

法律环境、所有权与融资规模^{*}

——基于中国民营上市公司的实证研究

申明浩 傅 瑜

[摘 要]本文通过模型推导并辅以上市公司的实证研究发现:健全的法律环境和完善的公司治理机制可以降低家族掏空上市公司的隧道挖掘行为,家族控股股东的持股比例的增加对隧道行为强度呈现先上升后下降的倒 U 型关系,而家族的隧道行为强度直接关系到其能够从资本市场上获得的资金规模大小。

关键词:家族 隧道行为 控股股东 融资规模

JEL 分类号:A12 D02 G32

一、文献回顾

国际金融危机促发了关于新兴市场公司治理问题的大量研究工作。从目前的研究来看,亚洲公司与美国情况不同,普遍存在着集中的所有权结构现象。传统的委托代理理论 (Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976) 是建立在美英等国分散的股权结构基础上的,但近年来研究发现,亚洲等新兴市场更多的是集中的股权结构,即使在美国证券市场也有 100 多家上市公司存在绝对家族控股的股东,美国上市公司经理人员所拥有的公司股份已远远高于 Berles and Means (1932) 所描述的情况 (Holderness and Sheehan, 1999)。在我国,有近 90% 的上市公司第一大股东持股比例超过 20%, 处于优势表决权地位; 有近 33% 的上市公司其第一大股东的持股比例超过 50%, 处于绝对控股的地位。虽然控股股东的存在是解决经理人与股东之间利益冲突的一种有效方式,但是股权集中也产生了另外的问题,即控股股东对其他中小股东的利益侵害,如 La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) 指出: 世界各地大公司所表现出来的代理问题的核心是,限制控股股东对小股东的侵犯。而现实的问题是,只要存在控股股东和小股东之间的利益冲突,就会发生侵犯小股东的现象,而这种侵犯的形式主要为直接盗窃上市公司财产和隧道挖掘两种。直接盗窃行为是违法犯罪活动,不是本文研究的范畴。本文主要研究相对隐蔽的隧道行为方式,这也是家族最经常采用的手段。家族挖掘隧道主要是通过上市公司进行关联交易来转移公司资源到自己家族手中。具体手法有家族控股股东将自己公司资产以较高的价格出售给上市公司,让上市公司为其母公司提供担保或者母公司侵占上市公司发展机会等,还可以通过股权稀释和冻结以及内部交易和并购等形式来提升家族财产的价值 (徐晓东, 2003)。

隧道挖掘不仅侵害了其他中小股东的权益,而且也严重阻碍了金融市场的健康有序发展。Johnson (2000) 和 La Porta 等 (2000) 认为: 1997~1998 年爆发的亚洲金融危机,与控股股东猖獗的隧道挖掘行为有着莫大的关联,家族控制人难辞其咎。Bertrand 等 (2002) 则进一步指出,隧道挖掘可能会歪曲会计数据,增加信息的不对称程度,降低市场的透明度,从而使得对企业财务状况的评

^{*} 申明浩,广东外语外贸大学粤商研究中心,主任,副教授,经济学博士;傅瑜,暨南大学产业经济研究院,博士研究生。本文得到国家社科基金青年项目“中国家族企业管理思想史”(批准号:10CGL003)、教育部人文社科基金青年项目“政府控制与终极产权对控股股东行为模式的影响研究”(批准号:09YJC790053)、广东省自然科学基金博士启动项目“基于控制人类型与制度环境的大股东行为倾向研究”(批准号:9451042001004027)的资助。

价变得更为困难。所以,对隧道行为的防治已经成为证券监管部门最为紧迫的任务之一。要监督家族控股股东的机会主义行为,首先要搞清楚家族掏空上市公司的隧道行为的动因为何,以及家族隧道行为倾向的强度与市场环境和企业内部治理结构有着什么样的关系。

二、模型假设

本文的模型涵盖家族企业发展的两个阶段:即非上市的家族企业与上市的家族企业,通过模型的构建,我们分析家族企业公开上市的融资规模与隧道行为之间的关系,以及隧道行为如何受到家族所有权和公司治理机制的影响。

首先,需要设定两个关键变量:一是环境变量 k ,这里 k 代表了对投资者利益保护程度的指标,是法律和制度对投资者保护全面性和有效性的函数,也是公司治理程度的函数。另一是家族所有权变量 α ($0 < \alpha \leq 1$),即家族控股股东在公司中具有的现金流权。

为了简化讨论的难度,我们不妨假设家族企业中只存在两类人员:家族成员和非家族成员,非家族成员的工资成本为 L 。假设公司的投资(指广义的投资,包含公司对外的投资和对内的投资)为 I ,投资收益率为 r ,假设公司除了非家族成员的工资成本外,没有其他成本,在不考虑投资规模效应的影响下,则公司利润为 $rI - L$,家族收益为 $R = \alpha(rI - L)$ 。

在家族企业经营的非上市阶段,假设家族的所有权为 α_0 ,且 α_0 足够大使得家族股东无动力进行隧道挖掘,此时的大股东有经营和监督功能,家族收益为 $R_0 = \alpha_0(rI - L)$ 。

当家族企业公开上市后,其资本额扩大为 nI ,为了分析的方便,我们假设其非家族成员的工资成本也扩大到 nL ,但投资收益率不变,仍为 r 。但是家族控股的所有权下降为 α_f ,则上市公司总收益为 $n(rI - L)$ 。

当家族控制的所有权下降到一定程度时,必然会加剧与中小股东之间的代理冲突,由于家族控股股东的特殊地位,它可以通过控制董事会、构建所有权金字塔等方式来获得高于其现金流量权的控制权,即有可能通过隧道挖掘方式来取得更多的现金流量。所以我们假设家族控股股东在分配股利之前可以通过控制权从公司的利润中转移出 s 的部分,将剩余部分的利润再按各个股东的持股比例进行分配。其中 $s \in [0, \infty)$, s 取值可能大于 1,表示控股股东不仅侵占了上市公司当年的利润,还侵占了公司以前年度的累计盈余,使上市公司当年亏损,利润为负。在家族控股股东将 $sn(rI - L)$ 的现金流量部分提前转移出企业后,所有的股东再按其持股比例分配剩余的 $(1-s)n(rI - L)$ 部分的现金流,通过分配,家族控股股东还可以获得的股权分配盈余为 $\alpha_f(1-s)n(rI - L)$ 。

Johnson and La Porta et al. (2000) 认为,虽然控股股东可以通过隧道挖掘手段转移利润,但同时也必须付出一定的代价,如安排交易的成本、承担相应的法律风险等。故我们假设 $C(k, s)$ 为控股股东盗取 s 份额的公司利润时,所付出的成本占公司利润总额的比例。需要强调的是,当上市公司所处的法律环境过于宽松甚至无效时, k 取值非常低,故 C 很小,控股股东能直接转移公司资金,而无需付出很大的成本;反之,当法律对中小投资者的保护相对完善,公司治理机制比较健全时,控股股东隧道行为的成本就会相应增大。当 k 一定时,如果控股股东希望从上市公司攫取的资金越多,即 s 越大,则必然需要冒更大的风险,付出更高的成本,使 C 增大;相反,如果控股股东比较保守,转移的 s 比较小,相对被察觉的可能性也比较小,则 C 较小。因而可假定 $\frac{\partial C(k, s)}{\partial k} > 0$,

$\frac{\partial C(k, s)}{\partial s} > 0$, $\frac{\partial C(k, s)}{\partial^2 s} > 0$ 且 $\frac{\partial C(k, s)}{\partial k \partial s} > 0$ 。其中,第一个不等式表示法律体系对投资者利益保护越好,则隧道行为成本越高;第二个不等式表示隧道行为的边际成本为正;第三个不等式表示随着转移资金量的增加,其边际成本上升;最后一个不等式表示当投资者的利益被保护得当时,隧道行为

的边际成本越高。

因此,当家族控股股东掏空 s 份额的公司利润后,其隧道挖掘净收益为: $sn(rI-L)-C(k,s)n(rI-L)$ 。

三、理论模型与分析

(一)家族所有权与隧道行为关系模型

由上面的分析可以得到,家族控股股东从正式的利润分配和隧道挖掘两种方式所获得的上市公司资金总共为:

$$R_f = \alpha_f(1-s)n(rI-L) + sn(rI-L) - C(k,s)n(rI-L) \quad (1)$$

由于 s 独立于 $n(rI-L)$,因而函数(1)的最大化可以等价于下式的最大化:

$$U = \alpha_f(1-s) + s - C(k,s) \quad (2)$$

对 s 求导得到:

$$\frac{\partial U}{\partial s} = -\alpha_f + 1 - \frac{\partial C(k,s)}{\partial s} = 0 \quad (3)$$

即:

$$\frac{\partial C(k,s)}{\partial s} = 1 - \alpha_f \quad (4)$$

对等式(4)式关于 k 求导,得:

$$\frac{\partial C(k,s)}{\partial k \partial s} + \frac{\partial C(k,s)}{\partial^2 s} \cdot \frac{ds^*}{dk} = 0 \quad (5)$$

即:

$$\frac{ds^*}{dk} = \frac{\partial C(k,s)}{\partial k \partial s} / \frac{\partial C(k,s)}{\partial^2 s} < 0 \quad (6)$$

式(6)表明,在公司治理机制越完善,法律对投资者保护越好的制度环境下,家族控股股东对上市公司的隧道挖掘越少。

现在我们知道投资者利益保护质量 k 和控股股东所持有的股份比例 α_f 是影响家族隧道挖掘程度 s 的重要因素。一般认为,法律制度环境和公司治理程度与第一大股东的控股比例 α_f 无关,因此不妨设 k 为外生变量。下面我们将推导 s 与 α_f 之间的关系。我们假设 s 是 k 和 α_f 的函数。如果上市公司所处的法律制度环境比较完善,对投资者的保护程度比较高,即 k 较大时,则控股股东能够隧道挖掘的比例 s 就较小;反之如果法律制度不够健全,投资者的利益不能得到有效地保护,则控股股东会利用法律漏洞尽可能的掏空上市公司,即 s 较大。Leech and Leahy(1991)的分析表明,如果第一大股东的表决权比例超过 20%,则在表决权争夺中,就比较容易赢得大多数其他股东的支持,处于优势表决权地位,而当第一大股东的持股比例达到 50%以上时,就对公司具有绝对的控股权,一方面,控股权的增大使得控股股东对上市公司的控制越有效,越容易从上市公司转移资金,另一方面,随着控股权的增大,企业从正常利润分配渠道所分得的利润也会增加,减少其挖掘隧道的动机,因而持股比例会对 s 产生双重影响。所以,我们也可以把 $C(k,s)$ 写为 $C(k,\alpha_f)$ 。

在家族控股股东所掌握的现金流量权 α_f 一定的情况下,当 k 非常低时,即法律和制度过于宽松或者执行无效时,则 C 趋近于零,家族控股股东就可以近似直接的盗窃公司利润;当 k 非常高时,家族控股股东希望从上市公司转移利润就必须付出高昂的代价。同样,在法律和制度对投资者保护一定的情况下,如果家族控股股东所掌握的 α_f 越高,就越容易控制上市公司的行为,越容易通过隧道挖掘手段来攫取上市公司资金;当 α_f 较低时,控股股东的行为受到其他大股东制约,从而盗窃公司资金变得困难,因而假设 $\frac{dC}{d\alpha_f} < 0$,表明家族控股股东的持股比例对隧道挖掘的成本影

响是负向的。

既然 k 在本文的模型中为外生变量,与 α_f 无关,则有 $\frac{dk}{d\alpha_f}=0$,那么前面的式(1)可以改写为:

$$R_f = \alpha_f(1-s)n(rI-L) + sn(rI-L) - C(k, \alpha_f)n(rI-L) \quad (7)$$

同样由于关于 s 的最优解独立于 rI ,则可以得到:

$$U = \alpha_f(1-s) + s - C(k, \alpha_f) \quad (8)$$

求关于 α_f 的导数:

$$\frac{\partial U}{\partial \alpha_f} = 1 - s - \alpha_f \cdot \frac{ds}{d\alpha_f} + \frac{ds}{d\alpha_f} - \frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} = 0 \quad (9)$$

即:

$$\frac{ds}{d\alpha_f} = \frac{s - \left[1 - \frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f}\right]}{1 - \alpha_f}$$

显然, $1 - \alpha_f > 0$

所以有两种可能:

(1) 当 $s - \left[1 - \frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f}\right] > 0$, 即 $\frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} > 1 - s$ 时, 有 $\frac{ds}{d\alpha_f} > 0$ 此时, 对于一定的 s , 因为 $\frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} < 0$, 故存在 α_{f0} , 使得 $\alpha_f < \alpha_{f0}$, 令 $\frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} > 1 - s$, 有 $\frac{ds}{d\alpha_f} > 0$ 成立。

(2) 当 $s - \left[1 - \frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f}\right] < 0$, 即 $\frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} < 1 - s$ 时, 有 $\frac{ds}{d\alpha_f} < 0$ 此时, 对于一定的 s , 因为 $\frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} < 0$, 故存在 α_{f0} , 使得 $\alpha_f > \alpha_{f0}$, 令 $\frac{\partial C(k, \alpha_f)}{\partial \alpha_f} < 1 - s$, 有 $\frac{ds}{d\alpha_f} < 0$ 成立。

综上所述, 我们可以得出, 在其他条件不变的情况下, 家族控股股东拥有的所有权比例与其隧道挖掘行为的强度成倒“U”形关系。

(二) 家族企业隧道行为强度与上市融资效果关系模型

为简化分析, 我们用融资规模来衡量上市融资效果。

家族企业非上市阶段的总收益为:

$$R_0 = \alpha_0(rI - L)$$

家族企业上市后家族总收益为:

$$R_f = \alpha_f(1-s)n(rI-L) + sn(rI-L) - C(k, s)n(rI-L)$$

只有当家族在非上市阶段的总收益比上市后的总收益小的情况下, 家族才会考虑公开上市, 故家族企业上市需满足条件:

$$\frac{R_0}{R_f} = \frac{\alpha_0}{n[\alpha_f(1-s) + s - C(k, s)]} < 1 \quad (10)$$

从公式(4-10)可以得出:

$$s > \frac{\frac{\alpha_0}{n} + C - \alpha_f}{1 - \alpha_f} \quad (11)$$

接下来我们讨论 s 的取值范围:

(1) 当 $s > \frac{\frac{\alpha_0}{n} + C - \alpha_f}{1 - \alpha_f} > 1$ 时, 即家族控股股东不仅掏空了上市公司当年的利润, 造成当年上市公司

亏损, 还侵占了以前的公司盈余, 此时需要满足条件: $1 < n < \frac{\alpha_0}{1 - C}$ 。

(2) 当 $0 < \frac{\frac{\alpha_0}{1-C} + C - \alpha_f}{1 - \alpha_f} < s < 1$ 时, 即家族控股股东只是侵占了当年上市公司的部分盈余, 上市公司

的业绩仍可保持盈利, 此时需要满足条件: $\frac{\alpha_0}{1-C} < n < \frac{\alpha_0}{\alpha_f - C}$ 。

(3) 当 $\frac{\frac{\alpha_0}{1-C} + C - \alpha_f}{1 - \alpha_f} < s < 0$ 时, 即家族控股股东不仅没有侵占上市公司利润, 反而向上市公司注入

资金, 也即发生了支持行为, 此时需要满足条件: $n > \frac{\alpha_0}{\alpha_f - C}$ 。

综上所述, 家族企业隧道挖掘行为对上市融资规模有重要影响。当市场预期家族企业行为符合短期行为倾向, 从事的隧道挖掘强度大, 盗窃资金比较猖獗, 会严重侵害中小股东利益的时候, 家族企业上市融资倍数将小于 $\frac{\alpha_0}{1-C}$ 时, 意味着市场对家族企业的预期价值不高, 不愿意投资该公司, 故家族企业从资本市场上得到的资金也较少。当家族的隧道行为倾向不甚明显, 侵害中小股东利益不甚严重时, 其上市融资倍数将大于 $\frac{\alpha_0}{1-C}$ 而小于 $\frac{\alpha_0}{\alpha_f - C}$, 此时市场对其价值评估一般, 家族可以获得较为充足的市场资金。当家族有支持上市公司的行为倾向时, 其上市融资倍数将大于 $\frac{\alpha_0}{\alpha_f - C}$ 时, 市场对其估值较高, 投资者也愿意投资该公司, 家族企业可以获得非常充裕的市场资金。

(三) 相关讨论

通过模型分析, 我们可以看出, 健全的法律体系和法制环境可以降低家族掏空上市公司的行为取向, 而对盗窃大众资产实施严刑峻法的倡议不啻为一种阻止不法家族侵害中小股东利益的有力威慑。

完善的公司治理机制能够有效抑制上市公司的隧道行为, 我国证券监管机构一直致力于上市公司股权结构、董事会治理和高管人员的薪酬制度改革。目的就是达到股东大会、董事会、经理层之间权力的分配与相互制约, 使董事会代表全体股东的利益, 能够对经理层进行有效监督, 引入独立董事制度以防止董事会的“一言堂”现象, 并防止经理层和大股东形成合谋。在这种完善的公司治理结构下, 如果家族控股股东企图对上市公司进行隧道挖掘, 必然会受到董事会中代表中小股东利益的董事的阻挠, 增大隧道挖掘的成本, 减少控股家族对上市公司和其他中小股东的利益侵害。因而在其他条件相同的情况下, 法律制度和公司治理对投资者利益保护较好时, 控股家族对外部中小投资者的侵害较小。

家族控股股东的持股比例与隧道行为成倒 U 型关系, 意味着家族股东的行为具有“隧道挖掘”和“监督经营”两种导向, 当家族持股比例低于某一极值时, 随着其持股份额的增加, 家族进行隧道挖掘的能力升高而成本降低, 可能多采取掏空上市公司的手段来增加家族财富; 而当家族持股高于某一极值时, 其持股继续增加会产生“利益趋同效应”, 此时, 上市公司的命运与家族息息相关, 令家族更加重视公司长远的发展和盈余, 家族反而有动力去监督经理层或者亲自参与经营管理, 自利的同时也给中小股东带来利益。

家族的隧道行为强度会给上市公司融资规模带来影响, 公众对家族掏空还是支撑上市公司的预期直接影响到市场对家族企业的价值评估, 进而决定了上市公司的最终融资规模大小。

四、实证检验

(一) 变量定义

隧道行为用控股股东资金占用指标(“资金净占用额/总资产”,OC)来衡量,即将上市公司向控股股东借出的资金减去从控股股东借入的资金得到控股股东对上市公司的资金净占用额(第一大股东的终极控制者所控制的其他公司与上市公司之间的资金占用也视为控股股东对上市公司的资金占用)。如果为正,则说明上市公司存在隧道效应,用 TUNL 表示;如果为负,则说明上市公司存在支持效应,用 PROP 表示。上市融资规模用“股票市价/每股净资产”(N)来度量,比值越大,说明上市公司越受市场欢迎,融资规模越大。家族所有权用家族股东持股比例(TOP)度量。

表 1 变量定义表

	名称	符号	定义
变量	隧道行为	OC	资金净占用额/总资产
	第一大股东持股比例	TOP	第一大股东持股量/总股本
	融资规模	N	股票市价/每股净资产
	公司规模	SIZE	公司资产账面值的自然对数

(二)样本与数据说明

本文的研究对象为 2004 年公开发行 A 股的家族控制上市公司,具体为最终控制者可以追溯到家族,并且家族股东为第一大股东的上市公司。上市公司有关数据来自深圳市国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 数据库,北京色诺芬公司的 CCER 民营上市公司数据库,各上市公司年报和 2004~2006 年各期《新财富》、《新财经》的相关报道,共获取 280 家上市公司样本,占到上市公司总数的 20.5%,排除了内部治理或财务数据信息披露不完整和数值异常的公司,并选取 2002 年即已上市并持续经营的公司,以保证研究样本必要的持续性,最终共获得 258 个样本。我们以 2006 年横截面数据为窗口,并用 2004 年和 2005 年数据作稳健性检验。计算过程利用统计分析软件 SPSS。

(三)描述性统计

表 2 描述性统计

	TUNL	PROP	N	TOP	SIZE
均值	0.075	-0.039	1.693	35.593	21.045
中位数	0.031	-0.011	1.700	29.760	21.015
最大值	0.632	-0.289	3.980	72.420	26.820
最小值	4.54e-06	-2.55e-05	0.090	6.980	19.220
标准差	0.116	0.064	0.957	14.779	0.872
样本数	165	93	258	258	258

从表 2 中可以看出,总样本中有 64%(165 个)的公司对上市公司实施了隧道行为,占用上市公司资金比例平均达到了 7.5%;36%(93 个)的公司实施了支持行为,资金占用比例平均为-3.9%。市场融资规模平均为 1.693 倍,最大值比最小值的倍数为 44.2,标准差为 0.957,说明上市公司在融资规模上差异较大。控股股东持股比例从 6.98%到 72.42%,平均为 35.59%,反映了家族股东的资本控制形式为相对控股,意味着其有通过控制链实现较少现金流控制较多投票权倾向。

(四)回归分析

我们构建以下模型并使用 OLS 回归分析方法,对家族所有权对掏空上市公司的隧道行为的影响,及隧道行为对融资规模的影响进行检验。

$$OC=\beta_0+\beta_1TOP+\beta_2TOP^2+\beta_3SIZE+\varepsilon \tag{1}(2)$$

$$N=\gamma_0+\gamma_1OC+\varepsilon \tag{3}$$

模型(1)和模型(2)分别用来验证被解释变量与解释变量的线性与非线性关系,具体用“持股比例”和“持股比例的平方项”来衡量。如表 3 所示,模型(2)的拟合优度显著高于模型(1),因此隧道行为(OC)与家族持股比例呈更加显著的非线性关系。模型(3)显示融资规模(N)与隧道行为(OC)呈显著的线性负相关关系。

表 3 回归结果

因变量	OC		N
	模型(1)	模型(2)	模型(3)
常数项	0.234* (1.62)	0.256* (1.73)	0.452** (2.05)
TOP	0.316 (0.87)	0.842* (1.80)	-
TOP ²		-0.817** (1.96)	-
OC	-	-	-0.938* (1.67)
SIZE	-0.146* (1.71)	-0.137* (1.64)	-
Adj R ²	0.092	0.133	0.121
样本数	258	258	258

注:**表示在 5%水平上显著,*表示在 10%水平上显著;()内的数字为 t 值。

1. 家族控股比例与隧道行为的关系

表 3 显示,与上文模型的推导一致,家族控股比例与隧道行为呈显著的倒 U 形关系,随着家族股东持股比例的升高,隧道行为呈先上升后下降的趋势。说明家族股东确实具有“隧道挖掘”和“监督经营”两种倾向,且当家族控股比例达到 51.5%(通过求极值可得 TOP*=51.5%)时,隧道行为倾向开始向监督经营倾向转移,即绝对控股的情况下,家族利益与公司利益高度趋同,大股东行为发生逆转。

2. 隧道行为与融资规模的关系

由表 3 可知,融资规模与隧道行为呈显著负相关的线性关系,验证了模型提出的隧道行为会影响市场对公司的反应,股民通过用脚投票的方式远离隧道行为严重的公司。我们也发现融资规模与家族股东持股比例呈 U 型关系,通过求解,可得 TOP*=52%时,融资规模达到极小值。由于融资规模与隧道行为线性负相关,所以这里的 U 型关系和家族控股比例与隧道行为的倒 U 型关系具有一致性。

五、结论与建议

本文通过模型推导并辅以上市公司经验研究发现:健全的法律环境和完善的公司治理机制可以降低家族掏空上市公司的隧道挖掘行为,家族控股股东的持股比例的增加对隧道行为强度呈现先上升后下降的倒型关系,而家族的隧道行为强度直接关系到其能够从资本市场上获得的资金规模大小。说明市场中投资者在无法监控大股东行为的时候,更多地使用用脚投票的策略来规避自己的资金风险。

我国家族上市公司方兴未艾。为了保证家族企业和证券市场的健康发展,必须要解决控制性

家族的隧道行为问题以及由此带来的证券市场的潜在风险,切实保护中小股东利益,可以从内部治理和外部治理方面加以完善:

1. 进一步引入职业经理人管理,强化职业经理人的信托责任意识,授予其适量股权。引入职业经理人可以使家族所有权与经营权分离,让家族隧道行为的可执行性降低。而在我国尚不成熟的市场环境下,职业经理人的道德操守问题一直是家族股东所担心的,所以强化职业经理人的信托责任意识是十分紧迫和重要的一项工作。这里的信托责任不仅指对大股东的信托,而且包括其他中小股东的利益。我国职业经理普遍持股量极低,不利于激发其监管积极性,不能形成“利益趋同效应”,因此授予经理适量的股权可以增强经理努力经营的动力,防范控制性家族的隧道行为。

2. 健全法律法规,实施公司分类分级监管,完善证券监管机制。中国是一个新兴市场,法律法规的漏洞给家族企业以可乘之机剥夺小股东的利益。有研究表明,不同持股比例决定了家族的控制方式,进而影响其剥削中小股东的程度(申明浩,2008)。所以不妨对上市公司分类分级,对倾向于资本运作方式掌握控制权的公司实施特别监管,把有限的监管资源集中到隧道行为动机强的公司,可以起到防范于未然的作用。当然还要促进家族上市公司主动提高信息披露透明度,给予小股东更大的主动维权保障,贯彻落实新《公司法》中股东代表诉讼、辩方举证的思想,有效保护投资者利益,当辩方无法证伪其合谋造假行为时,就给予严格惩处;并引导舆论监督,发挥社会诉讼机制的震慑作用,形成监督上市公司董事勤勉尽责、守法经营的强大约束力量。

参考文献

- 申明浩(2007):《合谋理论对隧道行为的解释与应用》,《经济学动态》,第9期。
- 申明浩(2008):《治理结构对家族股东隧道行为的影响分析》,《经济研究》,第6期。
- 徐晓东(2003):《第一大股东的所有权对企业业绩和公司治理效力的影响研究》,清华大学博士论文。
- 徐晓东、陈小悦(2003):《第一大股东对公司治理、企业绩效的影响》,《经济研究》,第2期。
- 王志明、顾海英(2004):《利他主义、代理问题及家族企业》,《社会科学战线》,第5期。
- 杨柏(2005):《上市公司信息披露违规行为监管博弈分析》,《管理世界》,第8期。
- Berle, A. and G. Means (1932): *The Modern Corporation and Price Property*, New York: Macmillan.
- Bertrand, M., P. Mehta and S. Mullainathan(2002): “Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups”, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 121-148.
- Holderness, C. and D. Sheehan(1988): “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, S. and R. La Porta (2000): “Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, Tunneling”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 90, 22-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999): “Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Leech, D. and J. Leahy (1991): “Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies”, *Economic Journal*, 101, 1418-1437.

(责任编辑:程 炼)