

# 家族化管理会为家族企业创造价值吗？

## ——以中小板家族上市公司为例

徐鹏 宁向东

(清华大学 经济管理学院, 北京 100084)

**【摘要】**本文研究了家族化管理对企业价值与盈利能力的影响。我们将已有研究中对于该问题的正反两方面理论观点结合起来,以中小板家族上市公司为研究对象,将家族化管理这一概念创造性地操作化为 CEO 类型、家族高管比例、参与企业管理的家族代际数和家庭数四个子维度,实证研究了家族化管理与企业价值间的关系。实证结果表明家族化管理降低了家族上市公司的价值和盈利能力,具体来说,家族成员出任 CEO、参与企业管理的家庭数以及家族二代参与企业管理均对家族企业价值有负向影响。这说明,就国内的家族上市企业来说,家族参与企业管理后由家族关系带来的“自我控制”、“裙带主义”和“机会主义行为”等负面效应超越了委托代理成本降低等正面效应占据了主导地位。

**【关键词】**家族企业 企业价值 家族化管理

中图分类号: F276.6

文献标识码: A

### Does Family Management Improve Family Business Value? An Empirical Study on Listed Family Firms in Small and Medium Enterprise Board

Xu Peng, Ning Xiangdong

(School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084)

**Abstract:** This article study the impact of family involvement in management on family business value. Based on the listed family firms in small and medium enterprise board, we combine arguments on the ‘bright’ and ‘dark’ side of family management in the firm, and study the affect of CEO type, family managers within the TMT, the number of families and the generation involved in the family business management on the family firms’ value. The empirical results show that family management reduces the value of listed family business. This implies that the negative effect such as ‘self-control’, ‘nepotism’ and ‘opportunistic behavior’ which caused by the family management exceed the positive effect such as the lower agency cost.

**Key words:** family business; firm value; family management

**基金项目:** 国家自然科学基金项目“公司治理机制的实施程序与方式选择研究”(批准号 70672002)

**【第一作者简介】**徐鹏(1986-)男,黑龙江哈尔滨人,清华大学经济管理学院企业战略与政策专业博士研究生。研究方向:企业理论、公司治理理论、战略管理

地址:中国北京市清华大学紫荆公寓 14 号楼 729A, 100084

电话: 15811527789

电邮: [xup.08@sem.tsinghua.edu.cn](mailto:xup.08@sem.tsinghua.edu.cn)

**【第二作者简介】**宁向东(1965-)男,吉林省吉林市人,清华大学经济管理学院教授、博士生导师,清华大学公司治理研究中心执行主任,研究方向为公司治理

# 家族化管理会为家族企业创造价值吗？

## ——以中小板家族上市公司为例

**【摘要】**本文研究了家族化管理对企业价值与盈利能力的影响。我们将已有研究中对于该问题的正反两方面理论观点结合起来，以中小板家族上市公司为研究对象，将家族化管理这一概念创造性地操作化为 CEO 类型、家族高管比例、参与企业管理的家族代际数和家庭数四个子维度，实证研究了家族化管理与企业价值间的关系。实证结果表明家族化管理降低了家族上市公司的价值和盈利能力，具体来说，家族成员出任 CEO、参与企业管理的家庭数以及家族二代参与企业管理均对家族企业价值有负向影响。这说明，就国内的家族上市企业来说，家族参与企业管理后由家族关系带来的“自我控制”、“裙带主义”和“机会主义行为”等负面效应超越了委托代理成本降低等正面效应占据了主导地位。

**【关键词】**家族企业 企业价值 家族化管理

### 一、引言

家族参与企业管理能否为企业创造价值一直是一个在学术界存在争议的问题。家族企业研究领域的主流经济、管理学文献中，一直存在着两派对立的理论观点。一派观点以委托代理理论为基本框架，认为家族参与企业管理降低了第一类委托代理问题，进而会增加企业价值。Jensen&Meckling（1976）首先提出，集中的所有权和家族参与管理降低了企业内部委托代理成本。这一观点得到的众多学者的支持，而且该理论被 Chrisman 等（2004）通过实证的方法证实。随后，Filatotchev 等（2005）进一步提出，家族参与企业管理会使企业内部委托人与代理人的利益趋向一致，双方信息不对称程度降低、委托代理成本降低，进而使得企业内部的监督、激励等管理活动变得更有效率。

另一派观点以管家理论（stewardship theory）和利他主义理论（altruism theory）为基本框架，认为家族参与企业管理是落后的和无效率的。以 Schulze、Lubatkin 为代表的学者们认为家族参与企业管理会带来更为严重的委托代理问题：首先，家族企业所有权的集中和两权的合一增加了企业经营者“自我控制（self-control）”的风险，“自我控制”是指一些非经济偏好所导致的个体采取一些不仅危害自己而且还会危害周围人的行为。在缺乏外部监督的情况下经营者非理性的个人行为会给企业和家族带来损失。其次，由于血缘关系的存在，家族企业内部管理中存在着严重的裙带主义，这会导致企业内部人力资源管理的扭曲，甚至会出现家族内部成员搭便车、纵容、偷懒等损害企业绩效的行为。最后，家族治理模式致使外部市场的公司治理机制失效，缺少了资本市场、公司控制市场、产品市场和经理人市场的外部治理机制，家族的企业将会面对严重的道德风险和逆向选择等问题。

理论层面的持续争论使得越来越多的学者试图通过实证研究的方法找到这一问题的答案。该领域的实证研究方式主要是通过将家族化管理这一概念操作化为家族企业 CEO 是否为家族成员 (Anderson&Reeb,2003;Villalonga&Amit,2006), 以及家族企业董事会中家族成员比例 (王明琳, 2010) 两个变量, 进而通过分析这两个变量与企业绩效之间的关系判断家族化管理对企业价值的影响。可惜的是, 同理论研究一样, 实证研究结果也是各派林立、众说纷纭。

本文的研究动机基于该领域已有实证研究的几点不足: 一是已有研究对于家族化管理这一概念的操作化过于简单, CEO 类型和家族董事比例两个变量并不能完整地描述参与到管理中的家族的内生性特征; 二是目前还没有基于中国家族上市公司数据对于家族化管理的系统性实证研究, 由于我国特殊的社会文化环境和家族企业发展阶段, 国外的研究结论可能并不适合中国家族企业的实际情况; 三是目前的实证研究对于家族企业的定义比较宽泛、混乱, 未将民营企业、合伙制企业与真正的家族企业区分开。四是已有研究主要以企业价值为被解释变量, 没有全方面考虑家族化管理对企业价值与企业业绩的影响。

基于以上考虑, 本文试图进一步打开家族化管理的黑箱, 创造性地建立了一个涵盖 CEO 类型、家族高管比例、参与管理的家族代数和家庭数四个维度的系统分析框架, 更为深入细致地从多角度考察了家族化管理对企业价值以及企业业绩的影响。以中小板家族上市公司为样本的实证结果表明家族化管理不仅降低了家族上市公司的价值而且降低了企业的盈利能力。

## 二、理论分析与研究假设

家族化管理 (Family Involvement in Management) 最早由 Corbetta & Montemerlo (1990) 提出, 旨在反映家族参与企业管理、战略决策的程度。Habbershon, Williams, & MacMillan (2003) 提出, 家族化会影响企业价值创造和财富积累的各个环节, 进而对家族企业价值、业绩产生重要影响。这两篇理论奠基文章将整个领域的研究热点引入到探索家族化对企业价值、业绩的影响之中。Dyer (2006) 认为, 家族化管理通过两个途径影响企业价值, 一是家族与企业的互动所产生独特的企业资源与企业能力; 二是家族参与到企业中后对企业内部委托代理关系的影响。自此, 理论研究分成两派, 一方以资源基础观为理论基础, 另一方以委托代理理论、利他主义理论为基础。理论研究的深入也不断驱动着实证研究的发展, 学者们将家族化管理这一概念操作化为 CEO 类型和家族董事比例两个变量, 通过分析这两个变量与企业绩效之间的关系判断家族化管理对企业价值的影响。

为更深入细致地分析家族化管理对企业价值的影响, 本文将该概念细分为四个维度——

CEO 类型、家族高管比例、参与管理的家族代际数和家庭数。

### （一）CEO 类型与家族企业价值

CEO 是企业组织中最为重要、最具权力的角色，他对整个组织的行为与业绩负责（Finkelstein & Hambrick,1996）。因此，家族企业 CEO 由是否由家族成员担任，对家族化管理有决定性影响。家族企业是家族与企业两种组织的融合，除了与其他类型企业一样关注企业经济利益最大化外，家族企业还有一个重要目标——家族利益最大化。家族 CEO 在做决策的过程中，经常以家族利益最大化为准则，为此不惜牺牲企业价值，比如保持公司的家族控制、家族成员的发展、维护家族声誉、保持家族和谐等等。在某些情况下，这样的家族发展目标往往是与企业价值最大化相悖的。在缺少外部监督的情况下，家族成员出任 CEO 使得从企业到家族的利益输送时更为便利。与职业经理人相比，家族 CEO 较少有对全体股东尤其是中小股东负责的意识，在他们心目中，家族公司上市只是帮助企业获得更多资源、更好发展途径的方式。

此外，家族 CEO 的能力也是学术界和业界长期诟病的重要因素。Villalonga and Amit（2006）提出，虽然家族 CEO 会降低委托代理成本，但是这一收益会被家族 CEO 的低能力带来的成本所抵消。Burkart 等（2003）就提出，家族 CEO 是在较小的范围内选择出来的，其管理能力必然低于从劳动力市场中选拔而出的职业经理人。Smith & Amoako-Adu（1999）的研究指出，资本市场对家族后代继任 CEO 反应较差。Lauterbach & Vaninsky（1999）通过对 280 家以色列主要上市公司的研究发现，家族 CEO 领导下的家族企业盈利能力低于非家族 CEO 领导的企业。

另一方面，Becker（1974）；Daily & Dollinger（1992）；Eisenhardt（1989）等人认为家族成员出任 CEO 降低了企业内部的委托代理成本，因此对企业价值有正向影响。家族企业由于所有权较为集中，并且所有权与经营权都在家族内部，并未实现完全的分离，因此代理成本低于非家族企业，家族企业在监督和约束家族代理人方面具有优于非家族企业的优势（Fama & Jensen,1983）。支持这种观点的学者们还指出家族企业中委托人与家族代理人之间利益目标一致、信息不对称程度较低，再加上家族成员间的利他主义和管家主义，交易成本较低，激励监督成本也较低。同时，利他主义增进了沟通和合作，减少了家族委托人与代理人之间的信息不对称，便于非正式契约的执行。（Anderson & Reed,2003）的实证研究也证明家族企业雇佣家族成员做 CEO 的业绩高于雇佣职业经理人做 CEO 的业绩。

已有研究表明，家族 CEO 对企业价值有正反两方面影响。其核心在于家族成员出任 CEO 带来的委托代理方面的收益能否弥补 CEO “自我控制”带来的成本。基于以上理论，本文

提出两个假设:

假设 1 (a): 家族成员出任 CEO 对家族企业价值有负向影响

假设 1 (b): 家族成员出任 CEO 对家族企业价值有正向影响

## (二) 家族高管比例与家族企业价值

Ensley & Pearson (2005) 首先提出了高管团队家族化 (familiness of the TMTs) 的概念, 即家族企业高级管理团队中家族参与的程度。基于 Lubatkin 等 (2005) 的自我控制理论, Minichilli 等 (2010) 提出高管团队中的家族成员有动机将家族对他们的利他主义转化为个人私利, 倚仗着家族身份和裙带关系, 他们会采取偷懒、搭便车等机会主义行为, 进而提高了代理成本。已有研究也发现, 高管团队中的家族成员除获得正常的薪酬之外, 还会通过额外津贴和非货币报酬等方式攫取利益, 如控制信息、控制资源分配、偷懒等 (Lubatkin, 2005)。

另一方观点认为, 高管团队的家族化对企业价值有正向影响。首先, 高管间的血缘关系会使管理团队内部信息流动更顺畅、目标和愿景更一致, 有利于团队协作和管理工作的进行。其次, 与非家族高管相比, 家族高管对企业拥有强烈的责任感和使命感, 较少采用有利于企业当期业绩而不顾家族长远价值的短期行为, 为了这种责任他们并不担心对企业的将来进行深入的投资, 在做战略、经营决策时, 他们思考的不仅是当期业绩、市场需求, 更多的是考虑家族的价值与信仰 (Miller & Le Breton-Miller, 2006)。实证研究显示, 家族企业在设备、研发和员工培训上的平均投资多于非家族企业。

王明琳等 (2010) 根据中国上市公司数据的实证研究发现, 高管团队中家族成员人数与企业价值负相关。我们认为家族成员人数并不是一个衡量家族在高管团队中作用与影响的科学的解释变量, 因为不同企业高管团队人数差别很大。本文试图弥补这一不足, 以家族高管比率作为解释变量。基于以上理论, 本文提出两个假设:

假设 2 (a): 家族企业中家族高管比例与企业价值负相关

假设 2 (b): 家族企业中家族高管比例与企业价值正相关

## (三) 参与管理家庭数与企业价值

家庭与家族是两个不同的概念。社会学家孙本文认为, “所谓家庭, 是指夫妇子女等亲属所结合之团体而言”。现在社会家庭的基本形式是由夫、妻、子女构成的。而家族是根据单系 (父系) 亲属原则组成的社群, 它是家庭的扩大 (费孝通, 1985), 可见, 家族是由家庭组成的。除社会学角度以外, 家庭与家族在经济学意义上也是不同的 (潘必胜, 2001)。贝克尔认为, 家庭是一个基本产权单位; 家族是多个产权单位的集合, 而非一个产权主体。

家庭作为一个产权单位, 其行为是以家庭内部成员效用之和最大化为原则的, 当参与到

管理中的家族包含多个家庭时，各个家庭的利益、目标和价值观以及以此为基础的理性决策必然会出现冲突。这种冲突会随着参与管理的家庭数的增加而加剧。家族内部各家庭之间对企业所有权、控制权和经营权的争夺是时刻不停的，尤其是在家族企业代际传承阶段，每个家庭都希望自己的后代继承企业的所有权和控制权（Gersick, 1998），因此，家庭间的斗争会变得非常惨烈。此外，当参与到家族企业中的家庭数增多时，企业甚至家族内部会出现派系，企业领导者对不同派系的协调成本会不断提高，派系间的斗争以及由此带来的交易成本会严重损害家族企业价值。

假设 3：参与家族企业管理的家庭数与企业价值负相关

#### （四）参与管理代际数与企业价值

家族二代参与企业管理会对企业产生重大的影响。家族二代参与到企业管理甚至是实现对企业的控制，并不是由于其对企业创立、成长的贡献，而仅仅是由于他的家族身份。因此，与创始人相比，家族二代在权威、能力、对企业的奉献等方面均有较大差距。这些方面的差距不仅直接影响到家族企业的经营，而且会在其他管理者、员工中产生负面影响——企业内非家族成员会意识到职业晋升与自身表现并不相关，从而间接地降低了企业价值。

家族二代参与企业管理，意味着代际传承的开始，这是家族企业发展最为关键、危险的时期，仅有 30%的家族企业能够传承到第二代，仅有 10%-15%能够传承至第三代。在代际传承时期往往会伴随家族内外部的关于所有权、控制权和经营权的争夺（Barnes and Hershon,1994），进而引起家族内部的分歧矛盾以及企业发展的停滞。

在代际传承阶段，企业在家族领导人眼中不再是一份事业而变成了一份遗产。此阶段家族企业的目标并不是公司价值、业绩的最大化，而是在保证家族对企业的绝对控制、家族企业内外部稳定的前提下锻炼家族二代领导能力、实现二代与企业“老臣”们充分磨合，进而实现领导权的顺利交接。这样的目标会影响到企业运营的各个方面，进而对企业价值造成影响。Perez-Gonzalez(2004)、Villalonga and Amit(2004)、Morck (2000)的研究均发现，家族企业的控制权和管理权由创始人向后代传递会导致家族企业价值降低。Morck 等人（1988）发现随着企业不断发展，家族后代的参与会降低企业价值。此外，Schulze 等人（2003）的研究发现当家族二代占据了企业内部重要管理岗位时，上文提到的家庭冲突、自我控制等问题会被放大进而变得更为严重。

假设 4：家族二代参与企业管理与企业价值负相关

### 三、样本数据与描述性统计

#### （一）样本和数据来源

根据研究需要,本文选取 2009 年我国中小板家族上市公司的横截面数据作为研究样本。与主板上市的家族企业相比,中小板上市家族企业金字塔结构、交叉持股情况极少,而且多是以企业主要资产和主营业务上市,较少以掏空、圈钱为目的,是“真正”的家族企业,比较适合家族化管理这一问题的研究。此外,与主板上市公司相比,中小板家族企业由于上市时间、创立时间均较短,企业内部家族关系明显确切,得到的数据与结论也相对可靠。

国内的实证研究往往利用民营上市公司替代家族上市公司作为分析样本,并未将民营企业、合作制企业与家族企业真正区分开。基于这一不足,本文对家族上市公司进行了极为严格的定义,将同时具备以下特征的公司定义为家族上市公司,以期获得科学、有效的实证研究结论:

1、公司年报披露最终控制人为家族或自然人;2、家族是第一大股东,且拥有企业所有权超过 10%<sup>1</sup>;3、至少有两位家族成员出现在十大股东、董事会或高管层;4、非金融类、系族类上市公司;5、家族企业以主营业务和主要资产上市,剔除以掏空为目的的家族上市公司。经过上述筛选,最终共得到并确认的有效样本 131 个。具体数据来源于国泰安数据库(CSMAR)、WIND数据库、企业招股说明书及年报,文中相关数据的处理及检验均使用 STATA10.1 统计软件进行分析。

## (二) 变量选择和界定

本文选择托宾 Q 值和净资产收益率(ROE)作为被解释变量,分别衡量家族上市公司的价值及盈利能力。

本文将家族化管理这一概念操作化为 CEO 类型(CEO\_TYPE)、家族高管比例(F\_Manager)、参与管理的家庭数(F\_Family)和家族代数(F\_Gen)四个解释变量。这些解释变量从不同的角度全面系统地反映了家族化管理的各项特征。各解释变量由逐一查阅公司招股说明书和公司 2009 年年报手工整理而得。家族企业倾向于隐藏家族信息,我们通过查阅公司历史资料、翻阅《新财富》和《新财经》杂志以及整理媒体相关新闻来验证和补充公司正式披露的家族信息,力图最大限度地揭示家族参与企业管理的情况与家族特征。

为控制家族上市公司的行业与企业特征,本文引入了如下控制变量:股权制衡情况、独立董事比例、公司规模、员工人数、债务融资比率和净资产回报率(Anderson and Reeb,2004)。此外,我们还利用哑变量控制了家族上市公司所处的行业。变量具体定义如表 1 所示。

---

<sup>1</sup> 家族所有权计算方式依据 La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Salinas, Andrei Shleifer and Robert Vishny. Corporate Ownership around the World. Journal of Finance, 1999,(2):471-520

表 1 变量及其定义

变量类型	变量名称	符号	定义
被解释变量	企业价值 (托宾 Q)	TQ	(股价 × 流通股股数 + 每股净资产 × 非流通股股数 + 净债务市值) / 期末总资产
	净资产收益率	ROE	净利润 / 股东权益 (净资产)
解释变量	CEO 类型	CEO_TYPE	家族 CEO 为 1; 非家族 CEO 为 0
	家族高管比率	F_Manager	家族高管人数 / 高管团队总人数
	参与管理家庭数	F_Family	夫妇与其子女定义为一个家庭
	参与管理代数	F_Gen	是否有二代家族成员参与企业管理, 若是取 1, 否则取 0
控制变量	股权制衡	Bal	是否存在持股比例 ≥ 10% 的无关联制衡股东, 若是取 1, 否则取 0
	独立董事比例	ID	独立董事在董事会中的比例
	公司规模	LA	公司资产账面值的自然对数, 即 Ln(期末账面总资产)
	员工人数	Emp	公司员工总数的自然对数, 即 Ln(期末总员工数)
	债务融资比率	Lev	总负债 / 资产账面价值
	净资产回报率	ROA	净利润 / 总资产

### (三) 描述性统计

截止 2009 年底, 中小板上市公司共有 327 家, 其中家族上市公司 131 家, 占 40.06%。表 2 对两类上市公司进行了描述性统计及 t 检验分析。除制衡股东与员工人数存在显著差距外, 其他变量间均无明显差别。在 131 家家族上市公司中, 仅有 20.6% 的公司存在持股比例大于 10% 且与家族无关联的制衡股东, 同样的指标在非家族上市公司样本中达到了 48%, 两者之差在 1% 的水平下显著, 可见家族企业倾向于在所有权上对企业实现绝对控制。家族上市公司与非家族上市公司在代表企业规模的员工数量上差异也比较显著, 家族企业员工数量较多, 规模较大。家族上市公司与非家族上市公司在企业价值、盈利能力方面并无显著差异,



Anderson 等人（2003）关于家族企业盈利能力优于非家族企业的理论并未在中国上市公司数据中得到支持。此外，家族上市公司与非家族上市公司在董事会中独立董事比例、债务杠杆比率两个方面也不存在显著差异。

通过对各变量的描述性统计，我们可以得出中小板家族上市公司，家族化管理色彩较重。具体来说，家族上市公司多由家族成员担任 CEO，占全部家族上市公司总量的 60%；家族高管比例达 17.4%；每个上市公司中平均有 1.7 个家庭参与企业运营与管理；约有 26.7% 的家族上市公司有家族二代参与到企业管理层中。由于中小板家族上市公司成立时间不长，家族企业创始人依旧在管理岗位上，企业代际传承尚在酝酿中，因此二代参与比例并不高。

表 2 描述性统计与 t 检验

	家族上市公司		非家族上市公司		均值之差及 t 检验	
	平均值 A	标准差 A	平均值 B	标准差 B	均值之差 (A-B)	t 检验值
TQ	2.119	1.118	2.271	1.208	-0.152	-1.1651
ROE	0.097	0.063	0.091	0.098	0.006	0.7144
CEO_TYPE	0.600	0.491	0	0	0.600	1.2279
F_Manager	0.174	0.148	0	0	0.174	1.1808
F_Family	1.703	0.826	0	0	1.703	2.0611**
F_Gen	0.267	0.444	0	0	0.267	0.6015
Bal	0.206	0.406	0.480	0.501	-0.273	-5.4280***
ID	0.367	0.045	0.367	0.049	0.000	0.0868
LA	20.961	0.659	21.000	0.874	-0.040	-0.4663
Emp	7.278	1.019	7.078	0.881	0.199	1.8250*
Lev	0.365	0.181	0.382	0.208	-0.018	-0.7681
ROA	0.065	0.050	0.058	0.062	0.007	1.077
Number	131		196			

注：\*\*\*表示在 1%置信度下显著，\*\*表示在 5%置信度下显著，\*表示在 10%置信度下显著

#### 四、实证检验与结果分析

##### （一）多元变量回归分析

表 3 对总体样本进行了多元回归分析，考虑到四个解释变量是从不同维度对同一个理论概念——家族化管理的操作化，彼此之间存在相关性，因此分别将它们纳入不同的回归模型

中。按照传统的研究方法,研究家族参与对企业价值影响时通常将被解释变量设定为托宾 Q。本文为全面考察家族化管理对企业的影响,并且验证本文理论模型和实证结果的稳健性,我们还引入的表示企业经营业绩的被解释变量——净资产收益率(ROE)。表 3 中模型 1-4 显示,对家族上市公司而言,家族成员出任 CEO(CEO\_TYPE)、参与企业管理的家庭数(F\_Family)以及家族二代参与企业管理(F\_Gen)三个变量与家族上市公司价值有显著负相关关系,其中参与管理家庭数与代际数均达到了 5%显著水平。本文理论分析部分假设 1(a)、假设 3 以及假设 4 分别得到了证实。家族高管比例(F\_Manager)的系数虽然为负,但缺乏显著性,表明家族高管比例对家族上市公司价值没有产生显著性影响。Minichilli 等(2010)提出的家族高管的机会主义行为对企业价值负向影响理论在中国上市公司数据背景下没有得到证实。家族二代参与企业管理对企业价值的负向影响从另外的角度证明了 Miller 等(2007)的研究结论,即创业者本人及家族第一代团队担任企业管理者角色时,家族企业价值会提高,说明“创业效应”对家族企业价值有正向影响。

表 3 中模型 5-8 显示,对家族上市公司而言,家族成员出任 CEO(CEO\_TYPE)、家族高管比例(F\_Manager)、参与企业管理的家庭数(F\_Family)对企业的盈利能力有显著的负向影响。以上实证研究结果证实了家族企业中的家族化管理降低了家族企业价值与盈利能力。

**表 3** 总体样本回归分析与结果

	TQ				ROE			
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6	Model7	Model8
C	9.514*** (3.14)	10.299*** (3.40)	10.181*** (3.40)	9.664*** (3.22)	-0.360 (-1.48)	-0.293 (-1.20)	-0.307 (-1.26)	-0.325 (-1.31)
CEO_ TYPE	-0.291* (-1.75)				-0.027** (-2.02)			
F_Ma nager		-0.634 (-1.10)				-0.096* (-1.86)		
F_Fam ily			-0.186** (-1.98)				-0.014* (-1.84)	
F_Gen				-0.366** (-2.00)				-0.005 (-0.33)
Bal	-0.012 (-0.06)	0.017 (0.09)	0.001 (0.01)	0.021 (0.11)	-0.015 (-0.94)	-0.014 (-0.86)	-0.013 (-0.84)	-0.011 (-0.67)
ID	3.349** (2.32)	3.117** (2.14)	3.022** (2.10)	2.449 (1.65)	0.111 (0.94)	0.086 (0.72)	0.085 (0.72)	0.092 (0.74)
LA	-0.484*** (-3.06)	-0.510*** (-3.22)	-0.489*** (-3.12)	-0.466*** (-2.94)	0.015 (1.19)	0.014 (1.08)	0.015 (1.15)	0.014 (1.04)

Emp	-0.084 (-0.85)	-0.091 (-0.91)	-0.101 (-1.02)	-0.124 (-1.24)	0.020** (2.47)	0.019** (2.39)	0.019** (2.32)	0.020** (2.35)
Leverage	1.094* (1.80)	1.276** (2.13)	1.232** (2.08)	1.429** (2.41)	-0.122*** (-3.00)	-0.114*** (-2.82)	-0.113*** (-2.78)	-0.109*** (-2.65)
ROA	13.965*** (7.41)	14.425*** (7.71)	14.192*** (7.65)	14.734*** (7.97)				
R <sup>2</sup>	0.478	0.470	0.482	0.482	0.18	0.17	0.17	0.15
F 值	7.59***	7.34***	7.70***	7.71***	1.94**	1.88**	1.87**	1.58*

注：括号内为 t 检验值，\*\*\*表示在 1%置信度下显著，\*\*表示在 5%置信度下显著，\*表示在 10%置信度下显著

通过实证研究我们还发现，独立董事（ID）对家族上市公司价值有非常重要的作用。独立董事既能降低代理成本，同时又能降低因家族内部利他主义带来的“自我控制”行为，从表 3 中可知，家族企业董事会中独立董事比例越大，企业价值越高。而一直被学术界认为会在家族上市公司的公司治理体系中起到重要作用的制衡股东（Bal）的存在，并没有对企业价值产生重要的影响。

#### （二）稳健性检验

由于本文仅采用托宾 Q 值和净资产收益率（ROE）作为被解释变量衡量家族上市公司价值与业绩，存在一定的局限性。所以，我们选择了反映公司经营绩效的指标——利润率，回归结果表明，虽然个别结论的显著性水平有所降低，但是主要的负相关关系与使用托宾 Q 和 ROE 做被解释变量时相一致。所以，本文的结论具有良好的稳健性。

**表 4 统计结果稳健性检验**

	利润率			
	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-0.150 (-0.27)	-0.066 (-0.12)	-0.073 (-0.13)	0.198 (-0.36)
CEO_TYPE	-0.035 (-1.11)			
F_Manager		-0.115 (-0.12)		
F_Family			-0.031* (-1.78)	
F_Gen				-0.068** (-1.98)
Bal	-0.026 (-0.71)	-0.024 (-0.66)	-0.027 (-0.73)	-0.024 (-0.67)
ID	0.055 (0.20)	0.025 (0.09)	0.006 (0.02)	-0.099 (-0.36)

LA	0.024 (0.81)	0.022 (0.75)	0.025 (0.85)	0.031 (1.06)
Emp	-0.014 (-0.73)	-0.014 (-0.76)	-0.016 (-0.88)	-0.020 (-1.08)
Leverage	-0.283*** (-3.01)	-0.272*** (-2.92)	-0.273*** (-2.96)	-0.255*** (-2.77)
R <sup>2</sup>	0.1578	0.1556	0.1713	0.1764
F 值	1.69*	1.66*	1.86**	1.93**

注：括号内为 t 检验值，\*\*\*表示在 1%置信度下显著，\*\*表示在 5%置信度下显著，\*表示在 10%置信度下显著

## 五、结论

本文以严格定义的中小板家族上市公司为研究对象，在控制了行业和企业特征的情况下，实证证明了家族化管理对企业价值存在负面影响。具体来说，本文提出的家族化管理四个维度——CEO 类型、家族高管比例、参与管理的家族代际数和家庭数均对家族企业价值或企业盈利能力有显著的负向影响。这说明，就目前国内的家族上市企业来说，家族参与企业管理后由家族关系带来的“自我控制”、“裙带主义”和“机会主义行为”等负面效应超越了委托代理成本降低等正面效应占据了主导地位，最终对企业价值产生负面影响。此外，我们发现中小板家族上市公司的家族化管理色彩较重。60%的家族上市公司由家族成员担任 CEO；家族高管比例达 17.4%；每个上市公司中平均有 1.7 个家庭参与企业运营与管理；约有 26.7%的家族上市公司有家族二代参与到企业管理层中。以上研究结果表明，家族上市公司倾向于利用家族化管理实现对企业的绝对控制，但是这种控制是以损失经济效率为代价的。在这样的大背景下，监管机构应努力为家族企业营造规范、法治、有效的高级管理人才市场，为家族企业充分与外部人力资源市场融合创造条件。家族企业领导者应也应充分认识到企业管理“家族化”的弊端，积极地从企业外部引进优秀管理人才，将家族管理优势与外部管理资源充分结合起来，为企业创造价值。

在国内已有的家族企业研究文献中，本文首次细化了家族化管理的概念，并创造性地探讨了参与企业管理的家庭数以及参与企业管理的家族代数对企业价值和盈利能力的影响，这是本文一大创新点。

本文在研究方法上仍存在着一定的局限性，实证研究中我们直接考察的默认因果关系是家族化管理对家族企业价值的影响，并未考虑另外一种因果关系解释——即家族企业价值影响了企业家族化管理程度。例如，当家族企业的价值降低时，家族会采取家族化管理——任

命家族成员做企业 CEO、增加家族董事席位等等。例如，丰田公司 2009 年陷于质量信誉危机时，任命丰田家族第三代传人丰田章男接任公司总裁。这是本文尚未考虑的因素，在未来的研究中将针对这一问题进行分析。

## 主要参考文献

- 费孝通. 1985. 乡土中国. 上海: 上海三联书店出版社
- 潘必胜. 2001. 产权、家庭效率与家族非效率——农业社会中家庭经济行为分析. 中国农村观察, 27~35
- 克林·盖尔西克. 1998. 家族企业的繁衍——家庭企业的生命周期. 北京: 经济日报出版社
- 王明琳, 陈凌, 叶长兵. 2010. 中国民营上市公司的家族治理与企业价值. 南开管理评论, 13(2):61~67
- Anderson, R., Reed, D.M., 2003. Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58:1301~1328
- Anderson, R., Reed, D.M., 2004. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 firms, *Administrative Science Quarterly*, 49: 209~237
- Barnes, L.B., S.A. Hershon. 1994. Transferring Power in the Family Business, *Family Business Review*, 7(4):377~392
- Becker, G.S. 1974. A Theory of Social Interaction. *Journal of Political Economy*, 82:1063~1093
- Burkart, Michael, Denis Gromb, Fausto Panunzi. 1997. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics* 112:693~729
- Burkart, M., Panunzi, F., Shleifer, A. 2003. Family Firms. *The Journal of Finance*, 58(5):2167~2200
- Chrisman, J.J., Chua J.H., Litz, R.A. 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4):335~354
- Corbetta, G., Montemerlo, D. 1999. Ownership, governance and management issues in small and medium-size family business: A comparison of Italy and the United States. *Family Business Review*, 12(4):361~374
- Daily, C.M., Dollinger, M.J. 1992. An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2):117~136
- Dyer, J.G. 2006. Examining the 'family effect' on firm performance. *Family Business Review*, 19(4):252~273.
- Eisenhardt, K.M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1):57~74
- Ensley, M. D., Pearson, A. W. 2005. An exploratory comparison of the behavioral dynamics of top management teams in family and nonfamily new ventures: cohesion, potency, and consensus. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29:267-84.
- Eugene F. Fama, Michael C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26(6)
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C. 1996. *Strategic Leadership. Top Executives and Their Effects on Organizations*. St Paul, MN: West Publishing Company
- Habbershon, T.G., Williams, M., MacMillan, I. C. 2003. 'A unified perspective of family firm performance'. *Journal of Business Venturing*, 18,:451-65.
- Jensen, M. C., Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.
- Lauterbach, B., Vaninsky, A. 1999. Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel. *Journal of Management and Governance*, 3:189~201
- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., Dino, R. N. 2005. The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26: 313-30.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. 2006. Family governance and firm performance: agency stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, XIX:73~86

Minichilli, A., Corbetta, G., MacMillan, I. C. 2010. Top Management Teams in Family-Controlled Companies: 'Familianness', 'Faultlines', and Their Impact on Financial Performance. *Journal of Management Studies*, 47: 205–222.

Morck, R.K., Shleifer, A., Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Finance Economics* 20:293~315

Morck, R.K., Stangeland, D.A., Yeung, B. 2000. Inherited wealth, corporate control, and economic growth. The Canadian disease? In: Morck, R.K. (Ed), *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, Chicago, IL, pp.319~369

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. 2003. Toward a theory of altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18: 473–90.

Smith, B.F., Amoako-Adu, B. 1999. Management succession and financial performance of family controlled firms. *Journal of Corporate Finance* 5:341~368

Villalonga, B., Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Finance Economics*, 80:385~417