

# 家族管理影响中小家族企业价值的路径： 基于行业竞争的代理理论和效率理论的研究

陈志斌， 吴 敏， 陈志红

**[摘要]** 本文分别研究了家族管理对中小家族企业价值产生影响的代理成本、决策效率和执行效率三条路径，并引入行业竞争深入研究该外部变量对三条内部路径的调节效应。对2012—2014年创业板和中小企业板的A股中小家族企业面板数据进行检验，结果表明：对于中小家族企业而言，家族管理可以降低代理成本、提高执行效率，从而对企业价值产生正向影响；同时，家族管理也会降低决策效率，进而对企业价值产生负面影响。而行业竞争放大了家族管理对中小家族企业价值的正向影响，减弱了家族管理对中小家族企业价值的负面影响。其经济意义在于，因为家族管理降低代理成本且提升执行效率，所以家族管理对中小家族企业价值存在明显的正面影响，但由于家族管理严重影响到决策效率，使得家族管理对中小家族企业价值的负面影响亦不可忽视，这一结论解释了前人研究分歧的根源。然而，由于协同治理效应、悲观预期和先发优势的存在，行业竞争减弱了家族管理对决策效率的阻碍效应，且放大了家族管理对降低代理成本和提升执行效率的促进效应。因此，相对低竞争行业而言，在高竞争行业中，家族管理对降低代理成本，提升执行效率的促进作用更明显，对决策效率的阻碍作用更微弱，使得家族管理迹象越明显的中小家族企业，其价值相对越高。

**[关键词]** 家族管理； 行业竞争； 企业价值； 中小家族企业

**[中图分类号]**F224 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)05-0113-20

## 一、问题提出

近年来，在“大众创业、万众创新”的政策号召下，私有经济被广泛关注。中小家族企业作为私有经济和大众创业的主要组织形态，表现出巨大经济活力的同时，也面临着诸多挑战，其中内部管理是较为常见的难题。作为中小家族企业较常采用的管理模式，家族管理是解决企业内部管理难题的良方还是祸首？知识经济时代，家族管理模式能否适应处于极大不确定性的行业竞争环境中的中小家族企业，能否让中小家族企业“守住这片江山”，能否使中小家族企业基业长青？这些问题的回答

**[收稿日期]** 2017-01-11

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“现金流价值创造与风险显现嬗变机理研究”(批准号70972039)；国家自然科学基金青年项目“团队断裂带对子群间沟通有效性及团队绩效的作用机制研究”(批准号71202106)；国家自然科学基金面上项目“政府会计国家治理功能的实现机理、路径与策略研究”(批准号71672034)。

**[作者简介]** 陈志斌(1965—)，男，江苏泰州人，东南大学经济管理学院教授，博士生导师；吴敏(1992—)，女，山西太原人，东南大学经济管理学院硕士研究生；陈志红(1974—)，女，江苏泰州人，南京大学海外教育学院副教授。通讯作者：陈志红，电子邮箱：agatha0221@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，当然文责自负。

依然模糊不清。

理论界关于家族管理对企业价值的影响已有一定研究。一些学者认为,家族成员参与管理(本文称为家族管理,下同)促进家族企业价值提升。家族管理可减少管理者在投资中的短视行为(Anderson et al.,2003),也有助于企业在复杂多变的市场环境下快速有效地做出决策,获得先发优势(李新春等,2015)。家族管理的企业中,家族经理人(本文称为管理家长,下同)更愿意学习与企业相关的知识和技能(Ning and Bharat,2011)。从公司治理情境看,家族管理下企业呈现差序化的治理情境,这有利于形成以创始人为核心的强凝聚力团队,提高执行效率,降低管理成本(贺小刚和连燕玲,2009),尤其在公司治理水平较低背景下,家族成员参与公司管理,更有效地降低了第一类代理成本(Burkart et al.,2003;Anderson et al.,2003)。另一些学者则认为,家族管理会严重损害家族企业价值。一方面,从内部控制机制看,过多家族成员参与企业的管理,会“挤出”有能力的职业经理人;这些权力层的家族成员还会互相竞争甚至“竞相侵占”(Bertrand et al.,2008),进而导致管理决策失误。Villalonga and Amit(2006)指出,家族企业的控制机制与家族所有权、家族管理三个要素相互作用,影响企业价值。投资者保护较弱的背景下,家族管理导致大股东对中小股东的利益侵占很难防范(Dharwadkar et al.,2000;杨光飞,2009)。另一方面,从外部信号效应看,家族成员参与企业管理很可能让大众将家族企业和管理家长个体等同看待,任何管理家长的偶然事件都可能对企业造成冲击(牛建波和李维安,2007)。2008年的国美事件充分印证了这一点<sup>①</sup>。王明琳等(2010)在内的一些学者的实证研究也证实了家族管理对家族企业价值的损害效应。

文献回顾表明,家族管理对企业价值的影响有正面的也存在若干负面的,有的是企业发展到一定规模后不可避免的问题。但中小企业中的家族管理对企业价值影响如何?是不是家族管理对中小家族企业更为有利?现有的文献还没有很好地回答这些问题。同时不难发现,虽然外部治理环境是研究家族管理对企业价值的影响中常涉及的研究背景,但是鲜有文献会详细探讨外部环境因素对其影响的调节效应。为此,本文将聚焦于中小家族企业这一类家族企业,开拓中小家族企业价值提升的内因分析,并进一步引入与行业竞争相关的外部变量,为更好地研究外部环境和内部因素交互作用对企业价值的影响做出贡献。首先,本文将研究对象细化,立足于当前中国私有经济的主要组成部分——中小家族企业;其次,本文预期从三大内部路径初步探讨家族管理对中小家族企业价值影响研究产生分歧的原因;最后,为解决前人聚焦于企业内部管理视角探讨家族管理对家族企业价值的影响而产生的研究异象,本文将引入行业竞争这一环境变量,深入分析家族管理对中小家族企业价值的影响路径的变化,明确家族管理对中小家族企业价值的影响。

## 二、理论分析和研究假设

### 1. 家族管理对中小家族企业价值的影响路径

国内中小民营企业的实际控制人大多为自然人或家族,是最普遍意义上的家族企业,也几乎是国内所有创业企业的最初形态,即中小家族企业。在这种企业形态中,实际控制人经常控制企业高管位置(Anderson et al.,2003),往往直接参与企业决策、经营和管理,这导致企业所有权、控制权和家族三者密切重叠,并且组织内部呈现浓厚的家长制气氛(储小平,2004),也就是国内学者所定义的“家长式领导”。基于前人研究,本文把“家族管理”概念定义为中小家族企业的实际控制人个人或

<sup>①</sup> 由于黄光裕的家族管理导致外界将黄光裕视为国美象征,2008年11月他被捕入狱引发了投资者、供应商和客户极大恐慌,从而导致银行缩紧贷款、供应商缩短还款期、小股东抛售股票等。从黄光裕被立案调查至股东大会投票前夕,国美股价累计跌幅高达88.91%。

家族成员直接参与企业决策、经营和管理。并将直接参与公司战略决策和经营管理的实际控制人个人或家族成员称为家族企业的“管理家长”。

(1)家族管理—代理成本—中小家族企业价值。代理理论认为,企业所有者和管理者之间代理问题存在的主要原因是:利益冲突和信息不对称。对于中小家族企业,实际控制人本身掌握着企业的所有权,当企业采用家族管理模式时,所有权和控制权(或管理权)的两权合一或三权合一会降低所有者和管理团队间的利益不一致,降低彼此的信息不对称,从而很可能会带来代理成本的下降,有利于企业价值的提升。Ding et al.(2011)研究也发现两权分离恶化了家族企业的两层代理问题,从而降低了企业价值。

一方面,企业的利益相关者之间往往有制度信任和关系信任两种信任形态,制度信任建立在科学的企业制度基础上,关系信任存在于人际网络中,两者“一刚一柔”。没有关系信任支持的制度信任容易被打破,导致企业内部利益关系面临解散风险。采用家族管理可以使企业内部制度信任和关系信任相互交织,有效缓解所有者和管理者之间的利益冲突。反之,考虑到目前中国职业经理人市场的不完善,社会信任水平普遍较低,企业主和外聘管理团队之间为确保利益一致而投入的契约关系成本较大,周期较长(杨光飞,2009),进而可推断产生过多沉没成本的可能性提高。所以,中小家族企业如果抛弃家族管理,只依赖职业经理人的规范化管理,往往得不偿失。因此,通过关系信任“授权”形成的家族管理更有利于保证企业内部利益的一致(Gupta and Levenburg,2012),减少所有者和管理者的利益冲突,降低代理成本,提升中小家族企业价值。

另一方面,相较于大规模企业而言,中小企业内部控制呈现对权力的弱规范性,主要表现于制度的不完善和不稳定,制度的不稳定本身就会带来信息不对称,制度对权力约束力的下降又会抬高人为制造的信息传递壁垒,这就导致中小企业控制层和管理层之间的信息不对称加剧。然而,在家族管理下,控制层和管理家长来自于一个含有亲缘或者情感联系的社会小团体,彼此间会存在不止于工作场合的私下沟通渠道,而且沟通默契也更强,这大大降低了沟通成本,故家族管理更方便企业的实际控制人监督实际管理者的权力,也加强了企业主对控制权和管理权的监控,有利于解决内部治理的信息不对称,从而有效缓解由信息不对称引致的决策过程中资源的损失。并且,由于在长期合作下控制层和管理家长已形成并很可能已固化的较强的利益和情感联系,使得彼此间利他行为产生的可能性更大,也就减少了管理家长因机会主义产生的代理成本。因此,家族管理会使得中小家族企业实际控制人和管理层之间的信息沟通渠道更通畅,进而能降低中小家族企业控制层、管理层和控制家族间信息的不对称性,降低代理成本,提升企业价值。

综上所述,通过关系信任“授权”形成的家族管理更有利于保证中小家族企业内部利益的一致性,减少所有者和管理者的利益冲突;同时,家族管理使得中小家族企业实际控制人和管理层之间的信息沟通渠道更加通畅,进而能降低中小家族企业控制层、管理层和控制家族间信息的不对称性。因而,通过代理成本路径,家族管理对中小家族企业价值产生了促进效应。故提出:

假设 1a:中小家族企业采用家族管理可以降低代理成本,有利于提升企业价值。

(2)家族管理—决策效率—中小家族企业价值<sup>①</sup>。一般地,决策效率一方面由决策速度和决策成本作为指针加以评判,决策速度快、决策成本低是决策效率高的表现;另一方面也可以通过考察决策引致的决策风险水平高低加以标识,防止决策失误是保证决策效率的底线,决策引致的决策风险低可视为决策效率高的一种表述;此外,通过分析决策的质量高低来判断决策效率的高低,使决策

<sup>①</sup> 本文使用的是广义的决策效率概念,是综合决策成本、决策风险、决策质量和监督成本四个元素的函数,并非仅指决策速度这一狭义定义。

和公司目标能够更加相关,整体上决策能够较好地保证公司可持续发展(谢志华等,2011),谓之决策效率高。

中小家族企业采用家族管理时,决策管理和决策控制的结合在一定程度上加快了决策速度,降低了决策成本和监督成本。如果家族管理强势专权、一言堂或一言九鼎,其决策速度可想而知,这样的中小企业花费在决策咨询、可行性论证或决策评估等方面的开支之节约也是显而易见的。

采用家族管理的中小家族企业决策风险高是由家族管理基因决定的。一般地,防止决策失误的内部控制表现为设置包括相关职能岗位分离等的决策制衡机制,然而家族管理下决策管理和决策控制的结合实则是权力控制弱规范性的一种表现,会对决策制衡机制产生一定的阻碍效应,导致出现决策失误的概率增加。董事会是企业的决策主体。Boone et al.(2007)发现董事会的独立性与管理层的影响力负相关。当管理家长权力范围主要分布在董事会时,董事会的结构和决策过程都会自然而然地受其影响,由于利益相关,董事会整体的独立性就会下降,董事会的决策和监督职能也就会下降。这时,管理层的影响力很可能就会提高,导致一种情境:表面看,经理人受董事会监督,遵循董事会的决策进行经营管理,实质上经理人是主要与董事会中的管理家长沟通,受其监督,为其负责。这就会导致管理家长为个人或家族利益而侵占企业其他利益相关者(尤其是中小股东)利益的决策制衡漏洞,而存在这种漏洞的决策很可能会绕过董事会、通过经理层直接影响公司投资行为,导致决策失误。当管理家长权力范围设定在管理层时,家族企业内的“家文化”思维和管理家长的家长权威使得管理层的影响力被自然而然地放大,会相应地损害到董事会的独立性,影响董事会决策和监督职能的发挥,继而对决策制衡机制产生一定的阻碍效应,导致决策失误。由此推断,当中小家族企业采用家族管理模式时,无论管理家长拥有经营决策权(董事会)或者经营行使权(管理层),都会对决策制衡机制产生一定程度的阻碍效应,使其难以有效防范决策失误的出现,导致决策效率下降,从而使得中小家族企业价值受损。

家族管理的中小家族企业决策质量低是由决策者的决策心态、决策能力以及决策相关知识及其分布决定的。对于采用家族管理的中小家族企业而言,多数决策情境为个人或者小团体决策。一方面,由于过去带领团队创业和奋斗形成的自信和个人决策色彩,长期在位的管理家长会存在较强的保守行为,容易形成路径依赖,不仅会受到“只缘身在此山中”的视野蒙蔽,还会呈现出一种决策惯性的倾向。而这种经验流派的决策惯性在市场大环境日新月异的互联网时代,容易暴露出更多更重大的决策风险,不利于企业持续发展,较难提升决策质量。另一方面,中小家族企业的二代继承人往往因为权威合法性不足面临着“少主难以服众”的尴尬局面(李新春等,2015),而投资支出增加有助于决策者强化个人声望和控制权(Jensen and Meckling,1976),这恰恰顺应了新任的管理家长渴望迅速形成属于自己的家长权威的心理预期,就很可能导致“新手”管理家长急于做出投资决策,点燃“新官上任的三把火”,此时的决策很可能会因为不合时宜而不利于企业可持续发展,导致决策质量下降。

家族管理的决策权相对集中,而与决策相关的知识却分散在各专业领域的人员手中。决策效率取决于决策权和有关这种决策的重要知识的匹配(Hayek,1945),要使企业的整体决策水平提高,使决策和公司目标更加相关,就要形成决策权和决策相关知识的有效匹配,需要将决策权分割给拥有知识的管理人员。当中小家族企业实施家族管理时,很可能管理家长本身并非决策知识的最佳掌握者,或者在一些情况下管理家长并没有掌握与决策相关的核心关键知识,或者对于某些长期在位的管理家长而言,其掌握的知识已经失效,此时若还由管理家长主导决策过程就会影响到决策的相关性,导致决策效率下降。尤其是现如今正要面临或者刚刚完成代际更替的中小家族企业(Cao et al.,

2015),第一代领导人在带领公司艰苦创业时获取的大量知识难以传递甚至无法传递给新上任的管理家长(李新春等,2015),再加上知识传递过程中的失真,由此导致知识成本<sup>①</sup>增加。而新一代的管理家长又无法在不打破已有家族管理体系下迅速有效地获取新的决策知识,这就会产生决策权和决策相关知识短期或者长期错位匹配。综上,当中小家族企业采用家族管理模式时,这种集中的决策权与企业内分散的决策相关的知识很难有效产生互补效应,总会在一些决策中出现一定程度上的决策权和决策相关知识的错位匹配,使得决策和公司目标的相关性下降,决策效率下降,导致中小家族企业价值受损。

综上所述,家族管理对决策成本的降低无法抵消对决策风险的放大,对决策质量的损害也远大于对降低监督成本的功劳,从而严重影响决策效率。家族管理会对决策制衡机制产生一定的阻碍效应,并会使得决策权和决策相关知识错位匹配,进而产生决策失误或者不相关决策,从而严重影响决策效率。因此,就决策效率路径而言,中小家族企业采用家族管理会降低决策效率,故不利于企业价值的提升。本文提出:

假设 1b:中小家族企业采用家族管理会降低决策效率,不利于提升企业价值。

(3) 家族管理—执行效率—中小家族企业价值。家族企业存在利他主义的特征(Schulze et al.,2001),在采用家族管理的中小家族企业内无论是日常管理中还是CEO更换期前后都存在明显的利他主义倾向(魏春燕和陈磊,2015)。为什么会出现这种现象呢?利他主义对于企业组织是不可或缺的,积极的、建设性的,但单纯的利他主义有一定的局限性,互惠利他主义更容易被人接受。而互惠利他主义需要面对“搭便车问题”。“识别搭便车者机制”能够抑制“搭便车”行为,只是这种机制需要具备三个条件:识别不同的个体(找出“搭便车”者)、记住某个个体(记住“搭便车”者)、能告诉别的个体某个个体是“搭便车”者,这种机制在中小企业中更容易具备。更有效抑制“搭便车”行为的是声誉系统,而声誉系统在中小企业中更易发挥效果,在这种企业中,家族管理者和内部员工的利他主义更容易为他们带来良好声誉。利他主义会表现在日常管理中的合作和沟通,也会表现在CEO更换时的帮扶和对企业波动期的理解,形成华人企业文化中员工对组织的强烈的一体感、归属感和关爱感(胡国栋,2014)。在采用家族管理的中小家族企业中,由于个人或家族利益与公司目标一致,管理家长在多数情境下往往是利他主义者,会有意识地把一些员工视作“自己人”,从而让其他员工产生想要成为“自己人”的心理预期。这部分已被视作“自己人”的员工就会首先表现出利他行为(Becker,1981)，“我是自己人”的心理暗示会带给这些“自己人”员工自我实现的激励机制和对企业目标的承诺暗示,有助于促进其全力提高自身的工作效率,为提升企业价值而努力。接着,其他渴望成为“自己人”的员工在前者的鼓舞或者压力下也会表现出低层次的利他行为,表现为服从已有的管理家长权威(Cisneros et al.,2012),尽可能去提高工作效率。由此可见,家族管理下这种管理家长和员工之间的互惠利他主义会有效提高员工工作效率,在企业组织范围内体现为执行力的提升,从而提高整个企业的执行效率。当前国内中小企业生存环境并不乐观,在不确定性较高的外部环境中,Schulze et al.(2001)研究发现,家族企业组织内因家族管理而培养起来的利他主义十分有效。因此,在当前的生存环境下,家族管理带给中小家族企业的互惠利他主义的优势更加明显,这将促使组织执行效率的提升,员工共同为实现企业价值而努力。

综上所述,家族管理带来的互惠利他主义,会提高中小家族企业整体的执行效率,故有助于提升企业价值,且这种正面影响在不确定性较高的外部环境中作用更大。从而提出:

假设 1c:中小家族企业采用家族管理可以提高执行效率,有利于提升企业价值。

<sup>①</sup> 知识成本:缺乏知识引起的成本。

## 2. 家族管理、行业竞争和中小家族企业价值

假设1分析了家族管理影响中小家族企业价值的代理成本、决策效率、执行效率三条实现路径,也从三条路径深入探讨了前人研究结论产生分歧的原因。然而,任何组织都无法脱离外部环境独立存在,企业也是一样。某一外部环境的变化很可能使得上述三条路径发生偏移。为了进一步明确在行业环境下家族管理影响中小家族企业价值的实现路径的变化和差异,本文引入了行业竞争变量,以观察在不同竞争程度的行业中,家族管理通过三条内部路径(代理成本、决策效率、执行效率)对中小家族企业价值的影响是否发生了变动,发生了什么变动。

(1)行业竞争对“家族管理—代理成本—中小家族企业价值”路径的变动影响。行业竞争对“家族管理—代理成本—中小家族企业价值”路径的影响可以从两个方面分析。一方面,激烈的行业竞争实则为弱规范化的中小家族企业提供了更为严格的外部治理环境,弥补了家族管理中隐藏的中小家族企业内部控制无法完全约束高层管理者的制度漏洞。行业竞争为缓解管理者和所有者间的利益冲突提供了一种外部的治理机制(Hoberg and Phillips, 2010),可以抑制代理问题,降低代理成本(Balakrishnan and Cohen, 2011)。激烈的市场竞争不仅使得管理层的偷懒行为易于被业绩所识别,也加大了管理层出于道德风险等去粉饰财务报表的难度(周夏飞和周强龙, 2014)。另一方面,当前中国对职业经理人职业素质和道德规范的法规还不健全,社会信任水平较低。如果中小家族企业任用外部职业经理人来管理,在竞争激烈的行业里,控股家族出于谨慎心理,自然地会担心职业经理人能否对关键经营信息保密。为了确保职业经理人不泄露信息和降低控股家族的担忧,就需要投入较高的契约成本。相较家族团队内成员间的高信任关系,中小家族企业控股家族和外部职业经理人之间仅因利益关联而建立的信任关系等级较低,彼此间时刻会存在利益博弈和怀疑—防御行为,而且这种怀疑—防御行为发生的可能性会随着外部经理人能力和对信息控制力的提高而加强。当外部职业经理人察觉到控股家族的不信任时,会担心自身利益受到威胁,在这种情境下外部职业经理人主动或者被动地采取防御行为或者发生违约行为的可能性也会提高。反之,如果采用家族管理,决策者或管理者自身利益和家族企业利益紧密绑定,加上外部环境不确定性越高,管理家长越有可能表现出利他行为,公司上下也越会受其带动而为实现企业目标努力,此时内部代理成本会越低。因此,行业竞争很可能会放大家族管理对降低代理成本的促进作用,进而放大家族管理对中小家族企业价值的正向影响。

(2)行业竞争对“家族管理—决策效率—中小家族企业价值”路径的变动影响。激烈的行业竞争对家族管理引致的中小家族企业决策效率低下问题具有正面的作用。一般地,管理家长熟知企业状况,而且掌握着企业生产经营的大量信息,所以家族管理的企业具有一定的决策优势。然而,与此相伴的是管理家长过度自信形成的路径依赖和由于家族利益和企业利益的紧密联系带来的视野限制以及经验流派的决策惯性,这些使得管理家长由于过分乐观而会制定“不合时宜”的决策;加上决策制衡机制的不完善,导致决策效率下降。但是,激烈的行业竞争往往使得管理者对未来的预期较为悲观(梁上坤和董宣君, 2013),这种悲观预期恰恰调和甚至抵消了家族管理的过度自信和惯性决策。这是因为,这种悲观预期有利于提高管理家长的谨慎性,降低家族管理下弱决策制衡机制可能引发的决策风险;这种悲观预期会使得长期在位者警惕路径依赖,也会使得新上位者受到资源约束不敢或者不能轻易地做出投资决策,避免了低质量的决策。因而,在激烈的行业竞争中,家族管理带来的“高决策风险,低决策质量”问题会有所缓解,从而减少了对中小家族企业价值的干扰。综上所述,行业竞争很可能会减弱家族管理对决策效率的阻碍效应,进而弱化家族管理对中小家族企业价值的负面影响。

(3)行业竞争对“家族管理—执行效率—中小家族企业价值”路径的变动影响。在分析行业竞争对家族管理的中小家族企业执行效率的影响前,先来看行业竞争对企业经营的影响。行业竞争加剧,企业一方面需要加大创新的力度、强度和广度,另一方面需要迅速实施差异化生产、迅速实现现实的经营。竞争越激烈的行业,创新关键资源的时效性就越强,各种生产要素、资源和信息在企业间转移速度也会越快。因而,无论创新还是差异化生产,中小家族企业都需要充分、合理、迅速地获取或维持关键创新资源抑或更多的资源支持。这就需要中小家族企业具有强大的执行效率来支撑,此时,前文已证明的“家族管理可带来强大执行效率”这一路径就变得十分重要,这种强大执行效率有助于中小家族企业迅速建立由上而下,又由下而上的“沟通—传达—执行”机制,增加组织柔性,并与激烈行业竞争带来的资源“快转移,强共享”性相协同,为中小家族企业在创新或差异化生产的成长机遇中带来先发优势。因而,本文认为,行业竞争很可能会放大家庭管理对提升中小家族企业执行效率的促进作用,进而放大家庭管理对中小家族企业价值的正向影响。

综上,本文提出:

假设 2a:行业竞争放大家庭管理对中小家族企业价值的正向影响,缩小家族管理对中小家族企业价值的负面影响。

假设 2b:在激烈竞争的行业中,家族管理更有利于中小家族企业价值的提升。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择和数据来源

由于本文研究的是中小家族企业,因此研究样本从深市所有创业板和中小企业板 A 股上市公司中选取。并且,李克强总理在 2014 年 9 月夏季达沃斯论坛上公开发出了“大众创业、万众创新”的号召,此后又在首届世界互联网大会、国务院常务会议等各种场合中频频阐释这一关键词,使得 2015 年起中小民营企业的政策环境发生了巨大的变化。为了防止内生性问题的出现,控制宏观环境的影响,样本期间设定为 2012—2014 年。为了保证数据的相关性,本文依照以下原则对样本进行筛选:①剔除 ST、\*ST 的公司;②考虑到研究的针对性和指标的特殊性,样本只包括中小<sup>①</sup>家族上市公司<sup>②</sup>;③考虑到季度报告缺失信息较多,采用年度财务数据计算相关指标。最终,本文获得共 909 个样本公司,最大观测值为 2420 组(但非全部取样观测值)。按照中国证券业监督管理委员会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》,样本公司可划分为 15 个行业。本文所使用数据来源于国泰安 CSMAR 中国上市公司数据库,使用 Eviews6.0 和 Excel 进行分析。

#### 2. 变量定义

(1)家族企业。家族企业的内涵十分丰富,国外研究对家族企业的定义多达 27 种,并且从定性描述逐步发展到量化标准确认;国内学者从文化和社会学角度、家族对企业的所有权和经营权角度两大视角对家族企业的界定也达 20 种(于孝水,2007)。于本文而言,家族企业只是孕育家族管理的企业权属性质,因此本文选用广义的家族企业定义,是指以自然人或家族作为实际控制人的企业组织,既包括至少经过一次代际传承的自然人或家族作为实际控制人的企业,又包括尚未经历代际传承一直由创业者实际控制的企业。

(2)家族管理。本文参考翁肖暉等(2014)对“家族管理”的定义,认为家族管理可用企业高层管

① 本文选取创业板和中小企业板 A 股上市公司已经保证了样本性质为中小上市公司。

② 学者对家族上市公司有多种不同的定义。本文参考国泰安《中国民营上市公司研究数据库》,定义家族上市公司是实际控制人为自然人或家族的上市公司。

理者是否为家族企业的实际控制人个人或家族成员来确定,并用来自家族企业实际控制人的企业高层管理者的职务性质和个数来度量。国内的研究,高层管理者一般指董事长和总经理。

中国《公司法》规定,董事会是公司的经营决策机关,总经理是公司的经营管理机关。虽然中国法律未具体列明董事长在公司经营中的权力,但根据中国法律规定,在董事会休会期间,董事长代表董事会组织战略规划、经营方针和重大投资计划等的制定,这些事项都会直接决定企业价值。廖彬(2003)测定出,中国上市公司权力配置中,决策权从大到小,依次是董事会、高管人员和股东大会。而且,中小家族企业的常见现象为:家族权威最高的成员往往更乐于担任董事长,实际控制人仅担任公司总经理一职的情况鲜见。笔者猜测这是由于董事长往往代表着比总经理更大的权力。邓建平和高明华(2015)研究中甚至直接将家族上市公司的权力配置划分为控股家族兼任公司的董事长和总经理,控股家族担任董事长但不任总经理,控股家族不担任董事长或总经理三种模式。因此,本文认为通过影响董事会决策,董事长的权力范围比总经理更大,也就是家族企业的实际控制人担任董事长比其担任总经理所代表的家族管理程度更深。综上,本文根据实际控制人是否参与管理、参与管理的角色和两职合一的情况对家族管理程度分级。

(3)企业价值。研究中常用托宾  $Q$  衡量企业价值。Chen and Xiong(2001)发现中国上市公司非流通股平均折扣率在 77.93%—85.59%之间,韩亮亮等(2006)据此结论构建出调整后的托宾  $Q$  值模型。本文利用该结论,对企业价值( $TQ^{**}$ )进行如下近似计算:

$$TQ_1 = \frac{P \times \text{Liquid} + P \times (1 - 0.7793) \times \text{Illiquid} + \text{DEBT}}{\text{ASSET}} \quad (1)$$

$$TQ_2 = \frac{P \times \text{Liquid} + P \times (1 - 0.8559) \times \text{Illiquid} + \text{DEBT}}{\text{ASSET}} \quad (2)$$

$$TQ^{**} = \frac{TQ_1 + TQ_2}{2} \quad (3)$$

其中: $P$ 为2012—2014年每年末每只股票的当日收盘价, $\text{Liquid}$ 和 $\text{Illiquid}$ 分别表示2012—2014年每年末流通股与非流通股股数, $\text{DEBT}$ 表示每年末债务账面价值, $\text{ASSET}$ 表示每年末总资产账面价值。选择母公司报表中债务和资产的账面信息计算公司价值( $TQ^{**}$ )。

(4)路径变量。家族管理对中小家族企业价值的影响研究往往是结果导向的,因此会使用多重相关指标合并后或主成分分析下的综合指标体系作为“企业价值”的替代指标。也正因为此,理论界对家族管理和中小家族企业价值的关系研究结论各异。为了解释这种研究异象的缘由,本研究以路径检验为核心,参考运筹学中的层次分析法,对该领域研究中已证实的直接影响企业价值的代理成本、决策效率和执行效率三条路径分别进行研究。本文基本论证逻辑如下:设定 $A$ (家族管理)、 $B_n$ (路径变量)、 $C$ (中小家族企业价值),其中 $n=1,2,3$ 。本文参考并证实已有的研究结果,得出“ $B_n$ (路径变量)— $C$ (中小家族企业价值)”的大前提,再通过理论推导和实证检验,验证“ $A$ (家族管理)— $B_n$ (路径变量)”的小前提,最后得出“ $A$ (家族管理)— $C$ (中小家族企业价值)”的结论。

代理成本路径的合理性。在1976年Jensen and Meckling就指出,企业价值与企业所有者和管理者之间的代理冲突负相关,这一观点成为后来研究所有权与企业价值的理论基石。并且在不断放宽前提设定的市场环境下,学者们对“高代理成本会侵害企业价值”这一结论已普通达成共识(贺小刚和连燕玲,2009;杨光飞,2009;魏春燕和陈磊,2015)。代理成本的降低,使得经理人更有动力为企业引入净现金流为正的项目,更不愿意不顾所有者利益为私利实施损害企业现金流的行为。因此,代理成本作为影响企业价值的路径之一是可行的。在以往研究中,代理成本用销售收入管理费用率和总资产周转率的平均数测量。其中,销售收入管理费用率反映了中小家族企业中管理家长或者职

业经理人对“自己人”或自己无条件的转移支付;而总资产周转率则侧重体现管理家长或者职业经理人努力程度和代理能力而引致的效率损失(王明琳等,2014)。

决策效率路径的合理性。财务决策主要以投资决策和融资决策为主。投资决策效率高,则企业引入净现值为正的项目的概率越高;融资决策效率高,则企业达成最优资本结构所付出的成本越低。企业价值来源于企业投资,融资决策又会直接影响到投资效率和效果。显然,决策效率高代表企业价值大(谢志华等,2011;陆智强和李红玉,2012)。因此,决策效率作为影响企业价值的路径之一是可行的。从财务管理视角看,决策效率主要由融资决策效率和投资决策效率构成,因此决策效率可以用融资决策效率和投资决策效率的平均数测量。参考沈友华(2009)对融资效率的定义,本研究采用“实际增长率/可持续增长率”来度量融资决策效率。同时,参考陆智强和李红玉(2012)选择的投资决策效率的替代指标,采用托宾Q值(TQ)度量投资决策效率。

执行效率路径的合理性。执行效率(不少研究中也将其称之为执行力),是指一个企业上下一致对新决策、新项目及外部环境变化的准确反应能力。从学术先驱吴发科(2004)对“执行”的定义来看,企业执行就是将决策落实并转换成企业价值的过程。而从杰克·韦尔奇、戴尔·柳传志等杰出实业管理者对“执行力”的定义看,其更强调员工对战略的贯彻落实,对企业价值的贡献。从以上表述不难看出,无论是对“执行”还是“执行力”的定义,本身即暗含着一个假设——执行效率决定企业价值。因此,执行效率作为影响企业价值的路径之一是可行的。接下来要解决的问题就是在企业对外公布的数据中,找到可以综合反映执行效率的数据。拉里·博西迪和拉姆·查兰在《执行》一书中提出,执行力是由人员流程、战略流程和运营流程三大流程整合产生的,系统理论认为执行效率是实现战略目标的公司内外部系统的整体效率。可见,执行效率与战略目标的实现紧密联系。因此,本文使用较能反映战略实施效果的“平衡计分卡<sup>①</sup>”来构建企业执行效率的测度体系。用“平衡计分卡”的四个维度的加权平均变量综合测度企业执行效率,每个维度权重25%。考虑到一些内部管理数据的不可获取性,只选用公开信息渠道可获取的相关数据,建立了如表1所示的定量化的执行效率测度指标体系。

(5)调节变量。为了研究行业竞争对家族管理对中小家族企业价值的影响的调节效应和在竞争程度不同的行业中,家族管理对中小家族企业价值的影响的差异,本研究将采用交互面板和分组面板进行回归检验。本文参考Nickell(1996)的经典计量方法,以行业内上市公司数量作为衡量行业竞争的指标,并通过取对数使其数量级与其他变量保持一致,符号及定义在表2中列出。

(6)控制变量。研究发现,企业的整体规模、盈利水平、成长能力、资本结构和企业寿命等都可能与企业价值有关(Schulze et al.,2003;贺小刚和连燕玲,2009;池国华等,2013;王明琳等,2014),因此,为尽可能保证对解释变量估计的准确性,本研究控制上述企业内部因素对企业价值的影响,并使得所有控制变量保持在同一数量级。而且,考虑到控制变量可能会和路径变量存在内生性问题,所以采用滞后一期的控制变量值。同时,还需控制时间、地区和行业等外部环境变量的影响。控制变量的符号及定义在表2中列出。

### 3. 模型构建

为了检验前述研究假说,本文构建如下模型。模型(1)用于检验“家族管理对中小家族企业价值的影响”,模型(2)用于检验“竞争程度不同的行业中,家族管理对中小家族企业价值的影响的差异”,模型(3)用于检验“行业竞争对家族管理对中小家族企业价值的影响的调节效应”。其中,value

<sup>①</sup> 平衡计分卡是权变理论下测度战略目标实施效果的一种管理工具,其分为财务维度、客户维度、内部流程维度和创新与学习维度等四个维度。

表 1 执行效率测度指标体系

执行效率	衡量指标	指标描述
财务维度 (25%)	营业收入	上四分位数以上=4;上四分位数到中位数之间=3;中位数到下四分位数之间=2;下四分位数以下=1
	营业收入增长率	
	销售净利率	
	净利润增长率	
顾客维度 (25%)	应收账款周转率	上四分位数以上=4;上四分位数到中位数之间=3;中位数到下四分位数之间=2;下四分位数以下=1
内部流程维度 (25%)	每年召开股东大会、董事会和监事会的次数	上四分位数以上=4;上四分位数到中位数之间=3;中位数到下四分位数之间=2;下四分位数以下=1
	管理人员和员工比例	员工数为 0 和上四分位数以上=4; 上四分位数到中位数之间=3; 中位数到下四分位数之间=2; 下四分位数以下=1
	利益相关者责任相关信息披露	披露项目共有 8 项: 职工权益保护、供应商权益保护、客户及消费者权益保护、环境和可持续发展、公共关系和社会公益事业、社会责任制度建设及改善措施、安全生产内容、公司存在的不足 对以上内容, 无披露为 0, 披露 1-2 项为 1, 披露 3-4 项为 2, 披露 5-6 项为 3, 披露 7-8 项为 4
创新与学习维度 (25%)	当年研发成果授权率	上四分位数以上=4;上四分位数到中位数之间=3;中位数到下四分位数之间=2;下四分位数以下=1 由于有些发明、实用新型、外观设计会在本研究实施日之后完成授权, 因此当年研发成果授权率会估计偏小; 而由于时间发展的累积效应, 后两年的研发授权成果总数会增加。因此通过同时考虑“当年研发成果授权率”和“截至当年年底研发授权成果数”两个指标以排除时效性带来的误差
	截至当年年底研发授权成果数	
	本年无形资产增加数	

注: 各维度得分=相应衡量指标指数相加。

资料来源: 作者整理。

代表企业价值, 路径变量统一用  $path$  表示; 家族管理指标用变量  $jzgl$  替代; 行业竞争用变量  $hnn$  替代, 家族管理和行业竞争交互项用变量  $jzgl\_hy$  替代;  $roa$ 、 $dfl$ 、 $sg$ 、 $as$  和  $age$  分别代表总资产净利率、资产负债率、营业收入增长率、资产规模和企业寿命,  $year$ 、 $indu$  和  $area$  分别控制年份、行业和地区因素的影响;  $i$  表示  $i$  公司,  $t$  表示  $t$  年,  $\beta$  为截距项,  $k_i$ 、 $\alpha_i$  和  $\gamma_i$  为回归系数,  $\varepsilon$  为残差项。

$$value = \beta + k_1 path_1 + k_2 roa_u + k_3 dfl_u + k_4 sg_u + k_5 as_u + k_6 age_u + k_7 year + \sum_{i=1}^{14} k_{7+i} indu_i + \sum_{j=1}^7 k_{21+j} area_j + \varepsilon \quad (1)$$

$$path = \beta + \alpha_1 jzgl_u + \alpha_2 roa_u + \alpha_3 dfl_u + \alpha_4 sg_u + \alpha_5 as_u + \alpha_6 age_u + \alpha_7 year + \sum_{i=1}^{14} \alpha_{7+i} indu_i + \sum_{j=1}^7 \alpha_{21+j} area_j + \varepsilon \quad (2)$$

$$path = \beta + \gamma_1 jzgl_u + \gamma_2 hnn_u + \gamma_3 jzgl\_hy_u + \gamma_4 roa_u + \gamma_5 dfl_u + \gamma_6 sg_u + \gamma_7 as_u + \gamma_8 age_u + \gamma_9 year + \sum_{i=1}^{14} \gamma_{9+i} indu_i + \sum_{j=1}^7 \gamma_{23+j} area_j + \varepsilon \quad (3)$$

表 2 变量定义

变量含义	变量名	计算方法
家族管理	<i>jzgl</i>	<i>jzgl</i> =0,代表实际控制人个人及家族成员都不参与管理,且董事长和总经理非兼任; <i>jzgl</i> =1,代表实际控制人个人及家族成员都不参与管理,且董事长和总经理兼任; <i>jzgl</i> =2、3、4,分别代表实际控制人个人或家族成员任总经理、董事长或同时任两职; <i>jzgl</i> =5,代表董事长与总理由实际控制人个人或家族成员的同一人同时兼任
企业价值	<i>value</i>	$TQ_1 = \frac{P \times Liquid + P \times (1 - 0.7793) \times Illiquid + DEBT}{ASSET}$ $TQ_2 = \frac{P \times Liquid + P \times (1 - 0.8559) \times Illiquid + DEBT}{ASSET}$ $TQ^{**} = \frac{TQ_1 + TQ_2}{2}$
路径变量	代理成本指标 决策效率指标 执行效率指标	$dlcb = (\text{销售收入管理费率} + \text{总资产周转率}) / 2$ $jcxl = (\text{融资决策效率} + \text{投资决策效率}) / 2$ $zxxl = (\text{财务维度得分} + \text{客户维度得分} + \text{内部流程维度得分} + \text{创新与学习维度得分}) / 4$
调节变量 交互变量	行业竞争程度 家族管理与行业竞争交互项	$hnn = \text{以 10 为底的行业内上市公司数量的对数}$ $jzgl\_hy = (jzgl) \times (hnn)$
控制变量	总资产净利润率 资产负债率 营业收入增长率  企业规模 企业寿命 所处年度  所属行业  所在地区	$roa = \text{当年净利润} / \text{当年总资产平均余额}$ $dfl = \text{当年末负债总计} / \text{当年末资产总计}$ $sg = (\text{营业收入当年金额} - \text{营业收入上年金额}) / (\text{营业收入上年金额})$  $as = \ln(\text{当年末总资产账面价值}) / 100$ $age = (\text{统计截止日期} - \text{公司成立日期} + 1) / 10$ 控制不同时期宏观经济因素影响,选取 2012—2014 年三个年份,共 2 个年度虚拟变量  控制不同行业因素影响,按照中国证券业监督管理委员会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》,样本公司可划分为 15 个行业,共 14 个行业虚拟变量  控制不同地区区域经济和政策的影响,按样本公司所在地划分为东南、华南、华北、华中、华东、西南、东北、西北 8 大区域,共 7 个地区虚拟变量

资料来源:作者整理。

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计分析

表 3 报告了关键变量描述性统计结果。面板样本截面数据总计 909 个,总有效观测量 2283 组。①观察企业价值变量发现,极差较大,均值大于中值,说明中小家族企业价值差距较大,且低价值企业较多。②统观路径变量发现,中小家族企业的代理成本(*dlcb*)和决策效率(*jcxl*)的均值均大于中值,说明半数以上的中小家族企业的代理成本较低,决策效率较低。就执行效率(*zxxl*)而言,从数量级看,均值和中值差距并不明显。③观察自变量发现,家族管理(*jzgl*)的中值为 3.00,表明半数以上的

表 3 变量的描述性统计

变量名	横截面量	总观测值	均值	中值	最大值	最小值	标准差
<i>value</i>	909	2283	2.0747	1.6547	16.9019	0.5250	1.4588
<i>dlcb</i>	909	2283	0.3660	0.2948	9.9754	0.0412	1.0113
<i>jcxl</i>	909	2283	2.0121	1.6430	16.9019	0.5250	1.3453
<i>zxxl</i>	909	2283	6.3112	6.2500	9.7500	2.2500	1.0380
<i>jzgl</i>	909	2283	3.5607	3.0000	5.0000	0.0000	1.4838
<i>hnn</i>	909	2283	1.5719	1.8976	2.2577	0.0000	0.6989
<i>jzgl_hy</i>	909	2283	5.5986	6.0206	11.2884	0.0000	3.6033
<i>roa</i>	909	2283	0.0466	0.0412	0.4991	-0.6016	0.0566
<i>dfi</i>	909	2283	0.3140	0.2912	1.0444	0.0003	0.1781
<i>sg</i>	909	2283	0.1482	0.0969	12.8688	-1.0000	0.5471
<i>as</i>	909	2283	0.2135	0.2129	0.2521	0.1876	0.0076
<i>age</i>	909	2283	0.1236	0.1200	0.3100	0.0300	0.0440

资料来源:作者计算。

中小家族企业董事长从实际控制人(自然人或家族)产生。而且家族管理(*jzgl*)的均值大于中值,说明中小家族企业中核心高管位置受实际控制人(自然人或家族)控制的现象居多。④整体看,各控制变量的标准差较小,说明样本分布较为均匀,控制变量受极端值影响较小。

### 2. 家族管理对中小家族企业价值的影响路径检验

本文分别从代理成本、决策效率和执行效率三条路径考察了家族管理对中小家族企业价值的影响(见表4)。回归结果(1)—(3)首先证明了代理成本、决策效率和执行效率对中小家族企业价值的影响,得出“ $B_n$ (路径变量)— $C$ (中小家族企业价值)”的大前提。再由回归结果(4)—(6)可知,在全样本背景下,家族管理(*jzgl*)对代理成本(*dlcb*)、决策效率(*jcxl*)和执行效率(*zxxl*)的相关系数为-0.0122、-0.0557和0.0906(显著性水平1%),验证了“ $A$ (家族管理)— $B_n$ (路径变量)”的小前提。单从决策效率路径考量,家族管理与决策效率显著负相关,说明中小家族企业家族管理程度越深则决策效率越低,从而会对企业价值产生不利影响。此结论与Raheja(2005)及王明琳等(2010)的发现一致,支持了假设1b,中小家族企业采用家族管理会降低决策效率,不利于提升企业价值。但是,如果分别从代理成本、执行效率路径看,家族管理与代理成本显著负相关,与执行效率显著正相关,这表明家族管理迹象越明显,中小家族企业的内部代理成本越低且执行效率越高,因而会对企业价值产生积极影响,此结论与Anderson et al.(2003),贺小刚和连燕玲(2009)等的发现一致,支持了假设1a和1c,中小家族企业采用家族管理会降低代理成本,提高执行效率,有利于提升企业价值。综上,本文分别从代理成本、决策效率和执行效率三条内部路径证明,家族管理对企业价值存在正反两方面的影响,此结论初步解释了该领域研究争议不休的原因。

### 3. 行业竞争的调节效应

本文引入了行业竞争变量,以观察在竞争程度不同的行业中,家族管理通过代理成本、决策效率和执行效率三条路径对中小家族企业价值的影响是否发生了变动,发生了什么变动。将行业竞争变量(*hnn*)和家族管理变量(*jzgl*)的交互项作为新的解释变量(*jzgl\_hy*)。

表5回归结果(7)显示,家族管理(*jzgl*)对代理成本(*dlcb*)负相关且不显著,而交互项(*jzgl\_hy*)的系数为-0.0068,在1%水平显著。这表明家族管理与行业竞争交互后,对代理成本路径的负相关系数的绝对值变大,且相关性显著。结果(8)显示,家族管理(*jzgl*)对决策效率(*jcxl*)负相关,系数为-0.0989,显著水平1%,而交互项(*jzgl\_hy*)的系数为0.0284,显著水平5%。这表明家族管理与行

表 4 总体样本面板数据回归结果

自变量 \ 因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>value</i>	<i>value</i>	<i>value</i>	<i>dlcb</i>	<i>jcxl</i>	<i>zxxl</i>
常数项	2.9206*** (0.2986)	0.7173*** (0.2278)	2.5931*** (0.2115)	0.3918*** (0.0334)	1.8521** (0.9024)	-1.8159*** (0.5949)
<i>jzgl</i>				-0.0122*** (0.0008)	-0.0557*** (0.0198)	0.0906*** (0.0131)
<i>dlcb</i>	-0.1511*** (0.0350)					
<i>jcxl</i>		0.9960*** (0.0053)				
<i>zxxl</i>			0.0291*** (0.0089)			
<i>roa</i>	3.2281*** (0.2206)	0.0633 (0.1445)	3.9839*** (0.1707)	-0.0088 (0.0263)	3.6141*** (0.5646)	5.7219*** (0.3722)
<i>dfI</i>	-0.5258*** (0.0668)	0.0394 (0.0494)	-0.6581*** (0.0379)	0.0270*** (0.0055)	-0.6252*** (0.1947)	0.1278 (0.1283)
<i>sg</i>	-0.0255 (0.0218)	-0.0215 (0.0162)	-0.0178 (0.0196)	-0.0022 (0.0023)	-0.0043 (0.0639)	-0.0761** (0.0421)
<i>as</i>	-5.9515*** (1.4413)	-3.3420*** (1.1006)	-5.2355*** (1.1119)	-0.0832 (0.1657)	-0.2193 (0.3407)	35.0836*** (2.8615)
<i>age</i>	3.4256*** (0.2885)	0.0749 (0.1711)	3.4283*** (0.2483)	-0.0467 (0.0287)	4.0538*** (0.6692)	0.2460 (0.4411)
AdjustedR-squared	0.2190	0.9418	0.5027	0.1684	0.0458	0.1916
Durbin-Watson stat	1.5121	1.8975	1.5007	1.7475	1.9701	1.3034
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:括号中为标准误;\*\*\*代表  $p < 0.01$ , \*\*代表  $p < 0.05$ , \*代表  $p < 0.10$ 。

资料来源:作者计算。

业竞争交互后,对决策效率路径的相关性由负相关变为正相关,且相关性显著。回归结果(9)显示,家族管理(*jzgl*)对执行效率(*zxxl*)正相关且不显著,而交互项(*jzgl\_hy*)的系数为 0.0375,显著水平 5%。这表明家族管理与行业竞争交互后,对执行效率路径的正相关系数的绝对值变大。综上,交互检验结果说明,相较家族管理(*jzgl*)而言,交互项(*jzgl\_hy*)对代理成本路径的负向影响更大,对决策效率的负向影响转变为正向影响,对执行效率的正向影响更大。其经济意义在于,行业竞争扭转了家族管理对决策效率的阻碍效应,且放大了家族管理对降低代理成本和提升执行效率的促进作用。从整体来看,检验结果验证了行业竞争对家族管理对中小家族企业价值的影响的调节效应,即行业竞争放大了家族管理对中小家族企业价值的正向影响,缩小了家族管理对中小家族企业价值的负面影响,初步支持了假设 2a。

#### 4. 竞争程度不同的行业中,家族管理对中小家族企业价值的影响差异

本文以各年样本的行业竞争(*hnn*)的中值为界,将样本分为低竞争行业组和高竞争行业组<sup>①</sup>分别进行面板回归。

① 高竞争行业组定义为以 *hnn* 计量的行业竞争程度指标数值不小于总样本中值的样本组,低竞争行业组定义为指标数值小于样本中值的样本组。

表 5 行业竞争调节效应交互检验结果

	(7)	(8)	(9)
	<i>dlcb</i>	<i>jcxl</i>	<i>zxxl</i>
常数项	0.2764*** (0.0332)	2.8785*** (0.2472)	-2.2655*** (0.2968)
<i>jzgl</i>	-0.0004 (0.0030)	-0.0989*** (0.0220)	0.0174 (0.0300)
<i>hnn</i>	0.0128** (0.0061)	-0.0699 (0.0472)	-0.1024* (0.0566)
<i>jzgl_hy</i>	-0.0068*** (0.0017)	0.0284** (0.0135)	0.0375** (0.0159)
<i>roa</i>	0.0039 (0.0300)	3.7082*** (0.1345)	6.0799*** (0.1853)
<i>dfI</i>	0.0246*** (0.0056)	-0.6113*** (0.0327)	0.1296*** (0.0451)
<i>sg</i>	-0.0002 (0.0025)	0.0132* (0.0076)	-0.0971*** (0.0229)
<i>as</i>	0.3791** (0.1559)	-5.0070*** (1.0662)	38.1629*** (1.2853)
<i>age</i>	-0.0879*** (0.0237)	4.2722*** (0.1948)	0.1750* (0.1054)
AdjustedR-squared	0.1286	0.5692	0.7023
Durbin-Watson stat	1.7641	1.7940	1.5359
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000

注:括号中为标准误;\*\*\*代表  $p < 0.01$ , \*\*代表  $p < 0.05$ , \*代表  $p < 0.10$ 。

资料来源:作者计算。

表 6 栏(10)—(12)结果显示:在低竞争行业样本组,家族管理(*jzgl*)对代理成本(*dlcb*)的回归系数为-0.0040,显著负相关;家族管理(*jzgl*)对决策效率(*jcxl*)的回归系数为-0.0675,显著水平为 5%,而家族管理(*jzgl*)对执行效率(*zxxl*)的回归系数为 0.0132,相关性不显著。此结果进一步支持了假设 1a、1b。同时,与表 4 中的栏(4)—(6)对比,低竞争行业的样本中,代理成本和执行效率路径的回归系数绝对值小于全样本的对应数值,而决策效率路径则相反。这说明,低竞争行业中,家族管理通过代理成本和决策效率路径对中小家族企业价值产生的正面影响变小,负面影响加大。因此,可以从代理成本和决策效率两条路径初步判断:行业竞争程度越低,家族管理对中小家族企业价值提升的有利影响变弱,不利影响加剧,初步证明了假设 2b。

表 6 栏(13)—(15)回归结果显示:在高行业竞争样本组,家族管理(*jzgl*)对代理成本(*dlcb*)的回归系数为-0.0910,家族管理(*jzgl*)对决策效率(*jcxl*)的回归系数为-0.0317,而家族管理(*jzgl*)对执行效率(*zxxl*)的回归系数为 0.0533,三个相关系数都在双尾检验中达到 1%的显著性水平。此结果与表 4 栏(4)—(6)对比,高竞争行业的样本中,家族管理与代理成本路径的回归系数绝对值大于全样本的对应值,与决策效率路径的回归系数绝对值小于全样本的对应值,因此可以判断:行业竞争程度越高,家族管理对中小家族企业价值的提升作用越大,阻碍作用越小,证明了假设 2b。

对表 6 中的对应实验依次对比发现:①家族管理(*jzgl*)对代理成本(*dlcb*)显著负相关,且高竞争行业样本组相关系数的绝对值高于低竞争行业样本组的相应值;②家族管理(*jzgl*)对决策效率(*jcxl*)显著负相关,但在高竞争行业样本组相关系数的绝对值小于低竞争行业样本组的相应值;③家族管

表 6 不同竞争程度行业分组检验结果

	低竞争行业组			高竞争行业组		
	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
	<i>dlcb</i>	<i>jcxl</i>	<i>zxxl</i>	<i>dlcb</i>	<i>jcxl</i>	<i>zxxl</i>
常数项	-0.0106*** (0.0013)	7.7741*** (1.3861)	-0.0473 (0.0833)	6.9996*** (1.2946)	0.2199*** (0.0614)	-2.1389*** (0.7820)
<i>jzgl</i>	-0.0040*** (0.0003)	-0.0675** (0.0296)	0.0132 (0.016)	-0.0910*** (0.0254)	-0.0317*** (0.0011)	0.0533*** (0.0154)
<i>roa</i>	0.2033*** (0.0076)	4.1076*** (0.9488)	8.5730*** (0.5098)	5.8098*** (0.7896)	-0.0104 (0.0307)	8.4015*** (0.4770)
<i>df</i>	0.0460*** (0.0012)	0.7388** (0.2994)	0.2186 (0.1452)	0.7444*** (0.2732)	-0.3795*** (0.0105)	0.4493*** (0.1650)
<i>sg</i>	-0.0197*** (0.0021)	0.2531*** (0.0934)	0.5564*** (0.0512)	-0.0067 (0.0742)	-0.0141*** (0.0035)	0.2951*** (0.0448)
<i>as</i>	1.5347*** (0.0060)	-30.5888*** (6.7593)	26.5529*** (0.5377)	-25.9666*** (6.2999)	2.1734*** (0.2977)	36.1421*** (3.8053)
<i>age</i>	0.0117*** (0.0015)	0.4192*** (0.0971)	0.0436 (0.0501)	0.3644*** (0.0891)	-0.0657*** (0.0033)	0.0275 (0.0538)
Adjusted R-squared	0.9995	0.0488	0.8716	0.0669	0.7526	0.3381
Durbin-Watson stat	1.9364	1.6288	1.3020	2.3484	1.4525	1.2045
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:括号中为标准误;\*\*\*代表  $p < 0.01$ , \*\*代表  $p < 0.05$ , \*代表  $p < 0.10$ 。

资料来源:作者计算。

理(*jzgl*)对执行效率(*zxxl*)正相关,且可以从相关系数( $0.01 < 0.05$ )判断这种正相关性在高行业竞争样本组更高。其经济意义在于,在激烈竞争的行业中,家族管理很可能更能促进企业内代理成本的降低,激发企业执行效率的上升,而且家族管理对决策效率的阻碍效应减弱,该结论进一步验证了行业竞争可以放大家族管理对中小家族企业价值的正向影响,而且会缩小家族管理对中小家族企业价值的负面影响,支持了假设 2a。同时也说明,对处于高竞争行业的中小家族企业而言,家族管理对企业价值的积极影响更强烈,且影响很可能通过强化代理成本路径的促进效应、减弱决策效率路径的阻碍效应和催化执行效率的促进效应等方式发生。该结果验证了在激烈竞争行业中,家族管理更有利于中小家族企业价值的提升,支持了假设 2b。

### 5. 内生性检验

(1)本文通过滞后一期的方法来分析遗漏变量导致的内生性,即利用家族管理指标的年初值作为自变量来检验其与影响中小家族企业价值的三大路径变量的关系。检验结果发现,家族管理指标的年初值与代理成本路径和决策效率路径显著负相关,对执行效率路径有显著正向作用,表明存在一定的内生性,但是并不严重,可以接受。由于篇幅限制,这里没有列出使用家族管理指数的年初值进行回归的结果。

(2)参考周小容(2014)的实证结论<sup>①</sup>,本文把中小家族企业实际控制人是否在 1956 年以后出生作为工具变量。如果中小家族企业实际控制人是在 1956 年之后出生,即实际控制人年龄如果小于

① 此文已证明工具变量“实际控制人年龄”是有效的。

59岁(按2015—1956年计算所得),那么这些实际控制人很可能受到20世纪80年代计划生育政策的影响,子女少,“单传”意识比较强。而且,家族中有经验且有精力的中年人占比大,又不愿“家道旁落”,因此公司管理权大多仍掌握在实际控制人自己手中,更可能采用实际控制人自己(第一代业主)或者其子女(第二代业主)参与经营决策的家族管理模式。基于此分析,本文将实际控制人年龄(*age\_owner*)作为工具变量,并将实际控制人年龄小于59岁设定为*age\_owner*=1,而实际控制人年龄不小于59岁设定为*age\_owner*=0<sup>①</sup>。

从表7中第一阶段回归结果可见,实际控制人年龄(*age\_owner*)与家族管理(*jzgl*)分别在5%和1%的显著水平通过检验。这说明实际控制人年龄确实对家族管理模式有影响。为了避免内生性问题对回归结果的影响,这里加入工具变量进一步2SLS回归分析。表7的2SLS回归结果表明,2SLS得出的结果和表4栏(4)—(6)得出的结果相似,且都在1%的显著水平通过检验。这说明控制了内生性后,家族管理对中小家族企业价值的影响路径仍然显著。所以根据工具变量回归结果可以认为,遗漏变量和逆向因果所致的内生性问题在本文中并不影响实证结论。

### 6. 稳健性检验

考虑到家族管理和行业竞争的指标单一问题,本文根据“实际控制人个人或家族成员是否担任董事长或总经理职务参与管理”设置指针变量,将实际控制人个人或家族成员担任董事长或总经理职务参与管理视为1,将实际控制人个人或家族成员未担任董事长或总经理职务参与管理视为0。

表7 工具变量相关性检验和2SLS回归结果

	第一阶段回归	2SLS 回归	2SLS 回归	2SLS 回归
	<i>jzgl</i>	<i>dlcb</i>	<i>jcxl</i>	<i>zxxl</i>
常数项	3.1896* (1.7212)	0.4664*** (0.0116)	5.3384*** (0.1849)	-3.5386*** (0.0539)
<i>age_owner</i>	0.3251** (0.1174)			
<i>jzgl</i>		-0.0466*** (0.0046)	-0.0856*** (0.0203)	0.7793*** (0.0057)
<i>roa</i>	-1.1470 (1.0125)	-0.4324*** (0.0074)	6.4622*** (0.4843)	6.5668*** (0.0177)
<i>df</i>	-1.0666*** (0.3600)	-0.1729*** (0.0176)	1.0539*** (0.1463)	0.7612*** (0.0198)
<i>sg</i>	0.0648 (0.1035)	0.0096 (0.0060)	0.1412*** (0.0115)	-0.1106*** (0.0067)
<i>as</i>	3.2312 (8.3954)	0.7435*** (0.1676)	-21.1753*** (0.2429)	29.9064*** (0.2306)
<i>age</i>	-0.7135 (1.2048)	-0.2531*** (0.0206)	1.5389*** (0.1173)	0.5773*** (0.0749)
Adjusted R-squared	0.0184	0.9958	0.9986	0.9980
Durbin-Watson stat	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Prob(F-statistic)	0.0036	0.0000	0.0000	0.0000

注:括号中为标准误;\*\*\*代表  $p < 0.01$ , \*\*代表  $p < 0.05$ , \*代表  $p < 0.10$ 。

资料来源:作者计算。

① 截至2015年末,实际控制人年龄小于59岁的样本公司共660个,实际控制人年龄不小于59岁的样本公司共249个。

同时控制中小家族企业实际控制人股权比例继续完成上述回归,所得结果保持稳健。此外,为提高模型(3)的稳健性,本文还利用赫芬达尔指数(HHI)来衡量行业竞争程度,重复实验(7)—(15),结果依然稳健。本文未报告稳健性检验结果。

## 五、研究结论与启示

### 1. 结论

本文分别研究了家族管理影响中小家族企业价值的代理成本、决策效率和执行效率三条路径,并引入行业竞争研究三条路径的变化趋势。首先,理论分析发现了家族管理对中小家族企业价值的影响路径。从代理成本路径出发,家族管理可以降低内部代理成本,有助于中小家族企业价值的提升;从决策效率路径出发,家族管理会严重影响决策效率,故不利于中小家族企业价值的提升;从执行效率路径出发,家族管理提高了中小家族企业的执行效率,故有助于提升企业价值。其次,本文引入行业竞争变量,分析在竞争程度不同的行业中,家族管理通过三条路径对中小家族企业价值的影响是否发生了变动,发生了什么变动。理论研究发现,行业竞争很可能会放大家族管理对降低代理成本的促进作用,减弱甚至扭转家族管理对决策效率的阻碍效应,并且很可能会放大家族管理对提升企业执行效率的促进作用。因此,行业竞争越激烈,家族管理对中小家族企业价值的正向影响更大,负向影响更小。最后,就理论分析的结论进行实证检验。实证结果表明:对于中小家族企业而言,家族管理可以降低代理成本、提高执行效率,对企业价值产生正向影响;但也会降低决策效率,对企业价值产生负向影响;行业竞争减弱了家族管理对决策效率的阻碍效应,且放大了家族管理对降低代理成本和提升执行效率的促进效应;在高竞争行业中,家族管理对降低代理成本,提升执行效率的促进作用更明显,对决策效率的阻碍作用更微弱,使得家族管理迹象越明显的中小家族企业,其价值相对越高。

### 2. 启示

本文研究对后续理论研究和企业实践具有一定启示。从理论研究看:①家族管理仅为家族企业管理模式的一大特征,国内学者总结出中国家族企业管理模式呈现出所有权和经营权两权合一、家长式领导、差序化管理、依赖网络等普遍特征(胡军等,2002;储小平,2004),本文研究为后续从诸如差序化管理,依赖网络经营等管理模式要素特征视角或者加入实际控制人背景因素展开中小家族企业价值的影响因素研究打下基础。②本文以中小家族企业为背景,分析了家族管理影响企业价值的三条路径,这为从其他内部路径或者将三个内部路径结合放在某一特定情境下研究家族管理对中小家族企业价值的影响拓宽了思路。③将家族管理对中小家族企业价值的影响研究置于行业竞争这一外部环境中有利于充分了解该影响的路径变化,这为后续研究其影响后果,如何控制和管理这种影响等提供了参考,而且这种结合外部环境研究内部因素影响的研究思路为后续扩展分析地区市场成熟度、地区经济水平等其他外部环境的作用打下了基础。

从企业实践看,随着国家治理现代化水平的提升,市场运作规范化进程的推进,知识资本繁荣的市场环境对中小家族企业的成功转型提供了契机和要求。本文认为在当前的行业竞争环境下家族管理仍是一种适合中小家族企业成长的管理模式,对提高中小家族企业价值而言,利大于弊。

(1)政府应该减少对行业竞争的干预,避免对国有企业、中央企业的政府补贴造成行业竞争环境的不公平,合理发挥行业竞争带来的外部治理效应。陈建林(2015)指出制度环境越完善,社会信用度会比较高,政府对企业经营的干预相对较少。因此,一方面,中央和地方政府应当着力于减少中小家族企业面对的例如融资约束等外部环境阻力;另一方面,政府监管部门应联合第三方机构,制

定规范的监管政策和信息披露标准,完善制度环境,从而增强市场对中小家族企业的信心,也对中小家族企业完善内部管理形成正向激励。同时,政府部门应该加快建立职业经理人市场的监管体制,减少中小家族企业、管理家长与职业经理人之间的怀疑—防御行为。

(2)在高竞争行业,一方面要充分发挥高行业竞争的外部治理效应,发挥其与家族管理的协同作用;另一方面,随着互联网技术的发展,建立行业内价值网络,增加资源黏性,加强中小家族企业把握与创新相关的关键资源的能力,从技术上支持中小家族企业提高自身对外部资源的融合能力。优化竞争环境,使得中小家族企业在良性竞争中顺利完成差异化生产。

(3)对于中小家族企业自身,尤其是处于高竞争行业的中小家族企业而言,站稳脚步是当务之急,要善于运用家族管理本身代理成本低、执行效率高的优势,帮助企业平稳实现战略布局,赢来新一轮增长。一是通过建立内部信息共享平台和管理决策专家系统,减少决策过程中决策权和决策相关知识的错位匹配;二是利用好家族管理带来的利益共同体和互惠利他主义,进一步着眼于降低企业内部和控股股东与外部股东之间的两类代理成本,提高执行效率。值得指出的是,家族管理中可能隐藏的权力制衡机制漏洞才是当前最大的隐患,因此中小家族企业应当基于企业目标建立规范化、全方面的内部控制体系,这是约束权力的当务之急。当然,加强权力约束与制衡机制只是第一步,从治理结构入手解决权力配置问题才能真正实现中小家族企业做大做强。因此,本文也建议在中小家族企业发展过程中,要将规范管理与家族管理二者有效结合,取长补短,找到最适应本国文化、社会背景和国内中小家族企业现实情况的管理模式。三是对于在高竞争行业中的中小家族企业,外部的市场风险比企业内部的治理风险对企业产生的冲击更大,因此在高竞争行业中的中小家族企业应当关注激烈竞争带来的威胁,善于利用家族管理模式的优势主动出击,化威胁为机会,从而发现新的企业成长点。

#### [参考文献]

- [1]储小平. 家族企业的成长与社会资本的融合[M]. 北京:经济科学出版社, 2004.
- [2]池国华,王志,杨金. EVA考核提升了企业价值吗?——来自中国国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013, (11):60-66.
- [3]陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应[J]. 中国工业经济, 2015, (12):99-114.
- [4]邓建平,高明华. 家族企业权力配置模式与企业的经营绩效——基于福建省家族企业的实证研究[J]. 闽南师范大学学报(哲学社会科学版), 2015, (3):62-69.
- [5]胡军,王霄,钟永平. 华人企业管理模式及其文化基础——以港、台及大陆为例实证研究的初步结果[J]. 管理世界, 2002, (12):104-113.
- [6]胡国栋. 中国本土组织的家庭隐喻及网络治理机制——基于泛家族主义的视角[J]. 中国工业经济, 2014, (10):97-109.
- [7]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):90-102.
- [8]韩亮亮,李凯,宋力. 高管持股与企业价值——基于利益趋同效应与壕沟防守效应的经验研究[J]. 南开管理评论, 2006, 9(4):35-41.
- [9]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[J]. 管理世界, 2015, (6):110-124.
- [10]梁上坤,董宣君. 行业竞争程度与成本费用粘性[J]. 现代管理科学, 2013, (7):75-78.
- [11]廖斌. 公司多边治理基本理论初探[J]. 社会科学研究, 2003, (4):81-83.
- [12]陆智强,李红玉. 监督强度、决策效率与董事会规模——来自中国上市公司的经验证据[J]. 上海经济研究, 2012, (11):34-44.

- [13]牛建波,李维安. 市场竞争和公司治理的交互关系研究——基于中国制造业上市公司 1998—2003 年数据的实证分析[J]. 南大商学评论, 2007,(1):8-15.
- [14]沈友华. 我国企业融资效率及影响因素研究[D]. 江西财经大学学位论文, 2009.
- [15]王明琳,陈凌,叶长兵. 中国民营上市公司的家族治理与企业价值[J]. 南开管理评论, 2010,(2):61-67.
- [16]王明琳,徐萌娜,王河森. 利他行为能够降低代理成本吗?——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究[J]. 经济研究, 2014,(3):144-157.
- [17]魏春燕,陈磊. 家族企业 CEO 更换过程中的利他主义行为——基于资产减值的研究[J]. 管理世界, 2015,(3):137-150.
- [18]翁霄璋,王克明,吕长江. 家族成员参与管理对 IPO 抑价率的影响[J]. 管理世界, 2014,(1):156-166.
- [19]吴发科. 论执行的管理效能[J]. 广东行政学院学报, 2004,(3):31-34.
- [20]谢志华,张庆龙,袁蓉丽. 董事会结构与决策效率[J]. 会计研究, 2011,(1):31-37.
- [21]杨光飞. 家长式权威、关系契约和华人家族企业的组织成长[J]. 社会科学, 2009,(11):41-47.
- [22]于孝水. 中国家族企业管理模式研究[D]. 天津大学学位论文, 2007.
- [23]周夏飞,周强龙. 产品市场势力、行业竞争与公司盈余管理——基于中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014,(8):60-66.
- [24]周小容. 家族企业经营模式对高管薪酬的影响研究[D]. 西南财经大学学位论文, 2014.
- [25]Anderson,R., S. Mansi, and D. M. Reeb. Founding-family Ownership and the Agency Cost of Debt[J]. Journal of Financial Economics, 2003,68(2):263-285.
- [26]Balakrishnan,K.,and D. Cohen. Product Market Competition, Financial Accounting Misreporting and Corporate Governance:Evidence from Accounting restatements[R]. NewYork University Working Paper, 2011.
- [27]Becker,G. S. A Treatise on the Family[M]. Cambridge, MA:Harvard University Press, 1981.
- [28]Bertrand,M.,J. Simon, S. Krislert,and S. Antoinette. Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families behind Them[J]. Journal of Financial Economics, 2008,88(3):466-498.
- [29]Boone,A. L.,L. C. Field, J. M. Karpoff, and C. G. Raheja. The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2007,85(3):66-101.
- [30]Burkart,M.,P. Fausto,and S. Andrei. Family Firms[J]. Journal of Finance, 2003,58(5):2167-2201.
- [31]Cao,J., D. Cumming,and X. M. Wang. One-child Policy and Family Firms in China [J]. Journal of Corporate Finance, 2015,33(8):317-329.
- [32]Chen,Z. W., and P. Xiong. Discounts on Illiquid Stock: Evidence from China[R]. Working Paper, 2001.
- [33]Cisneros,L.,E. Genin,and J. Peerally. Family, Business and Power:Illustrating Three Extreme Cases [J]. Journal of Family Business Management, 2012,2(1):40-56.
- [34]Ding,S., B. Qu,and Z. Zhuang. Accounting Properties of Chinese Family Firms [J]. Journal of Accounting, Auditing& Finance, 2011,26(4):623-640.
- [35]Dharwadkar,B., G.Gerald,and B. Pamela. Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective[J]. Academy of Management Review, 2000,25(3):650-669.
- [36]Gupta,V.,and N. Levenburg. Cultures, Edeologies and Family Businesses [J]. Journal of Family Business Management, 2012,2(1):57-75.
- [37]Hayek,F. A. The Use of Knowledge in Society[J]. American Economic Review, 1945,4(9):519-500.
- [38]Hoberg,G.,and G. Phillips. Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis[J]. 2010,23(1):3773-3811.
- [39]Jensen,M.,and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4): 305-360.
- [40]Nickell,S. Competition and Corporate Performance[J]. Journal of Political Economy, 1996,104(4):724-746.

- [41]Ning,G.,and A. J. Bharat. Founder CEO Management and the Long-run Investment Performance of IPO Firms[J]. Journal of Banking & Finance, 2011,35(7):1669-1682.
- [42]Raheja,C. Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2005,40(2):283-306.
- [43]Schulze,W. S., M. H.Lubatkin,and R. N. Dino, et al. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence[J]. Organization Science, 2001,12(2):99-116.
- [44]Schulze,W. S., M. H. Lubatkin, and R. N. Dino. Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms[J]. Journal of Business Venturing, 2003,18(4):473-490.
- [45]Villalonga B.,and R. Amit. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value[J]. Journal of Financial Economics, 2006,80(2):385-417.

## The Paths Where Paternalistic Management Influencing Value of Small and Medium-sized Family Enterprises: Research on Agency Theory and Efficiency Theory Based on Industrial Competition

CHEN Zhi-bin<sup>1</sup>, WU Min<sup>1</sup>, CHEN Zhi-hong<sup>2</sup>

(1. School of Economics and Management of Southeast University, Nanjing 211189, China;

2. Institute for International Students of Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** In this paper, the impact of paternalistic management on the value of small and medium-sized family enterprises (hereinafter referred to as “SMFEs”) was studied from three paths that were agent cost, decision-making efficiency and execution efficiency. In addition, it was further studied that the regulatory effect of industrial competition to the above three internal paths. The paper examined the panel data of all A-share listed companies in the Shenzhen GEM and SME Boards from 2012 to 2014. It turned out that paternalistic management had a positive impact on SMFEs by reducing agency costs and improving execution-efficiency, and also had a negative impact on the SMFEs by reducing the efficiency of decision-making. The results also show that the industrial competition amplifies the positive impact of paternalistic management on the value of SMFEs, weakens the negative impact of paternalistic management on the value of SMFEs. Considering that paternalistic management can reduce agency costs and improve execution-efficiency, paternalistic management still has a positive impact on the value of SMFEs. However, it cannot be ignored that the negative effect of paternalistic management on the value of SMFEs because of the reduced decision-making efficiency. This conclusion explains the roots of previous researches’ differences. However, on account of the synergistic governance effect, pessimistic expectations and first-mover advantage, industrial competition weakens the impediment effect of paternalistic management on decision-making efficiency, and enlarges the promotion effect of paternalistic management model on reducing agency cost and improving execution-efficiency. Therefore compared with low competitive industries, in the high competitive industries, paternalistic management can do more to promote the agency cost reducing and execution-efficiency improving and do less to impede decision-making efficiency, thus for the SMFEs, the more obvious sign of paternalistic management, the relatively higher the value is.

**Key Words:** paternalistic management; industrial competition; enterprise’s value; the small and medium-sized family enterprises

**JEL Classification:** M10 L25 C12

[责任编辑:王燕梅]