

家族成员的权力集中度与企业绩效^①

——对家族上市公司的研究

贺小刚¹, 李新春², 连燕玲¹

(1. 上海财经大学国际工商管理学院, 上海 200433; 2. 中山大学管理学院, 广州 510275)

摘要: 如何在家族成员内部建立有效的治理机制是家族企业研究的关键问题之一。基于各个家族成员的偏好存在差异且追求其自身效用最大化这一假设, 分析家族成员内部的权力集中度对企业绩效的影响程度以及这种影响的受制条件。实证结果表明: 相对于线性关系, 倒 U 型假设更有助于解释我国家族上市公司的家族成员内部权力集中度与经营绩效之间的关系; 企业的经营多样性和经营规模对家族成员权力集中度的功效起到显著的调节作用。

关键词: 家族企业; 权力集中度; 调节作用; 企业绩效

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2011)05-0086-11

0 引言

控制权与管理权等权力配置机制是公司治理研究中的一个非常重要的主题, 但在诸多的家族公司治理研究文献中, 不少学者将家族成员集团作为一个研究对象, 而没有对家族成员的个体进行区分^[1]。这种研究是无法解释家族成员是如何组织其最佳的治理机制的, 因为其蕴含的潜在假定是所有的家族成员都是利他主义者、具有基本相同的价值观和目标, 他们会很自然地团结在一起^[2]。很明显地, 此假设受到了挑战, 因为在信息不对称情况下利他主义可能被家族成员所利用, 诱使他们采取搭便车行为、逃避责任而不是努力工作^[3]; 一个家族也不可能由利益与目标完全相同的个体所组成^[4], 受资源的约束, 家族冲突将不可避免^[5]; 最后, 家族成员并不只是理性地追求经济效益的最大化, 受非经济目标的驱动, 他们可能会采取一些于己于人都行为^[6]。针对上述假设所存在的问题, 有些学者开始关注家族

成员的目标和偏好差异等因素对家族企业治理、竞争绩效所可能产生的影响^[7-11]。如 Schulze 等^[7]实证分析了家族成员之间的权力安排对企业财务决策的影响; Kellermann 等^[9]和 Eddleston 等^[11]的研究表明家族控制权和所有权的安排将直接或间接地影响到家族内部的冲突, 进而影响到企业绩效。近来有个别学者开始关注家族成员内部治理机制的研究^[12-15]。如许永斌和郑金芳^[12]、贺小刚等^[15]的研究表明家族内部存在一种亲缘效应, 家族内部的权力分配将影响到企业的治理效率; 贺小刚和连燕玲^[14]所进行的实证研究还发现, 家族内部的所有权差距和管理权差距与企业价值创造之间存在比较显著的线性关系。

虽然国内外的一些学者已开始关注家族成员内部的治理机制问题, 认为家族成员内部的权力安排影响到组织效率, 但到底是集中权力于个别家族成员更为有效, 还是将权力分散给不同的家族成员更为有效, 对于这一问题目前还没有达成一致性的结论。本文的研究贡献主要体现在, 第一,

① 收稿日期: 2009-09-30; 修订日期: 2010-04-18。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70872065 70872118); 教育部“新世纪优秀人才支持计划”资助项目(NCET-08-0804); 上海市曙光计划资助项目(07SG41)。

作者简介: 贺小刚(1971-), 男, 江西永新人, 博士, 教授。Email: hxg@mail.shufe.edu.cn

前期的研究文献大多关注的是物质资本所有权、或简单地假定家族成员的权力集中度与治理效率存在一种线性关系, 本文则将家族成员内部的权力来源细分为所有权和管理权, 并假设且验证了它们与家族治理效率的倒 U 型关系。第二, 虽然个别学者从单变量角度探讨了家族权力集中度对家族企业财务决策或经营绩效的影响, 但这些研究文献并没有考虑到此家族权力集中度的受制条件, 本文假设且验证了企业经营多样性和经营边界对家族成员权力结构安排的制约作用, 这为深入了解我国家族企业的治理效率提供了更为充分的解释。

1 理论分析与研究假说

1.1 家族成员的所有权集中度与企业绩效

一般而言, 家族企业的所有权分布具有三种典型的模式, 即集中于业主、兄弟姐妹分享所有权、表亲以及其他准家族成员参与分享家族企业所有权^[16]。本文认为, 过度集中所有权于极个别家族成员将产生一系列问题。这是因为, 第一, 集中所有权会导致自我控制问题, 即由于非经济动机的存在, 家族成员可能会采取一些于己于人都行为^[6], 如控制性股东可能会利用绝对的权力优势投资一些只有他自己感兴趣而其他家族成员并不认为是最佳的项目。第二, 既然投票的结果往往反映的是更具权威者的偏好, 对于那些没有什么权力的家族成员而言, 他们宁愿选择搭便车, 且将其余力用于各种金钱或非金钱的消费而不是选择生产性的投资活动^[17]。第三, 过度地集中所有权于个别家族成员将激发家族成员内部的矛盾。这些掌握核心权威的家族成员不仅仅拥有了有形的物质资源, 而且控制了外部网络资源等无形资产^[18], 这使得其他家族成员感到自己的利益受到剥夺, 进而对家族内部的公平性失去信心; 况且控制性股东还可能运用权力改变他们的最终财产计划, 使得家族成员的财产索取权处于高度的风险之中^[7], 这就进一步恶化了家族成员之间的矛盾。

外部治理机制, 包括有效的资本市场、公司控制市场等, 是在一定程度上解决控制性损失

问题的, 但这些机制在家族企业很难发挥作用。为了解决家族成员之间的代理成本, 一个可行的方法是赋予其他家族成员一定的所有权。因为掌握实实在在的所有权不仅会激励家族成员努力工作, 而且还使得家族成员的经济目标趋同, 使他们更关注企业成长, 甚至敢于冒险和创新, 而不是选择过度的消费; 另外, 让家族成员持有家族企业的所有权在一定程度上有助于解决家族成员内部的冲突问题, 因为作为家族成员, 他们总是感觉到和自认为有资格对企业的财富享有法定的索取权^[19], 所有权的分配可以在一定程度上解决家族成员的这种感觉上的不平等问题^[2]。

但毫无疑问, 如果将所有权平均地配置给所有家族成员, 家族内部的冲突和代理问题也将随之增加。这是因为, 第一, 当各家族成员拥有了相对均等的所有权, 他们就有理由相信自己的行为不会轻易受到其他家族成员的制衡, 这为自己及其核心家庭成员谋取福利创造了机会。比如他们可能会采取一些支持对己有利的新项目或招募其核心家庭成员参与主要的管理活动。第二, 在所有权分散的情况下, 要获得其他家族成员对一些重要的决策的支持是很难的^[7], 家族成员之间的协调成本将增加。第三, 公平有助于减少冲突^[20], 但均等地分配所有权并不会给家族成员带来公平感, 因为这并没有考虑到个体差异。同时, 正由于平均地配置所有权并没有考虑到各个家族成员的偏好和差异性, 这最终将导致家族成员之间相互争夺权力、私下交易和妥协, 耗费企业的有限资源。

基于上述分析, 提出假说 1。

H₁ 家族成员的所有权集中度与家族企业绩效存在一种倒 U 型的关系。

1.2 家族成员的管理权集中度与企业绩效

从很多个案和研究文献来看, 家族企业的领导者倾向于集中管理决策权。这种过度地将管理权集中于个别家族成员的权力配置模式将对企业产生消极的影响。这是因为集权者为确保其权力往往会禁止其他家族成员参与决策, 这就减少了家族内部的信息交换与共享的机会, 最终会导致低效的决策质量和组织绩效^[11]。另外, 高度集中管理权将会激发家族成员之间的权力争夺行为。

未掌握管理权的家族成员为确保其在家族中的地位和声望,一个可行的途径就是不断争取更大的剩余控制权.在争夺权力的过程中,截留信息、游说等政治活动更可能为家族成员所利用,而集中精力关注环境的变化以找到关键问题的解决方案、做出更为有效率的决策等生产性活动反而被忽略^[21].

管理权的分享可以在一定程度上解决上述问题. Whitesid等^[22]的研究发现,那些强调分享权力、合作和自由沟通的家族企业往往很少有破坏性的人际冲突.因为随着家族成员越来越参与到决策过程,许多不同的观点也随之形成,信息资源也将在更大程度上得以利用,并且家族成员的参与也可使他们更加清楚地明白企业的发展方向,这对于提高战略执行效率和战略目标的实现是非常有利的^[23].另外,授权和参与导向的管理方法也激发了家族成员对组织的承诺动机和心理所有权,进而有助于他们更客观地评价企业所面临的优势和劣势,做出有利于最大化企业绩效的决策^[19].

但是管理权过度地分散于家族成员则同样会产生诸多问题,这表现在,首先,过度分散管理权将降低经营决策的效率.由于每个家族成员对企业的战略决策具有同等的发言权,为了尊重每一个家族管理者的权力,决策程序自然延长了. Davi等^[24]指出,如果没有一个具有足够影响力的家族成员引导或决定战略的制定,这会导致严重的决策冲突.其次,家族成员参与管理将提高家族管理成本.这是由于一旦某些家族成员担任了重要管理职位,则即使其能力低下也往往不会受到类似于市场机制下的惩治,因为利他主义削弱了家族领导者有效监督和规范这些家族成员行为的能力,他们在评价家族成员时会有选择地过滤掉一些于其家族成员不利的信息.第三,均等地分享管理权可能导致更为严重的冲突和非生产性的权力争夺行为^[25].因为相对均等的管理权结构为家族成员拉帮结派以获取更多的权力奠定了基础.这在由多个代际、不同亲缘关系的家族成员管理企业时更为明显.

基于上述分析,提出假说 2.

H₂ 家族成员的管理权集中度与家族企业绩效存在一种倒 U 型的关系.

1.3 权力集中度效应的调节作用

家族成员的权力集中度与企业绩效之间的关系将受到企业经营多样性及经营规模的制约.对于经营规模比较大的家族企业而言一般有两种控制手段,一是以制度和组织程序的强化替代权力的集中,这种方式在大多西方发达经济的情况下是具有普遍性的;但同时也存在另一种可能性,即由于制度和组织程序化的缺失或不完备,分权组织或者不存在或者不起作用,在这种情况下,组织的控制和领导效率更多地是依靠权力的集中化,也就是所谓的“人治”可能是较好的解决之道.我国家族企业的制度和组织程序大多是不完善的,这时的组织规模越大则越需要集中家族权力.另一方面,对于经营规模较大的企业,业主就需要更多的家族成员协助以维持家族的控制地位,但家族成员的增多会导致其目标出现更大的差异性、关系冲突增多,机会主义动机和行为也将随之产生甚至恶化^[26].解决这个问题一个可行方法就是相对地集中家族权力而不是分散家族权力.况且经营规模的扩大导致了家族成员可支配的营运空间也增大,权力的分散可能会促使家族内部小帮派的出现,这也不利于家族和谐机制的建立.而对于经营规模相对较小的家族企业而言是比较容易控制的,这种情况下家族企业没有必要将权力集中于极个别家族成员,将权力分散到不同的家族成员手中不仅不会导致新帮派的出现,还将更有利于整个家族的和谐.况且对于经营规模相对较小的家族企业而言,由于其运营受到资源获取约束、融资约束等诸多方面的制约,此时企业的发展只能或至少很大程度上是依赖于整个家族团队的,此时家族企业的一个相对有效策略就是通过分权以调动他们的积极性,从而充分地获取各个家族成员的资金、人力、社会关系等资源.

企业经营多样性也对家族权力集中度的功效起到调节作用.对于经营多样性水平不高的家族企业而言,它向市场所提供的产品或服务种类较少、目标市场相对集中,它所面临的市场环境相对简单、所需信息要求低、决策标准化和例行性则相对较高.在此经营背景下,家族成员中的集权对于企业市场运作效率的提高更为有利,因为此种环境下即使决策者事必躬亲也不会由于需要处理的信息量过大而超越其有限理性的阈值,集权能够

产生效率.相反,此种单一经营环境下的分权机制则很容易导致家族成员之间的相互掣肘、阻碍信息的交流,不利于快速决策的制定.对于那些经营多样性较大的家族企业,它所面临的市场需求、竞争者、技术变迁或市场运作规则等战略因素错综复杂且具有非连续性;随着市场交易网络的扩大,所需的经营信息不仅不容易获取,且很难确保它的准确性^[27].在此情况下,分权是有利的.这一方面是因为分权将有利于各家族成员尽可能多地获取和共享不确定的市场信息,同时也使得业主能够从繁杂的日常事务中解脱出来以专心致力于战略计划的制定和控制,进而提高决策和管理效率;另一方面将权力分散到不同的家族成员手中将有利于充分地激励他们在其各自的经营领域进行专属性投资,调动他们的积极性,并规避一些关系冲突.另外,组织政治理论的研究者还发现,在这种多样性的复杂经营环境下如果采取权力集中的机制,还会导致各参与者为了影响他人的决策而采取更多的政治活动,造成信息流动受限,最终不利于绩效的改进^[28].

基于上述分析,提出以下两个假说.

H3 a 在企业经营规模较大的情况下,相对地集中家族权力将更有利于绩效的改进.

H3 b 在企业经营多样性水平较高的情景下,相对地分散家族权力将更有利于绩效改进.

2 研究设计

2.1 研究样本与数据来源

本文以家族上市公司为研究样本,其标准为^[13-14],1)最终控制者能追踪到自然人或家族;2)最终控制者直接或间接持有的公司必须是被投资上市公司第一大股东.根据北京色诺芬信息服务有限公司提供的 CCER 经济金融研究数据库,获取了 2002—2005 年所有民营上市公司的年度报告、招股说明书和上市公告书.在此基础上根据本文对家族上市公司的界定,排除了外资类、集体类、社会团体类和职工持股会控制类等非家族控制的企业,并删除了在 2002—2005 年期间数据缺失过多的家族上市公司,最后得到 131 家公司的面板数据库.这些公司依据全球行业分类标准 (global industry classification standard, GICS),涉

及到工业 (22%)、信息科技 (20%)、消费者相机选购品 (22%)、医疗保健 (14%)、原材料 (12%)、日常消费品 (6%) 以及金融 (房地产管理与开发) (4%) 七个行业.

2.2 检验模型及相关变量说明

为检验本文的理论假说,构建了以下三个基本模型

$$PERFOR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 VRD_{it} + \alpha_2 VRD_{it}^2 + \alpha_3 MPD_{it} + \alpha_4 MPD_{it}^2 + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 DEVI_{it} + \alpha_7 CONTR_{it} + \epsilon \quad (1)$$

$$PERFOR_{it} = \beta_0 + \beta_1 VRD_{it} + \beta_2 VRD_{it}^2 + \beta_3 MPD_{it} + \beta_4 MPD_{it}^2 + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DEVI_{it} + \beta_7 VRD_{it} * SIZE_{it} + \beta_8 VRD_{it} * DEVI_{it} + \beta_9 MPD_{it} * SIZE_{it} + \beta_{10} MPD_{it} * DEVI_{it} + \beta_{11} CONTR_{it} + \epsilon \quad (2)$$

$$PERFOR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 VRD_{it} + \gamma_2 VRD_{it}^2 + \gamma_3 MPD_{it} + \gamma_4 MPD_{it}^2 + \gamma_5 SIZE_{it} + \gamma_6 DEVI_{it} + \gamma_7 VRD_{it} * SIZE_{it} + \gamma_8 VRD_{it} * DEVI_{it} + \gamma_9 MPD_{it} * SIZE_{it} + \gamma_{10} MPD_{it} * DEVI_{it} + \gamma_{11} VRD_{it}^2 * DEVI_{it} + \gamma_{12} MPD_{it}^2 * SIZE_{it} + \gamma_{13} MPD_{it}^2 * DEVI_{it} + \gamma_{14} MPD_{it}^2 * DEVI_{it} + \gamma_{15} CONTR_{it} + \epsilon \quad (3)$$

变量 1 企业绩效 (PERFOR),以资产收益率 (ROA) 和销售利润率 (ROS) 作为企业绩效的衡量指标.考虑到权力作用的滞后性,以会计当年、次年的均值作为计算绩效的基础;同时考虑到行业因素的影响,对绩效数据进行了以资产为权重的行业均值调整.

变量 2 家族成员的所有权集中度 (VRD),以投票权集中度来衡量家族成员的所有权分布状况,先将这几个家族成员视为一个整体,求得其在上市公司的总投票权,并依据他们在该目标公司的持股比例进行分配,进而求得每个家族成员的投票权 (sh_k).由于本文所研究的上市公司并不一定完全由家族成员所占有,为充分地测量出家族成员的权力集中度,先将家族成员在企业中的投票权转变成为家族成员之间的相对比率 vr_k ;然后再利用赫芬达尔指数进行测量.公式为 $VRD = \sum (vr_k)^2 = \sum (sh_k / \sum sh_k)^2$.式中 vr_k 为持有投票

权的家族成员人数。

变量 3 家族成员的管理权集中度 (MPD), 以任职职位的高低和数量等客观指标测量家族管理权, 即先借鉴贺小刚和连燕玲^[14]的方法确定我国家族上市公司中的职位类型及其相应的等级系数 PQ , 以此作为每个家族成员管理权的测量指标, 然后计算该成员在整个家族管理团队中的相对管理权威 mP_i , 最后利用赫芬达尔指数进行测量, 具体计算公式为 $MPD = \sum (mP_i)^2 = \sum (PQ_i / \sum PQ)^2$, 式中 n 为持有管理权的家族成员人数。

变量 4 企业经营规模 (SIZE), 企业的经营规模一般以企业资产总量或员工人数等进行衡量, 本文同时采取了这两个指标, 在初步的统计检验过程中以企业员工总人数进行测量, 在后续的稳健性检验过程中则以企业期初与期末总资产的均值的方法衡量企业的经营规模。

表 1 主要研究变量的描述性统计结果

Table 1 Summary statistics of main variables

变量	参数	2002	2003	2004	2005	2002—2005
ROS	均值	0.270	0.273	0.252	0.228	0.256
	标准差	0.360	0.190	0.238	0.179	0.252
ROA	均值	0.028	-0.004	-0.042	-0.056	-0.018
	标准差	0.074	0.169	0.250	0.208	0.189
VRD	均值	0.723	0.727	0.730	0.735	0.729
	标准差	0.275	0.273	0.270	0.269	0.271
MPD	均值	0.531	0.512	0.507	0.505	0.514
	标准差	0.401	0.395	0.400	0.399	0.398
SIZE	均值	1852	2175	2619	2424	2268
	标准差	0.249	0.296	0.488	0.361	0.360
DEVI	均值	0.511	0.556	0.537	0.513	0.529
	标准差	0.450	0.465	0.448	0.447	0.452
样本量		131	131	131	131	524

变量 5 企业经营多样性 (DEVI), 采取比较常用的熵指数法方法测量企业的经营多样性, 具体公式为 $DEVI = \sum P_i \ln(1/P_i)$, 式中 P_i 为第 i 个行业的营业收入占主营业务收入的比重, n 代表所涉足的行业数。

控制变量 (CONTR), 包括, 1) 家族成员的经

营能力 (MA), 包括任期、教育水平和技术能力三个指标, 2) 家族成员亲缘关系 (KNS), 即如果持股或任职的家族成员与控制性股东的关系为直系关系则设定为 1, 否则为 0, 3) 家族控股权 (FSH), 即家族直接或间接控制家族上市公司的股份总和, 4) 持有股份或在家族企业任职的家族成员人数 (FM), 5) 非家族管理者持股比率 (NFSH), 6) 研发投入 (RD), 以研发人员比重作为替代性指标, 7) 企业寿命 (LIFE), 8) 债务资本比率 (DEBT), 9) 市场风险 (BETA)。

基于样本数据, 对主要研究变量进行了描述性统计处理, 结果见表 1。可以看出, 1) 家族成员内部所有权的集中度一直明显地高于管理权集中度的水平, 所有权集中度一直在 0.72 以上, 而管理权集中度一直在 0.532 以下, 2) 两种权力集中度的逐年变化方向不同, 但变化的趋势都不明显, 家族成员所有权集中度在 2002—2005 年期间逐年出现了一定程度的增长趋势, 从 2002 年的 0.723 上升到 2005 年的 0.736, 但总体而言这种增长幅度是不大的; 家族成员管理权集中度出现下降的趋势, 但这种下降幅度并不明显。

3 检验结果与讨论

本文对检验模型同时采取了随机效应和固定效应法, 具体的结果如表 2 所示, 从各检验结果可以看出, 所有的模型都具有很好的拟合效率, 模型 1 和模型 5 的检验结果表明, 家族成员内部所有权集中度与 ROS 和 ROA 之间存在显著的倒 U 型关系, 并且这种先升后降的非直线关系在后续的模型 2、模型 3、模型 6、模型 7 加入了企业规模和经营多样性调节变量的情况下也仍旧非常显著, 同时, 检验结果还显示, 家族成员内部管理权集中度与 ROS 和 ROA 之间也存在显著的倒 U 型关系; 并且这种倒 U 型关系在后续的所有模型中也仍旧非常显著, 在考虑到全部解释变量的情况下, 大致可以推算出家族成员所有权集中度在 63.98% 和 74.88% 处即可使 ROS 和 ROA 达到最大值, 而家族成员的管理权集中度在 29.19% 和 52.87% 时即可使 ROS 和 ROA 达到最大值。

表 2 全部样本的检验结果
Table 2 The empirical results of total sample

变量	ROS				ROA			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
控制变量	—	—	—	—	—	—	—	—
VRD	0.360*** (0.115)	0.261** (0.117)	0.286** (0.137)	0.290** (0.135)	0.255* (0.136)	0.334** (0.141)	0.284* (0.165)	0.288* (0.163)
VRD ²	-0.274*** (0.084)	-0.207** (0.085)	-0.223** (0.097)	-0.229** (0.096)	-0.174* (0.100)	-0.224** (0.102)	-0.190* (0.117)	-0.194* (0.116)
MPD	0.123* (0.080)	0.083 (0.081)	0.077 (0.082)	0.096 (0.081)	0.119 (0.095)	0.155 (0.098)	0.169* (0.098)	0.171* (0.100)
MPD ²	-0.156** (0.064)	-0.134** (0.064)	-0.132** (0.065)	-0.144** (0.064)	-0.132* (0.076)	-0.154** (0.078)	-0.160** (0.078)	-0.166** (0.078)
SIZE	0.001 (0.008)	-0.008 (0.009)	-0.015 (0.016)	-0.012 (0.016)	0.015 (0.010)	0.022** (0.011)	0.026 (0.020)	0.031 (0.020)
DEVI	-0.026** (0.010)	-0.016 (0.010)	-0.027* (0.016)	-0.024 (0.016)	-0.002 (0.012)	-0.007 (0.013)	0.021 (0.020)	0.015 (0.023)
VRD* SIZE		0.075** (0.032)	0.066** (0.033)	0.066** (0.033)		-0.076 (0.038)	-0.064 (0.040)	-0.061 (0.040)
VRD* DEVI		-0.081** (0.041)	-0.070* (0.043)	-0.070* (0.043)		-0.055* (0.049)	-0.084* (0.052)	-0.085* (0.051)
MPD* SIZE		0.022 (0.021)	0.015 (0.025)	0.015 (0.025)		0.030 (0.025)	0.032 (0.030)	0.036 (0.030)
MPD* DEVI		-0.079** (0.034)	-0.081** (0.035)	-0.083** (0.034)		0.032 (0.041)	0.037 (0.042)	-0.002 (0.064)
VRD ² * SIZE			0.030 (0.196)	0.019 (0.193)			-0.037 (0.236)	-0.042 (0.233)
VRD ² * DEVI			0.171 (0.199)	0.130 (0.196)			-0.446* (0.239)	-0.543** (0.249)
MPD ² * SIZE			0.047 (0.083)	0.046 (0.082)			-0.022 (0.100)	-0.042 (0.102)
MPD ² * DEVI			-0.022 (0.089)	-0.075 (0.067)			-0.014 (0.090)	0.149 (0.195)
(常数项)	0.164*** (0.047)	0.197*** (0.049)	0.196*** (0.056)	0.175*** (0.056)	-0.016 (0.056)	-0.066 (0.059)	-0.061 (0.068)	-0.074 (0.068)
Within R ²	0.157	0.203	0.205	0.208	0.153	0.171	0.181	0.185
Between R ²	0.238	0.359	0.400	0.559	0.828	0.833	0.846	0.584
Overall R ²	0.153	0.198	0.201	0.198	0.160	0.178	0.186	0.185
Waldχ ²	64.200***	86.360***	87.080***	4.100***	67.440***	75.640***	79.480***	3.380***

注: 1) 各模型都包含了控制变量; 2) 表中模型 1 ~ 3 5 ~ 7 为随机效应检验的结果, 模型 4 和 8 为固定效应检验所得出的结果; 3) 固定效应的分步检验的结果未列示, 但与随机效应检验的对应模型基本相同; 4) *, **, *** 分别代表 10%、5%、1% 的显著率; 5) 样本观测值为 524

以模型 3 和模型 7 为基础,拟合了家族成员所有权集中度和管理权集中度的有效取值之间的图形(图 1、图 2),并且结合样本的描述性数据可以得知,在绩效达到最大化值时的所有权集中度值的临界值是处于均值与正负两个标准差之间的($0.185 \sim 1.272$),且该值与均值的差异分别为 -0.089 和 0.019 ,所以一方面可以排除异常值的存在,另一方面,也可以认为该模型的模拟效果要优于对权力集中度取对数、或一次项、或三次项等拟合模型的效果。对于家族成员的管理权集中度,同样可以得知在绩效达到最大化值时的管理权集中度的临界值处于均值与正负两个标准差之间($-0.282 \sim 1.310$),这也使我们可以排除异常值的存在以及其他更优模型的存在。这些结果,一方面说明,家族成员内部的权力集中度与家族企业绩效存在先升后降的倒 U 型关系;另一方面,相对于家族成员的所有权集中度,管理权则可以相对地分散在家族成员之间,但这种分散也不是均等的分散,仍旧是一种相对的分散才有效。从模型 4 和模型 8 的固定效应检验结果也依旧可以得出相同的结论。

从表 2 中有关企业经营规模的调节作用的检验结果可以看出,在 ROA 检验的模型 2、模型 3 以及固定效应模型 4 中,企业规模与所有权集中度的交互项显著为正,与管理权集中度也存在互补作用,不过其显著性较弱。这在一定程度上说明,对于大规模企业而言集中所有权和管理权于个别家族成员是有利于提高家族企业绩效的。有关企业经营多样性的调节作用的检验结果表明,企业经营多样性与所有权集中度的交互项无论是在 ROA 还是 ROA 模型中都出现了显著负相关性,并且这种替代作用的显著性水平在后续模型 3 和模型 7 中加入权力平方的调节变量以及模型 4 和模型 8 采用固定效应检验之后仍旧显著。经营多样性与管理权集中度的交互项也存在一定的负显著相关性,在固定效应模型中仍旧支持这一结论。这些结果基本上验证了本文的两个基本假设。

为了更清楚地分析企业经营规模 and 经营多样性在家族权力集中度影响企业绩效的过程中的调节作用,将员工总数在 500 人以下设计为小规模公司,反之为大规模公司;依据经营多样性水平的中位数将样本分为多元化上市公司和专业化上市

公司。分样本的检验结果参见表 3 以及图 3 和图 4。从大规模企业检验结果可以看出,权力集中度的一次项检验仅有管理权集中度显著负相关,所有权集中度则并不显著,但加入二次项检验后,它们的显著性水平明显增加了,且模型的解释力也提高了,由此认为家族成员的所有权集中度、管理权集中度都与企业绩效存在显著的倒 U 型关系。但值得注意的是,在大规模企业家族成员所有权临界值在 69.91% 时才达到绩效最大化水平,大于总体样本的 63.98% 水平,管理权集中度则在 35.308% 的水平使企业绩效达到最优值,也大于总体样本的 29.19%。这就表明,在大规模企业中是可以相对集权的,只有当权力超过了临界值之后才会出现绩效的下降。对于小型家族上市公司的检验结果则表明,权力集中度的一次项呈现显著的负相关关系,但在加入权力集中度的二次项后的检验结果并不显著。由此可知对于小规模家族上市公司,所有权集中度和管理权集中度与企业绩效之间存在显著的负相关关系,而不是倒 U 型关系。更换业绩指标以 ROA 作为效标变量进行检验,结果依旧支持此结论,只是所有权集中度的负相关性相对较弱。

有关多元化和专业化企业的检验结果则表明,虽然家族成员的所有权集中度、管理权集中度都与企业绩效存在倒 U 型关系,但其最大化绩效的临界值是不同的。在多元化经营的企业,所有权集中度和管理权集中度的绩效最大化临界值都为 0。在专业化经营的企业中,所有权集中度和管理权集中度的绩效最大化临界值分别为 70.427%、37.293%,这两个临界值显著地高于总体样本的 63.98% 水平和 29.19% 水平。这就说明对于多元化经营的企业,集中家族所有权将导致业绩的下滑,而对于专业化经营的家族企业则只有当所有权集中度超过 70.427% 之后才出现业绩的下滑;对于多元化的企业,集中家族管理权将导致业绩的下滑,而对于专业化经营的家族企业则只有当管理权集中度超过 37.293% 之后才出现业绩的下滑。

所以,对于大型家族上市公司,在一定范围之内集中家族权力是有效的,只有过于集中才导致家族企业绩效的下降,而对于小型的家族上市公司集中家族权力则是不利的;对于经营多样性程

度小的家族公司集中家族权力是有利的，只有过高的家族上市公司集中家族权力则显著地不利于集中才导致绩效下降，但对于经营多样性水平提高企业绩效。

表 3 经营规模、经营多样化的调节作用检验结果

Table 3 The moderating effects of firm size and diversification

变量	大规模		小规模		多元化		专业化	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
控制变量	—	—	—	—	—	—	—	—
VRD	0.017 (0.019)	0.319*** (0.109)	-0.060* (0.035)	0.504 (0.226)	-0.018 (0.027)	0.201 (0.157)	-0.002 (0.027)	0.971*** (0.207)
MPD	-0.072** (0.021)	0.098** (0.081)	-0.073** (0.033)	0.066 (0.149)	-0.141*** (0.037)	0.140 (0.165)	-0.027 (0.025)	0.112* (0.106)
VRD ²		-0.228*** (0.082)		-0.404 (0.161)		-0.168* (0.118)		-0.689*** (0.147)
MPD ²		-0.139*** (0.064)		-0.114 (0.124)		-0.202* (0.117)		-0.151* (0.092)
(常数项)	0.271*** (0.036)	0.160*** (0.046)	0.334*** (0.062)	0.153* (0.090)	0.258*** (0.057)	0.120*** (0.081)	0.335*** (0.047)	0.093*** (0.073)
Within R ²	0.176	0.224	0.173	0.229	0.213	0.243	0.058	0.203
Between R ²	0.242	0.333	0.465	0.238	0.038	0.044	0.907	0.920
Overall R ²	0.174	0.215	0.176	0.227	0.210	0.236	0.081	0.226
Waldχ ²	57.080***	74.07***	29.850***	40.350***	45.170***	51.680***	15.250***	50.140***
N	369	369	152	152	251	251	270	270

注：1) 各模型都包含了控制变量；2) 因变量为 ROS/ROA 的检验结果相同；3) 所列示的数据为随机效应检验的结果，固定效应检验的结果与随机效应检验的对应模型基本相同；4) *，**，*** 分别代表 10%、5%、1% 的显著率。

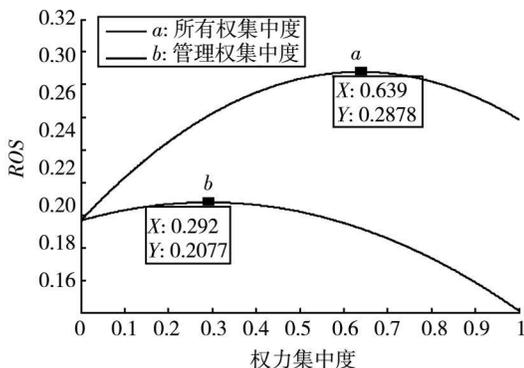


图 1 权力集中度与 ROS 关系

Fig 1 Relationship between power concentration and ROS

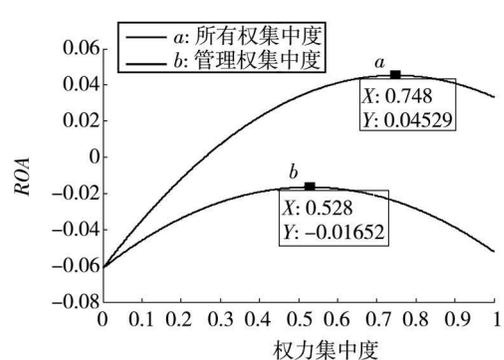


图 2 权力集中度与 ROA 关系

Fig 2 Relationship between power concentration and ROA

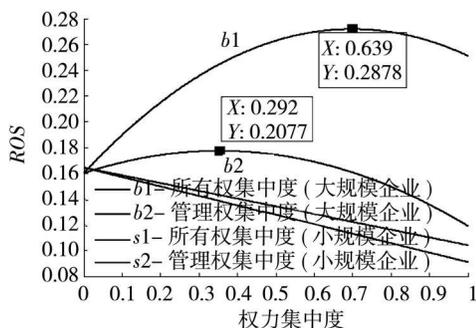


图 3 经营规模的调节作用

Fig 3 The moderating effect of firm size

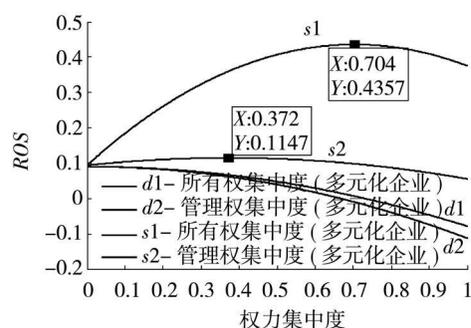


图 4 经营多样性的调节作用

Fig 4 The moderating effect of firm diversification

4 稳健性检验

为了确保上述研究结论的稳定性,采取以下方法进行稳健性检验。

第一,从表 2 中可以看出,家族成员内部的权力集中度的一次项与企业绩效也存在显著的相关性,现假定线性关系具有更强的预测力.通过同样的统计处理,得出的结果是,经营规模和经营多样性的调节作用与方向没有出现显著的变化,但多数模型中家族成员内部的所有权集中度和管理权集中度对企业绩效的作用在加入交互项变量之后变得并不显著 ($P < 0.5$)且所有模型本身的解释力出现了较大程度的下降.基于此,拒绝该假设,认为倒 U 型关系模型能够更加有效地解释我国家族上市公司的家族权力集中度与经营效率之间的关系。

第二,以现金流权作为所有权的替代指标进行检验.结果发现,家族成员内部现金流权的集中度与投票权的集中度的相关系数高达 0.986 ($P < 0.01$).采取与投票权集中度的相同统计处理方法以检验它对家族上市公司绩效的影响,得出基本相同的结论,即家族成员所有权集中度与企业绩效之间存在倒 U 型关系,现金流权过于集中或过于分散都不利于企业绩效的改进.另外,还以企业的资产总额作为经营规模的替代变量,仍发现表 2 和表 3 中的结果没有出现显著变化。

第三,考虑到样本的时间选择也可能产生误差,还以 2003—2005 年(由于新增加样本,该期间模板总样本为 153 家)面板数据重新进行分析,检验结果表明各模型的解释力更强,且变量的主成分和交互项的显著性水平更高。

最后,本文基本可以排除家族成员内部权力集中度的内生性问题,因为本文数据的描述性统计结果表明,我国家族成员内部的权力集中度在样本期间的变化并不大(表 1),进一步的统计检验也说明了内生性问题是可忽略的。

参 考 文 献:

- [1] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asia corporations [J]. *Journal of Financial Economics* 2000, 58(1-2): 81-112.
- [2] Stewart A. Help one another, use one another: Toward an anthropology of family business [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice* 2003, 27(4): 383-396.

5 结束语

那种将所有家族成员简单地视为经济目标、非经济都目标完全一致、没有个体偏好差异的观点,那种认为家族成员之间没有矛盾和冲突、家族制企业可以将代理成本降低到可以忽略的水平观点,都是值得怀疑的.假定,具有利他主义动机的家族成员也都在追求其自身的效用最大化,家族成员内部的冲突与代理问题无法规避.此种情况下,就有必要进一步深入地思考家族成员内部的有效治理机制的建立问题。

通过理论分析和实证检验得到以下结论,第一,相对于线性模型,本文的理论分析和实证检验结果表明,倒 U 型假设关系更有助于解释我国家族上市公司的家族权力集中度与经营绩效之间的关系,过于强化或过于分散家族所有权和家族管理权都不利于家族企业绩效的改进,只有这种相对集中家族权力的制度安排才对家族企业成长产生最优效果.第二,家族成员权力集中度的作用显著地受到企业经营规模和经营多样性的制约,在不同的经营规模和市场多样化水平下,权力集中度的作用发生了比较显著的变化.这主要表现在,在专业化经营的家族公司中相对集中家族权力是有利的,只有过度的权力集中才导致绩效下降,但在多元化经营的家族上市公司中集中家族权力则显著地降低了企业绩效;大型家族上市公司中相对集中家族权力是有效的,只有过于集中才导致家族企业绩效的下降,而小型家族上市公司中集中家族权力则是不利的。

研究结论进一步表明,从家族成员内部的权力结构、权力的配置机制角度去探讨家族企业的治理效率将有助于我们更为深刻地了解家族企业的性质,但这一领域的其他许多问题,如家族成员内部的权力偏离、权力配置的机理等问题仍值得进一步的思考和探索。

- [3] Bruce N. Wahnman M. The rotten kid theorem meets the Samaritan's dilemma [J]. Quarterly Journal of Economics 1990 (105): 155—65
- [4] Shama P. Chrisman J. J. Chua J. H. Strategic management of the family business: Past research and future challenges [J]. Family Business Review 1997 10(1): 1—35
- [5] Sorenson R. L. Conflict management strategies used in successful family businesses [J]. Family Business Review 1999 12 (4): 325—339
- [6] Thaler R. Shefrin H. An economic theory of self control [J]. Journal of Political Economy 1981 89(2): 392—410
- [7] Schulze W. S. Lubatkin M. H. Dino R. N. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms [J]. Academy of Management Journal 2003 46(2): 179—194
- [8] Lubatkin M. H. Schulze W. S. Ling Y. et al. Commentary: The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms [J]. Journal of Organizational Behavior 2005 (26): 313—330
- [9] Kellermanns F. W. Eddleston K. A. A family perspective on when conflict benefits family firm performance [J]. Journal of Business Research 2007 60(10): 1048—1057
- [10] Eddleston K. Kellermanns F. W. Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective [J]. Journal of Business Venturing 2007 22(4): 545—565
- [11] Eddleston K. A. Otendo R. F. Kellermanns F. W. et al. Conflict: Participative decision making and generational ownership dispersion: A multilevel analysis [J]. Journal of Business Management 2008 46(3): 456—484
- [12] 许永斌, 郑金芳. 中国民营上市公司家族控制权特征与公司绩效实证研究 [J]. 会计研究, 2007 (11): 50—57
Xu Yongbin, Zheng Jinfang. An empirical study on the characteristics about family control rights and corporate performance of Chinese private listed companies [J]. Accounting Research 2007 (11): 50—57. (in Chinese)
- [13] 王明琳, 周生春. 控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值 [J]. 管理世界, 2006 (8): 83—103
Wang Minglin, Zhou Shengchun. The types of controlling family dual three level agent problem and firm value [J]. Management World 2006 (8): 83—103. (in Chinese)
- [14] 贺小刚, 连燕玲. 家族权威与企业价值: 基于家族上市公司的实证研究 [J]. 经济研究, 2009 (4): 90—104
He Xiaogang, Lian Yanling. Family authority and family-owned firm value: An empirical study in China [J]. Economic Research Journal 2009 (4): 90—104. (in Chinese)
- [15] 贺小刚, 连燕玲, 李婧, 等. 家族控制中的亲缘效应分析与检验 [J]. 中国工业经济, 2010 (1): 135—145
He Xiaogang, Lian Yanling, Li Jing, et al. Kinship's effects on family firms' growth: An empirical study in China [J]. China Industrial Economics 2010 (1): 135—145. (in Chinese)
- [16] Gersick K. E. Davis J. A. Hampson M. M. et al. Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business [M]. Boston MA: Harvard Business School Press, 1997.
- [17] Schulze W. S. Lubatkin M. H. Dino R. N. Altruism, agency and the competitiveness of family firms [J]. Management and Decision Economics 2002 (23): 247—259
- [18] Lu Y. H. The Boss's Wife and Taiwanese Small Family Business [M]. Boston: Stanford University Press, 2001.
- [19] Stark O. Falk I. Transfers, empathy formation and reverse transfers [J]. American Economic Review 1998 88(2): 56—58
- [20] Friedman S. D. Sibling relationships and intergenerational succession in family firms [J]. Family Business Review 1991 4 (1): 3—20
- [21] Thomas J. B. Shankster L. J. Mathieu J. E. Antecedents to organizational issue interpretation: The roles of single level cross-level and content cues [J]. Academy of Management Journal 1994 37(5): 1252—1284
- [22] Whiteside M. Arnoff C. E. Ward J. L. How Families Work Together [M]. Marietta GA: Family Enterprise Publishers, 1993
- [23] Upton N. Teale E. J. Felan J. T. Strategic and business planning practices of fast growth family firms [J]. Journal of Small Business Management 2001 39(1): 60—72
- [24] Davis P. S. Harveston P. A. D. The phenomenon of substantive conflict in the family firm: A cross-generational study [J]. Journal of Small Business Management 2001 39(1): 14—30
- [25] Pfeffer J. Power in Organizations [M]. Marshfield, Mass: Pinnac Publishing, 1981.

- [26] Ouchi W G Markets bureaucracies and clans J. Administrative Science Quarterly 1980 25(1): 129—141
- [27] Eisenhardt K M Bourgeois L J Politics of strategic decision making in high velocity environment and growth among U S semiconductor ventures 1978—1988 J. Academy of Management Journal 1988 31(4): 737—770
- [28] Eisenhardt K M Making fast strategic decisions in high velocity environments J. Academy of Management Journal 1989 (32): 543—576

Power concentration among family agents and firm performance: An empirical study in China

HE Xiaogang, LI Xin chun, LIAN Yan ling

1. School of International Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China
2. School of Business, Sun Yat Sen University, Guangzhou 510275, China

Abstract One of the key questions in family firm research is how to establish an effective corporate governance structure among family agents. Based on the assumption that family agents have different preferences in economic and noneconomic goals and pursue their own maximal utility, we studied the impact of power concentration among family members on firm performance, and we also explored the moderators' effect on its impact. Our empirical findings indicate that the power concentration among family members has an inverted U-shaped rather than linear relationship with firm performance, and that the degree of business diversification and firm size have significant moderating effects on this relationship.

Key words family firm; power concentration; moderating effects; firm performance

(上接第 85页)

of bankruptcy. Different from Merton problem which consumption is a decision variable, there is a positive probability of ruin because investor is forced to pay more than a fixed quantity of money per unit time. Under three different saving and borrowing constraints we get closed form expressions of the optimal strategy and the optimal value function (ruin probability) by solving the corresponding Hamilton-Jacobi-Bellman (HJB) equation in each case. The results indicate that the optimal strategy is a piecewise linear function, and saving-borrowing constraints, especially borrowing constraints, will increase bankruptcy risk to investor.

Key words ruin probability; stochastic control; saving-borrowing constraints; Hamilton-Jacobi-Bellman Equation