

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书
经济组织与制度经济学系列 罗必良 / 主编

Directorate Governance,
Information Transparency and Family Firm Value
——Based on Chinese Listed Companies

家族企业董事会治理、 信息透明度与企业价值

——基于中国上市公司的实证研究



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书
经济组织与制度经济学系列 罗必良主编

家族企业董事会治理、信息透明度与企业价值

——基于中国上市公司的实证研究

**Directorate Governance, Information Transparency and
Family Firm Value—Based on Chinese Listed Companies**



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

家族企业董事会治理、信息透明度与企业价值：基于中国上市公司的实证研究/于健南著.
北京：中国经济出版社，2011.1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0399 - 7

I. ①家… II. ①于… III. ①家族—私营企业：上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 237071 号

责任编辑 张淑玲
责任审读 霍宏涛
责任印制 张江虹
封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社
印刷者 北京市昌平区新兴胶印厂
经销者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 12.25
字 数 150 千字
版 次 2011 年 1 月第 1 版
印 次 2011 年 1 月第 1 次
书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0399 - 7/F · 8668
定 价 28.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换 (联系电话：010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话：010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话：12390)

服务热线：010 - 68344225 88386794

作者简介

于健南，男，1974年9月出生于内蒙古乌海市，会计学博士，中国注册会计师，华南农业大学经济管理学院会计系副教授，主要讲授“会计学原理”、“成本管理会计”、“中级财务会计”等课程。迄今为止，主持和参与包括省部级等各类科研课题共6项，其中一项主持课题获广东省财政厅三等奖；参与撰写学术论著《我国家族企业治理与信息传递机制研究》；在《产业经济研究》、《山西财经大学学报》、《科技管理研究》等专业期刊上发表学术论文10余篇。主要研究领域为公司治理与信息披露、家族企业治理与信息披露规范、企业内部控制等。

序

华南农业大学经济管理学院是一所融农业经济、产业经济、工商管理、金融、贸易、财会诸学科为一体,具有博士后、博士、硕士、本科等多层次,多规格人才培养能力,实行人才培养、科学研究和社会服务相结合,在国内外具有一定影响的学院。

经过多年的建设,学院已经形成了以农业经济管理为核心的复合型学科群,其主要研究方向包括:农村经济发展与政策、农村经济组织与制度经济、农村产业集群与中小企业管理、农产品市场与国际贸易、农村金融与公共投资等。本学科的总体水平在国内同类学科及广东省经济管理类学科中排名均处于前列。1997 年被列为华南农业大学“211 工程”建设重点学科之一,1999 年被遴选为广东省重点学科,并评为广东省经济管理类三个 A 类重点学科之一,2001 年评为国家重点学科,2006 年 5 月再次被评为国家重点学科。

为了有效地实施重点学科的建设计划,经济管理学院于 2002 年决定出版“国家重点学科农业经济管理系列丛书”,集中出版以反映我院学科特色、具有较高质量的标志性成果。该系列丛书由教材、研究专著及部分优秀博士论文组成。分为四个子系列:经济发展与政策系列、经济组织与制度经济学系列、外向型经济与企业管理系列、国际贸易与金融系列。

制度经济学的研究,已经成为华南农业大学经济管理学院学科发

展的重要方向之一。在近些年中,学院的部分老师和研究生为深化有关方面的研究做出不懈的努力,并为这一研究方向的成长做出了他们的贡献。先后在《经济研究》、《经济学家》、《经济科学》、《中国社会科学季刊》等重要刊物发表论文与研究报告 400 余篇,出版了《市场化进程中的组织制度创新》、《经济组织的制度逻辑》、《经济发展中的制度变迁》、《目标、效率与治理结构选择》、《技术创新、制度创新与中国农村经济发展》、《技术、制度与发展》、《新制度经济学》等多部专著和教材。

作为华南农业大学经济管理学院主持的国家重点学科“农业经济管理”系列丛书的一部分,“经济组织与制度经济学”子系列除了出版有关的教材外,还致力于经济组织效率的制度经济学研究。主要内容涉及经济组织的契约性质、经济组织的效率生成、经济组织与环境的相容性、不同经济组织的比较优势与作用范围、制度变迁的逻辑与演化路径、经济组织的激励机制设计、产权制度与政府行为等。

本系列已经出版的著作有:

1. 罗必良等:《农业产业组织:演进、比较与创新——基于分工维度的制度经济学研究》,2002;
2. 曹正汉:《信念、效率与制度变迁——广东省中山市崖口村公社制度研究(1980~1999)》,2002;
3. 郭守前:《资源特性与制度安排》,2004;
4. 吴剑辉:《经济组织的治理逻辑》,2005;
5. 马乐新:《中国药品管制的制度经济学研究》,2005;
6. 傅晨:《中国农业合作经济:组织形式与制度变迁》,2006;
7. 万俊毅:《机构投资股东:理论、实践与政策》,2006;

8. 王京安:《企业规模决定论——基于信息和知识的解释》,2006;
9. 易法敏:《核心能力导向的企业知识转移与创新研究》,2006;
10. 张日新:《人力资本与中国高等教育体制改革研究》,2006;
11. 林关征:《水资源的管制放松与水权制度》,2007;
12. 李明月:《我国城市土地资源配置的市场化研究》,2007;
13. 文晓巍:《易变质商品供应链库存研究》,2007;
14. 秦勉:《资产减值会计制度——历史、机理与效率》,2008;
15. 马亚男:《知识联盟组织间技术知识共享的风险控制》,2008;
16. 王雄志:《配送中心配货作业方法研究》,2008;
17. 何一鸣:《产权管制放松理论——验证于中国的农地制度变迁(1958—2009年)》,2010;
18. 罗必良主编:《产权制度与经济组织》,2003;
19. 罗必良主编:《政府、市场及意识形态——新制度经济学的解析》,2003;
20. 罗必良主编:《农村经济组织的创新与绩效——新制度经济学的解析》,2003。

(后三本由中国数字化出版社出版)

本书亦是该系列中的一种。

作为国内首例制度经济学本土化研究的系列丛书,存在不足是难免的。因此,我们期待着社会和学界的关注、批评与呵护,同时希望此系列成为华南农业大学经济管理学院学科成长的台阶与标志。

罗必良

2010年10月于广州

内 容 提 要

由于家族股东的“一股独大”以及家族对企业的控制，与非家族企业相比，家族企业内部的委托—代理问题及其治理模式也有别于非家族企业。本书基于家族上市公司中特殊的“双重委托代理”问题，选取了我国 2003 ~ 2007 年沪深两市 110 家家族控制的上市公司作为样本，从内部治理和外部治理两个角度，分别对我国家族上市公司的董事会治理、信息透明度与企业价值的关系进行了理论分析和实证研究。

理论分析说明，家族大股东与中小股东之间的代理问题是家族上市公司的主要代理问题，家族“利他主义”并没有抵消甚至还会增加家族企业的代理成本。因此家族上市公司治理问题的核心是如何保护中小股东的利益不被家族大股东侵占，并在此基础上，充分提高董事会的运行效率。而董事会治理作为公司内部治理的核心，提高公司信息透明度作为外部治理的依据，都可以发挥保护中小股东利益，提高企业价值的作用。

实证结果发现：家族上市公司的董事会结构、行为及能力、激励水平三个方面都会对企业的价值产生影响。在董事会结构方面：董事会专业委员会设置与企业价值正相关；董事会规模、董事长与总经理两职分离与企业价值存在负相关关系，而家族成员董事比例与企业价值之间呈倒 U 型关系。董事会行为、能力方面：行业及专

业背景董事比例、董事会会议次数、独立董事离职比例与企业价值正相关，而董事会缺席会议比例越高，企业价值越低。董事会激励水平方面：家族成员董事持股比例与企业价值负相关；独立董事的薪酬与企业价值则存在正相关关系。此外，实证研究还发现：信息披露评价、当年的分析师预测人数与企业价值负相关，当年的分析师盈利预测偏差与企业价值之间负相关，但不显著。

在上述研究发现的基础上，提出本书的政策建议：进一步完善我国上市家族企业的董事会治理和信息披露制度，提高董事会的独立性和董事会人员的素质，完善独立董事的激励和约束机制，建立规范的董事会会议制度，以及结构合理、实质重于形式的信息披露制度，促进我国家族企业的长期、健康发展。

关键词：家族企业 董事会 信息透明度 企业价值

Abstract

Because the new problem “one share big alone” and family-control in family business, the principal-agent relationship and governance pattern are different between family and non-family business. With the development of Chinese capital market, the number of family-owned listed company increased rapidly in recent years. Based on the “dual-agency problem” of family business, this paper selects 110 family-owned listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges in 2003-2007 as the samples, and studies the relationship between the directorate governance, information transparency and family firm value from internal and external governance two aspects.

As theoretical analysis we find that: the agency conflict between family-controlled majority stockholders and spacious minority stockholders is dominating agency problem in family-owned listed companies, and the “family altruism” does not offsets but increases agency cost of the family company. So the core of corporate governance in family-owned listed company is how to protect the minority stockholders from being exploited and violated by the family majority stockholders. As the core of internal governance, directorate governance and information transparency which is the base of external governance all can realize this purpose and improve firm value.

The result of demonstrate study shows that: the board's structure, director's behavior and capability, stimulation level all can influence firm value. In respect to board's structure: There exist positive correlation between firm value and setting directorate specialty committee; negative cor-

relation between firm value and board scale, separation of the chairman and general manager; but an inverted U-shaped relationship between firm value and the ratio of family- director. In respect to director's behavior and capability: There exist positive correlation between firm value and the ratio of industrial & professional director, the number of board conference and the ratio of independent director dismissal; the higher the proportion of director's absence for board conference, the lower firm value would be. In respect to stimulation level: There exist negative correlation between firm value and family-director's share ratio; positive correlation between firm value and independent director's salary.

In addition, the demonstrate study finds that there exist negative correlation between firm value and the information disclosure evaluation, analysts follow of current year and forecast error. But forecast error is not significant. This result indicates that the higher the information transparency of Chinese family-owned listed companies, the lower firm value would be.

This paper try to give some proposals based on the above results of theoretical analysis and demonstrate study. It is necessary to perfect the directorate governance and information disclosure institution for Chinese family-owned listed companies, at the same time increase the independence of the board and the quality of the director, improve independent director's incentive and restraint mechanisms. Further more we suggest perfecting the institution of board meeting and legal system of protecting minority shareholders' benefit, establishing an information disclosure institution with reasonable structure and more essential than formal, in order to promote the development of our family-owned listed company incessantly and healthily.

Key words: Family business; Directorate; Information transparency; Firm value

序 / 1	
内容提要 / 1	
ABSTRACT / 3	
1 引言	1
1.1 研究背景及问题的提出 / 1	
1.2 研究思路和方法 / 5	
1.3 相关概念的界定 / 7	
1.4 研究结构及内容 / 11	
1.5 创新点及学术贡献 / 13	
2 家族企业治理的研究回顾	14
2.1 家族企业的所有权结构、委托代理关系研究 / 14	
2.2 家族企业的董事会治理研究 / 18	

2.3	家族企业的经理层问题研究 / 20	
2.4	家族企业的信息披露研究 / 23	
2.5	家族企业治理的系统研究 / 26	
2.6	家族企业的组织演进研究 / 28	
2.7	家族企业信任问题研究 / 30	
2.8	董事会治理与企业绩效的研究 / 32	
2.9	信息透明度与企业价值关系的研究 / 40	
2.10	简要评价 / 42	
3	家族企业的委托代理及治理机制分析	44
3.1	理论基础 / 44	
3.2	家族企业的特征 / 61	
3.3	家族企业代理问题的理论分析 / 63	
3.4	家族企业的内部治理 / 71	
3.5	家族企业信息透明度的治理机制 / 75	
4	中国家族上市公司的现状	77
4.1	中国家族上市公司的发展历程 / 77	
4.2	中国家族企业上市的主要特征 / 80	
4.3	中国家族上市公司内部治理的主要特征 / 82	
4.4	中国家族上市公司的信息透明度 / 85	
5	董事会治理与企业价值的实证检验	91
5.1	样本选择和数据来源 / 91	

5.2	研究假设 / 93	
5.3	变量定义和模型设计 / 104	
5.4	家族上市公司董事会治理特征的描述性分析 / 109	
5.5	回归分析 / 121	
6	信息透明度与企业价值的实证检验	130
6.1	信息透明度的衡量 / 130	
6.2	样本选择和数据来源 / 132	
6.3	研究假设 / 132	
6.4	变量定义和模型设计 / 135	
6.5	家族上市公司信息透明度描述性分析 / 137	
6.6	回归分析 / 139	
7	结论与启示	143
7.1	研究结论 / 143	
7.2	研究启示 / 146	
7.3	研究的局限性及后续研究方向 / 152	
	参考文献	154
	后 记	173

1 引言

1.1 研究背景及问题的提出

自从 1932 年 Berle 和 Means 提出代理成本是来自于公司内部所有权与控制权的分离以来, 管理层与外部股东之间的代理问题成为研究公司治理的热点问题, Jensen 和 Meckling (1976) 从理论上论证了对经理层的监督能够降低代理成本提高企业价值, Holmstrom (1979) 则用一个委托—代理模型进一步证明了这一结论。然而, 近来的研究发现, 股权结构不同的公司其代理成本的类型和大小也是不同的。对于股权较为分散的公司来说, 股东与经理层之间的利益冲突是代理成本的主要来源。而对于股权较为集中的公司来说, 控股大股东与中小股东的利益侵占是其代理成本的主要来源 (Faccio etc, 2001)。Shleifer and Vishny (1998) 的研究表明, 集中的股权结构和控股股东的存在是一种在全球普遍存在的公司股权结构。在一个对中小股东权益保护较弱的法律环境下, 集中的股权结构将是主要的股权结构类型。对于这种“一股独大”的公司, 有相当的比例属于家族控股的家族企业, 特别是在欧洲大陆和东亚地区, 家族所有权甚至成为一种占主导地位的所有权形式 (Shleifer and Vishny, 1986; La Porta, López de Silanes and Shleifer, 1999; Claessens,

Djankov and Lang, 2000; Faccio and Lang, 2002; Anderson and Reeb, 2003)。

家族企业在所有权结构和治理模式方面与非家族企业具有明显的区别 (Lane et al., 2006)。从代理成本角度来看, 家族企业与非家族企业的主要区别在于两者的代理成本来源不同。在家族企业中具有控股地位的家族持有较大比例的股份, 股权相对集中, 不仅更有激励和能力监督经理层, 而且许多家族企业 CEO 都直接来自家族内部成员, 因此在家族企业中股东和经理层之间的代理成本比非家族企业低。但是当家族大股东股权比例超过某一点时, 基本上能够充分控制公司决策时, 他们可能更倾向于获取公众股东不能分享的私人利益 (Shleifer and Vishny, 1997), 所以家族企业内部控股家族和中小股东之间的代理成本要比非家族企业高, 成为家族企业内部的主要代理成本。此外, 家族内部的利他主义也会对家族企业的代理成本产生影响, 这些都预示着家族企业的委托代理关系与非家族企业有很大的区别, 从而必然会导致家族企业的公司治理有其特殊的一面。

随着我国经济改革的深入, 民营企业已经成为经济发展的重要增长点, 据统计, 民营企业年产值增长率一直保持在 30% 左右, 远远高于同期国民经济增长速度。民营企业在国民经济中的重要地位显而易见, 对国民经济和社会发展, 特别是扩大城乡就业发挥了重要作用。国家对民营经济的作用也日益重视, 先后于 2005 和 2009 年下发了《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》(非公经济 36 条)、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(中小企业 29 条) 两个重要文件。在 2010 年 3 月 24 日的国务院常务会议上《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(新 36 条) 又被提出讨论, 呼之欲出。在当前国际金融

危机引发我国出口市场疲软的态势下，借助民营经济，激发经济增长的内生动力和活力显得尤为紧迫。而民营企业中绝大多数属于家族企业，因此家族企业研究成为近年国内经济研究中的一大热点。

家族上市公司作为家族企业中的佼佼者，从2001年3月17日，中国证监会宣布股票发行核准制正式实施之后，家族上市公司从无到有、从少到多至今已有一百多家^①。相信随着国有企业改革的不断深化和民营经济的发展，我国会有越来越多的家族企业上市，特别是2004年深圳中小企业板和2009年刚刚推出的创业板又将掀起家族企业上市新的高潮，家族上市公司的地位和影响会不断扩大。

据统计，我国上市家族企业的家族持股比例平均为28.97%， “一股独大”的股权结构十分明显（李新春、王宣喻，2005）^②。我国家族控制上市公司的控制结构特征集中地体现为金字塔式结构，如德隆、复星、东方集团、新希望、朝华集团等（苏启林，2003）。上市家族企业当中，家族成员董事平均比例为29.20%，董事长来自控股家族的占90.2%（李新春、王宣喻，2005）。近年来，尽管证监会等机构出台了一系列加强上市公司治理结构的法律法规，但整体来看，我国家族上市公司的治理水平还很不理想，家族大股东对外部股东的巧取豪夺时有所闻。据上海国家会计学院的统计，2005年前20大控制性股东掏空上市公司的事件中，有65%是家族股东掏空上市公司。董事会中家族成员董事比例偏高，以本书统计的110家家族上市公司为例，家族成员董事比例平均超过1/3，而且这还不包括没有披露出来的“隐形家族董事”。基于以上分析，我们认为我国家族上市公司的主要代理问题是控股家族大股东与中小股东之间的

① 按照本书第1.3.1节中对上市家族公司的界定所作的统计。

② 李新春、王宣喻：《中国上市家族企业治理结构与绩效关系研究》，《第五届中国经济学年会论文集》，2005年12月。