

我国上市家族企业代理成本的治理研究

陈建林 / 著

WOGUO SHANGSHI JIAZU QIYE DAILI
CHENGBEN DE ZHILI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

我国上市家族企业 代理成本的治理研究

陈建林 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市家族企业代理成本的治理研究 / 陈建林著.
—北京: 经济科学出版社, 2011. 3
(中青年经济学家文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0371 - 7

I. ①我… II. ①陈… 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 (2011) 第 044901 号

责任编辑: 段 钢
责任校对: 王肖楠
版式设计: 齐 杰
技术编辑: 邱 天

我国上市家族企业代理成本的治理研究

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 6.75 印张 200000 字

2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0371 - 7 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第1章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 本书的研究意义	8
1.3 本书的研究对象和研究指标	9
1.4 本书的研究思路与研究方法	17
1.5 本书可能的创新之处	19
第2章 文献综述	21
2.1 家族企业代理成本的类型	21
2.2 代理理论视角的家族管理模式代理成本	27
2.3 利他主义理论视角的家族管理模式代理成本	32
2.4 组织公平理论视角的家族管理模式代理成本	38
2.5 代理成本的测量与治理	45
2.6 对当前文献的评述	49
第3章 家族管理模式对代理成本影响的理论分析	51
3.1 引言	51
3.2 家族企业成长与代理成本的动态演变过程	52
3.3 对家族企业代理成本争论的整合	62
3.4 家族企业代理成本的演变与管理模式的相机选择	66

3.5 本章小结	67
第4章 家族管理模式对代理成本影响的实证分析	69
4.1 引言	69
4.2 家族管理模式对代理成本影响的实证研究	71
4.3 进一步的研究：家族企业管理模式选择的 影响因素	81
4.4 本章小结	87
第5章 股权治理机制对代理成本影响的实证分析	88
5.1 引言	88
5.2 理论分析与研究假设	89
5.3 变量与数据	93
5.4 实证结果分析	94
5.5 本章小结	105
第6章 家族企业高管人员薪酬机制对代理成本影响的 实证分析	107
6.1 引言	107
6.2 理论分析与研究假设	109
6.3 数据与变量	113
6.4 实证结果分析	115
6.5 本章小结	124
第7章 债权治理结构对代理成本影响的实证分析	126
7.1 债权期限结构与代理成本关系的实证研究	127
7.2 债权布置结构与代理成本关系的实证研究	134
7.3 债权优先结构与代理成本关系的实证研究	141
7.4 债权集中度结构与代理成本关系的实证研究	148

第8章 案例分析：宗申集团与黄河集团的比较研究	155
8.1 案例介绍	156
8.2 “渐进式变革”还是“激进式变革”： 家族企业管理模式变革的选择	158
8.3 治理机制和薪酬机制的比较分析	165
8.4 本章小结	168
第9章 家族企业代理成本及其治理效果的国际比较	170
9.1 上市家族企业分布的比较	170
9.2 家族管理模式对代理成本影响效果的比较	172
9.3 上市公司治理机制对代理成本治理效果的比较	174
9.4 家族企业薪酬机制治理效果的比较	177
9.5 本章小结	179
第10章 结论与建议	181
10.1 本书的主要结论	181
10.2 本书的主要建议	183
10.3 未来的研究方向	186
参考文献	188
后记	206

第 1 章

绪 论

1. 1

问题的提出

1. 1. 1 上市家族企业的地位不断提高

就全球范围而言,家族控制的上市公司所占的比例非常大。近年来,学术界的研究表明(见表 1-1),以拥有 10% 的控制权为控制标准,欧洲地区的家族控股公司比例最高,达到 55.87%,亚洲地区为 45.05%,美国为 36.6%;以拥有 20% 的控制权为控制标准,欧洲地区的家族控股公司比例是 44.29%,亚洲地区为 37.86%,美国为 19.82%。克拉艾森斯等(Claessens et al., 2000)研究了 9 个亚洲国家和地区的公司最终控制权结构发现,以拥有 10% 的控制权为控制标准,印度尼西亚最高,有 68.6% 的公司为家族控制,我国香港地区和我国台湾地区家族控制上市公司的比例分别为 64.7% 和 65.6%,日本比例最低,仅为 13.1%。法奇奥等(Faccio, 2002)对欧洲 13 个国家的公司最终控制权结构的研究也发现,以 20% 的控制权为控制标准,有 44.29% 的上市公司控制在家族手中,其中法国最高,有 64.82% 的公司被家族控制,

英国最低,有 23.68% 的公司被家族控制。即使是在人们印象中股权高度分散的美国,有学者通过对美国 3 607 家上市公司的研究,发现美国公司多数是有控股股东的,以拥有 10% 控制权为控制标准,有控股股东公司的比例达到 59.74%,在这些拥有控股股东的公司中,家族控制的上市公司的比例是最大的,达到 36.6% (Gadhoun et al., 2005)。

表 1-1

美国、西欧和东亚的公司控制权

单位: %

项 目	10% 水平			20% 水平		
	美国	亚洲	欧洲	美国	亚洲	欧洲
拥有控股股东的公司	59.74	79.72	86.28	28.11	56.40	63.07
家族控股公司	36.60	45.05	55.87	19.82	37.86	44.29
家族控股公司中有家族成员任管理者	67.12	54.55	66.79	76.22	57.10	68.45
家族控股并管理	24.57	24.57	37.32	15.11	31.62	30.32

资料来源: 郎咸平. 郎咸平学术文选. 人民出版社, 2007 年, 第 607 页。

在这些家族控制的上市公司中,有很大比例的上市家族企业任用了家族成员作为管理者,如表 1-1 所示,美国上市家族企业任用家族管理者的比例为 67.12%,而亚洲地区和欧洲地区分别为 54.55% 和 66.79%。总体来讲,同时受到家族控制和家族管理的上市公司的比例较大,美国和亚洲地区均为 24.57%,而欧洲地区达到 37.32%。

在我国,由于股票市场建立的初衷是配合国有企业的改革,在 2000 年以前民营企业上市的比例非常低。2000 年以后,我国上市方式从审批制转为核准制,核准制的实施为民营企业上市提供有利的制度安排,因此,家族企业上市进入了快速发展阶段。2001 年 1 月 18 日,天通股份(600300)由自然人控股上市,成为家族企业上市的里程碑。近年来家族控制的上市公司的比重也逐渐增大,截

止到2004年,我国上市家族企业335家,占上市公司的24.56%,其市值占总市值的12.34% (孔鹏,2005)。

1.1.2 家族企业面临的代理冲突

家族企业的管理者可以分为家族管理者和职业经理人两类。不少企业在创业之初,家族成员齐心合力,然而企业发展起来以后,家族成员间的冲突也随之发生。例如,2003年,浙江省东阳市龙威实业有限公司的董事长兼总经理虞龙海与小儿子虞晋平(副总经理)、妻子金菊芳(财务部长)争夺控制权,互相“罢免”。格兰特·戈登等人(2008)撰写了《家族战争》,在这本书中,作者对24家知名的家族企业的历史进行了研究,阐述了家族内部的争斗,其中一部分属于家族所有者与家族管理者之间的代理冲突。家族企业内部的代理冲突有道德风险、逆向选择和套牢三种表现形式(Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005),以下选取该书的一些案例进行说明。

第一类是道德风险问题。宾厄姆家族是《路易斯维尔时报》的实际控制人^①,1978年,由于当时的企业主乔治非常希望自己的三个孩子都参与到企业的运作中来,他的两个女儿莎拉和埃莉诺后来参与到了企业中。但是这两个女儿在企业中都是担任闲职,工作不用心,以埃莉诺为例,同事们私下里都说埃莉诺没有正式员工的样子,只要心血来潮,她就可以放自己长假,工作很随意,常常穿着牛仔裤在办公室走廊走来走去。莎拉和埃莉诺的行为引起了她们的哥哥巴里的不满,并进而引发了激烈的家族冲突,企业经营受到严重影响。最后,乔治决定出售整个公司,不再理会儿女们的烦心事。

^① [英] 格兰特·戈登,奈杰尔·尼克森. 家族战争 [M]. 海口:南海出版公司,2008,162-172。

第二类是逆向选择问题。健力士家族曾是欧洲历史上著名的啤酒王朝^①，在企业早期发展历程中，家族牢牢掌握着对企业的控制权。在健力士家族看来，他们生来就是为家族企业服务的，而长子继承制也是这个家族不变的规定。对于家族成员而言，不需要考虑能力问题就可以被安排进入董事会。例如：布赖恩·健力士，他没有完成自己的学历教育，成了一个农夫，也在 1935 年安排进入董事会。本杰明·健力士年仅 21 岁时就进入了董事会，四年后，也就是 1962 年，本杰明继承了主席的职位。但是，本杰明的资历和经验无法胜任这一职位，健力士家族对企业的控制力逐渐下降，企业的运作问题不断发生。到今天，健力士这一品牌已经归全球最大的蒸馏酒商帝亚吉欧所有。

第三类是套牢问题。套牢问题包括两类：首先，利他主义使家族管理人员难以离开家族企业，其次，企业主也不容易辞退不合适的家族成员。肖恩家族是美国货车租赁公司 U-Haul 的实际控制人^②。企业的创始人伦纳德一直将企业视为他留给孩子们的遗产，因此希望所有的子女都参与到企业的经营管理活动中。他的两个大儿子塞缪尔和迈克尔才学出众，塞缪尔进入了医疗行业，迈克尔则做了代理律师。但是这两人对经营家族企业都没有兴趣，他们都明确表示不愿参与到父亲的事业中。伦纳德开始对这两个大儿子施压，利用亲情因素逼迫他们加入到公司中。然而，塞缪尔和迈克尔加入到企业以后，他们和其他家族成员的经营理念相差甚远，引发了很大的家族冲突，使企业的经营遇到了困境。

在我国，家族企业的家族所有者与职业经理人的冲突更为常见。例如，在 2000 年，陆强华与黄宏生发生矛盾，曾给创维集团

① [英] 格兰特·戈登，奈杰尔·尼克森：《家族战争》[M]。海口：南海出版公司，2008，137-143。

② [英] 格兰特·戈登，奈杰尔·尼克森：《家族战争》[M]。海口：南海出版公司，2008，214-230。

作出巨大贡献的陆强华带领着 10 多个片区经理和 100 多名销售人员离开创维，投奔到了新高路华；然而，到了 2002 年，陆强华再次与新高路华分手。这两次冲突，凸显了家族企业所有者与职业经理人之间的代理问题。随着我国上市家族企业比重的增加，股东与职业经理人的代理冲突也浮出水面。兰州黄河（000929）在 1999 年上市之初，将家族管理者全部换成职业经理人，但是差点被经理人颠覆，董事长杨纪强又重新把他的几个儿子安排在了高层管理岗位。

对上市家族企业而言，除了上述的一般的代理冲突之外，高级管理人员在证券市场的违规行为，将会侵害股东尤其是中小投资者的利益。高管人员利用自身特殊地位采取的机会主义行为，严重损害了中小股东的权益，造成了中小股东与高管人员之间在证券市场的代理冲突。以 2007 年为例，上市公司高级管理人员在证券市场的机会主义行为体现为三个方面：信息披露违规、短线交易和内幕交易^①。

信息披露违规是指董事、监事、高级管理人员通过信息披露的不完整、不充分、不及时，利用信息的不对称达到自己的目的，损害了中小股东的权益。浙江精工科技股份有限公司（002006）董事会秘书黄伟明未及时充分进行信息披露，2007 年 9 月 11 日深圳证券交易所对黄伟明给予通报批评的处分。浙江精工科技股份有限公司于 2007 年 6 月研制成功太阳能多晶硅结晶炉，该产品的投产预计对公司业绩产生较大影响，黄伟明没有履行董事会秘书职责，促使公司依法履行信息披露义务，使得该信息没有在第一时间披露。同时，2007 年 8 月 14 日黄伟明主动邀请证券时报记者到公司现场采访，没有按照规定要求该记者签署承诺书，并向记者介绍了太阳能多晶硅结晶炉可能给公司带来的影响，2007 年 8 月 20 日

^① 以下三个上市家族企业的相关案例参见：2007 年证券市场主体违法违规情况报告，深圳证券交易所综合研究所，2008 年。

《证券时报》披露了采访的相关内容,该报道发布后公司股价出现异常波动,给中小股东带来不利影响。

短线交易主要表现为上市公司董事、监事和高级管理人员在6个月内反复买卖本公司的股票获取利益。浙江龙盛(600352)2007年4月11日公告称,公司现任董事阮伟兴私自通过二级市场出售了本公司股票共计177 652股。公司已要求其将这部分收益上缴公司。阮伟兴于2007年2月7日受让浙江龙盛控股有限公司所持有的公司5 091 527股无限售条件的流通股,并于当年3月私自出售。此举违反了《公司法》等对上市公司董事、监事、高管人员在6个月内买卖公司股票的限制性规定。

内幕交易主要表现为上市公司董事、监事、高管利用其控制的资金账户及其下挂的证券账户,在内幕信息公告前,大量买进,在信息消化后再卖出。在2007年,影响最大的内幕交易是杭萧钢构案。2007年2月8日,杭萧钢构(600477)与中国国际基金有限公司就安哥拉公房项目达成一致意见,同年2月15日杭萧钢构公司公告此消息,因此2月8日至2月14日为“安哥拉项目”内幕信息的价格敏感期。在这段时间,杭萧钢构证券办副主任、证券事务代表罗高峰向杭萧钢构股份有限公司原证券办主任陈玉兴(2006年12月辞职)透露该项目信息,陈玉兴进一步指示与他合作炒股的王向东买入700多万股杭萧钢构股票,一个月左右非法获利4 000多万元。2007年6月11日浙江省公安机关对涉嫌泄露内幕信息罪的犯罪嫌疑人罗高峰、王向东、陈玉兴执行逮捕。

1.1.3 理论界对家族企业代理成本发生的争论

主流代理理论认为,与非家族企业相比,由于很多家族企业的家族所有权和家族经营权是合一的,所以采用家族管理模式的企业代理成本比较低。代理理论认为采用家族管理模式的企业代理成本比较低,其理由主要集中在以下两点:首先,所有者和家族管

理者的利益趋于一致,降低了家族管理者发生机会主义行为的可能性;其次,家族成员之间的信息不对称程度低,解决了委托人和代理人之间信息不对称的问题。长期以来,这一观点得到了学术界的普遍承认。进入21世纪以后,以舒尔策(Schulze)为代表的一批学者对这一传统观点提出了挑战,他们从利他主义理论的视角出发,提出家族企业的代理问题有其特殊性,不能简单地认为采用家族管理模式的企业的代理成本一定很低,当利他主义发挥负面效应时,家族企业的代理成本更高。利他主义理论持上述观点的理由主要有以下三点:首先,利他主义增加了企业主宠坏子女的风险,家族管理者偷懒和“搭便车”的可能性增加了,而由于利他主义的偏差,也可能导致家族企业雇用了低水平的家族代理人;其次,家族利他主义增加了非家族管理者的“不公平感”,导致非家族管理者发生机会主义行为的可能性增加了;最后,利他主义使家族管理者常常在家族利益和企业利益之间权衡,从而限制其做出理性决策,而在利他主义的驱使下,家族管理者有可能挪用企业资源进行转移支付,损害了其他股东的利益。这一新的观点在一些主流管理学期刊(如“Organization Science”)刊登以后,国际学术界对此问题的争论愈演愈烈^①。

由于上市家族企业在全球经济中的地位和作用的重要性,而家族企业的代理问题具有其特殊性和复杂性,家族企业的代理冲突也已经表现了其危害性,有必要加强对上市家族企业代理问题的研究。另外,学术界对于家族管理模式与代理成本之间的关系尚未达成一致意见,那么在我国上市家族企业中,家族管理模式对代理成本的影响是怎样的呢?如何降低我国上市家族企业的代理成本呢?这是一个令人感兴趣的话题,因此有必要探讨我国上市家族企业的代理成本及其治理问题。

^① 关于学术界对家族企业代理问题争论的具体阐述,请参见本书第2章的文献综述部分。

具体来讲,本书将围绕以下几个问题展开研究:(1)如何认识学术界对家族企业代理成本的争论?如何对这一争论进行整合?(2)在我国当前的上市公司,家族管理模式对企业的代理成本会产生怎样的影响?(3)什么样的治理机制有利于降低上市家族企业的代理成本呢?对于家族控制上市公司而言,采用家族管理模式的企业与采用专业管理模式的企业治理机制的效果有何不同?(4)高管人员的薪酬机制对上市家族企业代理成本有何影响?

1.2

本书的研究意义

上市家族企业在我国上市公司的比例逐年提高,随着创业板的推出,可以预计将来会有更多家族控制的公司上市,而代理冲突问题是影响家族企业发展壮大的重要因素,降低代理成本也是上市家族企业的其中一个目标,因此,有必要加强对上市家族企业代理成本的研究。具体而言,本书的实践意义体现在以下两点:(1)对于上市家族企业而言,有利于其了解代理成本的起源,有针对性地找出降低代理成本、提高企业绩效的治理机制。(2)对于证券交易的管理层而言,有利于其分析家族控制对代理成本的影响,了解上市家族企业的代理成本的现状,营造良好的外部治理环境,减轻企业的代理成本。

本书的理论意义体现在以下三点:(1)针对学术界对家族管理模式与代理成本关系的争论,本书利用我国上市家族企业的数据对此问题进行研究,为解释学术界的争论提供了证据。(2)改革开放以来,我国90%的私营企业采用了家族企业组织和家族式管理(甘德安,2002),因此,家族企业研究已经受到我国学术界的重视。有些学者开始注意到我国上市家族企业面临的代理冲突,但是专门研究我国上市家族企业的代理成本的文献还未见到,本书的

研究希望在这方面做有益的尝试。(3) 当前对家族企业和家族化管理行为的研究处于“前范式”阶段, 缺乏一个普遍认同的理论框架(李新春, 2005)。因此, 本书采用代理理论分析家族控制对上市公司代理成本的影响, 希望有助于将家族企业的理论研究纳入到主流经济学的分析框架。

1.3

本书的研究对象和研究指标

1.3.1 研究对象

1. 上市家族企业的定义

汉德勒(Handler, 1989)指出:“给家族企业下定义, 是家族企业研究者面临的首要的和最直接的挑战”。不同的学者从不同的角度出发, 给家族企业下了不同的定义。有的从所有权出发, 认为所有权是否掌握在创办企业的家庭成员手上, 是划分家族企业与非家族企业的分水岭(盖尔西克, 1997); 有的从经营权出发, 认为当一个家族或数个具有紧密联盟关系的家族直接或间接掌握一个企业的经营控制权时, 这个企业就是家族企业(孙治本, 1995); 有的从所有权和经营权统一的角度出发, 认为家族企业应该具备以下三个条件: 家族持股大于临界持股比率; 家族成员或具有二等亲以内的亲属担任董事长或总经理; 家族成员或具有三代亲以内的亲属担任公司董事席位超过公司全部董事席位的一半以上(叶银华, 1999); 有的从家族成员参与程度出发, 应该从家族参与和影响企业的程度来判断一个企业是家族企业还是非家族企业(Astrachan et al., 2002); 有的从文化角度出发, 认为华人家族企业“实质上是一种文化产物”, 具有实行家长式领导、所有者的亲属负责经营管理、人情至上等特点(雷丁, 1993); 有的从行为的角度出发,

认为家族企业的成因在于其行为,此行为源于特定的意图,该意图是指对家族愿景(Vision,亦即家族更加美好的未来)的追求(Chua et al., 1999)。

不少学者在给家族企业下定义时,注意到家族企业的概念不是固定的,而是一个连续分布状态,其包含不同的形态。黄国光(1988)认为,从家族绝对拥有两权到拥有临界控股权都属于家族企业范畴。储小平(2004a)指出,家族企业包括从所有权与控制权不可分离地被家族成员紧密持有的形式,到企业上市后,家族成员对企业资产和经营管理保持临界控制权的企业。其规模可小至家庭作坊式,也可达到成为一个“企业帝国”。李善民、王陈佳(2004)指出,华人家族企业是企业所有权与控制权呈连续分布的状态,而非某一种具体的形态。本书参考黄国光(1988)、储小平(2004a)、李善民(2004)等学者的观点,认为家族企业是一种连续分布状态,其中,家族在公司保持临界控制权的上市公司也是家族企业的一种形态,称之为上市家族企业。

2. 控制权和现金流权的概念

拉·波尔塔(La Porta, 1999)首次提出了最终控制人的概念,由于控制权和现金流权的分离,在分析企业的股权结构问题时,应通过股权控制链条找到企业的最终控制人,而不能简单地以第一大股东作为控制人。因此,判断家族企业的标准,应该是看终极控制人的性质。按照克拉艾森斯等(Claessens et al., 2000)的定义,控制权是最终控制人对企业的投票权,现金流权是最终控制人获取企业现金流的权利。

金字塔结构是分离控制权和现金流权的一种方法。图1-1和图1-2都是两层的金字塔结构股权控制结构。根据克拉艾森斯等(2000)对控制权和现金流权的计算方法,在图1-1,当控制链条只有一条时,控制权是10%(取控制链条的最小值),现金流权为2%(控制链条的两个所有权份额的乘积)。在图1-2,当控制链

条有多条时，控制权份额是 $10\% + 5\% = 15\%$ （控制权各链条中最小份额之和），现金流权是 $10\% \times 20\% + 5\% \times 30\% = 3.5\%$ （每个控制链中所有权份额的乘积之和）。下面举例说明。

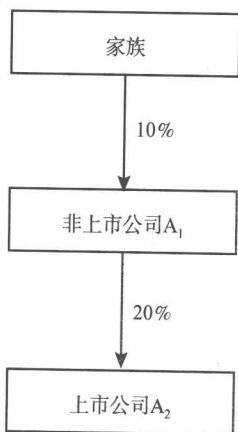


图 1-1 单元控制链条

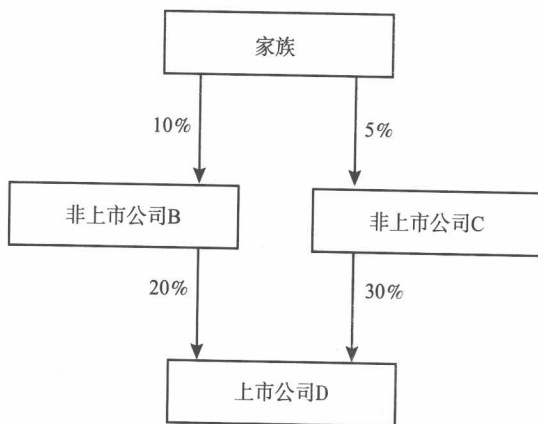


图 1-2 多元控制链条