

【企业管理】

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

陈建林

(广东财经大学会计学院, 广东 广州 510320)

[摘要] 在中国鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业的背景下,本文基于中国民营上市公司样本,探讨了家族所有权和非控股国有股权对企业绩效的交互效应。研究结果显示:家族所有权和非控股国有股权对企业绩效有互补效应,在不同的情景下,该互补效应具有一定的差异性。在国有企业出身的样本中,家族所有权和非控股国有股权有显著的互补效应;在民营企业出身的样本中,该互补效应不显著。在制度环境好的地区,家族所有权和非控股国有股权有显著的互补效应;在制度环境差的地区,该互补效应不显著。进一步的研究发现:家族涉入的强度将会影响家族企业引进非控股国有股权的效果;当家族涉入强度比较低时,引进非控股国有股权可以提升家族企业绩效;当家族涉入强度比较高时,引进非控股国有股权将会降低家族企业绩效。动态研究的结果显示:当家族所有权比例增加且非控股国有股权比例减少时,有助于提升企业绩效。

[关键词] 家族所有权; 非控股国有股权; 企业绩效; 互补效应; 替代效应

[中图分类号]F271.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)12-0099-16

一、问题提出

随着市场经济的发展和政府政策的推动,非公有资本控股的混合所有制企业已经初具规模,其中典型的代表是由家族控股的混合所有制企业。家族企业在中国社会经济中扮演重要的角色,根据2011年《中国家族企业发展报告》的统计,在占中国经济总量70%以上的民营企业中,若以家族所有权定义,有85.4%的民营企业是家族企业。伴随着国有企业改革和国有股权比例的下降,非控股国有股权出现在越来越多的家族控股企业中。据统计,2008年有24.3%的上市公司出现了非控股国有股权^[1],其中大部分出现在家族控股上市公司。因此,家族所有权和非控股国有股权已经逐步形成了相互融合的混合股权结构。那么,在这类混合股权结构中,当家族所有权和非控股国有股权同时

[收稿日期] 2015-09-27

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“家族治理与中小企业私募股权融资:基于社会资本视角”(批准号71202097);教育部人文社会科学研究基金青年项目“家族涉入与民营企业债务融资——基于代理成本视角”(批准号12YJC630009);广东省自然科学基金面上项目“家族治理与中小企业私募股权融资的互动关系研究”(批准号S2012010010844)。

[作者简介] 陈建林(1979—),男,广东始兴人,广东财经大学会计学院副教授,管理学博士。电子邮箱:1979cjlstar@163.com。

共存于企业时,两类股权的混合对企业绩效产生怎样的交互效应呢?这种交互效应受到什么因素影响呢?这是值得进一步研究的新问题。

以往的研究分别探讨了家族所有权和非控股国有股权对企业绩效的影响。关于家族所有权对企业绩效的影响,目前有三类研究结果:有些学者认为家族所有权有利于提高企业绩效^[2-4],有些学者认为家族所有权会降低企业绩效^[5],有些学者认为家族所有权与企业绩效的关系并不显著^[6]。关于混合所有权结构中的非控股国有股权对企业绩效的影响效果,目前学术界有三类观点:“政治干预假说”、“承诺信号假说”和“中性股东角色”^[7-9]。“政治干预假说”指出,国有股权带来的政治干预导致企业追求政治目标而不是价值最大化^[10],因此会损害企业绩效。“承诺信号假说”指出,如果企业保留一部分国有股权,可以给企业传递一种政治信号:政府愿意与企业一起承担风险,政府可以为企业提供支持,从而有利于提高企业绩效^[11]。“中性股东角色”的观点则整合了“政治干预假说”和“承诺信号假说”,指出非控股国有股权既可能提升企业绩效,也可能降低企业绩效,其效果主要取决于国有股权比例的高低^[7]。以往文献有两点不足之处:①从研究主题看,现有研究关注了家族所有权和非控股国有股权对企业绩效的影响,但是没有进一步分析家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应。②从研究对象看,现有研究关注了混合股权结构对企业绩效的影响,但是主要关注国有企业出身的民营化企业,较少关注民营企业出身的部分国有化的民营企业。

与以往的文献不同,本文将主要探讨三个问题:①关注家族所有权和非控股国有股权的共存对企业绩效的影响,探讨该类型混合所有制股权结构的治理效应。②关注国有企业出身和民营企业出身的企业,比较这两种类型企业的家族所有权与非控股国有股权的交互效应的异同。③基于中国转型经济的背景,分析在不同的制度环境下,家族所有权与非控股国有股权的交互效应变化。

二、理论分析

家族所有权和非控股国有股权混合的效果主要取决于两个要素:资源配置效果和股东合作效果(见图1)。资源基础理论认为,企业独特的资源是企业持久竞争优势的源泉,而家族股东和国有股东拥有不同性质的资源,两类资源的互补性和配置效果将直接影响企业的绩效。股东关系理论认为,股东的合谋和制衡关系将影响企业未来的发展,而家族股东和国有股东的行为目标和决策模式有较大的差异,两者的合作与冲突同样会影响到企业绩效。正如马连福等^[12]的观点,不同性质股东的交叉融合、沟通合作、相互制衡的情况,在根本上决定了混合所有制企业绩效的优劣。

家族所有权和非控股国有股权的交互效应受到企业内部因素和外部因素的影响。从企业内部看,企业的出身将决定其拥有的资源和其习惯的经营模式,从而进一步影响企业绩效。从企业外部看,制度环境将影响资源的配置方式和股东合作规范,从而影响两类股东混合的效果。

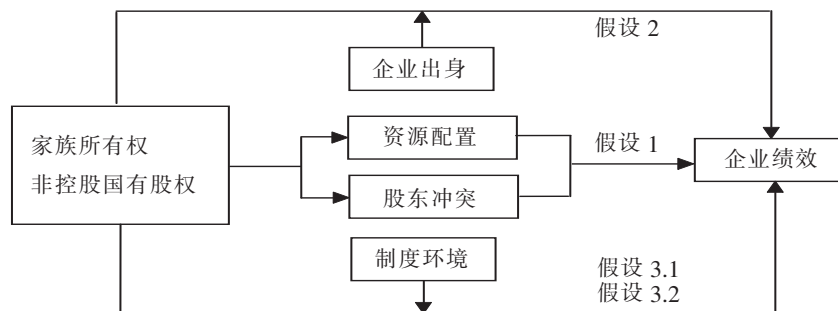


图1 本文的理论分析框架

资料来源:作者绘制。

1. 交互效应的理论分析

(1)从资源配置的视角看,家族所有权与非控股国有股权的共存有互补效应。①基于资源获取的角度,家族所有权可以为企业提供家族内部的人力资源、资金资源和物质资源,非控股国有股权则可以为企业提供家族外部的人力资源、资金资源和物质资源,从而使企业可以掌控更多的资源。例如:国有股权的存在可以使得企业与政府、国有银行之间的关系更加紧密,使公司更容易取得银行贷款^①。②基于资源运用的角度,家族所有权的优势在于经营灵活性高和市场触角灵敏,非控股国有股权的优势在于其可以发挥“承诺信号”作用,为企业争取政策支持和协助企业进入新的行业,两者的合作可以提高资源运用的效率。因此,家族所有权与非控股国有股权可以实现优势互补,两者的共存具有资源配置优势。

(2)从股东冲突的视角看,家族所有权与非控股国有股权的共存有替代效应。①家族所有权与非控股国有股权的目标不一致。家族股东的目标是家族企业的长远发展,国有股东追求的则是政治目标,例如:社会就业和社会稳定。两者目标的差异会导致双方的努力在一定程度上被抵消和被替代。与其他非控股股东不同,非控股国有股权的股东是各级政府,非控股国有股权具备特有的“政治干预”的能力,从而会抵消家族股东为提高企业绩效而采取的措施。②家族企业和国有企业的决策模式同样大相径庭。家族企业习惯于家族式的非正规化管理,国有企业习惯于官僚式的正规化管理,决策模式的差异同样可能导致家族所有权与非控股国有股权的冲突。因此,家族所有权与非控股国有股权的共存具有股东冲突的劣势,从而会给企业绩效带来负面影响。

鉴于家族所有权与非控股国有股权的共存将带来两种相反的效果:资源配置优势和股东冲突劣势,因此其交互效应的最终效果取决于这两种效果的大小。在本文的研究对象中,由于控制性家族股东处于控股地位,非控股国有股权的股权比例比较低,所以非控股国有股权的“政治干预”效应相对较弱。因此,本文预期资源配置优势将会大于股东冲突劣势,最终家族所有权与非控股国有股权的共存会表现出互补效应。基于上述分析,本文提出:

假设1:家族所有权与非控股国有股权的共存有助于提升企业绩效(互补效应)。

2. 不同出身企业的交互效应的比较

(1)相对于民营企业出身的企业,国有企业出身的企业的资源配置优势更大。①国有企业出身的企业可以给企业保留更多的相关资源。例如:保留部分熟悉企业业务和拥有相关人脉关系的人员,保留了相关的物质资产,更了解获取相关政策支持的渠道。②国有企业出身的企业可以给企业带来更多的后续资源。当国有企业出身的国有股权逐渐退出企业时,为发挥剩余的国有股权的“承诺信号”,国有股权股东对企业的后续的支持力度相对来说更大。因此,相对于民营企业出身的企业,国有企业出身的企业可持续获取更多的外部资源。

(2)相对于民营企业出身的企业,国有企业出身的企业的股东冲突劣势更小。对民营企业出身的家族企业来说,其控制性家族往往是创始家族,创始家族对家族企业抱有很深的感情,希望把家族企业打造成“百年老店”。而非控股国有股东作为非控股股东,其经济上的诉求往往是为了追求相对较短时间的投资收益,两者的时间导向和经营理念差异很大。因此,创始家族和非控股国有股东很难形成良好的合作关系。对国有企业出身的家族企业来说,控制性家族通过收购股权等方式掌控企业,由于控制性家族是非创始家族,其对企业经营业务的感情相对较为淡薄,并不热衷于追求企业的长期发展,而是更关注并购活动的投资收益。因此,非创始家族和非控股国有股东的经营理念相对更为接近,发生冲突的概率相对较低。

相对民营企业出身的企业来说,国有企业出身的企业的资源配置优势更大,而股东冲突劣势更

小,因此,国有企业出身的企业的股权混合的互补效应更显著。基于上述分析,本文提出:

假设 2:相对民营企业出身企业来说,国有企业出身企业的家族所有权与非控股国有股权的互补效应更显著。

3. 不同制度环境下的交互效应的比较

(1)相对于制度环境好的地区,制度环境差的地区的资源配置优势更大。在制度环境差的地区,政府在社会资源配置中的地位相对更高,家族企业更愿意寻求政治关联等方面的保护,此时非控股国有股权可以给家族企业带来更多的资金资源、政策资源等。例如:余明桂和潘红波^[13]的实证研究发现,在制度环境差的地区,政治关联可以更好地帮助民营上市公司获得银行贷款。

(2)相对于制度环境好的地区,制度环境差的地区的股东冲突劣势也更大。在制度环境好的地区,其法律制度比较完善,社会信用度同样比较高,因此控制性家族与国有股东可以依据法律和合约进行合作;在制度环境好的地区,政府对企业经营的干预相对较少,减少了国有股权对企业的负面干预效应,降低了两者发生冲突的概率。在制度环境差的地区,其法律制度不健全,控制性家族与国有股东不完全遵守法律和合约,在合作中产生矛盾和冲突的概率大大提高了;在制度环境差的地区,政府经常干预企业的经营行为,政府往往作为国有股权的股东对企业发号施令,更多地发挥国有股权对企业的“政治干预效应”。因此,此时家族股东与非控股国有股东容易发生冲突。

总结而言,相对于制度环境好的地区,制度环境差的地区的资源配置优势更大,但是股东冲突劣势也更大。因此,这两类地区的互补效应的区别可以分为两种情况:当资源配置优势增大的影响力更强时,制度环境差的地区的互补效应更显著;当股东冲突劣势增大的影响力更强时,制度环境差的地区的互补效应更不显著。基于上述分析,本文提出:

假设 3.1:相对于制度环境好的地区,制度环境差的地区的家族所有权与非控股国有股权的互补效应更显著(资源配置优势增大的影响力更强)。

假设 3.2:相对于制度环境差的地区,制度环境好的地区的家族所有权与非控股国有股权的互补效应更显著(股东冲突劣势增大的影响力更强)。

三、研究设计

1. 研究模型

为了验证家族所有权与非控股国有股权的交互效应,本文参考姜付秀和黄继承^[14]、郑志刚和吕秀华^[15]的方法,采取多元回归分析方法,通过分析家族所有权与非控股国有股权的交互项回归系数来判断两者是互补关系还是替代关系。因此,本文建立以下基本模型。

$$CP = \beta_0 + \beta_1 \times FO + \beta_2 \times SO + \beta_3 \times (FO \times SO) + \alpha_i \times X_i + \varepsilon$$

CP 表示企业绩效, FO 表示家族所有权, SO 表示非控股国有股权, X_i 表示控制变量。

要判断家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应,应该看交互项回归系数 β_3 的符号。若交互项回归系数为正,则一个变量的边际效应随着另一变量的增加而递增,因此两者之间存在一种互补关系;反之,若交互项回归系数为负,则一个变量的边际效应随着另一变量的增加而递减,因此两者之间存在一种互替关系^[15]。当模型的 $FO \times SO$ 的系数 β_3 显著为正时,说明家族所有权与非控股国有股权对企业绩效发挥互补效应;当模型的 $FO \times SO$ 的系数 β_3 显著为负时,说明家族所有权与非控股国有股权对企业绩效发挥替代效应。

2. 样本选取

国泰安数据库提供了民营上市公司的代码,在此基础上,参考贺小刚等^[16,17]的方法,本文以民营

上市公司年报为数据主要来源,并从招股说明书、上市公告书和搜索引擎获取补充资料,通过手工收集获得了以下数据:家族所有权比例、非控股国有股权比例、家族控制方式、家族成员是否参与管理。具体的手工收集方法如下文所示。在剔除了数据不全的样本后,本文手工收集了中国 2007—2011 年 4049 个民营上市公司样本。

3. 变量定义

变量定义如表 1 所示。

(1)因变量的衡量。衡量因变量企业绩效的指标有两个:总资产净利率和资产报酬率。参考陆挺和刘小玄^[18]的方法,本文采用总资产净利率代表企业绩效。参考陈冬华等^[19]的方法,本文采用资产报酬率来代表企业绩效,企业绩效的数据来源于国泰安数据库。

(2)自变量的衡量。自变量家族所有权的计算思路如下。①本文要判断民营上市公司的最终控制者是不是家族。家族企业的定义是研究的难点问题^[20],参考贺小刚等^[16]的方法,本文对控制性家族的判定标准有两条:最终控制者能追踪到自然人或家族;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。②本文需要计算控制性家族对上市公司的所有权。以往很多研究选择上市公司第一大股东持股比例来衡量所有权,然而在采用金字塔结构的情况下,该变量只是控制链上的最后一环,不能真实地测量家族所有权比率^[21]。因此,参考王明琳等^[21]和 Claessens et al.^[22]的方法,本文的家族所有权是指控制性家族持有的终极所有权比例。通过查阅上市公司年报的“控制链图”,可以获取和计算上述数据。

自变量非控股国有股权的计算思路如下。为了保证非控股国有股权对企业的影响力,参考 Liao and Young^[9]和马连福等^[12]的方法,在民营上市公司的十大股东中寻找非控股国有股东。本文在国泰安数据库的“十大股东”数据的基础上,通过手工收集的方法,将民营上市公司十大股东中的非控股国有股权比例相加,可得到一家民营上市公司的非控股国有股权比例。

表 1 变量定义

	名称	符号	定义
因变量	总资产净利率	ROA_1	净利润/总资产平均余额
	资产报酬率	ROA_2	(利润总额+财务费用)/平均资产总额
自变量	家族所有权	FO	控制性家族持有的终极所有权比例
	非控股国有股权	SO	非控股国有股东持有的股权比例
分类变量	企业出身	BE	创立时国有企业出身和创立时民营企业出身
	制度环境	IE	所在地区的市场化指数高于中位数为好,否则为差
控制变量	资产负债率	DA	总负债/总资产
	固定资产比率	MA	企业固定资产净值/总资产
	净利润增长率	NP	(本期净利润-上期净利润)/上期净利润
	规模	AT	公司总资产的自然对数
	行业	IY	行业代码
	年份	YR	年份代码

资料来源:作者整理。

(3)分类变量的衡量。分类比较研究的变量有两个:企业出身和制度环境。由家族所有权和非控股国有股权组成的民营上市公司有两类不同的出身:第一类是国有企业的绝大部分民营化后形成的,即国有企业出身;第二类是民营企业部分国有化后形成的,即民营企业出身。因此,有必要比较

这两类不同出身的企业的混合所有制股权结构的治理效应。制度环境数据来源于樊纲等^[23]编制的市场化水平指数。如果企业所在地区的市场化指数高于当年数据的中位数,定义为制度环境好的地区,否则定义为制度环境差的地区。樊纲等^[23]编制的市场化水平指数更新较慢,目前该指数的数据截止到2009年。中国共产党第十八次全国代表大会于2012年召开,高层领导人进行了更替,实施了一系列新的政策,对政企关系、法制环境等必然产生重大的影响,然而樊纲等^[23]编制的市场化指数没有更新。为避免影响研究结果,本文把样本数据时间截止到2011年。2007—2009年的数据直接采用樊纲等^[23]编制的市场化指数,2010—2011年的数据采用两种方法进行调整:①参考马连福等^[12]的方法,用2009年数据替代;②用该地区2007—2009年数据的平均值替代。这两种方法对制度环境好或者差的地区的判断结果是一致的。

(4)控制变量的衡量。参考以往研究家族企业绩效的文献所设置的控制变量,本文的控制变量包括:①公司债务。Mehrotra et al.^[24]指出公司债务会影响家族企业绩效,本文选用了资产负债率指标。②资产结构。Anderson and Reeb^[3]指出资产结构会影响家族企业绩效,本文选用了固定资产比率指标。③盈利增长能力。Anderson and Reeb^[3]指出企业成长机会将影响企业绩效,本文选用了净利润增长率衡量公司盈利增长能力。④公司规模。参考Anderson and Reeb^[3]和Mehrotra et al.^[24]的方法,本文采用公司总资产的自然对数衡量公司规模。⑤年度和行业。为控制宏观经济和行业景气度对企业绩效的影响,本文采用年度哑变量和行业哑变量作为控制变量。

四、实证研究

1. 描述性统计分析

从企业绩效指标的描述性统计分析可以发现(见表2):①国有企业出身的绩效低于民营企业出身的绩效。国有企业出身的总资产净利率(ROA_1)的均值为2.2081%,低于民营企业出身的总资产净利率(ROA_1)的均值7.1301%;国有企业出身的资产报酬率(ROA_2)的均值为5.4843%,低于民营企业出身的资产报酬率(ROA_2)的均值9.2802%。②在制度环境好的地区,民营上市公司的绩效高于制度环境差地区的绩效。在制度环境好的地区,总资产净利率的均值为5.9608%,高于制度环境差的地区的均值3.6741%。在制度环境好的地区,资产报酬率的均值为8.4400%,高于制度环境差的地区的均值6.1975%。

从股权结构的描述性统计分析可知:①与民营企业出身相比,国有企业出身的家族所有权比例较低,国有股权的比例较高。国有企业出身的家族所有权比例均值为18.6982%,低于民营企业出身的32.2610%;国有企业出身的国有股权比例均值为1.8752%,高于民营企业出身的0.9353%。②与制度环境差的地区相比,制度环境好的地区的家族所有权比例较高,国有股权的比例较低。制度环境好的地区的家族所有权比例均值为29.5175%,高于制度环境差的地区的21.3745%;制度环境好

表2 主要变量的描述性统计

变量	全体样本		国有企业出身		民营企业出身		制度环境好		制度环境差	
	均值(%)	标准差	均值(%)	标准差	均值(%)	标准差	均值(%)	标准差	均值(%)	标准差
ROA_1	5.6978	17.2963	2.2081	28.2302	7.1301	9.3852	5.9608	18.2572	3.6741	15.4198
ROA_2	8.1760	16.9701	5.4843	27.3281	9.2802	9.7843	8.4400	17.9310	6.1975	15.3669
FO	28.3148	18.4594	18.6982	14.6063	32.2610	18.4281	29.5175	18.2564	21.3745	17.2777
SO	1.2082	4.2882	1.8752	5.4114	0.9353	3.6973	1.1709	4.2372	1.5020	4.6817
样本数	4049		1178		2871		3449		600	

资料来源:作者计算整理。

的地區的國有股權比例均值為 1.1709%, 低於制度環境差的地區的 1.5020%。

2. 全體樣本的回歸分析結果

全體民營上市公司樣本的回歸結果如表 3 所示。家族所有權與企業績效顯著正相關, 非控股國有股權同樣與企業績效顯著正相關(如第 1 列和第 3 列所示)。這說明在民營上市公司中, 不管是家族所有權還是非控股國有股權, 均有助於提升企業績效。

家族所有權與非控股國有股權的交互項和總資產淨利率顯著正相關, 家族所有權與非控股國有股權的交互項和資產報酬率同樣顯著正相關(如第 2 列和第 4 列所示)。這表明家族所有權與非控股國有股權對企業的影響表現為互補效應, 當家族所有權和非控股國有股權存在於同一企業時, 更有助於提高企業績效。假設 1 得到了證實。

表 3 總體回歸分析結果

變量	總資產淨利率		資產報酬率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>FO</i>	0.0480*** (2.8851)	0.0186 (1.0952)	0.0469*** (2.6950)	0.0159 (0.8955)
<i>SO</i>	0.0876*** (5.2957)	-0.0088*** (-3.0088)	0.0883*** (5.1076)	-0.0972*** (-3.1629)
<i>FO×SO</i>		0.2207*** (7.2206)		0.2325*** (7.2791)
<i>DA</i>	-0.4466*** (-27.1804)	-0.4868*** (-28.2588)	-0.3483*** (-20.2838)	-0.3907*** (-21.7020)
<i>MA</i>	-0.0269* (-1.6603)	-0.0289* (-1.7922)	-0.0082 (-0.4849)	-0.0102 (-0.6087)
<i>NP</i>	0.1007*** (6.3843)	0.1012*** (6.4653)	0.1087*** (6.5894)	0.1092*** (6.6731)
<i>AT</i>	0.0341** (2.1259)	0.0291* (1.8246)	0.0462*** (2.7503)	0.0408** (2.4512)
<i>IY</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制
調整後 R ²	0.2052	0.2176	0.1317	0.1455
F 值	105.2123***	100.7998***	62.2270***	62.0928***
樣本數	4049	4049	4049	4049

注: 本表的係數為標準化係數, 括號內為 t 檢驗值, *** 表示在 1% 水平下顯著, ** 表示在 5% 水平下顯著, * 表示在 10% 水平下顯著。

資料來源: 作者運用 Stata 軟件計算整理。

3. 不同企業出身樣本的實證結果

民營上市公司的企業出身可以區分為兩種類型: 國有企業出身和民營企業出身。不同企業出身樣本的回歸分析結果如表 4 所示。在國有企業出身的樣本中, 家族所有權與非控股國有股權的交互項和總資產淨利率顯著正相關, 家族所有權與非控股國有股權的交互項和資產報酬率同樣顯著正相關(如第 2 列和第 4 列所示)。這表明對於國有企業出身的樣本而言, 家族所有權與非控股國有股權對企業績效的影響表現為顯著的互補效應。在民營企業出身的樣本中, 家族所有權與非控股國有股權的交互項和總資產淨利率的關係沒有通過顯著性檢驗, 家族所有權與非控股國有股權的交互

项和资产报酬率的关系同样没有通过显著性检验(如第 6 列和第 8 列所示)。这表明对于民营企业出身的样本而言,家族所有权与非控股国有股权对企业绩效没有显著的交互效应。

从企业内部的视角来看,本文的实证结果显示:家族所有权与非控股国有股权的互补效应只在国有企业出身的样本中显著,在民营企业出身的样本中不显著。该实证结果证实了假设 2,表明相对民营企业出身企业来说,国有企业出身企业的互补效应更显著。

表 4 不同企业出身样本的回归分析结果

变量	国有企业出身样本				民营企业出身样本			
	总资产净利率		资产报酬率		总资产净利率		资产报酬率	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>FO</i>	0.0078 (0.2636)	-0.0678** (-2.2815)	0.0134 (0.4322)	-0.0665** (-2.1326)	0.0803*** (3.7599)	0.0827*** (3.7870)	0.0750*** (3.4491)	0.0769*** (3.4582)
<i>SO</i>	0.1129*** (3.6386)	-0.2485*** (-4.9013)	0.1188*** (3.6497)	-0.2629*** (-4.9472)	0.0523*** (2.5617)	0.0711* (1.7344)	0.0408** (1.9644)	0.0557 (1.3340)
<i>FO×SO</i>		0.5048*** (8.8177)		0.5331*** (8.8845)		-0.0214 (-0.5301)		-0.0169 (-0.4110)
<i>DA</i>	-0.4941*** (-16.1718)	-0.6561*** (-18.9327)	-0.4009*** (-12.5260)	-0.5721*** (-15.7523)	-0.1280*** (-6.2262)	-0.1292*** (-6.2449)	-0.0413** (-1.9738)	-0.0423** (-2.0076)
<i>MA</i>	0.0062 (0.2190)	-0.0043 (-0.1532)	0.0175 (0.5701)	0.0061 (0.2090)	-0.1289*** (-6.1776)	-0.1286*** (-6.1627)	-0.0804*** (-3.7830)	-0.0802*** (-3.7717)
<i>NP</i>	0.0844*** (2.9453)	0.0870*** (3.1861)	0.0924*** (3.0902)	0.0963*** (3.3401)	0.2076*** (10.3166)	0.2077*** (10.3181)	0.2028*** (9.8973)	0.2029*** (9.8979)
<i>AT</i>	0.0552* (1.8441)	0.0423 (1.4530)	0.0596* (1.9046)	0.0465 (1.5141)	0.0079 (0.3915)	0.0083 (0.4095)	0.0345* (1.6707)	0.0348* (1.6836)
<i>IY</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.2352	0.2924	0.1590	0.2227	0.0958	0.0955	0.0622	0.0618
F 值	37.8287***	44.9812***	23.6350***	31.5028***	31.0579***	27.6295***	19.8071***	17.6186***
样本数	1178	1178	1178	1178	2871	2871	2871	2871

注:本表的系数为标准化系数,括号内为 t 检验值,*** 表示在 1% 水平下显著,** 表示在 5% 水平下显著,* 表示在 10% 水平下显著。

资料来源:作者运用 Stata 软件计算整理。

4. 不同制度环境样本的实证结果

依据樊纲等^[23]编制的市场化水平指数,民营上市公司所在的地区可以区分为两种类型:制度环境好的地区和制度环境差的地区。不同制度环境样本的回归分析结果如表 5 所示。在制度环境好的地区的样本中,家族所有权与非控股国有股权的交互项和总资产净利率显著正相关,家族所有权与非控股国有股权的交互项和资产报酬率也显著正相关(如第 2 列和第 4 列所示)。表明在制度环境好的地区,家族所有权与非控股国有股权对企业绩效有互补效应。在制度环境差的地区的样本中,家族所有权与非控股国有股权的交互项和总资产净利率的关系没有通过显著性检验,家族所有权与非控股国有股权的交互项和资产报酬率的关系同样没有通过显著性检验(如第 6 列和第 8 列所示)。这表明在制度环境差的地区,家族所有权与非控股国有股权对企业绩效没有显著的互补效应。

从企业外部的视角看,本文的实证结果显示:家族所有权与非控股国有股权的互补效应只在制

度环境好的地区的样本中显著,在制度环境差的地区的样本中不显著。实证结果证实了假设 3.2,没有证实假设 3.1,说明相对于制度环境差的地区,制度环境好的地区的家族所有权与非控股国有股权的互补效应更显著。

表 5 不同制度环境样本的回归分析结果

变量	制度环境好的地区				制度环境差的地区			
	总资产净利率		资产报酬率		总资产净利率		资产报酬率	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>FO</i>	0.0438** (2.4671)	0.0063 (0.3480)	0.0409** (2.1948)	0.0023 (0.1201)	0.0787* (1.6588)	0.0945* (1.9577)	0.0939** (1.9641)	0.1057*** (2.1688)
<i>SO</i>	0.0844*** (4.7743)	-0.1293*** (-4.1744)	0.0885*** (4.7749)	-0.1314*** (-4.0416)	0.0436 (0.8914)	0.2181* (1.8817)	0.0162 (0.3292)	0.1463 (1.2502)
<i>FO×SO</i>		0.2703*** (8.3525)		0.2782*** (8.1905)		-0.1850 (-1.5599)		-0.1377 (-1.2255)
<i>DA</i>	-0.4695*** (-26.7898)	-0.5239*** (-28.3255)	-0.3696*** (-20.1049)	-0.4257*** (-21.9257)	-0.0693 (-1.3993)	-0.0840* (-1.6738)	-0.0085 (-0.1699)	-0.0195 (-0.3843)
<i>MA</i>	-0.0217 (-1.2542)	-0.0256 (-1.4993)	-0.0111 (-0.0592)	-0.0051 (-0.2855)	-0.1326*** (-2.7669)	-0.1326*** (-2.7732)	-0.1074** (-2.2235)	-0.1075** (-2.2254)
<i>NP</i>	0.0999*** (5.9291)	0.0998*** (5.9972)	0.1092*** (6.1768)	0.1091*** (6.2451)	0.1491*** (3.3063)	0.1481*** (3.2895)	0.1482*** (3.2589)	0.1474*** (3.2435)
<i>AT</i>	0.0271 (1.5893)	0.0207 (1.2195)	0.0374** (2.0798)	0.0306* (1.7221)	0.1035*** (2.1811)	0.1044** (2.2028)	0.1170** (2.4438)	0.1176** (2.4580)
<i>IY</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.2219	0.2409	0.1436	0.1637	0.0855	0.0890	0.0701	0.0711
F 值	99.5470***	98.4455***	58.9520***	61.1121***	6.4250***	6.0392***	5.3740***	4.9490***
样本数	3449	3449	3449	3449	600	600	600	600

注:本表的系数为标准化系数,括号内为 t 检验值,*** 表示在 1%水平下显著,** 表示在 5%水平下显著,* 表示在 10%水平下显著。

资料来源:作者运用 Stata 软件计算整理。

5. 稳健性检验^①

(1)内生性讨论。前面的实证研究证实了家族所有权和非控股国有股权的共存有助于提高企业绩效。但是,家族所有权、非控股国有股权和企业绩效之间可能存在两两内生性关系。一方面,企业的业绩越好,家族控股股东和国有股东可能更有动机持有更多的企业股份;另一方面,在同一个企业里,家族所有权和非控股国有股权也可能存在“此消彼长”的内在关系。为了控制变量之间的内生性,参考姜付秀和黄继承^[4]的方法,本文建立了包括企业绩效、家族所有权和非控股国有股权的联立方程模型,并采用三阶段最小二乘法(3SLS)进行估计。研究结果显示,在应用三阶段最小二乘法(3SLS)控制内生性后,依然支持了本文的全部结论。

① 限于篇幅,本文没有报告稳健性检验的实证结果。如有需要,可向作者索取。

(2)更换因变量。本文把因变量换成净资产收益率(*ROE*)进行实证研究,研究结果同样支持了本文的全部结论。

(3)更换制度环境等级划分标准。马连福等^[2]以当年市场化指数的平均值作为划分制度环境等级的标准,参考这种方法,本文同样以市场化指数的平均值作为标准重新划分制度环境好的地区和制度环境差的地区。实证分析的结果与本文主体部分的研究结论一致。

(4)更换样本年份。为了提高数据的时效性,本文把样本数据扩充到2013年,采用2007—2013年的样本数据进行实证分析,研究结果支持了家族所有权和非控股国有股权的互补效应。

五、进一步的研究

本文将从家族涉入的角度展开进一步的分析。家族可以从不同的维度涉入企业^[25],不仅家族所有权会影响家族企业绩效,家族控制方式和管理模式同样会影响家族企业绩效^[2]。本文将进一步研究:家族的不同控制方式和非控股国有股权对企业绩效的交互效应;家族企业的不同管理模式和非控股国有股权对企业绩效的交互效应。

本文还将从研究方法的角度展开进一步的分析。前面的实证研究是静态研究,主要考察企业的家族所有权和非控股国有股权的存量对企业绩效的影响。由于中国的经济转型是一个渐进过程,因此需要进一步展开动态研究,探讨在这个渐进过程中家族所有权比例和非控股国有股权比例的同时变动对企业绩效的影响。

1. 家族涉入方式与非控股国有股权的交互效应

(1)家族控制方式影响的全样本分析。依据控制性家族对上市公司的控制链条,可以把民营上市公司样本区分为三类:家族直接控制、家族间接控制和非家族控制上市公司。家族直接控制(*DC*)是指控制性家族(包括自然人,下同)直接担任家族上市公司大股东,控制性家族并没有通过其他企业来控制家族上市公司。当家族直接控制上市公司时, $DC=1$;否则 $DC=0$ 。家族间接控制(*IC*)是指控制性家族运用金字塔结构等方式,通过控制其他企业来控制家族上市公司。当家族间接控制上市公司时, $IC=1$;否则 $IC=0$ 。本部分的实证研究结果如表6所示。

家族直接控制(*DC*)与非控股国有股权的交互项和总资产净利率显著负相关,家族直接控制与非控股国有股权的交互项和资产报酬率同样显著负相关(如第2列和第4列所示)。这表明家族直接控制与非控股国有股权对企业绩效的影响表现为替代效应。家族间接控制(*IC*)与非控股国有股权的交互项和总资产净利率显著正相关,家族间接控制与非控股国有股权的交互项和资产报酬率同样显著正相关(如第6列和第8列所示)。这表明家族间接控制与非控股国有股权对企业绩效的影响表现为互补效应。

(2)家族企业管理模式影响的全样本分析。依据控制性家族成员是否担任企业的主要高层管理人员,可以把民营上市公司样本区分为三类:家族管理模式、专业管理模式和非家族控制上市公司。家族管理模式(*FM*)是指控制性家族成员担任家族上市公司的董事长或者总经理,此时 $FM=1$,否则 $FM=0$ 。参考贺小刚等^[27]的方法,家族管理模式的数据通过手工收集而得。之前的样本已确定企业的控制性家族,在此基础上,本文通过两个渠道判断是否由家族成员担任董事长或者总经理:①通过查看年报、招股说明书和上市公告书披露的亲属关系而确定;②由于亲属关系不是强制披露事项,本文进一步通过网络搜索、查看公司网站等方式确定董事长或者总经理是不是家族成员。专业管理模式(*PM*)是指由职业经理人担任家族上市公司的董事长和总经理,此时 $PM=1$,否则 $PM=0$ 。实证研究结果如表7所示。

表 6 家族控制方式与非控股国有股权交互效应的全样本分析

变量	家族直接控制与非控股国有股权的交互效应				家族间接控制与非控股国有股权的交互效应			
	总资产净利率		资产报酬率		总资产净利率		资产报酬率	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
DC	0.0362*** (2.2130)	0.0435*** (2.5996)	0.0284* (1.6620)	0.0362** (2.0697)				
IC					-0.0353** (-2.2135)	-0.0489*** (-2.9830)	-0.0268* (-1.6710)	-0.0415** (-2.4222)
SO	0.0861*** (5.2182)	0.0984*** (5.6180)	0.0863*** (5.0041)	0.0994*** (5.4316)	0.0856*** (5.1949)	-0.0361 (-0.9171)	0.0859*** (4.9854)	-0.0450 (-1.0940)
DC×SO		-0.0353** (-2.0845)		-0.0377** (-2.1291)				
IC×SO						0.1362*** (3.4043)		0.1464*** (3.5027)
DA	-0.4415*** (-26.8973)	-0.4452*** (-26.9917)	-0.3433*** (-20.0221)	-0.3472*** (-20.1423)	-0.4413*** (-26.8928)	-0.4482*** (-27.1429)	-0.3432*** (-20.0121)	-0.3501*** (-20.3132)
MA	-0.0332** (-2.0833)	-0.0321** (-2.0390)	-0.0153 (-0.9224)	-0.0151 (-0.8762)	-0.0340** (-2.1573)	-0.0343** (-2.1292)	-0.0163 (-0.9780)	-0.0162 (-0.9470)
NP	0.1021*** (6.4913)	0.1024*** (6.5043)	0.1102*** (6.6720)	0.1103*** (6.6852)	0.1024*** (6.4901)	0.1023*** (6.5160)	0.1103*** (6.6702)	0.1102*** (6.6971)
AT	0.0353** (2.1740)	0.0361** (2.2240)	0.0462*** (2.7061)	0.0471*** (2.7582)	0.0342** (2.0781)	0.0354** (2.1782)	0.0441*** (2.6362)	0.0460*** (2.7404)
IY	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.2017	0.2025	0.1278	0.1288	0.2017	0.2042	0.1278	0.1308
F 值	104.0905***	93.1027***	60.8038***	54.6101***	104.0908***	94.1137***	60.7799***	55.5767***
样本数	4049	4049	4049	4049	4049	4049	4049	4049

注:本表的系数为标准化系数,括号内为 t 检验值,*** 表示在 1%水平下显著,** 表示在 5%水平下显著,* 表示在 10%水平下显著。

资料来源:作者运用 Stata 软件计算整理。

家族管理模式(FM)与非控股国有股权的交互项和总资产净利率显著负相关,家族管理模式与非控股国有股权的交互项和资产报酬率同样显著负相关(如第 2 列和第 4 列所示)。这表明家族管理模式与非控股国有股权对企业的影响表现为替代效应。专业管理模式(PM)与非控股国有股权的交互项和总资产净利率显著正相关,专业管理模式与非控股国有股权的交互项和资产报酬率同样显著正相关(如第 6 列和第 8 列所示)。这表明专业管理模式与非控股国有股权对企业的影响表现为互补效应。

基于家族涉入视角的实证结果表明:企业的家族化色彩将会影响家族企业引进非控股国有股权的效果。当家族企业的家族化色彩比较弱时,引进非控股国有股权将对企业绩效发挥正面效应;当家族企业的家族化色彩比较浓时,引进非控股国有股权将对企业绩效发挥负面效应。其原因在于,家族企业是“家族”和“企业”的统一体。当企业的家族化程度很高时,家族将直接参与到企业的经营和管理,其决策模式倾向于家族化的非正规管理,没有完全按照现代企业制度经营企业。这与

表 7 家族企业管理模式与非控股国有股权交互效应的全样本分析

变量	家族管理模式与非控股国有股权的交互效应				专业管理模式与非控股国有股权的交互效应			
	总资产净利率		资产报酬率		总资产净利率		资产报酬率	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>FM</i>	0.0395** (2.4623)	0.0563*** (3.4190)	0.0321* (1.9203)	0.0509*** (2.9519)				
<i>PM</i>					-0.0430*** (-2.7114)	-0.0655*** (-4.0217)	-0.0342** (-2.0635)	-0.0591*** (-3.4700)
<i>SO</i>	0.0857*** (5.1984)	0.1598*** (6.6095)	0.0860*** (4.9917)	0.1680*** (6.6466)	0.0855*** (5.1882)	0.0145 (0.6964)	0.0858*** (4.9825)	0.0075 (0.3439)
<i>FM</i> × <i>SO</i>		-0.0975*** (-4.1815)		-0.1077*** (-4.4226)				
<i>PM</i> × <i>SO</i>						0.1223*** (5.5623)		0.1349*** (5.8743)
<i>DA</i>	-0.4413*** (-26.9108)	-0.4573*** (-27.2243)	-0.3433*** (-20.0229)	-0.3613*** (-20.5529)	-0.4413*** (-26.8412)	-0.4653*** (-27.4837)	-0.3433*** (-19.9742)	-0.3701*** (-20.9123)
<i>MA</i>	-0.0321** (-2.2042)	-0.0314** (-1.9772)	-0.0154 (-0.8722)	-0.0140 (-0.8204)	-0.0343** (-2.1220)	-0.0340** (-2.1513)	-0.0162 (-0.9491)	-0.0161 (-0.9743)
<i>NP</i>	0.1012*** (6.4551)	0.1022*** (6.4801)	0.1093*** (6.6441)	0.1091*** (6.6730)	0.1011*** (6.4532)	0.1021*** (6.5104)	0.1091*** (6.6435)	0.1102*** (6.7051)
<i>AT</i>	0.0294* (1.8330)	0.0280* (1.7252)	0.0062** (2.4690)	0.0393** (2.3562)	0.0270* (1.6782)	0.0243 (1.4762)	0.0391** (2.3492)	0.0360** (2.1402)
<i>IY</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.2019	0.2060	0.1281	0.1330	0.2023	0.2095	0.1282	0.1371
F 值	104.2732***	95.0991***	60.9367***	56.6478***	104.4751***	97.1581***	61.0186***	58.6308***
样本数	4049	4049	4049	4049	4049	4049	4049	4049

注:本表的系数为标准化系数,括号内为 t 检验值,***表示在 1%水平下显著,**表示在 5%水平下显著,*表示在 10%水平下显著。

资料来源:作者运用 Stata 软件计算整理。

国有股东的行政化的正规管理差异较大,决策模式的差异容易导致家族股东和国有股东的合作出现问题。当企业的家族化程度很低时,企业更多地按照现代企业制度运营,控制性家族不会直接干预企业的经营和管理,家族股东和国有股东的合作将在相关法律和合约的框架下展开,决策模式的趋同降低了两者的冲突的概率,提高了两者的合作效果。

2. 动态研究

本部分将从动态的角度展开研究,分析家族所有权和国有股权比例同时变动对公司业绩的影响。在现有样本的基础上,通过求差分的方法可得到各个企业每年的家族所有权和国有股权的变动比例,共收集了 2764 个样本。由于股权变动的方向有两个:股权增加和股权减少,为了研究两类股权的共同变动对企业绩效的影响,本文依据股权变动的方向,把两类股权同时变动的样本区分为四类(如图 2 所示)。

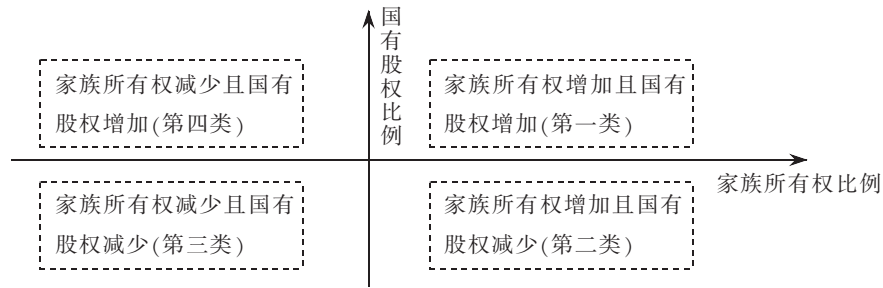


图 2 股权变动的类型

资料来源:作者绘制。

第一种类型(TY_1)指家族所有权和非控股国有股权同时增加(“国进民进”)。第二种类型(TY_2)指家族所有权增加但是非控股国有股权减少(“国退民进”)。第三种类型(TY_3)指家族所有权和非控股国有股权同时减少(“国退民退”)。第四种类型(TY_4)指家族所有权减少但是非控股国有股权增加(“国进民退”)。

为了验证不同的股权变动类型对企业绩效影响的动态效果,本文构建以下模型。

$$CP = \beta_0 + \beta_1 \times TY_1 + \beta_2 \times TY_2 + \beta_3 \times TY_3 + \beta_4 \times TY_4 + \alpha_i \times X_i + \varepsilon$$

因变量为企业绩效。为了检验股权变动的动态效果,该模型的公司业绩同时采用会计业绩和市场业绩表示。因为市场业绩更能够反映公司未来的发展前景,也更能够反映公司股东的收益。会计业绩采用总资产净利润率和资产报酬率表示,市场业绩采用托宾 Q 表示。自变量为前述的四种股权变动类型,用虚拟变量表示。例如:当家族所有权和非控股国有股权同时增加时, $TY_1=1$,否则 $TY_1=0$ 。控制变量 X_i 与本文的基本模型一致。

动态研究的实证结果如表 8 所示。第一类、第三类和第四类股权变动类型与企业绩效的关系不显著。第二类股权变动类型与总资产净利润率、资产报酬率和托宾 Q 均显著正相关,这说明当家族所有权增加且非控股国有股权减少时,有利于提高企业绩效。动态研究的结果意味着:与其他三类股权变动类型相比,第二类股权变动类型更能改善企业绩效。

六、结论

混合股权结构的治理效应受到了各方关注,而本文主要关注的是家族所有权和非控股国有股权混合的交互效应。研究结果显示:①对全体样本来看,家族所有权和非控股国有股权的混合可以提升企业绩效。然而,进一步的分类研究发现:家族所有权和非控股国有股权的简单混合并不能改善企业绩效,需要相应的配套条件。从企业内部视角看,只有在国有企业出身的样本中,家族所有权和非控股国有股权的互补效应才显著,说明此时混合股权结构才可以带来更多的资源和降低股东冲突概率。从企业外部视角看,只有在制度环境好的地区,家族所有权和非控股国有股权的共存才有助于改善企业绩效,说明推进混合所有制改革需要与地区的市场化改革相互配合。②家族涉入的不同方式和非控股国有股权会产生不同的交互效应,企业的家族化色彩越强,两者混合的效果越差。相对于家族间接控制,家族直接控制与非控股国有股权的共存会降低企业绩效。相对于专业管理模式,家族管理模式与非控股国有股权的共存会降低企业绩效。③依据家族所有权和国有股权比例的变动方向,可以把股权变动分为四种类型。相对于其他三种类型,非国有资本控股企业的股权结构的“国退民进”可以显著改善企业绩效。

表 8 动态研究的回归结果

变量	总资产净利率	资产报酬率	托宾 Q
	(1)	(2)	(3)
TY_1	-0.0051 (-0.3300)	0.0000 (-0.0182)	-0.0042 (-0.2723)
TY_2	0.0302* (1.8820)	0.0312* (1.8521)	0.0471*** (2.8804)
TY_3	-0.0042 (-0.2204)	-0.0033 (-0.1574)	-0.0113 (-0.6701)
TY_4	0.0192 (1.2031)	0.0220 (1.3032)	0.0000 (0.0303)
DA	-0.5870*** (-36.0991)	-0.5293*** (-31.0341)	0.3640*** (21.9591)
MA	-0.0143 (-0.8792)	0.0052 (0.2862)	-0.0482*** (-2.8943)
NP	0.0830*** (5.0973)	0.0904*** (5.3091)	0.0142 (0.8164)
AT	0.0190 (1.1252)	0.0292* (1.7051)	-0.4032*** (-23.9432)
IY	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.3533	0.2904	0.3313
F 值	137.0421***	102.8172***	123.3751***
样本数	2764	2764	2764

注:本表的系数为标准化系数,括号内为 t 检验值,*** 表示在 1%水平下显著,** 表示在 5%水平下显著,* 表示在 10%水平下显著。

资料来源:作者运用 Stata 软件计算整理。

为了促使家族股权和国有股权的融合,家族企业需要在制度层面和文化层面进行转变。①家族企业应该通过构建现代公司治理体制,突破家族藩篱。随着家族企业的成长和壮大,家族企业必然需要引进其他社会资本。当家族资本与国有资本融合时,企业的公司治理结构应该逐步淡化家族色彩,由家族直接控制转化为家族间接控制,由家族管理模式转化为专业管理模式。通过完善股东大会、董事会和监事会等治理结构,为家族股东和国有股东共同参与企业运营提供平台,避免家族股东“一言堂”现象,促使不同性质的股权的有效融合。②家族企业应该培育开放和包容的企业文化。控制性家族对国有股东应该持开放的态度,弱化原来封闭式的家族文化,从“关系导向”文化转变为“制度导向”文化,从“家长式领导”文化转变为“协商式领导”文化,从“差序格局”文化转变为“平等对待”文化,从而充分调动各类所有者的积极性。

政府应该合理界定非控股国有股权的角色定位、行为准则和监管思路。本文发现,家族所有权和非控股国有股权的互补效应只是在制度环境好的地区的样本中显著。当前,不少家族式民营企业对混合所有制改革心存疑虑,担心政府干预的“有形之手”损害企业的利益,本文的研究结论证实这种担心不无道理,应该予以重视。①弱化非控股国有股权的政治目标和社会目标,强化其经济目标。与控股的国有股权不同,非控股国有股权并不是处于影响国计民生的行业,政府可以减轻甚至免除

非控股国有股权的政策性负担,从而降低政府干预企业的动机,减少政府对非公有资本控股的混合所有制企业的直接行政干预。②运用市场规则规范非控股国有股权的经营行为。各类所有者都应该在法律框架下依据市场规则开展经营活动,因此非控股国有股权与其他性质的所有权的地位平等,必须在公司治理框架下合理行使权力。③推行分类监管,建立专门针对非控股国有股权的监管权力清单和责任清单。科学界定国有资产出资人监管非控股国有股权的行为边界,从而切断政府通过非控股国有股权干预企业的途径,用法律保障和制度保障打消家族企业的疑虑,让它们有信心进入国有企业 and 引进国有股权。

股权的混合应该遵循审慎推进的原则。基于动态研究视角的实证结果显示:当民营控股企业的家族所有权比例增加且非控股国有股权比例减少时,有助于提高企业绩效。上述结论可以得出两点启示:①为提高“已经混合”企业的资本运行效率,可以持续调整股权结构。混合所有制改革是一个动态的演进过程,不可能一蹴而就,非公有资本控股的混合所有制企业也可进一步推进国有股权的民营化进程。②混合所有制改革应该采取渐进式改革的方式。混合所有制改革不应设时间表,而是采用“先试点,后推行”的方式逐步推进国有股权的稀释和减持,这样既可以保持企业的相对稳定,又有助于国有股东和民营股东积累相互合作的经验。

[参考文献]

- [1]陆瑶,何平,吴边.非控股国有股权、投资效率与公司业绩[J].清华大学学报(自然科学版),2011,(4):513-520.
- [2]Villalonga, B., and R. Amit. How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value[J]. *Journal of Finance Economics*, 2006,(80):385-417.
- [3]Anderson, R. C., and D. M. Reeb. Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500[J]. *Journal of Finance*, 2003,58(3):1301-1328.
- [4]李春琦.影响我国家族企业绩效的经验证据——基于对家族上市公司控股比例和规模的考察[J].统计研究,2005,(11):55-58.
- [5]Jaskiewicz, P., V. Gonzalez, S. Menendez, and D. Schiereck. Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-owned Businesses[J]. *Family Business Review*, 2005,18(3):179-202.
- [6]Miller, D., I. L. Breton-Miller, R. H. Lester, and A. A. Cannella. Are Family Firms Really Superior Performers[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007,(13):829-858.
- [7]Wu, H. Can Minority State Ownership Influence Firm Value? Universal and Contingency Views of Its Governance Effects[J]. *Journal of Business Research*, 2011,(64):839-845.
- [8]Fan, P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. Politically-connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. *Journal of Finance Economics*, 2007,(84):330-357.
- [9]Liao, J., and M. Young. The Impact of Residual Government Ownership in Privatized Firms: New Evidence from China[J]. *Emerging Markets Review*, 2012,(13):338-351.
- [10]Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994,(109):995-1025.
- [11]Sun, Q., W. Tong, and J. Tong. How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2002,(29):1-28.
- [12]马连福,王丽丽,张琦.混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J].中国工业经济,2015,(7):5-20.
- [13]余明桂,潘红波.政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008,(8):9-21.
- [14]姜付秀,黄继承.经理激励、负债与企业价值[J].经济研究,2011,(5):46-60.
- [15]郑志刚,吕秀华.董事会独立性的交互效应和中国资本市场独立董事制度政策效果的评估[J].管理世界,2009,(7):133-144.

- [16]贺小刚,李新春,连燕玲,张远飞. 家族内部的权力偏离及其对治理效率的影响——对家族上市公司的研究[J]. 中国工业经济, 2010,(10):96-106.
- [17]贺小刚,李婧,陈蕾. 家族成员组合与公司治理效率:基于家族上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010,(6):149-160.
- [18]陆挺,刘小玄. 企业改制模式和改制绩效——基于企业数据调查的经验分析[J]. 经济研究, 2005,(6):94-103.
- [19]陈冬华,范从来,沈永建,周亚虹. 职工激励、工资刚性与企业绩效——基于国有非上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2010,(7):116-129.
- [20]陈德球,魏刚,肖泽忠. 法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好[J]. 经济研究, 2013,(10):55-68.
- [21]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, 2010,13(2):61-67.
- [22]Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. Disentangling the Incentive Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. Journal of Finance, 2002,57(6):2741-2771.
- [23]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [24]Mehrotra, V., R. Morck, J. Shim, and Y. Wiwattanakantang. Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2013,108(3):840-854.
- [25]杨学儒,李新春. 家族涉入指数的构建与测量研究[J]. 中国工业经济, 2009,(5):97-107.

Study on the Interactive Effect of Family Ownership and Non-controlling State Ownership on Enterprise Performance——Complementary Effect or Substitution Effect

CHEN Jian-lin

(School of Accounting, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 510320, China)

Abstract: In the context of the development of mixed ownership enterprises controlled by non-state capital in China, the paper discusses the interaction effect between family ownership and non-controlling state ownership on enterprise performance based on the sample of Chinese private listing corporations. The results of the study show that family ownership and non-controlling state ownership have complementary effects on enterprise performance. The enterprise effect has certain difference in different situations. In the sample of state-owned origin enterprises, family ownership and non-controlling state ownership have a significant complementary effect. In the sample of private origin enterprises, the complementary effect is not significant. In regions with good institutional environment, family ownership and non-controlling state ownership have a significant complementary effect. In regions with poor institutional environment, the complementary effect is not significant. Further study reveals that the strength of family involvement will affect the effect of family firms to introduce non-controlling state ownership. When the strength of family involvement is relatively low, the introduction of non-controlling state ownership can improve family firm performance. When the strength of family involvement is relatively high, the introduction of non-controlling state ownership will reduce family firm performance. Dynamic study shows that when family ownership ratio increases and the non-controlling state ownership ratio decreases, it will help to improve enterprise performance.

Key Words: family ownership; non-controlling state ownership; enterprise performance; complementary effect; substitution effect

JEL Classification: G34 O16 M21

[责任编辑:鲁舟]