



# 社会资本嵌入与中国上市公司 终极控制权问题研究

---

Study on the Issues  
of the Ultimate Control Right  
of the Listed Companies in China  
Embedded the Social Capital Theory

◎ 关 鑫 / 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

本书得到教育部人文社科研究青年基金项目“股东间合作机制、终极控制关系研究”(14YJC630040)的资助

# 社会资本嵌入与中国上市公司终极控制权问题研究

关 鑫 著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

社会资本嵌入与中国上市公司终极控制权问题研究/关鑫著.  
—北京: 经济科学出版社, 2015. 11  
ISBN 978-7-5141-6197-7

I. ①社… II. ①关… III. ①上市公司-股权管理-  
研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 260091 号

责任编辑: 王长廷 刘 莎

责任校对: 王肖楠

责任印制: 邱 天

## 社会资本嵌入与中国上市公司终极控制权问题研究

关 鑫 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.75 印张 230000 字

2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-6197-7 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

# 前 言

1997年6月，一场金融危机突然在亚洲爆发，并波及诸多亚洲国家，对东南亚各国、日本和韩国等国家的经济产生了严重影响。这场危机的发展过程十分复杂，危机首先在东南亚爆发并波及港台地区，同年10月迅速蔓延至东北亚，1998年上半年危机不断深化并波及俄罗斯和巴西，且一直持续到1998年年底。亚洲金融危机对世界金融市场产生了巨大的破坏性影响。

经济学家往往从宏观视角来考察亚洲金融危机爆发的原因。他们普遍认为，经济持续过热，经济泡沫膨胀，引进外资的盲目性，短期外债过量，银行体系的不健全，银企勾结和企业的大量负债等，是导致亚洲金融危机的主要原因，而国际炒家的“恶劣”行径（热钱或游资的投机与抽回）是导致这一危机的直接原因。

但是，如果对各国上市公司的治理结构这一微观机制进行细致考察，会有一个令人感到意外的发现。我们要问，东亚各国的公司治理到底出现什么问题了呢？约翰逊等（Johnson et al., 2000）证明，控股股东猖狂的隧道挖掘是导致1997年亚洲金融危机的主要原因。在亚洲金融危机爆发之前，日本、韩国这些后起的工业化国家一直是国际经济舞台的另类明星。日本的主银行治理机制及交叉持股一直被奉为“特色”，韩国的企业系族被奉为“特色”，东南亚的家族企业也被奉为“特色”。但是，长期以来，恰恰是这些“特色”，为以主银行、家族等为代表的终极股东掏空上市公司创造了极为便利的条件，甚至还起到了一定的掩护作用。终极股东通过各种隧道挖掘行为不断掏空上市公司，导致上市公司的真实价值远远低于市值，进而造成经济泡沫越来越大。亚洲金融危机的爆发，使人们开始质疑这些治理结构中的特色，并将其视为制度安排中固有的欠缺。亚洲金融危机使人们开始

重新审视日、韩等国公司治理结构中所谓的“特色”，并针对这些“特色”展开更深层次的检讨。

从公司治理视角来看，亚洲金融危机的爆发，使大股东剥夺中小股东的问题浮出水面。各国学者开始对终极股东控制问题及隧道挖掘行为产生浓厚兴趣，公司治理研究的重心开始正式由第一类公司治理问题转向第二类公司治理问题，并逐渐成为学界实证研究的新焦点。1999年，拉·波塔（La Porta）等人将公司控制权问题的研究引向深入，首次推出了终极股东控制权（Ultimate Control Right）的重要研究范畴，并引领形成了一种“股权控制链”分析范式，而且由此在全球范围内掀起一场关于公司治理研究的新高潮。可以说，关于终极股东控制权问题的研究为公司治理研究者开辟了一个新的研究领域，形成了一种新的研究范式，因此具有十分重要的理论价值。另外，长期以来，终极股东运用金字塔控制结构等对广大中小股东进行剥夺也是困扰我国上市公司正常治理的一个重要问题。关于终极股东控制与剥夺问题的系统研究与深入探讨，对于不断完善我国上市公司治理结构，提高上市公司治理效率，从而有效保护广大中小股东的利益，有着极为重要的现实意义。

然而，上市公司终极股东控制权问题的规范性研究历史只有短短十余年。迄今为止，大部分关于上市公司终极股东控制权的实证研究仍然仅仅局限于“股权控制链分析范式”。从实践来看，“股权控制链分析范式”对那些股权分散的上市公司具有较强的适用性和解释力，因此，得到学者们的广泛认可。但是，在那些股权相对集中的国家中，特别是对于那些具有东方文化背景的上市公司，这种分析范式存在着一个严重缺陷，那就是单单依靠股权控制链追溯上市公司终极股东并不能完全克服终极股东的隐蔽性，有时很难准确地揭示出那个深藏幕后的真正终极股东，相应地难以精确地度量终极股东对上市公司的实际控制程度。正是基于这样的思考，本书创造性地运用社会学领域的社会资本理论构建起上市公司“社会资本控制链”分析范式，用大股东的社会网络连带作为追溯上市公司终极股东及其控制权的逻辑起点，并利用这一分析范式解析上市公司终极股东控制与剥夺机理。可以说，这种新的分析框架能够更为精准地识别上市公司的终极股东，测量和

分析终极股东控制权，有效地弥补股权控制链分析范式的不足，从而为上市公司终极股东控制权问题的研究开辟了一条崭新的道路。

在此，我还要提一下做这项研究并最终形成本书的机缘。在我攻读博士学位期间，恰逢我的导师高闯教授主持一项题为“我国上市公司终极股东控制问题研究（批准号 07BJY016）”的国家社会科学基金项目，也正是在这样的机缘下，恩师把我引导到关于终极股东问题的研究中来。作为核心研究人员，我参与了整个项目研究过程，从中学到了许多理论知识，并形成了我博士论文雏形。此后，我在清华大学经济与管理学院从事博士后研究工作期间，继续对终极股东控制与剥夺问题进行更为深入系统的研究。2014年，我主持了一项题为“股东间合作机制、终极控制权与上市公司绩效关系研究”的教育部人文社科研究青年项目，并取得了阶段性成果，也对终极控制权问题有了更加深刻和全新的认识。可以说，本书凝结了我近八年时间的研究心血，是我的一系列重要研究成果的集中展示。书中将把社会资本理论嵌入到终极股东控制权研究中，构建并运用“社会资本控制链”分析范式，对上市公司终极股东控制权的内涵、获取与强化机制、动态演进过程、终极股东的剥夺动因、剥夺路径和剥夺后果等进行深入系统地解读，从而形成一套比“股权控制链”分析范式更为真实、客观和科学的理论体系，并为解决终极股东控制与剥夺问题提供具有较强可行性的思路。

在本书即将付梓出版之际，我要特别感谢给予我无限关爱的严父、慈母和贤妻，正是你们无私的付出，才保证我能够以最大的热忱投入到科研工作当中。感谢恩师11年的厚爱、教诲、引导和提携，感谢每一位良师益友，感谢所有帮助过我的同仁，尤其是那些在本书完稿过程中给我提出过批评、意见和建议的专家。最后，向经济科学出版社的编辑同志表示深深的敬意，感谢您的辛勤工作！

囿于个人观察问题的视角和理论水平，书中可能有表述不准确、不严谨或不恰当之处，还望广大专家学者多提宝贵意见，不吝赐教。

**作者**

2015年10月10日晚

于北京寓所

# 目 录

第一章 导论 .....	1
第一节 中国公司治理的演进历程 .....	1
一、公司治理演进的两条主线 .....	2
二、中国公司治理演进的四个阶段 .....	6
第二节 核心问题的提出 .....	12
一、终极股东控制与剥夺问题业已成为当前研究热点 .....	12
二、研究对象的界定 .....	14
三、相关核心概念的界定 .....	15
四、研究的意义 .....	18
第三节 研究框架与研究方法 .....	19
一、基本研究框架 .....	19
二、研究方法 .....	22
第四节 主要创新之处 .....	23
一、首次从社会资本理论视角透视终极股东控制与剥夺问题 .....	23
二、对终极股东控制权的概念和内涵进行了重新界定 .....	23
三、形成一个全新的理论分析框架 .....	24
四、修正和完善了传统研究范式的局限和不足 .....	24
第二章 “股权控制链”分析范式下终极股东控制与剥夺问题 研究综述 .....	25
第一节 基于终极股东控制权与现金流权偏离的基本分析框架研究 .....	26
一、终极股东控制权与现金流权的衡量与偏离 .....	26
二、终极股东控制权与现金流权偏离的经济后果 .....	27
第二节 终极股东类型及其与公司价值关系的研究 .....	28
一、终极股东类型及其跨地区比较 .....	28
二、终极股东的属性与公司价值关系研究 .....	32

第三节	终极股东控制结构与剥夺方式及剥夺后果研究 .....	33
一、	终极股东控制结构 .....	33
二、	终极股东剥夺方式 .....	37
三、	终极股东剥夺行为的经济后果 .....	38
第四节	控制权转移对公司绩效的影响研究 .....	40
第五节	“股权控制链”分析范式的局限 .....	40
<b>第三章</b>	<b>“社会资本控制链”分析范式的理论框架 .....</b>	<b>45</b>
第一节	社会资本概述 .....	45
一、	社会资本的概念界定 .....	45
二、	社会资本的基本类型 .....	48
第二节	社会资本的作用 .....	50
一、	个人社会资本的基本作用 .....	50
二、	企业社会资本的基本作用 .....	51
第三节	“社会资本控制链”分析范式的系统诠释 .....	58
一、	何谓“社会资本控制链” .....	58
二、	“社会资本控制链”分析范式 .....	59
<b>第四章</b>	<b>终极股东的控制机理 .....</b>	<b>62</b>
第一节	终极股东控制权概念及内涵的重新阐释 .....	62
一、	终极股东对股东大会的剩余控制权 .....	63
二、	终极股东对董事会的决策控制权 .....	64
三、	终极股东对经理层的经营控制权 .....	65
第二节	终极股东“社会资本控制链”的构造及类型 .....	66
一、	社会资本控制链的构造模型 .....	66
二、	终极股东控制上市的元类型 .....	68
三、	终极股东控制上市的一般类型 .....	69
四、	终极股东控制上市的特殊类型 .....	70
第三节	终极股东控制权的动态演变 .....	71
<b>第五章</b>	<b>股东间合作机制对终极控制权的影响 .....</b>	<b>74</b>
第一节	股东间合作机制的构建基础 .....	74
一、	股东间构建合作机制的经济基础 .....	75
二、	股东间构建合作机制的制度基础 .....	76



三、股东间构建合作机制的情感与行为基础 .....	77
第二节 股东间合作模型的构造 .....	80
一、股东间合作模型 .....	80
二、股东间合作模型的修正 .....	81
第三节 股东间合作机制的设计 .....	82
一、决策效率导向型的股东间合作机制 .....	82
二、短期经济利益导向型的股东间合作机制 .....	83
三、长期经济利益导向型的股东间合作机制 .....	84
第四节 不同股权结构下股东间合作机制 .....	85
一、“一股独大”结构下的股东间合作机制 .....	86
二、“二元平衡”结构下的股东间合作机制 .....	87
三、“三足鼎立”结构下的股东间合作机制 .....	88
四、不同股权结构下股东间合作机制对公司治理绩效的影响 .....	89
第五节 国美电器案例分析 .....	91
一、黄光裕与陈晓间的合作机制 .....	91
二、陈晓与贝恩资本间的合作机制 .....	92
三、黄光裕家族与贝恩资本间的合作机制 .....	93
<b>第六章 “双重”控制链下终极股东的剥夺机理 .....</b>	<b>96</b>
第一节 终极股东的剥夺动因 .....	96
一、控制权与现金流权的偏离——控制权私利 .....	97
二、真实控制制度与股权控制制度的偏离——控制权溢价 .....	98
第二节 终极股东的剥夺路径 .....	100
一、“股权控制链”分析范式下的剥夺路径 .....	100
二、“社会资本控制链”分析范式下的剥夺路径 .....	103
第三节 终极股东的剥夺过程 .....	104
一、终极股东剥夺行为的逻辑起点 .....	104
二、终极股东剥夺行为的影响因素分析 .....	105
三、终极股东的剥夺行为 .....	107
四、终极股东的“二次剥夺”行为分析 .....	107
第四节 终极股东的显性剥夺与隐性剥夺 .....	108
一、终极股东的显性剥夺 .....	108
二、终极股东的隐性剥夺 .....	109
三、“社会资本控制链”下的隐性剥夺行为 .....	109

<b>第七章 终极股东社会资本控制链的实证分析</b> .....	112
<b>第一节 研究设计</b> .....	112
一、问卷设计 .....	112
二、样本选择与数据来源 .....	113
<b>第二节 数据分析方法</b> .....	114
一、信度检验 .....	114
二、描述性统计分析 .....	114
三、因子分析 .....	114
<b>第三节 操作性变量的界定与衡量</b> .....	114
一、企业社会资本的结构维度 .....	115
二、企业社会资本的关系维度 .....	115
三、企业社会资本的认知维度 .....	116
<b>第四节 实证研究与结果分析</b> .....	117
一、信度分析 .....	117
二、描述性统计结果分析 .....	119
三、因子分析 .....	121
四、数据整体分析 .....	127
<b>第八章 终极股东控制与剥夺案例研究</b> .....	131
<b>第一节 草原兴发公司简介</b> .....	131
<b>第二节 理论假说</b> .....	132
一、“终极股东剥夺动因”假说 .....	132
二、“双重隐形控制链”假说 .....	133
<b>第三节 终极股东“双隐形控制链”的构建</b> .....	134
一、终极股东“股权控制链”的重构 .....	134
二、终极股东“社会资本控制链”的构建 .....	137
<b>第四节 终极股东的剥夺行为分析及其后果分析</b> .....	140
一、占用上市公司资金 .....	140
二、低价股权受让 .....	141
三、高价购买资产或土地 .....	141
四、借款担保 .....	142
五、无效投资 .....	142
六、剥夺行为给草原兴发带来的“恶果” .....	143

第五节 理论思考与讨论 .....	144
一、终极股东的真实控制制度：被放大，还是被缩小 .....	144
二、终极股东的控制方式：显性还是隐蔽？单一还是多样 .....	144
三、终极股东的隧道挖掘：剥夺方式的隐蔽，还是剥夺 路径的隐蔽 .....	145
四、从“内部人控制”到“控制内部人”：是制度的路径 依赖，还是利益集团寻租 .....	146
<b>第九章 结论与政策建议 .....</b>	<b>149</b>
<b>第一节 主要研究结论 .....</b>	<b>149</b>
一、对上市公司终极股东及其控制权进行追寻的逻辑起点是 大股东的社会网络连带 .....	149
二、终极股东控制类型及其动态变化的新阐释 .....	150
三、终极股东控制权的获取是分别通过对股东大会、董事会 和经理层的剩余控制权、决策控制权和经营控制权的 攫取实现的 .....	150
四、上市公司终极股东剥夺行为的根本动因是被控制权溢价 放大的控制权私利 .....	151
五、我国上市公司的终极股东普遍存在动用社会资本控制链 来获取并强化终极控制的现象 .....	151
六、我国上市公司的终极股东存在利用“双重”隐形控制链 对上市公司进行剥夺的现象 .....	152
<b>第二节 政策建议 .....</b>	<b>152</b>
一、完善中小股东诉权制度 .....	153
二、提高上市公司信息披露质量 .....	153
三、仔细甄别股东间合作机制，积极引导，相机治理 .....	153
四、加大终极股东违规惩处力度，提高违规成本 .....	154
五、建立健全相关的法律、法规 .....	155
<b>第三节 研究的局限与展望 .....</b>	<b>155</b>
一、研究的局限性 .....	155
二、后续研究展望 .....	156
<b>附录 上市公司终极股东社会资本控制链概况调查问卷 .....</b>	<b>157</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>164</b>

# 第一章

## 导 论

在市场经济大潮中，中国企业的发展永远与公司治理这一主题紧密地联系在一起。不论是上市公司，还是非上市公司，良好的公司治理结构和治理机制是企业健康持续发展的重要保障。同时，在不同时期、不同发展阶段、不同制度环境下，企业的公司治理问题也不相同。只有厘清我国企业公司治理的演进脉络，发掘当下最主要的治理问题，并从理论上高度深刻剖析问题的成因，才能够更加全面、客观、真实地认识现阶段的公司治理问题，才能更加有效地预防和解决这些公司治理问题。

### 第一节 中国公司治理的演进历程

放眼全球，那些在市场竞争中长期表现卓越、并不断创造辉煌的通常都是公司治理水平较高的公司，而那些表现欠佳的，究其根源，则大都是在公司治理上出现了严重问题的公司。对于确保企业持续、稳健的发展，公司治理的重要性是不言而喻的。正因如此，公司治理越来越受到了政府、媒体、社会公众和广大学者的高度重视，不仅成为一个全球性的重要研究课题，而且还是 21 世纪企业界和学术界讨论的最热门话题之一。

公司治理通常有狭义和广义两种界定。从狭义上讲，公司治理就是指企业所有者对经营者的一种监督与制衡机制，通过由股东大会、董事会、监事会及管理层所构成的公司治理结构进行内部治理；从广义上讲，公司治理则是通过一套包括正式或非正式的内部或外部的制度或机制来协调公司与全体利益相关者（如股东、债权人、供应者、雇员、政府、社区和媒体等）之间的利益关系，可以从权力制衡与决策科学两个方面来理解。公司治理并不是为了制衡而制衡，而是为了保证公司科学决策而进行的制度安排与设计，这种制度本身就是一个结构与机制的集合体<sup>[1]</sup>。现代公司治理肇始于所有权与控制权的分离<sup>[2]</sup>。所有权与控制权分离的直接结果就是股东拥有的控制权逐渐减少，而作为经营者的经理拥有了更多

的控制权。特别是，随着两权分离，股东对企业经营成果只是享有剩余索取权，而没有剩余控制权，经理对企业经营成果只享有剩余控制权，而没有剩余索取权。这就导致股东与经理之间产生了委托—代理问题，即第一类公司治理问题，或称之为经理人控制与败德问题；然而，公司治理问题不仅仅是股东和经理之间的代理问题，还包括更深层次的问题，即外部小股东和几乎控制全部经理人员的终极控制股东之间的利益冲突<sup>[3]</sup>，由此导致了第二类公司治理问题，即终极股东与广大中小股东之间的代理问题，或称终极股东控制与剥夺问题。公司治理结构及相关制度安排的不断完善，就是为了有效地解决两权分离产生的代理问题，并尽可能最大限度地减少由此造成的公司价值的损失。

我国改革开放已经走过了三十多年的风雨历程，经济体制成功地从传统的计划经济转变为社会主义市场经济。作为市场经济条件下最活跃的因子——企业（特别是作为经济发展风向标的上市公司），已经建立起现代企业制度，拥有一套具有中国特色的公司治理结构和治理机制，真正成为独立的法人主体。自20世纪90年代以来，随着改革进一步向纵深方向发展，我国公司治理环境在较大程度上得到了相应改善，企业的公司治理结构和治理机制不断地健全和完善，公司治理效能也有较大提升。特别是对于上市公司而言，实证研究已充分证明：良好的公司治理结构和治理机制有助于改善上市公司的财务绩效，提高上市公司收益能力。

## 一、公司治理演进的两条主线

### 1. 所有权与控制权相分离

谈及公司治理，就不能不从公司治理产生的根源说起，否则就好比是隔靴搔痒，难以触及问题的本质。前面已经提到，现代公司治理肇始于所有权与控制权的分离，以及由此产生的委托—代理关系和导致的代理问题，最先出现在美国。伴随着美国现代股份制公司的出现而兴起，使先前依附于所有权的各项职能发生分离，包括对企业拥有收益的职能、对企业拥有权力的职能，以及与此相关的对企业行使权力的职能，这三项职能分别对应着收益权（或称剩余索取权，与所有权相对应的获取企业收益的权利）、控制权（包括剩余控制权、决策控制权和经营控制权）和经营自治权<sup>①</sup>。

---

<sup>①</sup> 根据产权理论，控制权实质上是基于公司整体的资源配置效率目标，将诸项权能界定和配置给股东大会、董事会和经理层以及与之相应的一系列行为规则的权力安排。控制权系统应该包括对股东大会、董事会和经理层三个层面所拥有的控制权，即剩余控制权、决策控制权以及经营控制权。按照这种对控制权的定义，企业经营自治权应属于经营控制权，亦即属于控制权的范畴。从严格意义上讲，企业所有权与经营权的分离实则是所有权与控制权的部分分离。

古典经济学家定义的企业制度是三权合一的，所有者拥有完全的控制权，同时兼任控制者和经营者的角色。但是，随着公司制度的兴起与演化，促使企业职能及权利角色发生分离。公司的权力中心也逐步从股东大会转移到董事会，董事会被赋予了高度的自治权。公司的治理体制全面从所有权与控制权合一、所有者主导的公司治理体制转向所有权与控制权分离、经营者主导的公司治理体制。股东渐渐只拥有公司的所有权，而丧失了公司的控制权，经营者却获得了公司的控制权。此外，由于股权的分散以及大公司需要由专职经理负责经营，使这些拥有专门管理知识并垄断了专门经营信息的经理实际上掌握了对企业的控制权。

针对这类代理问题，詹森和麦克林（Jensen & Meckling, 1976）首先提出了代理成本的概念，并开创了代理成本理论。他们注意到，由于“企业内部所有者和高层管理者之间的契约安排所产生的企业管理人员不是企业完全所有者的事实”，其努力程度具有不完全性，因此导致公司的价值低于完全所有者时的价值，于是就产生了代理成本，其中包括委托人监督支出（测度和观察代理人的行为，委托人通过预算约束、薪酬政策和运营规划等手段来“控制”代理人行为的努力）、代理人保证支出（代理人花费某些费用以便向委托人保证他不会采取伤害委托人的行为）和剩余损失（代理人的决策与最大化委托人福利的那些决策发生分歧，而导致的委托人福利损失）。他们在委托代理框架中给出了经理效用模型，该模型的主要含义是：为了避免代理成本，尤其是在外部投资者不能完全预知经理事后行为的情况下，应该给予经理较多的股权性激励，从而弱化代理问题，此外，由于监管活动可以约束经理的非货币性消费，从而促使经理更多地通过增加企业货币性收益来提升自身收益，因此监控与约束非常有必要。在这一理论指导下，公司开始并用内部治理机制（特别是经理人激励机制，旨在增强代理人与委托人之间利益的一致性，进而有效避免代理人的机会主义和道德风险）与外部治理机制（主要是强化外部监管力度，需要通过证券市场、产品市场和经理市场来发挥作用，如公司法、证券法、信息披露、会计准则、社会审计和社会舆论等）。

## 2. 控制权与现金流权相偏离

然而，自20世纪80年代以来，学者们对公司股权结构的实证研究结果就已经显示出与伯勒（Berle）和米恩斯（Means）不同的观点，即在全球大部分国家的上市公司中，所有权与控制权并未完全分离。相关研究表明：即使是美国的许多大公司，也存在着一些所有权集中的现象，而且在某种程度上集中于家族及富有投资者身上。另外，在德、日、意等富有经济体中也发现显著的所有权集中度，而且发达国家所显示出的所有权集中度程度更高。这说明，对大多数国家而

言, 股权高度分散和“所有权与控制权分离”并不是一个普遍现象。公司不仅拥有大股东, 而且这些股东通常会积极从事公司的治理。此外, 一些研究还发现, 持有大宗股权的大股东往往会得到与其所持有股份比例不对称的、比一般股东多的额外收益, 这部分额外的收益实际上是由于控制性大股东对广大小股东进行侵害而获得的。

1999年, 拉·波塔等人(La Porta et al.)首次推出了终极股东控制权(Ultimate Control Right)的重要范畴, 并就世界范围内上市公司的控制权结构进行研究。克雷森斯等(Claessens et al., 2000)对东亚各国上市公司的控制权结构进行研究, 法西奥等(Faccio et al., 2002)对西欧诸国上市公司的控制权结构进行研究, 这些开创性的研究共同证明了在全球范围内终极股东的普遍存在, 同时还展现出各国上市公司终极股东属性的差异化和多样化。在这种背景下, 我国公司治理问题已经不仅仅是股东和经理之间的代理问题, 还包括更深层次的问题, 即外部小股东和几乎控制全部经理人员的终极控制股东之间的利益冲突。现实世界中, 上市公司的控制结构越来越复杂, 层级也越来越多, 其中最具代表性的当属东亚诸国中的企业系族。伴随者控制层级的增加, 终极股东对上市公司的控制权与现金流权产生的偏离越来越大, 造成对上市公司拥有较强实际控制权的终极股东却只享受相对较少的经营成果。由此, 产生了终极股东的控制与侵占问题。现代公司治理的逻辑起点转变为由控制权与现金流权偏离所导致的终极股东与广大中小股东之间的代理问题。公司治理结构和治理机制的设计与完善越来越倾向于保护广大中小股东的合法权益, 对终极股东的行为展开更为严格规范与约束。

笔者借用以上对公司治理问题进行系统分析的主要依据, 即由两权分离转向两权偏离, 作为对我国公司治理演进历程进行深入系统探讨的关键线索。回顾我国经济体制变革与国有企业改革的历史进程, 企业的两权分离程度经历了一个由低逐渐到高的变化过程, 两权偏离程度也经历了一个由低到高的变化过程, 但这种分离与偏离并不是完全同时进行的<sup>①</sup>。为了便于研究, 笔者将两权分离与两权偏离程度设定为低、中、高三个水平, 由此形成了九种不同的组合<sup>②</sup>(见图1-1)。

① 国企改革之初, 在全国推行实行经营承包责任制, 国有企业的部分经营权或经营自治权下放给经营者, 所有权与经营权发生开始分离, 并经历了一个由低到高的分离过程。但是, 在100%国有控股的情况下, 企业的控制权与现金流权并未发生偏离。随着股份制改革的大力推行, 控制权与现金流权开始出现偏离, 特别是在公司股权集中度逐渐降低的大趋势下, 很多终极股东运用其所持有的较少股份取得了对公司较高的控制权, 两权偏离度于是变得越来越高。由此可知, 两权分离与两权偏离并不是完全同时发生的, 两权分离出现的时间较早, 在向更高程度分离的过程中逐渐出现了两权的偏离。

② 在这九种组合中, 有些情形在上市公司中很常见, 有些可能相对较少, 如(中, 低)和(高, 低)组合。

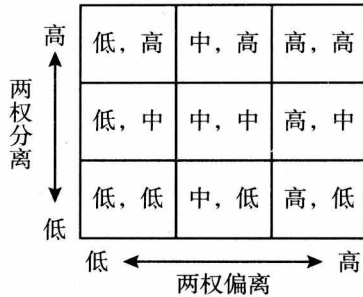


图 1-1 两权分离与两权偏离的不同组合

资料来源：由作者整理而成。

根据两权分离程度与两权偏离程度的不同组合，笔者将公司治理演进过程分为以下五个时期，如图 1-2 所示，包括萌芽期（所有权与控制权开始分离，但控制权与现金流权尚未出现分离）、试水期（随着股份制改革的推行，所有权与控制权分离程度不断提高，控制权与现金流权也开始出现分离）、跟进期（所有权与控制权的分离程度依然较高，控制权与现金流权的分离程度进一步提高）、改进期（伴随国有股减持、大小非解禁以及股权分散化趋势的增强，所有权与控制权的分离程度依然较高，控制权与现金流权的分离程度越来越高）和完善期（作为未来我国公司治理发展的趋势，两权分离程度和两权偏离程度可能同时处于高位，或者两权分离程度适中而两权偏离程度提高，这两种情况都可能出现，甚至可能同时存在，如在不同属性终极股东所控制的公司中）。

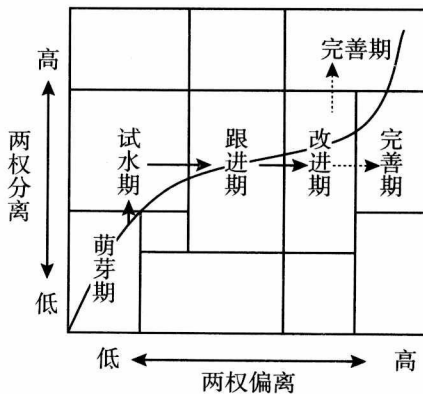


图 1-2 两权关系变化与中国公司治理演进过程对应

注：虚线箭头代表可能出现的发展方向。

资料来源：由作者整理而成。



## 二、中国公司治理演进的四个阶段

### 1. 公司治理的萌芽期

如果以两权分离背景下委托—代理关系和代理问题作为公司治理出现的考量标准，那么，从两权开始出现分离到正式分离这一段期间，应该属于公司治理的萌芽期，正式的公司治理结构和治理机制尚处在孕育和形成的过程中。从时间上看，大体是从1978年改革开放开始到20世纪80年代末。

我国在较长一段时期内处于从计划经济体制向市场经济体制转变的过程中，公有制经济在国民经济中长期发挥着的主导作用，国有企业的主体地位显著，因此，公司治理的发端实际上与国有企业改革密切相关。而我国国有企业改革又始于放权（下放经营权）让利，即从以往的企业所有权与经营权高度统合、各级政府部门直接监管企业运营的政企合一形式，逐步向所有权与经营权分离、经营者享有更多的自主经营权过渡。

1978年10月，宁江机床厂等6家四川企业首次成为扩大企业自主权的试点，标志着我国国有企业改革的正式开始。1979年5月7日在全国全面推行。1983年，开始推行利改税，即企业由向政府上缴利润转变为上缴所得税。改革初期，国有企业经营管理者获得了部分企业经营决策权（国有企业在完成国家下达的计划指标之外，面向市场进行经营活动的决策权由企业经营管理者控制）和国有财产支配权（包括两个方面：一是经营管理者获得了国有企业面向市场经营的部分国有财产的支配权，二是经营管理者对企业折旧资产支配权增大。1978年，国家规定国有企业折旧基金的留用比例由之前的40%增加到50%，1979年又规定，凡固定资产原值在100万元以下的工业企业所提折旧，全部留给企业使用）<sup>[18]</sup>。随着企业承包经营责任制在全国全面推广，企业经营管理者经营决策权进一步扩大。1986年，国务院要求推行多种形式的经营承包责任制，给经营者以充分的经营自主权，正式拉开了承包制的序幕。1987年，大中型企业普遍推行企业承包经营责任制。到1990年，大中型工业企业基本已经实现了承包制度。

在改革开放前，“政府及其计划成为社会资源配置的主体，企业只不过是国家这个唯一大企业按政府指令性计划生产的车间而已”，由此形成了国有企业治理行为的行政化，亦即行政型政府治理<sup>①</sup>。政府成为社会资源配置的主体，作为微观生产单位的各个企业只不过是按照政府指令和计划进行生产的小车间。在这

<sup>①</sup> 根据薛有志等（2002）和李维安等（2003）的定义，国有企业行政型政府治理是指在企业所有权与经营权合一以及政企不分的计划经济体制下，企业行为以国家计划为导向，在政府控制下追求政府利益最大化的一种企业治理模式。