

公司治理与国企改革研究丛书

主编 高明华

金字塔控股结构 与绩效稳定性

**Pyramidal Ownership and Stability
of Corporate Performance**

刘立煌 赵勇 王慧敏 著

中国出版集团 东方出版中心

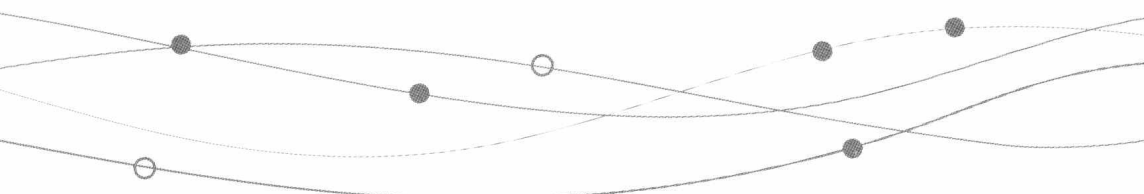
公司治理与国企改革研究丛书

—— 主编 高明华 ——

金字塔控股结构 与绩效稳定性

Pyramidal Ownership and Stability
of Corporate Performance

刘立煌 赵勇 王慧敏 著



中国出版集团 东方出版中心

图书在版编目(CIP)数据

金字塔控股结构与绩效稳定性/刘立煌,赵勇,王慧敏著. —上海:东方出版中心,2016.1

(公司治理与国企改革研究丛书)

ISBN 978-7-5473-0895-0

I. ①金… II. ①刘… ②赵… ③王… III. ①上市公司-股权结构-研究-中国②上市公司-企业绩效-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 291575 号

责任编辑 孟 芳

封面设计 郁 悦

金字塔控股结构与绩效稳定性

出版发行:东方出版中心

地 址:上海市仙霞路 345 号

电 话:62417400

邮政编码:200336

经 销:全国新华书店

印 刷:常熟新骅印刷有限公司

开 本:710×1020 毫米 1/16

字 数:165 千字

印 张:13.25 插页 2

版 次:2016 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-5473-0895-0

定 价:49.80 元

版权所有,侵权必究

东方出版中心邮购部 电话:(021)52069798

作者简介

刘立煌,1981年生,山东潍坊人,中国社会科学院经济学博士。曾就职于中国五矿集团公司办公厅,后转入五矿有色金属控股有限公司工作。参与国企转型、公司治理等多个政府与企业研究课题,发表文章4篇。

赵勇,1980年生,山东长清人,中国人民大学经济学博士。中国人民大学经济学院副教授,硕士生导师,中国人民大学国家发展与战略研究院研究员,澳大利亚昆士兰大学(The University of Queensland)访问学者。主要从事国际经济学和金融发展理论研究,在《世界经济》,《新兴市场金融与贸易》(*Emerging Markets Finance and Trade*),《能源政策》(*Energy Policy*),《中国与世界经济》(*China and World Economy*),《中国经济日报》(*China Economic Journal*)等发表论文多篇。

王慧敏,1982年生,黑龙江大庆人,英国杜伦大学(Durham University)金融学硕士。先后在德意志银行、中国工商银行就职。

总序

两年多前，我在自己的办公室接待了中国出版集团东方出版中心副总编辑祝新刚先生以及财经编辑部主任鲁培康先生。他们从上海赶来北京向我约稿，并向我介绍了中国出版集团努力发挥国家队的使命担当，围绕中心、服务大局，建设财经产品线的战略规划。近年来，由于国企改革渐成热点，公司治理广受关注，所以他们希望我发挥自己的学术专长和资源优势，为他们组织和主编一套丛书。我听了他们的想法和思路很受触动，所以一拍即合，当即就接受了他们的约稿。

20世纪90年代初，我开始致力于企业理论与公司治理问题的研究。多年来有关公司治理理论和实践的探索和研究，使我深刻体会到中国公司治理行政化的积弊根深蒂固。2014年，在国务院国资委职业经理人研究中心举办的“经理人大讲堂”上，我做了题为“公司治理与国企发展混合所有制”的演讲，演讲结束后，国务院国资委一位官员说，中国企业家需要进行公司治理ABC的普及工作。他说的没有错，也曾有多次，我给企业家做报告，企业家反馈的信息是：公司治理原来是这个样子，我们原来的理解很多都错了。可见，公司治理在中国确有普及之必要，更有研究之急需。

公司治理的本质属性是契约，它要求企业必须尊重每个利益主体的法律地位和独立人格，要在充分尊重每个利益主体意见的基础上提出企业发展的战略决策，同时要使企业的每个行为主体都能够为自己的行为独立承担责任，这是契约之应有之义。然而，现实中很多中国企业，拥有话语权的只是少数特权者，而且还不用为自己的行为承担独立责任。权力和责任的不对称是中国企业公司治理的通病，也是中国畸形政商关系形成

的土壤。

有鉴于此,自2007年开始,我做了三件事情,试图为促进中国公司治理的规范化发展尽自己的绵薄之力:一是从高管薪酬、信息披露、财务治理、董事会治理、企业家能力、中小投资者权益保护等六个方面,研制中国公司治理分类指数。目前已出版六类14部指数报告,从而全方位、多角度地阐述了中国公司治理的现状,以图找出中国公司治理的病症所在;二是主编“治理译丛”。这套译丛出版了四本(原计划五本),均是国外著名出版社的最新公司治理著作,所选书目以学术著作为主,兼及实务性著作。我们力求通过这套译丛的出版,为中国企业的公司治理规范化提供资料和借鉴;三是出版《公司治理学》,试图能够为大学开设公司治理课程提供支持。目前,开设公司治理课程的大学越来越多,这表明,中国公司治理规范化的教材得到了越来越多高校认同。

我现在所做的是第四件事,也是以上工作的延续和深化,这就是策划和出版这套“公司治理与国企改革研究丛书”。这是我多年来的一个夙愿,希望通过出版这套丛书,把中国学者(尤其是青年学者)最前沿的公司治理和国企改革研究成果奉献给社会,一方面扶持公司治理研究中的青年才俊;另一方面则是把脉中国国企改革中的公司治理“病症”,以利于探索和建立有中国特色的公司治理模式,因为这些研究成果均是以中国公司治理,特别是以国有企业的公司治理为研究对象的。

中国公司治理的不规范,尤其是政府介入公司治理的错位,导致中国滋生畸形的政商关系,而这种畸形的政商关系又是官商勾结和腐败的温床。改革开放以来,这种官商勾结已经达到触目惊心的程度。为什么存在如此严重的官商勾结?一个明显的且公认的原因是政府权力过大,且不受法律约束,造成公权可以随意介入和侵害私权,导致创租和寻租盛行,进而导致腐败。显然,杜绝官商勾结和腐败,必须从依法治企、压缩公权入手,而依法治企的实质是强化公司治理。

2013年11月,党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出,要“健全协调运转、有效制衡的公司法人治理结构。建立职业经理人制度,更好发挥企业家作用……建立长效

激励约束机制”，由此开启了中国企业尤其是国有企业公司治理制度改革和机制创新的新局面。2014年10月，党的十八届四中全会通过的《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》提出“依法治国”的执政治国方针，从企业层面讲，这意味着企业改革和发展必须着眼于“依法治企”，而“依法治企”的本质就是公司治理的制度化（尤其是法治化）和规范化。2015年9月，中共中央、国务院发布《关于国有企业深化改革的指导意见》以及国务院《关于国有企业发展混合所有制的意见》，进一步强调，要“依法治企，健全公司法人治理结构。切实保护混合所有制企业各类出资人的产权权益”。无疑，国家已经把公司治理的规范化提到了国企改革战略层面上。

本丛书即将付梓之时，正值党的十八届五中全会闭幕。五中全会报告再次强调：“发展是党执政兴国的第一要务”，而且必须“运用法治思维和法治方式推动发展”。可以说，党的十八大及十八届三中、四中、五中全会，为我国国企改革的不断推进和公司治理的深入发展奠定了理论基础。就此机会，着眼当前的国企改革与公司治理现状，我谈几个具体问题。

一、政府直接介入导致公司治理行政化

公司治理是通过建立一套制度安排（尤其是法律制度安排）或制衡机制，以契约方式来解决若干在公司中有重大利益关系的主体之间的关系，其实质是各利益相关者之间的权利安排和利益分配问题。换言之，公司治理是制度范畴，尤其是法律范畴，从这个角度，政府公权力（行政权力）是不能介入公司治理的。但是，政府作为制度尤其是法律的制定者，又是可以介入公司治理的。此时，政府是作为财产保护者而存在的，即政府要为企业发展提供规范、秩序和公平，其相应的收益是税收。对于国有企业，政府还作为国有财产所有者的代表而介入公司治理。此时，政府是作为投资者（国有股东）而存在，它要通过监督（法律监督和经济监督）获取最大化投资收益。但是，不管政府是作为法律的制定者，还是作为国有企业财产的所

有者(代表),政府的行为都限定在公司治理制度的框架内,而不是以自己掌握的行政权力介入。

然而,政府介入公司治理的方式却经常错位。现实中经常发生这样的情况,一方面,如果政府是股东,尤其是大股东的情况下(国有控股企业),则政府不仅派出代理人,而且必须让自己的代理人担任董事长,还可以越过董事会直接派人担任公司的总经理、副总经理、总经济师等高管人员。无疑,这是政府行政权力介入公司治理。当然,对于派出的高管人员,可能通过了董事会,但其实通过董事会仅仅是走形式,实质上董事会是被架空的。在很多情况下,尤其是在中央企业和地方重点国有企业中,政府派出的高管人员很多都具有行政级别,最高行政级别可达副部甚至正部级别。在政府公开招聘的国有企业高管中,即使没有赋予其行政级别,他们的行政色彩也是客观存在的。从国务院国资委多次全球公开招聘副总经理等高管情况看,由于招聘企业中并非只有国有独资企业,还有股份有限公司和有限责任公司,这类企业的高管聘用,按照公司法,无疑只能由董事会负责独立选聘,国家作为非单一股东,是无权单独招聘的。在政府直接任命或聘用的情况下,高管出现问题的概率不仅高,而且将无人对此负责。像中石化的陈同海、中石油的蒋洁敏、中国一汽的徐建一、东风汽车公司的朱福寿等,由于聘任他们的主体实际上是国资委或上级组织部门,而不仅仅是走形式的董事会,因此董事会是不可能对此负责的,而任命他们的国资委或上级组织部门由于是一个个集体组织,也无人对此负责,集体负责等于无人负责。

另一方面,如果政府不是股东,则政府通过设租,让公司治理服从于自己的意志,而企业(主要是民营企业)也乐于(或者无奈)通过寻租,寻求政府的支持,这使企业发展会因政府政策或领导人的变化而起伏,甚至走向不归路,同时也加大了投资者的投资风险。在民营企业中,寻求具有政府背景的人员担任公司高管具有相当的普遍性,这反映了中国企业与政府难以割舍的关系,聘请人大代表、政协委员,或聘请离退休的前任政府官员进入企业,是很多民营企业的追求。例如,在2013年度上市公司中,有31.84%的企业曾有政府官员到访(企业对此视为荣耀而大力宣传),有

12.08%的CEO曾在政府部门任职,有9.77%的CEO为各级人大代表,有6.93%的CEO为各级政协委员。如果统计的对象是董事长,则曾在政府任职、担任人大代表和政协委员的比例将会更高。另外,同一企业还经常有多位政府背景的高管。如“七匹狼”,其高管中有政府背景的比例高达40%。

二、公司治理行政化导致畸形政商关系

公司治理行政化,是对法律的背离。公司治理的核心问题是股东大会、董事会和经理班子(执行层)的关系。三者是什么关系?对此各国公司法都有明确的规定,且所有国家的公司法在这方面几乎没有什么差别。公司法的规定是:股东大会选举产生董事会,董事会选聘总经理(CEO)。很显然,股东(大会)、董事会和经理班子相互之间不是一个纵向的等级关系(只有在经理班子领导的生产和经营系统,才是一个纵向的行政管理系统),而是一组授权关系。每一方的权力和责任都受到法规的保护和约束,也就是说各方都有相对独立的权力运用空间和对应的责任,任何一方都不能越过边界、违反程序、滥用权力。如果股东大会和董事会被“架空”或“虚置”,则会出现股东对董事会,以及董事会对总经理监督上的“真空”。

仅就董事会和总经理的关系来说,他们代表的是不同的主体。董事会(包括董事长)作为股东的代理人,代表的是股东利益(现在已演变为以股东为核心的众多利益相关者的代表,独立董事作为“中立者”,就是代表这些不同的利益相关者的利益的);而总经理作为从市场上选聘来的职业经理人,代表的是个人利益,他通过与董事会的契约关系获得授权。董事会是会议体制,董事会成员代表不同的利益主体,在董事会中,每个成员是平等的,没有身份高低之分,他们通过契约联系在一起,董事会的决策通过讨价还价而形成,包括董事长在内的任何人都没有凌驾于其他人之上的权力,所不同的只是投票权多少的不同(其实在美英习惯法系发达国家里,由于公司董事会的构成发生了很大变化,绝大部分都是独立董事,这种投票

权的差异正在大大缩小),而董事长则不过是董事会的召集人,并没有高于他人的权力。基于董事会和总经理的这种差异,为了保证公司决策的科学性和高效性,并形成相互制衡的机制,董事长与总经理两个职务应该是分开的。

当然,在公司实际运作中,董事长和总经理是否分开可视具体情况而定,一般情况下取决于公司的规模,以及资本市场(尤其是控制权市场)和职业经理人的发育程度。当公司规模较小时,两职合一可以提高决策效率。当资本市场和职业经理人发育成熟时,来自这两个市场的强大的约束力量足以让同时担任董事长职务的总经理实现自我约束。但是,即使两职是合一的,在行使职权时也必须明确当时所处的角色,这样可以保证董事会和经理层两个权力主体的协调和相互制衡。当公司规模较大时,董事长和总经理则必须分开,因为此时二者代表的是更大的群体,二者合一会加大彼此的冲突。当资本市场和职业经理人发育不成熟时,由于来自这两个市场对经理人的约束力量偏弱,同时担任董事长的总经理的权力就会被放大,或者说,总经理侵害股东等利益相关者利益的可能性就会加大。因此,此时两个职务也必须分开。总之,无论董事长与总经理的职位是否分开,董事长与总经理的职权都要分开,应各负其责。董事长和总经理不相互兼任的原则,体现着公司的权责明确以及公司决策的科学性和效率性。

那么,公司治理是如何演化为行政治理的?这与对公司治理的错误认识有关,恐怕还存在着故意认知错误。行政治理实际上是沿用政府权力机构的“一把手”观念来治理公司,“一把手”被视作公司治理的核心,而董事长经常被作为“一把手”的不二人选,总经理则是董事长属下的“二把手”,甚至干脆由董事长直接兼任总经理,即使不兼任,总经理的目标也是“升任”董事长。这种“一把手”观念使得规范的公司治理变得扭曲,甚至成为董事长和总经理之间矛盾的根源。本来,独立董事是可以在一定程度上化解这种矛盾的,然而,由于独立董事缺乏资本市场的支撑,在客观上和主观上都难以做到独立。加之独立董事人数太少,公司设立独立董事只满足于证监会的1/3的要求(2014年,全部上市公司独立董事比例平均只有36.79%),这更进一步加剧了独立董事的非独立性。加之,在国有企业(包

括国有控股企业)中,董事长这个“一把手”又是政府任命的,因此,公司治理的行政化也就在所难免了。即使是在民营企业中,董事长“一人独大”也同样充斥着行政色彩,尽管这种行政色彩和政府的行政权力介入有一定的区别,但在“权力”行使上并没有根本性区别,公司治理本应具有契约属性基本上不复存在。

近些年接连发生的公司腐败(如窝案)以及其中的官商勾结,在很大程度上其实就是董事会(董事长)和经理层(总经理)两个角色混同,以及企业负责人任免掌握在政府手中或与政府官员有瓜葛的必然结果,是畸形政商关系的具体表现。在这种畸形的关系中,本来的监督和授权关系变成了利益共同体关系。从这些腐败案中,我们不难发现,或者总经理和董事长合二为一,权力过大;或者在董事会中,经理层占据多数席位,而董事长也自认为是职业经理人。在这种情况下,董事长显然就不再是股东的代理人,而是演变为典型的追求自身利益的经理人。对政府,他们寻求租金;对投资者,他们制造信息不对称,侵害股东利益。尽管国企高管被政府作为“干部”来管理和监督,但由于信息不对称,内部人控制和企业资产流失仍普遍存在。

三、消除公司治理行政化, 强化公司治理规范化

如何减少畸形的政商关系导致的官商勾结和高管腐败? 高管腐败曝光后,人们往往归因于高管的贪婪和无耻。无疑,高管的贪婪是官商勾结和腐败的推动力。但事实上,个体的贪婪不是官商勾结和腐败的根本原因,真正引起官商勾结和腐败的原因是公司治理制度的缺陷,更进一步说,就是公司治理的官僚化或行政化。个体的贪婪只是经济人的本性,在面对丰厚利益时,贪婪永远是理性经济人的最优选择。真正使这些经济人偏离正轨、铤而走险的,是人们对预期非法利益与惩戒风险的权衡,而这种权衡最终取决于公司治理制度的完善与否。因此,要从根本上杜绝官商勾结和

腐败,最关键的是要完善公司治理制度,首先需要分清何者是治理主体,何者是治理客体。股东大会和董事会毫无疑问是治理主体,经理层则是治理客体,二者绝不能混同。其次要提高官商勾结和腐败行为被发现的概率,加大对官商勾结和腐败的惩罚力度,而这一点又是以治理主体和治理客体的区分作为前提的。

在市场化的企业中,对企业负责人的基本监督体制是法律监督和市场监督。法律监督的核心是强化公司治理,实现依法治企;市场监督的核心是健全市场体系,促进自我约束,而市场监督也是建立在法律基础上的。

以国企发展混合所有制为例。国企负责人可以分为政府董事(外部非独立董事)、独立董事、高管董事和非董事的高管。他们的来源不同,监督机制应有所不同。由于政府董事、独立董事、高管董事都是董事会成员,因此均应接受股东的监督和市场约束;对于高管董事和非董事的高管,则必须接受董事会的监督和市场约束。从规范的公司治理角度,必须强化以下制度和机制建设:

第一,要调动所有股东监督的积极性,以形成监督合力,防止大股东侵害和政府公权力介入。对此,一是实现股东权利平等,国有股东不应享有特权,对中小股东应该实行累积投票制,以保证他们参与公司决策的权利。二是大幅度降低股东行权成本,提高中小股东参与公司治理的动力。三是出台集体诉讼和索赔方面的法律,切实保护股东利益。四是实行股东满意度调查制度(类似于民调),如果董事会支持率低于80%,则应启动董事会解体程序。五是在公司控股形态上,尽可能采用国有相对控股,最终股权形态是竞争的结果。六是股东对董事要采取不同监督体制。对于政府董事,由于政府股东是代表公众的,同时考虑到公司经营的独立性,政府董事应设置为外部非执行董事(外部非独立董事),并借鉴公务员监督方式对政府董事进行监督;对于独立董事和高管董事,要通过对这些董事的市场(经理人市场)选择,以及满意度和惩罚等机制来实施强约束。

第二,要强化董事会对经营者的监督,并健全董事自我约束机制。对此,必须把董事会和经营层的职能区分开来,这有利于避免国有股东和政府干预企业经营问题。董事会中必须有较多独立董事,应不少于50%,否

则独立董事难以发挥作用。独立董事必须是高度专业化的,而高度专业化的独立董事又来自高度职业化的经理人市场。要根据公司法,实行董事会独立选聘总经理(CEO)机制,并通过董事会备忘录制度使每个董事承担选错总经理的责任。

第三,应在厘清董事会职能的前提下,高度重视企业家的独立性和能动性,并建立企业家自我约束机制。高管董事和其他高管应来自经理人市场,应明确企业的企业家不应是董事长,而是总经理。董事会(包括董事长)负责监督,但监督不是干预,要充分发挥总经理的能动性,为此必须给予其独立性,包括赋予独立权力和独立承担责任,以实现企业家的自我约束。市场化选择是高能力企业家(总经理)产生的重要机制。高能力企业家有两个要素:一是能力,二是忠诚。这样的企业家是在激烈的市场竞争中涌现出来的,靠政府的“独具慧眼”是选不出来的,也是不合法的。必须建立职业化的经理人市场,市场的惩戒机制能够对现任经理人产生强激励和强约束,从而造就和涌现更多的高能力企业家。市场选聘的总经理不再具有行政级别,成功的民营企业企业家也可以做国有控股的混合所有制企业的总经理。要以贡献(企业价值或股东回报)来对企业家进行考核,市场选择和淘汰是重要的考核机制。

第四,要“分层”确定负责人激励方式,以实现国企负责人的自我约束。对于政府董事(外部非独立董事),应实行“公务员基准+贡献+行政级别”的激励机制,薪酬待遇可以略高于同级公务员的薪酬待遇;对于独立董事,应采用国际通行做法,即车马费加少部分津贴,应通过经理人市场,建立独立董事声誉机制,强调薪酬机制是不利于独立董事的独立的。对于高管董事和非董事的高管,应实行市场化薪酬,但前提是由董事会独立从经理人市场选聘。在经理人市场上,高能力的企业家应有高价格,这是建立企业家自我约束机制的重要方面。

第五,严格信息公开。充分的信息披露对于防止代理人的违规行为(如内部人控制、国资和民资流失、内幕交易等),以及形成企业家的均衡价格,都具有重要意义。因此,应确保及时准确地披露公司所有重要事务的信息,包括财务状况、绩效、所有权结构和公司治理。不能只满足强制性信

息披露,更要高度重视自愿性信息披露,这在中国尤为重要,根据笔者在《中国上市公司自愿性信息披露指数报告 2014》中提供的数据,中国的自愿性信息披露对于投资者理性投资的需求具有很高的信息含量。

总之,要依法治企,消除公司治理行政化,实现公司治理规范化,建立企业各行为主体的外部监督与自我约束有机契合的机制,要使每个行为主体能够对自己的行为独立承担责任,这是防止官商勾结和腐败的重要制度保障。

最后,非常感谢东方出版中心的鼎力支持,感谢祝新刚先生和鲁培康先生,他们是这套丛书的积极推动者。希望在中国出版集团以及东方出版中心的支持下,使这套丛书能够延续下去,成为公司治理和国企改革研究的品牌产品。

A handwritten signature in black ink, consisting of three characters: '高明' (Gao Ming) followed by a stylized character, likely '平' (Ping), which is the name of the publisher mentioned in the text.

2015 年 10 月 29 日

序言：大股东控制与公司治理

剧锦文

无论是学术研究还是企业实践都充分证明大股东对公司治理有着显著影响。尽管分散的股权结构是英美法系国家的显著特征,但大股东的普遍存在性早已经引起各国学术界的高度关注。

早在 20 世纪 30 年代初,美国学者伯利和米恩斯(Berle & Means, 1932)首先提出大股东控制的“金字塔结构”(Pyramidal Structure)。此后,美国学者拉伯塔等(La Porta et al., 1999)通过追溯公司最终控制人的方法,将大股东控制结构界定为处于最下游的上市公司具有一个终极所有者,至少有一个上市公司存在于下游上市公司与其终极所有者之间的以 20%或 10%投票权为基准的控制权链条中。在很多情况下,大股东控制正是通过这些间接所有权实现的。拉伯塔等(La Porta et al.)在对 27 个发达经济体的样本数据进行深入分析之后得出结论,除非在股东权利保护非常好的国家,否则,只有相对较少的企业其股权被广泛持有,这同伯利和米恩斯(Berle & Means, 1932)对现代公司股权结构的看法恰好相反;家族是最主要的终极控制人类型,即最主要的大股东,其次是国家;大股东控制的关键在于控制链条的多层级。随后,克莱森斯(Claessens, 2000)等对东亚国家的公司以及法乔和郎咸平(Faccio & Lang, 2002)对西欧国家的公司的分析都表明大股东控制控股的普遍存在。国内学者刘芍佳等(2003)首次运用“终极控制人”追溯的方法,研究了中国上市公司的状况,发现中国 75.6%的上市公司由国家通过大股东控制方式实施间接控制;法恩(Fan, 2005)等的研究指出,在经济转型的中国,上市公司被终极控

制人以大股东控制方式控制十分普遍。可见,无论国内还是国外,大股东控制结构是一种普遍存在的现象。

大股东对公司治理的影响是学术界关注的另一方面。已有研究表明,大股东的公司治理效应主要体现在两个方面。一方面,由于大股东更关注公司的绩效,他们有动机去搜集信息并监督管理层,主动行使股东的共益权,因而减少了股东“搭便车”的行为,部分地解决了代理问题,降低了所谓的“第一类代理成本”,提高了控制权的共有收益。正如马歇尔(Marshall, 1890)所指出的:“少数大股东,往往竭力要知道工作的情况;因而就能对企业的一般经营管理加以有效和明智的控制”;由于他们有足够的投票控制权对管理层施加压力,或甚至通过代理权争夺或接管来替换管理层,其利益得到尊重(施莱佛和维什尼,1995)。这种行为也被埃里克·弗里德曼、西蒙·约翰逊和托德·米尔顿(Eric Friedman, Simon Johnson & Todd Mitton, 2003)称为大股东对公司的“支持”(propping)。但与此同时,如果股权过度集中,大股东又会利用其控制权为自己牟利,不惜牺牲小股东乃至债权人等其他利益相关者的利益,从而形成所谓的“控制权私人收益”和“第二类代理成本”。这同时也被埃里克·弗里德曼、西蒙·约翰逊和托德·米尔顿(Eric Friedman, Simon Johnson & Todd Mitton, 2003)称为大股东对公司的“掏空”,或称“隧道”效应(Tunneling)。

具体而言,大股东的“掠夺”行为包括:

一是“隧道挖掘”(Tunneling),也有人翻译为“掏空”、“利益输送”,是约翰逊、拉伯塔、洛佩斯德赛兰斯和施莱佛(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2000)提出的一个概念,其主要含义是公司的控制性股东为了自身的利益将公司的财产和利润转移出去的各种合法或非法的行为。“隧道挖掘”有多种表现形式,以较低的价格将上市公司的资产出售给控股股东(或经理)、拥有较高现金收益权的公司、向经理人员(控股股东在其控制的企业中往往同时担任经理)支付较高的薪水、为控股股东(或经理)拥有较高现金收益权的企业提供贷款担保、侵占公司的发展机会,乃至最为直接的偷盗等。约翰逊等(Johnson et al., 2000)同时证明,控股股东猖狂的掏空行为是导致1997~1998年亚洲金融危机的主要原因;莫克

等(Morck et al., 2000)则验证了大股东的“隧道挖掘”行为会降低资本市场资源配置效率,“隧道挖掘”可能降低整个经济的透明度以及歪曲会计收益数字,通过增加信息不对称的程度,从而更难对公司的财务状况进行评价。国内学者的研究可参见第2章。

二是过度投资。所谓“过度投资”是指公司的决策者接受对公司价值而言并非最优的投资方案,从而降低资金配置效率的一种低效率投资决策行为。大股东之所以选择这样的行为原因在于,这可以使大股东控制更多的资产并从中获得私人利益。

三是资金占用。伯特兰德等(Bertrand et al., 2002)通过设立一个外部市场冲击模型,并将这套方法运用到印度公司的面板数据分析上,实证检验了大股东终极控制人倾向于将资金从低现金流企业向高现金流企业转移。同时实证表明,25%以上的边际利润在低现金流公司似乎消失了。虽然在大股东控制的股权结构下,控股股东通过“隧道挖掘”或者“过度投资”等方式加强了对中小股东的利益侵占。

近来的一些研究也表明,大股东控制的股权结构对于很多发展中国家来说并不是有百害而无一利。当投资者是理性的时候,理性的投资者会预期到控制人的侵占行为,并相应调整他们原为公司股权付出的价格,这将完全消除大股东终极控制人内部交易的收益并倾向于选择水平型股权结构。实证数据显示,投资者往往是短视的,并低估“隧道效应”的程度。然而,当大股东控制结构不但包括“隧道挖掘”还包括“支撑”时,家族控制人倾向于选择大股东控制结构。理性的投资者愿承担一定程度的侵占,以保证公司在经济萧条时免于破产。莫克等(Morck et al., 2005)指出,公司内部保险的收益是大股东控制结构出现的原因。

概括地讲,控股大股东的支持行为及其治理效应主要包括:

一是外部市场替代。目前,一些学者基于市场实效、市场不完全理论得出的结论是,在新兴经济体中,具有大股东控制特点的集团公司能够对市场不完善起到弥补和替代的作用。由于绝大多数新兴经济体市场发育的时间较短,而且与市场交易相关的制度特别是法律制度仍然处于发展阶段,这种外部市场经济制度的不完善导致市场无效或者市场交易费用过