

我国上市家族企业控制权的实证研究

周建成

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 上市为家族企业的持续发展提供了新的机遇, 也带来了治理结构方面的问题。因此本文通过实证研究我国上市家族企业控制权, 得出法人股比例与公司治理效率之间存在显著正相关关系的结论, 进而提出家族企业可以通过与其他企业合资、合并、兼并等形式, 以此扩大非家族法人股比例, 使其有足够的能力和动力去监督家族股东, 进而实现公司治理结构的优化。

关键字: 上市家族企业 控制权 治理效率

家族企业作为企业组织类型中最古老的一种企业类型, 目前仍然是一种具有普遍意义的企业类型。有关国外研究资料表明, 国外家族企业的寿命, 一般为 23 年左右; 家族企业能延续至第二代的, 仅仅为 39%; 能延续至第三代的家族企业, 更是只有 15%。企业要做到永续的发展, 需要不断地追加资本, 因此, 一些私营企业家开始想方设法使自己的家族企业成为公开上市的公众公司, 从资本市场获得更为充裕的资本支持和有效的外部监管, 为企业的快速成长创造良好的外部条件。所以在国际上, 几乎所有的大家族企业基本上都经历了上市这个过程。我国的家族企业在经历了初期的快速发展之后, 正面临着艰难的转型和二次创业的问题。而证券发行核准制的正式实施则为家族企业上市融资扫清了政策障碍。从 1999 至 2002 年之间, 可获得年报的家族企业上市就有 54 家, 成为家族企业上市最集中的时期。根据 2003 年南开大学公司治理研究中心的上市公司治理调查状况, 我国 A 股上市公司中有 106 家属于民营家族性质的企业。

上市为家族企业的持续发展提供了新的机遇, 通过发行股票, 家族企业不仅能获得巨额发展资金, 增强竞争实力, 同时, 当家族企业成为公众公司后, 由于受到市场高效率的监督, 也可为家族企业的永续经营创造良好的外部条件。企业上市后明晰的产权和证券市场灵活的股权交易还能有效避免家族企业在财产变更和继承过程中可能发生的巨大震荡。在看到证券市场为家族企业提供难得的转型与发展机遇的同时, 我们也应意识到, 由于家族上市企业特殊的股权结构和企业治理结构, 其上市后产生了许多需要规范和完善的问题。

一、我国上市家族企业控制权的特征

(一) 家族企业控制权的演变

传统家族制企业的所有权或绝大部分股权集中在个人、家庭或家族手中, 这就决定了绝对集中的控制权; 但现代家族企业经过了股份制改造, 股权结构趋于分散, 家族丧失了绝对控股的地位, 但却仍通过金字塔控股等相对控股方式掌控着企业的实际运作, 现代家族企业

社会化的表象下掩盖着低所有权高控制权的产权结构特征,即使实现了公开发行以及上市交易,家庭成员仍对企业保持着“绝对的”控制权。

家族企业控制权与一般企业控制权的差异主要体现在集中度上。根据李新春和黄焕明(2002)对广东中山市300家民营企业进行调研,我国家族企业的家族化组织和家族化管理的色彩相当明显。在企业管理权的控制方面,40.8%的企业认为自己是通过详细的授权和责任制来实现控制,28.6%的企业采用关键岗位上用自己人的方式,通过自己一支笔签字和报表及内部信息系统进行控制的企业分别是19.4%和11.2%。有41.4%的企业将“使管理规范”作为引入职业经理人的主要理由,当问及公司中最需要家族成员或自己人控制的位置时,只有6.1%的人选择了什么部门都不需要控制,而60%的企业认为需要家族成员或自己人保持对财务的控制。事实上,大部分公司通过家族成员和自己人保持了对财务、人事和采购部门的高度控制,尤其是在采购和财务上,家族成员或自己人控制的程度很高。在不同的管理职能上,家族化管理程度是差异较大的,比如企业在财务管理、采购管理上更多地用自己人来控制,但在生产和技术管理等方面,家族化控制几乎是不存在的。

(二) 我国上市家族企业控制权的特征

1、家族色彩浓厚。控股家族不但在上市公司的董事会和监事会中安插家族成员实施控制,还对经营管理也多有染指,而外部的职业经理人在上市家族企业中难以充分掌握经营管理的权限,这也就导致了所有权与经营权在相当大的程度上形成了重合的态势。

2、金字塔式控股是控制权增长的主要方式。一般而言,家族企业控制权的增长方式可以采用发行不同投票权的多种股票、集团内部交叉持股、金字塔式控股和私下协议等形式。但就如同当前东亚和欧洲地区的流行趋势一样,我国控制性家族广泛采用金字塔式控股方式来提高控制权。这与我国家族企业起步较晚,国家相关证券法律限制较严,控制性家族缺乏经济实力与操作经验等客观实际是相适应的。

二、我国上市家族企业控制权的实证研究

(一) 研究样本选取

深圳中小企业板2004年6月25日开市,虽然很多中小板的上市公司属于家族企业,但由于上市时间短,无法获得其年度报告,因此本文的研究样本只选取了在上海和深圳证券交易所主板上市的家族企业。由于大多数上市家族企业是在2001年以后上市的,本文选取2003~2005年的数据,并剔除了2003~2005年中曾被特别处理(ST)的公司,最终确定了天通股份、用友软件、康美药业、广东榕泰、腾达建设、海星科技、兰州黄河、广汇股份和帝贤B等83家上市家族企业,其中既包括直接上市的家族企业,也包括通过买壳上市(股权转让)和公司改制而成的家族控股公司。相关的财务数据来自上市家族企业各年的财务会计报表。

(二) 研究变量说明

1、被解释变量：公司治理效率指标

本文选用 ROA 来衡量公司治理效率。ROA=企业净利润/企业总资产，企业净利润和企业总资产均取自上市公司的财务报表。

2、解释变量：股权结构指标

(1) 股权构成指标，包括家族股东控股比例 FP，法人股比例 LP 和流通股比例 AP，其中法人股比例为非家族控制的法人股占总股本的比例，由于证券投资基金等机构投资者对企业的投融资决策具有一定的影响，因此法人股比例中包含证券投资基金等机构投资者所持有的流通股。

(2) 股权集中度指标 C_5 ，即前 5 大股东持股比例之和。

(3) 股权均衡度指标 $Z_{1.5}$ ，用来衡量公司前五大股东中，非家族股东相对于家族股东的势力强弱，其数值为公司前五大股东中非家族股东持股比例之和与家族股东持股比例之和的比值。

3、控制变量

(1) 公司规模 (SIZE)，即公司年初年末总资产账面价值的平均数，并取其自然对数 (LnSIZE)。

(2) 公司的成长能力 (GR)。在已有的研究中，有人用资本性支出与销售额的比例、研发费用与销售额的比例、折旧费用与销售额的比例等指标间接反映公司的成长能力，也有人用销售增长率、净利润增长率等指标直接反映公司的成长能力，本文采用主营业务收入增长率。

(三) 模型构建

1、股权构成与公司治理效率，建立以下回归模型：

$$ROA=\alpha+\beta_1FP+\beta_2LP+\beta_3FP+\beta_4Ln(SIZE)+\beta_5GR+\varepsilon \quad (1)$$

其中 ε 为随机误差。

2、股权集中度与公司治理效率，建立以下回归模型：

$$ROA=\alpha+\beta_1C_5+\beta_2C_5^2+\varepsilon \quad (2)$$

3、股权均衡度与公司治理效率，建立以下回归模型：

$$ROA=\alpha+\beta Z_{1.5}+\varepsilon \quad (3)$$

(四) 分析方法

由于大多数上市家族企业的上市时间是在 2001 年，为了为尽量减少相关变量受随机波动的干扰，特别是减少家族企业为上市或再融资而进行包装所造成的数据失真，同时考虑到在 2003~2005 年中家族控股比例、法人股比例、流通股、股权集中度和股权均衡度基本上保持不变，为了准确反映股权结构与公司治理的关系，本文主要采用 2003~2005 年的三年混合数据通过 SPSS 软件进行分析。

（五）实证结果与分析

1、相关分析

为了初步检验研究假设和模型的合理性，首先对有关参数进行相关分析。表 3-1 是上市家族企业 ROA 与各股权结构指标之间的相关系数，可以看到 ROA 与法人股比例、流通股比例和股权均衡度之间显著正相关，而与家族控股比例、股权集中度呈现显著负相关；家族控股比例与法人股比例、流通股比例和股权均衡度之间显著负相关，而与股权集中度则为显著正相关；法人股比例与股权集中度之间显著负相关，而与股权均衡度之间显著正相关；流通股比例与股权集中度之间显著负相关；股权集中度与股权均衡度之间显著负相关。由于解释变量之间存在显著相关性，模型（1）可能存在多重共线性的问题，在后面的实证分析中将对此进行诊断。同时，相关分析只能初步反映变量之间的相互关系，要进一步揭示变量之间的内在联系，还需要进行回归分析。

表 3-1 上市家族企业（2003-2005 年的混合数据）ROA 与股权结构各制表之间的相关系数（Pearson 系数）

变量	ROA	家族控股比例	法人股比例	流通股比例	股权集中度	股权均衡度
ROA	1					
家族控股比例	-0.532 ^{***} (0.001)	1				
法人股比例	0.435 ^{***} (0.000)	-0.452 ^{***} (0.000)	1			
流通股比例	0.305 [*] (0.076)	-0.637 ^{***} (0.001)	0.068 (0.532)	1		
股权集中度	-0.356 [*] (0.085)	0.736 ^{***} (0.000)	-0.267 [*] (0.086)	-0.703 ^{***} (0.000)	1	
股权均衡度	0.602 ^{***} (0.000)	-0.682 ^{***} (0.000)	0.861 ^{***} (0.000)	0.116 (0.453)	-0.462 ^{**} (0.043)	1

注：括号中的数值表示 Sig 值；* 表示显著性水平为 10% 到 5%；** 表示显著性水平为 5% 到 1%；*** 表示显著性水平等于或小于 1%。（双尾检验）

2、股权构成与公司绩效

对模型（1）的回归结果显示（见表 3-2），法人股比例与公司绩效之间显著正相关（显著性水平小于 1%），流通股比例与公司绩效之间的相关性不显著，家族控股比例与公司绩效之间虽然显著呈负相关关系，但相关性不显著。为了诊断方程是否存在多重共线性，本文采用方差扩大因子法，从表 3-2 可知，各变量的方差扩大因子（VIF）均在 3 以下，远小于 10，说明回归方程不存在严重多重共线性的问题。

表 3-2 股权结构与 ROA 线性回归结果

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
	B	Std.Error	Beta				
常数项	2.035	1.035		1.520	0.168		
家族控股比例	0.086	0.006	-0.045	-0.304	0.698	0.348	2.635
法人股比例	0.710	0.007	0.537	3.106	0.006	0.482	1.982
流通股比例	0.350	0.006	0.281	1.638	0.128	0.627	1.938
主营业务收入增长率	0.086	0.002	0.140	-1.00	0.284	0.638	1.924
总资产的自然对数	0.521	0.251	-0.125	-0.706	0.627	0.831	1.537

注：被解释变量为 ROA

3、股权集中度与公司绩效

从前面的相关性分析可知，股权集中度与 ROA 之间显著负相关（显著性水平为 10%）。对模型(2)的回归结构显示(见表 3-3)，虽然回归方程通过了 F 值检验(显著性水平为 10%)。但无论是常数项还是自变量都未能通过 10%的显著性水平的 t 检验，不能证明股权集中度与 ROA 之间存在二次函数关系。

表 3-3 股权集中度与 ROA 二次函数回归结果

自变量	B	t	Sig.t
C ₅	0.063871	1.264	0.2627
C ₅ ²	-0.01304	-1.438	0.1467
常数	0.482105	0.561	0.7624
R Square	0.24607	Adjusted R Square	0.05823
F	2.9814	Sig.F	0.0638

4、股权均衡度与公司绩效

对模型（3）的回归结果显示（表 3-4），股权均衡度与公司绩效在 1%的水平上显著正相关。为了检验股权均衡度与公司绩效之间是否存在二次函数关系，本文构建以下模型进行非线性回归分析：

$$ROA = a + bZ_{1-5} + b_2Z_{1-5}^2 + e \quad (4)$$

对模型（4）的分析结果显示（见表 3-5），虽然回归方程通过了 F 值检验，但无论是常数项还是自变量都未能通过 10%的显著性水平的 t 检验，不能证实股权均衡度与 ROA 值之间存在二次函数关系。

表 3-4 股权均衡度与 ROA 的线性回归结果

变量	Unstandardized		Standardized	t	Sig.t
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std.Error	Beta		
常数项	2.053	0.096		10.368	0.000
股权均衡度	0.854	0.158	0.624	5.347	0.000

注：被解释变量为 ROA

表 3-5 股权均衡度与 ROA 的二次函数回归结果

变量	B	SE B	Beta	t	Sig.t
Z ₁₋₅	-0.524736	0.638741	-0.638741	-0.322	0.6824
Z ₁₋₅ ²	0.9871564	0.351472	0.163327	1.8254	0.2043
常数	1.503240	0.163857		11.304	0.0000
F	12.35690				
Sig.F	0.0001				

5、研究结论

综合以上对各变量的相关性检验和回归分析，可以得出如下结论：

(1) 法人股比例与公司治理效率之间显著正相关、流通股比例与公司治理效率之间不存在显著相关性。表明（非家族控制的）法人股在公司治理中能起到积极的作用，而分散的流通股东由于持股较少，缺乏参与公司治理的能力和积极性，对公司治理效率的影响不显著。家族控股比例与公司治理效率的负相关关系，虽然未能通过显著性检验，但不能由此否定本文的研究假设，即家族控股比例过高，特别是家族股东的“一股独大”不利于提高公司的治理效率。

(2) 股权集中度与公司治理效率之间显著负相关。由于股权集中度与家族控股比例之间显著正相关，家族控股比例越高，则股权集中度越高，因此，股权集中度与公司治理效率之间存在负相关性，这也间接证明了家族控股比例与公司治理效率之间的负相关关系。同时，分析结果显示股权集中度与公司绩效之间不存在显著的二次函数关系。

(3) 股权均衡度与公司治理效率之间显著正相关。由于目前我国上市家族企业股权制衡的程度还非常低，非家族股东的势力很难与家族股东相抗衡。股权均衡度与公司治理效率之间呈正相关，表明优化股权结构，适当降低家族控股比例，非家族股东控制权相对于家族股东的增加，股权制衡程度的提高，有助于提高公司的治理效率。需要说明的是，该结论与有些学者对我国上市公司股权制衡研究的结论存在差异，主要原因是由于研究样本的不同，

如黄渝祥、李军等人（2002）的研究是以 2001 年 12 月 31 日沪市和深市的 1160 家 A 股上市公司为样本的，这也在一定程度上说明了上市家族企业公司治理的特殊性。

因此，鉴于法人股比例与公司治理效率之间存在显著正相关关系，家族企业可以通过与其他企业合资、合并、兼并等形式，或与其他公司进行股权置换的方式来引进非家族法人股东，以此扩大非家族法人股比例，使其有足够的能力和动力去监督家族股东，进而实现公司治理结构的优化。针对股权集中度和股权均衡度与公司治理效率之间分别存在显著负相关关系和正相关关系，家族企业可以通过设置技术股、营销股和管理股等股权形式加大非家族管理者和职工的持股比例，以此实现股权的多元化，降低股权集中度，提高股权均衡度，促进公司治理效率的提高。

参考文献：

- 1、苏启林，朱文：《上市公司家族控制与企业价值》，《经济研究》，2003 年第 8 期
- 2、陈郁（编）：《所有权、控制权与激励——代理经济学文选》，上海三联书店、上海人民出版社，1998
- 3、陈超，饶育蕾：《中国上市公司资本结构、企业特征与绩效》，《管理工程学报》第 1 期，2003
- 4、储小平：《职业经理与家族企业的成长》，《管理世界》，2002 年第 4 期
- 5、段文斌，董林辉：《代理问题与作为治理机制的激励合同：一个理论探讨》，载陈国富主编，《委托代理与机制设计——激励理论前沿专题》，南开大学出版社，2003
- 6、冯根福，赵健：《现代公司治理结构新分析——兼评国内外现代公司治理结构研究的新进展》，《中国工业经济》，2002 年第 11 期
- 7、李平：《租金、控制权与公司所有权结构的演变——转轨国家公司治理形成过程的比较分析》，载鲁桐主编，《公司治理改革：中国与世界》，经济管理出版社 2002
- 8、林乐芬：《家族企业资本结构与治理结构的路径选择》，《当代财经》，2003 年第 10 期
- 9、青木昌彦：《对内部人控制的控制》，载青木昌彦、钱颖一：《转轨经济中的公司治理结构》，中国经济出版社，1995
- 10、宋敏，张俊喜，李春涛：《股权结构的陷阱》，第二届公司治理国际研讨会论文，南开大学，2003 年 11 月 15-16 日
- 11、苏启林，朱文：《上市公司家族控制与企业价值》，《经济研究》，2003 年第 8 期
- 12、苏启林，欧晓明：《家族性企业集团治理：以韩国财阀为例》，《外国经济与管理》，2003 年第 4 期
- 13、汪旭辉：《家族公司资源配置效率与治理机制优化》，第二届公司治理国际研讨会论文，南开大学，2003 年 11 月 15-16 日
- 14、余建英，何旭宏：《数据统计分析与 SPSS 应用》，人民邮电出版社，2003
- Alina M. Zapalska & Will Edward, Chinese Entrepreneurship in a Cultural and Economic Perspective, Vol. 39, No. 3, 2001, pp. 286-292
- 15、Craig E. Aronoff, Family Business Soucebook, Omnigraphics, inc, 1999

- 16、David H. Holt, A comparative Study of Values Among Chinese and U.S. Entrepreneurs; Pragmatic Convergence Between Contrasting Cultures, Journal of Business Venturing 12, 1997, pp. 483-505.
- 17、Harry F Martin: Is family governance an oxymoron? Family Business Review; SFrancisco; Jun 2001; Vol. 14, Iss.2; pg. 91

An Empirical Study of the Control over China's Family Business Listed

Zhou Jiancheng

(Chinese financial research centre of southwestern university of finance and economics, Chengdu,610074)

Abstract: listed has provided new opportunities for the continued development of family business as well as the governance structure issues. therefore ,In this paper, according to empirical research, it let us to kown the control over the listing of China's family business, the conclusions is there was a significant positive correlation between the proportion of corporate shares to draw corporate governance efficiency, hrough joint ventures with other enterprises, mergers and other forms which can make family businesses to expand the proportion of non-family corporate shares ,to have the ability and power to oversee the family shareholders, to achieve the optimal structure of corporate governance.

Key words: : family business listed control Management efficiency

收稿日期: 2008-12-25

作者简介: 周建成, 西南财经大学中国金融研究中心 2004 级博士研究生, 研究方向: 金融理论与实践