

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2016.07.001

【主持人导语】

东方管理学是管理学门类中的一门重要学科,有其重要的学术地位和价值。它的研究对象用一句话来概括,就是具有东方文化和社会特点的管理活动,以及在此基础上提炼形成的管理理论。丰富多彩的管理实践证明,当代管理学必然不是西方一元而是多元的。管理学的发展,诚如生物多样性那样,只有打破西方管理学理论一统天下的局面,才能获得健康成长。同时,正在成长中的中国企业经历30多年改革开放历程,也迫切需要更加契合中国企业实际的管理学理论的引领。我们应该勇于打破管理学的迷思,全面客观地认识管理学的构成及其走向。我们要以更加科学和实事求是的态度,来认真思考和探讨东西方管理思想的融合,构建更适合包括中国在内的东方社会经济和东方企业发展的管理学体系。

有鉴于此,具有悠久历史和广泛影响的《外国经济与管理》,从本期起特设“东方管理”栏目。本栏目首发的两篇论文,聚焦于中国家族企业研究这一极为重要且有特色的领域。著名学者福山指出:“中国属于低信任文化国家,信任只存在于血亲关系范围内,超出血缘关系的信任程度明显降低。华人与美国家族企业的最大差异是到了第三代,只有极少数华人家族企业在实现制度化管理方面取得成功。”无论东西方,家族企业无疑是各类企业中一支极为重要的力量,但我们可以看到,中外家族企业在管理和传承方面存在巨大差异。

复旦大学管理学院教授、企业管理系主任,复旦大学东方管理研究院院长 苏勇

## 社会情感财富、制度压力与家族管理控制

——基于香港上市家族公司的多案例研究

刘舒颖<sup>1</sup>,孙嘉宝<sup>1</sup>,朱 沅<sup>1,2</sup>

(1. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275; 2. 中山大学 中国家族企业研究中心, 广东 广州 510275)

---

**摘 要:** 社会情感财富的观点认为,管理控制既是社会情感财富的目标,也是保存社会情感财富的手段,而新制度理论的观点则强调外部的制度压力会约束家族对公司管理的控制。家族控制的上市公司如何应对内部要求与外部压力的冲突?本文选取香港资本市场上的国美、创维、雅居乐和新鸿基四个家族上市公司作为研究对象,观察控制家族对六个家族管

收稿日期: 2016-04-22

基金项目: 国家自然科学基金重点项目(71232009); 国家自然科学基金面上项目(71372155); 中山大学985三期“中国家族企业研究创新基地”项目

作者简介: 刘舒颖(1988—),女,中山大学管理学院MBA学生;

孙嘉宝(1996—),女,中山大学管理学院本科生;

朱 沅(1974—),男,中山大学管理学院副教授,中山大学中国家族企业研究中心研究员。

本稿由刘舒颖、孙嘉宝在朱沅指导下撰写了初稿,由朱沅修改定稿。——作者注

理负面事件的反应，发现事件确实会导致控制家族承受的制度压力增加，而家族根据制度压力的强弱，通过内部切割、象征性管理和实质性退让等方式加以应对，同时却保持或加强了对公司的股权控制。由此本文得出结论：为了回应外部的制度压力，维护家族对公司的根本性控制，家族往往借助调整管理控制来缓解保存社会情感财富与外部制度压力之间的冲突。上述发现既解决了两种理论观点在家族控制问题上的冲突，揭示了家族控制两个层面的不同作用，也拓展了新制度主义理论对制度压力变化的理论分析。

**关键词：**社会情感财富；制度压力；象征性管理

**中图分类号：**F270 **文献标识码：**A **文章编号：**1001-4950(2016)07-0003-21

## 一、引言

近年来，家族企业领域产生的社会情感财富（以下简称SEW）观点被日益广泛地用于解释家族企业的行为，其隐含假设是家族的控股地位赋予了他们更大的权力和更多的自由，很少受到外部利益相关者的约束（Carney, 2005），可以更自由地追求保存SEW的目标。根据SEW的观点，对企业的管理控制既是SEW的一部分，也是保存其他SEW的手段，家族不会愿意放松管理控制。即使是面对外部的制度压力，为了保持管理控制，上市公司的控制家族甚至愿意牺牲战略上的灵活性，通过模仿企业通行的战略来增加家族管理的合法性（Miller等，2013）。

新制度主义的观点注意到外部制度压力对家族行动的约束，不过学者们似乎将制度压力视为一定时期内稳定的存在，隐含假设是人们的认知（制度的三大支柱之一）对其行为的作用稳定一致。然而，认知心理学提示，只有在激活的情境下认知才会对人们的行动产生显著影响，也才可能形成显著的制度压力。由此来看，家族管理面对的制度压力是可变的。在外部制度压力显著增强时，家族就很难通过通常的行动来回应制度的要求。当家族上市公司面对保存SEW与制度压力之间的激烈冲突时，控制家族会如何应对？目前学术界对此所知很少。为此我们开展了此项研究来观察控制家族在面对内外部目标冲突下的反应。我们选择在香港资本市场上市的家族上市公司国美、创维、雅居乐和新鸿基作为我们的案例研究对象，观察家族高管出现负面事件时，控制家族受到的制度压力及其反应。我们期望通过上述案例研究了解上市公司控制家族如何削弱或化解二者之间在家族管理上的冲突，进而揭示家族如何在保存SEW和回应制度压力的冲突间做出权衡。

通过对四家家族企业六起家族高管负面事件的研究，我们发现一旦家族高管的负面事件激活人们对家族企业的消极刻板印象，家族企业就会承受较强的制度压力。家族则会根据外部制度压力的大小做出三类不同程度的响应：实质性退让、象征性管理和内部切割，但并不会放松对公司的股权控制。由此我们得出以下结论：家族往往会权衡获取合法性与保存SEW两方面的需要对家族管理控制做出安排。并往往通过调整家族的管理涉入与控制方式来缓冲制度压力，保护家族控制的核心——股权控制。

上述发现解决了SEW观点与新制度主义观点对于家族控制问题的理论冲突，揭示了在制度压力迅速变化的背景下家族保存SEW的方式，进而深化了家族企业应对外部制度压力的理论认识。多数现有SEW文献都忽略了家族保存SEW的外部约束因素，或仅考

察了稳定的制度压力下家族企业的行动。本文则进一步研究了外部制度压力短期变化情况下家族企业的应对，从而揭示出管理控制和股权控制作为缓冲层和核心层的不同作用。此外，我们运用认知心理学的观念来解析制度压力的变化，拓展了新制度主义理论对制度压力变化的理论解释。以往新制度主义的理论分析隐含假定制度压力的认知基础是相对稳定的，而我们则认为人们的认知可能在短期内迅速变化，并运用认知心理学的激活概念来解释短期内制度压力的显著变化，从而为理解制度压力的短期变化提供了理论基础。

本文的后续内容包括四个部分，第二部分呈现文献与理论基础，第三部分介绍案例研究的方法、背景和数据来源，第四部分对案例材料展开分析，第五部分对分析的初步结果做讨论与理论归纳，并呈现其理论贡献和潜在局限性。

## 二、理论与文献

### （一）社会情感财富与家族控制

重视家族的非经济收益是家族企业战略决策的关键特征。2007年Gómez-Mejía及其合作者，将家族从企业取得的满足自身情感需要的非财务收益统称为社会情感财富的概念，包括行使权力的能力、家族归属感、情感和亲情的需要，以及家族成员在企业内部通过强化家族价值观维系家族控制，维护家族社会资本，履行基于血缘关系的家族义务（Gómez-Mejía等，2007）。Gómez-Mejía等（2011）把家族的社会资本、文化资本和情感资本投入视为社会情感财富的来源，并据此认为社会情感财富包括情感、文化价值和利他主义三个方面。

保持对企业的管理控制是家族保存SEW的关键（朱沅等，2016）。一方面，对企业的管理控制本来就是家族SEW的重要内容。现有文献指出对企业发挥影响和行使权力是SEW的一个重要维度，只有介入企业管理，家族才能发挥对企业战略和其他行动的影响力（Berrone等，2012）。另一方面，对企业的管理控制也是家族追求其他SEW的手段。家族对企业的情感、家族的声誉都与对企业的管理控制密切相关，只有保持对企业的管理控制，家族成员才能满足他们心理所有权所要求的控制需要（Pierce等，2001），才能够支持他们对企业的依恋和他们的身份认同；同时，作为企业的代表频繁在社会公众面前出现，也能加强家族的社会声誉；此外，家族控制公司的管理，才能够通过雇用家族成员、安排社会捐赠等手段利用企业资源服务于家族的其他SEW要求（陈凌和陈华丽，2014）。因此家族很难放松对企业的管理控制。

现有文献也曾关注可能约束家族追求SEW的因素，然而学者们主要受业绩反馈理论启发，关注业绩和行业成长背景对家族目标的影响（Gómez-Mejía等，2007；张远飞等，2013），对于外部环境中社会学层面的制度作用还缺乏关注。

### （二）制度压力与家族管理控制

任何组织都存在社会合法性问题，对于那些较多依赖外部资源供应的企业而言，社会合法性可能影响它们所能获得的资源供应，因此它们更需要关注社会及利益相关者对它们的期望与要求，因此制度能够对企业的决策产生影响（Suchman，1995）。

Scott（2001）在DiMaggio和Powell（1983）的观点基础上扩展并明确了制度的理论根源，他认为制度是由规制、规范和文化认知三个支柱要素所组成。相应地，制度压力

包括规制压力、规范压力和文化认知压力。其中规制压力是通过制定规则、监督承诺和奖惩行动来规制企业行为，更多体现为法律法规和各种行业标准的强制性要求。规范压力更多通过道德、行业规范等非强制规则来约束企业的行为，体现为价值观和行为规范的约束。文化认知压力是由已经存在并被普遍接受的惯例与行为方式形成的，遵守共同参照框架、角色模板和结构模板的要求。本文所关注的制度压力主要指文化认知压力，相对于规制压力，它是非强制性的，面对这种压力企业有一定自由选择的空间。

成长起来的家族企业越来越多地依赖于外部的资源供应，相应地也需要更多关注外部制度的期待与要求，而不能仅仅关注自身的诉求。Berrone等（2010）的研究表明，家族决策者的行为受到企业所处社区利益相关者的影响，而在企业管理控制的问题上，家族也受到外部制度压力的约束。Miller等（2013）的研究发现，上市家族公司更加依赖外部资源，这使家族上市公司更重视自身的合法性问题，由于人们通常对家族管理持负面评价，家族上市公司趋向于采取行业通行的战略来增强家族管理的合法性。他们的研究显示，上市公司的家族管理控制往往成为外部制度压力与家族保存SEW诉求冲突的焦点。

值得注意的是，大多数学者都倾向于将制度视为相对稳定的环境因素，在研究中隐含假设企业面对的制度压力趋于稳定。然而，如道格拉斯（2013）所言，公众记忆是社会秩序的存储系统。因而制度可能由于公众记忆的淡忘和提取而发挥不同的作用。事实上，认知制度压力往往会在短期内发生变化。认知制度压力来源于人们普遍接受的理念，但这些理念并非时时刻刻都活跃于人们头脑中。从认知心理学的角度来看，在未被激活的时候，人们对特定问题的认识往往处于休眠状态。而当相关事件激活了休眠的观感和认知时，它们才会对人们的行动产生显著影响（Bargh等，1996；Wyer和Srull，1989）。由此推论，人们对家族管理的消极刻板印象（刻板印象指公众对某一个群体普遍持有的观念）未被激活之前，也往往处于休眠状态，对家族企业的行动影响有限。Miller等（2013）所观察到的家族上市公司的行动反映的只是常态下的反应，而负面事件激活人们的沉睡观念后带来的制度压力的迅速变化及其影响还缺少研究。

### （三）资本市场的制度逻辑

家族企业的多种弊病长期以来备受学术界诟病，受批评较多之处都与家族管理相关：任人唯亲的问题和家族控制股东盘剥中小股东的问题。任人唯亲将家族企业选择管理人才的范围局限于狭小的家族内部市场，让企业失去了获得高能力人才的机会，往往给企业带来代理效率的损失（Bertrand和Schoar，2006；Schulze等，2001；Stewart，2003）。此外，单向利他和重视家族义务的家族领导者往往不加选择地为成员提供就业保障，或利用企业的资源给予家族成员特殊照顾（Schulze等，2003），这使占据企业高管职位的家族成员能获得较非家族经理更多的工作保障，也导致家族企业难以换掉不称职的家族经理（Cruz等，2010；Gómez-Mejía等，2001），阻碍家族企业提高经营绩效（贺小刚等，2010）。一些学者认为这也是家族股东与中小股东之间的代理问题的一种特殊形式（Morck和Yeung，2003）。

在东亚等新兴经济体中，家族控制股东盘剥中小股东的问题也让家族上市公司广受批评。学者们发现，在这些经济体中上市公司的股权不是高度分散而是相当集中（La

Porta等, 1998, 1999; Johnson等, 2000)。不少研究发现在投资保护较弱的经济体中股权集中产生的主要代理问题是控股股东掠夺小股东, 大股东借助控制机制最大化控制权私有收益, 导致控股股东与小股东之间的利益冲突 (Claessens等, 2002; Faccio等, 2001; La Porta等, 1999; 苏启林和朱文, 2003)。Johnson等 (2000) 则进一步发现了控股股东通过掘隧行为转移公司资源、损害中小股东利益的证据。学者们发现, 在控股股东担任公司的高级管理者或控制股东的家族关联股东涉入管理时这种掏空行为更加严重 (La Porta等, 1997, 1999; 魏明海等, 2013)。

学术界对家族企业的批评深刻影响了资本市场的制度逻辑。在大多数国家的资本市场中, 专业的证券研究机构和机构投资者的从业人员较多受到学术界的影响, 普遍接受经济学者们对家族企业代理问题的观点, 这些专业人员又进一步影响了资本市场的投资者, 导致家族企业的前述两类弊端广为人知, 甚至成为对家族企业的负面刻板印象。例如: 在家族企业IPO上市招股说明书上经常可以见到“公司存在家族控制, 损害中小股东利益的风险”之类的文字。因此, 有研究发现, 家族企业为了在保持家族控制的同时吸引投资者, 往往选择折价发行 (Benninga等, 2005; Leitterstorf和Rau, 2014); 预期到家族企业的盘剥问题, 家族企业的股票在二级市场上往往存在折价 (Claessens和Fan, 2002); 为了吸引投资者、减少折价, 家族企业往往倾向于发放高股息 (Faccio等, 2001)。由此看来, 上述关于家族企业的负面刻板印象已成为资本市场上的通行制度逻辑。然而, 由于家族企业并非一个明显的群体标签, 多数情况下公众未必会将它与特定公司联系起来, 或是公司的状况与刻板印象存在明显不一致, 不足以迅速激活刻板印象, 导致人们对家族企业的消极刻板印象往往处于休眠状态。而根据本文的观点, 上述刻板印象是否被激活很大程度上决定了制度逻辑所形成的制度压力的大小, 因而那些触发上述认知制度逻辑的事件尤其值得关注。

### 三、案例研究方法、研究背景与数据来源

#### (一) 案例研究方法

本文采取案例研究方法, 原因如下: (1) 本研究着重考察外部制度压力与家族保存SEW目标之间的冲突如何影响家族对公司的管理控制, 是一个“怎么样”类型的研究问题, 案例研究适合解决此类研究问题 (Eisenhardt和Graebner, 2007)。(2) 本研究意在借助对新现象的考察, 通过理论综合来拓展理论, 案例研究是识别现有理论不足、进行跨领域理论互补的理想工具。(3) 本研究期望通过观察控制家族对外部制度压力的响应, 揭示制度压力形成并影响家族管理控制的逻辑, 而案例研究适于通过构建命题, 解开现象背后深藏的动因及构建逻辑链条 (Siggelkow, 2007)。

本文选取四家香港上市家族企业的六起家族高管的负面事件作为研究对象, 四家公司分别是黄宏生家族控制的创维数码 (00751.HK, 以下简称创维)、黄光裕家族控制的国美电器 (00493.HK, 以下简称国美)、郭氏家族控制的新鸿基地产 (00016.HK, 以下简称新鸿基) 以及陈卓林家族控制的雅居乐地产 (03383.HK, 以下简称雅居乐)。案例选取基于如下几方面考虑: 首先, 四家公司均是由创始人创建、创始人家族控制的香港上市家族企业, 既具备华人家族企业的传统和管理理念, 又都处于以西方资本市场制

度逻辑主导的环境中，内外部条件与本研究主题相吻合。其二，四家上市公司均须遵守香港证券上市公司披露制度及接受媒体公众的密切监督，较为密集的信息披露有助于构造案例的动态发展。其三，四家企业均曝出过家族高管相关的负面事件，冲击家族管理的合法性，此时家族对管理控制的微妙变化能展现出外部制度压力和社会情感财富诉求来回角力的效果。

为确保资料的准确性及效度，案例采取多角度策略进行素材收集。在对信息来源的选择上，优先采信具有法律效力的信息，如香港及大陆司法机构公开的法律文件、港交所上市公司的年报、半年报和公告；分析机构报告来自汤森路透网站，它是世界著名的财经资讯供应商；媒体优先考虑专业性财经媒体，如《21世纪经济报道》等，以及汇集较多权威媒体信息的网站，如香港排名第一的阿斯达克财经网。关键信息采用多个来源相互印证。多来源的资料一方面可以使理论提取更加全面，另一方面可以进行交叉分析相互印证，增加结论的可信度（殷，2004）。

## （二）研究背景

### 1. 香港证券市场制度背景

香港长期实行自由市场经济，相关法律制度比较完善，能够为公平透明的市场环境提供保证。香港证券市场不受外汇管制和资金进出的限制，市场参与者有更大灵活性，因此相比发展时间尚短、市场制度不尽完善的中国内地更容易吸引国际资本介入，并因此成为国际资本、尤其是美欧等发达国家资本投资亚洲和中国内地的桥头堡。香港证券市场参与者以成熟机构投资者为主，券商和分析机构活跃，因此香港资本市场的参与者普遍熟悉家族企业的弊端。

然而，香港的制度环境与美国等成熟的资本市场相比，对投资者的保护仍有不足，因此为保护自身利益，创始家族多选择集中控制上市公司的多数股权并强化家族管理控制，以降低所有者—经理利益分歧和大小股东利益分歧对自身利益的损害，相应地，家族控制股东盘剥中小股东和任人唯亲的问题在香港上市家族企业中同样普遍存在（Yu和Zheng，2012）。

### 2. 案例企业背景

（1）创维数码。创维集团有限公司（00751.HK）是一家以生产消费类电子、网络及通信产品为主的家族上市公司。自2000年公司在香港上市起，创始人黄宏生及其家族一直保持着对公司的绝对控制并深度介入公司管理。出现负面事件前，黄宏生持股达40.65%，<sup>①</sup>并任创维数码及创维集团董事长、执行董事；其妻林卫平担任海外采购总监；胞弟黄培升任执行董事，负责生产基地的采购。2004年11月30日，黄宏生、其弟黄培升、其母罗玉英及其他几名高级管理人员因涉嫌串谋窃取上市公司资金共计4800余万港元被香港廉政公署拘捕，黄宏生还被控贿赂某前执业会计师为公司在港上市伪造会计记录，实现诈骗上市。<sup>②</sup>

（2）国美电器。国美电器（00493.HK）是由黄光裕建立的中国大陆知名家电零售连锁企业，2004年6月借壳中国鹏润（00493.HK）在港上市。重组完成后，黄光裕家族

<sup>①</sup> 创维数码（00751.HK）权益披露——2004年9月30日数据，阿斯达克财经网。

<sup>②</sup> 涉嫌造假账挪用资金 港廉政公署拘捕创维董事长，中证网，2004年12月7日。

直接及间接持有上市公司74.9%的股份<sup>①</sup>，后虽大幅减持，但黄家始终控制着超过三分之一的股份。在被司法部门调查之前，黄光裕担任国美董事局主席，其妻杜鹃任公司执行董事，与黄光裕共同持有上市公司35.55%的股份。<sup>②</sup>国美电器先后出现两起与家族管理相关的负面事件：第一起是2008年11月黄光裕因涉嫌经济犯罪被北京市公安局调查，其妻杜鹃随后也被调查。第二起是香港证监会对黄光裕夫妇采取法律行动。2009年8月4日香港证监会向香港高等法院申请冻结二人逾16亿港元的个人财产。根据香港证监会指控，二人曾策划2008年1月22日至2月5日期间上市公司向黄光裕等回购总值约22亿港元的共1.298亿股股份，以售股所得款项偿还私人贷款。香港证监会指出上述股份回购导致上市公司及其股东损失约16亿港元。<sup>③</sup>香港高等法院于8月5日发出临时强制令，批准了香港证监会的申请。

(3) 新鸿基地产。新鸿基地产发展有限公司(00016.HK)于1972年在港交所挂牌上市，是香港最大的地产商之一，也是一家由家族控股并管理的上市公司。创办人之一郭得胜在1990年去世之后，其三子继承家业。家族通过家族信托基金持有新鸿基45.22%<sup>④</sup>的股权。2007年后，长子郭炳湘与两个弟弟渐生隔阂，2008年被罢免董事局主席兼行政总裁职务。2012年3月前，另两子郭炳江、郭炳联共同担任新鸿基董事局联席主席兼总经理。2012年3月29日，郭炳江、郭炳联兄弟以及前政务司司长许仕仁涉嫌违反防止贿赂条例以及公职人员行为失当，被香港廉政公署拘捕。

(4) 雅居乐地产。雅居乐地产控股有限公司(03383.HK)是一个家族色彩浓重的内地房地产企业，2005年12月在香港上市。上市之初，创始人陈卓林及其家族持股比例达68.30%，<sup>⑤</sup>随后略有变动，但基本维持在60%上下，家族始终掌握绝对控股权。管理权也牢牢把握在家族手中。从上市起至2014年3月，公司的六席执行董事席位全部由包括陈卓林五兄弟及其妻子陆倩芳在内的陈氏家族成员担任。雅居乐曾两次发生不利于家族管理的负面事件，其一为2013年年度销售额人民币403.4亿元，<sup>⑥</sup>未完成420亿元的销售目标，连续第三年未完成管理层许诺的销售目标；其二为公司董事局主席兼总裁陈卓林于2014年9月30日突然被昆明检方“监视居住”<sup>⑦</sup>。

#### 四、案例分析

上述四个公司家族高管的六起负面事件都可能激活人们对家族管理的负面认知，冲击家族管理的合法性，产生对上市公司控制家族的制度压力，加剧外部压力与控制家族保存SEW的目标之间的冲突，让控制家族陷入两难局面。此时家族很难采用寻常办法化解冲突。

##### (一) 家族对事件的响应

<sup>①</sup> 中国鹏润(00493.HK)通函(有关国美电器有限公司的非常重大收购、关联交易、股本重组、建议更改公司名称及建议更改每手买卖单位)，2004年7月5日。

<sup>②</sup> 国美电器(00493.HK)权益披露——2008年4月23日数据，阿斯达克财经网。

<sup>③</sup> 香港高院8页文件裁决冻结黄光裕16亿元资产，21世纪经济报道，2009年8月10日。

<sup>④</sup> 新鸿基地产(00016.HK)权益披露——2004年7月2日数据，阿斯达克财经网。

<sup>⑤</sup> 雅居乐地产(03383.HK)权益披露——2005年12月15日数据，阿斯达克财经网。

<sup>⑥</sup> 雅居乐地产(03383.HK)公告及通告——截至2013年12月31日止年度全年业绩公告及更改股份过户登记香港分处地址，2004年3月28日。

<sup>⑦</sup> 雅居乐地产(03383.HK)公告及通告——内幕消息；董事调任；委任署理联席主席及署理联席总裁；及恢复买卖，2004年10月10日。

我们从管理权和控制权两个层面观察了控制家族对所遭遇事件的应对。其中管理权层面我们主要关注家族在董事会的席位变化，尤其是执行董事席位的变化。原因在于家族往往通过董事会实现对公司战略等重大决策的控制，而执行董事既参与战略决策，又涉入日常经营，掌握信息多、影响力大。控制权层面主要关注家族股权的变化。通过观察四个家族对六起事件的应对，我们发现其行动的差异之处主要是家族管理的变化，而共同之处是对公司的股权控制不变甚至增加。

### 1. 家族对管理控制所做的调整

在受到负面事件冲击之后，四个案例企业都对家族董事会做出了调整，然而仔细分析之后可以发现他们所采取的反应存在三种主要的类型：

(1) 实质性退让。实质性退让表现为家族明显且实际削弱对公司的管理控制，在黄宏生及其亲属被检控与黄光裕夫妇被调查后创维和国美的反应就体现了这种情况。家族采取超出强制性制度要求的主动行动，削弱对公司的管理控制，隐含着家族对外部认知制度压力的妥协。

黄宏生兄弟被捕之后，黄氏家族集体撤出了创维及其下属公司的董事会，“去家族化”的信号非常清晰。2004年12月6日，黄宏生辞去董事局主席兼首席执行官职务，转而担任公司非执行董事与非执行主席，其弟黄培升辞任执行董事。截至12月15日，黄宏生及妻林卫平、其母罗玉英、其弟黄培升等黄氏家族成员已集体终止在集团所有附属公司的董事职务及管理职务。<sup>①</sup>新任命的管理团队中完全没有黄氏家族成员，<sup>②</sup>公司还在当年12月8日成立独立委员会以协助审核财务记录、监督公司的正常运营，并邀请张英潮、叶成庆、邢冶春等香港社会名流加入。<sup>③</sup>如果仅是为了应对资本市场的强制性规定（犯罪人员不得担任上市公司高管），黄氏家族中未牵涉罪案的人员，如林卫平等并不需要辞任相关管理职务，而聘请外部人士王殿甫出任董事长与总裁，<sup>④</sup>并在董事会之外成立外部人士负责的独立委员会显然都会进一步削弱家族控制公司的能力。黄氏家族的行动完全超出了资本市场的强制性要求，可见家族为应对外部压力做了较大退让。

而国美在黄光裕被北京警方带走调查之后，董事会于同年12月23日暂停黄光裕的行政职务，其妻杜鹃也在同日辞职。次年1月7日北京警方证实杜鹃因涉嫌经济犯罪正在接受调查。家族将董事会主席职位交给公认管理经验丰富的非家族经理陈晓，将代表黄光裕签字的权力交给非家族执行董事王俊洲和魏秋立，重组后的董事会已无黄氏家族成员身影。在国美任职多年的家族成员黄秀虹仅作为大股东代表参与公司事务，甚至在2009年5月提名董事会增补成员时，黄家也选择了非家族经理孙一丁。如果仅是为了响应资本市场的强制性要求，黄家完全可以选择未涉罪的其他家族成员替代黄光裕和杜鹃的职务，尚在国美任职的黄光裕妹妹黄秀虹和曾在国美工作的黄燕虹都可以作为黄家代表进入董事会。由此看来，这是黄家主动做出的妥协。

(2) 象征性管理。象征性管理（symbolic management）指的是组织表面上采取符合外部期望的行动，实质上组织内部的权力结构却保持不变（Westphal和Zajac，1994，

① 创维数码（00751.HK）——公告，2004年12月23日。

② 创维高层深圳集体亮相力证公司运作一切照常，人民网，2004年12月2日。

③ 黄宏生：一边等候发落，一边“垂帘听政”，21世纪经济报道，2004年12月28日。

④ 创维数码（00751.HK）——公告，2004年12月23日。

1998; Fiss和Zajac, 2006)。象征性管理将公司的行动与公司治理的主流价值观、目标等联系起来,是公司借以提高合法性的行为或沟通手段(Westphal和Zajac, 1994, 1998; Zott和Huy, 2007)。家族在管理控制层面的象征性管理指的是表面上削弱家族对管理的介入,然而本质上仍然保持对公司的管理控制。这类行动通过形式上遵从主流制度逻辑观念来取得外部合法性,实际上却将公开行动与家族控制的实质核心隔离开来,属于去耦减震措施(decoupling)(Meyer和Rowan, 1977; Westphal和Zajac, 2013)。审视以上六起事件,雅居乐陈氏家族对业绩不佳的反应和国美黄氏家族对香港证监会法律行动的反应都呈现出较明显的象征性管理特征。

雅居乐从2005年上市起,公司六席执行董事职位全部由家族成员担任,业界戏称为“皇族内阁”。2013年3月28日公司发布2013年财报,显示业绩连续第三年未达管理层许诺的目标,财报发布的同时公司对董事会核心成员进行了上市以来的首次调整。原董事会执行董事陈卓贤、陈卓喜、陈卓南三兄弟及陈卓林妻子陆倩芳卸任管理职务并调任非执行董事,而三位非家族经理黄奉潮、梁正坚及陈忠其被委任为执行董事。<sup>①</sup>调整后的董事会五名执行董事中非家族经理占三席,家族经理下降到两席。此外,公司还将此前两名联席总裁的部分权力下放到下属五个区域的副总裁手中。<sup>②</sup>这种调整明显削弱了家族的管理涉入,但三位新加入的非家族执行董事在组织架构中均直接向董事会主席兼总裁陈卓林汇报,管理权力实际仍然集中在家族手中,加之家族成员在董事会中仍占据多数席位,家族对公司的管理控制并未实质性削弱。

黄光裕家族在香港证监会对黄光裕夫妇采取司法行动后,也选择了相似的象征性管理策略,一方面继续小心地淡化家族管理色彩,另一方面通过非家族代理人实质性巩固家族对管理的控制。虽然黄家在与陈晓争夺董事会控制权的过程中,一度曾将家族成员黄光裕胞妹黄燕虹推进董事会,但也仅担任非执行董事。在家族控制稳定后,2011年5月,担任国美电器非执行董事的黄燕虹退出董事会,并新增一名独立董事,<sup>③</sup>表面上加强了董事会的独立性。然而从新董事会的安排来看,黄光裕家族对公司的管理控制并未削弱,受其信任的邹晓春和伍健华成为仅有的两位执行董事,其中前者还兼任董事会下属多个委员会的成员,董事会主席张大中却仅任非执行董事。此外,黄光裕之妻杜鹃虽未回归董事会,但也常以大股东代表的身份列席公司管理会议。家族对董事会和管理层的直接介入降低了,但通过扶持非家族代理人和变相监督,家族仍然牢牢掌握着对公司管理的控制。

(3) 家族内部切割。内部切割指家族以其他家族成员替换牵涉负面事件的家族高管,借此将家族和公司与不利事件隔离,降低家族所承受的制度压力,这种情况下,家族表面上对公司的管理涉入和实际的管理控制都未削弱。新鸿基地产在郭炳江、郭炳联两兄弟涉罪被调查时的反应,以及雅居乐地产在陈卓林被“监视居住”后的应对都属此类。

新鸿基高管涉罪事件是一起典型的贿赂案件。事件曝光之时,家族只是安排其他家

<sup>①</sup> 雅居乐地产(03383.HK)公告及通告——董事会重组,2014年3月28日。

<sup>②</sup> 雅居乐董事会大换血 陈氏家族四人调任非执董,经济观察报,2014年3月29日。

<sup>③</sup> 国美电器(00493.HK)公告及通告——[股东周年大会的结果]二零一一年六月十日举行之股东周年大会投票结果及董事退任及委任,2011年6月10日。

族成员临时代行职权来减少经营不确定性，事件最终尘埃落定后，也仅是为响应强制性制度的要求更换了相关的家族高管，家族对公司实际的管理控制丝毫未变。2012年3月29日，香港廉政公署以涉嫌贪腐为由，拘捕郭炳江、郭炳联兄弟及香港特区政府前政务司司长许仕仁。郭炳江、郭炳联兄弟及新鸿基地产另一名执行董事陈巨源涉嫌通过与前港府高官许仕仁的权钱交易为上市公司谋取利益。香港廉政公署于7月13日正式起诉郭炳江、郭炳联。当晚，公司召开紧急董事会，决议由郭炳江之子郭基辉、郭炳联之子郭颢澧分别代表各自的父亲出任替代董事，同时委任“老将”黄植荣及雷霆为副董事总经理，辅助新上任的第三代家族成员。香港高等法院于2014年12月19日裁定郭炳江罪名成立，郭炳联则全部控罪不成立，当庭获释。<sup>①</sup>同日，郭炳江辞任集团联席主席兼总裁，其子郭基辉正式成为执行董事。<sup>②</sup>郭炳联则恢复原职。

雅居乐刚在2004年3月改组了公司董事会，当年9月30日，陈卓林疑因涉嫌政府官员贪腐案件突然受到昆明检方调查。<sup>③</sup>10月10日，雅居乐发布公告证实了此事。同日，陈卓贤以及陈卓林之妻陆倩芳重新被调任为执行董事，并任董事会署理联席主席、公司署理联席总裁，共同主持大局。<sup>④</sup>虽然当时陈卓林并未受到司法检控，但由于他兼任董事局主席及总裁，负责公司一系列重要决策。这种切割处理能够减少涉案当事人带来的不确定性，在稳定经营的同时保持家族管理控制。同时，家族还通过直接注资、积极与银行磋商修改违约条款、加快销售回款，以及发布新一轮供股计划等措施帮助公司安度资金链断裂危机。而在陈卓林洗脱罪嫌之后，公司立刻恢复了他的职务。

## 2. 保持和加强家族对企业的股权控制

在四个案例企业中，创维、雅居乐在事件发生后家族都保持了持股的稳定。创维暴露的问题是家族股东侵害小股东利益的问题，而雅居乐业绩不佳事件则暴露了家族管理的局限。我们分析，在家族控制和家族管理合法性受到质疑的情况下，家族增加持股可能会让投资者更多疑虑，而降低持股又会威胁家族的SEW，也易被资本市场解读为家族对公司失去信心。两相权衡，保持股权稳定是较为适当的选择。

国美和新鸿基则出现了家族持股的变化，这是由于家族面对的局面有所不同。国美的问题是家族面临失控风险。黄光裕在自己绝对控股公司的时候，操纵股东大会将若干重要权利授予公司董事会，以实现通过少数股权控制公司的目的。后来黄光裕夫妇涉罪不得不退出董事会，陈晓控制董事会后，逐渐威胁黄家对国美上市公司的控制。作为应对，黄家在资本市场上连连增持以保持对公司的控制。其在二级市场上多次减持套现，其实是为了筹资金额参与国美的折价定向增发，增加家族持股比例。因此，国美的案例恰恰反映出家族不会因为受到制度压力而放松对公司的终极控制。

控制新鸿基地产的郭氏家族也在郭氏兄弟被捕后一度增持，这是因为该事件较少牵涉家族企业的两个典型问题，家族增持不致引发市场对家族控制的过多疑虑，反而有助于显示家族对公司的信心、降低市场对公司未来经营不确定性的担忧，也有利于保持家

<sup>①</sup> 许仕仁涉贪判7年半 新鸿基前主席郭炳江获罪5年，新浪财经，2014年12月23日。

<sup>②</sup> 新鸿基地产（00016.HK）公告及通告——董事名单与其角色和职能，2014年12月19日。

<sup>③</sup> 雅居乐新危局，中国经营报，2014年10月18日。

<sup>④</sup> 雅居乐地产公告及通告——[复牌/内幕消息/更换董事或重要行政职能或职责的变更]，2014年10月10日。

族对企业的控制。从几个家族对事件的反应来看，对公司股权的控制是家族的底线，即使承受外部强大的制度压力，家族也不会放松对公司的股权控制，因为股权是家族控制上市公司以及保存SEW的根本。

## （二）事件的制度压力分析

同样面对给公司产生消极影响的家族管理负面事件，不同上市公司控制家族为何做出差异较大的反应？由于在事件出现之前，这四家公司都处于家族管理控制之下，意味着家族保存SEW的动力都很强。因此，导致家族反应措施产生差异的一个合理解释就是事件引发的制度压力存在差异。按照前文的观点，在家族上市公司经营平稳时资本市场对于家族企业的负面认识是休眠的，只有在出现相关消极事件时，才会激活投资者的休眠认识。据此推论，如果事件越容易激活资本市场对家族企业的负面看法，就越可能形成强制度压力，导致家族不得不进行响应。从对四个公司的六起事件的分析来看，控制家族承受的制度压力也有强弱之分。

### 1. 强制度压力

创维和国美在创始人及其亲属涉案被调查时都曾引起资本市场的激烈反应。在黄宏生被捕之前，创维的业绩表现良好，资本市场分析师也一致看好。<sup>①</sup>德意志银行和瑞士信贷第一波士顿在事发前一周发表报告，分别预期该公司将于11月30日公布的中期业绩中，净利可实现27%和61%的同比增长。<sup>②</sup>换言之，控制家族的违规行为是在市场憧憬良好业绩的情况下突然披露的，<sup>③</sup>因此制度压力的变化更为明显。

事件发生后资本市场反应剧烈。黄宏生等被捕当日创维开盘前遭强制停牌。停牌前，摩根大通所持公司股份比例达11.83%，据投资界人士称，事发后摩根大通拟将在创维的投资悉数计入坏账，<sup>④</sup>反映出机构投资者在无法“用脚投票”时对公司前景的悲观预期。事件甚至产生了明显的外溢效应，引起投资者对同类内地民企公司治理的普遍担忧。事发次日，香港恒生指数上涨103点，创32个月新高，而受“创维事件”影响的内地民企港股却出现连带式下跌，其中大成生化（00809.HK）当日跌4.24%，超大现代（00682.HK）跌3.54%。<sup>⑤</sup>

黄光裕被调查也让分析机构迅速转变了对公司的评价与预期。黄光裕被内地警方带走调查的消息在非正式渠道流传几天后，国美于24日临时停牌。当日，瑞信将国美的投资评级由“中性”调低至“跑输大市”，目标价由1.3港元削减73%至0.35港元，并将2008—2010年度的盈利预测调低1%—10%。DBS也发表报告，将国美电器评级调低至“持有”，并将其目标价由3.3港元降至1.13港元。<sup>⑥</sup>股价连续下跌加大了公司的流动性风险。国美电器曾于2007年5月发行了一笔46亿港元的可转换债券，持有人可于2010年

<sup>①</sup> 创维高层深圳集体亮相力证公司运作一切照常，人民网，2004年12月1日。

<sup>②</sup> Skyworth Digital(0751.HK) Looking for 1H05 net profit to increase by 27%. By Deutsche Securities Asia Ltd. on November 26th, 2004. From Thomson One Skyworth Digital (0751.HK) Interim results preview: strong growth expected. By Credit Suisse First Boston Corporation. on November 26th, 2004. From Thomson One.

<sup>③</sup> 涉嫌造假上市黄宏生被捕创维事件再敲民企警钟，人民网，2004年12月3日。

<sup>④</sup> 德勤卷入创维事件彩虹上市受影响基金面临撤账，新京报，2004年12月3日。

<sup>⑤</sup> “创维事件”或抬赴港上市门槛，新京报，2004年12月2日。

<sup>⑥</sup> 受黄光裕事件影响 瑞信调低国美至“跑输大市”，中国证券报，2008年11月26日。

5月要求赎回。由于连续受到负面事件冲击，截至停牌前最后交易日国美股价已跌至1.12港元，远远偏离4.96港元的转股价。<sup>①</sup>如果债券投资者担忧公司前景，就可能要求提前赎回，给公司经营带来极大风险，这也是公司不得不迅速寻找并引入外部投资的关键原因之一。

## 2. 较强制度压力

雅居乐发布令人失望的2013年年报和黄光裕夫妇被香港证监会采取法律行动之后，两家公司也承受了明显的制度压力，但与创维和国美的第一起事件相比，市场和分析机构的总体反应不算激烈，控制家族承受的制度压力也不如前者强。

雅居乐2013年业绩明显不如并称“华南五虎”的碧桂园（02007.HK），后者当年已踏入千亿梯队。<sup>②</sup>招银国际称雅居乐业绩令人失望，考虑到较高的资产负债率和不确定性，将目标价由12.37港元大幅下调至8.44港元。<sup>③</sup>一些分析机构将持续低迷的业绩归因于公司的管理。国信证券下调目标价20%至6.38港元，称在过去的两年中受累较弱的执行能力雅居乐已落后于同类型公司。<sup>④</sup>不过公司在2014年3月对家族涉入做出的调整也受到了一些分析机构的认可，金英证券就在3月31日的报告中将雅居乐评级提升至“买入”，对董事会的人事调整表示肯定，称人浮于事的现象是以往雅居乐对市场变化反应较慢的原因。<sup>⑤</sup>

香港证监会公告对黄光裕夫妇采取法律行动之后，上市公司国美电器于8月7日发布公告，与法律行动的对象——黄氏夫妇个人与其名下私人公司划清界线。即便如此，还是触发了资本市场投资者的恐慌，当日国美电器以2.5港元开盘，开盘后大挫，最低报2.33港元，收报2.37港元，下跌7.78%。<sup>⑥</sup>德意志银行表示，预期国美电器前主席黄光裕的资产被冻结不会影响公司运营，该行给予国美2.02港元目标价，评级为“持有”。<sup>⑦</sup>巴黎银行则认为，对黄光裕夫妇个人财产的冻结不影响国美的日常运营，且在一定程度上维持了公司持股结构的稳定，因此这一事件对公司中小股东具有积极影响。将目标价从1.7港元提升至3.1港元，维持“买入”评级。<sup>⑧</sup>

在黄光裕家族与陈晓和贝恩资本的联盟争夺公司控制权之时，第一起事件中家族侵害小股东利益的事实成为陈晓一方攻击黄氏家族的重点，这使控制上市公司的黄氏家族承受了较大的制度压力。在与陈晓的舆论战中黄家的自称由最初的“大股东”转为“创始股东”，这种变化表明家族已感受到“大股东”一词的负面含义。分析机构基本都站在陈晓一边，倾向减少家族对管理决策的影响。巴黎银行发布报告称陈晓和贝恩资本的利益与中小股东保持一致，贝恩资本的三名非执行董事以及向公司直接委派的一名合规经理（compliance manager）将有助于国美电器的决策过程。<sup>⑨</sup>DBS与苏格兰皇家银行也

① 国美面临抛售、赎回压力，21世纪经济报道，2011年11月26日。

② 碧桂园（02007.HK）公告及通告——截至2013年12月31日十二个月未经审核营运数据，2014年1月3日。

③ Agile（3383.HK）Disappointed Results. By CMB International Securities Ltd. on March 31st, 2014. From Thomson One.

④ Agile（3383.HK）Execution needs to be strengthened. By Guosen Securities（HK）on April 2nd, 2014. Form Thomson One.

⑤ Agile（3383.HK）Fewer cooks in kitchen; U/G BUY. By Maybank Kim Eng. on March 31, 2014. Form Thomson One.

⑥ 黄光裕16.55亿资产被冻结 港证监会称其涉嫌欺诈，中国证券网，2009年8月8日。

⑦ Gome（0493.HK）SFC freezes ex-chairman's assets. By Deutsche Securities Asia Ltd. on August 7th, 2009. Form Thomson One.

⑧ Gome（0493.HK）Change, Gome is making it! BUY. By BNP Paribas Group. on August 11st, 2009. From Thomson One.

⑨ Gome（0493.HK）Change, Gome is making it! BUY. By BNP Paribas Group. on August 11st, 2009. From Thomson One.

表示，期待贝恩资本的加入帮助国美完善公司治理。<sup>①</sup>这显示资本市场对国美去家族化后的管理结构表示认可。

相应地，对于黄家重新加强控制的努力资本市场表现出明显的担忧。2009年9月12日，独立投票顾问机构Glass Lewis针对国美的临时股东大会发布报告指出，鉴于黄光裕被判入狱还选择以股东活跃分子的身份影响公司，建议股东支持黄先生提名的候选人非常不智。14日，独立投票顾问机构ISS（机构投资服务）也建议投资者支持董事会，其中一项理由是黄光裕就贝恩董事所采取的行为对公司和所有股东的利益造成损害。在9月28日的特别股东大会召开前，黄光裕方为争取投资者支持，表示若在这次争夺战中胜出，计划将未上市的370家国美门店注入上市公司。巴黎银行评论，虽然这将会给公司带来短期内每股盈余的增长，但注入成功后黄光裕的持股量将从36%上升至50%左右，会恶化公司治理。<sup>②</sup>野村证券持相似意见，并对这一计划的可行性表示忧虑。<sup>③</sup>因此在最终投票时，不仅黄氏家族要求撤销陈晓和孙一丁执行董事职务的要求未得到以机构投资者为主的投资者的多数支持，其要求推举黄燕虹和邹晓春进入董事会的议案亦未如愿。

### 3.制度压力较小

与前几起事件相比，资本市场对新鸿基郭氏兄弟被拘的事件和雅居乐陈卓林被调查的事件则相对积极，即使间有波澜，也很快趋于平稳，显示出市场的顾虑主要在于事件给公司经营带来的不确定性，一旦不确定性消除，对公司的冲击就大为减轻，这与对家族管理的制度压力存在差异。

新鸿基公告确认郭氏两兄弟涉嫌贿赂被廉署拘捕一事次日，公司复牌放量下跌，收报96.5港元，较上一交易日收盘价111.1港元下跌13.14%，市值一日蒸发382亿港元<sup>④</sup>，相当于集团一年半的利润。同系股票亦跟随下跌，新意网集团（08008.HK）收盘跌3.57%，数码通电讯（00315.HK）下跌1.73%。<sup>⑤</sup>值得注意的是，虽然二级市场反应较大，机构投资者则趋于乐观，普遍认为事件带给公司的不确定性只是短期效应。美银美林称，事件本身对公司资产净值或盈利无影响，予以“买入”评级，为12个月的想法，相信不确定因素会消除。<sup>⑥</sup>中信证券虽将新鸿基目标价由133.77港元下调为117.05港元，但鉴于其强大的资产后盾以及稳健的财务状况，看好新鸿基后续发展，建议投资者将此次股价下跌作为投资良机。<sup>⑦</sup>花旗表示，鉴于廉署调查给公司带来的不确定因素，下调新鸿基目标价由165.64港元至115.95港元，评级由“买入”下调至“中性”，但同时表示调查本身不会影响对新鸿基资产净值的预测，相信新鸿基凭借强劲的基础，可在香港物业市场成为长线领导者。<sup>⑧</sup>

<sup>①</sup> Gome (0493.HK) On track for a full recovery. By DBS Group Research. Equity. on August 24th, 2009. From Thomson OneGome (0493.HK) Focus on operations. By The Royal Bank of Scotland. on August 14th, 2009. From Thomson One.

<sup>②</sup> Gome (0493.HK) GOME Electrical: At the crossroads. By BNP Paribas Group. on September 28th, 2010. From Thomson One.

<sup>③</sup> Gome (0493.HK) Buy: Takeaways from conference call with ex-chairman's representative. By Nomura. on September 16th, 2010. From Thomson One.

<sup>④</sup> 新鸿基地产（00016.HK）每日行情——2012年3月30日数据，阿斯达克财经网。

<sup>⑤</sup> 新意网集团（08008.HK）每日行情——2012年3月30日数据，阿斯达克财经网；数码通电讯（00315.HK）每日行情——2012年3月30日数据，阿斯达克财经网。

<sup>⑥</sup> 新鸿基地产收市跌13.14% 多家大行下调评级。腾讯财经，2012年3月30日。

<sup>⑦</sup> SHK Properties(00016.HK) Crisis presents buying opportunity. By CITIC Securities International on March 30th, 2012 From Thomson One.

<sup>⑧</sup> 新鸿基地产收市跌13.14% 多家大行下调评级。腾讯财经，2012年3月30日。

香港高等法院的裁决结果公布后,分析机构反而一致看好,显示之前的市场反应很大程度来源于核心高管层动荡产生的不确定性。12月22日,高盛重申对新鸿基之“买入”评级,并上调目标价6.3%至145.6元。<sup>①</sup>摩根士丹利认为公司基本面仍稳健,考虑到资本净值折让回调及流动性好转之形势,维持“增持”评级。<sup>②</sup>美银美林则表示诉讼对集团运营影响不大,对公司未来发展存良好预期,维持“买入”评级。<sup>③</sup>

雅居乐陈卓林被调查事件与之相似。2014年9月30日,公司董事局主席及总裁陈卓林疑因涉嫌政府官员贪腐案件突然受到昆明检方调查。陈卓林一旦因贿赂案入罪,需辞任公司主席职务,从而触发雅居乐先前与汇丰、恒生等多家银行签署的贷款违约条款,<sup>④</sup>因此,这一事件给公司经营以及再融资条件带来较多不确定性。10月10日,雅居乐发布公告证实陈卓林受到检方调查一事,却未详细告知被调查原因。当日公司美元债券大幅下跌,而原本计划实施的供股计划也宣告流产。资本市场普遍为主席受调查的不明原因及事件对公司的未来影响感到忧虑。穆迪同时调降雅居乐地产的企业家族评级及其优先无担保债券评级,并表示有进一步下调的可能性。<sup>⑤</sup>同日,标准普尔将雅居乐“BB”长期企业信用评级和“cnBBB-”大中华区信用体系长期评级列入负面信用观察名单。<sup>⑥</sup>13日复牌后,股价一路下挫,最低见3.3港元,收于3.95港元,与停牌前最后交易日收盘价4.77港元相比下跌17.19%。<sup>⑦</sup>10月14日,瑞银、摩根大通和交银国际将雅居乐股票评级下调至减持或沽售,目标价更大降四成至六成。<sup>⑧</sup>

在两位家族成员作为联席主席重新出任执行董事后,严峻的再融资问题并未直接得到改善。而当陈卓林12月从贪腐案调查中脱身、恢复职务之后,相关不确定性也随之消失,投资机构的看法很快回升。汇丰银行称陈卓林及黄奉潮被释使更多高级管理人员涉案的尾部风险得以解除,信贷评级正面,将雅居乐基本面推荐从减仓提至中性。<sup>⑨</sup>海通证券也将雅居乐评级由“卖出”提至“买入”,目标价由3.4港元提至5.3港元。<sup>⑩</sup>

### (三) 影响制度压力大小的因素

从上述几起事件来看,消极事件对家族管理造成的制度压力与三方面的因素有关:一是事件与人们对家族企业负面认识的关联程度,这个因素决定了人们的消极观点是否易于激活;二是多少家族高管牵涉事件之中,这个因素会影响这种认识被激活的情况;三是控制家族对公司管理的介入程度,家族较低程度的管理介入可削弱事件带来的制度压力。

#### 1. 事件关联度

① 《大行报告》高盛升新地目标价至145.6元 维持“买入”, 阿斯达克财经网, 2014年12月22日。

② 《大行报告》大摩: 新地基本面仍稳健 维持“增持”, 阿斯达克财经网, 2014年12月22日。

③ 《大行报告》美银美林重申新地“买入”评级 目标价131元, 阿斯达克财经网, 2014年12月22日。

④ 雅居乐新危局, 中国经营报, 2014年10月18日。

⑤ Agile (3383.HK) Uncertainties ahead; D/G to HOLD By Kim Eng on October 13th, 2014. From Thomson One.

⑥ 雅居乐的三重魔咒载舟覆舟的政经关系, 财经网, 11月3日。

⑦ 雅居乐地产(03383.HK) 每日行情——2014年10月13日数据, 阿斯达克财经网; 雅居乐地产(03383.HK) 每日行情——2014年9月30日数据. 阿斯达克财经网。

⑧ 大行对雅居乐最新评级, 文汇报, 2014年10月14日。

⑨ Agile (3383.HK) Chairman's resumption of duties is credit positive. By HSBC Global Research on December 15th, 2014. From Thomson One.

⑩ Agile (3383.HK) Worst is over; upgrade to BUY. By Haitong International Research Ltd. on December 15th, 2014. From Thomson One.

在本研究观察的几起事件中，创维发生的事件、国美发生的两起事件和雅居乐业绩不佳的事件都暴露出家族控制与家族管理的问题。这几起事件又可以分为两类：一类与家族控制股东侵害中小股东的利益有关，一类则与家族企业任用无能的家族经理相关。相比之下，前者对公司其他股东的损害更为严重，也更受投资者与分析咨询机构的关注。创维黄宏生被控和国美黄光裕牵涉这两起事件就属于这种类别。创维事件主要涉及控制家族非法盗取公司资金和欺诈上市两类违规行为，是家族控制股东侵占上市公司利益的典型案例，故很容易触发投资者敏感的神经，引发资本市场对家族上市公司内部控制、信息披露的忧虑，创维事件所产生的波及效应就是一个明显的证据。

国美的情况与创维很相似。根据大陆和香港两地司法部门和监管部门的调查，黄光裕夫妇牵涉多宗侵害中小股东利益的不法行为。大陆司法部门指控二人涉嫌内幕交易和操纵股价损害所控制的内地上市公司流通股股东的利益。上述行为虽然未直接侵害香港上市公司国美电器中小股东的利益，但黄氏家族目无法纪、罔顾中小股东利益的行动也会让香港市场的投资者担心自己的利益是否也受到侵害。而黄光裕夫妇被香港证监会采取法律行动则直接印证了黄氏家族控制并直接管理上市公司对中小投资者利益的威胁，其犯罪行为实质是挪用公司资金以给私用，明显损害了国美电器其他股东的利益。

相比之下，任用无能的家族经理虽然也会唤起资本市场对家族企业的负面认识，但其影响明显弱于前者。关键原因之一是家族通常倾向将业绩不佳的问题归因于外部因素，证明其实际是家族经理的无能所致则比较困难。雅居乐的情况就很说明问题，连续第三年业绩不达预期才形成对家族较大的制度压力。

相比之下，新鸿基郭氏兄弟被调查和雅居乐陈卓林被调查事件就不易触发人们对家族企业的负面认识。新鸿基事件属于家族高管与政府高官的台下交易，家族和公司过往可能还从上述交易获益，未触及家族企业的两项主要弊端，因此，市场尽管对核心高管无法履职带来不确定性表示忧虑，分析师们却未因此过度看空。因此虽然瞬间冲击较大，但指向家族管理的制度压力有限，给了家族以切割方式应对的空间。雅居乐遭遇的事件与新鸿基事件相似，主要嫌疑涉及官商交易，也未触及上述家族企业的两个弊端，因此制度压力并非指向家族管理控制。

## 2. 家族牵涉事件程度

家族牵涉事件程度决定了人们是将事件与个人还是家族联系起来。牵涉较多家族成员的事件更易让人们将事件归因于家族，也更易激活对家族管理的负面认识。在上述六起事件中，创维的事件和雅居乐业绩不佳两起事件控制家族的牵涉程度较深。在创维事件中，黄宏生及其弟、其母和非家族亲信基本都被调查，涉入管理的家族成员仅其妻林卫平一人置身事外，更易引发资本市场对家族成员集体串谋的忧虑。而雅居乐的事件中，由于公司所有执行董事职位一直被家族成员垄断，面对外界对其管理效能不足的指责，家族也难以回避。相比之下，国美的两起事件家族的涉入程度低一些，两起事件都是黄光裕与其妻牵涉其中，其他家族成员未涉案，但即使如此资本市场对于黄光裕家族强化对董事会控制的努力（将家族成员送入董事会）仍较为警惕。雅居乐陈卓林被调查与新鸿基郭氏兄弟涉案牵涉家族的程度则较浅，后者虽两兄弟均被控，但也仅一人被判有罪，涉入负面事件的家族成员人数少，事件出现后也不易激活人们对家族企业的负面观念。

### 3. 家族涉入公司管理的程度

如果事件被曝光时家族涉入公司管理较深，投资者和分析师就会担心公司再出现类似事件，对控制家族介入公司管理的压力就会加大。最典型的例子就是创维，事件爆发时，黄宏生家族深度涉入公司管理，因此承受了巨大的制度压力，导致其不得不做出更大努力的让步。反之，即使事件激活了对家族管理的负面认识，市场对家族管理负面效应的担心也会下降，家族承受的压力也能减轻。国美黄光裕夫妇被香港监管部门采取法律行动的事件就很明显，由于事件爆发时，黄氏夫妇已退出公司董事会和管理层，公司处在陈晓和管理团队控制之下，已较大程度去家族化，黄光裕家族承受的压力就弱了很多。只是由于在控制权争夺之中成为陈晓一方指责黄家的依据，才引起了资本市场投资者的更多注意，对黄家后续行动产生约束。

#### （四）案例分析小结

我们将上述事件的要点归纳于表1中，由表1中可见控制家族所承受的制度压力主要与三个因素相关，一是事件与人们对家族企业负面认识的关联度，如果关联度高则易于激活市场和公众对家族企业的负面认识；二是家族牵涉事件的程度，如果较多家族成员涉入其中，事件就更容易被归咎于家族管理；三是家族涉入公司的程度，如果事件爆发时家族管理涉入较低，不至于威胁投资者当前利益，控制家族所承受制度压力就会减弱。

当然，制度压力并非一成不变，事件只是吸引了公众的关注，并激活了人们对家族管理负面问题的认识，一旦人们注意力转移，记忆淡化，对控制家族的制度压力就会消

表1 案例企业家族管理负面事件、制度压力和家族应对一览表

案例企业	事件	负面认识激活情况	家族涉入公司情况	市场、机构和媒体反应	制度压力和家族的应对
创维	2004年黄宏生等被控合谋挪用公款、伪造会计记录	强激活、高联系，家族牵涉深	高涉入	机构投资者计划将对其投资计入坏账，波及其他内地民企股	制度压力大，实质性退让，委托职业经理管理企业
国美	2008年黄光裕夫妇先后因操纵市场被调查	强激活、高联系，家族牵涉较深	高涉入	多家机构调低评级和目标价	制度压力大，实质性退让，完全交权给职业经理
	2009年香港证监会指控黄光裕夫妇	强激活、高联系，家族牵涉较深	低涉入	股价下跌较多，机构评价稳定和正面	制度压力中，象征性管理，借助代理人控制董事会
雅居乐	2013年公司业绩连续第三年不及预期	激活、较高联系，家族牵涉深	高涉入	调低评价和目标价	制度压力中，象征性管理，形式上大幅降低董事会的家族涉入
	2014年陈卓林接受调查，被监视居住	基本不激活、低联系，家族牵涉浅	低涉入	股价大跌，机构调低评级与目标价，原定供股计划流产	制度压力小，内部切割，以其他家族成员替代
新鸿基	2008年郭氏兄弟涉嫌贿赂、内幕交易而被检控	基本不激活、低联系，家族牵涉较浅	高涉入	股价大跌，但评级机构乐观	制度压力小，内部切割，以其他家族成员替代

退。尤其是公司的经营绩效提高以后，曾经出现问题的上市公司的控制家族承受的制度压力更会显著削弱，此时保存SEW的诉求就会在决策中占据优先地位，家族又会加强家族控制，创维就是明显的例子。

## 五、讨论与结论

### （一）讨论

对几个事件的分析印证了我们的预期，家族上市公司无法仅仅考虑控制家族保存SEW的诉求，也需要对外部的制度要求做出反应。然而，家族并不愿意因此放弃对公司的控制，不会在家族控制的基础——股权上做出退让，而更多将改变家族管理涉入作为缓冲外部制度压力的工具，并根据制度压力的大小做出不同程度的妥协。

通过对四个家族企业六起家族高管负面事件的研究，我们进一步发现根据外部制度压力的大小，家族会做出三类不同程度的妥协行动：实质性退让、象征性管理和内部切割。而外部制度压力的大小与两方面的因素有关：一方面是事件是否会激活人们对家族企业普遍的消极刻板印象，由于侵占小股东利益和任人唯亲一直是家族企业备受诟病的弊端，一旦家族高管的负面事件与二者联系起来，且家族涉入事件较深，就很容易激活公众和市场参与者休眠的刻板印象，产生制度压力。由案例分析可见，家族股东侵占上市公司利益对家族管理的合法性冲击最大，产生的制度压力最大，而任人唯亲的影响较为间接，产生的制度压力相对小，不涉及这两方面则产生的制度压力很小。另一方面是家族涉入公司管理的程度，如果事件曝光时家族高管涉入公司管理较深，未来有影响公司和投资者利益的风险，控制家族受到的压力就会增加。据此我们将上述理论逻辑归纳为图1的理论模型。

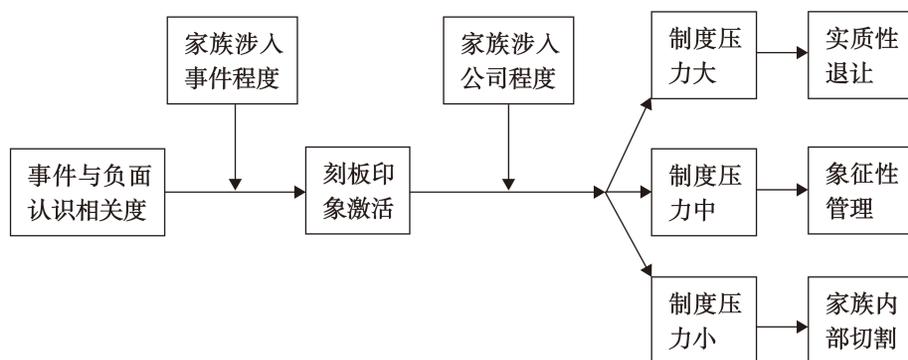


图1 案例研究得出的理论模型

强大的制度压力可能危及公司的安危，家族往往愿意实质性地削弱对董事会的涉入，甚至着力淡化公司的家族色彩以缓冲强大的制度压力。家族做出这种让步的根源在于避免家族自身的负面形象危及公司，让家族失去更多的SEW，因此家族即使在管理涉入上做出显著退让还是为了维持对公司的持久控制。而在制度压力虽大但不致影响公司生存时，家族也会采取符合市场期望的表面行动，实质上却不愿放松对管理的控制，即脱耦式的象征性管理措施。在制度压力小的情况下，控制家族则仅是就制度的强制性要

求做出响应，做简单的内部切割，将个别家族成员引起的不确定性与企业做隔离，丝毫不会放松对管理的直接控制。

## （二）结论与贡献

基于上述讨论分析，我们得出以下结论。上市公司控制家族对公司的管理控制往往需要兼顾获取合法性与保存SEW两方面的需要。家族高管的负面事件会激活对家族企业的消极刻板印象，增加对控制家族的外部制度压力。家族往往采用管理控制调整来缓冲外部的制度压力，保护家族控制的核心——股权控制，在制度压力逐渐削弱后，又会逐渐加强对公司的管理控制。

本研究解决了SEW观点与新制度主义观点对于家族控制问题的理论冲突，揭示了在制度压力迅速变化背景下家族保存SEW的方式，进而深化了人们对家族企业应对外部制度压力的理论认识。从SEW的观点在家族企业研究中兴起以来，相关研究基本上都着眼于家族保存SEW的意图如何影响家族企业的行动，忽略了外部约束因素的影响，似乎控制家族可以不受约束地追求SEW目标。虽有少数研究注意到外部环境的制度压力也会约束家族企业的行动（Berrone等，2010；Miller等，2013），却又隐含假定外部制度约束在一定时期内稳定不变。我们则不仅强调了外部制度的约束作用，又进一步研究了外部制度压力短期变化背景下家族企业的应对，发现家族控制包含两个层面——股权控制是核心层，而管理控制是缓冲层，后者常被用于缓冲迅速增加的外部制度压力与家族控制之间的冲突，起到了适应外部要求又保护家族控制核心的作用。

另一方面，我们运用认知心理学的观念来解析制度压力的变化，拓展了新制度主义理论对制度压力变化的理论解释。以往新制度主义的理论分析隐含假定制度压力的认知基础在一定时期内保持稳定，这种观点不易解释个别事件引起的短期制度压力变化及其对场域中行动者的影响。我们则认为人们的认知可能在短期内迅速变化，并运用认知心理学的激活概念来解释短期内制度压力的显著变化，提出在认知被普遍激活时，它对场域中行动者的行动就会产生不同以往的显著影响。从而为理解制度压力的短期变化提供了理论基础，也可以更好地理解家族管理在负面事件前后和后续过程中的变化。

## （三）局限性与今后研究方向

由于香港资本市场上符合研究要求的事件较少，我们只搜索到四个公司六起适合研究需要的事件，这限制了我们的理论归纳。未来的研究可寻找更多的案例充实本文的研究结论。也可进一步研究一个典型事件的外溢效应，即对同一市场其他家族上市公司的影响；或是进行跨资本市场的案例比较，观察同一类事件带给上市公司的不同制度压力，以及上市公司对此是否做出不同的反应。

## 主要参考文献

- [1]陈凌，陈华丽. 家族涉入、社会情感财富与企业慈善捐赠行为——基于全国私营企业调查的实证研究[J]. 管理世界，2014，（8）：90-101.
- [2]贺小刚，连燕玲，李婧，等. 家族控制中的亲缘效应分析与检验[J]. 中国工业经济，2010，（1）：135-146.
- [3]（美）罗伯特·K. 殷. 案例研究：设计与方法[M]. 周海涛，等译. 重庆：重庆大学出版社，2004.

- [4] (英) 玛丽·道格拉斯. 制度如何思考[M]. 张晨曲译. 北京: 经济管理出版社, 2013.
- [5] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值[J]. 经济研究, 2003, (8): 36-45.
- [6] 魏明海, 黄琼宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 管理世界, 2013, (3): 133-147, 171.
- [7] 张远飞, 贺小刚, 连燕玲. 危机冲击、损失规避与家族大股东支持效应[J]. 财经研究, 2013, (7): 122-133.
- [8] 朱沆, Kushins E, 周影辉. 社会情感财富抑制了中国家族企业的创新投入吗?[J]. 管理世界, 2016, (3): 99-114.
- [9] Bargh J A, Chen M, Burrows L. Automaticity of social behavior: Direct effects of trait construct and stereotype activation on action[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1996, 71 (2): 230-244.
- [10] Benninga S, Helmantel M, Sarig O. The timing of initial public offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75 (1): 115-132.
- [11] Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L R. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research[J]. *Family Business Review*, 2012, 25 (3): 258-279.
- [12] Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L R, et al. Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2010, 55 (1): 82-113.
- [13] Bertrand M, Schoar A. The role of family in family firms[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2006, 20 (2): 73-96.
- [14] Carney M. Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2005, 29 (3): 249-265.
- [15] Claessens S, Djankov S, Fan J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57 (6): 2741-2771.
- [16] Claessens S, Fan J P H. Corporate governance in Asia: A survey[J]. *International Review of Finance*, 2002, 3 (2): 71-103.
- [17] Cruz C C, Gómez-Mejía L R, Bercerra M. Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms[J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53 (1): 69-89.
- [18] Eisenhardt K M, Graebner M E. Theory building from case studies: Opportunities and challenges[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50 (1): 25-32.
- [19] Faccio M, Lang L H P, Young L. Dividends and expropriation[J]. *American Economic Review*, 2001, 91 (1): 54-78.
- [20] Fiss P C, Zajac E J. The symbolic management of strategic change: Sense giving via framing and decoupling[J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49 (6): 1173-1193.
- [21] Gómez-Mejía L R, Cruz C, Berrone P, et al. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms[J]. *The Academy of Management Annals*, 2011, 5 (1): 653-707.
- [22] Gómez-Mejía L R, Haynes K T, Núñez-Nickel M K, et al. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, 52 (1): 106-137.
- [23] Gómez-Mejía L R, Nuñez-Nickel M, Gutierrez I. The role of family ties in agency contracts[J]. *Academy of Management Journal*, 2001, 44 (1): 81-95.
- [24] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90 (2): 22-27.
- [25] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52 (3): 1131-1150.
- [26] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106 (6): 1113-1155.

- [27]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54 ( 2 ) : 471-517.
- [28]Leitterstorf M P, Rau S B. Socioemotional wealth and IPO underpricing of family firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35 ( 5 ) : 751-760.
- [29]Meyer J W, Rowan B. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony[J]. *American Journal of Sociology*, 1977, 83 ( 2 ) : 340-363.
- [30]Miller D, Le Breton-Miller I, Lester R H. Family firm governance, strategic conformity, and performance: Institutional vs. strategic perspectives[J]. *Organization Science*, 2013, 24 ( 1 ) : 189-209.
- [31]Morck R, Yeung B. Agency problems in large family business groups[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, 27 ( 4 ) : 367-382.
- [32]Pierce J L, Kostova T, Dirks K T. Toward a theory of psychological ownership in organizations[J]. *Academy of Management Review*, 2001, 26 ( 2 ) : 298-310.
- [33]Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N. Toward a theory of agency and altruism in family firms[J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18 ( 4 ) : 473-490.
- [34]Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N, et al. Agency relationships in family firms: Theory and evidence[J]. *Organization Science*, 2001, 12 ( 2 ) : 99-116.
- [35]Scott W R. *Institutions and organizations*[M]. 2nd ed. Thousand Oaks, CA: Sage, 2001.
- [36]Siggelkow N. Persuasion with case studies[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50 ( 1 ) : 20-24.
- [37]Stewart A. Help one another, use one another: Toward an anthropology of family business[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, 27 ( 4 ) : 383-396.
- [38]Suchman M C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches[J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20 ( 3 ) : 571-610.
- [39]Westphal J D, Zajac E J. Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1994, 39 ( 3 ) : 367-390.
- [40]Westphal J D, Zajac E J. The symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1998, 43 ( 1 ) : 127-153.
- [41]Westphal J D, Zajac E J. A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency[J]. *The Academy of Management Annals*, 2013, 7 ( 1 ) : 607-661.
- [42]Wyer R S Jr, Srull T K. *Memory and cognition in its social context*[M]. Hillsdale, NJ: Erlbaum, 1989.
- [43]Yu X, Zheng Y. IPO underpricing to retain family control under concentrated ownership: Evidence from Hong Kong[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2012, 39 ( 5-6 ) : 700-729.
- [44]Zott C, Huy Q N. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, 52 ( 1 ) : 70-105.

# Socioemotional Wealth, Institutional Pressure and Family Management Control: A Multi-case Study Based on Hong Kong Listed Family Businesses

Liu Shuying<sup>1</sup>, Sun Jiabao<sup>1</sup>, Zhu Hang<sup>1,2</sup>

(1. Sun Yat-sen Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. Research Center for Family Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

**Abstract:** The socioemotional wealth view argues that management control is regarded as the objective and means for retaining a family's socioemotional wealth (SEW). However, neo-institutional theory emphasizes that external institutional pressure would restrict families' management control on the firms. How do listed family businesses respond to the conflicts between internal needs and external pressure? This paper chooses four family businesses listed on Hong Kong stock market, namely Gome, Skyworth, Agile Property and Sun Hung Kai Properties, as our subjects, to observe the response of controlling families to six negatively exposed affairs related to family management. It finds that affairs surely increase the institutional pressure that the controlling families bear, and the families respond to these affairs through internal excision, symbolic management and substantial concessions, based on the strength of institutional pressure, which help them to remain or strengthen the equity control over the businesses simultaneously. Hence it can conclude that in response to external institutional pressure, families always adjust their management control for buffering the conflict between keeping socioemotional wealth and external institutional pressure, to maintain fundamental family control on firms. The findings abovementioned not only solve the conflicts between these two theories as for family control and reveal the different role of family control at two levels, but also extend theoretical analysis of changes in institutional pressure by neo-institutional theory.

**Key words:** socioemotional wealth; institutional pressure; symbolic management

(责任编辑: 雨 橙)