

经济研究

Jingji Yanjiu (Economic Research Journal)

课题组：中国经济转型的结构性特征、风险与效率提升路径

许宪春：中国当前重点统计领域的改革

李新春 企业群体性败德行为与管制失效

陈 斌：——对产品质量安全与监管的制度分析

张 杰等：中国出口国内附加值的测算与变化机制



10
2013

目 录

| | |
|-----------------|---|
| 创刊时间: | |
| 1955年4月 | |
| 封面题字: | |
| 郭沫若 | |
| 主管单位: | 中国经济转型的结构性特征、风险与效率提升路径 中国经济增长前沿课题组(4) |
| 中国社会科学院 | 中国当前重点统计领域的改革..... 许宪春(18) |
| 主办单位: | 外汇市场干预、汇率变动与股票价格波动 ——基于投资者异质性的理论模型与实证研究 何诚颖 刘 林 徐向阳 王占海(29) |
| 中国社会科学院经济研究所 | |
| 主编: | |
| 裴长洪 | |
| 社长: | 存款保险制度还是央行直接救市? ——一个动态博弈的视角 姚东旻 颜建晔 尹焯昇(43) |
| 王 诚 | |
| 编辑者: | |
| 经济研究编辑部 | |
| 值班编辑: | 法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好 陈德球 魏 刚 肖泽忠(55) |
| 金成武 | |
| 出版者: | |
| 经济研究杂志社 | |
| 社址: | 信息发布者与资本市场效率 毛新述 王 斌 林长泉 王 楠(69) |
| 北京阜外月坛北小街2号 | |
| 邮政编码: | 奈特不确定性与非流动资产定价:理论与实证 高金窑(82) |
| 100836 | |
| 电话: | |
| (010)68034153 | |
| 传真: | 企业群体性败德行为与管制失效 ——对产品质量安全与监管的制度分析 李新春 陈 斌(98) |
| (010)68034985 | |
| 网址: | |
| www.erj.cn | |
| www.cesgw.cn | |
| 电子信箱: | 地区间外溢性公共品的供给承诺与匹配率研究 刘 蓉 刘楠楠 黄 策(112) |
| erj@cass.org.cn | |
| 定价: | |
| 25.00元 | |

法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好*

陈德球 魏刚 肖泽忠

内容提要:本文从股东大会剩余控制权和董事会决策控制权两个层次,将家族企业控制权结构分解为金字塔结构和家族超额董事席位实现机制,并以2003—2010年家族上市公司为研究样本,从法律制度效率和金融深化两个维度实证检验家族控制权偏好背后蕴含的策略动机和机会主义行为。结果发现,地区法律制度效率和金融深化显著降低家族控制权结构中的控制权与现金流权分离度和家族董事席位超额控制程度,其影响家族控制权偏好的机理分别是降低控制权私人收益和缓解融资约束。这些结果表明,在转型经济中的家族企业控制权结构是一种对制度蕴含机会的利用和对制度风险规避的机制。

关键词:法律制度效率 金融深化 家族企业 控制权结构

一、引言

改革开放以来,民营经济成为国民经济增长的重要力量。我国民营企业多以家族成员控股并掌握主要经营管理权。其中,相当比例的家族企业诞生于改革开放之初,经过三十多年的发展,在未来5—10年,将迎来大规模的权力转移与继承。在这些企业中,家族既要保持对企业的控制权又要谋求企业发展,二者之间的矛盾越来越大。家族企业并不总是以企业增长为目标的,其实际控制人还会考虑到在增长过程中能否持续掌握企业的控制权。在成长与控制之间,大多数家族企业家选择了保留控制权,而放弃了以控制权稀释为代价的高成长率。许多小企业最初都是由家族所有和管理的,但企业规模扩大和公开上市后,其创始家族却依然会积极保持控制权(Chu, 2011)。如何破解控制权代际传承中的难题,实现家族控制和企业可持续发展双重目标引起了家族企业实践者和研究者的注意,而控制权配置是其中的关键问题之一。

自Hart & Moore(1990)以来,不完备合同理论将控制权放到企业组织的核心地位上。这是因为在不完备合同的情况下,控制权的配置是产权效率的重要决定性因素。家族企业对于控制权有着天生的偏爱,这是因为控制权的创造性运用是企业获取价值或创造企业家利润的重要工具,也与家族企业的传承和家族价值观或使命密切相关。在产权保护和代理成本较高的制度环境下,控制权也成为一种替代性制度工具而被家族用来保护其产权利益免遭侵犯。在分散的所有权结构成为现代大型企业的主导性结构以来,家族企业如何在分散的所有权和家族对于剩余控制权的掌握上获得平衡,是一个现实的困境。家族企业最重要的治理结构特征是控股家族在股东大会、董事会等不同层级上控制企业,形成家族超额控制,这对家族企业的持续成长和竞争力提升有着直接的影

* 陈德球,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心、国际商学院,邮政编码:100029,电子信箱:nkchendq2006@163.com;魏刚,河南大学经济学院金融与证券研究所,邮政编码:475001,电子信箱:sufewei@hotmail.com;肖泽忠,英国Cardiff大学商学院,电子信箱:Xiao@cardiff.ac.uk。本研究得到国家自然科学基金项目(71102076、71372060、71272041、71272221)、国家社会科学基金重点项目(11AZD010)、对外经济贸易大学中央高校基本科研业务专项资金(2013YQ03)等项目的资助,在此表示感谢。作者感谢两位匿名审稿人和2012年中国金融国际学术年会参加者及复旦大学吕长江教授对本文提出的有益评论和宝贵建议,但文责自负。

响,由此也会影响家族企业在我国经济发展中的作用。然而,面对制度转型中的市场化进程,家族企业如何应对?家族缘何保持对企业的高度控制?中国家族企业控制权结构的决定机制是什么?其背后的策略动机或者机会主义行为是什么?这些问题迫切需要构建起与国际接轨而又适合国情的家族企业治理平台。

就目前国际上对家族控制权的研究来看,学界多集中于家族通过金字塔结构实现家族控制程度及其经济后果方面的研究(La Porta et al., 1999; Bertrand et al., 2002)。实际上,家族股东还可通过其它多种途径对企业决策施加影响(Hart & Moore, 1990),如发行双级股票,通过委派家族成员进入董事会。国内学者对家族控制的研究主要从治理视角分析家族控制上市企业的代理问题及对企业绩效和投资行为的影响(王明琳、周生春, 2006; 李增泉等, 2008; 贺小刚、连燕玲, 2009)。

纵观国内外理论文献,尽管学者们已经关注家族企业,但是对中国家族企业的控制权结构特征及控制权偏好的成因仍缺乏足够的认识,特别是缺乏足够的经验认识。诸多的研究并未能对家族控制企业的行为及其动因给出明确的理论解释和实证支持。家族控制权结构和方式可能是一个受到制度影响显著的变量,然而在目前代理理论主导的研究框架下,研究人员可能严重忽视了制度和环境情境因素对家族治理的影响,其研究结论的适用性是有疑问的。Peng & Jiang(2010)基于跨国比较研究发现,家族所有权和控制权与企业价值的关系(正向、负向或无关)取决于一国法律制度环境所蕴含的投资者保护程度。这说明,基于制度理论的研究将有助于扩展家族企业控制权的理论框架和实证研究,而对于家族企业控制权结构和方式的分类研究将丰富和拓展家族控制的内涵。

过去30年来,中国通过从计划经济制度向市场经济制度的转型,经历了一场举世瞩目的经济增长。经济学家们已经认识到了市场化进程中的法律制度和金融市场在解释经济转型和增长方面的作用(Henisz, 2000)。改革开放以来,中国不同地区的制度变迁方式和经济发展模式呈现出多样化的格局,这为我们研究不同的制度特征如何影响家族控制权偏好提供了可能。家族企业数量的增长和规模的扩容依托于一种合理的控制权结构,它体现了中国经济改革的市场化方向,同时也必将成为中国未来宏观经济增长的一个主导因素。但家族企业自20世纪90年代以来却面临着越来越紧的发展约束,这些约束有来自市场化进程过程中的法律制度,也有来自于金融方面的约束。

家族企业应对转型风险,有赖于完善其公司治理结构,真正实现所有权与经营权相互分离、相互制约。现有的家族控制权分析框架主要以股东大会的终极控制权和现金流权分离度作为主要内容,忽略了董事会层面的控制权。家族控制权结构不仅需要股东大会层面的控制权,而且,也需要董事会层面的决策权。以黄光裕家族企业为例。在国美上市之初,黄光裕不断修改公司章程,使得董事会凌驾于股东会之上,无需股东大会批准,董事会可以随时调整董事会结构,以各种方式增发回购股份,以及对管理层和员工实行股权期权激励等;董事会还可以订立各种与董事会成员“有重大利益相关的”合同。2010年5月,国美股东大会作出决定,阻止贝恩3名董事进国美董事会;晚上,董事会就以“投票结果并没有真正反映大部分股东的意愿”为由,否决了股东大会的相关决定。可见,控制权权能不仅体现在股东大会层次上的控制权和现金流权,而且还体现在董事会层面上的决策控制权。基于上述理论分析和现实背景需要,本文超越现有的代理理论和范式,利用制度理论来研究中国特定制度环境下,家族控制权结构的内生决定动因,期望能给出对我国家族企业控制权偏好有实践价值的理论解释和政策含义。具体而言,本文首先对家族企业控制权结构进行分解,从股东大会层面推进至董事会层面,同时结合中国各地区之间影响家族企业发展的法律制度效率和金融深化程度的不平衡特征,通过控制权私人收益动机和内部资本市场的融资优势动机两种渠道,考察家族控制权偏好的决定机理和因素。

家族企业在不同地区的发展是特定的历史环境造成的结果,地区市场化进程中的法律制度和金融深化变量与控制权私人收益、外部融资便利性相关(Khanna & Palepu, 2000)。因此,从法律制

度效率和金融深化的视角分析,能够让我们了解家族企业控制权偏好的内在动因。本文发现,在法律制度效率较高,司法体系对投资者的权益实施有效保护和金融深化程度较高的地区,家族企业股东大会层面控制权和现金流权分离度、董事会层面家族董事席位超额控制程度较低。法律制度效率和金融深化影响家族控制权偏好的机理分别是降低控制权的私人收益和缓解所在地家族企业的融资约束。本文研究结论表明,转型经济中的家族企业控制权结构是一种对制度蕴含机会利用和对制度风险规避的机制。

本文可能的贡献主要体现在三个方面:第一,现有文献对家族企业控制权的研究更多地是从外生角度考察控制权的经济后果(Amit et al., 2011),对形成不同控制权配置模式的内在机理研究不足。本文通过考察家族控制权偏好内生决定机制,揭开控制权背后的黑箱,为家族企业采用的不同控制权配置路径提供了理论解释。具体而言,以中国上市家族企业为样本,从地区法律制度效率和金融深化两个视角考察家族控制权偏好的制度效率动因,由此发现,控制权私人收益动机和融资便利动机分别是地区法律制度效率和金融深化程度影响家族控制权偏好的内在机理。家族企业控制权偏好背后的策略动机是缓解融资约束,家族机会主义行为的动机是获取控制权私人收益,这一发现有助于解释家族企业在转轨经济环境中得到迅速发展的内在机理。第二,相对于已有对中国家族企业控制权结构的研究(Chen et al., 2011; 贺小刚、连燕玲, 2009),本文将控制权结构分解为股东大会剩余控制权和董事会决策控制权二个层次,从而将控制权结构研究由股东大会层面推进至董事会层面,揭示了更完整意义上的终极控制权配置特征与模式,突破现有研究家族企业控制权机制仅仅考虑金字塔结构的局限性。第三,尽管在本论文中的法律制度效率和金融深化都属于市场化进程中的制度效率范畴,但是它们又是相对独立的制度因素。法律制度效率属于法—金融学的研究范畴,金融深化更多的是在金融经济学领域讨论。因此,本文对于区分制度效率二个维度的考察,不应该简单地被认为是制度效率中二个不同的衡量方法,而是在对制度效率与家族控制权偏好这一领域有所贡献之外,也将丰富二个维度各自所属领域的文献,同时相关结论也各有相应不同的政策含义。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一) 控制权私人收益、融资约束与家族企业发展

家族企业控制权结构受其所在具体国家的制度影响(North, 1990)。中国在不同历史时期和不同地区间的家族企业呈现出了明显的发展路径上的差异,为什么在中国不同历史时期,或是同一历史时期的不同国家或地区,家族企业的发展表现出差异性特征?这是因为制度效率在家族企业的创建和生存过程中起着不同的作用(Amit et al., 2011)。本文主要从地区法律制度效率和金融深化两个维度考察制度效率。

随着中国经济转型,中国东南部沿海地区制度发展水平较高,特别是市场化进程的加快和法律制度等投资者保护程度的不断提高,家族企业在该地区实现了快速发展(Amit et al., 2011)。在市场化改革的进程中,中国的家族企业正在不断扩大其规模和影响力,各地区间的家族企业发展也呈现出了明显的制度及其变迁和发展路径上的差异。当前我国的信任水平和产权保护水平较低,家族希望通过强有力的控制权避免家族财产受到侵犯。随着地区市场化进程的加快,制度效率不断提高,企业面临的环境不确定性会降低,家族企业主会根据其所在地区的制度效率,比较经济收益与成本,来选择不同的控制权模式。家族企业在成长过程中面临着既要保持高速增长,又要保持控制权的困境:一方面,家族企业的发展需要外部融资,缓解发展过程中所面临的融资约束问题;另一方面,当外部资本进入家族企业时,家族企业面临着控制权的稀释,特别是在制度效率低的地区,家族需要考虑到在企业成长过程中能否持续掌握控制权,有时为保留家族对企业的控制权,甚至放弃

一些有利于企业成长壮大的外源融资或者合作。而在家族保持家族控制权时,产生了大股东治理问题,大股东此时的收益分为控制权共享收益和控制权私人收益,特别是大股东获得控制权后,利用公司内部信息使大股东关联公司获取的超额利润,通过转移公司资源来获取控制权的私人收益。因此,缓解融资约束和获得并保护控制权私人收益是转型经济中的中国家族企业控制权结构衍生的两个主要问题。^①

(二)理论分析与研究假说

1. 法律制度效率、控制权私人收益与控制权结构

伴随着集中性股权结构成为世界上大多数国家和地区公司所有权结构的主导形态,现代公司治理的逻辑起点从股东与经理人之间的代理问题转变到公司大股东与小投资者之间的代理问题。而这种代理问题的产生和控股股东私人收益的实现一般是通过金字塔结构、交叉持股、发行具有双重投票权股票和董事席位等控制权增强机制(Villalonga & Amit, 2009),以较少的现金投入获得较多的控制权,通过控制公司董事会的投票权和管理层职位来实现家族对企业的超额控制。在这种控制权结构下,控股股东具有潜在的动机去侵占小股东利益,形成利益输送渠道(Johnson et al., 2000)。

我国从计划经济向市场经济转轨,重要标志就是开始于1978年的分权化改革,在中央授权的前提下各地方政府纷纷开始推进本地的市场化进程,到目前为止中国的市场化进程已经取得了很大的进展,但是区域间非常不均衡(Amit et al., 2011)。家族企业作为在中国市场化进程中蓬勃发展起来的产物,其治理结构与其所镶嵌的外部制度环境是密切相关的。为了适应不同的地区制度发展程度,家族企业会做很多自适应的调试,采用不同的控制权实现机制来应对外部制度环境的不确定性。从法律制度提供的产权保护视角看,转型经济为企业经营带来了许多不确定性,提高了企业的经济交易成本。Peng & Heath(1996)认为,在转型经济中,虽然市场机制发挥一定作用,但制度缺陷(如保护私有财产权的法制环境的不足),使得家族企业在发展过程中面临着制度发展的约束。Johnson et al. (2002)的研究表明,在转型经济中,由于法律对私有财产权保护不明确,民营企业的发展存在不确定性,面临更大的风险。在法律制度比较薄弱的地区,家族企业不仅面临被内部管理者转移资源的风险,同时还面临受强权政府干预的风险(North, 1990),家族企业主的私有财产受到机会主义行为侵害时,现有的立法体系和执法上无法提供相应的维权保障机制。因此,为了保持家族对企业的控制权,规避风险,家族控股股东有动机通过控制董事席位和通过金字塔结构提高公司的控制权为家族构建防范风险的隔离带。此时,拥有公司控制权不仅可以防御来自管理者的剥削,还能够通过其控制的资源对政府行为施加影响以降低受其剥削的风险,也可以通过对政府的影响来侵占其他投资者的权益(Morck et al., 2005),或者利用控股地位来侵占其他中小投资者的利益。此外,在较弱的投资者法律保护环境下,控股股东因转移公司资源而被法律惩罚的概率降低(Almeida & Wolfenzon, 2006)。因此,家族控制人倾向于将资金投向某一个企业,形成集中的股权结构以掌握对企业的控制权,来获得较高的控制权私人收益(Harris & Raviv, 1988)。金字塔式结构也更便于控股股东向市场与政府监管当局隐匿真实身份,规避外界的管制(Bianchi et al., 2001),从而成为控股股东掩饰其利益侵占行为的面纱。

另一方面,为了获得和保护控制权私人收益,家族股东亦可通过任命更多的家族成员或关联成

^① 这是两个不同的、但有一定联系的问题。缓解融资约束有利于企业发展,从而保障或提高家族控制权私人收益。同时,某些缓解融资约束的方式(如股权筹资)可能提高或减少家族控制权和其私人收益。可见,缓解融资约束可以用作获取或减少家族控制权私人收益的手段,但不是唯一手段;而获取或减少家族控制权私人收益也不是缓解融资约束的唯一目的或后果。家族控制权私人收益受更多因素的影响,如内外部公司治理机制、管理政策(如股利和投资政策)。感谢审稿人针对此问题提出的宝贵建议。

员为公司董事并且减少家族之外的股东委派的董事和独立董事,控制董事会成员结构,使董事会失去独立性,沦为家族股东侵占中小股东利益、“掏空”上市公司的一个工具。因此,在较弱的法律保护环境下,家族控股股东“掏空”上市公司的动机会增强,导致家族通过提高家族控制董事席位的比例来增强对董事会的控制。

简言之,当司法体系对投资者的保护程度较低时,为保护家族资产利益或者未来可实现的控制权的潜在收益,控股家族将持有较高的控制权,并通过不合理的董事席位控制实现对家族企业重大决策的控制,更多地参与企业的经营管理,以防止职业经理人的侵占,同时实现家族控制权私人收益。相反,当司法体系对投资者保护程度较高时,家族大股东对于小股东的利益侵害行为更可能受到约束,家族实现控制权私人收益的动机会下降;同时,人们对法律保护下的非人格化规范契约的有效性越有信心,家族聘请非家族成员担任公司董事的比例会增强,家族企业控制权的非家族化也就越容易。据此,我们提出以下研究假设:

假设 1.1: 家族企业所在地区的法律制度效率越高,控股家族的控制权和现金流权分离度越低;

假设 1.2: 家族企业所在地区的法律制度效率越高,控股家族在董事会中的超额控制程度越低。

2. 金融深化、融资约束与控制权实现机制

中国的金融发展总体并不发达,而且各地区的金融发展水平也呈现出较大的差距(卢峰、姚洋,2004)。从金融深化角度看,尽管在我国经济发展过程中,非公有制经济(特别是家族企业)的快速发展已成为经济高速增长的支柱之一,但融资难的问题却严重影响了家族企业的发展。信贷市场的抑制,造成了民营企业无法以较低的成本获得信贷;而资本市场的抑制,使民营企业不易获得社会资本化融资。二者一起造成了民营企业的融资渠道狭窄,资金短缺,难以有效发挥发展潜力。因此,经济发展中的融资约束是我国家族企业的融资难的主要原因。

企业的融资约束与一国(或地区)的金融发展水平是显著相关的。Rajan & Zingles(1998)发现,金融发展能降低企业的外部融资成本,从而促进那些依赖外部融资的企业更好地成长。金融制度有效配置资本的能力是让公司识别较好的增长机会,获取更多的外部融资渠道。发达的金融市场不仅能为企业提供充足的外部资金,而且能通过减轻投资者与企业间的信息不对称,使企业更容易地获取外部资金(Demirguc-Kunt & Maksimovic,1998),减轻企业的融资约束。相反,不完善的金融市场,特别是欠发达的金融制度可能会限制公司获取资金、阻碍信息和资源的流动。Love(2003)对金融发展在减轻企业融资约束中的作用进行了研究,发现企业融资约束会随着一国金融发展水平的提高而降低。Fama(1985)认为,银行在收集信息、监督借款人方面具有比较优势。

因此,当地方金融深化程度较低时,家族企业面临较高的融资约束。一种减缓融资约束的方式是组织内部的资本市场,即家族采取参股、控股等方式将一些上市公司纳入旗下,以复杂的、金字塔式的股权结构控制上市公司,形成家族企业集团内部的资本市场。Hoshi et al.(1991)从集团内部资本市场的视角考察了融资约束问题,通过采用经典的融资约束模型证实集团控制公司的投资行为比独立公司受到更小的融资约束,依靠集团内紧密的银企关系构建内部资本市场有利于缓解企业的融资约束。Shin & Park(1999)采用融资约束模型研究表明韩国的集团控制公司面临的融资约束不显著,而非集团控制公司却面临更强的、显著的融资约束,从而验证了集团内部资本市场有助于缓解企业融资约束。因此,在金融深化程度较低的地区,家族企业的外部融资成本较高,在增长与控制之间,家族控股股东放弃以控制权稀释为代价的高增长率,而保持对家族的控制,通过内部构建资本市场来缓解家族企业在成长过程中所遇到的融资约束,而这需要通过家族控制权结构来实现,一是在股东大会层面上保持足够的控制权,二是控制董事会层面的董事席位。家族控股股

东通过股权控制或董事席位控制上市公司间接获取股市资金以及银行资金而成为一条捷径。因此,家族对企业较强的控制权偏好不仅具有实现控制权私人收益的动机,还可以通过控制权、董事席位等多层次的组织结构,组建内部资本市场,降低企业融资约束,替代外部不发达的金融市场。

上述制度背景、理论研究和实证证据表明,面对着融资约束,家族企业有动机通过超额控制组建企业集团来缓解融资约束。首先是通过金字塔结构组建企业集团;其次,家族通过对董事会的超额控制,在决策层面进一步通过控制上市公司的资金流动,从而使得整个集团内部的资本市场运行更为顺畅,达到缓解融资约束的目的。而较高水平的金融深化能够为产业部门提供较好的金融服务,包括获取更多的融资、更快地获取资金,降低融资成本和现金短缺的成本,缓解公司融资约束,进而降低家族控股股东通过股东大会的股权设计或通过董事席位来控制企业的动机。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 2.1:家族企业所在地区金融深化水平越高,控股家族的控制权和现金流权分离度越低;

假设 2.2:家族企业所在地区金融深化水平越高,控股家族在董事会中的超额控制程度越低。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

家族企业研究的一个难点是关于家族企业的定义。根据现有文献(Anderson & Reeb, 2003; Yu & Zheng, 2011),本文界定家族企业的标准为:(1)企业创立者或者其家族成员为公司第一大股东,并持有至少 10% 的股份;(2)企业的创立者或其家族成员为公司董事。该定义的一个关键词是“创立者”,即在判定家族企业时应考察企业创立者或者其家族成员是否为公司第一大股东和董事会成员。在样本选择过程中,我们剔除 ST、PT 以及一些数据缺失的公司,最终样本为 2477 个观测值。样本区间为 2003—2010 年。家族控制权结构特征数据(终极控制权和现金流、家族对董事席位超额控制程度)通过年报人工收集整理,其它财务和治理数据均来自 CSMAR 数据库。我们对所有的研究连续变量上下 1% 样本进行 Winsorize 处理。

(二)主要研究变量的定义

1. 家族控制权结构变量

结合转轨经济背景下中国家族企业公司治理特征,借鉴及拓展 Villalonga & Amit(2009)和 La Porta et al. (1999)对家族企业控制权测度的方法,我们分别以股东大会层面公司终极控制权和现金流权分离度、董事会层面家族董事席位超额控制为度量指标,对家族企业控制权进行分解,度量家族控制权偏好程度。

(1)家族对股东大会的超额控制为其所获得的控制权(Control Rights)与现金流权(Cash Flow Rights)分离度 $Wedge = Control\ Rights - Cash\ Flow\ Rights$,这主要是通过金字塔结构的增强机制来实现。Control Rights 是指最终控制人的表决权比例,即直接或间接持有上市公司股份比例的总和。Cash Flow Rights 指最终控制人享有上市公司的现金流量(收益)权。

(2)家族对董事席位的超额控制程度(Excess Board Control),指公司董事会成员中家族成员和在家族控制链的公司中担任职务的非家族成员人数之和与董事会规模的比例(Family Board Control)与公司控制权(Control Rights)之间的差额(Villalonga & Amit, 2009)。即 $Excess\ Board\ Control = Family\ Board\ Control - Control\ Rights$,这是通过董事席位控制增强机制来实现。

(3)家族控股股东对公司的总超额控制程度为: $Total\ Excess\ Control = (Family\ Board\ Control - Control\ Rights) + (Control\ Rights - Cash\ Flow\ Rights) = Family\ Board\ Control - Cash\ Flow\ Rights$

2. 法律制度效率与金融深化变量

(1)法律制度效率(Law Efficiency)。法律制度的发展和法律实施机制的有效性能提高公众

责任,抑制腐败,鼓励家族企业的发展,但法律制度有效性难以直接度量。借鉴 Pistor & Wellons (1999)、Djankov et al. (2006)的研究,我们用法律专业人士的存在作为法律诉讼和法律内容质量的代理变量,以度量地区法律制度效率,该变量为地区律师人数占总人口比例(Lawyers)。同时,法律制度影响经济增长的一个重要维度是对产权(特别是知识产权)的认识和保护(Gould & Gruben, 1996; Parkand Ginarte, 1997),保护知识产权是维护市场秩序、保障企业尤其是家族企业基础进步和创新的重要条件,因此,我们用反映地区知识产权程度的地区专利申请和受理情况作为第二个法律制度效率的代理变量,该指标是三种专利申请受理量/科技人员数(Patent)。同时,作为稳健性检验,我们还采用三种专利申请批准量与科技人员数比例(Citation)作为法律制度效率的替代变量。以上数据均来自于樊纲等(2011)的《中国市场化指数》。

(2)金融深化(Finance Deepen)。金融深化是指减少人为的对金融过程的干预,发挥金融机构的中介作用,通过市场机制吸收储蓄和配置资金,形成金融与经济的相互良性关系,提高资源配置和经济发展的效率。金融部门的发展和经济增长之间的关系已被广泛研究(Levine, 1997)。通过银行的中介活动,能够在各种可能的投资机会之间更有效地分配稀缺资源。由于银行贷款是中国企业融资的主要来源,我们采用信贷资金分配的市场化程度(Nonstateloan)作为度量指标,主要用来考察公司所在地区非国有企业在银行贷款中所占的比例,数据来自于樊纲等(2011)《中国市场化指数》。同时,借鉴已有的研究(Wu et al., 2012),我们采用公司所在地区银行贷款总额与地区GDP比例(Bankloan)作为金融深化的代理变量进行稳健性检验。银行数据来自于《中国金融年鉴》,GDP数据来源于《中国统计年鉴》。

3. 回归方程与控制变量

为验证上文提出的研究假设,我们构建以下方程:

$$\begin{aligned} ExcessRights_{i,t} = & \alpha + \beta_1 LawEfficiency_{i,t-1} + \beta_2 FinanceDeepen_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t-1} \\ & + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Growth_{i,t-1} + \beta_6 Roa_{i,t-1} + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

被解释变量 Excess Rights 为家族企业控制权结构的代理变量,主要由 Wedge、Excess Board Control、Total Excess Control 分别表示。借鉴 Liu et al. (2011)的研究,我们引入了公司规模(Size)、财务杠杆(Lev)、公司成长性(Growth)、公司业绩(Roa)等控制变量,为降低在回归分析过程中可能存在的内生性问题,我们对所有的解释变量和控制变量都滞后一期。公司规模(Size)采用公司总资产的自然对数度量,财务杠杆(Lev)为总负债与总资产比例,公司成长性(Growth)为市场账面价值比,ROA 为公司资产报酬率。同时,我们控制了年份和行业因素,行业分类按照中国证监会行业分类标准,其中制造业“C”子头代码,取两位,其它行业取一位代码,剔除金融行业,一共有 21 个行业。

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

由表 1 所示的描述性统计可以发现,法律制度效率的代理变量 Lawyer 和 Patent 的均值分别为 5.415 和 16.140,标准差分别为 2.377 和 14.660,金融深化代理变量 Nonstateloan 均值为 10.770,标准差为 2.950, Bankloan 均值为 1.878,标准差为 0.637,在家族企业样本中,家族企业股东大会层面的终极控制权与现金流权分离度的均值为 10.7%,董事会层面家族超额董事席位控制比例的均值为 -0.088%,家族总超额控制的均值为 1.9%。这与 Amit et al. (2011)的研究相一致。

(二)检验假设 1:法律制度效率与家族控制权偏好

表 2 报告了研究假设 1 的回归结果。回归 1 的结果显示, Lawyers、Patent 分别与 Wedge 显著负相关,这表明,在法律制度水平较高的地区,家族控股股东在股东大会层面上控制权与现金流权分离度较低,控制权与现金流权分离度是地区法律制度水平的减函数。回归 2 的结果表明, Lawyers、

Patent 分别与家族董事席位超额控制程度 (Excess Board Control) 显著负相关,这说明,随着地区法律制度效率的提高,家族通过董事会席位实现家族控制权的动机会降低。其可能的原因是,为了获得和保护控制权私有收益,家族股东亦可通过任命更多的家族成员或关联成员为公司董事并且减少家族之外的股东委派的董事和独立董事,控制董事会成员结构,使董事会失去独立性,沦为家族股东侵占中小股东利益、“掏空”上市公司的一个工具。但在较强的法律保护环境下,家族控股股东会降低“掏空”上市公司的动机,进而导致家族对董事会成员结构的控制程度的降低,家族控制董事席位的比例相应降低。

表 1 描述性统计分析

| 变量名 | 样本数 | 平均值 | 标准差 | p25 | 中位数 | p75 |
|----------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Lawyer | 2477 | 5.415 | 2.373 | 4.060 | 5.800 | 7.190 |
| Patent | 2477 | 16.140 | 14.660 | 3.600 | 10.780 | 27.920 |
| Citation | 2477 | 16.15 | 16.30 | 2.820 | 10.090 | 26.110 |
| Nonstateloan | 2477 | 10.770 | 2.950 | 9.070 | 11.300 | 13.150 |
| Bankloan | 2477 | 1.878 | 0.637 | 1.431 | 1.843 | 2.246 |
| Wedge | 2477 | 0.107 | 0.144 | 0.008 | 0.053 | 0.165 |
| Excess Board Control | 2477 | -0.088 | 0.208 | -0.203 | -0.079 | 0.037 |
| Total Excess Control | 2477 | 0.019 | 0.187 | -0.108 | 0.0131 | 0.144 |
| Cash Rights | 2477 | 0.224 | 0.149 | 0.106 | 0.205 | 0.324 |
| Control Rights | 2477 | 0.331 | 0.176 | 0.204 | 0.294 | 0.430 |

表 2 法律制度效率与家族控制权偏好

| 变量 | Wedge | | Excess Board Control | | Total Excess Control | |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | | 2 | | 3 | |
| | Lawyers | Patent | Lawyers | Patent | Lawyers | Patent |
| Law Efficiency | -0.007 *** (0.000) | -0.001 *** (0.000) | -0.021 *** (0.000) | -0.002 *** (0.000) | -0.029 *** (0.000) | -0.003 *** (0.000) |
| Size _{t-1} | 0.035 *** (0.000) | 0.036 *** (0.000) | -0.025 *** (0.000) | -0.026 *** (0.000) | 0.010 ** (0.018) | 0.010 ** (0.021) |
| Lev _{t-1} | -0.002 (0.698) | -0.002 (0.704) | 0.003 (0.632) | 0.004 (0.604) | 0.001 (0.800) | 0.002 (0.752) |
| Growth _{t-1} | 0.011 *** (0.001) | 0.010 *** (0.001) | 0.009 * (0.058) | 0.008 * (0.077) | 0.020 *** (0.000) | 0.019 *** (0.000) |
| Roa _{t-1} | -0.059 ** (0.043) | -0.057 * (0.054) | -0.043 (0.272) | -0.046 (0.232) | -0.102 *** (0.001) | -0.103 *** (0.000) |
| Industry 和 Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 2477 | 2477 | 2477 | 2477 | 2477 | 2477 |
| Adj. R ² | 0.088 | 0.092 | 0.104 | 0.092 | 0.182 | 0.167 |

回归 3 列示了 Total Excess Control 对法律制度效率的回归结果, Lawyers 和 Patent 分别与 Total Excess Control 负相关,并通过显著性检验。这进一步说明,在法律制度越高的地区,家族控制权偏好程度越低。家族控制权结构内生于其所在的制度环境,在较弱的制度环境地区,缺乏有效的法律和市场约束机制,家族企业更有可能面临着不公平的待遇和不完全的产权保护。同时,家族实际控制人更为容易和完全地侵占他们控制上市公司的外部投资者利益 (Dyck & Zingales, 2004), 他们更倾向于通过金字塔结构和董事席位控制来获取更多的控制权私人收益。

在代理问题从股东与经理层之间向控股股东与小股东之间转移时,家族控股股东控制权集中度的实现伴随着对小股东利益的侵占 (Dyck & Zingales, 2004)。家族股东可能通过金字塔结构和

董事席位实现对企业的超额控制,轻松地将公司财富转移成为他们自身的财富。家族企业控制权偏好最为广泛的解释是它有助于实现控制权的私人收益。那么,家族企业在日常的经营管理中是否确实利用家族股东大会层面上的超额控制权和董事会层面的超额董事席位控制为自己谋私利?

表3 法律制度效率与控制权私人收益

| 变量 | Tunneling | | |
|---------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 1 | 2 | 3 |
| | | Lawyers | Patent |
| Law Efficiency | | -0.001*** (0.002) | -0.0025** (0.012) |
| Total Excess Control | 0.006*** (0.008) | 0.018*** (0.009) | 0.009** (0.012) |
| Law Efficiency * Total Excess Control | | -0.003** (0.015) | -0.001** (0.033) |
| Size _{t-1} | -0.001 (0.677) | -0.001 (0.876) | -0.001 (0.805) |
| Lev _{t-1} | 0.001 (0.647) | 0.001 (0.589) | 0.001 (0.608) |
| Growth _{t-1} | -0.001 (0.117) | -0.001 (0.154) | -0.001 (0.118) |
| ROA _{t-1} | -0.033*** (0.000) | -0.032*** (0.000) | -0.032*** (0.000) |
| Industry 和 Year | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 2,477 | 2,477 | 2,477 |
| Adj. R ² | 0.129 | 0.134 | 0.131 |

我们从大股东侵占上市公司资源的角度考察控制权私人收益。大股东常常为追求控制权的私人收益而转移公司资源,从而对中小股东利益造成侵害。大股东通过隐蔽渠道侵占公司资源的行为被称为掏空行为。参照叶康涛等(2007)的研究,我们用第t年末第一大股东及其子公司占用上市公司的其他应收款/期末总资产(Tunneling)表征大股东掏空行为。回归结果列于表3。我们发现,Total Excess Control的回归系数显著为正,这说明,家族控股股东的控制权结构越集中,超额控制程度越强,大股东的控制权私人收益现象越严重。表3中第2列报告了Lawyers与Total Excess Control的交互项,我们发现,交互项回归系数显著为负,第3列回归结果显示Patent与Total Excess Control的交互项也显著为负。这说明,在法律制度水平较高的地区,家族控制权结构所带来的控制权私人收益会降低。法律制度影响家族控制权集中度的机理之一是降低其所带来的控制权私人收益。

作为稳健性检验,我们采用第t年末第一大股东及其子公司占用上市公司的(应收账款+预付账款+其他应收款)/期末总资产表征大股东掏空行为,同时借鉴Jiang et al. (2010)的研究,采用了第t年末公司其他应收款/期末总资产进行检验,我们发现主要研究结论没有发生变化。^①

(三) 检验假设2:金融深化与家族控制权偏好

表4报告了Nonstateloan与家族控制权结构代理变量的回归结果。我们发现,Nonstateloan与Wedge、Excess Board Control和Total Excess Control显著负相关。这说明,在金融深化程度较低的地

^① 感谢审稿人对控制权私人收益代理变量提出的宝贵建议。对控制权私人收益回归模型的稳健性检验的结果限于篇幅没有在正文中列示。有兴趣的读者可向作者索取。

区,家族企业可能面临着更强的外部融资约束,因而有动机通过控制权增强机制如金字塔结构和董事席位来控制有效的集团组织结构,构架内部资本市场,作为企业的替代融资渠道。而在金融深化程度较高的地区,家族企业构建金字塔结构和董事席位控制的动机会降低。另外,当地区金融深化程度较高时,控股家族会降低因规避高昂的融资成本而持有的较高的控制权。其可能的动因是,随着地区金融深化的发展,一方面,国有商业银行商业化改革和银行放贷的日益规范化,银行和风险投资等金融中介机构获取家族企业的真实信息较为容易,能够缓解企业面临的融资约束;另一方面,债权人监督功能会强化,从而有足够的动机来监督企业资金的使用情况,参与企业治理机制的构建,如协助组建董事会,充分发挥董事会的监督决策功能,降低企业实际控制人通过金字塔结构和董事席位控制实现对公司的超额控制。上述回归结果总体表明,家族企业控制权结构是一个动态过程,在这个动态过程中,家族企业内部各利益相关主体之间、家族企业与外部相关主体之间通过相互之间的博弈使其各自利益达到平衡。

表 4 金融深化与家族企业控制权结构

| 变量 | Wedge | Excess Board Control | Total Excess Control |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Nonstateloan | -0.006 *** (0.000) | -0.004 * (0.092) | -0.010 *** (0.000) |
| Size _{t-1} | 0.035 *** (0.000) | -0.028 *** (0.000) | 0.007 (0.120) |
| Lev _{t-1} | -0.001 (0.802) | 0.004 (0.569) | 0.003 (0.633) |
| Growth _{t-1} | 0.010 *** (0.001) | 0.008 * (0.084) | 0.019 *** (0.000) |
| ROA _{t-1} | -0.062 ** (0.033) | -0.056 (0.159) | -0.117 *** (0.000) |
| Industry 和 Year | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 2477 | 2477 | 2477 |
| Adj. R ² | 0.088 | 0.082 | 0.139 |

表 4 回归结果显示,地区金融深化水平降低家族控制权偏好动机。在本部分,我们进一步检验地区金融深化影响家族控制权偏好的具体机制,即检验金融深化是否通过降低企业的交易成本和融资约束来影响家族企业控制权偏好。Almeida et al. (2004)发现,融资受到约束的企业不但持有更多的现金,而且现金持有量随着内部现金流的增加而增加,然而融资不受约束的公司,现金持有量与现金流的关系则不敏感。因此,我们采用 Almeida et al. (2004)的现金—现金流敏感度融资约束模型,考察金融深化对融资约束的影响。我们加入了衡量金融深化的变量(Nonstateloan)及其与Cashflow的交叉项,构建模型(2)。在模型(2)中,ΔCash ratio 为公司现金持有的变化程度,Cashflow 为公司经营活动净现金流量,Nonstateloan 为地区金融深化水平,控制公司的规模(Size)、托宾 Q 值(Q)、资本支出(Capex)、净营运资本变化程度(NWC)、短期负债(SDebt)等控制变量。在回归方程中Cash flow 系数显著为正,估计的系数在一定程度上反映融资约束的程度。而Cash flow 和Nonstate Loan 的交互项反映了地方金融深化程度对于融资约束附加的效果,此时融资约束的度量度量为 $\beta_1 + \beta_3$ 。如果较高金融深化程度可以帮助企业降低融资约束,则我们预计 $\beta_3 < 0$ 。

$$\begin{aligned} \Delta \text{Cashratio} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Cashflow} + \beta_2 \text{Nonstateloan} + \beta_3 \text{Nonstateloan} * \text{Cashflow} + \beta_4 \text{Size} \\ & + \beta_5 Q + \beta_6 \text{Capex} + \beta_7 \Delta \text{NWC} + \beta_8 \Delta \text{SDebt} + \text{Industrydummy} + \text{Yeardummy} + \varepsilon \end{aligned}$$

(2)

表 5 第 1 列报告了金融深化对家族企业融资约束的影响。我们发现 Nonstateloan * Cash flow

的交互项的回归系数确实显著为负,这表明,较高的地区金融深化程度能够降低家族企业外部融资成本,进而可以有效地降低现金—现金流敏感度,影响家族控制权偏好动机。

在考察企业融资约束的研究方面,Fazzari et al. (1988)认为,企业融资约束的存在使得企业投资受到内部资金和外部资金的共同影响,融资约束程度较大的企业更多地依靠内部资金,而融资约束相对较弱的企业,其投资行为不必依赖于内部资金。为此,我们进一步采用 Fazzari et al. (1998) 的投资—现金流敏感度模型检验金融深化是否会降低家族企业的融资约束。

$$Capx = \beta_0 + \beta_1 Cashflow + \beta_2 Nonstateloan + \beta_3 Cashflow * Nonstateloan + \beta_4 Control + uit \quad (3)$$

在该模型中,如果金融深化可以帮助家族企业降低融资约束,则我们预计 $\beta_3 < 0$ 。表5第2列显示了金融深化对家族企业上市公司资本投资以及投资—现金流敏感度的影响。我们发现 Nonstateloan 与 Cash flow 的交互项的回归系数为负,并且在5%水平上通过显著性检验。回归结果表明,较高的地区金融深化水平能够降低企业外部融资成本,进而可以有效地降低投资—现金流敏感度,影响家族企业控制权偏好。

表5 金融深化与家族企业融资约束

| 变量 | Δ Cash ratio | Capx |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 |
| Cash flow | 1.246 *** (0.001) | 0.202 ** (0.032) |
| Nonstateloan | -0.001 (0.883) | 0.003 *** (0.000) |
| Nonstateloan * Cash flow | -0.092 *** (0.007) | -0.019 ** (0.026) |
| Size | 0.002 (0.807) | -0.001 (0.958) |
| Leverage | | -0.011 *** (0.000) |
| Q | 0.011 (0.144) | 0.004 ** (0.011) |
| Capex | -0.614 *** (0.000) | |
| Δ NWC | -0.072 * (0.051) | |
| SDebt | -0.058 * (0.088) | |
| Industry 和 Year | Yes | Yes |
| N | 2477 | 2477 |
| Adj. R ² | 0.115 | 0.084 |

(四) 稳健性分析^①

1. 为考察研究结果的稳健性,我们对表2和表4的结果做了以下稳健性分析。其一,用三种专利申请批准量与科技人员数比例(Citation)替代 Patent 变量。其二,用公司所在地区银行贷款总额与地区 GDP 比例(BankLoan)作为金融深化的代理变量(FinanceDeepen)检查法律制度效率和金融深化程度对家族企业控制权结构内生决定机制的影响,研究结果显示,Citation 和 Bankloan 分别与

^① 受论文篇幅限制,本文不再列示稳健性测试的实证结果,如有需要,可向作者索取。

家族超额控制代理变量显著负相关,上述稳健性分析结果均显示,表3至表4的主要研究结论不变。

2. 法律制度效率和金融深化两变量之间是否存在着替代关系,进而影响本文主要研究结论?我们把法律制度效率代理变量和金融深化代理变量一起进行回归分析,结果显示,法律制度效率和金融深化代理变量分别与家族企业控制权结构代理变量显著负相关。这说明,尽管法律制度效率与金融深化之间存在着相关性,但它们分别通过不同的机制影响家族控制权偏好。结果进一步说明上文研究结论的稳健性。

3. 内生性检验

尽管我们的被解释变量家族控制权偏好特征是公司层面变量,解释变量法律制度效率和金融深化变量是地区层面变量,但内生性可能是一个值得关注的问题。我们已经包含了影响家族控制权结构特征的控制变量,但可能会存在一些遗漏变量,并且这些变量与家族企业控制权结构代理变量和法律制度效率与金融深化变量相关。另外,地区层面的制度变量的微观基础是其所在地区企业的发展水平,地区层面的制度变量与公司特征变量之间可能潜在地受到一些逆向因果关系的影响。因此,我们采用工具变量来解决内生性问题。对于内生性变量的选择,我们采用地区腐败案件数量(Corruption)和地区高等学校数量(University)作为法律制度效率代理变量——地区律师人数占总人口比例(Lawyers)和反映地区知识产权程度的地区专利申请和受理情况(Patent)的工具变量,采用地区城乡储蓄余额(Savings)作为地区金融深化(FinanceDeepen)——信贷资金分配的市场化程度(Nonstateloan)的工具变量,并分别进行2SLS回归分析。结果显示,法律制度效率和金融深化变量显著为负,这与前文的研究结果一致,进一步说明其稳健性。

五、研究结论

中国经济转型以国有经济的民营化和本土家族企业的成长为两大基本特征,伴之以市场化制度的发展和金融市场的不断完善。转轨的特定背景也决定了中国家族企业的外部治理环境总是处于不断变化的状态,家族企业在发展过程中面临着所在地区环境约束和需求驱动,而家族企业的控制权结构特征对这些制度因素进行适应性选择(陈德球等,2011)。因此,考察转轨经济背景下的制度效率是否以及如何影响家族企业治理结构具有重要意义。

以2003—2010年中国家族控制上市公司为对象,基于控制权私人收益和融资约束的视角,考察地区法律制度效率和金融深化水平对家族控制权偏好的影响机制。本文研究发现,在法律制度较好,司法体系对投资者的权益实施有效保护和金融深化程度较高的地区,家族企业股东大会层面控制权和现金流权分离度、董事会层面家族董事席位超额控制程度较低。法律制度影响家族控制权偏好的机理是降低控制权的私人收益,金融深化影响家族企业控制权偏好的机理是缓解所在地家族企业的融资约束。本文研究结论表明,转型中的家族企业控制权结构是一种对制度蕴含机会的利用和对制度风险规避的机制。上述结论在一系列稳健性检验后依然成立。

本文的理论启示是,中国家族企业控制权结构选择和配置是一个复杂的变化和演进过程。考察或评估中国家族企业上市公司控制权结构的经济后果(公司业绩、财务行为与会计政策选择等),需要考虑控制权配置的内生决定机制。本文的政策启示是,家族企业控制权的配置模式选择并不是一成不变的,它受到企业内外部诸多因素的影响,并随着影响因素的变化而变化。家族企业治理制度的变革与完善是一个动态演化,以法律制度和金融深化为基础的内生决定过程,而不能仅仅关注治理结构本身。需要说明的是,本文研究对象仅限于家族控制的上市公司,因此研究结论不一定适用于非上市公司,也不一定适用于国有控制的上市公司。关于这些公司的控制权模式是如何形成的,可能存在着不同的理论逻辑,有待进一步研究。

参考文献

- 陈德球、李思飞、王丛,2011:《政府质量、终极产权与公司现金持有》,《管理世界》第11期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2011:《中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社。
- 贺小刚、连燕玲,2009:《家族权威与企业价值:基于家族上市公司的实证研究》,《经济研究》第4期。
- 李增泉、辛显刚、于旭辉,2008:《金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据》,《管理世界》第1期。
- 卢峰、姚洋,2004:《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》第1期。
- 王明琳、周生春,2006:《控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值》,《管理世界》第8期。
- 叶康涛、陆正飞、张志华,2007:《独立董事能否抑制大股东的“掏空”》,《经济研究》第4期。
- Almeida, H., M. Campello, and M. Weisbach, 2004, “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, *Journal of Finance*, 59:1777—1804.
- Almeida, H., and D. Wolfenzon, 2006, “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”, *Journal of Finance*, 61: 2637—2681.
- Amit, R., Y. Ding, B. Villalonga, and H. Zhang, 2011, “The Role of Institutional Development in the Prevalence and Value of Family Firms”, Working Paper, University of Pennsylvania.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb, 2003, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58:1301—1327.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, 2002, “Ferretting out Tunneling: an Application to Indian Business Group”, *Quarterly Journal of Economics*, 117: 121—148.
- Bianchi, M., M. Bianco, and L. Enriques, 2001, “Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy”, in the Control of Corporate Europe, Fabrizio Barca and Marco Becht, (Eds.), Oxford University Press.
- Chen J. P., Z. Q. Li, X. J. Su, and Z. Sun, 2011, “Rent-seeking Incentives, Corporate Political Connections, and the Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, 17: 229—243.
- Chu, W., 2011, “Family Ownership and Firm Performance-Influence of Family Management, Family Control and Firm Size”, *Asia Pacific Journal of Management*, 28: 833—851.
- Demirgüç - Kunt, A., and V. Maksimovic, 1998, “Law, Finance, and Firm Growth”, *Journal of Finance*, 53:2107—2137.
- Djankov, S., Y. Y. Qian, G. Roland, and E. Zhuravskaya, 2006, “Entrepreneurship in China and Russia Compared”, *Journal of the European Economic Association*, 4:352—365.
- Dyck, A., and L. Zingales, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, 59:537—600.
- Fama, E. F., 1985, “What’s Different About Banks?”, *Journal of Monetary Economics*, 15:29—39.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen, 1988, “Financial Constraints and Corporate Investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1: 141—206.
- Gould, D., and W. Gruben, 1996, “The Role of Intellectual Property Rights in Economic Growth”, *Journal of Development Economics*, 48:323—350.
- Harris, M., and A. Raviv, 1988, “Corporate Control Contests and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, 20: 55—86.
- Hart, O., and J. Moore, 1990, “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98: 1119—1158.
- Henisz, W. J., 2000, “The Institutional Environment for Economic Growth, Economics and Politics”, *Journal Economics and Politics*, 12: 1—31.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, 1991, “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups”, *Quarterly Journal of Economics*, 106:33—60.
- Jiang, G. H., M. C. Lee, and H. Yue, 2010, “Tunneling in China: The Remarkable Case of Inter-Corporate Loans”, *Journal of Financial Economics*, 98:1—20.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 2000, “Tunneling”, *American Economic Review*, 90:22—27.
- Johnson, S., J. McMillan, and C. Woodruff, 2002, “Property Rights and Finance”, *American Economic Review*, 92:1335—1356.
- Khanna, T., and K. Palepu, 2000, “Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Divested Indian Business Groups”, *Journal of Finance*, 55:867—891.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1999, “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54: 471—517.
- Levine, R., 1997, “Financial Development and Growth”, *Journal of Economic Literature*, 35:688—726.
- Liu, Q., Y. Zheng, and Y. D. Zhu, 2011, “The Evolution and Consequence of Chinese Pyramids”, Working Paper, Peking University.

- Love, I., 2003, "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", *Review of Financial Studies*, 16: 765—791.
- Morck, R., D. Wolfenzon, and B. Yeung, 2005, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", *Journal of Economic Literature*, 43: 655—720.
- North, D., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Park, W. G., and J. C. Ginarte, 1997, "Intellectual Property Rights and Economic Growth", *Contemporary Economic Policy*, 15: 51—61.
- Peng, M., and P. Heath, 1996, "The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions", *Organizations, and Strategic Choice*. 21: 492—528.
- Peng, M. W., and Y. Jiang, 2010, "Institutions behind Family Ownership and Control in Large Firms", *Journal of Management Studies*, 47: 253—273.
- Pistor, K., and P. Wellons, 1999, *The Role of Law and Legal Institutions in Asian Economic Development*, Oxford University Press, Hong Kong.
- Rajan, R., and L. Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88:559—586.
- Shin, H. H., and Y. S. Park, 1999, "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols'", *Journal of Corporate Finance*, 5:169—191.
- Villalonga, B., and R. Amit, 2009, "How Are U. S. Family Firms Controlled?", *Review of Financial Studies*, 22:3047—3091.
- Wu, W. W., M. O. Rui, and C. F. Wu, 2012, "Trade Credit, Cash Holdings, and Financial Deepening: Evidence from a Transitional Economy", *Journal of Banking and Finance*, 36:2868—2883.
- Yu, X., and Y. Zheng, 2012, "IPO Under Pricing to Retain Family Control under Concentrated Ownership: Evidence from Hong Kong", *Journal of Business Finance and Accounting*, 39:700—729.

Law Efficiency, Financial Deepening and Family Control Preferences

Chen Deqiu^a, Wei Gang^b and Xiao Zezhong^c

(a: University of International Business and Economics; b: Henan University; c: Cardiff University)

Abstract: This paper decomposes family control into pyramidal structure and excess board control. Using a sample of family firms of 2003—2010, we provide empirical evidence on how law efficiency and financial deepening affect family control rights preferences. We find that law efficiency and financial deepening are negatively and significantly associated with the controlling family's (1) wedge between control rights and cash flow rights and (2) excess board control. Our results show that law efficiency and financial deepening affect family control rights preferences by reducing the family's incentives to gain private benefits of family control and to mitigate financial constraints respectively. The results suggest that the family control structure in the economic transition is a rational response to the economic institutions.

Key Words: Law Efficiency; Financial Deepening; Family Firm; Control Rights Structure

JEL Classification: G21, G31, G32

(责任编辑:晓 喻)(校对:昱 莹)