

控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值

王明琳 周生春

一、家族企业的“双重三层”委托代理问题

西方主流代理理论是一种针对美、英上市公司提出的分析框架，由于广泛存在分散的社会投资者和成熟的职业经理人，控制性大股东不是上市公司的主导型态，主流代理理论本质上是一种单重代理理论（冯福根，2005），核心问题是如何保证经理人按照股东的利益行事。然而在美英以外的广大地区，与其说是股权分散、两权分离的企业是一种常态，还不如说是一种例外。Claessens 等人（2000）对 9 个东亚经济体的研究表明，除日本外，2/3 公司存在控制性股东；同时一半以上公司属于一个金字塔结构。由于广泛采用金字塔结构，控制性家族能够以较小代价获得公司控制权，从而有很强的动力通过隧道行为侵占社会股东利益。因此上市家族企业面临双重代理问题：除第一重代理问题外，还面临控制性家族和社会股东之间的第二重代理问题。

与一般企业不同，家族企业同时存在家族和外部职业经理人两类异质代理人。由于家族企业中两类代理人并存，第一重代理问题又可以分为两个层面，分别是业主与家族经理人，以及业主与外部经理人之间的代理问题。但西方主流代理理论没有对前一层代理关系予以必要重视，甚至认为家族成员间不存在代理成本，例如 Villalonga 和 Amit（2004）就假设业主和家族经理人的代理成本为零。

此外，西方主流代理理论主要建立在静态权威基础上，企业被视为不同要素所有者达成的一组契约，本质是通过“权威”来协调资源，一般而言，作为委托人的物质资料所有者拥有指挥经理人的合法权力。但是这种权威主要侧重于“静态权威”，一般依附于物质所有权才得以存在，它很难有效解释家族企业的业主权威。因为对家族企业而言，业主除了拥有静态权威，更重要的是在长期管理活动中投入自身人力资本形成的“动态权威”。因此，简单借鉴西方主流代理理论难以分析家族企业特殊的代理问题。

可见，上市家族企业存在复杂的双重三层代理问题，有必要对主流代理理论

进行合理拓展，纳入金字塔结构、家族成员之间的利他主义、业主权威等因素，构建一个涵盖双重三层代理问题的分析框架。

二、研究方法

长期来学者们没有意识到区分不同类型控制者的重要性，而是将不同类型控制者混为一谈。学者通常仅把企业分为家族企业 and 非家族企业两大类，尽管 Schulze 等人（2001）强调家族企业是一个连续分布的谱系，呼吁对各类家族企业展开研究，但至今为止相关成果很少。本文将控制性家族分为创业型家族和非创业型家族，并将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）。根据最终控制性家族与上市公司及其核心业务的关系，将同时具备下述两个特征的家族称为创业型家族：

第一：上市公司的实际控制性家族是公司核心业务的创立者。若通过“借壳上市”实现对上市公司控制，控制性家族应为新注入的公司核心业务的创立者；如上市公司创立时为非私有性质，则该控制性家族的业主或主要成员至少于公司上市日起担任公司高管至今；第二：实际控制性家族的业主或主要成员目前在上市公司担任高管，或者在上市公司的主要控股公司（包括直接控股或间接控股公司）担任高管。

我们认为控制性家族和上市公司及其核心业务之间关系，很大程度上会影响到控制性家族在产品市场和资本市场上的价值取向，以及对企业战略和经营方式的选择，这些差异又会对家族企业的代理问题产生影响。本文拟采用间接度量的方法，即用家族成员占企业高管（包括董事和高级经理人员）的比例来衡量利他主义程度。同样，所谓的个人影响力和私人关系属于企业隐性知识，本文根据控制者或其家族成员是否同时兼任董事长和总经理来判断是否存在业主权威。

三、数据和变量

本文研究对象为 2004 年最终控制者可以追溯到家族，并且家族控制权大于 10% 的上市公司。由于证监会将净资产收益率作为上市公司再筹资的主要指标，因此采用托宾 Q 来衡量企业价值。

表 1 变量定义表

	名称	符号	定义
因变量	市场价值	TQ_100; TQ_80	T_100= (股价×流通股股数+每股净资产×非流通股数+总负债)/ 总资产账面价值; TQ_80= (股价×流通股股数+每股净资产×80%×非流通股数+总负债)/ 总资产账面价值
解释变量	利他主义	AL	家族成员担任公司高管*人数/ 公司高管总人数
	业主权威	AU	若控制者或其家族成员同时兼任公司的董事长和总经理, 取值1, 否则取值0
	控制权与现金流权偏离系数	SCF	家族控制权/ 家族现金流权**
	企业在金字塔结构中所处层级	N	如果家族直接控制上市公司, 取值1, 依次类推
	上市公司层面第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股量/ 总股本
	是否存在不具有关联关系且持股超过10%的第二大股东	SCE10	若是取值1, 否则取值0
	债务融资比率	LEV	(短期借款+长期借款+应付债券)/ 资产账面值
	独立董事比率	IN-R	独立董事人数/ 董事总人数
控制变量	上市公司规模	LA	公司资产账面值的自然对数, 即lg (资产账面值)

注: *包括董事长、董事和高级经理人员。**按 La Porta (1999) 计算。

四、研究结果与解释

1. 上市家族企业特征描述

212 家企业中有 11.32% 企业的董事长和总经理同时由控制者或其主要家族成员担任，有 11.79% 的公司高管来自控制性家族。上市家族企业的金字塔控制情况并不严重，平均处于在金字塔结构的 2.54 层级，控制权和现金流权偏离系数平均为 1.96，偏离程度并不大，低于包括日本在内的东亚各国平均水平。

在 212 家企业中 FFB 95 家，N-FFB 117 家。两者但除托宾 Q、第一大股东持股比例和独立董事比率三个变量较为接近外，其余特征存在明显差异：（1）FFB 中的利他主义程度（AL）要比 N-FFB 高得多；（2）FFB 在金字塔结构中平均处于更底层的位置；（3）宾 Q 总体上比较接近，但 FFB 托宾 Q 要高一些，且分布相对集中；（4）FFB 的债务融资比率（LEV）和股权制衡（SEC10）低于 N-FFB，规模（LA）也要明显小于 N-FFB。

2. 实证检验及结果分析

回归分析的主要目的是揭示家族企业中的利他主义（AL）、业主权威（AU）、企业在金字塔中的层级（N）以及控制权和现金流权偏离系数（SCF）四个因素对市场价值的影响，其中 AU 主要作用于第一重代理关系，AL 作用于第一重代理关系中的第一个层面，N 和 SCF 作用于第二重代理关系，上述变量通过作用于家族企业双重三层代理关系的效率进而影响到企业价值。回归模型如下：

$$TQ = C + \beta_1 AL + \beta_2 AU + \beta_3 SCF + \beta_4 N + \beta_5 TOP1 + \beta_6 SEC10 + \beta_7 LEV + \beta_8 IN-R + \beta_9 LA + \varepsilon$$

回归分析可知，利他主义与 N-FFB 的市场价值不具有显著关系，但利他主义与 FFB 的市场价值呈显著负相关，原因可能在于上市的 FFB 早已渡过了艰辛的创业期，能够比较容易稳定地获取各种资源，利他主义带来的一系列代理问题开始日渐严重。N-FFB 的业主权威的回归系数为负且缺乏显著性，相反 FFB 的业主权威与市场价值正相关，且在 1% 置信水平上显著。原因在于 FFB 的业主往往亲手创立并长期经营企业，逐步形成了浓厚的权威，能够对包括创业元老在内的公司高管人员直接施加个人影响力。

FFB 的控制权与现金流权偏离系数的回归系数为正且不显著，而 N-FFB 的 SCF 和市场价值负相关，且都在 10% 置信水平上显著。苏启林等人（2003）认为因两者偏离而引发的代理冲突在国内刚刚开始浮现，最根本的问题是流通股和非流通

股的股权割裂导致的代理冲突。本文得出 N-FFB 的第二重代理问题已经较严重。除研究方法上的改进外，结论的出入可能源于观察样本上的差异：2003—2004 年国内家族企业上市速度大大加快，能够获取较多的观察样本；其次，由于国内证券市场持续低迷，对大多数企业而言基本丧失了再融资的功能，因股权割裂造成的代理冲突随之得到缓解。

综上可知，FFB 主要面临的是第一重代理问题，利他主义不仅没有缓解反而加重了业主与家族经理人的代理问题；但控制性家族与外部股东的代理冲突并没有系统显现，这是因为创业型家族一般更加专注于通过艰苦创业的得来的企业及核心业务，股份的流动性相对较低，控股的最大目的在于家族长期、稳定地经营企业。相反 N-FFB 主要面临的是第二重代理问题，控制性家族侵占外部股东利益的情况已比较严重，原因在于创业型家族往往通过股权受让控制上市公司，更倾向于通过资本运作实现自身收益最大化，而非企业长期价值最大化。在我国目前法制体系下，非创业型家族比较容易利用法律缺陷和监管的漏洞，采取形式多样的隧道行为侵占外部股东权益。

无论 FFB 还是 N-FFB，金字塔结构中所处的层级与市场价值都缺乏显著相关性，因此，没有足够证据认为家族构建金字塔控制结构仅仅是为了扩大控制权和现金流权的偏离系数。进一步分析发现，并没有出现 N 越大 SCF 就越大的情况，总体上两者成倒 U 型或者不规则关系。其中 N-FFB 尤其明显；就 FFB 而言，只能认为在 的范围内，金字塔控制结构能够有效扩大 SCF，从而降低家族获取控制权的成本。进一步对 的 92 家 N-FFB 作回归分析，同样发现 N 和市场价值缺乏显著相关性。因此，缺乏充分证据表明金字塔结构是控制性家族旨在低成本获得上市公司控制权而设置的一种控制方式。即使控制性家族主观上可能为了这一目的，但金字塔结构产生的实际影响是复杂的。

五、政策建议

鉴于两类家族企业面临不同的治理特征和代理问题，监管机构在政策制定上不能混为一谈。我国证券市场兼有新兴市场和转轨市场特征，控制性股东的投机行为盛行，法律对小股东权益保护薄弱，而家族或个人股东的产权界定相对于国有和集体股东更为清晰，侵占小股东利益的动机也更为强烈。在此背景下，相关

机构应积极推动创业型家族企业直接上市，制定倾斜性政策促进其加快发展；规范和限制家族或个人对上市公司的股权受让行为；大力加强对非创业型家族企业，尤其是家族控制权和现金流权偏离程度较大的非创业型家族企业的监管力度，有效减少控制性家族的各种隧道行为，积极保护上市公司外部股东的合法利益。此外，相关财经媒体和大众舆论也应积极维护来之不易的家族企业的良好发展环境，认识到一部分控制性家族对小股东的侵占行为并不能否定整体上市家族企业的良好绩效。

（原文详见《管理世界》2006年第8期）