

# 家族主义文化、“去家族化” 治理改革与公司绩效\*

吴超鹏 薛南枝 张琦 吴世农

**内容提要:** 儒家文化倡导重家族、重血缘的家族主义价值观。本文研究家族企业创始人的家族主义文化观念对公司上市前“去家族化”公司治理改革和上市后公司绩效的影响。研究发现: 首先, 创始人的家族主义文化观念越强, 家族企业在上市前越不可能实施“去家族化”治理改革, 即家族成员从管理岗位离职的概率越低, 家族对公司的控制权、现金流权以及两权分离度的下降幅度也越小。其次, 公司所在地的劳动力市场越不发达, 或家族成员教育背景越差时, 创始人的家族主义文化观念对“去家族化”治理改革的阻碍作用越强。进一步研究还表明, 是家族内部的言传身教, 而非社会环境的熏陶塑造了企业创始人的家族主义文化观念, 进而影响家族企业的“去家族化”改革。最后, 本文发现公司上市前“去家族化”治理改革实施得越不彻底, 上市后公司绩效和收入增长率就越低。综上, 本文研究结果为儒家家族主义文化影响经济发展提供了来自微观企业层面的证据。

**关键词:** 家族主义文化 去家族化治理改革 公司绩效

## 一、引言

一个社会中的人际关系体系是建立在社会文化基础之上的, 受儒家家族主义文化的影响, 中国传统社会的人际关系体系形成了以自己为中心, 按家人( 亲人)、熟人、生人的次序, 关系由亲向疏、信任度从高到低的差序格局( 费孝通, 1947)。斯坦福大学著名教授弗朗西斯·福山进一步指出家族主义文化( familism) 是指“人们认为家庭关系是所有社会关系中的最重要的关系, 人们对于家庭的责任高于其他责任, 甚至高过对君王、上天以及其他现世或神圣权威的责任”, 他认为家族主义文化的一个重要表现就是人们对家人的信任度大大高于对外人的信任度( Fukuyama, 1995)。关于家族主义文化与经济发展的关系, 马克斯·韦伯( 1904) 就指出, 儒家文化所倡导的家族主义会导致裙带关系, 并且阻碍个人创业精神的发挥, 因此不利于经济发展。Bertrand & Schoar( 2006) 的跨国研究也发现在家族主义文化较浓厚的国家里, 经济增长较缓慢。然而, 中国 40 多年来的经济发展似乎为马克斯·韦伯的理论提供了一个“反例”——中国是世界上家族主义文化最浓厚的国家之一( 见图 1), 但中国经济却在过去 40 多年里实现了高速增长。

鉴于此, 本文采用中国数据来解析家族主义文化与经济发展之间的关系。有别于前人研究主要基于跨国比较的宏观视角来考察世界各国的家族主义文化与经济发展之间的关系( Bertrand & Schoar, 2006; Alesina & Giuliano, 2014), 本文则基于微观企业视角来剖析家族主义文化如何影响家族企业的发展, 从而为家族主义文化影响经济发展提供微观企业层面的证据。具体而言, 本文检验如下两个问题: 第一, 家族企业创始人的家族主义观念是否阻碍了公司在

\* 吴超鹏、薛南枝( 通讯作者)、张琦、吴世农, 厦门大学管理学院财务学系, 邮政编码: 361005, 电子信箱: wuchaopeng@xmu.edu.cn, nzxue@foxmail.com, zhangqi@stu.xmu.edu.cn, snwu@xmu.edu.cn。本研究获国家自然科学基金重大项目( 71790600, 71790601)、国家优秀青年科学基金项目( 71722012)、国家自然科学基金重点项目( 71532012)、教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目( 15JZD019) 的资助。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见, 文责自负。

上市前阶段所实施的“去家族化”治理改革,即让家族成员退出公司管理层,并且降低创始人家族对公司的控制权?第二,“去家族化”治理改革的结果是否进而影响到公司上市后的长期绩效和收入增长率?

为检验上述问题,本文构建了公司水平的家族主义文化指标。由于家族企业的管理层变更和股权结构变化的主要决策人是公司实际控制人(创始人),<sup>①</sup>因此本文以家族企业创始人出生地所在省份的家族主义文化来度量公司的家族主义文化。家族主义文化的主要表现是信任家人多于信任外人,因此本文采用世界价值观调查(World Value Survey,简称WVS)的数据,以某一省份内受调查者对“家人”和对“熟人”信任度差异的均值来度量该省的家族主义文化观念。这一度量方法与前人研究中所采用的公司所在省份的地域文化(如宗教等)来度量公司文化相类似(Hilary & Hui, 2009; Grullon et al., 2009; McGuire et al., 2012)。本文采用创始人出生地,而非公司总部所在地的文化指标,是因为前人研究表明一个人的文化价值观主要受到家族内部言传身教的影响,当其迁徙到新的地方时,不仅会保留原有的文化价值观,而且会将其传承给下一代(Guiso et al., 2006; Fernández, 2011; Liu, 2016)。

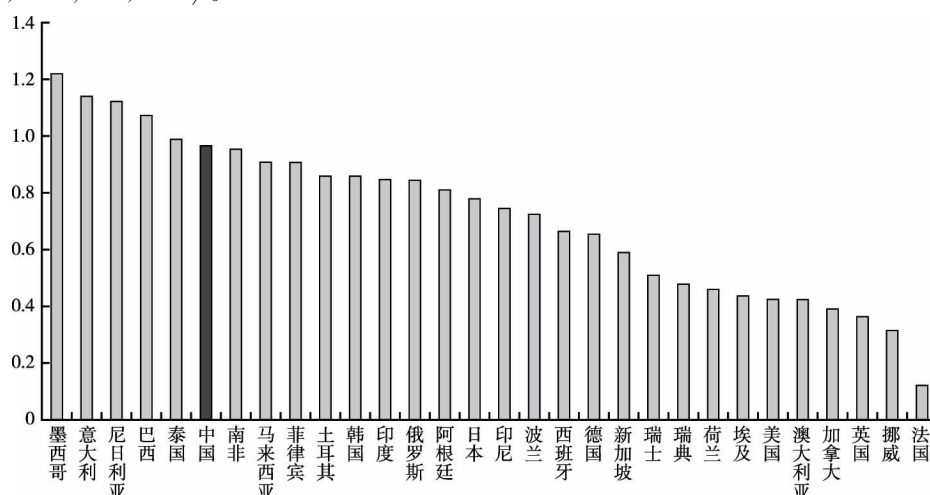


图1 基于世界价值观调查数据构建的2016年GDP排名前40国家的家族主义文化指数<sup>②</sup>

本文以2004—2016年间495家中国家族上市公司为样本展开实证检验发现:家族企业创始人的家族主义文化观念越强,公司在上市前阶段越不可能实施“去家族化”的公司治理改革。具体而言,家族企业创始人的家族主义文化观念值每增加0.1分,家族成员从公司董事、监事或高管岗位上离职的概率将下降2.75%,家族对公司控制权和现金流权的下降幅度分别减少1.5%和1.2%,控制权与现金流权的两权分离度降幅减少0.2%。

为了检验公司创始人的家族主义文化观念与创始人家族对公司的经营权与控制权下降之间的关系是因果关系抑或仅是相关关系,本文设计如下三项检验:第一,本文的模型中可能遗漏了公司所在省份和所在行业的特征变量,这些遗漏变量可能同时影响家族主义文化和“去家族化”公司治理改革变量,从而导致二者的“伪相关”。因此,本文在模型中加入省份×年份固定效应(Province × Year fixed effects)和行业×年份固定效应(Industry × Year fixed effects),重新进行回归分

① 中国民营经济是从改革开放之后才开始发展,因此在上市时家族企业的实际控制人一般也是企业创始人。

② 一国的家族主义文化指数的定义为:人们对家人的信任度与对熟人的信任度之差。GDP前40名的国家和地区中,有8个国家(奥地利、阿联酋、伊朗、沙特阿拉伯、以色列、丹麦、爱尔兰、比利时)的家族主义文化指数值缺失;有2个不是国家而是地区(中国香港和中国台湾),因此不列入图1中的国家排名。

析,发现结论稳健。第二,本文采用工具变量法来进一步解决内生性问题。本文为家族主义文化观念(*Familism*)选取了两个工具变量:创始人出生省份的人均献血率(*Blood Donation*)和创始人出生省份在1933—1934年内战时期的谷物借贷利率(*Grain lending rate*),并从理论上和统计上论证了工具变量的合理性。工具变量回归结果表明实证结论稳健。第三,本文从理论上预测创始人的家族主义观念在何种情形下对“去家族化”治理改革产生更大影响,然后对理论预测进行实证检验。若实证证据不支持理论预测,则可质疑二者之间的因果关系。本文预期当公司所在地劳动力市场较不发达,或者创始人家族成员的教育背景较弱时,家族成员就业存在较大困难,家族主义观念较强的企业家为了保护自己家族成员的利益,将更不可能让家族成员从公司离职,并保持家族对公司较高的控制权。实证结果支持这些理论预测。

本文还进一步检验创始人家族主义文化观念对“去家族化”公司治理改革的影响机制。文化观念可能通过家族内部言传身教进行传承,从而影响下一代的行为,即内部传承机制;亦可能通过社会环境氛围潜移默化地影响人们的行为,即环境熏陶机制。实证结果表明是家族内部传承机制,而不是环境熏陶机制塑造了家族企业创始人的文化观念,进而影响家族企业的治理决策。

最后,本文还检验公司在上市前三年实施的“去家族化”治理改革能否对上市后公司绩效和增长率产生影响。本文以公司上市后三年的股票购买一持有超额收益率来度量公司绩效,以公司上市后三年销售收入年平均增长率来度量公司增长率,发现家族企业减少家族成员任职于公司管理层,以及降低家族对公司的控制权、现金流权和两权分离度,均对上市后公司绩效和收入增长率产生显著的正面影响。换言之,公司创始人的家族主义观念由于阻碍了“去家族化”治理改革,因此将对公司绩效和未来增长产生不利影响,进而在宏观综合水平上不利于经济增长。

本研究从以下三个方面丰富了现有的文献:第一,关于家族主义文化如何影响经济发展在过去100多年来一直是经济学界关注的重要问题。早期的文献如马克思·韦伯认为基于家族主义的文化阻碍了经济发展(Weber,1904)。Banfield(1958)通过对意大利南部和北部地区经济发展的比较研究,认为意大利南部家族主义的盛行可能是其经济落后于意大利北部的重要原因。较强的家族主义文化不仅存在于意大利,而且存在于许多亚洲和拉丁美洲国家。Fukuyama(1995)指出儒家文化的核心是家族主义,导致人们对家人和外人的信任度差异较大。Putnam et al.(1994)认为在亚洲和拉丁美洲国家,家族主义观念为个人带来了安全感与财富,他们更不尊重法律的权威。Bertrand & Schoar(2006)采用跨国研究的数据表明,在家族主义观念较强的国家里,经济发展水平较差,公司规模较小,更少依赖于外部融资,并且家族上市公司的比例较大。Alesina & Giuliano(2014)发现家族主义文化与经济态度有关,家族主义文化观念较强的国家里,人与人之间的普遍信任度较差,人们较少参加政治活动,女性和年轻成人较少参与劳动。然而,前人研究中很少有基于微观企业视角来研究家族主义文化对经济发展的影响机制。本文填补了这一空白,发现公司创始人的家族主义文化观念阻碍了公司的“去家族化”治理改革,从而对公司绩效和未来增长率产生不利影响。这一发现为马克思·韦伯的理论提供了来自微观企业水平的实证证据。

第二,从更广泛地意义讲,本文也是对文化与财务这一新兴研究领域文献的有益补充。该领域的前人研究主要集中于考察世界各国不同的社会文化对公司负债率(Li et al.,2011)和企业风险(赵龙凯等,2014)的影响,以及跨国文化差异对跨国投资与跨国贸易(Guiso et al.,2009)、跨国借贷(Giannetti & Yafeh,2012)和跨国并购(Ahern et al.,2015)的影响。此外,也有一些研究集中于考察一国内不同地区文化对公司财务和治理的影响,例如Ang et al.(2015)发现中国各省的社会信任度

差异会影响公司投资区域选择、股权结构选择和研发投资;赵龙凯等(2014)发现出资国文化特征会影响企业风险;陈冬华等(2013)发现上市公司所在地区的宗教文化传统会影响公司违规行为,审计意见和盈余管理;古志辉(2015)发现上市公司所在地的儒家文化传统越强,公司代理成本越低。有别于前人研究,本文着重探讨一种新的文化特征,即创始人的家族主义文化观念对家族公司治理和绩效的影响,从而在一定程度上深化和拓展了文化与财务这一新兴领域的研究。

第三,本文也是对新兴市场国家中公司治理文献的有益补充。前人研究发现,中国及其他东亚国家的家族上市公司的股权结构,与美英上市公司分散的股权结构不同,其多数的股权集中于控股家族手中,家族通过金字塔控股结构或交叉持股控制上市公司,使得家族对公司的控制权高于现金流权(Claessens et al.,2000)。然而,前人研究中对亚洲家族企业形成高股权集中度的原因剖析较少,目前的研究主要从投资者法律保护的角度提出,在法律制度较不完善的国家里,股权集中度高,因为集中的股权可以给控股家族带来更多的控制权私利(Shleifer & Vishny,1997;Porta et al.,1999)。本文则基于社会文化的视角为中国等东亚国家的家族企业的高股权集中度现象提出了新的理论解释,发现东亚国家企业家受儒家思想影响形成较强的家族主义文化观念,可能是导致这些国家的家族企业股权集中度较高的主要原因。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 家族主义文化对“去家族化”治理改革的影响

美国金融学会主席 Raghuram Rajan 在 2012 年的主席致辞中指出,公司上市的过程是引入外部投资者,从非公众公司向公众公司转变的过程,由于外部投资者会担忧难以撤换不称职的管理团队所带来的风险,因此公司在上市前需要进行标准化(standardized)改革,使得整个管理团队变得更加可撤换,而股票市场投资者将会对这种标准化改革进行补偿,例如让公司更易上市、上市市值更高等(Rajan,2012)。这一理论同样也适用于中国以及其他东亚国家的家族企业。在这些国家的家族企业里,普遍存在家族成员过度干预公司经营,和家族控股股东的“一股独大”的现象(Claessens et al.,2000;Bertrand et al.,2008),因此家族企业实施标准化、使管理团队变得更加可撤换的过程中需要降低创始家族管理团队对公司的经营权和控制权,即进行“去家族化”的公司治理改革。然而,家族企业创始人的家族主义观念可能是公司实施“去家族化”治理改革的一大阻碍,以下将从公司经营权和控制权的“去家族化”两个角度进行分析。

首先,公司创始人的家族主义文化观念对公司经营权“去家族化”的影响表现在:当创始人的家族主义观念较强时,其对家族成员的信任程度大大高于其对外人的信任程度,这导致他在选聘关键管理岗位人员时,更倾向于任用亲人而非有能力的职业经理人;进一步地,若公司任人唯亲的裙带关系文化盛行,则有能力的职业经理人将放弃努力工作或者选择离开,这将使公司陷入无能人可用,只能任用家族成员的恶性循环。综上,得出研究假设 1: 创始人家族主义观念越强,家族企业在上市前越不可能进行经营团队的“去家族化”改革,即家族成员从管理岗位离职的概率越低。

其次,创始人的家族主义文化观念对公司控制权“去家族化”的影响表现在:家族主义观念较强的创始人,更希望自己的公司能够世代传承,从而建立家族传奇(Bertrand & Schoar,2006),因此他们尽可能保持较高的公司控制权,或通过金字塔控股结构以较少的股权比例谋求较大的控制权,以利于未来将公司传承给后代。由此得出研究假设 2: 创始人的家族主义观念越强,家族企业在上市前越不可能进行控制权的“去家族化”改革,即家族对公司的控制权、现金流权以及两权分离度的下降幅度越小。

### (二) 家族主义文化对上市后公司绩效和增长率的影响

如果家族主义观念导致家族企业较少进行“去家族化”治理改革,那么家族企业任人唯亲、“一

股独大”、现金流权与控制权分离等一系列公司治理问题将难以解决,而前人研究表明这些治理问题的存在,将对公司绩效产生不利影响。例如,Bertrand et al. (2008) 发现公司创始人过多的儿子参与公司经营将降低公司绩效; Miller et al. (2007) 的研究表明创始人的亲戚参与公司经营有损公司市值; Claessens et al. (2002) 发现当家族对公司的控制权与现金流权分离程度越大,公司价值越低。由此,得出研究假设 3: 家族企业在上市前较少进行公司经营权和控制权的“去家族化”改革,即家族成员较少离职、家族对公司的控制权、现金流权和两权分离度降低较少,则上市后公司绩效和收入增长率较低。

### 三、研究设计

#### (一) 样本与数据

本文以 2004—2011 年间上市的所有中小板和创业板的家族企业作为初始样本,并观察公司上市后 3 年或 5 年的长期绩效,因此整体样本期间是 2004—2016 年。参照 Anderson & Reeb(2003) 和 Ellul et al. (2010) 的研发,从家族对公司的控制权和经营权两个维度出发,定义“家族企业”为: 公司第一大股东的最终控制人为自然人或家族,且最终控制人的家族成员担任公司高管或董事的人数不少于 2 名。此外,还剔除退市公司、ST 公司以及数据不完整的公司。最终样本包括 495 家家族上市公司。

本文中使用的担任公司管理层的家族成员的离职数据来自于招股说明书中的“董事、监事、高级管理人员近三年的变动情况”;担任管理层的家族成员的持股比例数据来自于招股说明书中的“董事、监事、高级管理人员及核心技术人员持股情况”;担任管理层的家族成员之间的家庭关系,家族高管的政治关联、家族企业创始人(实际控制人)<sup>①</sup>的年龄和教育背景等信息手工收集自招股说明书和年报的“董事、监事、高级管理人员与核心技术人员履历”章节;公司上市前财务数据手工收集自招股说明书的“财务会计信息”章节;上市后财务和股价数据来自于 CSMAR 数据库。

#### (二) 变量构建与计算

##### 1. 家族主义文化(*Familism*)

由于家族企业的管理层变更和股权结构变化的主要决策者是公司实际控制人,且在本文样本中公司实际控制人也都是公司的创始人或联合创始人,因此本文以家族企业创始人(实际控制人) 出生地所在省份的家族主义文化来度量公司的家族主义文化。Fukuyama(1995) 指出家族主义文化的主要表现是人们对家庭成员的信任度高于对其他社会关系的人的信任度。基于这一思想,本文通过对比“家人”与“其他社会关系的人”在人们心目中的相对信任度,来度量人们的家族主义文化倾向的强弱程度。具体地,借鉴 Bertrand & Schoar(2006),采用世界价值观调查对世界各国各地区人民的家庭价值观的调查数据来构建我国各省的家族主义文化指标。WVS 分别在 2007 年和 2012 年针对中国各个省份人民的价值观念进行了问卷调查,该问卷中包含对家人与其他人的信任程度的调查。问题是“请问您对以下这些人是非常信任、比较信任、不太信任,还是非常不信任”,“这些人”包括:(1) 家人、(2) 邻居、(3) 熟人、(4) 第一次见面的人、(5) 与您宗教信仰不同的人、(6) 其他国籍的人。其中,“非常信任”赋值为 4,“比较信任”赋值为 3,“不太信任”赋值为 2,“非常不信任”赋值为 1。各省家族主义文化的计算步骤为: 首先,分别计算每次调查中省份  $i$  的受调查对象对“家人”和“熟人”这两类人的信任度的平均值的差;然后,对两次调查中省份  $i$  受调查

<sup>①</sup> 若公司实际控制人不是一个自然人,而是一个家族,则将实际控制家族的成员中持股比例最高的人认定为公司实际控制人。

对象对“家人”和“熟人”的平均信任度之差取均值,得到省份*i*的家族主义文化。进一步地,将各省的家族主义文化指标与公司创始人(实际控制人)的出生省份进行匹配,获得家族企业创始人(实际控制人)出生省份的家族主义文化。公司创始人(实际控制人)出生的省份是通过招股说明书“发行人基本情况”中实际控制人简历中获取实际控制人的身份证信息,然后根据身份证信息的前两位代码来判断的。<sup>①</sup>

表1给出了中国各省的家族主义文化指标(*Familism*)的描述性统计。由于WVS问卷调查没有涵盖天津、内蒙古和西藏,导致这三个省份数据缺失,因此我们最终获得中国大陆28个省份的家族主义文化值。该指标的均值是0.927,即平均而言,人们对家人信任度比对熟人的信任度大约多1分。该指标的标准差为0.141,表明各省人民的家族主义文化观念差异较大。

## 2. 家族成员管理者变更(*Turnover*)

家族成员管理者变更哑变量定义为:若公司IPO前三年内至少有一名家族成员从家族企业的高管、董事或监事职位离职,且接替其职务者并非家族成员,则取值为1,否则为0。

## 3. 家族企业股权结构变化( $\Delta Control\ rights$ , $\Delta Cash\ flow\ rights$ , $\Delta Separation$ )

采用如下三个变量来度量家族企业在上市前三年内的股权结构变化:第一,创始人家族对公司控制权变化( $\Delta Control\ rights$ )等于公司在上市前3年内(从IPO-3年到IPO当年)家族对公司的控制权的下降幅度即 $(Control\ rights_{IPO-3} - Control\ rights_{IPO}) / Control\ rights_{IPO-3}$ ,其中,借鉴Claessens et al. (2000),采用家族对上市公司各条控制链的表决权的的最小值之和来度量家族对公司的控制权。第二,创始人家族对公司现金流权的变化( $\Delta Cash\ flow\ rights$ )等于公司在上市前3年内(从IPO-3年到IPO当年),家族对公司的现金流权的下降幅度,即 $(Cash\ flow\ rights_{IPO-3} - Cash\ flow\ rights_{IPO}) / Cash\ flow\ rights_{IPO-3}$ 。同样地,借鉴Claessens et al. (2000),采用家族对上市公司各条控制链的股权比例(分红享有比例)之和来度量家族对公司的现金流权。第三,家族对公司两权分离度的变化( $\Delta Separation$ )等于公司在上市前3年内(从IPO-3年到IPO当年),家族对公司的两权分离度的下降幅度,即 $(Separation_{IPO-3} - Separation_{IPO}) / Separation_{IPO-3}$ ,其中,两权分离程度等于创始人家族对公司的控制权减去现金流权。

## 4. 上市后公司绩效(*BHAR*, *Growth*)

本文采用两个变量来度量公司上市后的绩效:(1)公司上市后三年的购买一持有超额收益率(*BHAR*),借鉴Barber & Lyon (1997)的经典方法来计算公司上市后的购买一持有超额收益。其中,市场收益率是采用等权平均法计算的考虑现金红利再投资的月市场收益率。(2)销售收入增长率(*Growth*),等于公司上市后三年内每年的销售收入增长率的平均值。

## 5. 其他变量

在多元回归模型中,还加入了其他可能影响家族企业管理层变更和股权结构变化的控制变量。其中,表征公司特征的控制变量包括:上市前第三年末(即IPO-3年末)的公司总资产的自然对数(*Size*);上市前第三年末(即IPO-3年末)的资产负债率(*Leverage*),即总负债/总资产;上市前第三

<sup>①</sup> 在稳健性检验中,本文还测试了家族主义文化的三个替代度量指标:首先,考虑到家族主义文化观念可能源于家族利他主义,即行为主体出于提高自己效用的考虑,可以牺牲自己利益来提高其他家族成员的福祉,借鉴Bertrand & Schoar (2006)构建两个度量指标:父母对孩子的责任感(*Parental Duty to Child*)和家庭的重要程度(*Importance of Family*)。两个指标的数据分别来源于WVS的两个问卷调查问题“父母是否有责任全力帮助孩子,即使牺牲自己的福祉?”和“你认为家庭在你生活中的重要程度如何?”。通过被调查者对问题的回答得分计算均值,构建这两个指标。本文发现采用这两个指标替代本文的家族主义文化指标,不改变本文的主要实证结果。其次,考虑到人们对家人和熟人的信任度差异较大,并不一定意味着其对家人的信任度高,本文还采用WVS受调查对象“对家人的信任度的平均值”来作为家族主义文化的替代度量指标。采用这一替代指标也不改变论文的主要实证结果。这些结果因篇幅限制未列表。

年末(即 IPO-3 年末)的总资产收益率(ROA),即净利润/总资产;公司上市时成立年限的自然对数( $\ln(\text{firm age})$ )。表征公司创始人及其家族的特征变量包括:家族政治关联哑变量(*Political connection*):若有家族成员管理者(包括高管、董事、监事或大股东)曾担任政府官员、军人、人大代表或政协委员则取值为1,否则为0;创始人的教育背景哑变量(*Education*):若公司创始人获得本科及以上学历则取值为1,否则为0;创始人在上市当年的年龄的自然对数( $\ln(\text{founder age})$ )。对于存在异常值即观测值超过“均值 $\pm 3$ 倍标准差”范围的变量,我们进行了99%分位和1%分位的缩尾处理(Winsorization)。此外,本文还控制了行业固定效应(*Industry fixed effects*)和上市年份固定效应(*IPO Year fixed effects*),并根据中国证监会《上市公司行业分类指引》(2001年版)的一级行业划分标准,将样本划分成13个行业。

#### 四、实证结果及分析

##### (一) 变量描述性统计

各研究变量的描述性统计如表1所示。由表1可知:家族成员管理者变更(*Turnover*)的均值是0.283,表明有28.3%的家族企业在上市前三年内有家族成员从管理岗位离职。创始人家族的控制权平均降幅( $\Delta \text{Control rights}$ )和现金流权平均降幅( $\Delta \text{Cash flow rights}$ )分别为7.1%和7.4%,其标准差分别为17%和17.4%;创始人家族的控制权与现金流权的两权分离程度平均上升了0.3%,标准差为4.1%。可见,对不同公司而言,创始人家族的控制权、现金流权,以及两权分离度的下降幅度差异较大。公司上市后三年的购买-持有超额收益率(*BHAR*)均值为-16%,公司上市后三年内每年的销售收入平均增长率为30.6%。54.3%的创始人家族具有政治关联,创始人平均年龄约50岁,58.2%的创始人具有大学本科及以上学历。

表1 变量描述性统计

变量名	变量符号	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测数
A 栏: 主要变量							
家族主义文化	<i>Familism</i>	0.927	0.141	0.694	0.914	1.306	28
家族成员管理者离职	<i>Turnover</i>	0.283	0.451	0	0	1	495
控制权变化	$\Delta \text{Control rights}$	0.071	0.170	-0.613	0.041	0.511	478
现金流权变化	$\Delta \text{Cash flow rights}$	0.074	0.174	-0.613	0.055	0.511	478
两权分离程度变化	$\Delta \text{Separation}$	-0.003	0.041	-0.313	0	0.228	478
购买-持有超额收益率	<i>BHAR</i>	-0.160	0.928	-2.510	-0.247	3.309	495
销售收入增长率	<i>Growth</i>	0.306	0.344	-0.214	0.227	1.951	495
B 栏: 控制变量							
公司年限 1	<i>Firm age</i>	10.802	7.915	2	9	56	495
公司年限 2	$\ln(\text{firm age})$	2.180	0.622	0.693	2.197	4.025	495
公司规模	<i>Size</i>	19.384	0.855	17.34	19.34	21.71	495
资产负债率	<i>Leverage</i>	0.551	0.158	0.152	0.566	0.885	495
资产收益率	<i>ROA</i>	0.126	0.076	0.009	0.108	0.405	495
家族政治关联	<i>Political connection</i>	0.543	0.499	0	1	1	495

续表 1

变量名	变量符号	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测数
创始人年龄 1	<i>Founder age</i>	50.149	8.197	31	48	75	495
创始人年龄 2	$\ln(\text{founder age})$	3.902	0.161	3.434	3.871	4.317	495
创始人教育背景	<i>Education</i>	0.582	0.494	0	1	1	495

(二) 家族主义文化对上市前公司治理改革的影响分析

1. 回归分析

采用如下两种回归模型来检验公司创始人家族主义观念对公司上市前公司治理改革的影响:

$$\text{logit}(Y_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{Familism}_i + \beta_2 \text{Controls}_i + \text{Industry fixed effects} + \text{IPO Year fixed effects} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Familism}_i + \beta_2 \text{Controls}_i + \text{Industry fixed effects} + \text{IPO Year fixed effects} + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中,  $\text{Familism}_i$  表示公司  $i$  的创始人出生地所在省份的家族主义文化值; 模型的控制变量 ( $\text{Controls}_i$ ) 包括: 公司规模 ( $\text{Size}$ )、资产负债率 ( $\text{Leverage}$ ) 和总资产收益率 ( $\text{ROA}$ ), 上市时公司年限 ( $\ln(\text{firm age})$ ), 家族政治关联哑变量 ( $\text{Political connection}$ ), 创始人教育背景 ( $\text{Education}$ ) 和年龄 ( $\ln(\text{founder age})$ )。此外, 模型中还加入行业和年份固定效应。本文采用 logit 回归模型 (1) 来检验家族主义文化对家族成员管理者离职的影响, 其中  $Y_i$  表示公司在 IPO 前三年内是否有家族成员从董监高岗位离职哑变量。本文采用多元线性回归模型 (2) 来检验家族主义文化对家族企业股权结构变化的影响, 其中  $Y_i$  分别表示公司在 IPO 前三年内创始人家族的控制权、现金流权或两权分离度的下降幅度 (即  $\Delta \text{Control rights}$ ,  $\Delta \text{Cash flow rights}$  或  $\Delta \text{Separation}$ )。

表 2 报告了模型 (1)、(2) 回归分析的估计结果。列 1 中模型的因变量是家族成员管理者离职哑变量 ( $\text{Turnover}$ )。所报告的自变量的回归系数表示当自变量取样本均值时, 自变量对因变量影响的边际效应的估计系数。列 1 表明家族主义文化 ( $\text{Familism}$ ) 的边际效应系数在 1% 水平上显著为负, 其经济意义也是显著的, 家族企业创始人的家族主义文化观念分值每增加 0.1 分, 例如假设  $\text{Familism}$  变量从均值 0.927 变化为 1.027, 家族内部成员从董监高岗位上离职的概率将下降 2.75% ( $= -0.275 \times 0.1$ ), 这一数值约相当于家族成员管理者变更 ( $\text{Turnover}$ ) 这一变量样本均值 (28.3%) 的 10%。

列 2 中模型的因变量是公司在 IPO 前三年内家族对公司控制权的下降幅度 ( $\Delta \text{Control rights}$ )。回归结果表明家族主义文化指标的回归系数为 -0.152, 在 1% 水平上显著。其经济意义为: 创始人的家族主义文化观念分值每增加 0.1 分, 家族对公司控制权的下降幅度减少 1.5% ( $= -0.152 \times 0.1$ ), 约相当于家族对公司控制权的平均降幅 (7.1%) 的 21%。列 3 中模型的因变量是公司在 IPO 前三年内家族对公司现金流权的下降幅度 ( $\Delta \text{Cash flow rights}$ )。回归结果表明家族主义文化指标的回归系数显著为负, 其经济意义表明, 创始人的家族主义文化观念分值每增加 0.1 分, 家族对公司现金流权的下降幅度将减少 1.2% ( $= -0.116 \times 0.1$ ), 约相当于家族对公司现金流权平均降幅 (7.4%) 的 16%。列 4 中模型的因变量是公司在 IPO 前三年内家族对公司控制权与现金流权分离度的降幅 ( $\Delta \text{Separation}$ )。回归结果表明家族主义文化指标的回归系数为 -0.017, 且统计显著。其经济意义为: 创始人的家族主义文化观念分值每增加 0.1 分, 家族对公司两权分离度的下降幅度将显著减少 0.2% ( $= -0.017 \times 0.1$ )。控制变量方面, 公司规模 ( $\text{Size}$ ) 越大、上市前业绩 ( $\text{ROA}$ ) 越好、创始人拥有本科及以上学历 ( $\text{Education}$ ), 则公司上市前三年内家族对公司的控制权和现金流权的降幅越小。



总体而言,表2的研究结果表明创始人的家族主义文化观念越强,家族成员越不可能从管理岗位离职,家族对公司的控制权、现金流权和两权分离度也下降越少。这一结果支持假设1和假设2。

表2 家族主义观念对家族成员管理者变更及股权结构变化影响的回归分析

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Turnover</i>	$\Delta$ <i>Control rights</i>	$\Delta$ <i>Cash flow rights</i>	$\Delta$ <i>Separation</i>
<i>Familism</i>	-0.275 *** (0.000)	-0.152 *** (0.001)	-0.116 *** (0.007)	-0.017* (0.065)
$\ln(\text{firm age})$	0.031 (0.212)	-0.013 (0.327)	-0.014 (0.292)	-0.002 (0.137)
<i>Size</i>	0.000 (0.989)	-0.036 ** (0.032)	-0.037 ** (0.034)	-0.002 (0.597)
<i>Leverage</i>	-0.092 (0.641)	0.066 (0.434)	0.102 (0.192)	-0.012 (0.413)
<i>ROA</i>	0.185 (0.551)	-0.286 ** (0.014)	-0.276 ** (0.019)	-0.029 (0.247)
<i>Political connection</i>	-0.024 (0.524)	-0.007 (0.606)	-0.003 (0.744)	-0.000 (0.975)
$\ln(\text{founder age})$	-0.419 *** (0.000)	0.015 (0.816)	0.005 (0.916)	0.009 (0.535)
<i>Education</i>	-0.012 (0.622)	-0.046 *** (0.005)	-0.049 *** (0.002)	-0.003 (0.362)
<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	Control	Control	Control
观测值数	495	478	478	478
Pseudo R <sup>2</sup> / R <sup>2</sup>	0.060	0.134	0.149	0.057

## 2. 内生性问题的检验

表2的回归模型中家族主义文化与公司治理改革之间可能因“遗漏变量”而存在内生性问题,即二者之间的相关性可能是因为遗漏了一些能同时影响家族主义文化和公司治理改革的变量,遗漏这些变量将导致二者的“伪相关”。<sup>①</sup>因此,本文采用控制潜在遗漏变量和工具变量法来减少模型的内生性问题。

### (1) 控制潜在的遗漏变量

考虑到公司总部所在省份的特征,如经济发展、法律保护、市场化程度等,以及同行业其他公司的治理决策,都可能会影响当地公司的治理结构(Nenova, 2003; Cai et al., 2016; Foroughi et al., 2016),因此在模型(1)和(2)中分别加入省份×年份固定效应(*Province × Year fixed effects*)和行业×年份固定效应(*Industry × Year fixed effects*),并重新进行回归分析。由于模型中固定效应的变量数目较多,根据Greene(2004)的研究,本文均采用OLS模型进行回归分析,结果如表3所示。列1—列4显示,在模型中加入随时间变化的省份和行业固定效应后,其解释力度比表2有显著的上升,这表明这些固定效应对公司治理变化有较强的解释力度。但尤为重要的是,家族主义文化的回归系数均显著为负,这一结果与表2一致,表明当控制了随时间变化的省份和行业等固定效应后,创始人的家族主义文化观念较强的公司,上市前越不可能实施“去家族化”治理改革。

<sup>①</sup> 另一类内生性问题即“反向因果问题”在本文中较不可能出现,因为家族企业创始人出生地的家族主义文化特征具有持续性和长久性,不大可能受到出生于本地的企业创始人所实施的公司治理改革的影响。

表3 控制随时间变化的省份和行业固定效应后的回归结果

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Turnover</i>	$\Delta$ <i>Control rights</i>	$\Delta$ <i>Cash flow rights</i>	$\Delta$ <i>Separation</i>
<i>Familism</i>	-0.146** (0.019)	-0.202*** (0.000)	-0.163*** (0.002)	-0.023* (0.058)
<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry</i> × <i>Year FE</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Province</i> × <i>Year FE</i>	Control	Control	Control	Control
观测值数	495	478	478	478
R <sup>2</sup>	0.231	0.376	0.399	0.352

本文还采用如下模型(3)来进一步控制随时间变化的省份特征、行业特征和公司的其他特征,这些潜在的遗漏变量的影响。模型(3)是在模型(1)和(2)的基础上加入6个变量:第*t*年公司*i*所在省份除公司*i*以外所有公司的家族主义观念的均值( $Familism_{province-year\ mean, -i}$ ),第*t*年公司*i*所处行业除公司*i*以外所有公司的家族主义观念的均值( $Familism_{industry-year\ mean, -i}$ ),第*t*年除了与公司*i*同省份或同行业公司以外的所有公司的家族主义观念的均值( $Familism_{market\ mean, -i}$ ),第*t*年公司*i*所在省份除公司*i*以外所有公司的因变量Y的均值(*Province-year mean*),第*t*年公司*i*所处行业除公司*i*以外所有公司的因变量Y的均值(*Industry-year mean*),第*t*年除了与公司*i*同省份或同行业公司以外的所有公司的因变量Y的均值(*Market mean*)。

$$\begin{aligned} \text{logit}(Y_i) \text{ (or } Y_i) = & \beta_0 + \beta_1 Familism_i + \beta_2 Familism_{province-year\ mean, -i} + \beta_3 Familism_{industry-year\ mean, -i} \\ & + \beta_4 Familism_{market\ mean, -i} + \beta_5 Y_{province-year\ mean, -i} + \beta_6 Y_{industry-year\ mean, -i} \\ & + \beta_7 Y_{market\ mean, -i} + \beta_8 Controls_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

表4报告了模型(3)的回归结果。家族主义文化的回归系数在四列中仍然显著为负,这一结果与表2的结果一致。

表4 控制省份、上市年份、行业水平潜在遗漏变量的回归结果

因变量(Y)	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Turnover</i>	$\Delta$ <i>Control rights</i>	$\Delta$ <i>Cash flow rights</i>	$\Delta$ <i>Separation</i>
<i>Familism</i>	-0.185** (0.044)	-0.200*** (0.001)	-0.148*** (0.007)	-0.026 <sup>^</sup> (0.058)
$Familism_{province-year\ mean, -i}$	0.039 (0.833)	0.117 (0.203)	0.073 (0.338)	0.038** (0.019)
$Familism_{industry-year\ mean, -i}$	0.654 (0.186)	0.307** (0.044)	0.265** (0.046)	0.059 (0.134)
$Familism_{market\ mean, -i}$	-0.138 (0.713)	0.018 (0.872)	-0.016 (0.891)	0.040** (0.047)
<i>Province-year mean of Y</i>	-0.151 (0.645)	0.345** (0.033)	0.348** (0.041)	0.119 (0.610)
<i>Industry-year mean of Y</i>	0.061 (0.193)	-0.063 (0.670)	-0.135 (0.420)	-0.337*** (0.005)
<i>Market mean of Y</i>	-0.148 (0.499)	0.431** (0.022)	0.466** (0.013)	-0.094 (0.487)
<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control
观测值数	439	424	424	424
Pseudo R <sup>2</sup> / R <sup>2</sup>	0.026	0.094	0.102	0.046

(2) 工具变量法

本文采用的第二种解决内生性问题的方法是工具变量法。本文为解释变量创始人出生省份的家

族主义文化(*Familism*) 选择了两个工具变量: 第一, 创始人出生省份的人均献血率(*Blood Donation*)。献血率数据来源于 2000 年中国采供血机构的统计数据, 它是根据每一省份所采集的自愿献血者献血的数量(毫升)除以 2000 年该省份的人口数量计算得到。<sup>①</sup> 选择这一工具变量是因为人们的自愿献血行为并非受经济或法律制度动因所驱使, 而是纯粹的利他主义行为, 利他主义观念与以家族为重的家族主义观念是相对立的, 因此理论上自愿献血率较高的省份, 家族主义文化观念较弱。

第二, 创始人出生的省份在 1933—1934 年内战时期的谷物借贷利率(*Grain lending rate*), 该数据来源于严中平(1955)。1934 年农业研究机构对 23 个省份超过一百万的农户家庭进行调查, 并统计了各省份 1933—1934 年的谷物借贷率。1933—1934 年属于内战时期, 此期间人们行为受法律约束很小, 因此谷物借贷主要依靠借贷双方的信任度, 如果借贷利率高, 则表明一个社会中人们的普遍互信程度低。而在互信度较低的地区, 人们难以依赖家族成员以外的人, 所以更大程度上依赖和信任自己家族成员, 因而当地形成了较强的家族主义观念。又因为创始人文化观念在很大程度上受到孩童及少年时期成长环境文化氛围的熏陶(Guiso et al., 2006; Fernández, 2011; Liu, 2016), 所以在其创业后, 即使到了不同地区创业, 其仍会将个人的文化理念融入到企业经营中。根据这一思路, 创始人出生省份在内战时期的谷物借贷利率越高, 可能反映了创始人家族主义文化观念越强。

表 5 报告了工具变量的两阶段回归结果。在第一阶段的回归中, 两个工具变量回归系数都统计显著, 自愿献血率的系数显著为负, 内战时期谷物借贷利率的系数显著为正。这表明创始人出生于自愿献血率较低, 或内战时期谷物借贷利率较高的省份, 则其家族主义文化观念越强。我们还检验两个工具变量是否满足合适工具变量的两个条件: 首先, 第一阶段回归的 Parital-F 值(57) 大于 Stock et al. (2002) 提供的临界值(11.59), 这拒绝了“工具变量是弱工具变量”的原假设。第二, 为检验工具变量能否通过除创始人家族主义观念以外的其他途径影响家族成员离职及股权结构变化, 进行如下检验: 将家族成员离职及股权结构变化变量分别对家族主义文化指标进行回归, 得到回归残差, 即不能被家族主义文化指标解释的部分; 然后将该残差对两个工具变量进行回归。本文发现工具变量对残差没有解释作用, 这表明所选取的工具变量不大可能通过除家族主义文化之外的途径影响家族成员离职及股权结构变化(因篇幅所限, 结果未列表)。B 栏中第二阶段的回归结果与表 2 的回归结果基本一致, 即控制内生性问题之后, 创始人的家族主义文化观念仍对家族成员离职、以及家族对公司的控制权、现金流权和两权分离度变化有着显著的影响。该结果进一步支持假设 1 和假设 2。

表 5 工具变量回归结果

A 栏: First-stage regression		B 栏: Second-stage regression				
因变量	<i>Familism</i>	因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
			<i>Turnover</i>	$\Delta$ <i>Control rights</i>	$\Delta$ <i>Cash flow rights</i>	$\Delta$ <i>Separation</i>
<i>Blood donation</i>	-0.042*** (0.000)	<i>Familism hat</i>	-0.346*** (0.000)	-0.152*** (0.000)	-0.057* (0.060)	-0.034*** (0.000)
<i>Grain lending rate</i>	0.025*** (0.000)					
<i>Controls</i>	Control	<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	Control	Control	Control
观测值数	464	观测值数	464	448	448	448
R <sup>2</sup>	0.281	R <sup>2</sup>	0.072	0.137	0.146	0.039
Partial-F	57.0					

① 由于中国采供血机构只公布了 2000 年的献血率数据, 因此计算指标时只采用这一年的数据。

### 3. 不同情形下家族主义观念对“去家族化”治理改革的影响

为了进一步检验创始人的家族主义文化观念与公司治理结构变化之间的因果关系,我们从理论上预测创始人的家族主义观念在何种情形下对家族企业治理结构变化产生更大影响,然后对理论预测进行实证检验。若实证证据不支持理论预测,则可质疑二者之间的因果关系。

家族主义文化的一个重要特征就是以家族利益为重。当本地劳动力市场较不发达或者家族成员受教育背景较弱时,家族成员就业存在较大困难,家族主义观念较强的企业家为了保护自己家族成员的利益,将更不可能让家族成员从公司离职,并保持家族对公司较高的控制权。本文对这一理论推测进行实证检验。首先,本文将样本公司按照家族企业上市前第3年总部所在省份劳动力市场发展程度指数的中位值,将样本分为劳动力市场发达和不发达两组,分别进行模型(1)和(2)的回归分析。其中,各省每年的劳动力市场发展程度指数来自于王小鲁等(2017)。表6的A栏结果显示,创始人的家族主义观念的回归系数仅在公司总部所在地劳动力市场欠发达组才显著为负,在劳动力市场发达组不显著。这一结果说明当本地劳动力市场较不发达时,家族主义文化观念较强的创始人,较不可能让家族成员从管理岗位离职,家族对公司的控制权、现金流权和两权分离度也下降较少。这与本文的理论预测相一致。其次,本文按照除创始人外,所有在家族企业任职(过)的家族成员的平均教育水平是否为本科或本科以上,<sup>①</sup>将样本分为家族成员高学历组和低学历组,分别进行模型(1)和(2)的回归分析。表6的B栏的结果同样表明,创始人的家族主义观念的回归系数仅在家族成员低学历组才显著为负,这一结果再次支持本文的理论预测。

表6 不同情形下家族主义观念对“去家族化”治理改革的影响检验

A 栏:按照公司总部所在地劳动力市场不同发达程度进行分组								
因变量	Turnover		$\Delta$ Control rights		$\Delta$ Cash flow rights		$\Delta$ Separation	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	劳动力市场发达	劳动力市场欠发达	劳动力市场发达	劳动力市场欠发达	劳动力市场发达	劳动力市场欠发达	劳动力市场发达	劳动力市场欠发达
<i>Familism</i>	-0.110 (0.484)	-0.528*** (0.003)	-0.128 (0.106)	-0.260** (0.018)	-0.089 (0.252)	-0.210* (0.068)	-0.003 (0.827)	-0.040** (0.046)
<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
观测值数	244	251	234	244	234	244	234	244
Pseudo R <sup>2</sup> / R <sup>2</sup>	0.079	0.076	0.158	0.181	0.185	0.164	0.096	0.147
B 栏:按照家族成员的教育背景进行分组								
因变量	Turnover		$\Delta$ Control rights		$\Delta$ Cash flow rights		$\Delta$ Separation	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	家族成员高学历	家族成员低学历	家族成员高学历	家族成员低学历	家族成员高学历	家族成员低学历	家族成员高学历	家族成员低学历
<i>Familism</i>	-0.050 (0.754)	-0.985*** (0.002)	-0.146 (0.273)	-0.142*** (0.000)	-0.100 (0.367)	-0.090* (0.052)	-0.001 (0.949)	-0.037*** (0.002)
<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
观测值数	198	105	195	105	195	105	195	105
Pseudo R <sup>2</sup> / R <sup>2</sup>	0.183	0.180	0.183	0.333	0.183	0.300	0.139	0.256

<sup>①</sup> 本文将实际控制人家族成员的学历水平定义为:0 = 大专及以下,1 = 本科,2 = 硕士,3 = 博士。根据分值计算出每个家族企业实际控制人所有在企业任职(过)的家族成员的教育水平均值,平均教育水平小于1的企业被定义为家族成员低学历组。受披露水平的限制,我们无法找全实际控制人所有家族成员的教育水平的数据,导致表7的回归样本只有303个,提请读者注意。

(三) 家族主义文化对“去家族化”治理改革的影响机制检验

本节考察创始人家族主义文化观念对公司治理改革的影响机制。一般而言,文化观念可能通过家族内部言传身教进行传承,从而影响下一代的行为,即内部传承机制;也可能通过社会环境氛围潜移默化地影响人们的行为,即环境熏陶机制。本文试图区分这两种影响机制。

本文将样本分为两类:第一类为迁移者,即公司创始人出生地所在省份与公司注册地所在省份为不同省份;第二类为非迁移者,即公司创始人出生地所在省份与公司注册地所在省份为同一省份。对于迁移者样本,本文分别计算了公司创始人出生地所在省份的家族主义文化(*Original familism<sub>Movers</sub>*)与公司总部所在省份的家族主义文化(*Local familism<sub>Movers</sub>*)。对于非迁移者样本,其出生地和总部所在地的家族主义文化取值一样(*Familism<sub>Nonmovers</sub>*)。本文将上述三个变量代替模型(1)和(2)中的家族主义文化(*Familism*),重新进行回归分析。由于迁移者同时具有出生地家族主义文化指标(*Original familism<sub>Movers</sub>*),以及公司所在地家族主义文化指标(*Local familism<sub>Movers</sub>*),本文通过比较这两个变量的回归系数,可以清楚地区分究竟是出生地还是公司所在地的家族主义文化观念在影响公司的治理改革决策。

实证结果列示于表7中。结果显示,创始人出生地所在省份的家族主义文化(*Original familism<sub>Movers</sub>*)的回归系数在四列中均显著为负,而公司所在地的家族主义文化(*Local familism<sub>Movers</sub>*)则不显著或者显著但符号相反。由此可见,是创始人的出生地,而不是公司总部所在地的家族主义文化观念影响了公司的治理结构变化,因此是家族内部的言传身教,而不是社会环境的熏陶塑造了企业创始人的家族主义文化观念,进而影响家族企业的“去家族化”治理决策。

表7 家族主义文化对公司治理结构变化影响机制检验

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Turnover</i>	$\Delta$ <i>Control rights</i>	$\Delta$ <i>Cash flow rights</i>	$\Delta$ <i>Separation</i>
<i>Original familism<sub>Movers</sub></i>	-0.153* (0.085)	-0.222*** (0.000)	-0.168*** (0.000)	-0.034** (0.038)
<i>Local familism<sub>Movers</sub></i>	-0.239 (0.107)	0.075 (0.155)	0.037 (0.458)	0.026* (0.069)
<i>Familism<sub>Nonmovers</sub></i>	-0.324*** (0.000)	-0.125*** (0.009)	-0.097** (0.034)	-0.010 (0.175)
<i>Controls</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	Control	Control	Control
观测值数	495	478	478	478
Pseudo R <sup>2</sup> / R <sup>2</sup>	0.047	0.138	0.155	0.061

(四) 家族企业治理改革对公司绩效的影响

前文中已经检验了公司创始人的家族主义文化观念对家族成员管理者变更及公司股权结构变化等一系列公司治理改革的影响,本节将进一步检验公司在上市前三年实施的治理改革能否对公司绩效和销售收入增长率产生影响。利用如下多元回归模型(4)来进行检验:

$$BHAR_{i,t \text{ to } t+3} (Growth_{i,t \text{ to } t+3}) = \beta_0 + \beta_1 Y_i + \beta_2 Controls_i + Industry \text{ fixed effects} + IPO \text{ Year fixed effects} + \varepsilon_i \quad (4)$$

其中,因变量  $BHAR_{i,t \text{ to } t+3}$  表示公司上市后三年内的购买一持有股票超额收益率,  $Growth_{i,t \text{ to } t+3}$  表示

公司上市后三年内的年平均销售收入增长率,解释变量  $Y_i$  分别代表公司在 IPO 前三年内家族成员管理者变更 (*Turnover*)、创始人家族控制权下降幅度 ( $\Delta$  *Control rights*)、现金流权降幅 ( $\Delta$  *Cash flow rights*) 以及两权分离度的降幅 ( $\Delta$  *Separation*)。控制变量与模型 (1) 相同。

表 8 列示了模型 (4) 的回归估计结果。结果显示: 家族企业发生家族成员管理者离职, 控制权降幅越大, 现金流权降幅越大, 或两权分离程度的降幅越大, 则公司上市后三年内的购买一持有股票超额收益率和销售收入年平均增长率越高 (列 5 不显著); 反之, 公司在上市前越少实施“去家族化”公司治理改革, 则公司在上市后的股票市场表现和销售收入增长率越差。本文还以公司上市后五年内的购买一持有股票超额收益率和销售收入增长率来作为因变量, 重新进行表 8 的回归分析, 发现研究结果依然稳健。总体而言, 这些结果在一定程度上支持假设 3, 即家族企业上市前“去家族化”治理改革进行得越不彻底, 则上市后公司绩效和销售收入增长率越低。

表 8 家族企业上市前治理改革对公司上市后业绩提升的影响分析

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>
<i>Turnover</i>	0.119* (0.094)				-0.039 (0.107)			
$\Delta$ <i>Control rights</i>		0.368*** (0.002)				0.204*** (0.004)		
$\Delta$ <i>Cash flow rights</i>			0.244** (0.016)				0.150*** (0.004)	
$\Delta$ <i>Separation</i>				2.509*** (0.000)				0.560* (0.093)
$\ln(\text{firm age})$	-0.035 (0.546)	-0.038 (0.277)	-0.039 (0.261)	-0.038 (0.264)	-0.003 (0.732)	-0.010 (0.383)	-0.011 (0.345)	-0.011 (0.301)
<i>Size</i>	-0.065 (0.295)	-0.046* (0.091)	-0.050* (0.062)	-0.055** (0.045)	-0.010 (0.375)	-0.035** (0.039)	-0.037** (0.035)	-0.042** (0.026)
<i>Leverage</i>	-0.341 (0.251)	-0.368 (0.136)	-0.373 (0.133)	-0.315 (0.249)	-0.202*** (0.000)	-0.302*** (0.004)	-0.306*** (0.004)	-0.285*** (0.006)
<i>ROA</i>	-0.578 (0.384)	-0.415 (0.220)	-0.455 (0.172)	-0.448 (0.235)	-0.213* (0.081)	-0.404 (0.306)	-0.422 (0.279)	-0.448 (0.233)
<i>Political connection</i>	0.002 (0.978)	0.005 (0.882)	0.004 (0.910)	0.003 (0.924)	-0.013 (0.440)	0.003 (0.913)	0.003 (0.933)	0.002 (0.942)
$\ln(\text{founder age})$	-0.496** (0.050)	-0.534*** (0.000)	-0.529*** (0.000)	-0.551*** (0.000)	-0.196** (0.017)	-0.407*** (0.001)	-0.404*** (0.001)	-0.408*** (0.001)
<i>Education</i>	-0.064 (0.242)	-0.056 (0.355)	-0.061 (0.327)	-0.066 (0.274)	0.010 (0.456)	-0.001 (0.959)	-0.003 (0.831)	-0.008 (0.479)

续表 8

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i>	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>	<i>Growth</i>
<i>Industry FE, Year FE</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
观测值数	495	478	478	478	495	478	478	478
R <sup>2</sup>	0.225	0.220	0.218	0.225	0.163	0.162	0.159	0.157

## 五、结论与启示

本文以 2004—2016 年间中国 495 家家族上市公司为样本,构建家族主义文化指标,展开实证检验并发现:家族企业创始人的家族主义文化观念越强,公司在上市前阶段越不可能实施“去家族化”治理改革,即家族成员从董事、监事、高管岗位离职的概率越低,家族对公司的控制权、现金流权以及控制权与现金流的两权分离度的下降程度也越小。当本地劳动力市场不发达或者创始人家族成员的教育背景越差时,创始人的家族主义文化观念对“去家族化”改革的影响越强。进一步研究家族主义文化的影响机制还发现,是家族内部言传身教而不是社会环境的熏陶塑造了创始人的家族主义文化观念,进而影响家族企业的治理决策。最后,本文还发现,“去家族化”改革较不彻底的家族企业在上市后三年或五年内的股票市场表现较差,销售收入增长率较低。本文通过工具变量法、加入随时间变化的省份和行业固定效应等方法来减少实证检验中的遗漏变量等内生性问题,发现实证结果稳健。

本研究具有重要的理论和现实意义。首先,目前国内外研究很少探讨儒家家族主义文化对公司治理和财务决策的影响,因此本研究是一个初步的尝试,后续的研究还可以进一步拓展到探讨创始人家族主义文化观念对企业融资、高管薪酬、企业传承等决策的影响。其次,本文的研究结果对投资者投资决策具有一定的启发意义:家族主义文化使得家族企业在从家族管理转向专业管理过程中面临巨大的困难,而创始人的家族主义文化观念犹如公司的 DNA,其主要受到创始人家庭内部言传身教的影响,较难进行改变。因此,投资者(例如风险投资者)在选择未上市的投资标的时,需要考虑到创始人的家族主义文化观念这一风险因素对公司治理和公司绩效的长期影响。最后,本文的结果揭示了中国儒家传统文化中存在一些不利于企业发展乃至经济增长的负面因素,这是因为传统文化具有滞后性,当社会制度和经济发展的环境发生变化时,传统文化并没有消失,反而是长期影响与制约社会的现代化进程。因此,在传承和发展儒家等传统文化时,需要根据新的历史条件有扬弃地予以继承和创新。

## 参考文献

- 陈冬华、胡晓莉、梁上坤、新夫,2013《宗教传统与公司治理》,《经济研究》第9期。
- 费孝通,1947/1985《乡土中国》,三联书店。
- 古志辉,2015《全球化情境中的儒家伦理与代理成本》,《管理世界》第3期。
- 王小鲁、樊纲、余静文,2017《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社。
- 严中平,1955《中国近代经济史统计资料选辑》,科学出版社。
- 赵龙凯、岳衡、矫堃,2014《出资国文化特征与合资企业风险关系探究》,《经济研究》第1期。
- Ahern, K. R., D. Daminelli, and C. Fracassi, 2015, “Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers Around the World”, *Journal of Financial Economics*, 117 (1), 165—189.
- Alesina, A., and P. Giuliano, 2014, “Chapter 4-Family Ties”, *Handbook of Economic Growth*, 2, 177—215.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb, 2003, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58 (3), 1301—1328.

- Ang, J. S. , Y. Cheng, and C. Wu, 2015, "Trust, Investment, and Business Contracting", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (3), 569—595.
- Banfield, E. C. , 1958, *The Moral Basis of a Backward Society*, Free Press.
- Barber, B. M. , and J. D. Lyon, 1997, "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 43 (3), 341—372.
- Bertrand, M. , S. Johnson, K. Samphantharak, and A. Schoar, 2008, "Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them", *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 466—498.
- Bertrand, M. , and A. Schoar, 2006, "The Role of Family in Family Firms", *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), 73—96.
- Cai, Y. , C. H. Pan, and M. Statman, 2016, "Why Do Countries Matter so Much in Corporate Social Performance?", *Journal of Corporate Finance*, 41, 591—609.
- Claessens, S. , S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57 (6), 2741—2771.
- Claessens, S. , S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58 (1—2), 81—112.
- Ellul, A. , M. Pagano, and F. Panunzi, 2010, "Inheritance Law and Investment in Family Firms", *American Economic Review*, 100 (5), 2414—2450.
- Fernández, R. , 2011, "Chapter 11-Does Culture Matter?", *Handbook of Social Economics*, 1, 481—510.
- Foroughi, P. , A. J. Marcus, V. Q. Nguyen, and H. Tehrani, 2016, "Peer Effects in Corporate Governance Practices: Evidence from Universal Demand Laws", *Social Science Electronic Publishing*.
- Fukuyama, F. , 1995, *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, New York: The Free Press.
- Giannetti, M. , and Y. Yafeh, 2012, "Do Cultural Differences Between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated Bank Loans", *Management Science*, 58 (2), 365—383.
- Greene, W. , 2004, "The Behavior of the Maximum Likelihood Estimator of Limited Dependent Variable Models in the Presence of Fixed Effects", *Econometrics Journal*, 7 (1), 98—119.
- Grullon, G. , G. Kanatas, and J. Weston, 2009, "Religion, Ethics, and Corporate Behavior", *Social Science Electronic Publishing*.
- Guiso, L. , P. Sapienza, and L. Zingales, 2006, "Does Culture Affect Economic Outcomes?", *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), 23—48.
- Guiso, L. , P. Sapienza, and L. Zingales, 2009, "Cultural Biases in Economic Exchange?", *Quarterly Journal of Economics*, 124 (3), 1095—1131.
- Hilary, G. , and K. W. Hui, 2009, "Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?", *Journal of Economics*, 93 (3), 455—473.
- Li, K. , D. Griffin, H. Yue, and L. Zhao, 2011, "National Culture and Capital Structure Decisions: Evidence from Foreign Joint Ventures in China", *Journal of International Business Studies*, 42 (4), 477—503.
- Liu, X. , 2016, "Corruption Culture and Corporate Misconduct", *Journal of Financial Economics*, 122 (2), 307—327.
- McGuire, S. T. , T. C. Omer, and N. Y. Sharp, 2012, "The Impact of Religion on Financial Reporting Irregularities", *Accounting Review*, 87 (2), 645—673.
- Miller, D. , I. L. Breton-Miller, R. H. Lester, and A. A. Cannella, 2007, "Are Family Firms Really Superior Performers?", *Journal of Corporate Finance*, 13 (5), 829—858.
- Nenova, T. , 2003, "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 68 (3), 325—351.
- Porta, R. L. , F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54 (2), 471—517.
- Putnam, R. D. , R. Leonardi, and R. Y. Nonetti, 1994, *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press.
- Rajan, R. G. , 2012, "Presidential Address: The Corporation in Finance", *Journal of Finance*, 67 (4), 1173—1217.
- Shleifer, A. , and R. W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (2), 737—783.
- Stock, J. , J. Wright, and M. Yogo, 2002, "A Survey of Weak Instruments and Weak Identification in Generalized Method of Moments", *Journal of Business & Economic Statistics*, 20 (4), 518—529.
- Weber, M. , 1904, *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*, Scribner's Press.



## Familism Culture, Corporate Governance Reform and Firm Performance: Evidence from China's Family Firms

WU Chaopeng, XUE Nanzhi, ZHANG Qi and WU Shinong

(School of Management, Xiamen University)

**Summary:** The fundamental component of Confucian cultures is familism, which stresses that family ties are the most important of all social relationships. Fukuyama (1995) suggests that in countries where the cultural value of familism is stronger, people are raised to trust their close family networks and to distrust outsiders. Weber (1904) argues that a culture based on strong familism may place restraints on the development of economic activities, which require a more individualistic form of entrepreneurship and the absence of nepotism. However, China seems to provide a counterexample to Weber's notion, given that it is among the most family-focused cultures in the world yet achieved rapid economic growth over the past 40 years. Does this mean China is somehow different, with unique features that allow familism to promote rather than impede economic development? This is the question that we address in this paper.

We analyze the relationship between familism culture and economic development in the Chinese setting. Unlike previous research that provides cross-country evidence on the effect of familism culture on economic growth (Bertrand & Schoar, 2006; Alesina & Giuliano, 2014), our paper is among the first to provide firm-level evidence on the economic outcome of familism culture by showing how familism affects the development of family business. Specifically, we examine the following two questions. First, does company founders' belief in familism hinder corporate governance reform in the pre-IPO stage? Here, corporate governance reform refers to the departure of family members from their management positions, reductions in controlling (family) shareholders' control rights and cash-flow rights, and separation between control rights and cash-flow rights. Second, does corporate governance reform over the pre-IPO period translate into improvements in long-run post-IPO stock returns and sales growth?

To test the above questions, we develop a measure of firm-level familism culture. As familism mainly manifests as trusting family members more than outsiders, we calculate province-level familism culture using World Value Survey (WVS) data on the extent to which people in a particular province trust family members vs. acquaintances. The familism belief of the founder of a family firm is defined as the familism culture of the province where he or she was born.

Our empirical results show that founders with stronger familism beliefs are less likely to conduct governance reform in the pre-IPO stage. Specifically, in firms with stronger familism cultures, family members are less likely to depart from top management positions or reduce their control rights and cash-flow rights, and those rights are less likely to be separated. Our results are robust after controlling for time-varying province and industry fixed effects and after using the IV method to address endogeneity concerns. In addition, we find that these effects are stronger when firms' headquarters are located in provinces with more underdeveloped labor markets and when controlling family members have weaker educational backgrounds. Further research also shows that familism culture affects governance reform through the family internal inheritance mechanism rather than through the social environmental mechanism. Finally, firms that implement fewer changes in management and governance yield lower post-IPO stock returns and slower sales growth.

This paper has important theoretical and practical implications. First, it is among the first works to provide firm-level evidence on the economic outcome of familism culture. Thus, it contributes to the literatures on culture and finance and on corporate governance in emerging markets. Second, our findings have important implications for investors' decisions. Founders' belief in familism can be likened to a firm's DNA, being imprinted through family education and difficult to change. Therefore, investors should consider such beliefs as a risk factor when selecting investment targets.

**Keywords:** Familism Culture; Corporate Governance Reform; Firm Performance

**JEL Classification:** G30, G32

(责任编辑: 谢 谦)(校对: 王红梅)