

北京第二外国语学院国际商学院学术文库



经济管理学术文库·管理类

家族公司治理中的 终极股东控制问题研究

The Research of Ultimate Shareholder Control Problems in
Corporate Governance of the Family Business

郭 斌 / 著

教育部人文社科青年项目“家族企业终极股东的社会资本控制研究——视角”（14YJC630043）；北京市科技创新平台项目“企业财务行为研究”（PXM2014_014221_000020）；国家自然科学基金面上项目“真实业绩与多元化、权力配置与产品市场——基于治理粘性视角”（71402004）；国家自然科学基金项目“TTP框架下中关村高科技企业技术创新的国际共生路径研究”；京工商大学国有资产管理协同创新中心项目“国有企业组织形式研究”



经济管理学术文库·管理类

家族公司治理中的 终极股东控制问题研究

The Research of Ultimate Shareholder Control Problems in
Corporate Governance of the Family Business

郭 斌 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

家族公司治理中的终极股东控制问题研究/郭斌著. —北京: 经济管理出版社, 2015. 1
ISBN 978 - 7 - 5096 - 3618 - 3

I. ①家… II. ①郭… III. ①家族—上市公司—股东—控股—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 022853 号

组稿编辑: 曹 靖
责任编辑: 曹 靖 丁慧敏
责任印制: 黄章平
责任校对: 王 淼

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn
电 话: (010) 51915602
印 刷: 北京京华虎彩印刷有限公司
经 销: 新华书店
开 本: 720mm × 1000mm/16
印 张: 11.5
字 数: 218 千字
版 次: 2015 年 4 月第 1 版 2015 年 4 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3618 - 3
定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

目 录

1 引 言	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 国内外研究现状	7
1.3 研究思路、方法及创新点	18
1.4 本章小结	22
2 上市家族企业控制权及终极股东控制问题	23
2.1 家族企业与家族公司治理特点	23
2.2 企业控制权解读	27
2.3 终极股东控制问题	32
2.4 我国上市家族企业终极股东控制问题的基本现状	38
2.5 本章小结	44
3 上市家族企业终极股东双重控制链：一个理论框架	47
3.1 股权控制链分析范式及其不足之处	47
3.2 探讨终极股东社会资本控制链的必要性	56
3.3 股权控制链和社会资本控制链的比较分析	68
3.4 本章小结	74
4 上市家族企业终极股东双重控制链的构建及演变：基于组织惯例 演化视角	76
4.1 组织惯例的演化理论	76
4.2 组织惯例与终极股东双重控制链的构建	83
4.3 组织惯例演化与终极股东双重控制链的演变	90



4.4	重庆迪马股份的终极股东双重控制链	95
4.5	本章小结	105
5	社会资本、组织惯例、终极股东控制的关系路径模型	107
5.1	理论假设与研究设计	107
5.2	实证研究	120
5.3	研究讨论	128
5.4	本章小结	131
6	上市家族企业终极股东动用双重控制链的典型案列：国美控制权之争	132
6.1	案例背景	132
6.2	理论分析	135
6.3	案例解读	143
6.4	本章小结	147
7	结语与展望	148
7.1	研究结论	148
7.2	研究展望	151
	参考文献	154
	附录	165
	附录 A：家族企业定义汇总表	165
	附录 B：A 股市场表现最佳的 50 家上市家族企业	168
	附录 C：调查问卷	169
	附录 D：学术论文和研究成果	172
	后记	174

图目录

图 1-1	研究的技术路线	18
图 2-1	金字塔股权结构中终极股东控制的比较分析	34
图 2-2	我国家族企业在国内 IPO 年度数据统计	40
图 3-1	终极股东的控制权与现金流权分离示意图	51
图 3-2	家族社会网络嵌入性强度与公司治理成本	59
图 3-3	“飞天系”的金字塔控股结构	70
图 3-4	社会资本控制链分析范式下的终极股东控制和剥夺路径	71
图 4-1	组织惯例的构成	80
图 4-2	组织惯例演化模型	83
图 4-3	终极股东社会资本控制链	86
图 4-4	终极股东双重控制链的内在逻辑	89
图 4-5	重庆市迪马实业股份有限公司演变过程	96
图 4-6	重庆市迪马实业股份有限公司外部组织结构图	97
图 4-7	2006 年重庆市迪马实业股份有限公司的股权结构	99
图 4-8	2007 年重庆市迪马实业股份有限公司的股权结构	99
图 4-9	终极股东双重控制链的构建过程	102
图 5-1	社会资本关系维度影响知识转移机制	112
图 5-2	理论模型	122
图 5-3	修正后的整体理论模型及其各变量系数	126
图 6-1	创始股东和经理人控制权冲突的社会资本分析框架	138
图 6-2	经理人争夺控制权的努力程度	142
图 6-3	信息质量和审查力度的影响	142
图 6-4	国美电器“控制权之争”的演化过程	144

表目录

表 2-1	家族企业定义中的关键词统计	24
表 2-2	上市公司经营比较	41
表 2-3	我国上市家族企业的股权结构	42
表 3-1	两种分析方式下终极股东控制模式间的比较	73
表 4-1	重庆市迪马实业股份有限公司所有权和控制权	101
表 4-2	迪马股份的对外担保情况	103
表 4-3	迪马股份股权质押统计	104
表 5-1	社会关系网络的基本分类	110
表 5-2	样本的一些主要特征	118
表 5-3	各潜在变量的二阶验证性因子分析结果	119
表 5-4	观察变量的相关系数矩阵与方差膨胀因子	121
表 5-5	整体理论模型的检验结果	123
表 5-6	嵌套模型分析法之结果比较	124
表 5-7	理论模型路径系数与假设检验结果	125
表 5-8	中介效应检验	125
表 5-9	各变量对终极股东控制的影响效果分析	126
表 5-10	不同上市状态家族企业的理论模型路径系数与假设检验结果	127
表 6-1	国美电器特别股东大会议案表决结果	134
表 6-2	在三种不同情况中职业经理人所能够实现的净收益	140
表 6-3	“不能摆脱创始股东社会资本控制”的经理人净收益	141
表 6-4	“能够摆脱创始股东社会资本控制”的经理人净收益	141

1 引言

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

针对终极股东控制问题的研究起源于学者对 1997 年 6 月亚洲金融危机爆发原因的探讨。亚洲金融危机突然爆发,波及泰国、马来西亚、日本和韩国等诸多亚洲国家及地区,经济发展受到严重打击。金融危机之后,研究学者纷纷投入到解答其爆发缘由的讨论中,由此掀起第三次全球公司治理浪潮。在金融危机爆发之前,日本、韩国等“二战”后发展起来的工业化发达国家逐渐登上国际经济舞台。很多学者都不断宣扬其先进的经济增长方式和独特的公司治理模式,例如日本的主银行治理机制及交叉持股模式、韩国的企业系族治理模式、东南亚的家族企业治理模式等。难道是上述优质的公司治理模式导致了亚洲金融危机吗?显然,传统公司治理理论难以回答。基于 Berle 和 Means^①关于现代公司所有权和控制权高度分离的传统观点,以往公司治理理论更多地关注:两权分离后,管理层为最大化自身利益而实施侵害公司股东的代理行为。然而,近年来学者普遍发现,许多国家及地区的股份公司的所有权不是分散的,而是相对集中的。Johnson 等^②证明,集中的股权结构虽然能够加大对管理层的监督力度,但也会造成终极股东对中小股东利益的剥夺行为,即“隧道挖掘”。长期以来,亚洲国家公司治理中一直存在以主银行、企业系族、家族等为代表的终极股东控制问题,且其采

① Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Property* [M]. New York: Macmillan, 1932.

② Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling [J]. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 2000, 90 (2).



用的金字塔结构、交叉持股或二元股份等控股结构不断掏空上市公司利益并隐蔽剥夺路径,导致其实际价值远低于市值,产生大量经济泡沫。亚洲金融危机爆发,使人们发现当前公司治理机制的固有缺陷,开始专注于探讨终极股东控制问题,促使公司治理研究重心从“公司股东与经理间的代理冲突”转向“终极股东与中小股东间的利益冲突”。

La Porta 等^①首先提出终极股东控制问题,并详细阐述终极股东通过优先表决权、交叉持股和金字塔型持股结构等方式维持并扩大对上市公司的实际控制权以谋取私利。随后,其他学者又对终极股东控制的存在条件和基本属性做了大量开创性研究^②,最终形成较为合理的理论架构——股权控制链(Equity Control Chain)分析范式。Almeida 等^③延续了该分析范式,对金字塔控股结构如何实现终极股东控制上市公司进行了更为深入的研究。于是,股权控制链分析视角就成为研究我国上市公司终极股东控制问题^{④⑤}的主流范式或传统^⑥。具体来说,终极股东通过金字塔控股结构直接或间接控制上市公司^⑦,使其对金字塔底层上市公司的控制权超过相应的现金流权,也就是其资源调控、管理决策的权力远远超出其所承担的责任义务。这时,终极股东为获取控制权私利而引发与中小股东的利益冲突。

在我国家族公司治理中,普遍存在终极股东控制问题,不仅损害中小股东利益,还使企业价值很低^⑧。我国正处于经济转型时期,家族公司治理机制及法制尚未完善,加之我国“家”的观念和“人情味”文化渗入其中,与西方治理体系相比而言,其治理实践显得更为复杂。所以,家族公司治理终极股东控制问题远非股权控制链分析范式能够完全解释清楚的,存在一定局限性。如若仅凭股权

① La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer. A. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54 (2).

② Claessens S., Djankov S., Fan J., Larry H. P. Lang. The Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia Corporation [J]. Policy Research Paper, Washington D. C. World Bank, 1999.

③ Almeida H., Wolfenzon D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups [J]. Journal of Finance, 2006 (61).

④ 张学洪,章仁俊.金字塔结构下控制权、现金流权偏离与隧道行为[J].经济经纬,2010(4).

⑤ “股权控制链”分析范式就是按照控股结构逐层逐级地向上追溯上市公司的实际控制人或终极股东。现已被广泛应用于“上市公司控制权结构与中小股东利益保护”、“控制权与现金流权偏离的衡量及其对公司价值的影响”和“控制权转移与公司业绩间关系”等领域的实证研究中。

⑥ “股权控制链”分析范式就是按照控股结构逐层逐级地向上追溯上市公司的实际控制人或终极股东。现已被广泛应用于“上市公司控制权结构与中小股东利益保护”、“控制权与现金流权偏离的衡量及其对公司价值的影响”和“控制权转移与公司业绩间关系”等领域的实证研究中。

⑦ 控制股东建立一系列的所谓控制链,其中一家上市公司的股权可能被另一家(上市)公司所控制,而后的控股份额反过来又可能直接或间接地通过类似的链条而落在某个终极所有者手中。

⑧ 苏启林,朱文.上市公司家族控制与企业价值[J].经济研究,2003(8).

控制链追溯上市家族企业的终极股东，那么既不能充分揭示其隐蔽的控制路径并识别其真实身份，又难以精准度量其实际控制程度。事实上，有些学者已经注意到家族公司治理中的终极股东具有很强的隐蔽性，不能简单地依据股权控制链进行直观判断^①。

除此之外，终极股东还能有效利用“亲族”网络中连带的社会资本，强化其对上市家族企业的终极控制，隐蔽“隧道挖掘”（Tunneling）行为。国美电器控制权争夺事件就为研究家族公司治理终极股东控制问题提供了典型案例。2008年11月，国美电器黄光裕因涉嫌经济犯罪被经济侦查系统带走协助调查，陈晓出任董事会主席兼任总裁。也就是说，黄光裕放弃国美控股权赋予的实际控制权，试图动用基于和陈晓的私人关系（社会网络连带）中的社会资本，继续支配国美的经营管理决策。但是，陈晓采用宣传提高企业价值的经营战略，实施管理层股权激励计划、联合机构投资者等手段，也获得了社会资本支持，试图摆脱黄光裕控股权的左右，以避免产生终极股东控制问题。这也验证了高闯^②（2008）创造性提出的，与股权控制链相辅相成的“社会资本控制链”（Social Capital Control Chain）确实存在的合理性，以及在家族公司治理中构建及演化双重控制链实现终极股东绝对控制的规律性。因此，追溯家族公司治理中终极股东真实身份及揭示其控制路径的逻辑起点应是社会网络连带关系。只有细致识别终极股东的社会网络连带关系后，才能发现其是否动用了社会资本强化控制权并获取控制权私利。

1.1.2 提出问题

由前文可知，终极股东同时利用股权控制链与社会资本控制链实现对上市公司的最终控制是研究家族公司治理终极股东控制问题的关键。在股权分散、家族股东相对控股的情况下，股权控制链尚待完善，社会资本控制链对其具有重要的互补作用。但是，现有文献都只是停留在对终极股东股权控制链的静态描述上，而对于社会资本如何成为其控制手段并构建及演化为终极股东双重控制链的过程没有给出具有说服力的回答。这时，人们不禁要问“家族公司治理中终极股东‘双重’控制链是如何生成的”？

因此，本书的主要问题就是家族公司治理中终极股东控制问题，关注的焦点是终极股东双重控制链的构建与演化过程。只有从理论层面深刻揭示其双重控制

^① 叶勇，胡培，黄登仕．中国上市公司终极控制权及其与东亚、西欧上市公司的比较分析[J]．南开管理评论，2005（3）．

^② 高闯，关鑫．社会资本、网络连带与上市公司终极股东控制权——基于社会资本理论的一个分析框架[J]．中国工业经济，2008（9）．



链的生成机制，才能在制度政策层面作出相应的设计和调整，避免产生终极股东控制问题。在沿用终极股东双重控制链既有理论框架^①时，一方面以我国公司法中明确规定以股东享有的控制权为基础分析终极股东的股权控制链，另一方面借用社会学中的社会网络连带或信任关系诠释终极股东社会资本控制链。于是，我们知道股权控制链来源于制度保障，但依然不太清楚社会资本控制链的实施保障是什么，因为，社会网络连带只是社会资本控制链最直接、最明显的度量坐标，信任关系也只是最基本、最本质的核心内容，两者都只是描述一种状态，并不能直接产生控制影响力。有研究表明，由于我国传承的“关系”文化和独特的“类家”集体主义致使社会资本控制链成为我国家族公司治理中终极股东控制手段的重要根源^②。但是，用文化传统界定社会资本控制链难免有些牵强。其实，文化传统也仅是构成社会资本控制链的社会情境，并不能直接产生终极股东控制问题。而且，一方面从现代公司治理的制度安排层面解释股权控制链，另一方面却用我国家族传统文化解释社会资本控制链，解释同一问题却基于两种不同的视角，不免差强人意，缺乏说服力。与此同时，虽然有学者指出将股权控制视为一种正式制度安排，而将社会资本控制视为一种非正式制度安排，用制度分析视角统一研究角度，但目前尚未发现有关双重控制链如何生成的后续研究。

应该从什么视角出发，运用何种分析工具解释家族公司治理中终极股东双重控制链的构建及演化机制？通过研究发现，组织惯例（Organizational Routine）演化理论是一个非常有效的解释工具。组织惯例首先由 Stene（1940）提出，是指能够增强组织管理控制、最小化组织成本及最大化组织行为正当性及合理性的准则。在某种程度上，表现为组织行为主导者依据专业性、系统性知识，保障组织执行决策的一种权力控制手段^③。事实上，终极股东运用社会资本控制链配合股权控制链稳固对上市家族企业的终极控制、调控其资源配置就完全可以视为组织行为主导者凭借其主观能动性（习惯、法律约束以及对风俗、文化、传统的理解和判断），在组织中制定决策程序及运作标准，即组织惯例。因此，引入组织惯例概念及其演化规律解释家族公司治理中终极股东控制问题就非常合理了，避免研究终极股东控制问题时空泛地讨论我国“家”文化的辅助作用。同时，将股权控制链和社会资本控制链都视为组织惯例，就能够统一研究终极股东控制问题

① 关鑫，高闯，吴维库．终极股东社会资本控制链的存在与动用——来自中国 60 家上市公司的证据 [J]．南开管理评论，2010，13（6）．

② 祝继高，王春飞．大股东能有效控制管理层吗？——基于国美电器控制权争夺的案例研究 [J]．管理世界，2012（4）．

③ 金雪军，陶海青，陆巍峰．企业组织惯例演化及多重均衡 [J]．经济纵横，2003（12）．

的视角。其次,组织惯例演化的研究框架和分析工具也相对成熟。Nelson 和 Winter (1982) 采用动态视角提出,组织惯例是基于绩效反馈的一整套相互依赖、有序、可预期的组织行为规则。Cyert 和 March 不断地探索组织惯例在企业运作中的基本演化规律,提出其主要表现为组织的环境适应性 (Adaptation)^①,但是 Feldman 又指出,组织参与者习惯偏好的应激变化也会构成组织惯例突变性 (Mutation) 分解^②。组织惯例体现实施组织行为过程中积累的因果联系和经验性知识,其演化规律也反映组织成员对组织内外部刺激的反应。

终极股东社会资本控制链具有压制成员间冲突、使争议达成妥协、规避不确定性以及形成心理安全感的功能。当上市家族企业受到外力(如股权分置改革、市场监察、政策博弈等)和内力(如阻止危机、文化信仰、成员心智、知识学习)情境的刺激后,终极股东通常会采用社会资本控制链辅助股权控制链的适应性控制行为。因此,组织惯例演化将社会情境与终极股东双重控制方式紧密联系起来,不仅解释了其运用社会资本控制手段的原因,而且间接回答了终极股东双重控制链的生成问题。因此,基于组织惯例演化的视角分析家族公司治理中终极股东双重控制链的构建及演化机制具有重要的理论价值。

1.1.3 研究意义

1.1.3.1 理论意义

本书基于组织惯例及其演化规律的视角,着重论述了家族公司治理中终极股东双重控制链的构建与演化机制,对进一步解释家族公司治理中终极股东控制问题具有重要的理论意义。

第一,统一研究视角,将股权控制链和社会资本控制链都视为终极股东实现控制而在上市家族企业中贯彻实施的组织惯例,仅从该角度研究家族公司治理中终极股东控制问题,避免一面从制度安排视角说明股权控制链,另一面又从家族文化视角分析社会资本控制链,从而产生研究视角不一致的问题。只有将终极股东双重控制链都纳入组织惯例演化的理论框架内,研究才具有理论统一性。

第二,本书承认家族文化对家族公司治理中终极股东社会资本控制链具有重要作用,但也强调社会资本控制本身具有的组织惯例规约组织行为的属性。这样,就不会仅停留在泛泛地探讨中国文化传统与家族公司治理中终极股东控制问题间的影响关系,而是更进一步将文化传统视为情境要素及其对组织惯例的干扰

^① Cyert R. M., March J. G. A Behavioral Theory of the Firm [M]. J. Prentice Hall, 1963.

^② Feldman M S. Organizational Routines as a Source of Continuous Change [J]. Organization Science, 2000 (11).



效应，以此解释家族公司治理中终极股东控制问题的根源，使本研究更专业化和具体化。

第三，如果将股权控制链视为正式制度安排和将社会资本控制链视为非正式制度安排，就只能止步于对家族公司治理中终极股东双重控制链的静态直观描述上，而忽视其中客观存在的演化规律。于是，本书运用目前既有的、较为前沿的组织惯例演化理论，阐释家族公司治理中终极股东双重控制链的生成过程，弥补了上述局限性，并启发对终极股东控制问题的后续研究。

第四，虽然制度经济学中也有许多解释制度变迁的理论工具和研究方法（如路径依赖等），但研究对象多为宏观层面（国家、地区）的制度，对经济组织，特别是对家族公司治理中终极股东控制问题的解释力不足，而组织惯例演化理论就是针对经济组织（企业）行为的研究，避免了上述缺憾。所以，相对于制度安排，组织惯例演化视角显得更为恰当。

1.1.3.2 实践意义

从我国家族公司治理的改革及实践历程可知，如何避免终极股东控制问题、完善监管法制、提升治理效率已成为政府监管部门、相关投资者（中小股东）关注的焦点。因此，探讨家族公司治理中终极股东如何利用双重控制链实现控制上市公司与中小股东利益剥夺的研究对我国公司治理法制创新发挥着重要作用，具有深远的现实意义。基于组织惯例演化规律，上市公司治理体制不是“自我平衡”、亘古不变的，而是有一个累积发展的过程。上市公司内部治理机制具有高度复杂性及整体不稳定性，包含各种意识文化和制度规范的混合体。而且上市公司所处的市场环境瞬息万变、信息产业技术创新等总是不断地融合新旧控制关系及理念中的矛盾及冲突。实际上，我国社会网络连带关系会嵌入上市公司的治理关系中，并因经济、社会变动而相互调节转化形成独特的家族“关系治理”，也会因情境突变导致公司治理危机及治理结构的崩溃。此时，治理监管的法制创新期便会到来。如何对家族公司治理终极股东控制问题实施正确的法制创新，关键在于如何认清社会资本在其中发挥的作用。如果固守旧有“关系治理”，便会导致治理机制的僵化及倒退，但如果对其全盘否定，将现代“法制治理”直接“拿来”，在思想意识上没有经历“体”、“用”及“精华”、“糟粕”间的甄别，谈何“借鉴”，又何来“吸收”？最终，一个不计后果、动荡的家族公司治理机制很有可能因某次市场变革而处于无法维系的危险境地，各利益相关者也会因私利纷纷抛弃公司原有的经营目标，使该治理体系“形同虚设”。因此，针对解决终极股东控制问题的制度创新至少需要在以下两个层面上同步进行：一是公司治理结构层面；二是参与治理活动的行为者的心智层面。观念与法制的变革应具有同时性或交错进步性，用新法制范式整合社会资本的内涵，形成新秩序规范。这样，才能够避免旧有社会网络连带关系中的社会资

本对新公司治理法制创新的阻碍作用，满足各利益相关者的现实需要。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 家族企业的公司治理模式

一直以来，很多学者基于不同视角提出了各自对公司治理模式这一概念的理解。但是，迄今为止，尚未达成统一认可的基本定义。不过，学者都普遍承认，现代公司治理模式是建立在企业财产所有权与公司经营控制权相分离基础上的制度安排。所以，先回顾一下具有代表性的几个定义：

公司治理模式是关于上市公司控制权和剩余索取权配给的一整套法律文件和制度性安排^①，该制度安排主要解决以下几个问题：一是上市公司的目标是什么；二是确定对该目标实施控制的主体、状态及方式；三是如何分配经营风险及收益所得。Neuhauer 和 Lank（1998）指出，公司治理模式是为指挥和控制公司并对其负责的系统，其中控制是对管理层的监督，负责是指利益相关者的责任。简言之，公司治理模式就是有关经营、管理、控制的制度安排。从狭义上说，是在公司财产所有权和经营控制权相分离的条件下，投资者与公司主体间的利益分配及控制联系（Schleifer，1996）；从广义上说，应理解为关于公司组织结构、控制机制、利益分配的所有法律法规、相关机构、文化体系，不仅包括公司主体与投资者、经营者间的关系，还包括与其他相关利益集团（如雇员、顾客、供货商、社区等）间的关系。公司治理模式决定了公司服务的对象和控制的主体，以及风险协调和利益分配比例配给等一系列问题，其设计是否合理已成为决定公司绩效及价值高低的重要因素^②。

对于评价一种公司治理模式是否先进、合理、高效，其标准并不完全取决于其是否有完善的公司组织架构，而且还包括是否能够在既有控制结构下协调治理中各种生产要素所有者间的利益关系，使其在分工合作时降低交易成本，能够在激烈竞争的市场中培育出公司的核心生产要素。保障合理激励与约束的公司治理模式是提高公司绩效、获得长期可持续成长能力的制度保证。家族企业是保有中

① 张维迎．企业家与职业经理人：如何建立信任 [J]．北京大学学报（哲学社会科学版），2003（5）．

② 梁能．公司治理结构：中国的实践与美国的经验 [J]．中国人民大学学报，2000（4）．



性的制度安排,有学者认为是低效的企业组织形式^①;有学者则认为其在某种市场环境中是高效的企业组织形式^②,而我国的家族企业从严格意义上讲是一种高效的家族企业组织^③。家族公司治理模式是家族企业所有权与经营权实际尚未分离、企业与家族合一、控制权在家族内配置的公司治理模式,其特点就是家族企业所有权掌握在以血缘、亲缘、姻缘、乡缘为纽带的家族成员手中,经营管理权由家族掌握,决策程序按照家规执行的组织控制形式^④。李维安(2001)^⑤也曾指出家族公司治理模式是家族企业控制权在家族成员中配置的治理模式,所以研究重点应该放在对控制权的配置上。陈凌等^⑥则认为,对家族公司治理模式的研究不能仅限于对家族企业本身来分析,而应该将重心扩展到更为广阔的社会领域,某种社会信息特征与家族公司治理模式间存在着对应关系。中国社会是“低文本文化”社会,其信息特征是中国人喜欢含混、间接的社会互动,交流信息更多地依靠事前彼此在共同文化背景下达成的共识,简短言语即可传递表达,但外人却感觉含糊不清。据此,“在社会交流尚未规范化的情况下,沟通渠道受到极大限制,信息扩散只能借助面对面的人际交流,此时对应的交易方式是家族网络型交易,这是在中国更易形成家族公司治理模式的主要原因”。

因此,通过将家族公司治理模式与现代公司治理模式相比较,可以发现家族公司治理模式的典型特征就是公司治理关系,其中实控者与被控者间不只是雇佣与被雇佣的简单劳动分工及利益分配关系,而是具有血缘、亲属、族群、朋友的社会关系。换言之,在家族公司治理模式中,参与者都具有“多重角色”,至少能列举出家庭成员、所有者、经理人三种角色,某参与者可能只充当某种角色,也可能同时充当两种或三种角色。由于家族企业经营控制权(Control Right)和所有权(Ownership Right)往往被某一家族掌握,并由其对该企业经营管理实施决策,这种特质使家族企业表现出特殊的公司治理模式。家族公司治理模式既包含正式的契约治理(Contractual Governance),即一般意义上的现代公司治理(Corporate Governance),也包含非正式的关系治理(Relational Governance)^⑦。本书综合上述定义,认为家族公司治理模式应是合理协调公司内部、家族内部、家

① 彭兆荣. 华人家族企业的认同、变迁与管理 [J]. 广西民族研究, 2000 (3) .

② 余立智. 家族制企业的生成与变迁: 一个契约观点 [J]. 财经论丛 (浙江财经学院学报), 2005 (4) .

③ 潘必胜. 民营家族蜕变的深层原因 [J]. 人民论坛, 2010 (4) .

④ 张余华. 中国家族企业治理结构研究 [J]. 江汉论坛, 2003 (3) .

⑤ 李维安. 公司治理学 [M]. 北京: 高等教育出版社, 2005.

⑥ 陈凌, 应丽芬. 代际传承: 家族企业继任管理和创新 [J]. 管理世界, 2003 (6) .

⑦ Mustakallio M. et al. Relational and Contractual Governance in Family Firms; Effects on Strategic Decision Making [J]. Family Business Review, 2002, 15 (3) .

族与企业以及企业与各利益相关者间的各种利益关系的一套规范机制和制度安排,包括契约治理和关系治理两方面内容。

1.2.2 终极股东控制与家族企业的代理问题

La Porta^①首次提出了终极股东控制 (Ultimate Control) 的基本概念。由此,在全球范围内掀起讨论有关终极股东控制问题的研究热潮。Claessens^②通过实证研究发现,终极股东一般会构建复杂控股结构,采用偏离一股一票制以及任命并派驻家族亲属为董事或管理层等方式,加强对上市公司的终极控制。Faccio^③指出,终极股东构建的复杂控股结构主要包含金字塔股权结构、多条控制链控制、类别股票和交叉持股等形式,最终帮助其实现对上市公司进行有效、隐蔽的控制。另外,有研究表明终极股东还会通过在上市公司的董事会中占据更多董事席位来获得公司经营决议的投票权^④,使其控制权私利最大化。终极股东“隧道挖掘”行为会对上市公司其他利益相关主体造成不同程度的利益损害,其中最大的危害就是直接侵害中小股东的利益^⑤。Almeida等^⑥比较了31个不同国家上市公司的盈余管理后发现,终极股东为获取控制权私利,通常会向中小股东及债权人隐瞒真实的企业绩效。Morck^⑦研究了股票价格信息含量与国民经济发展间的关系后发现,如果缺乏完善的法律体系来保护中小股东利益,那么终极股东“隧道挖掘”行为最终会弱化资本市场资源配置功能的有效性。韩德宗^⑧指出,当前我国上市公司的控制权收益显著高于世界平均水平,并与公司总资产及流通股比例呈显著负相关。终极股东更愿意控制资产规模小、流通性弱的上市公司,并掩饰其原本不佳的财务状况,更方便地获取控制权收益。例如,赵昌文^⑨证明了我国

① La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny W. R. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106 (6) .

② Claessens S., Djankov S., Larry H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1/2) .

③ Faccio M., Larry H. P. Lang. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65 (3) .

④ 赖建清. 所有权、控制权与公司绩效 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2007.

⑤ Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling [J]. American Economic Review, Papers and Proceedings, 2000, 90 (2) .

⑥ Almeida H., Wolfenzon D.. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups [J]. Journal of Finance, 2006 (61) .

⑦ Morck R., Wolfenzon D., Yeung B. Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth [J]. Journal of Economic Literature, 2005, 43 (3) .

⑧ 韩德宗, 陈静. 中国 IPO 定价偏低的实证研究 [J]. 统计研究, 2001 (4) .

⑨ 赵昌文, 蒲自立, 杨安华. 中国上市公司控制权私有收益的度量及影响因素 [J]. 中国工业经济, 2004 (6) .



上市公司存在控制权私利，并远高于发达国家，且控制权转移频率高、企业绩效差。

针对家族公司治理中终极股东控制问题的研究文献较少，国内外学者只对家族企业所有权结构及委托代理关系进行了相关研究，但大多仅涉及终极股东控制问题中的某些方面，缺乏系统性的研究成果。Fama 等^①和 Eisenhardt^②曾指出，由于家族成员在企业中拥有占优股权，且其亲属往往又担任重要的经营管理职位，那么所有者与管理者的经营目标一致，都是为了提高经济效益。因此，相比于非家族企业来说，其在监督经营管理上更具优势，交易成本较低，无须增加其他相关激励措施。依据传统代理理论可知，家族成员间的代理成本很低，没有必要建立正式的公司治理机制对经理人实施严格监控与有效激励^③。但是，上述观点都只将代理关系局限于家族企业所有者和经营者间，而忽视了所有者间发生代理冲突的可能性，这正是造成家族企业经营效率低的原因。很多学者研究发现，家族企业的终极股东构建复杂的金字塔结构以及采用交叉持股、任命亲属担任高管等方式，使其控制权与现金流权分离，以“隧道挖掘”为途径掏空上市公司价值，与中小股东产生严重的利益冲突，降低公司治理绩效。Bebchuk^④研究表明，家族企业通常实施特殊的股权强化机制（金字塔结构、交叉持股、复式投票权），即以少量股份实质控制公司经营管理决策，该现象往往在法制不健全或缺乏投资者法律保护的国家及地区较为常见。La Porta 发现，家族企业代理问题多见于家族终极股东（Family Control Shareholder）与外部少数股东（Exterior Minority Shareholder）间，而不是家族企业所有者与管理层之间。家族公司治理中终极股东位于控股结构中的控制链条越长，其所需的现金流就越小，对中小股东利益的侵害程度也就越大。

国内对家族公司治理中终极股东控制问题的研究起步较晚。熊毅^⑤基于我国上市家族企业的股权结构进行分析得出，由于我国市场经济正处于特殊的发展时期，所以我国上市家族企业最优的股权结构表现为，家族终极股东相对控股其他股东适当集中。因此，我国上市家族企业分别在所有权层面以及经营权层面上存

① Fama E. F., Jensen M. C. Agency Problems and Residual Claims [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26 (2) .

② Eisenhardt K. M. Agency Theory: An Assessment and Review [J]. Academy of Management Review, 1989, 14 (1) .

③ Chrisman J. J., Chua J. H., Litz R. Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issue and Exploratory Evidence [J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2004, 27 (2) .

④ Bebchuk L. A Rent-protection Theory of Corporate Control and Ownership [J]. NBER Working Paper, 1999.

⑤ 熊毅. 家族企业成长中的企业家特异变动与企业治理 [J]. 中南财经政法大学学报, 2004 (6) .