

论文 NO. 2018 年 7

发表时间：2018 年 7 月

家族企业激励机制设计的分析框架

罗苓宁

中央财经大学商学院 博士研究生

王增武

国家金融与发展实验室财富管理研究中心 主任

张凯

国家金融与发展实验室财富管理研究中心 特聘研究员

摘要：习近平总书记强调非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用没有变。作为非公有制经济的代表，改革开放以来孕育的家族企业正在进入由一代向二代传承的阶段，职业经理人具备弥补家族企业二代能力不足和提高家族企业公司治理能力双重功效，如何在

保障家族企业基本控制权的条件下最大化职业经理人的积极主动性？
本文尝试利用 Sharpley 公理构建家族企业激励机制设计的分析框架
对此予以解答。主要贡献有三：第一，利用 Sharpley 公理给出家族
企业创始人与职业经理人之间最佳效益分配的显式表达；第二，通过
对晋商和徽商的样本分析给出家族企业激励机制设计“锚定”的历
史基准；第三，以显式表达和历史基准为指导，结合美的集团具体案
例给出家族企业激励机制的分析框架。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

一、问题提出

习近平总书记强调“非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用没有变，我们毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策没有变，我们致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策没有变”¹。数据显示，占民营经济较大比重的民营企业中80%以上是家族企业，这表明有关家族企业相关问题的研究具有重要的理论价值和现实意义^{2[1,2]}（储小平，2000；钱德勒，1987）。

理论上，克拉克（Clark，1981）对公司发展阶段的家族经营、公司治理、资产管理和财富管理四分法同样也适应于家族企业。从公司治理角度而言，伯卡特等人（Burkart et al.，2003）从激励相容视角构建家族企业传承的三期模型，研究家族企业引入职业经理人的最佳时机以及引入职业经理人后的最佳合谋时机等，即从“何时传”的视角研究家族企业策传承问题。基于不完全合同理论，GHM模型（Grossman&Hart，1986；Hart&Moore，1990）研究（家族）企业所有权的最佳归属问题，阿洪和梯罗尔（Aghion and Tirole，1997）研究（家族）企业正式权利与真实权利³的最优配置问题，或称剩余控制

¹ 2016年3月4日习近平总书记在全国政协十二届四次会议民建、工商联界委员联组会上的讲话。

² 如果我们以改革开放作为新中国以来第一代家族企业创业的起点，南巡讲话作为家族企业发展的第二波行情，再假定家族企业创始人开始创业时的平均年龄为30岁，则目前第一代和第二代家族企业创始人的平均年龄应在68岁和54岁左右，家族企业何时传、传给谁和怎么传等问题迫在眉睫。

³ 鉴于家族企业创始人对家族企业拥有绝对的知情权，所以从信息知情与否的角度而言^[7]，家族企业拥有绝对的真实权利，而正式权利（具体决策的有效控制权）可以由创始人掌握，也可配置给职业经理人。就国内情况而言，家族企业的正式权力可类同为家族企业的有形权利，如董事长、总经理的职位和权利以及与之相对应的基本收入等，而真实权利则可类同为家族企业的无形权利，如政商关系或其他形式的人脉关系等。以晋商的东掌制为例，东家对掌柜的主要激励方式有基本工资、身股故股、感情激励、社会网络（买官进爵）和心理所有权等，掌柜职位、基本工资和身股故股等可归为有形权利，而感情激励、社会网络和

权传承问题（吴炯，2016），即家族企业的“怎么传”问题，更多相关研究参见阿洪和霍登（Aghion&Holden, 2011）和德赛因（Dessein, 2012）及其中的主要参考文献。结合中国家族企业的发展特色（注3），以下我们用有形权利和无形权利分别代替正式权利和真实权利。

事实上，家族企业的家族经营阶段也是创始人同时拥有有形权利和无形权利的阶段。当家族企业发展到公司治理阶段时，创始人则需要优化配置职业经理人的有形权利或无形权利。此时，家族企业创始人权利配置的成本是家族企业控制权的损失，而收益则是职业经理人的积极主动性（Aghion and Tirole, 1997）。所以如果创始人和职业经理人的“偏好”一致，则创始人将同时向职业经理配置有形权利和无形权利，否则，企业创始人将有可能同时保留有形权利和无形权利，也有可能仅将有形权利配置给职业经理人，保留无形权利以实现家族企业的实际控制。

由此引发的一个自然思考是：在公司治理阶段，家族企业创始人如何在保证家族成员实际控制的前提下最大化职业经理人的积极主动性？答案是合理有效的激励机制设计。因为在当下国民经济的转型发展过程中，现金收入在职业经理人的就业选择中占据十分重要的地位，而创始人对职业经理人的诚信以及职业经理人收入和晋升的公平性等约束因素对经理人择业仅具有积极的影响（Bolton&Faure-Grimaud, 2009）。鉴于此，我们以合作博弈中的

心理所有权等就可归为无形权利。

Sharpley 公理 (Sharpley, 1953) 为基础, 研究家族企业的激励机制设计问题, 兼顾家族企业股权结构的权利控制问题研究, 在总结国内历史镜鉴的基础上给出激励机制设计“锚定”的基准, 最后给出上述结论在案例分析中的实际应用, 这是本文的主要贡献和创新之处。

二、模型推导

不失一般性, 我们将家族企业的参与者分为创始人 (Founder)、职业经理人 (Manager, 简称经理人) 和小股东 (Others) 三类, 由他们构成的集合为

$$I = \{f, m, o\},$$

记 I 中参与者单独经营时的效益顺次为 y_f 、 y_m 和 y_o , 三类参与者中两两合作时的效益分别为 y_{fm} 、 y_{fo} 和 y_{mo} , 其中下标无先后顺序区分, 三类参与者同时合作的效益为 y_{fmo} 。基于 Sharpley 公理定义 I 上的特征函数为

$$v(\emptyset) = 0, v(\{f\}) = y_f, v(\{m\}) = y_m, v(\{o\}) = y_o,$$

$$v(\{f, m\}) = y_{fm}, v(\{f, o\}) = y_{fo}, v(\{m, o\}) = y_{mo}, v(\{f, m, o\}) = y_{fmo},$$

进一步, 假定以上所有取值均满足特征函数的基本条件。为计算创始人在三类参与者同时合作中应获得的效益, 第一步找出 I 中含创始人 $\{f\}$ 的所有子集 S_f , 即

$$S_f = \{\{f\}, \{f, m\}, \{f, o\}, \{f, m, o\}\},$$

第二步计算 Sharpley 公理中的各项, 详见表 1, 第三步把表 1 中的最后一行相加, 得

$$\varphi_f(v) = \frac{1}{3}(y_f + y_{fmo}) + \frac{1}{6}(y_{fm} + y_{fo}) - \frac{1}{3}y_{mo} - \frac{1}{6}(y_m + y_o),$$

同理，可得

$$\varphi_m(v) = \frac{1}{3}(y_m + y_{fmo}) + \frac{1}{6}(y_{fm} + y_{mo}) - \frac{1}{3}y_{fo} - \frac{1}{6}(y_f + y_o),$$

$$\varphi_o(v) = \frac{1}{3}(y_o + y_{fmo}) + \frac{1}{6}(y_{fo} + y_{mo}) - \frac{1}{3}y_{fm} - \frac{1}{6}(y_f + y_m).$$

表 1 创始人的效益（权利） $\varphi_f(v)$ 的计算

S	{f}	{f, m}	{f, o}	{f, m, o}
S	1	2	2	3
$v(S)$	y_f	y_{fm}	y_{fo}	y_{fmo}
$v(S \setminus \{f\})$	0	y_m	y_o	y_{mo}
$g_f(S)$	y_f	$y_{fm} - y_m$	$y_{fo} - y_o$	$y_{fmo} - y_{mo}$
$w(S)$	1/3	1/6	1/6	1/3
$\varphi_f(v)$	$\frac{1}{3}y_f$	$\frac{1}{6}(y_{fm} - y_m)$	$\frac{1}{6}(y_{fo} - y_o)$	$\frac{1}{3}(y_{fmo} - y_{mo})$

资料来源：作者计算。

综上，如果我们假定家族企业三类参与者独自创业、两两合作和共同合作的效益（权利）分别为 y_f 、 y_m 、 y_o 、 y_{fm} 、 y_{fo} 、 y_{mo} 和 y_{fmo} ，且他们满足 Shapley 公理的基本条件，则有如下的结论 1 成立。

结论 1 由 Shapley 公理得三类参与者共同合作时每类人应获得的效益分别为

$$\varphi_f(v) = \frac{1}{3}(y_f + y_{fmo}) + \frac{1}{6}(y_{fm} + y_{fo}) - \frac{1}{3}y_{mo} - \frac{1}{6}(y_m + y_o),$$

$$\varphi_m(v) = \frac{1}{3}(y_m + y_{fmo}) + \frac{1}{6}(y_{fm} + y_{mo}) - \frac{1}{3}y_{fo} - \frac{1}{6}(y_f + y_o),$$

和

$$\varphi_o(v) = \frac{1}{3}(y_o + y_{fmo}) + \frac{1}{6}(y_{fo} + y_{mo}) - \frac{1}{3}y_{fm} - \frac{1}{6}(y_f + y_m).$$

我们用下述具体事例来说明上述结论的应用。

例 1 假定私营企业主甲单独经营时每年可获利 1 亿元，雇佣员工乙每年可获利 2 亿元，雇佣员工丙每年可获利 3 亿元，同时雇佣员工乙和丙每年可获利 4 亿元，问应如何合理分配三人共同合作时的收益？

本例中，我们可以将甲、乙和丙类比为创始人、经理人和其他人。

记

$$I = \{f, m, o\},$$

则

$$v(\emptyset) = 0, v(\{f\}) = 1, v(\{m\}) = v(\{o\}) = 0,$$

$$v(\{f, m\}) = 2, v(\{f, o\}) = 3, v(\{m, o\}) = 0, v(\{f, m, o\}) = 4$$

代入结论 1 中的公式得

$$\varphi_f(v) = \frac{1}{3}(1 + 4) + \frac{1}{6}(2 + 3) - \frac{1}{3} \times 0 - \frac{1}{6}(0 + 0) = \frac{15}{6} = 2.5,$$

同理，可得

$$\varphi_f(v) = 0.5, \varphi_o(v) = 1,$$

这表明在 Shapely 公理下，甲、乙和丙应获得 4 亿元营业收入的份额分别为 2.5 亿元，0.5 亿元和 1 亿元。

如前所述，本文的研究重点是如何在保证家族权利控制的前提下最大化经理人的积极主动性？结论 1 旨在解决家族企业引入经理人

的激励问题，事实上，上述分析思路同样还可应用分析家族企业引入经理人的约束问题，即家族企业的权利控制（股权控制）问题。为方便起见，我们假定小股东参与者为一致行动人，即在投票决策过程中均投“同意”或“反对”票，如将其投票权委托给他们中的某一个代表等。

在 Shapley 公理下，我们分两种情形讨论家族企业的股权控制问题。

情形一：存在一类参与者绝对控股。如创始人绝对控股，则

$$v(\emptyset) = 0, v(\{f\}) = 1, v(\{m\}) = 0, v(\{o\}) = 0,$$

$$v(\{f, m\}) = 1, v(\{f, o\}) = 1, v(\{m, o\}) = 0, v(\{f, m, o\}) = 1,$$

代入结论 1 中的公式，得

$$\varphi_f(v) = 1, \varphi_m(v) = 0, \varphi_o(v) = 0$$

这表明创始人拥有绝对的权利，即创始人的权利指数为 1，换言之，在家族企业中创始人可以“一言堂”。同理，如果经理人或小股东绝对控股，基于同样的思路，我们可得到类似的结论，即经理人或小股东的权利指数为 1。

情形二：不存在任何一方控股的情况，即

$$\{f\} < 50\%, \{m\} < 50\%, \{o\} < 50\%$$

同时成立，则由

$$\{f, m, o\} = 100\%$$

知

$$\{m, o\} = \{f, m, o\} - \{f\} > 50\%$$

$$\{f, o\} = \{f, m, o\} - \{m\} > 50\%$$

$$\{f, m\} = \{f, m, o\} - \{o\} > 50\%$$

这表明如果家族企业中不存在任何一类参与者绝对控股，则任何两类参与者联合起来均可形成最终决策意见，无论第三类参与者同意与否，详见表 2。

表 2 家族企业不同股权结构下的权利指数

情形	y_f	y_m	y_o	y_{fm}	y_{fo}	y_{mo}	y_{fmo}	φ_f	φ_m	φ_o
一方控股	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0
	0	1	0	1	0	1	1	0	1	0
	0	0	1	0	1	1	1	0	0	1
无控股方	0	0	0	1	1	1	1	1/3	1/3	1/3

资料来源：作者计算。

综上，在 Sharpley 公理下，我们可以得到家族企业不同股权结构下的权利指数结论。

结论 2 在家族企业治理中，如果一类参与者绝对控股，则控股方的权利指数为 1，其他任何两方的权利指数均为 0；如果不存在绝对控股的参与者，则任何一类参与者的权利指数均为 1/3，任何两类参与者“一致行动”均可形成家族企业的最终决策意见。

这表明在不存在绝对控股方的情形下，股权绝对值的大小不影响

其相对权利的大小，如例 2。

例 2 假定某家族企业中创始人、经理人和小股东所拥有的股权分别为 49%、30%和 21%，则由表 2 知，该家族企业的股权结构属于无控股方的股权结构情形，三类参与者中任何一类参与者的权利指数均为 $1/3$ ，任何两类参与者联合“一致行动”将可形成对抗第三类参与者的“最终决策意见”，此时家族企业创始人存在被经理人篡权的隐患。

三、基准推演

总结全球家业治理（或家族财富管理）的经验教训，做好基础理论研究、总结国际经验实践、把握国内实践动态以及深挖国内历史镜鉴是支撑家族企业运行的四个基本要素（薛瑞锋、殷剑峰，2015）。鉴于此，接下来，我们通过晋商和徽商两个案例及由徽商官利红利制延伸的近代企业样本给出家业治理激励机制设计的参考基准，即“锚”。

（一）晋商东掌身股制

晋商票号对不同阶层人员给予的激励方式不同，对学徒和伙友以工资收入为主，对分号经理和总号掌柜在给予基本工资的前提下还分配一定数额的顶身股，并辅以买卖官爵的社会资本激励以及心理所有权等其他无形权利激励手段。在以东掌制为核心的晋商票号三层委托代理关系中，掌柜起到了承上启下的中枢作用，所以在分析票号中不同阶层人员的效益分配时，东掌制下东家、掌柜和伙计分别对应于创

始人、经理人和小股东。

实践中，掌柜的身股数一般为 10 厘，最多为 1 分 2 厘，在此我们取众数 10 厘即 1 股为基准，即核心管理层大掌柜、二掌柜和三掌柜这三个掌柜的身股总数为 3 股，基本保持不变。一般情况下，掌柜的基本工资水平最高为 100 两，而身股的分红比例则远大于工资额度，如大德通商号在 1889 年、1908 年和 1925 年的三次账期每股分红分别为 850 两、17000 两和 8000 两，简单计算知 1908 年和 1925 年账期的薪金不足分红的 0.24%和 5%（见表 3），所以我们以东家的银股以及掌柜和伙计的顶身股作为参考基准考察激励机制下的效益分配策略，忽略工资收入对激励约束机制的影响。

表 3 大德通商号在不同账期的相关数据（单位：股，%，两）

年份	东家			掌柜			伙计			股数	每股收益	总收益
	股	占比	收益	股	占比	收益	股	占比	收益			
1889	20	67.34	17000	3	10.10	2550	6.7	22.56	5695	29.7	850	25245
1908	20	45.51	340000	3	6.83	51000	20.95	47.67	356150	43.95	17000	747150
1925	17	52.63	136000	3	9.29	24000	12.3	38.08	98400	32.3	8000	258400

资料来源：整理自《山西票号史料》中的《大德通票号分红帐》。

一般情况下，第一次账期分配中东家与掌柜、伙计之间的股权结构是多方谈判的均衡结果，较具有代表性，所以我们以部分数据可得票号在初次账期时的股权结构作为样本分析晋商票号的股权激励机制，详见表 4。由于掌柜身股数量基本保持不变，所以在晋商东掌

制案例中，伙计身股数量的变化是引起票号股权结构变化乃至激励机制设计嬗变的主要动因。从结论 1 效益分配的视角来看，东家、掌柜和伙计的效益分配比例均值为 60:15:25，即创始人获得 60%，经理人和小股东分别获得总收益的 15%和 25%。

表 4 样本票号的激励机制数据表现（单位：股，%，两）

票号	东家		掌柜		伙计	
	股数	股数占比	股数	股数占比	股数	股数占比
协成乾票号	13.5	77.59%	3	17.24%	0.9	5.17%
大德通票号	20	67.34%	3	10.10%	6.7	22.56%
泰丰源票号	33.5	60.04%	3	5.38%	19.3	34.59%
合盛恒票号	5	50.00%	3	30.00%	2	20.00%
百川通票号	10	33.33%	3	10.00%	17	56.67%
最大值	33.5	77.59%	3	30.00%	19.3	56.67%
平均值	16.4	57.66%	3	14.54%	9.18	27.80%
最小值	5	33.33%	3	5.38%	0.9	5.17%

资料来源：整理自《山西票号史料》中的《大德通票号分红帐》。

然而，由于核心管理层掌柜的身股数量基本保持不变，这相当于给掌柜的激励机制设置了 3 股的上限，结果则是掌柜实际分红的减少。如以 1889 年和 1908 年两个账期的掌柜分红为例，第二次的比例比第

一次的比例低 3.27%，由此造成的实际分红减少 24432 两，相当于平均每名掌柜少分得 8144 两。此时，东家时常会通过提高掌柜的无形权利来弥补掌柜有形权利的损失，如加官封爵等社会资本或心理所有权等。再者，如果无形权利的增加不足以弥补有形权利的不足，则将会导致掌柜联合伙计篡夺东家权利。例如，当日升昌的东家要辞退掌柜雷履泰时，他则以取消/辞退由他设立的所有分号/伙计为说辞来要挟东家。从结论 2 权利控制的视角来看，如果我们假定东家的银股以及掌柜和伙计的身股具有同等表决权的话，1908 年大德通票号的股权结构以及百川通票号的股权结构均存在掌柜联合伙计篡夺东家权利的风险。

（二）徽商官利红利制

徽商通常采用诸子均分的分产分业和官利红利下的分产不分业两种方式进行家族企业传承，诸子均分的分产分业策略是父辈将家族企业的商业资本均分给子辈，并由子辈独立经营，原有的家族企业组织随之解体；而官利红利下的分产不分业方式则是父辈将家族企业的商业资本均分给子辈，原有的家族企业旗号不变，由子辈共同经营、轮流经营或委托经营。实践中多采用第二种家族企业传承方式，因为这种方式具备规避资本分散和提高经营效应双重功能。

分产不分业中，继承商业资本而不参与商业经营的子辈享有官利，即按约定每年必须定期支付的固定比例（无论企业经营好坏），参与经营的子辈或其他受托方则享有官利之外利润的分配权利。这表明在

分产不分业的官利红利制度下，企业的利润被分成两部分：一部分是必须向商业资本支付的资本红利，另一部分则是利润中除资本红利之外的经营红利，经营者只享有经营红利的分配权。此外，经营红利中还有很大一部分要用于对所有股权红利的分配。商业资本享有官利和红利的分配权，而经营管理层则只享有红利的分配权，包括股权红利和经营奖励两部分。

为提高企业经营管理者积极性，徽商的合伙制企业中也常采用官利红利的激励机制，如万历年间的程氏染店即是由程氏的程本修和吴氏的吴元吉及两姓的族兄合伙经营。由表 5 可以看出，程氏染店的官利率为 16%，红利分配分统一红利和超额红利，其中统一红利率为 14.56%，而超额红利率则相当于经营管理层的奖励，从中我们可以反推出程氏染店的经营管理方是吴元吉和程邦显，而吴元吉则负有主要的经营管理责任。

表 5 万历程氏染店合伙人官利红利分配表（单位：两）

姓名	股本		正利		统一红利		超额红利		利润 总额
	数量	占比	额度	利率	额度	利率	额度	利率	
程本修	1900.88	52.81%	304.14	16%	276.77	14.56%	0	0.00%	580.91
程	422.06	11.73%	67.53	16%	61.45	14.56%	0	0.00%	128.98

观 如									
程 遵 与	190.33	5.29%	30.45	16%	27.71	14.56%	0	0.00%	58.16
吴 彦 升	61.29	1.70%	9.81	16%	8.92	14.56%	0	0.00%	18.73
吴 元 吉	378.16	10.51%	60.51	16%	55.06	14.56%	194.94	51.55%	310.51
程 邦 显	646.67	17.97%	103.47	16%	94.16	14.56%	30.85	4.77%	228.47
汇 总	3599.38	100.00%	575.90	—	524.07	—	225.79	—	1325.76

资料来源：《明代商业经营中的官吏制》（王裕明，2010）。

程氏染店当年的利润总额为 1325.76 两，其中官利总额和红利总额分别为 575.9 两和 749.86 两，占利润总额的比分别为 43%和 57%，即官利和红利的比率约在 4:6。就红利构成而言，红利中管理层奖励 (225.79) 占有所有红利之和 (524.07+225.79) 的比重为 30%，即红利中

30%归管理层，70%为所有股东的红利。从结论 1 效益分配的视角而言，徽商分产不分业的家族企业传承机制下，官利和红利是四六开，红利中激励和股利是三七开，即在总收益中创始人所得为 40%，管理层所得为 20%（=60%×30%），小股东所得为 40%（=60%×70%）。

程氏染店中程本修的股权比例为 52.81%，处绝对控股地位，经营管理层吴元吉和程邦显的股权占比合计为 28.48%，其他小股东的股权总和为 18.61%。从结论 2 权利控制的角度而言，程氏染店不存在被管理层和小股东联合篡权的可能性。反过来看，从股权激励的角度而言，如目前市场常用的股票期权激励机制等，可以看出，程氏染店给予管理层的股权激励近 30%。

官利红利制度起于明清时期，止于 1946 年修订的《公司法》，其中删除对官利的年利率的具体规定。此前的历次《公司法》修订中都明确了官利利率，如 1914 年的修订版中明确官利率不得高于 6 厘，1925 年的修订版中将官利降到 5 厘，这表明官利红利是近代企业包括家族企业常用的激励机制。为此，我们选取代表性企业的官利红利及红利分配作为近现代企业激励机制设计的参考样本（表 6），在红利分配环节，样本企业中给予管理层激励的最大比例为 30%，平均为 20%，给予股东分红的最大比例为 100%，平均为 80%。如果我们以样本企业红利分配的平均表现为基准，则近代企业给予经理人的激励约为 20%，给予股东分配的红利约为 80%。

表 6 样本企业章程中的官利红利分配情况

公司名	官利利率	红利分配		
		管 理 层 激 励	股东权益	特别公积金
开平矿务局	10%	20%	80%	0%
徐州利国矿务局	10%	20%	80%	0%
交通银行	6%	30%	60%	10%
轮船招商局	6%	20%	80%	0
大生纱厂	10%	23.07%	76.93%	—
福新面粉一、三厂	10%	23.07%	76.93%	
新洋灰公司	8%	0.00%	100%	
最大值	10%	30%	100%	10%
平均值	9%	19%	79%	3%
最小值	6%	0%	60%	0%

资料来源：整理自参考文献（朱荫贵，2001；李玉、熊秋良，1996；温宏建，2014）。

综上，表 7 总结了晋商票号、徽商企业以及近代企业三类代表性样本的效益分配方案，其中创始人分得家族企业收益的均值为 50%，经理人分得家族企业收益的均值为 18%，而其他小股东则可得家族

企业收益的均值为 48%。

表 7 晋商票号、徽商企业与近代企业的效益分配方案

代表案例	创始人	经理人	小股东
晋商票号	60%	15%	25%
徽商企业	40%	20%	40%
近代企业	——	20%	80%
最大值	60%	20%	80%
平均值	50%	18%	48%
最小值	40%	15%	25%

资料来源：同表 6。

四、应用案例

目下，国内家族企业相继进入家业传承阶段，传承方式有传亲和传贤两种方式，传亲的代表案例为方太集团，一代创业者已将有形权利和无形权利基本全部传承给儿辈，而美的集团则为传贤的代表，家族企业创始人同样也基本将两种权利完全传承给经理人。为考察前述结论和基准在家族企业治理中的应用，我们选取传贤代表美的集团为案例进行分析。

在职业经理人经营管理企业的组织架构下，美的集团的激励方式有二，一是面向普通股东的股票转增股本和现金分红；二是针对公司管理及业务骨干的股票期权激励计划以及核心管理团队持股计划。据 2015 年报数据显示，美的集团的年度净利润为 65.67 亿元，占净利

润 10%的法定盈余公积金为 6.58 亿元，通过转增股本或现金红利等方式分配的利润额为 51.21 亿元，占年度净利润的 78%，这表明除 10%的盈余公积金计提外，78%左右的年度利润都将分配给股票持有人，余下的 12%为未分配利润。对比徽商的官利红利制度，美的集团的盈余公积金计提额度与徽商相当（表 6），而向股东派发的红利则远高于徽商的红利规模，如程氏染店的官利红利之比为 4:6。鉴于美的集团历年的通用做法是会将下一年的未分配利润纳入下一年的分配利润，所以在对比分析中，我们不能将未分配利润界定为美的集团的官利。

截至目前，美的集团已分三期向公司管理及业务骨干提供股权激励计划，下面我们以第二期为例简要介绍股权激励计划的执行价格、调整方案、行权安排、行权条件、资金筹集和变更终止等内容（见表 8）。

第一，行权价格为方案公布前一日的收盘价和前 30 日价格平均值中的最大者，所以本次股票期权行权价格为 31.54 元。

第二，股票期权有效期内若发生资本公积金转增股本、派发股票红利、股份拆细、缩股、增发股票等事宜，股票期权的数量和行权价格也将做相应调整。

第三，股票期权的等待期为 12 个月，此后的 48 个月内为行权有效期，时间安排和行权条件参见表 8。

第四，除表 8 中财务指标方面的行权条件外，还需激励对象在前

一年度考核得分在 B 级及以上，激励对象所在经营单位考核得分 80 分及以上，否则，将取消当期行权额度。

第五，激励对象行权资金以自筹方式解决，公司承诺不为激励对象提供贷款或其他任何形式的财务资助，包括不得为其贷款提供担保等。

第六，激励对象在本股票期权激励计划有效期结束前，发生职务变更、离职或死亡等情况后，按照以下规定处置：

1、激励对象因降职、不再为公司管理及业务骨干的，其未达到可行权条件股票期权由公司进行注销，激励对象降职后，仍为公司管理及业务骨干的，按其新任岗位所对应的标准，重新核定其可行权的股票期权，所调减的股票期权予以注销。

2、激励对象发生下列情形之一的，已达到可行权条件股票期权仍按原股票期权激励计划的规定，由激励对象正常行使权利，未达到可行权条件股票期权仍按规定的程序和时间行权。激励对象除不再受个人可行权业绩条件限制外，其他可行权条件仍然有效：

（1）激励对象符合相关政策并经公司批准正常退休，且在行权期内未从事与公司相同业务的投资及任职；

（2）激励对象因工丧失民事行为能力（其获授的股票期权可由其监护人代其行使）；

（3）激励对象因工死亡（其获授的股票期权将由其指定的财产继承人或法定继承人继承）。

表 8 美的集团股票期权基本要素

阶段名称	时间安排	行权条件	行权比例
第一行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月的最后一个交易日止	2015 年的净利润增长率较 2014 年不低于 15%；2015 年度净资产收益率不低于 20%	1/3
第二行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月的最后一个交易日止	2016 年的净利润增长率较 2015 年不低于 15%；2016 年度净资产收益率不低于 20%	1/3
第三行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月的最后一个交易日止	2017 年的净利润增长率较 2016 年不低于 15%；2017 年度净资产收益率不低于 20%	1/3

资料来源：美的集团股份有限公司第二期股票期权激励计划（草案），2015 年 3 月。

美的集团公告数据显示，第一期、第二期和第三期股票期权激励项下对应的股票份额分别占同期公司股票总数的 2.14%、2%和 1.98%。在股权期权行权期内，受人员变动、考核约束或转增股本等外部条件影响，股票期权项下对应的股票数量也会发生变动。所以在考察美的集团对管理层的激励时，我们以 2015 年的存量为参考基准，据年报数据显示，美的集团 2015 年末的总股数为 4266839449 股，其中核心管理层董事、监事和高级管理人员的持股数为 201361995 股，占总股

数的比例为 4.74%，特别地，创始人何享健旗下美的控股有限公司拥有美的集团股份的比例为 35.07%。在不考虑创始人通过关联公司控制美的集团的情况下，创始人、经理人和小股东占美的集团的股份分别为 35.07%、4.74%和 60.19%，在现金分红激励机制下，三者对美的集团的效益分配也应如此，这表明美的集团对经理人的激励额度低于徽商官利红利制对管理层激励和晋商东掌身股制对掌柜激励的最小值，如晋商的泰丰源票号给予掌柜身股占总股数的比重也为 5.38%(表 4)。

综上，美的集团对股东分配的红利高于徽商和晋商对股东激励的最大值，股东红利中归属经理人的红利则低于徽商和晋商同一指标的最小值，显见对经理人的激励明显偏低。改进方法则是利用结论 1 计算创始人、经理人和小股东的最佳分配比例，当然，前提是要确定三者单独经营以及两两合作所能创造的效益。最后，目下美的集团创始人处于家族企业的绝对控股地位，在利用结论 1 调整股票期权激励机制设计时，也应谨防结论 2 中无控股权情形的出现。

五、结论启示

为弥补现有家族企业理论研究中激励约束机制设计尤其是其显式表达的相对不足，我们利用 Sharpley 公理给出家族企业主要参与方创始人、经理人和小股东的最佳效益策略及单层股权结构下的权利控制策略，给出家族企业激励约束机制设计的显式解，同时通过对晋商和徽商等样本分析探求历史经验中家族企业激励约束机制的基准，

最后结合具体案例给出其实际应用价值和空间。

总结而言，家族企业激励约束机制设计的分析框架可分三步：第一步，利用家族企业的公开信息如年报和官网报道等，分析整理计算家族企业对创始人、经理人和小股东现有的激励约束机制及相关指标额度；第二步，以晋商、徽商和近代企业样本分析中的相关数据为基准，分析家族企业相关指标与基准指标的差异，进而阐释差异存在的客观原因和主观不足；第三，利用结论 1 和结论 2 调整优化家族企业的激励约束机制设计，宗旨是在保证家族企业控制的前提下最大化职业经理人的积极主动性。

事实上，本文建立的激励机制设计分析框架不仅适应于家族企业治理研究，同样可应用于不同企业并购之后的效益分配和权利控制相关问题乃至公司治理等相关问题的研究。结论 2 中我们仅考虑单层股权结构下不同参与方对家族企业的权利控制问题，而对金字塔股权结构、多层级股权架构等复杂股权架构下家族企业的权利控制问题将是接下来的重点研究对象之一。

参考文献

- [1] 储小平. 家族企业研究: 一个具有现代意义的话题[J]. 中国社会科学, 2000, 5, 51-58.
- [2] 小艾尔弗雷德·D·钱德勒. 看得见的手——美国企业的管理革命[M]. 北京: 商务印书馆, 1987.
- [3] Clark, R. The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises[J]. Harvard Law Review, 1981, 94(3): 561-582.
- [4] Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer. Family Firms[J]. Journal of Finance, 2003, 58(5): 2167-2201.
- [5] Grossman, S., and O. Hart. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. Journal of Political Economics, 1986, 94(4): 691-719.
- [6] Hart, O., and J. Moore. Incomplete Contract and Renegotiation[J]. Econometrica, 1988, 56(4): 755-785.
- [7] Aghion, P., and J. Tirole. Formal and Real Authority in Organization[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 105(1): 1-29.
- [8] 吴炯. 家族企业剩余控制权传承的地位、时机与路径——基于海鑫、谢瑞麟和方太的多案例研究[J]. 中国工业经济, 2016, 110-126.

[9]Aghion, P., and R. Holden. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm: What Have We Learned over the Past 25 Years[J]. *Journal of Economics Perspectives*, 2011, 25(2): 181-197.

[10]Dessein, W. Incomplete Contracts and Firm Boundaries: New Directions[J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 30(1): 13-36.

[11]Aghion, P., and J. Tirole. The Management of Innovation[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 1185-1209.

[12]Aghion, P., and P. Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. *Review of Economic Studies*, 1992, 59(3): 473-494.

[13]Tirole, J. Cognition and Incomplete Contracts[J]. *American Economic Review*, 99(1): 265-294.

[14]Bolton, P., and A. Faure-Grimaud. Thinking Ahead: the Decision Problem[J]. *Review of Economic Studies*, 2009, 76(4): 1205-1238.

[15]张建琦, 黄文锋. 职业经理人进入民营企业影响因素的实证研究[J]. *经济研究*, 2003, 10, 25-31.

[16] Shapley, L. S. A Value for n-person Games[M]. In

Contributions to the Theory of Games volume II, H. W. Kuhn and A. W. Tucker (eds.), 1953.

[17]中国民营经济研究会家族企业委员会, 中国家族企业传承报告[R]. 中信出版社, 2015.

[18]薛瑞锋, 殷剑峰. 私人银行——机构、产品与监管[M]. 社会科学出版社, 2015.

[19]王裕明. 明代商业经营中的官利制[J]. 中国经济史研究, 2010, 03.

[20]朱荫贵. 引进与变革: 近代中国企业官利制度分析[J]. 近代史研究, 2001, 04.

[21]李玉, 熊秋良. 论中国近代的官利制度[J]. 社会学研究, 1996, 03.

[22]温宏建. 沉重的起航——晚清企业精神的兴起[M]. 首都经济贸易大学出版社, 2014.