的样本。最终获得1192家家族企业,共计5183个观测值。本文对所有连续性变量进行了1%水平上的缩尾处理(Flannery & Rangan, 2006)。

(二) 定义变量

1. 因变量: 长期投资

本文借鉴相关研究(Liang et al., 2018),将长期投资行为分为两部分:市场化导向的长期投资行为和非市场化导向的长期投资行为,其中分别采用企业的研发投入和捐赠投入测量家族企业的市场化导向和非市场化导向的长期投资。这是因为,无论是研发投入还是捐赠投入,均意味着企业需要以短期成本换取长期收益,企业捐赠有利于企业长期的可持续发展(Bansal & Desjardine, 2014; Slawinski & Bansal, 2015),是一种能够在长远发展中吸引非财务利益相关者的战略(Greening & Turban, 2000; Hillman & Keim, 2001; Luo & Bhattacharya, 2006),同时能够作为应对未来风险的保险机制(Godfrey, 2005)。同样,企业研发投入作为企业的一种前瞻性行为,意味着企业以现在的资源投资于长远的创

新性活动中(McGrath, 1997; Miller & Arikan, 2004),因而也能够代表企业在战略上的长期导向。具体计算如下:

(1) 市场化导向长期投资——研发投入。具体为企业当期研发投入与企业当期净利润的比值。在稳健性检验中,为消除行业差异,借鉴以往文献测量方法进行行业均值调整,即以企业当期研发投入与行业平均研发投入的差额与企业当期净利润与行业平均净利润的差额的比值进行测算并重新拟合(龚辉锋和茅宁, 2014)。

(2) 非市场化长期投资——捐赠投入。具体为企业捐赠水平加1的自然对数,捐赠缺失值用0弥补(Wang & Qian, 2011)。在稳健性检验中,本文借鉴以往文献做法(Zheng et al., 2014; Lau et al., 2016; Khan et al., 2019),进一步采用第三方评级机构——润灵环球责任评级(RKS)评价中的总评分作为企业非市场化导向长期投资的替代性测量。

2. 自变量: 家族企业改制而来

如果家族企业是由国有或集体企业改制而来的,则将此变量赋值为1,反之赋值为0(Ji et al., 2021)。对于改制型家族企业,其改制过程可能发生在上市前或上市后,为准确和全面地确定“是否经过改制”,本文通过从上市公司官方网站的企业发展历程和巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn/>)上披露的《招股说明书》中发行人历史沿革,以及企业家基本资料中获得企业初始产权的相关信息,用以判断企业是否经历过私有化,并结合国泰安数据库披露的企业民营化方式及家族化方式数据进行对比核对以防止遗漏。

3. 调节变量：企业家改制前进入

企业家加入企业时间将显著影响其对企业的感情认同，本文采用企业家是否在企业家族化之前便已加入企业，即“改制前进入”作为调节变量。首先，本文从家族企业数据库中获取各个年份家族企业家的信息及其个人简历。随后，从家族企业企业家的个人简历中手工提取出其加入该家族企业的时间，由于大量企业在发展历史过程中，尤其是改制前后存在变更企业名称的现象，为保证数据的准确性，本文在手工识别的过程中特别关注了企业当前名称、改制前名称、创立名称等多个关键词，并提取出其中最早出现在企业家简历中的年份作为其最早进入该改制企业的年份。在完成年份提取后，将该时间节点与企业家族化的时间点进行比较并分别赋值，若家族化后的企业家在企业家族化之前便在企业任职，则将此变量赋值为1，反之为0。

4. 调节变量：地区制度脆弱性

本文参考 Shi 等 (2017) 的计算方法衡量企业所处地区的制度脆弱性。基于樊纲市场化指数的5个维度和18个指标，文章首先计算样本中30个省份中各个子指标的“变化幅度”(pace of change) 并利用熵公式计算五个方面子指标变化幅度的同步情况 (Banalieva, 2014; Robins & Wiersema, 2003)。制度脆弱性得分越高，表明*i*省在第*t*年的制度脆弱性程度越高。

5. 调节变量：制度期望落差

组织始终嵌入在特定的制度安排中 (Carney et al., 2016; Cardoza et al., 2016)，企业及企业家对企业所处的外部制度及制度环境状况也会存在一种心理满意度水平，即制度期望

水平 (Kauppi, 2013)，通过比较当前所处的实际制度状态与制度期望水平间的差距来调整自身决策行为。本文借鉴企业行为理论的核心概念，构建企业历史制度期望水平 $IA_{i,t-1}$ ：

$$IA_{i,t-1} = (1-\beta_1)I_{i,t-2} + \beta_1 IA_{i,t-2} \quad (1)$$

与计算上文业绩期望水平一样， β_1 代表权重，本文采用 $\beta_1 = 0.4$ 时的检验结果，即企业 *i* 在 *t-1* 期的历史制度期望 $IA_{i,t-1}$ 等于企业 *i* 在 *t-2* 期时所处地区的市场化指数 (权重为 0.6) 和 *t-2* 期的历史制度期望 $IA_{i,t-2}$ (权重为 0.4) 之和。进一步，企业 *i* 在 *t-1* 期的历史制度期望差距等于企业 *i* 第 *t* 年的实际市场化水平 $I_{i,t-1}$ 与历史制度期望水平 $IA_{i,t-1}$ 之差。当历史制度期望差距小于 0 时，制度期望落差赋值为制度期望差距的绝对值，否则为 0。因此，该数值为正数表示企业当前所处的制度环境低于过往历史制度期望水平的情况，数值越大，制度期望落差越大。

6. 控制变量

根据以往研究文献，主要对以下影响企业长期投资的变量进行了控制：①企业规模，企业期末总资产的自然对数；②企业寿命，定义为企业成立年限的自然对数；③资产负债率，定义为负债占总资产的百分比；④前期绩效，定义为企业前一期总资产回报率；⑤独立董事比例，定义为独立董事数量占董事会总人数的比例；⑥两职兼任，定义为企业的董事长和 CEO 是否两职兼任，是则将此变量赋值为 1，反之赋值为 0；⑦企业家家族化时限，企业家家族化时长取自然对数；⑧企业家所有权，定义为企业家拥有上市公司所有权比例；⑨股权制衡，定义为第 2~5 大股东持股比例合计与第一大股

东持股比例之间的比例；⑩冗余资源，用企业现金比率衡量，即经营活动产生的现金流量净额与企业当期资产总和之间的比例（Kim & Bettis, 2014）；⑪破产倾向，企业破产倾向威胁到其战略行为（Chen & Miller, 2007）。借鉴以往研究文献，采用 Altman' Z 指数来衡量企业的破产风险，该指数越大则破产风险越小（Gentry & Shen, 2013）。

此外，本文还设置了年度虚拟变量来控制年度变化趋势对企业长期投资的影响，同时考虑到行业差异性对企业长期投资的影响，本文根据中国证监会的行业分类标准，设定了行业虚拟变量来控制这些因素对家族企业长期投资战略选择可能产生的影响。表 1 列示了样本行业分布情况。

表 1 样本行业分布情况

行业分类	总样本所占比重 (%)	改制企业所占比重 (%)
农、林、牧、渔业	1.35	2.33
采矿业	0.96	2.85
制造业	81.19	74.09
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.27	0.78
建筑业	2.10	1.04
批发和零售业	0.96	0.78
交通运输、仓储和邮政业	0.27	0
住宿和餐饮业	0.02	0
信息传输、软件和信息技术服务业	9.24	7.25
房地产业	0.31	0
租赁和商业服务业	0.79	3.63
科学研究和技术服务业	1.00	1.55
水利、环境和公共设施管理业	0.68	1.04
居民服务、修理和其他服务业	0.02	1.55
卫生和社会工作	0.27	0.26
文化、体育和娱乐业	0.41	0.78
综合	0.15	2.07

注：N=5183（观测值）。

资料来源：笔者整理。

（三）主要变量的描述性统计与相关性分析

表 2 显示家族企业改制而来的均值为 0.125，标准差为 0.330，表明样本中改制型家族企业占 12.5%。企业研发投入的均值为 7.18，标准差为 13.09，表明企业间的研发投入占净利润的比例平均为 7.2%。企业捐赠投入的均值为

18.887，标准差为 262.907，表明企业的平均慈善捐赠为 10.948 万元。各变量间的相关性分析结果显示：①家族企业改制而来与企业研发投入和捐赠投入呈负相关关系且显著，为主假设提供了初步支持；②家族企业研发投入和捐赠投入间没有显著的负相关关系。

表 2 变量描述性统计与相关性分析

变量	Mean	S. D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
研发投入/净利润	7.18	13.09	1																	
捐赠投入	18.887	262.907	-0.030**	1																
家族企业改制而来	0.125	0.330	-0.038***	-0.01	1															
企业家改制前进入	0.882	0.323	0.007	-0.037***	-0.392***	1														
制度脆弱性	0.218	0.162	0.007	-0.011	-0.067***	0.031**	1													
制度期望落差	0.065	0.210	0.026*	-0.003	0.049***	-0.018	-0.123***	1												
破产倾向	10.896	13.842	-0.013	-0.016	-0.018	0.089***	-0.071***	0.003	1											
企业规模	21.461	0.930	-0.040***	0.121***	0.124***	-0.139***	-0.112***	0.120***	-0.360***	1										
企业寿命	1.581	0.709	0.058***	0.055***	0.486***	-0.403***	-0.100***	0.180***	-0.194***	0.431***	1									
资产负债率	0.349	0.194	0.040***	0.031**	0.171***	-0.183***	-0.004	0.043***	-0.600***	0.481***	0.357***	1								
前期绩效	0.053	0.053	-0.210***	0.061***	-0.088***	0.099***	-0.005	-0.021	0.270***	-0.034**	-0.291***	-0.335***	1							
企业成长潜力	0.006	0.025	-0.046***	0.012	0.315***	-0.172***	-0.052***	0.090***	0.032**	0.090***	0.296***	0.078***	-0.034**	1						
独立董事比例	0.377	0.055	0.023	-0.001	-0.035**	0.021	-0.024*	-0.025*	0.049***	-0.068**	-0.025*	-0.047***	0.014	-0.019	1					
两职兼任	0.382	0.486	0.02	-0.032	-0.058***	0.088***	0.007	-0.032	0.077***	-0.112***	-0.115***	-0.086***	0.044***	-0.009	0.121***	1				
企业家族化时限	1.436	0.639	0.073***	0.064***	0.013	-0.222***	-0.056***	0.150***	-0.206***	0.417***	0.820***	0.299***	-0.250***	0.051***	-0.005	-0.108***	1			
企业家所有权	0.370	0.165	-0.052	-0.01	-0.192***	0.207***	0.061***	-0.087***	0.120***	-0.099***	-0.367***	-0.172***	0.168***	-0.082	0.153***	0.065***	-0.294***	1		
股权制衡	0.026	0.037	0.017	0.015	0.067***	-0.081***	0.003	0.002	-0.066***	0.126***	0.127***	0.120***	-0.040***	0.008	0.032**	-0.021	0.126***	0.122***	1	
冗余资源	0.041	0.072	-0.088***	0.046***	0.022	-0.047***	0.032*	0.013	0.151***	0.053**	0.092***	-0.128***	0.218***	0.123***	-0.008	-0.046***	0.099***	0.021	0.028**	1

注: N=5183; *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。
资料来源: 笔者整理。

四、实证检验与结果分析

在实证检验之前,对交互项中的连续性变量进行中心化处理,以削弱多重共线性问题。此外,对进入模型的所有解释变量和控制变量进行了方差膨胀因子(VIF)诊断,结果显示VIF约为2.30和2.12,均小于10,由此可以排除多重共线性问题。本文的数据是面板数据,可能存在异方差、时序相关和横截面相关等问题。使用通常的面板数据估计方法会低估标准误,导致模型估计结果有偏。根据以往文献,若采用Driscoll-Kraay标准误的方法对面板数据进行估计,可以保证标准误的无偏性、一致性和有效性(Driscoll & Kraay, 1998)。因此,在后续模型估计中,采用了Driscoll-Kraay标准误方法对面板数据进行了估计,以保证结果的准确性。此外,根据豪斯曼检验结果,本文适宜采用固定效应估计方法检验上文提出的假设。

(一) 改制与家族企业长期投资关系检验

表3显示:家族企业改制而来与家族企业的市场化长期投资-研发投入的回归系数均显著为负,并且在后续加入调节变量后的模型(3)、模型(4)、模型(5)、模型(7)中依然稳健。在总模型(7)中,家族企业改制而来的系数为-1.181,意味着相对于创立型家族企业而言,改制而来的家族企业的研发投入占净利润的比例会降低1.181%。家族企业改制而来与家族企业的非市场化长期投资-捐赠投入的回归系数在模型(10)、模型(11)、模型(12)、模型(14)中也是显著为负。在总模型(14)中,家族企业改制而来的系数为-1.043,意味着相

对于创立型家族企业而言,改制型家族企业的捐赠投入平均降低1.84万元。此外,在模型(6)和模型(13)中,文章剔除所有控制变量进行回归,市场化长期投资与非市场化长期投资之间的关系依然为负显著,表明主要变量相关性不显著对主效应结果没有影响。由此,本文假设1得到验证。

(二) 改制与家族企业长期投资间关系的调节机制分析

1. 改制前进入的调节效应

表3显示:家族企业家改制前进入与家族企业改制而来的交互项的系数在模型(3)和模型(10)中均显著为正($coef. = 0.806, p < 0.01$; $coef. = 0.803, p < 0.01$)。此外,文章计算了改制前进入与否的边际效应,当企业家在改制前进入时,家族企业改制而来与企业研发投入的边际效应系数为-0.539,与企业捐赠投入的边际效应系数为-0.333,而当企业家在改制后进入时,家族企业改制而来与企业研发投入的边际效应系数为-1.345,与企业捐赠投入的边际效应系数为-0.468,说明若是家族企业家加入企业的时间早于该企业改制时间,则该企业家与企业间的经济与情感联系将强化其对企业的心理所有权,导致企业的长期投资水平的提升,其中研发投入水平提升约60% $[(-1.345 + 0.539) / (-1.345)]$,捐赠水平提升约29% $[(-0.468 + 0.333) / (-0.468)]$ 。由此,本文假设2得到验证。

2. 制度脆弱性的调节效应

表3显示:家族企业所处地区制度脆弱性与家族企业改制而来的交互项的系数在市场化导向的长期投资-研发投入模型(4)中为负显

表 3 改制与家族企业长期投资关系检验

变量	因变量: 市场化导向的长期投资-研发投入						因变量: 非市场化导向的长期投资-捐赠投入							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
企业规模	-0.280*** (0.016)	-0.278*** (0.015)	-0.274*** (0.015)	-0.280*** (0.015)	-0.279*** (0.015)		-0.278*** (0.015)	0.398*** (0.052)	0.398*** (0.053)	0.403*** (0.051)	0.401*** (0.050)	0.393*** (0.047)		0.403*** (0.044)
企业寿命	0.150** (0.061)	0.496*** (0.125)	0.467*** (0.119)	0.490*** (0.119)	0.488*** (0.129)		0.458*** (0.117)	-0.108 (0.162)	-0.150 (0.201)	-0.168 (0.193)	-0.182 (0.240)	-0.185 (0.164)		-0.232 (0.198)
资产负债率	0.221** (0.077)	0.237** (0.078)	0.246** (0.081)	0.248** (0.076)	0.234** (0.078)		0.252** (0.080)	0.090 (0.105)	0.088 (0.105)	0.090 (0.104)	0.047 (0.107)	0.099 (0.112)		0.059 (0.112)
前期业绩	-2.734*** (0.438)	-2.667*** (0.426)	-2.660*** (0.423)	-2.710*** (0.421)	-2.694*** (0.432)		-2.727*** (0.425)	2.475*** (0.723)	2.467*** (0.734)	2.461** (0.738)	2.578*** (0.726)	2.457*** (0.673)		2.577*** (0.673)
企业成长潜力	-3.192*** (0.307)	-3.453*** (0.309)	-3.415*** (0.314)	-3.376*** (0.320)	-3.484*** (0.316)		-3.380*** (0.331)	-3.927 (3.209)	-3.895 (3.245)	-3.887 (3.220)	-4.194 (3.257)	-3.894 (3.280)		-4.185 (3.264)
独立董事比例	-0.307* (0.165)	-0.345* (0.160)	-0.387** (0.160)	-0.361* (0.162)	-0.343* (0.159)		-0.398** (0.160)	-0.847 (0.683)	-0.843 (0.679)	-0.879 (0.681)	-0.775 (0.670)	-0.829 (0.689)		-0.806 (0.682)
两职兼任	0.026 (0.069)	0.027 (0.070)	0.033 (0.072)	0.027 (0.070)	0.029 (0.070)		0.034 (0.072)	-0.170** (0.069)	-0.170** (0.069)	-0.164** (0.069)	-0.174** (0.069)	-0.166** (0.064)		-0.164** (0.065)
企业家族化时限	-0.005 (0.052)	-0.361** (0.137)	-0.331** (0.136)	-0.350** (0.130)	-0.362** (0.138)		-0.325** (0.130)	0.034 (0.067)	0.078 (0.111)	0.097 (0.106)	0.073 (0.142)	0.096 (0.097)		0.112 (0.126)
企业家所有权	-0.247* (0.113)	-0.313** (0.133)	-0.295* (0.143)	-0.328** (0.137)	-0.306* (0.138)		-0.305* (0.151)	-0.481* (0.234)	-0.473* (0.228)	-0.435* (0.217)	-0.387 (0.239)	-0.443 (0.256)		-0.317 (0.254)
股权制衡	0.887 (0.771)	0.868 (0.777)	0.889 (0.783)	0.900 (0.780)	0.881 (0.776)		0.933 (0.782)	-0.776 (0.541)	-0.774 (0.543)	-0.771 (0.543)	-0.841 (0.534)	-0.811 (0.562)		-0.878 (0.552)
冗余资源	-0.843*** (0.099)	-0.815*** (0.106)	-0.824*** (0.110)	-0.794*** (0.107)	-0.811*** (0.106)		-0.801*** (0.112)	0.742*** (0.201)	0.739*** (0.200)	0.730*** (0.200)	0.684*** (0.204)	0.728*** (0.198)		0.659** (0.201)
破产倾向	0.004** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)		0.005** (0.001)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)		0.005** (0.002)

续表

变量	因变量：市场化导向的长期投资-研发投入							因变量：非市场化导向的长期投资-捐赠投入							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	
家族企业改制而来	-0.819*** (0.233)	-1.345*** (0.146)	-0.689*** (0.197)	-0.792*** (0.236)	-1.080*** (0.180)	-1.181*** (0.129)	0.100 (0.142)	-0.469** (0.174)	-0.353 (0.232)	0.118 (0.109)	-1.038*** (0.193)	-1.043*** (0.235)			
企业家改制前进入		-0.253 (0.153)		-0.237 (0.161)	-0.244 (0.158)			-0.402** (0.121)			-0.394*** (0.146)	-0.470*** (0.120)			
家族企业改制而来× 企业家改制前进入		0.806** (0.279)		0.896*** (0.249)	0.775** (0.290)			0.803*** (0.123)			0.817*** (0.129)	0.969*** (0.126)			
制度脆弱性				-0.065** (0.028)	-0.040 (0.035)	-0.053* (0.028)					-0.237 (0.178)	-0.225 (0.179)			
家族企业改制而来× 制度脆弱性				-0.629*** (0.149)	-0.332 (0.223)	-0.568*** (0.151)					2.513*** (0.269)	2.589*** (0.263)			
制度期望落差					0.062 (0.037)	0.015 (0.036)	0.055 (0.036)				0.137 (0.220)	0.143 (0.217)	0.114 (0.219)		
家族企业改制而来× 制度期望落差				-0.215** (0.080)	-0.050 (0.046)	-0.239** (0.077)					0.162 (0.148)	0.108 (0.126)	0.186 (0.149)		
常数项	6.407*** (0.347)	6.421*** (0.324)	6.597*** (0.387)	6.499*** (0.321)	6.443*** (0.320)	6.677*** (0.386)		-6.612*** (1.402)	-6.614*** (1.411)	-6.335*** (1.460)	-6.684*** (1.359)	-6.552*** (1.320)	1.683*** (0.117)	-6.326*** (1.323)	
观测值	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	5183.000	
F	234.370	75.747	60.551	334.982	72.428	1288.384	334.086	265.232	83.169	103.258	291.035	196.106	5452.052	1510.257	
Adj R ²	0.2181	0.2188	0.2190	0.2185	0.2185	0.2053	0.2185	0.4583	0.4582	0.4580	0.4586	0.4580	0.4564	0.4583	

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著；年份行业变量未加列示；括号内为标准误；上述模型为经过Driscol-Kraay标准误调整后的结果。
资料来源：笔者整理。

著 ($coef. = -0.629, p < 0.01$), 而在非市场化导向的长期投资-捐赠投入模型 (11) 中呈正显著 ($coef. = 2.513, p < 0.01$)。文章计算了制度脆弱性的边际效应, 当制度脆弱性高时, 家族企业改制而来与企业研发投入的边际效应系数为 -0.926 , 与企业捐赠投入的边际效应系数为 -0.220 , 而当制度脆弱性低时, 家族企业改制而来与企业研发投入的边际效应系数为 -0.722 , 与企业捐赠投入的边际效应系数为 -0.596 , 说明当制度脆弱性高时, 改制型家族企业与创立型家族企业的研发投入水平差异将提升约 $28\% [(-0.722+0.926)/(-0.722)]$ 。但是制度脆弱性对企业捐赠投入的调节效应并未支持文章的假设。可能的解释如下: 企业所处的制度环境对于由心理所有权引发的企业不同的短期导向行为具有差异化的影响效果, 在制度脆弱性高的地区, 企业面临的制度波动大, 不确定性高, 家族企业在风险规避和心理所有权弱的双重作用下, 将显著降低其进行受市场环境影响极大的长期投资行为的动机, 因而会强化改制与家族企业市场化长期投资间的负相关关系; 但与此同时, 非市场化的长期投资战略具有维护政商关系、削弱外部环境不确定性影响效果的作用, 因此, 尽管改制型家族企业家对企业的心理所有权较弱, 但为防止由于脆弱的外部制度环境带来的更大损失, 依然愿意采取类似的行动。

3. 制度期望落差的调节效应

表 3 中的模型 (5) 和模型 (12) 分别分析了家族企业的制度期望对家族企业改制而来与家族企业市场化长期投资-研发投入和非市场化长期投资-捐赠投入间关系的调节效应。

结果显示: 家族企业的制度期望与家族企业改制而来的交互项的系数在市场化长期投资的模型中呈现负显著 ($coef. = -0.215, p < 0.05$), 但在非市场化长期投资的模型中不显著。文章计算了制度期望落差的边际效应, 当制度期望落差高时, 家族企业改制而来与企业研发投入的边际效应系数为 -1.162 , 而当制度期望落差低时, 家族企业改制而来与企业研发投入的边际效应系数为 -0.791 , 表明外部制度环境的持续恶化将加剧改制型企业的企业家由于心理所有权不足产生的风险规避倾向, 进而减少市场化长期投资水平, 其中研发投入水平降低约 $32\% [(-1.162+0.791)/(-1.162)]$ 。由此, 本文假设 4 得到部分验证。

五、稳健性检验

(一) 内生性检验——倾向性得分匹配 (propensity score matching, PSM)

为了减少由于样本选择偏误产生的回归偏差以及考虑到家族企业是否改制而来与家族企业长期投资之间可能存在的内生性问题, 本文进一步采用 PSM 倾向性匹配法进行内生性的控制。本文使用企业规模、企业寿命、前期绩效、资产负债率、企业家所有权作为匹配变量对改制型和创立型家族企业进行匹配。经过 PSM 且筛选了满足共同支撑假设的样本后, 成功匹配的改制型家族企业观测值为 980, 创立型家族企业样本观测值量为 980, 即处理组和控制组共有 1960 个观测值满足共同支撑假设被保留下来。由于 PSM 目前无法完成对面板数据进行严格的分年匹配, 所以匹配过程中通过手动进行年份

拆分后匹配以控制时间趋势，从而满足改制型家族企业与创立型家族企业的配对在相同或相近的时间且出于相同行业的要求。

表4为重新检验后的结果：在匹配后的样本中，家族企业改制而来与家族企业的市场化长期投资和非市场化长期投资的回归系数均显著为负 ($coef. = -1.022, p < 0.01$; $coef. = -0.494, p < 0.05$)，并且在后续加入调节变量后的模型中依然稳健，表明本文假设1依然得到验证。在调节效应的检验中，模型(4)和模型(9)显示：家族企业所处地区制度脆弱

性与家族企业改制而来的交互项的系数在市场化导向的长期投资模型中呈现负显著 ($coef. = -0.717, p < 0.01$)，而在非市场化导向的长期投资模型中呈现正显著 ($coef. = 1.316, p < 0.05$)，本文假设3得到部分验证，结果与主效应相同；模型(10)表明家族企业的制度期望落差与家族企业改制而来的交互项的系数在非市场化长期投资的模型中呈现负显著 ($coef. = -0.248, p < 0.01$)，本文假设4得到部分验证。综上，经过倾向性得分匹配后，本文大部分假设检验结果与主模型保持一致。

表4 改制与家族企业长期投资关系检验——倾向性得分匹配

变量	因变量：市场化导向的长期投资-研发投入					因变量：非市场化导向的长期投资-捐赠投入				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
企业规模	-0.005 (0.061)	0.017 (0.060)	0.148*** (0.038)	-0.022 (0.070)	0.058 (0.061)	0.395*** (0.035)	0.404*** (0.033)	0.442*** (0.059)	0.463*** (0.035)	0.357*** (0.027)
企业寿命	0.079 (0.054)	0.245*** (0.053)	0.742*** (0.160)	0.350*** (0.066)	0.740*** (0.174)	-0.522 (0.373)	-0.415 (0.338)	-0.565 (0.349)	-0.579 (0.394)	0.099 (0.389)
资产负债率	-0.021 (0.215)	-0.109 (0.207)	-0.332** (0.139)	-0.310 (0.256)	-0.104 (0.222)	0.124 (0.129)	0.113 (0.125)	0.153 (0.276)	0.084 (0.076)	-0.108 (0.124)
前期业绩	-2.032*** (0.281)	-2.012*** (0.277)	-1.104** (0.562)	-1.689*** (0.392)	-1.958*** (0.286)	-0.168 (0.137)	-0.138 (0.132)	0.052 (0.312)	-0.125 (0.103)	-0.686*** (0.083)
独立董事比例	0.791** (0.332)	0.727** (0.338)	-1.272* (0.719)	1.094* (0.608)	1.448*** (0.283)	0.831 (0.851)	0.850 (0.839)	0.483 (0.404)	0.892 (0.857)	1.935** (0.784)
两职兼任	0.292*** (0.032)	0.305*** (0.032)	0.190* (0.108)	0.351*** (0.038)	0.387*** (0.038)	-0.056* (0.031)	-0.056* (0.030)	-0.045 (0.048)	-0.022 (0.044)	-0.034 (0.029)
企业家族化时限	-0.019 (0.041)	-0.183*** (0.046)	-0.801*** (0.204)	-0.238*** (0.048)	-0.203*** (0.043)	-0.022 (0.023)	-0.099** (0.040)	0.052 (0.091)	-0.114*** (0.036)	-0.130** (0.052)
企业家所有权	0.198 (0.220)	0.001 (0.222)	-1.316*** (0.194)	-0.535 (0.332)	-0.479*** (0.176)	-0.905 (0.598)	-0.993 (0.626)	-1.488 (1.240)	-1.524** (0.682)	-0.697 (0.690)
股权制衡	1.070 (1.293)	1.357 (1.267)	2.226*** (0.351)	0.618 (1.422)	1.393 (1.326)	2.040*** (0.564)	2.089*** (0.568)	2.138** (0.854)	2.738*** (0.846)	1.797*** (0.675)
冗余资源	-0.503 (0.449)	-0.583 (0.451)	-2.555*** (0.474)	-0.661 (0.498)	-0.329 (0.617)	-0.665*** (0.195)	-0.668*** (0.192)	-0.681** (0.304)	-0.627*** (0.207)	-0.599*** (0.131)
破产倾向	-0.004 (0.003)	-0.003 (0.003)	0.005*** (0.001)	-0.005** (0.002)	-0.003 (0.004)	0.007** (0.003)	0.008*** (0.003)	0.008** (0.004)	0.007** (0.003)	0.006** (0.003)

续表

变量	因变量: 市场化导向的长期投资-研发投入					因变量: 非市场化导向的长期投资-捐赠投入				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
家族企业改制而来		-1.022*** (0.094)	-2.183*** (0.466)	-1.394*** (0.099)	-0.662*** (0.115)		-0.494** (0.206)	-0.319*** (0.124)	-0.557*** (0.202)	-0.380* (0.227)
企业家改制前进入			0.004 (0.015)					0.081 (0.669)		
家族企业改制而来× 企业家改制前进入			-0.383 (0.282)					-0.009 (0.460)		
制度脆弱性				0.096 (0.122)					-0.868* (0.485)	
家族企业改制而来× 制度脆弱性				-0.717*** (0.268)					1.316** (0.555)	
制度期望落差					0.045 (0.062)					0.212*** (0.062)
家族企业改制而来× 制度期望落差					0.006 (0.065)					-0.248*** (0.078)
常数项	0.315 (1.259)	-0.098 (1.249)	-0.933 (0.865)	1.594 (1.671)	-2.853** (1.341)	-2.041 (1.857)	-2.124 (1.814)	-7.652*** (1.756)	-7.365*** (1.879)	-8.493*** (1.077)
观测值	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000	1960.000
F	417.380	113.687	47.016	100.035	208.509	280.281	121.981	16.384	218.805	73.693
Adj R ²	0.1269	0.1305	0.2446	0.1403	0.1750	0.3834	0.3835	0.3733	0.3706	0.3993

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著; 年份行业变量未加列示; 括号内为标准误; 上述模型为经过 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

资料来源: 笔者整理。

(二) 市场化长期投资的替代检验

不同行业内的企业研发投入水平可能存在很大差异, 为消除行业差异, 本文以企业当期研发投入与行业平均研发投入的差额, 以及企业当期净利润与行业平均净利润的差额的比值进行测算并重新拟合, 结果如表 5 所示: 模型 (2) 显示家族企业改制而来与家族企业的市场化长期投资的回归系数均显著为负 ($coef. = -0.248$, $p < 0.01$), 并且在后续加入调节变量后的模型 (3)、模型 (4)、模型 (5) 中依然稳健, 本文假设 1 得到验证; 模型 (3) 显示家族企业家改制前进入与家族企业改制而来的交互项的系数在市场化

长期投资模型中显著为正 ($coef. = 0.895$, $p < 0.01$), 本文假设 2 得到验证; 模型 (4) 显示家族企业所处地区制度脆弱性与家族企业改制而来的交互项的系数在市场化导向的长期投资模型中呈现负显著 ($coef. = -0.556$, $p < 0.01$), 本文假设 3 得到验证; 模型 (5) 表明家族企业的制度期望落差与家族企业改制而来的交互项的系数在市场化长期投资的模型中呈现负显著 ($coef. = -0.118$, $p < 0.05$), 本文假设 4 依然得到验证。综上所述, 在消除行业影响效应后, 本文关于家族企业改制而来与家族企业市场化长期投资的所有假设依然得到验证。

表5 改制与家族企业市场化导向的长期投资关系检验——消除行业影响效应

变量	因变量：市场化导向的长期投资				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
企业规模	-0.191*** (0.020)	-0.191*** (0.021)	-0.256*** (0.014)	-0.222*** (0.020)	-0.081** (0.032)
企业寿命	0.152** (0.060)	0.240*** (0.070)	0.285** (0.116)	0.280*** (0.084)	-0.066 (0.192)
资产负债率	0.270*** (0.061)	0.267*** (0.063)	0.246*** (0.087)	0.376*** (0.073)	-0.187** (0.088)
前期业绩	-2.688*** (0.366)	-2.688*** (0.363)	-2.814*** (0.471)	-2.595*** (0.417)	-2.557*** (0.521)
独立董事比例	0.011 (0.177)	-0.001 (0.173)	-0.447*** (0.156)	0.230 (0.346)	1.426*** (0.367)
两职兼任	0.068 (0.051)	0.070 (0.051)	0.049 (0.067)	0.035 (0.055)	0.180** (0.074)
企业家族化时限	-0.009 (0.024)	-0.102** (0.050)	-0.155 (0.125)	-0.144** (0.058)	-0.106*** (0.041)
企业家所有权	-0.286*** (0.046)	-0.331*** (0.046)	-0.290** (0.130)	-0.479*** (0.064)	-0.576*** (0.115)
股权制衡	1.120 (0.995)	1.160 (0.980)	0.999 (0.730)	0.776 (1.084)	1.681 (1.207)
冗余资源	-0.476*** (0.167)	-0.480*** (0.165)	-0.960*** (0.125)	-0.476** (0.235)	-0.005 (0.353)
破产倾向	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004** (0.002)	-0.000 (0.002)
家族企业改制而来		-0.248*** (0.087)	-1.252*** (0.134)	-0.261** (0.108)	-0.153 (0.118)
企业家改制前进入			-0.279* (0.143)		
家族企业改制而来×企业家改制前进入			0.895*** (0.243)		
制度脆弱性				-0.061*** (0.023)	
家族企业改制而来×制度脆弱性				-0.556** (0.239)	
制度期望落差					0.039 (0.063)
家族企业改制而来×制度期望落差					-0.118** (0.056)
常数项	3.907*** (0.678)	3.987*** (0.709)	6.605*** (0.494)	5.840*** (0.495)	2.091*** (0.601)

续表

变量	因变量：市场化导向的长期投资				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
观测值	6912.000	6912.000	6912.000	6912.000	6912.000
F	383.939	241.297	109.233	195.327	304.631
Adj R ²	0.1845	0.1846	0.1996	0.1899	0.1990

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著；年份行业变量未加列示；括号内为标准误；上述模型为经过 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

资料来源：笔者整理。

(三) 非市场化长期投资的替代检验

润灵环球 (RKS) 是中国企业社会责任权威第三方评级机构, 致力于为责任投资 (SRI) 者、责任消费者及社会公众提供客观科学的企业责任评级信息。润灵环球评级包括 ESG 评级 (环境、社会、治理)、CSR 报告评级、社会责任以及投资者服务等。本文进一步使用润灵环球 CSR 评分对非市场化长期投资的相关模型进行稳健性检验。结果如表 6 所示: 模型 (2) 显示家族企业改制而来与家族企业的非市场化长期投资的回归系数均显著为负 (*coef.* = -2.607,

$p < 0.01$), 并且在后续加入调节变量后的模型 (3)、模型 (4)、模型 (5) 中依然稳健, 本文假设 1 得到验证; 模型 (3) 显示家族企业家改制前进入与家族企业改制而来的交互项的系数在非市场化长期投资模型中显著为正 (*coef.* = 1.926, $p < 0.01$), 本文假设 2 得到验证。综上所述, 使用润灵环球 CSR 评分测量企业非市场化长期投资后, 本文关于家族企业改制而来与家族企业非市场化长期投资的部分假设得到验证。

表 6 改制与家族企业非市场化导向的长期投资关系检验——润灵环球 CSR 评分

变量	因变量：非市场化导向的长期投资				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
企业规模	1.112*** (0.046)	1.150*** (0.055)	1.479*** (0.073)	1.309*** (0.123)	1.036*** (0.116)
企业寿命	-1.753*** (0.265)	-1.171*** (0.260)	-1.028* (0.589)	-0.902** (0.375)	1.211 (1.720)
资产负债率	-0.434 (0.414)	-0.445 (0.448)	-0.780* (0.415)	-1.133*** (0.372)	-0.084 (0.622)
前期业绩	0.181 (0.379)	0.342 (0.413)	1.140 (2.007)	0.631 (1.108)	-1.089** (0.532)
独立董事比例	0.750 (2.217)	0.851 (2.233)	1.774 (2.326)	0.369 (2.528)	0.573 (1.162)
两职兼任	-0.529*** (0.107)	-0.529*** (0.104)	-0.277* (0.161)	-0.455* (0.252)	-0.892*** (0.186)

续表

变量	因变量：非市场化导向的长期投资				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
企业家族化时限	0.543*** (0.154)	-0.053 (0.285)	-0.021 (0.638)	-0.122 (0.287)	-0.136 (0.281)
企业家所有权	-3.410*** (0.925)	-3.900*** (1.016)	-4.610*** (1.483)	-4.217** (1.843)	-6.253*** (1.439)
股权制衡	3.394*** (0.900)	3.680*** (0.904)	-1.365 (0.866)	2.930 (2.146)	6.227*** (0.831)
冗余资源	-1.300* (0.684)	-1.283* (0.698)	0.577* (0.334)	-0.390 (1.094)	-2.503*** (0.504)
破产倾向	-0.027*** (0.005)	-0.025*** (0.005)	-0.018*** (0.003)	-0.030*** (0.007)	-0.033*** (0.010)
家族企业改制而来		-2.607*** (0.884)	-4.243*** (1.346)	-3.288*** (1.052)	-2.858** (1.284)
企业家改制前进入			-0.256 (0.306)		
家族企业改制而来×企业家改制前进入			1.926*** (0.357)		
制度脆弱性				0.480 (0.593)	
家族企业改制而来×制度脆弱性				-1.471 (0.987)	
制度期望落差					0.219 (0.375)
家族企业改制而来×制度期望落差					0.405 (0.412)
常数项	-17.830*** (1.813)	-18.149*** (1.868)	-28.104*** (1.913)	-15.807*** (2.274)	-17.580** (7.249)
观测值	6912.000	6912.000	6912.000	6912.000	6912.000
F	176.183	168.407	636.030	232.064	1342.250
Adj R ²	0.6965	0.6970	0.6871	0.6940	0.7483

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著；年份行业变量未加列示；括号内为标准误；上述模型为经过 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

资料来源：笔者整理。

(四) 控制重大自然灾害对企业非市场化长期投资的影响

重大自然灾害将会导致企业捐赠投入的显著增加，因此需要控制重大自然灾害对企业非

市场化长期投资-捐赠的影响。首先，全国性重大自然灾害将会导致全国范围内企业的捐赠行为出现波动，因此，本文剔除样本时间范围内受两大重大自然灾害（2008年四川汶川地震以

及2010年青海玉树地震)影响的样本,仅保留2012~2016年的样本进行进一步检验;其次,地方性自然灾害将会导致企业捐赠行为的地区差异,文章采用年份×地区固定效应控制由于地区差异导致的影响。结果如表7所示:模型(1)显示家族企业改制而来与家族企业的非市场化长期投资的回归系数均显著为负($coef. = -0.789, p < 0.05$),本文假设1得到验证;模型(2)显示家族企业家改制前进入与家族企业改制而来的交互项的系数在非市场化长期投资

模型中显著为正($coef. = 0.921, p < 0.01$),本文假设2得到验证。模型(3)显示家族企业所处地区制度脆弱性与家族企业改制而来的交互项的系数在非市场化导向的长期投资模型中呈现正显著($coef. = 2.317, p < 0.01$),与文章主模型的结果一致。综上所述,在控制了重大自然灾害可能产生的影响后,本文关于家族企业改制而来与家族企业非市场化长期投资的检验结果依然与主模型保持一致。

表7 改制与家族企业非市场化导向的长期投资关系检验——控制重大自然灾害的影响

变量	因变量:非市场化导向的长期投资-捐赠投入					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业规模	0.897*** (0.065)	0.318*** (0.053)	0.318*** (0.051)	0.308*** (0.054)		0.337*** (0.053)
企业寿命	0.410** (0.124)	-0.290 (0.256)	-0.352 (0.297)	-0.267 (0.288)		-0.379 (0.313)
资产负债率	0.306 (0.168)	0.418 (0.426)	0.384 (0.428)	0.391 (0.388)		0.298 (0.394)
前期业绩	5.873** (1.834)	1.532** (0.454)	1.733** (0.466)	1.541** (0.447)		1.397** (0.493)
企业成长潜力	-2.855** (0.840)	0.388 (0.860)	0.177 (0.794)	0.398 (0.900)		0.034 (0.916)
独立董事比例	0.181 (0.314)	-0.695* (0.284)	-0.594 (0.281)	-0.641 (0.313)		-0.678* (0.303)
两职兼任	-0.160 (0.138)	-0.030 (0.035)	-0.034 (0.037)	-0.022 (0.038)		-0.026 (0.038)
企业家族化时限	-0.118 (0.056)	0.304** (0.069)	0.308** (0.075)	0.261** (0.069)		0.342** (0.080)
企业家所有权	-0.850*** (0.167)	-0.555 (0.306)	-0.577 (0.321)	-0.521 (0.314)		-0.296 (0.294)
股权制衡	-1.811 (0.892)	-0.196 (0.799)	-0.277 (0.806)	-0.170 (0.792)		-0.470 (0.831)
冗余资源	0.732* (0.306)	0.909** (0.227)	0.841** (0.236)	0.876** (0.225)		0.787** (0.268)

续表

变量	因变量：非市场化导向的长期投资-捐赠投入					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
破产倾向	0.010*** (0.001)	0.009 (0.005)	0.008 (0.005)	0.008 (0.005)		0.008 (0.005)
家族企业改制而来	-0.789** (0.245)	-0.266 (0.143)	0.067 (0.137)	0.191 (0.190)	-1.101** (0.252)	-0.903** (0.281)
企业家改制前进入		-0.690** (0.156)			-0.748*** (0.146)	-0.825*** (0.152)
家族企业改制而来× 企业家改制前进入		0.921*** (0.146)			0.940*** (0.140)	1.142*** (0.157)
制度脆弱性			0.044 (0.202)		-0.100 (0.152)	-0.077 (0.165)
家族企业改制而来×制度脆弱性			2.317*** (0.407)		2.178*** (0.351)	2.264*** (0.417)
制度期望落差				0.187 (0.100)	0.160* (0.063)	0.152** (0.050)
家族企业改制而来×制度期望落差				0.279 (0.193)	0.200 (0.131)	0.118 (0.119)
常数项	0.000 (0.000)	-5.627** (1.652)	-6.172** (1.583)	-6.150** (1.648)	1.246*** (0.172)	-5.898** (1.729)
观测值	4401.000	4401.000	4401.000	4401.000	4401.000	4401.000
F	2543.445	58.634	2.357	21.581	22.412	41.030
Adj R ²	0.4808	0.4806	0.4812	0.4809	0.4815	0.4831

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平上显著；年份行业变量未加列示；括号内为标准误；上述模型为经过 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

资料来源：笔者整理。

六、结论与讨论

(一) 研究结论

如何坚定中国民营经济长期发展的信心、树立民营家族企业创新改造的决心和积极推动社会长期发展的恒心是社会各界关注的焦点，民营家族企业的高质量和长期持续发展一直是影响中国经济未来高质量发展的重要因素。本文通过揭示国有企业私有化对家族企业的影响，

指出家族企业中存在由于心理所有权不足所导致的长期投资水平低等问题，对于当前提振民营经济发展信心、决心和恒心以及完善国有企业改革这一时代背景具有借鉴意义。通过探讨中国民营家族企业的不同历史来源对两种不同类型家族企业的长期投资决策行为的影响，文章一方面为部分家族企业长期投资水平不足提供了解释，另一方面也为国有企业改制过程中出现的国有资产流失等问题提供了潜在的解释。基于 2008~2016 年中国民营家族上市公司研究

样本,分析并发现:改制型家族企业与创立型家族企业相比长期投资导向更为薄弱,其原因可能是企业的“出身”导致改制型企业家的心理所有权比创立型企业家较弱,进而导致了长期投资意愿降低,企业长期投资水平相对较低。进一步地,本文关注了企业家个体特征和外部制度环境特征对改制与家族企业长期投资之间关系的调节效应。研究结果显示,企业家在改制前便进入家族企业工作,其所在的改制型家族企业的长期投资水平会相对较高。此外,外部制度环境的脆弱性和历史制度期望落差,均会进一步弱化改制型家族企业进行长期投资的意愿和水平。

(二) 研究贡献、局限与展望

本文理论贡献体现在:第一,通过分析改制型家族企业存在的长期投资水平较低的问题,揭示了影响掩盖在家族企业长期投资水平低下背后的国有企业私有化的遗留问题,丰富了关于中国民营家族企业的相关研究的同时,也为未来的国有企业私有化研究提供借鉴。文章指出,改制作为一项重要的且影响深远的中国经济改革措施,应当受到学界的更多关注。除去关注国有企业改制对国家经济总体发展、国有资产保护以及国有企业自身发展外,文章还应关注这一改革措施对家族企业这一重要的经济主体所产生的长远影响。国有企业改革只是第一步,改革后的企业与其他家族企业的差异,是否能够长远发展,以及影响其长远发展的主客观因素都应得到更多的关注。尽管本文开始关注到了国有企业改制这一重要因素,但是目前仅分析了家族企业“是否改制而来”对企业长期投资行为的影响效应,但企业改制本身是

极为复杂的过程,在改制型家族企业中依然存在不同的类型,如改制方式(整体改制、部分改制或是共同改制)的差异、改制时期、历史是否存在多次改制(如经历从外资→国企→民营的转变的企业)等,未来研究需进一步关注改制型家族企业的上述差异,以及对家族企业经营长期导向的影响效应。

第二,通过将个体层面的心理所有权概念引入,关注企业家潜在的心理状态及其对家族企业组织层面战略选择的影响,丰富了家族企业领域相关的研究。此外,尽管本文揭示了心理所有权是影响企业家长期发展和投资导向的重要心理感知因素,但受二手数据的限制,暂且无法对家族企业家的心理所有权进行直接量化分析,只能在理论推导的过程中进行推导和解释,未来研究可以通过调研和访谈等,了解改制型家族企业实际控制人真实的心理状态。

第三,将企业长期投资划分为市场化和非市场化投资两类并指出不同的制度环境下企业对这两种长期投资的选择可能不尽相同,丰富了关于转型经济下的制度环境以及企业长期投资的相关研究。但是尽管本文将家族企业的长期投资进行了分类,涵盖了两种不同导向的企业长期投资,但是关于企业两种导向的长期投资行为依然还有许多其他的战略选择,如国际化战略、多元化战略、政治战略等,未来研究可以在各种方面进行拓展。

(三) 政策建议

改制型家族企业与创立型家族企业之间在长期投资和发展导向上存在差异性,本文也进一步明确了在何种内外部情境下,会强化改制型家族企业长期投资和发展的意愿、动力和导

向, 由此为后续国有企业改制, 以及当前国家提振中国民营经济长期存续发展的信心和决心提供可行建议。具体的实践意义体现在: ①改制前便进入家族企业工作的企业家更愿意进行长期投资, 该结果表明在后续国企改革过程中, 选择何种类型的企业家接手改制后的国有企业则极为重要, 改制后的企业如果由改制前在国企内任职期限较长的企业家接手, 则能够提升改制后其对改制型家族企业的心理所有权, 从而有利于企业树立长期可持续经营的发展导向; ②外部制度环境的影响效应揭示了我国经济发展中普遍存在的问题, 即制度发展的不平衡和民营家族企业面临的制度期望差距问题。因此, 为了提升民营家族企业的长期经营意愿, 可采取多样化的措施完善国家制度和政策环境, 以及对民营家族企业的政策制度支持等, 使民营企业形成对当前中国转型制度环境和高度不确定性制度环境的乐观预期, 提振民营家族企业的制度信心。

接受编辑: 张书军

收稿日期: 2021年4月21日

接受日期: 2022年4月19日

作者简介:

连燕玲, 现任华东师范大学经济与管理学部副教授, 于上海财经大学取得博士学位, 先后于 *Asia Pacific Journal of Management*、*Emerging Markets Finance and Trade*、《经济研究》、《管理世界》、《中国工业经济》等期刊发表学术论文多篇, 主持参与多项国家级科研项目。目前主要关注中国转型制度背景下家族企业、

公司治理、市场/非市场战略等领域研究。

刘依琳, 得克萨斯大学达拉斯分校博士研究生。先后于《管理世界》《中国工业经济》等期刊发表多篇论文。目前主要关注公司治理领域研究。

高皓 (通讯作者, E-mail: gaoh@pbcfs.tsinghua.edu.cn), 现任清华大学五道口金融学院全球家族企业研究中心主任, 于清华大学经济管理学院取得博士学位, 先后于《经济研究》《管理世界》等期刊发表学术论文多篇。目前主要关注家族企业、公司治理、公司金融等领域研究。

参考文献

- [1] 白重恩、路江涌、陶志刚:《国有企业改制效果的实证研究》,《经济研究》,2006年第8期。
- [2] 程仲鸣、朱自超、张焯:《民营化改制与企业研发投入:一个准自然实验》,《商业研究》,2018年第11期。
- [3] 龚辉锋、茅宁:《咨询董事、监督董事与董事会治理有效性》,《管理科学学报》,2014年第2期。
- [4] 何轩、宋丽红、朱沆、李新春:《家族为何意欲放手?——制度环境感知、政治地位与中国家族企业家的传承意愿》,《管理世界》,2014年第2期。
- [5] 胡旭阳、吴一平:《中国家族企业政治资本代际转移研究——基于民营企业参议政的实证分析》,《中国工业经济》,2016年第1期。
- [6] 李新春、韩剑、李炜文:《传承还是另创领地?——家族企业二代继承的权威合法性建构》,《管理世界》,2015年第6期。
- [7] 刘娇、王博、宋丽红、张贵英、梁强:《家族企业价值观传承与战略变革——基于探索性的案例分析》,《南方经济》,2017年第8期。

- [8] 刘小玄、李利英:《改制对企业绩效影响的实证分析》,《中国工业经济》,2005年第3期。
- [9] 宋立刚、姚洋:《改制对企业绩效的影响》,《中国社会科学》,2005年第2期。
- [10] 杨治、路江涌、陶志刚:《政治庇护与改制:中国集体企业改制研究》,《经济研究》,2007年第5期。
- [11] 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?》,《管理世界》,2016年第3期。
- [12] 邹宜民、戴澜、孙建设:《苏南乡镇企业改制的思考》,《经济研究》,1999年第3期。
- [13] Adler, N. E., David, H. P., Major, B. N., Roth, S. H., Russo, N. F., & Wyatt, G. E. 1992. Psychological factors in abortion: A review. *American Psychologist*, 47 (10): 1194-1204.
- [14] Aoki, M., Jackson, G., & Miyajima, H. 2009. Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity. *Journal of Jewish Studies*, 35: 491-495.
- [15] Avey, J. B., Wernsing, T. S., & Palanski, M. E. 2012. Exploring the process of ethical leadership: The mediating role of employee voice and psychological ownership. *Journal of Business Ethics*, 107 (1): 21-34.
- [16] Banalieva, E. R. 2014. Embracing the second best? Synchronization of reform speeds, excess high discretion slack, and performance of transition economy firms. *Global Strategy Journal*, 4 (2): 104-126.
- [17] Bansal, P., & DesJardine, M. R. 2014. Business sustainability: It is about time. *Strategic Organization*, 12 (1): 70-78.
- [18] Beggan, J. K., & Brown, E. M. 1994. Association as a psychological justification for ownership. *The Journal of Psychology*, 128 (4): 365-380.
- [19] Bei, L. 2014. *Entrepreneurship, Management, and Human Resources of Small and Medium-sized Firms in China: Diversity of Privatized Enterprises*. Tokyo: Keiso Shobo.
- [20] Bernhard, F., & O' Driscoll, M. P. 2011. Psychological ownership in small family-owned businesses: Leadership style and nonfamily-employees' work attitudes and behaviors. *Group & Organization Management*, 36 (3): 345-384.
- [21] Bianco, M., Bontempi, M. E., Golinelli, R., & Parigi, G. 2013. Family firms' investments, uncertainty and opacity. *Small Business Economics*, 40 (4): 1035-1058.
- [22] Cardoza, G., Fomes, G., Farber, V., Duarte, R. G., & Gutierrez, J. R. 2016. Barriers and public policies affecting the international expansion of Latin American SMEs: Evidence from Brazil, Colombia, and Peru. *Journal of Business Research*, 69 (6): 2030-2039.
- [23] Carney, M., Dieleman, M., & Taussig, M. 2016. How are institutional capabilities transferred across borders? . *Journal of World Business*, 51 (6): 882-894.
- [24] Cauley, J., Cornes, R., & Sandler, T. 1999. Stakeholder incentives and reforms in China's state-owned enterprises: A common-property theory. *China Economic Review*, 10 (2): 191-206.
- [25] Chen, W. R., & Miller, K. D. 2007. Situational and institutional determinants of firms' R&D search intensity. *Strategic Management Journal*, 28 (4): 369-381.
- [26] Chen, Y., Igami, M., Sawada, M., & Xiao, M. 2021. Privatization and productivity in China. *The RAND Journal of Economics*, 52 (4): 884-916.
- [27] Cyert, R. M., & March, J. G. 1963. A behavioral theory of the firm. *Englewood Cliffs, NJ*, 2 (4):

169-187.

[28] Davies, H. , & Walters, P. 2004. Emergent patterns of strategy, environment and performance in a transition economy. *Strategic Management Journal*, 25 (4): 347-364.

[29] Domadenik, P. , Prašnikar, J. , & Svejnar, J. 2008. Restructuring of firms in transition: Ownership, institutions and openness to trade. *Journal of International Business Studies*, 39 (4): 725-746.

[30] Driscoll, J. C. , & Kraay, A. C. 1998. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *The Review of Economics and Statistics*, 80 (4): 549-560.

[31] Farmer, S. M. , Tierney, P. , & Kung-Mcintyre, K. 2003. Employee creativity in Chinese Taiwan: An application of role identity theory. *Academy of Management Journal*, 46 (5): 618-630.

[32] Flannery, M. J. , & Rangan, K. P. 2006. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79 (3): 469-506.

[33] Furby, L. 1978. Possession in humans: An exploratory study of its meaning and motivation. *Social Behavior and Personality: An International Journal*, 6 (1): 49-65.

[34] Furby, L. 1980. The origins and early development of possessive behavior. *Political Psychology*, 2 (1): 30-42.

[35] Furby, L. 1991. Understanding the psychology of possession and ownership: A personal memoir and an appraisal of our progress. *Journal of Social Behavior and Personality*, 6 (6): 457-463.

[36] Gentry, R. J. , & Shen, W. 2013. The impacts of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R&D intensity. *Strategic Management Journal*,

34 (1): 121-130.

[37] Godfrey, P. C. 2005. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30 (4): 777-798.

[38] Greening, D. W. , & Turban, D. B. 2000. Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce. *Business & Society*, 39 (3): 254-280.

[39] Hillman, A. J. , & Keim, G. D. 2001. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22 (2): 125-139.

[40] He, W. , & Yu, X. 2019. Paving the way for children: Family firm succession and corporate philanthropy in China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46 (9-10): 1237-1262.

[41] Huang, Y. 2019. Solve the problem or escape responsibility? The politics of Chinese privatization reform. *Chinese Political Science Review*, 4 (1): 1-27.

[42] Jackson, G. , & Deeg, R. 2008. Comparing capitalisms: Understanding institutional diversity and its implications for international business. *Journal of International Business Studies*, 39 (4): 540-561.

[43] Jefferson, G. H. , & Su, J. 2006. Privatization and restructuring in China: Evidence from shareholding ownership, 1995-2001. *Journal of Comparative Economics*, 34 (1): 146-166.

[44] Ji, J. , Huang, Z. , & Li, Q. 2021. Guilt and corporate philanthropy: The case of the privatization in China. *Academy of Management Journal*, 64 (6): 1969-1995.

[45] Kauppi, K. 2013. Extending the use of institutional theory in operations and supply chain management re-

search; Review and research suggestions. *International Journal of Operations & Production Management*, 33 (10): 1318–1345.

[46] Khan, F. U., Zhang, J., Usman, M., Badulescu, A., & Sial, M. S. 2019. Ownership reduction in state-owned enterprises and corporate social responsibility: Perspective from secondary privatization in China. *Sustainability*, 11 (4): 1008.

[47] Kim, C., & Bettis, R. A. 2014. Cash is surprisingly valuable as a strategic asset. *Strategic Management Journal*, 35 (13): 2053–2063.

[48] Lau, C., Lu, Y., & Liang, Q. 2016. Corporate social responsibility in China: A corporate governance approach. *Journal of Business Ethics*, 136 (1): 73–87.

[49] Liang, J., Farh, C. I., & Farh, J. L. 2012. Psychological antecedents of promotive and prohibitive voice: A two-wave examination. *Academy of Management Journal*, 55 (1): 71–92.

[50] Liang, H., Marquis, C., Renneboog, L., & Sun, S. L. 2018. Future-time framing: The effect of language on corporate future orientation. *Organization Science*, 29 (6): 1093–1111.

[51] Lin, G. 2004. Leadership transition, intra-party democracy, and institution building in China. *Asian Survey*, 44 (2): 255–275.

[52] Luo, X., & Bhattacharya, C. B. 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70 (4): 1–18.

[53] McGrath, R. G. 1997. A real options logic for initiating technology positioning investments. *Academy of Management Review*, 22 (4): 974–996.

[54] Marquis, C., & Qiao, K. 2020. Waking from Mao's dream: Communist ideological imprinting and the internationalization of entrepreneurial ventures in China. *Ad-*

ministrative Science Quarterly, 65 (3): 795–830.

[55] Miller, D., & Le Breton-Miller, I. 2011. Governance, social identity, and entrepreneurial orientation in closely held public companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35 (5): 1051–1076.

[56] Miller, K. D., & Arikan, A. T. 2004. Technology search investments: Evolutionary, option reasoning, and option pricing approaches. *Strategic Management Journal*, 25 (5): 473–485.

[57] Morrison, E. W., & Phelps, C. C. 1999. Taking charge at work: Extrarole efforts to initiate workplace change. *Academy of Management Journal*, 42 (4): 403–419.

[58] Ostrom, E. 2005. *Doing Institutional Analysis Digging Deeper Than Markets and Hierarchies*. In *Handbook of new institutional economics* (pp. 819–848). Boston, MA: Springer.

[59] Peng, H., & Pierce, J. 2015. Job- and organization-based psychological ownership: Relationship and outcomes. *Journal of Managerial Psychology*, 30 (2): 151–168.

[60] Peng, M. W. 2003. Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review*, 28 (2): 275–296.

[61] Peng, M. W., & Heath, P. S. 1996. The growth of the firm in planned economies in transition: Institutions, organizations, and strategic choice. *Academy of Management Review*, 21 (2): 492–528.

[62] Pierce, J. L., & Jussila, I. 2011. *Psychological Ownership and the Organizational Context: Theory, Research Evidence, and Application*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

[63] Pierce, J. L., Kostova, T., & Dirks, K. T. 2001. Toward a theory of psychological ownership in or-

ganizations. *Academy of Management Review*, 26 (2): 298–310.

[64] Rau, S. B., Werner, A., & Schell, S. 2019. Psychological ownership as a driving factor of innovation in older family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 10 (4), online.

[65] Robins, J. A., & Wiersema, M. F. 2003. The measurement of corporate portfolio strategy: Analysis of the content validity of related diversification indexes. *Strategic Management Journal*, 24 (1): 39–59.

[66] Shi, H. X., Graves, C., & Barbera, F. 2019. Intergenerational succession and internationalisation strategy of family SMEs: Evidence from China. *Long Range Planning*, 52 (4), online.

[67] Shi, W. S., Sun, S. L., Yan, D., & Zhu, Z. 2017. Institutional fragility and outward foreign direct investment from China. *Journal of International Business Stud-*

ies, 48 (4): 452–476.

[68] Slawinski, N., & Bansal, P. 2015. Short on time: Intertemporal tensions in business sustainability. *Organization Science*, 26 (2): 531–549.

[69] Van Dyne, L., & Pierce, J. L. 2004. Psychological ownership and feelings of possession: Three field studies predicting employee attitudes and organizational citizenship behavior. *Journal of Organizational Behavior*, 25 (4): 439–459.

[70] Wang, H., & Qian, C. 2011. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54 (6): 1159–1181.

[71] Zheng, L., Balsara, N., & Huang, H. 2014. Regulatory pressure, blockholders and corporate social responsibility (CSR) disclosures in China. *Social Responsibility Journal*, 10 (2): 226–245.

Privatized Family Firms, De Novo Family Firms, and Long-term Investments: A “Psychological Ownership” Perspective

Yanling Lian¹ Yilin Liu² Hao Gao³

(1. Faculty of Economics and Management, East China Normal University;

2. Naveen Jindal School of Management, University of Texas at Dallas;

3. PBC School of Finance, Tsinghua University)

Abstract: Prior studies on the Chinese family firms suggest that the long-term orientation is impacted by both family firm characteristics—such as the high dependence on entrepreneurs, firm culture, and succession plan—and their entrepreneurs’ characteristics—such as the relationship between founders and successors. However, few of them notice that the privatization of state-owned firms (SOEs) in China can also act as an important institutional factor that modifies the long-term orientation of family owners. As one of the most influential reforms during the economic transition in China, the privatization of SOEs leads to the downsizing or cutting off of lots of SOEs and the born of a special type of family firm—privatized family firms simultaneously. Thus, in this paper, we ask the following research question: *How does the origin of family firms influence their long-term investments?*

From a psychological ownership perspective, this paper proposes that as compared with de novo family firms, privatized family firms will have a lower level of long-term investment, because the family owners of privatized firms have weaker psychological ownership. We further posit that this negative relationship will be weakened if family owners joined the firms prior to their privatization because longer involvement in the firms will likely strengthen the psychological ownership. On the other hand, the negative relationship between privatized firms and long-term investment will be stronger in a more underdeveloped institutional environment.

Using a sample of Chinese private firms listed on the Shenzhen and Shanghai stock exchanges from 2008 to 2016, the research finding suggests that privatized family firms invest less in the long-term than de novo family firms because their entrepreneurs have weaker psychological ownership to their firms, resulting from the origin of family firms. By introducing the founders’ characteristics and institutional characteristics in our research model, our finding implies that if family owners joined the firms prior to their privatization, the above relationship would be weakened, whereas if family firms are located in an environment with more undeveloped institutions, the above relationship will be strengthened.

This study makes three main theoretical contributions: first, this study contributes to the literature on Chinese family firms by introducing a long-neglected context—the privatization of SOEs. Second, this study contributes to the research about entrepreneurs of Chinese family firms through uncovering the heterogeneity of psychological ownership among family owners of different family firms. Third, this discusses the antecedences of long-term investment of family firms in China from a historical perspective, which provides a further explanation for the lack of long-term orientation in Chinese private economies.

Future research may further explore the impacts of SOEs privatization on family firms by discussing the complex process of pri-

vatization in detail. Besides, this study is constrained by the archival data and cannot directly capture the psychological mechanism—the psychological ownership—between privatized family firms and long-term investment. Scholars can discuss and examine entrepreneurs' psychological dynamism through surveys or interviews.

Key Words: privatization; family business; long-term investment; psychological ownership; institutional environment