



光明学术文库
GUANGMING ACADEMIC SERIES

王明琳 / 著



上市家族企业 委托代理问题研究

A STUDY OF PRINCIPAL- AGENT PROBLEM OF PUBLIC FAMILY BUSINESS

当代浙江学术文丛

光明日报出版社



光明学术文库
GUANGMING ACADEMIC SERIES

王明琳 / 著

上市家族企业 委托代理问题研究

 A STUDY OF PRINCIPAL-
AGENT PROBLEM OF PUBLIC
FAMILY BUSINESS

光明日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市家族企业委托代理问题研究 / 王明琳著. —北京:光明日报出版社,2010.11

(光明学术文库)

ISBN 978-7-5112-0596-4

I. ①上… II. ①王… III. ①家族-私营企业:上市公司-企业管理-代理(经济)-研究-中国 IV. ①F279.245

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第202274号

上市家族企业委托代理问题研究

作 者:王明琳 著

出 版 人:朱 庆

终 审 人:武 宁

责任编辑:祝 菲

封面设计:小宝工作室

责任校对:徐为正 师英杰

责任印制:胡 骑 宋云鹏

出版发行:光明日报出版社

地 址:北京市东城区(原崇文区)珠市口东大街5号,100062

电 话:010-67078245(咨询),67078945(发行),67078235(邮购)

传 真:010-67078227,67078255

网 址:<http://book.gmw.cn>

E-mail: gmcbs@gmw.cn

法律顾问:北京市华沛德律师事务所张永福律师

印 刷:北京大运河印刷有限责任公司

装 订:北京大运河印刷有限责任公司

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社联系调换

开本:690×975 1/16

字数:230千字

印张:12.25

版次:2011年1月第1版

印次:2011年1月第1次印刷

书号:ISBN 978-7-5112-0596-4

定价:28.00元

版权所有 翻印必究

浙江省社科联省级社会科学学术著作出版

资金全额资助出版

国家自然科学基金项目成果 (70902058)

浙江省社科规划重点项目成果 (07CGYJ003ZG)

《光明学术文库·当代浙江学术文丛》

编 委 会

主 任：陈 荣 胡祖光

副主任：邵 清 曾 骅 周鹤鸣

委 员：（按姓氏笔画为序）

马力宏	王维安	卢敦基	卢福营
史晋川	朱忠明	朱新力	吴 笛
张旭昆	李 岩	陆立军	周谷平
林正范	郑仓元	郑孟状	徐 斌
郭祥才	梅新林	黄河清	龚建立
彭少健	程惠芳	葛立成	赖金良

编委会办公室

主 任：邵 清

副主任：刘 东

成 员：叶德清 黄 荻 马少华



《光明学术文库·当代浙江学术文丛》

总序

浙江省社会科学界联合会党组书记 陈荣

有人说，谁能将中国近三十年来的发展奇迹阐释清楚，谁就能得诺贝尔奖。改革开放三十年来，在党的路线、方针、政策的指引下，浙江人民发扬了与时俱进的“浙江精神”，在经济社会发展各方面创造了历史性的辉煌，走出了一条富有时代特征、中国特色、浙江特点的发展道路，使浙江成为中国市场经济、县域经济都十分发达的省份。当前在省委省政府的领导下，浙江社会各界高举中国特色社会主义伟大旗帜，以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，深入贯彻落实科学发展观，全面实施“创业富民、创新强省”总战略，继续解放思想，深化改革开放，加快全面建设惠及全省人民的小康社会。浙江改革开放和经济社会发展的生动实践，是一个理论研究和理论创新的“富矿”，也是浙江人文社会科学研究宝贵财富。

经济社会的发展，与特定地区的精神文化传统相关，因此，对引领浙江市场经济大潮的“浙江精神”的研究、对浙江传统历史人文的研究，也构成了一个古典与现代相结合的富有深刻内容的研究领域。此外，浙江乃至中国的改革开放历程，也大大拓展了马克思主义的研究视野，因此对马列理论进行现代阐释也是一项重要工作。另外，人文社会科学的研究最终是为时代所用，指导社会经济和生活实践，并提高国民的文化素质。因此，将当代社会科学研究的成果转化成可操作的政策建议，以及人民群众喜闻乐见的表述，既是学术研究工作的延续，也是时代赋予我们人文社科研究人员的一项历史使命。

正是在这样的理论背景与现实需求下，浙江省社会科学界联合会作为省



委省政府联系人文社会科学工作者的桥梁纽带，作为全省人文社会科学领域的组织协调机构，坚持“政治立会，活动兴会，科研强会，外联社会”的工作理念，围绕理论研究、社科普及、成果转化、机制建设、队伍建设五大重点工作，有针对性地进行组织、协调、管理、推动工作。首先，针对十七大提出的新观点、新问题、新思路进行马列主义的现代理论阐释的需要，联合有关单位启动了“马列专项课题”研究；其次，针对改革开放的成就和经验，启动了“浙江改革开放三十年”重大课题研究，以及面向全国开展征文活动；再次，围绕长三角一体化，连续多年组织开展专项课题研究；同时，立足浙江，放眼全国，开展社会经济重要问题的理论以及对策研究；另外，我们连续数年关注民情、民生，开展多项重大省情调研；在浙江历史人文研究领域，我们启动了“浙江文化研究工程”，按“今”（浙江当代发展研究）、“古”（浙江历史文化专题研究）、“人”（浙江名人研究）、“文”（浙江历史文献整理）四大板块的布局深入组织研究，有计划有重点地培育浙江学术的优势和特色；等等。在学术研讨方面，以“当代浙学论坛”为龙头，整合各省级学术团体和有关教学科研机构的学术资源，通过系列化的学术年会、专题研讨会和学术报告会等方式，交流当代浙江学人的最新成果，昭示严谨科学的学术规范，营造健康、有序、活跃的学术氛围，推进学术创新。

繁荣和发展人文社会科学，打造当代浙江学术品牌，需要我们解放思想，突出重点，进一步创新工作机制，树立品牌意识，构建良性载体和平台，努力创建科学发展的新格局，推进社科事业新发展。我们积极培育和提升了浙江文化研究工程、重点基地建设、策论研讨、浙江人文大讲堂、科普周、当代浙学论坛、重大省情调研、浙江学术名片等八大工作品牌，组织和动员了各教学科研单位和学术团体以及广大社会科学工作者，为浙江的经济社会发展和文化大省建设服务，为繁荣发展浙江的人文社会科学事业服务。在各方面的共同努力下，浙江的人文社会科学研究继承和发扬了自古以来的优秀学术传统，呈现出成果较多、质量较好、气氛活跃、前景喜人的特点。

人文社会科学研究成果要获得社会承认，为社会所用，将学术成果出版是首要环节。但是由于学术作品具有很强的外部性，往往存在出版难的问题。



因此，资助我省学者的优秀学术著作出版，是浙江省社会科学界联合会的一项重要工作。自2000年以来，在省委省政府的支持下，我省设立了“浙江省省级社会科学学术著作出版资金”，截止2008年，已资助了351部学术著作出版，有效地缓解了“学术著作出版难”的问题。

为了集中展示当代浙江学者的学术研究成果，从2006年起，我们将在获得资助的书稿中，由出版资助评审委员会遴选部分书稿，给予全额资助，以“当代浙江学术文丛”系列丛书的方式，分期分批出版，并得到光明日报出版社的大力支持，将之纳入了《光明学术文库》。

《光明学术文库·当代浙江学术文丛》的出版，是浙江省社会科学界联合会集中推出学术精品，集中展示学术成果的重要探索。文丛的学术质量，既有赖于我省学人的创造性研究，也有赖于每年出版资助评审委员会的严格把关。因此，文丛的编委会成员，由当年的出版资助评审委员会成员组成。

当代的浙江人文社会科学研究的学者们，既要深入研究、努力传承和弘扬学术思想的优秀传统，又要面向浙江经济社会发展的生动实践，更要促进学术创新和学术繁荣，服务浙江现代化建设。我深信，《当代浙江学术文丛》的出版，对于我们坚持学术标准，扶持学术精品，推进学术创新，打造当代浙江学术品牌，一定会产生积极的影响；对于我们研究、阐释改革开放三十年来的发展奇迹，总结、探索科学的发展道路，并在各方面深入贯彻落实科学发展观，推进小康社会建设，也一定会产生积极的作用！

2009年3月

序

中国近代民族企业的发展从一开始就带有浓厚的家族色彩，自上世纪70年代末以来，伴随民营经济迅速发展的同时，“家族式”企业（以下称家族企业）成为普遍存在的企业组织形式。但是，当前鲜有民营企业家承认自己的企业是家族企业，个中原因，除了我们民族上世纪初以来所经历的独特的心历路程之外，一个重要原因是“家族企业”这一概念本身“内涵”欠明确，相应地，导致其“外延”不够清楚。一谈起家族企业，人们的第一感觉就是那种初始状态的“家族所有、家族控制、家族管理”的“三权合一”企业。虽然大部分中国人内心深处抱着“打虎亲兄弟、上阵父子兵”的想法，但是，企业一旦染上“家族”二字，犹如在它周围拉起一圈厚厚的黑幕，身处幕布之外的人们首先联想到的就是“家长权威”、“裙带关系”，以及种种说不清道不明暗箱操作，或者干脆抱着“富不过三代”的古谚，在一旁“眼看他起朱楼，眼看他宴宾客，眼看他楼塌了”。

以上描述的的确确是当前中国大陆绝大部分地区的家族企业不得不面对的尴尬境遇。

事实上，即使在具有未经外部力量人为打断的、“自然的”企业发展史的发达欧美国家，按照通行的所有权或控制权的界定标准，家族企业的比率并不在少数，人们可能会惊愕大量耳熟能详国际知名企业——沃尔玛、家乐福、奔驰、菲亚特、福特、标致、洛克菲勒、壳牌、拜耳、杜邦、安达高（安利母公司）、宜家等都属于家族企业，其中并不乏跨越三个世纪的百年老店，而知名媒体则几乎上都是家族企业——默多克家族的新闻集团、考克斯家族的考克斯报系、摩恩家族的贝塔斯曼公司、麦高家族的麦高希尔出版公司，以及《纽约时报》、《华盛顿邮报》等等。更遑论丰田、索尼、东芝、松下、三菱、三星、LG等企业，处在深受中国传统儒家文化影响的日韩国家，“家族式”治理成为了东亚地区企业的主流治理模式。

实际上，当前中国人对家族企业的迷茫只是欧美人对家族企业认知过程的再一次重现，西方学者对家族企业也经历了一段“否定之否定”的历程。

在1932年出版的《现代公司与私有产权》里，法学家伯利和经济学家米恩斯认为由于实现大规模生产的工业技术的应用以及企业规模的扩大，公司财富的所有权广为分散，与之相伴随的是个人决策权和控制权的衰落——财富的所有权没有相应的控制权，而财富控制权没有相应的所有权。大约半个世纪之后，企业史学家钱德勒在其经典著作《看得见的手——美国企业的管理革命》中，考察了美国19世纪40年代到20世纪20年代现代大企业的成长以及职业经理阶层的兴起过程。在钱德勒看来，管理的“有形之手”取代市场“无形之手”的过程正是“经理式”企业压倒和取代“家族式”企业的过程——当现代工商企业规模和经营多样化发展到一定水平，企业管理权就会和所有权分开，支薪经理既支配了中低层管理也支配了高层管理。

上述两个论断可以分别称为“伯利—米恩斯命题”和“钱德勒命题”，伴随着美国大型工商企业的巨大成功，在很长一段时间内两大命题受到了大多数学者教条式地推崇。但是，一些学者在上世纪五十年代就清醒地指出，伯利和米恩斯的结论仅仅来源于对企业表面现象的观察，处于马歇尔的个入业主式企业和经理式企业之间的，是那些表面上、法律上的公众公司而事实上的家族企业，企业的控制权仍然牢牢掌握在家族手中。同样，钱德勒命题面临的一个严峻的挑战是，家族企业并没随着现代大型工商企业的发展而消亡，克林·盖尔西克在《家族企业的繁衍》一书指出，“世界范围内80%以上的企业归属于家庭企业，其中既有著名的世界最大的超经市场沃尔玛和投资界领袖富达投资公司，也有独守一隅的小杂货店”，越来越多的证据表明家族企业在世界范围内仍是一种普遍存在且富有活力的企业组织方式，相关研究不胜枚举，此处不再累述。

目前，西方学者和民众已经能够对家族企业进行客观的评价，但是反观国内，家族企业所处的舆论环境仍然不容乐观甚至残酷，一个极端的表现是“家族企业自身也不愿意承认自己是家族企业”。本文写作的一个目的就是表明下述观点：其一，家族企业是一个连续分布的谱系，就某个具体的家族企业而言，也是一个不断发展的动态过程，从“前店后厂”的手工作坊到巨型跨国公司集团，都可以视为宽泛意义上的家族企业，不能用效率“高”或者“低”来简单描述，“家族治理”也是一种中性的企业治理模式，不能用“好”或者“坏”来简单评价；其二、由于家族企业是一个连续分布的谱系，家族企业 and 非家族企业的两分法是必要的，但已经无法满足进一步研究的需要，如要进一步理解同一环境中的家族企业形态的复杂性、制度框架的差异

性和行为取向的多元化,必须进一步深入剖析家族企业所处发展阶段、最终控制性家族的类型、风险偏好和价值取向等内在特征。

在上述思想的指导下,本书专门对大中型上市家族企业公司治理的核心问题——委托代理问题进行了较为深入地研究。

本书认为,西方传统委托代理理论本质上是针对英美公众公司而提出的一种“单重”委托代理理论,主要研究英美国家典型公众公司中分散的社会股东和拥有控制权的职业经理人之间的代理问题,要解决的核心问题是如何保证经理人按照社会股东的利益行事。但是,当前国内上市家族企业面临着双重委托代理问题:除了业主和经理人之间的第一重代理问题;还存在控制性家族股东和分散的社会股东之间的第二重代理问题;并且,由于企业内部存在家族经理人和外部职业经理人两类不同性质的代理人,第一重代理问题又可以进一步区分为两个层面,即业主和家族经理人之间的代理问题,以及业主和外部职业经理人之间的代理问题。因此,国内上市家族企业治理结构的最大特征是存在复杂的“双重三层”委托代理问题,其间又会涉及家族成员之间的“利他主义”、“业主权威”、金字塔控制结构等对双重代理关系产生不确定影响,但长期以来又被西方传统委托代理理论所不同程度忽视的因素。如果简单借鉴西方传统代理理论,难以有效分析国内上市家族企业的代理问题,有必要结合家族企业面临的实际情况,对西方传统代理理论进行合理拓展,建立一个涵盖“双重三层”委托代理问题,并且纳入上述特殊因素在内的分析框架。

本研究根据控制性家族和上市公司及其核心业务的关系,将国内沪深两市的上市家族企业划分为“创业型家族企业”(FFB)和“非创业型家族企业”(N-FFB)两大类。在“控制性家族——双重三层委托代理问题——企业价值”假说的指导下,对两类企业进行实证研究,发现虽然两者皆属于家族企业,但在家族最终所有权、控制权、经营权之间的关系、企业内部的利他主义、业主权威、金字塔控制结构等治理特征上存在一系列显著差异。

本研究最重要的贡献是,发现两类家族企业面临着不同的代理冲突:“创业型家族企业”主要面临的是第一重代理问题——企业内部业主和经理人之间的代理问题。尽管业主权威能够降低代理成本,但是家族内部的利他主义不仅没有降低代理成本,反而加重了业主与家族经理人的代理问题;但没有证据表明控制性家族和社会股东之间存在系统的代理冲突。相反,“非创业型家族企业”主要面临的是第二重代理冲突——控制性家族和分散的社

会股东之间的代理问题。上市公司的控制性家族通过形式多样的“隧道行为”侵占社会股东利益的情况并非刚刚开始显现，而是已经比较严重，这种代理冲突随着控制性家族的控制权和现金流权的偏离程度的扩大而恶化。因此，无论进行理论分析，还是政策制定都必须把两类企业区分开来，不能将两者混为一谈。

进一步研究第一重代理关系发现，目前我国的大部分上市家族企业，尤其是“创业型家族企业”存在同时雇佣家族经理人和外部职业经理人，实施“混合治理”的状况。这实际上是业主在家族企业内部、外部各种正式的治理机制弱化，无法抑制外部经理人机会主义行为的情况下，不得已而设置的一种非正式的治理机制。其初衷是通过同时雇佣两类异质型经理人，并且在两者中间实施“歧视”，达到抽取外部经理人的信息租金，抑制外部经理人的机会主义行为，从而降低代理成本的目的。

进一步研究第二重代理关系发现，虽然金字塔控制结构可以帮助控制性家族以较低的成本获取上市公司控制权，为其侵占社会股东利益提供条件。但是，没有足够证据表明控制性家族构建金字塔结构单纯是为了侵占社会股东利益，即使是非创业型家族也不例外。金字塔结构本身是一种中性的股权控制方式，既可以为控制性家族对上市公司实施“隧道行为”提供条件，也可以在特定情况下为其实施“支持行为”提供便利，而后一种行为客观上起到保护社会股东利益的效应。

上述发现有助于我们准确把握当前上市家族企业的治理结构和组织行为，形成正确的舆论导向及合理的政策建议，从而为我国家族企业长期、健康发展营造良好的外部环境。

虽然作者从事家族企业研究已近十载，但在漫漫无涯的学术道路上仍然是一个年轻学者，因此，本书不足之处在所难免。但是无论成绩亦或缺陷，作者都将其视作是未来研究的一个动力，催促自己在这一领域探索不息，耕耘不止。

王明琳

二〇一〇年八月于运河西畔

目 录

第1章 导论	/ 1
1.1 研究背景	/ 1
1.2 研究对象和研究问题	/ 5
1.2.1 研究对象	/ 5
1.2.2 研究问题	/ 6
1.3 文献回顾	/ 8
1.3.1 家族企业界定和家族治理结构	/ 8
1.3.1.1 家族企业界定	/ 8
1.3.1.2 家族治理结构	/ 11
1.3.2 国外文献回顾	/ 15
1.3.2.1 企业层面：业主、家族经理人、外部经理人	/ 16
1.3.2.2 宏观层面：家族企业、外部市场和法律环境	/ 18
1.3.3 国内文献回顾	/ 20
1.3.3.1 家族企业与社会职业经理人	/ 21
1.3.3.2 家族企业与社会金融资本	/ 24
1.4 研究思路、框架结构和主要创新点	/ 26
1.4.1 研究思路	/ 26
1.4.2 框架结构	/ 27
1.4.3 主要创新点	/ 28



第2章 上市家族企业的“双重三层”委托代理问题 / 30

2.1 对西方传统委托代理理论的反思及家族治理结构分析

框架的构建 / 31

2.1.1 家族企业第二重代理问题：一个长期不被重视的命题 / 31

2.1.2 家族企业第一重代理问题的特殊性 / 34

2.1.3 家族企业“双重三层”委托代理问题分析框架 / 36

2.2 利他主义与家族企业第一重代理关系 / 37

2.2.1 家族成员之间的利他主义行为 / 37

2.2.2 利他主义对家族中代理关系的影响 / 39

2.2.3 利他主义对家族企业中代理关系的影响 / 41

2.2.4 引入利他主义的家族企业第一重代理关系模型 / 45

2.2.4.1 不对称利他主义 ($\beta_p > \beta_k$) 条件下两类代理人努力程度比较 / 46

2.2.4.2 市场竞争程度与家族经理人的努力程度 / 49

2.2.4.3 对称利他主义 ($\beta_p = \beta_k = \beta$) 条件下两类代理人努力程度比较 / 51

2.2.4.4 不同状态下委托代理关系的效率比较分析 / 52

2.3 业主权威与家族企业第一重代理关系 / 53

2.3.1 家族企业中的业主权威 / 54

2.3.1.1 交易方式的演化与契约性质的变迁 / 54

2.3.1.2 公众公司中治理权威主导的权威体系 / 55

2.3.1.3 国有企业中行政权威主导的权威体系 / 56

2.3.1.4 家族企业中的业主权威——以管理权威主导的

权威体系	/ 57
2.3.2 业主权威对家族企业第一重代理关系的影响	/ 59
2.4 金字塔控制结构与家族企业第二重代理关系	/ 62
2.4.1 金字塔控制结构与家族控制权	/ 62
2.4.2 金字塔控制结构引发的家族企业第二重代理问题	/ 64
2.4.2.1 隧道行为——自下而上的现金流转转移	/ 65
2.4.2.2 过度投资——自上而下的现金流转转移	/ 66
2.4.3 一个家族金字塔控制结构降低上市公司价值的模型	/ 67
2.5 本章小结	/ 71
 第3章 上市家族企业“双重三层”委托代理问题的 实证分析	/ 73
3.1 有关家族企业委托代理问题和企业价值的观点分歧	/ 73
3.2 控制性家族类型、委托代理问题与企业价值	/ 77
3.3 上市家族企业治理特征的描述性分析	/ 82
3.3.1 样本选择和数据来源	/ 82
3.3.2 相关变量选择及定义	/ 83
3.3.3 当前国内上市家族企业治理特征的分类描述	/ 88
3.3.3.1 整体性描述	/ 89
3.3.3.2 分类描述和比较	/ 89
3.3.3.4 两类家族企业治理特征的比较分析	/ 96
3.4 上市家族企业“双重三层”委托代理问题的回归分析	/ 96
3.4.1 假设提出	/ 97
3.4.1.1 利他主义与上市家族企业价值的关系	/ 97



3.4.1.2	业主权威与上市家族企业价值的关系	/	98
3.4.1.3	金字塔控制结构与上市家族企业价值	/	99
3.4.1.4	控制权和现金流权偏离程度与上市家族企业价值	/	99
3.4.1.5	股权集中度与企业价值	/	100
3.4.1.6	债务融资与上市家族企业价值	/	101
3.4.1.7	股权制衡（多个大股东治理）与上市家族企业价值	/	103
3.4.1.8	董事会的独立性与上市家族企业价值	/	104
3.4.2	实证检验及其结果分析	/	105
3.4.2.1	利他主义与市场价值	/	108
3.4.2.2	业主权威与市场价值	/	109
3.4.2.3	控制权和现金流权偏离程度与市场价值	/	110
3.4.2.4	金字塔控制结构与市场价值	/	112
3.4.2.5	股权集中度与市场价值	/	112
3.4.2.6	股权制衡与市场价值	/	113
3.4.2.7	债务融资与市场价值	/	113
3.4.2.8	独立董事与市场价值	/	116
3.4.2.9	企业规模与市场价值	/	116
3.4.3	稳健性检验	/	117
3.4.4	政策含义	/	117
3.5	本章小结	/	118



第4章 第一重代理关系的进一步研究：混合治理与“歧视机制” / 120

- 4.1 专业化分工和外部经理人的信息租金 / 121
- 4.2 作为家族企业非正式治理机制的歧视 / 124
- 4.3 一个决定“歧视机制”作用范围的简单模型 / 126
- 4.4 本章小结 / 131

第5章 第二重代理关系的进一步研究：家族控制金字塔结构成因分析 / 132

- 5.1 单纯的隧道行为无法解释金字塔控制结构的存在 / 132
- 5.2 控制性家族对上市公司的支持行为 / 135
 - 5.2.1 水平结构中控制性家族的支持行为 / 138
 - 5.2.1.1 水平结构中支持行为发生的条件 / 139
 - 5.2.1.2 水平控制结构中不发生支持行为的条件 / 140
 - 5.2.2 金字塔结构中控制性家族的支持行为 / 141
 - 5.2.3 水平结构和金字塔结构中支持行为的比较分析 / 142
 - 5.2.4 水平结构和金字塔结构的相机选择 / 145
 - 5.2.5 金字塔结构与法律对外部股东的保护程度 / 147
- 5.3 本章小结 / 150

第6章 研究结果和未来展望 / 152

参考文献 / 156

后记 / 176