

# 家族持股、股权制衡与代理成本

——基于2004~2012年中小板家族企业的经验证据

张 俭(副教授), 徐俊梅

(南华大学经济管理学院, 湖南衡阳 421001)

**【摘要】**上市家族企业的发展对我国经济的发展有着重要影响。我国上市家族企业的股权结构相对于非家族企业更加复杂,由其引起的代理成本问题也更加复杂。本文以2004~2012年中小板上市家族企业为研究样本,对家族企业持股、股权制衡及代理成本进行实证分析。实证研究表明:在其他条件不变的情况下,家族持股比例越高,股权代理成本越低;在其他条件不变的情况下,股权制衡度越高,股权代理成本越低。

**【关键词】**家族企业; 家族持股; 股权制衡度; 代理成本

## 一、引言

Berle 和 Means(1932)根据企业所有权与经营权分离理论,首次提出“股东与经理人之间的利益冲突”这一命题。几十年后,Jensen 和 Meckling(1976)明确提出了代理问题及代理成本概念。当今我国已经成为全球第二大经济体系。我国上市公司规模不断扩大,其中家族企业的数量更是不容小觑。上市家族企业的发展对我国经济的发展有着至关重要的影响。

我国上市家族企业的股权结构相对于非家族企业更加复杂,因而由此引起的代理成本问题也相当的突出。家族企业中最终控制人往往在企业中兼任多职,在这种情况下,家族企业的股权安排必然影响公司的代理问题。因此,研究我国上市家族企业的股权结构对代理成本的影响逐渐成为热点,也变得日益重要。

本文以我国2004~2012年中小板上市的家族企业为研究样本,实证研究家族持股、股权制衡对代理成本的影响。研究思路是:首先对相关文献进行综述,并在此基础上提出研究假设;然后提出研究设计,并进行实证检验;最后根据实证检验结果,做出研究结论。

## 二、文献综述与研究假设

国外学者较早地关注到家族企业的治理问题,这方面的研究文献也较多。Jensen 和 Meckling(1976)对企业经营权的代理成本做了深入的研究,他们将代理成本分为三个部分:①委托人的监督成本;②代理人的担保成本;③剩余损失。他们认为,提高经理人的持股比例会使其利益与外部股东利益趋于一致,从而降低股权代理成本,提高企业价值,产生利益趋同效应。

Weston(1979)、Demsetz(1983)、Fama and Jensen(1983)认为,由于市场机制的约束,需要考虑经理人持股比例的

多少。当经理人持有少量股份时,只有实现公司利益最大化,才能实现经理人经济利益最大化,此时他们会追求公司价值最大化;但是,当经理人持有更多的股票以至于他们有足够的投票权时,他们持有的股权能够抵消市场机制的约束,这时,他们为了谋求自身利益最大化,会滥用职权,提高代理成本,从而降低公司价值。

Morck、Shleifer 和 Vishny(1988)认为,经理人实际管理着公司,他们为了自身利益会尽可能地按照自身利益的需要来分配公司的资源,这样就与外部股东利益产生了矛盾,增加了代理成本。两位学者通过实证分析得出结论:缓解外部股东与经理人的代理问题能在一定程度上降低股权代理成本,增加企业价值,而缓解这一矛盾的最有效方式是给予经理人一定股权。

一些学者用利他主义来解释家族企业的代理问题。他们将利他主义认定为“自我实施”,认为人的本质是自私的,为了追求自身利益最大化,个人往往会迫使自己实施利他行为。Becker(1981)认为,家庭中父母对其子女的慷慨和仁慈不仅仅出于对子女的爱护,而且还因为这关系到父母自身的福利。Jensen and Meckling(1976)认为,家族企业是一种高效的治理模式。相对于非家族企业而言,家族企业的所有权和管理权高度重合,都集中在有血缘关系成员的手中,因为自身利益与公司利益一致,家族成员会尽可能地减少额外津贴,提高资源效率,促使代理成本最小化。除此之外,家族成员之间经过长时间的相处、磨合,清楚彼此的习性,在相互监督和约束方面更加有优势,彼此之间的交流更加顺畅,信息传递更加快速,能够降低信息不对称程度。

我国学者在21世纪初开始关注家族企业。宋力、韩亮亮(2005)从股权制衡度对代理成本的影响角度进行了研

究,得出的结论是:股东之间制衡度越大,股权代理成本越大。李明辉(2009)认为,股权越集中代理成本越低,管理层持股比例与代理成本便呈U型关系。张欣、宋力(2007)认为,股权集中度与股权制衡度是影响代理成本的两个主要因素。张俭(2014)从IPO抑价的视角考察投资者对家族控制权风险的反应,发现投资者对家族持股较高的上市公司给予更高的估价。

影响代理成本的因素较多。王明琳、周生春(2006)研究认为,尽管业主权威能降低创业型家族企业代理成本,但是家族内部利他主义会加剧业主与代理人之间的矛盾。王明琳、周生春(2009)认为,家族企业的集权程度越低,参与企业决策的家族成员就越多,因为他们会自动监督代理人,在一定程度上降低了代理成本。

从上述研究文献可以看出,当家族企业的股权集中在某一家族身上时,家族利益与公司利益密切相关。家族股东持有股份比例高,参与该公司的家族成员能在一定程度上对管理层的行为产生影响,达到管理层的利益与公司甚至是家族成员利益相一致的目的,从而降低股权代理成本;而当股权分散在许多非家族成员小股东身上时,他们对公司的影响相对较小,此时管理层的行为得不到有效的监督,而当管理层的边际收益小于边际成本时,他们更愿意利用公司资源来提高自己的收入,从而导致代理成本增加。据此,本文提出以下研究假设:

H1:在其他条件不变的情况下,家族持股比例越高,代理成本越低。

当家族企业具有多个大股东时,公司被多个大股东共同控制和牵制,他们相互进行监督。根据以往文献研究结论,股权制衡度高能够降低代理成本。当家族企业的成员分成多个派系,家族内部关系出现矛盾时,不同派系很可能会为了自身利益最大化而将公司利益转为私人利益,从而增加代理成本。如果公司存在多个大股东,股东间既可以相互监督,防止其他股东将公司利益转化为个人利益,又可以有效地监督管理层的行为,从而有效地降低代理成本。据此,本文提出如下研究假设:

H2:在其他条件不变的情况下,股权制衡度越高,代理成本越低。

### 三、研究设计

#### (一)研究样本与数据来源

本文以我国深市2004~2012中小板上市公司为初始研究样本,并对样本进行了如下筛选:①删除最终控制人不是自然人或家族的公司;②删除研究变量缺失的公司。最终得到样本涉及19个行业以及各行业家族企业数量,总计557家家族企业,2129个观测量样本。

本文研究的财务数据数据来自于国泰安(CSMAR)民营企业研究数据库,所用的家族持股数据及股权制衡数据根据公司年报手工收集整理得出。

#### (二)模型设计

为了检验H1,本文建立以下模型:

$$\text{ManExpR} = \varphi_1 \text{TFCR} + \varphi_2 \text{LEV} + \varphi_3 \text{SIZE} + \varphi_4 \text{AGE} + \varphi_5 \text{NIDUSTRY} + \varphi_6 \text{YEAR} + \zeta \quad (1)$$

为了检验H2,本文建立以下模型:

$$\text{ManExpR} = \varphi_1 \text{TFCR} + \varphi_2 \text{Shr} + \varphi_3 \text{LEV} + \varphi_4 \text{SIZE} + \varphi_5 \text{AGE} + \varphi_6 \text{NIDUSTRY} + \varphi_7 \text{YEAR} + \zeta \quad (2)$$

模型中的ManExpR表示代理成本,用管理费用率作为其代理变量。其他变量的解释见下页表1。

#### (三)研究变量

1. 被解释变量。ManExpR表示管理费用率,本文借鉴Singh和Davidson(2003)的研究方法,用管理费用/营业收入来计量代理成本。我们预期,管理费用率与代理成本呈正相关关系。

#### 2. 解释变量。

(1)TFCR表示实际控制人持股数之和,由十大股东中的实际控制人及其家族成员持股数量相加。如天奇股份2012年前10大股东中,实际控制人家族只有黄伟兴持股21.11%,因此该公司2012年TFCR=21.11。

而新界泵业家族持股相当集中,该公司2012年家族持股数TFCR=68.59。通过比较可以看出,新界泵业相对于天奇股份,其实际控制人家族持股比例更高。新界泵业2012年前十大股东持股比例如图1所示:



图1 新界泵业2012年家族持股关系

(2)Shr表示股权集中度,用三个指标衡量:ShrS表示前十大股东持股之和减去家族成员持股之和。ShrHfd代表前几位大股东持股比例的平方,表示非家族关联股东排名第一的股东。ShrHHI表示公司前10位大股东持股比例的平方和。非家族关联股东排名第一的股东持股比例平方(ShrHfd)与前10位大股东持股比例平方和(ShrHHI)越大,说明股权制衡度越高,代理成本越低,即非家族关联股东排名第一的股东持股比例的平方与前10位大股东持股比例的平方和与代理成本呈负相关关系。

3. 控制变量。①LEV表示资产负债率,等于总负债/总资产;②SIZE代表公司规模,等于公司总资产的自然对

数;③AGE为公司截至研究当年公司的年龄;④INDUS-  
TRY和YEAR分别为行业及年份虚拟变量。

变量名称及定义如表1所示:

	变量名	代码	定义
被解释变量	管理费用率	ManExpR	管理费用/营业收入
解释变量	实际控制人持股数之和	TFCR	十大股东中的家族及其关联股东持股数量相加
	股权制衡度指数S	ShrS	前十大股东持股之和减去家族成员持股之和
	Herfindahl指数	ShrHfdl	非家族关联股东排名第一的股东持股比例的平方
	股权制衡度指数HHI	ShrHHI	前10位大股东持股比例的平方和
控制变量	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	公司规模	SIZE	公司总资产的自然对数
	年限	AGE	研究当年-成立当年
	行业	INDUSTRY	虚拟变量
	年份	YEAR	虚拟变量

#### 四、实证结果

##### (一)描述性统计

表2列出了各个变量的描述性统计结果,从中可以看出,样本公司管理费用率ManExpR均值为0.0800,最大值为0.300,最小值为0.010 0;实际控制人家族的所有权TFCR最高为0.820,最低为0.170,平均值为0.480。

变量	观测值	均值	中位数	最小值	最大值	方差
ManExpR	2 129	0.080 0	0.080 0	0.010 0	0.300	0.050 0
TFCR	2 129	0.480	0.490	0.170	0.820	0.160
ShrS	2 129	18.83	17.03	1.440	49.75	11.46
ShrHfdl	2 129	0.530	0.530	0.100	0.960	0.240
ShrHHI	2 129	0.560	0.560	0.190	0.960	0.210
LEV	2 129	0.340	0.320	0.030 0	0.770	0.180
AGE	2 129	8.140	8	1	20	4.050
SIZE	2 129	21.09	21.02	19.52	23.34	0.760

将样本按照持股比例排序,均分成5组,计算管理费用率均值。计算结果如图2所示:

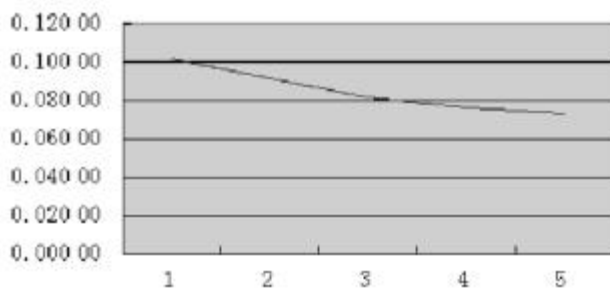


图2 管理费用率均值

图2中,X轴1~5表示家族持股比例逐渐增高,其中1表示家族持股比例最低,5表示家族持股比例最高;Y轴表示管理费用率。

从图2可以看出,家族持股比例越高,管理费用率越低,初步验证了H1。

##### (二)代理成本分组的t检验

以观测样本公司中家族持股数量的平均值为界,将样本分为两组,即家族持股多的公司组与家族持股少的公司组。对两组的代理成本(管理费用率)进行t检验,检验结果如表3所示:

企业价值	双样本t检验				平均值之差 (t值)
	家族持股比例低 (Obs=1035)		家族持股比例高 (Obs=1094)		
	平均值	标准差	平均值	标准差	
OPR	0.0938683	0.0017476	0.0762672	0.0015241	0.0176011*** 7.6134

注:t statistics in parentheses;\*表示p<0.1,\*\*表示p<0.05,\*\*\*表示p<0.01,下同。

表3中:0表示家族持股低,1表示家族持股高。从表中可以看出,持股低的公司管理费用率显著高于持股高的公司。由此可见,家族持股比例越高,管理费用越低,代理成本也越低,进一步验证了H1。这只是单因素的检验,没有控制其他因素的影响。下面给出控制其他影响代理成本因素后的多元回归结果。

##### (三)回归结果

通过变量的多重共线性检验,发现其VIF值低于5,因此可以进行回归分析。本文采用面板固定效应回归对H1进行检验。结果如表4所示:

ManExpR	Coef	t	P> t
TFCR	-0.048 433 9***	-3.39	0.001
LEV	0.012 485 6*	1.73	0.084
SIZE	-0.014 616 3***	-6.41	0
AGE	0.015 465 2**	1.97	0.049
_cons	0.335 621 1***	5.86	0
年份	控制		
行业	控制		
观测量	2 129		
r <sup>2</sup> _w	0.254 7		
F	21.15		

表4中:r<sup>2</sup>=0.254 7,F=21.15,说明该回归是具有解释力的。从表中可以看出,实际控制人持股数之和(TFCR)与用以衡量股权代理成本的管理费用率(ManExpR)约为-0.048,且在1%的水平上显著,这与我们的预期相符。同样,公司规模(SIZE)与管理费用率(ManExpR)也在1%的水平上显著负相关。而管理费用率(ManExpR)与资产

负债率(LEV)和年限(AGE)在5%的水平上显著正相关,这与我们的定义相符,验证了H1。由此可见,在其他条件不变的情况下,家族持股比例越高,管理费用率越低,代理成本也越低。

为了进一步检验H2,表5在控制了年份、行业之后列出了模型2的回归结果。

	(1)	(2)	(3)
ShrS	-0.000*** (-2.86)		
ShrHfd1		0.027*** (3.28)	
ShrHHI			0.028*** (3.06)
TFCR	-0.062*** (-4.13)	-0.079*** (-4.64)	-0.076*** (-4.51)
LEV	0.009 (1.28)	0.009 (1.17)	0.008 (1.15)
SIZE	-0.014*** (-6.08)	-0.014*** (-5.95)	-0.014*** (-5.89)
AGE	0.016** (2.04)	0.016** (2.00)	0.015* (1.96)
常数项	0.339*** (5.93)	0.319*** (5.56)	0.315*** (5.47)
年份	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
观测量	2129	2129	2129
r2_w	0.259	0.260	0.259
F	20.746	20.881	20.809

从表5可以看出,前十大股东之和减去家族持股之和(ShrS)在1%的水平上与股权制衡度呈负相关关系;非家族成员排名第一的股东持股比例平方(ShrHfd1)与前十大股东持股比例的平方和(ShrHHI)在1%的水平上与股权制衡度呈正相关关系。这与我们的定义相符,进一步检验了H2。由此可见,在其他条件不变的情况下,股权制衡度越高,代理成本就越低。

## 五、结论

本文选取我国深市2004~2012年中小板557家上市公司家族企业2129个观测量为研究样本,通过设计模型,并进行回归分析,实证检验了家族持股、股权制衡度对代理成本的影响,实证研究得出如下两个结论:

1. 家族持股比例越高,代理成本越低。就我国家族企业而言,家庭部分成员一般都在公司担任要职,能够行使公司的管理权或者对公司的管理层能有效地监控,他们自身的利益与公司的发展有着密切的关系,因此在很大程度上降低了管理层的代理成本。

2. 股权制衡度越高,代理成本越低。公司存在多个大股东时,管理层在多个股东的监督下,其消费、投资行为

都会得到有效监督,从而降低了代理成本。除此之外,通过研究,我们还发现,家族持股比例高的公司比家族持股比例低的公司代理成本低。

本文研究的主要成果在于:针对家族上市公司这类特殊企业,从公司规模、公司年龄、公司治理结构、家庭成员关系,以及行业特点等方面,较为全面地研究了家族持股、股权制衡对代理成本的影响,从特殊控制人家族持股角度,丰富了代理成本影响因素的研究,从而为上市公司降低代理成本提供了决策依据,也为投资者投资决策提供了参考依据。

## 主要参考文献

Jensen, M C. & Meckling, W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(4).

Singh M., and W. N. Davidson III. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms [J]. Journal of Banking & Finance, 2003(27).

张俭,石本仁.制度环境,两权分离与家族企业现金股利行为——基于2007~2012年中国家族上市公司的经验证据[J].当代财经,2014(5).

张俭.投资者关注家族企业控制权风险吗?——基于我国中小板市场IPO抑价的考察[J].西部论坛,2014(3).

李明辉.股权结构、公司治理对股权代理成本的影响——基于中国上市公司2001~2006年数据的研究[J].金融研究,2009(2).

张欣,宋力.股权结构对代理成本影响的实证分析[J].数理统计与管理,2007(1).

徐萌娜,周生春.基于利他主义视角的家族企业代理问题与代际传承研究[J].外国经济与管理,2008(7).

王明琳,周生春.家族企业内部冲突及其管理问题探讨[J].外国经济与管理,2009(2).

王正军,孟令维,刘正.家庭上市公司终极控制权、现金流权分离与盈余管理[J].财会月刊,2012(5).

王月萍,沈乐平.中小股东权益法律保护的效应分析[J].财会月刊,2011(3).

Morck R., A. Shleifer, and R. Vishny. Management ownership and market valuation [J]. Journal of Financial Economics, 1988(20).

王明琳,周生春.控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值[J].管理世界,2006(8).

宋力,韩亮亮.大股东持股比例对代理成本影响的实证分析[J].南开管理评论,2005(1).

【基金项目】湖南省社科基金项目“家族涉入‘差序格局’的形成机制及其经济后果”(项目编号:13YBA289);南华大学博士科研启动基金项目“家族企业利他行为:理论与证据”(项目编号:2014XQD51)