

我国上市家族企业 终极控制权与国际化研究

◎ 李大鹏 尹春芬 李 延 著



科学出版社

我国上市家族企业终极控制权 与国际化研究

李大鹏 尹春芬 李 延 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书分为两篇：上篇对我国上市家族企业终极控制权进行研究，从上市家族企业终极控制权与公司绩效、企业投资、债务期限决策、盈余信息含量四个方面进行了实证分析；下篇对“一带一路”背景下我国家族企业的国际化经营的现状、问题和完善的策略进行分析，并提出研究的局限与展望。

本书可供高等院校企业管理相关专业教学使用，亦可供企业管理人员参考。

图书在版编目(CIP)数据

我国上市家族企业终极控制权与国际化研究/李大鹏, 尹春芬, 李延著. —北京: 科学出版社, 2018

ISBN 978-7-03-056848-9

I. ①我… II. ①李…②尹…③李… III. ①家族—私营企业—上市公司—控制权—研究—中国②家族—私营企业—上市公司—国际化—研究—中国 IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 048816 号

责任编辑: 宋 芳 杨 昕 / 责任校对: 刘玉靖
责任印制: 吕春珉 / 封面设计: 东方人华平面设计部

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2018 年 2 月第 一 版 开本: B5 (720×1000)

2018 年 2 月第一次印刷 印张: 9 3/4

字数: 197 000

定价: 68.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换〈京华虎彩〉)

销售部电话 010-62136230 编辑部电话 010-62135397-2032

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-64030229; 010-64034315; 13501151303

前 言

改革开放以来,我国家族企业迅猛发展,成为经济增长的生力军,在国民经济中占据了一席之地。目前,越来越多的家族企业成为上市公司,这一现象日益成为学者们关注的焦点。许多学者通过实证研究发现,虽然家族控制企业不失为一种富有成效的企业组织与管理方式,但是同时我国上市家族企业在公司治理方面也存在着一些问题。例如,在我国上市家族企业中普遍存在着终极控制人(终极控股股东),他们通过金字塔结构等方式获取上市公司控制权私有收益,掠夺了其他中小股东的利益。因此,对于上市公司控制权特别是终极控制权问题的研究已经成为目前公司治理研究领域的热点和难点之一。在我国上市家族企业中,同样也存在着终极控制权的问题。

2013年“一带一路”倡议的提出,为我国企业“走出去”进行国际化经营提供了非常好的发展机遇。在这一大背景下,我国家族企业应当如何“走出去”?如何规避风险?如何进行国际化经营?这一系列问题都值得深思和探讨。目前,学者们普遍认为我国企业国际化路径有两种,即渐进式的国际化路径和跨越式的国际化路径。我国家族企业在国际化经营中也应根据自身的实际情况,扬长避短,选择适合自己的国际化路径,以提高跨国投资的成功率,进而提高企业国际化经营的水平。

李大鹏(重庆工商大学国际商学院)对本书的设计和编写分工进行了整体安排,并具体负责第1、3、6~10、12~14章的编写工作。尹春芬(武汉工商学院工商管理系)负责第2、4、5、11、15章的编写工作。李延负责全书基础资料的收集、整理工作。

本书的编写工作得到了重庆工商大学及本校经济学院各级领导的大力支持,特别是得到了重庆市“三特行动计划”之“三特专业”建设项目——国际经济与贸易项目资助,在此致以诚挚的谢意。同时,也非常感谢科学出版社的支持和帮助。

在编写本书的过程中,作者参考了许多国内外有关文献,并在本书的参考文献中尽可能地予以列出,在此对这些专家学者表示深深的谢意,若有疏漏之处敬请谅解。

由于编写时间比较紧张,加上作者水平有限,书中难免存在不妥或不足之处,恳请广大读者批评指正。

作 者

2017年8月

目 录

上篇 我国上市家族企业终极控制权研究

第1章 引言	1
1.1 研究的背景与意义	1
1.2 研究对象概念的界定	3
1.3 研究方法、研究内容及可能的创新	5
第2章 与本研究相关的基础理论概述	7
2.1 终极控制权的结构	7
2.2 终极控制权对公司绩效的影响	11
2.3 终极控制权对投资行为的影响	13
2.4 终极控制权对融资行为的影响	15
第3章 相关实证研究文献综述	20
3.1 终极控制权结构的实证研究文献综述	20
3.2 终极控制权与公司绩效关系的实证研究文献综述	23
3.3 终极控制权与投资关系的实证研究文献综述	27
3.4 终极控制权与企业融资关系的实证研究文献综述	30
第4章 终极控制权与现金流量权的偏离	35
4.1 终极控制权的经济学解释	35
4.2 终极控制权与现金流量权偏离的实现机制	40
第5章 上市家族企业的发展历程、特征和上市利弊分析	43
5.1 我国上市家族企业的发展历程	43
5.2 我国上市家族企业的特征	45
5.3 我国家族企业上市利弊分析	46
5.4 法国家族企业发展现状	49
5.5 中法两国家族企业治理模式对比分析	53

第6章 上市家族企业终极控制权与公司绩效的实证分析	56
6.1 理论分析与研究假设	56
6.2 研究设计	58
6.3 上市家族企业终极控制权和现金流量权分离的实证分析	60
第7章 上市家族企业终极控制权与企业投资的实证分析	67
7.1 理论分析与研究假设	67
7.2 研究设计	69
7.3 实证分析	71
7.4 稳健性检验	76
第8章 上市家族企业终极控制权与债务期限决策的实证分析	77
8.1 我国上市家族企业终极控制权与债务期限决策的实证分析（静态）	77
8.2 我国上市家族企业终极控制权对资本结构调整速率影响的实证分析（动态）	85
第9章 上市家族企业终极控制权与盈余信息含量的实证分析	93
9.1 理论分析与研究假设	94
9.2 研究设计	96
9.3 实证分析	98
 下篇 “一带一路”背景下我国家族企业国际化研究	
第10章 引言	103
10.1 研究的背景和意义	103
10.2 研究对象概念的界定	104
10.3 研究方法、研究内容与可能的创新	105
第11章 理论回顾与文献综述	106
11.1 国际化理论回顾	106
11.2 企业国际化演进路径研究	110
11.3 中国企业国际化演进路径研究	111
11.4 企业国际化程度与企业绩效关系研究	112
11.5 “一带一路”倡议的基础及对国际化影响的研究	114

第 12 章	“一带一路”倡议对家族企业国际化的机理研究	117
12.1	“一带一路”倡议的重大意义	117
12.2	我国家族企业（民营企业）国际化的现状	117
12.3	“一带一路”背景下家族企业国际化的机理	119
12.4	“一带一路”背景下我国家族企业国际化的优劣势	120
第 13 章	“一带一路”背景下我国家族企业国际化的机遇、挑战及风险分析	123
13.1	我国家族企业国际化的机遇	123
13.2	我国家族企业国际化的挑战	124
13.3	我国家族企业国际化的风险	126
第 14 章	“一带一路”背景下我国家族企业国际化的演进路径	129
14.1	我国家族企业国际化演进路径的构成因素	129
14.2	我国家族企业国际化演进路径分析	130
第 15 章	“一带一路”背景下我国家族企业国际化的对策	135
15.1	政府层面的对策	135
15.2	家族企业层面的对策	138
参考文献		142

上篇

我国上市家族企业终极控制权研究

第 1 章 引 言

1.1 研究的背景与意义

1. 研究的背景

(1) 选择研究家族企业的原因

在人类文明史上，家族企业是最早出现并且至今仍然普遍存在的企业组织形式。大量统计数据证明，无论是过去还是现在，家族企业在全球经济中扮演着不可或缺的角色。就我国经济发展而言，改革开放三十多年来，市场化进程的推进、宏观经济的增长及综合国力的提升，在很大程度上依赖于民营企业的发展。我国绝大部分民营企业选择了家族企业这种企业组织形式，其原因可能是：在改革开放初期，社会信息的较低规范程度使得家族企业这种企业组织形式比较有效率。作为政府和市场的居间存在，家族企业承担筹集资金、配置资源和节约交易成本的功能。随着改革开放的不断深入，我国政府职能转变也不断深入，市场化程度、社会信息的分散度和规范度都有所提高，但是我国的家族企业还会长期存在并持续发展，因此其组织结构特征、经营行为和效率，以及这些因素与外部环境的关系值得深入研究。

(2) 选择研究终极控制权的背景

从公司理财学的发展历程来看，对于公司的所有权和控制权相分离的假定一直是公司理财学发展的基础。1932 年，伯利和米恩斯在经典著作《现代公司与私有产权》中首次对公司的所有权和控制权进行了界定，他们认为在美国“资本的所有权是分散在众多的投资者中，而相应的控制权则集中在少数的经理人手中”。此后，马里斯和潘斯洛斯的研究对其进一步完善，而詹森和梅克林提出的委托代理理论对其作出了完美的总结。从 1932 年以来，以公司的所有权与控制权的分离

为基础的研究带来了现代财务理论的飞速发展,如资本结构理论的发展、委托代理理论的提出等。可以说,20世纪80年代以前的主流财务理论是建立在公司的所有权与控制权相分离的基础之上的。

但是20世纪80年代以后,越来越多的研究成果表明公司的所有权与控制权的分离并不是一个普遍有效的前提假设,即使是在股权高度分散的美国。艾森伯格、德姆泽采、勒兹、施莱弗、维希尼和默克等人通过研究发现,在美国最大的公司中也存在着一定程度的股权集中现象。霍尔德内茨和希恩通过研究发现,在美国有几百家公司的最大股东的持股比例甚至超过了50%这个绝对控股的界限。弗兰克斯和梅耶、戈顿和施密德、普劳斯等人对德国、意大利、日本等西方发达国家的公司进行研究的结果表明,这些西方发达国家的公司的股权集中度要高于美国的公司的股权集中度。拉·波塔等人对发展中国家的公司进行研究的结果则表明,这些发展中国家的公司也有着很高的股权集中度。这些研究文献同时还说明任何国家的公司都存在一个或几个控股股东,这些控股股东希望能够在公司治理中起到举足轻重的作用,而不是像伯利和米恩斯所说的那样。拉·波塔等人进一步研究发现,在全世界任何国家的公司内,不仅存在股权集中的现象,还存在终极控制权,即终极控制人通过建立金字塔控股结构的方式或者交叉持股的方式取得对公司的控制权,其显著特征是控制权和现金流量权之间存在着偏离。

2. 研究的意义

(1) 本研究的理论意义

虽然众多学者对公司治理的研究已经从股权分散模式下的股东与经理人之间的代理冲突转向股权集中模式下的控股股东与中小股东之间的代理冲突,但是到目前为止尚未形成一个完整的基于终极控制人视角的分析框架。目前,中国资本市场还不够完善,控股股东会采用各种方式侵占其他中小股东的利益,从而获得公司控制权私有收益。因此,本研究的核心内容的框架以终极控制人的视角为逻辑起点,以终极控制权结构设计的影响为逻辑主线。

终极控制人为了追求自身利益的最大化,设计符合自身利益的终极控制权结构,并在此基础上开展公司的经营管理工作。反之,终极控制权结构也会给公司带来相应的影响,这些影响直接或间接地反映了终极控制人设计终极控制权结构的意图。因此,对终极控制权结构效应的研究,有助于进一步深入理解控股股东与中小股东之间的代理冲突问题。以往大多数的研究是从终极控制权结构对公司绩效产生影响的角度探讨终极控制权结构对公司的影响。公司绩效是一个反映公司生产经营状况静态特征的综合指标,但是并不全面。本研究试图探究终极控制权结构对我国上市家族企业影响的整个过程,以投资行为、融资行为、盈余信息含量及公司绩效作为分析点,较为系统地分析终极控制权结构对我国上市家族企

业行为产生的影响,以期为健全和完善终极控制权结构提供相应的理论依据。

(2) 本研究的实践意义

我国资本市场还在逐渐发展完善,资本市场也已经逐渐接受公司治理理论,而对终极控制权结构效应的研究却仅仅局限于学术界。在我国现行的资本市场监管体制下,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)对上市公司发行新股、配股和特别处理的主要考核指标是上市公司的财务指标,并且资本市场对上市公司的估值也主要建立在上市公司的财务数据之上。因此,上市公司的财务指标是上市公司业绩最为重要的评价依据。由于上市公司财务指标的主要依据是上市公司每年的财务报表,因此上市公司利用编制合并财务报表进行盈余管理的现象较为普遍,盈余管理的滥用会导致财务信息披露不全、误导投资者进行投资决策的问题。而相对于财务指标,上市公司的控制权结构设计的调整成本更大,稳定性更强。本研究的结果可以给资本市场提供一个参考,即从上市家族企业终极控制权结构的视角出发,评估其价值,从而完善现有的上市家族企业价值评估体系。

此外,根据我国资本市场的特征和上市公司治理的背景,对上市家族企业的终极控制人通过终极控制权结构攫取私有利益的现状进行分析,有助于确认上市家族企业的控股股东对公司利益或其他中小股东利益的侵占情况,为证券市场监管机构有关政策的制定及法律法规的建立健全提供实证,对有效监督公司投资行为、融资行为和信息披露,保护中小投资者的利益,提高资本配置效率,完善公司治理结构,促进上市家族企业竞争力和价值的提升,促进我国资本市场的健康有序发展,具有一定的实践意义。

1.2 研究对象概念的界定

1. 对上市家族企业概念的界定

上市家族企业是指企业的终极控制权能够归结于个人或其家族,并且这些自然人或家族是其实际控制者的企业组织形式。上市家族企业特别关注企业所有权或产权的流动对于企业内部其他权利的支配能力的影响,虽然上市家族企业在组织形式上已经是股份公司,但是实际上其终极控制权仍然属于控股家族所有。

2. 相关终极控制权概念的界定

(1) 终极控制人(终极控股股东)

终极控制人是指在公司中具有终极控制权且不被任何人所控制的股东。由于终极控制人是相对于我们通常所说的控制人而言的,因此了解这两者的区别是正

确理解终极控制人的关键。我们通常所说的控制人仅仅是针对所研究的某一家公司而言的,控制人可以是自然人或其家族、法人或国家。正是由于法人的存在,才使得对终极控制人的研究成为必要。

(2) 终极控制权

终极控制权是指股权控制链条的终极控制人通过直接持有或者间接持有公司股份而对公司拥有的实际控制权,表示股东控制上市公司的能力。控制权与投票权是相对应的,有多少投票权就有多大的控制权。控制权包括直接控制权和间接控制权。拉·波塔、拉·德·西拉内斯和施莱弗提出的“一股一权”中的“权”是指控股股东实际拥有的投票权,包括经由直接持股与间接持股取得的投票权,我们称之为终极控制权。

按照拉·波塔等人提出的计算方法,终极控制权比例等于每个终极控制人在控股链条中的最小持股比例。若有多条控股链条,则将各控股链条中的投票权加总。

(3) 现金流量权

现金流量权是指上市公司股东通过付出现金而取得的权利,也称所有权,表示控股股东持有的上市公司的股份所代表的其在上市公司的利益关系,也表示该控股股东能够从上市公司正常的经赢利润中分得的份额。拉·波塔、拉·德·西拉内斯和施莱弗提出的“一股一权”中的“股”是指控股股东投入资金后取得的实际股份,“权”则以现金流量权为代表。

按照拉·波塔等人提出的计算方法,现金流量权比例是通过将终极控制人的控股链条中每条链条上的各个持股比例相乘得到的,若有多条控股链条,则将各控股链条中的现金流量权加总。

例如,如果 A (自然人或法人) 直接持有上市公司 B33% 的股份,那么 A 对上市公司 B 的控制权和现金流量权都为 33%,控制权和现金流量权两者之间没有偏离。

如果 A 持有上市公司 B30% 的股份,上市公司 B 持有上市公司 C20% 的股份,那么 A 对上市公司 C 的控制权为 20% (在 30% 和 20% 的股份中选择低的股份,即 20%),现金流量权为 $30\% \times 20\% = 6\%$ 。

如果 A 持有上市公司 B30% 的股份,上市公司 B 持有上市公司 C20% 的股份,同时 A 持有上市公司 C12% 的股份,那么 A 对上市公司 C 的控制权为 $32\%[\min(30\%, 20\%) + 12\%]$,现金流量权为 $30\% \times 20\% + 12\% = 18\%$ 。

3. 对公司绩效概念的界定

里巴斯认为,绩效是对企业目标实现程度及达到率的衡量反馈,绩效评价是对企业目标执行的有效性的评价。波特、沃克尔和罗因指出,绩效包含三个层次的意义,即效果、效率和适应性。温克崔曼和热玛亚·尼杰姆提出三类不同范围的绩效衡量:①财务绩效;②企业绩效,除了财务绩效之外,还包括运营绩效、

市场占有率、产品品质、新产品导入、附加价值等非财务性指标；③组织绩效，除了前两者之外，还包括达成组织的各个相互冲突的目标及各种关系的目标的满足程度。杨国彬等（2001）认为，企业经营绩效评价是指对企业一定经营期间内的资产运营、财务效益、资本保值增值等经营成果进行真实、客观、公正的综合评价。刘志彪（2004）认为，绩效是企业经营者合理配置企业内外各种资源，有效达成企业目标的程度或表现。本研究认为，财务绩效和市场绩效是公司绩效的两个关键组成部分。财务绩效是指在企业对外公开的财务报告中，通过使用一些财务比率编制财务报表的方式来衡量企业经营成果。而市场绩效则是既以财务绩效为基础，又包含了市场对公司绩效的评价，因此可以将市场绩效概括为企业财务绩效的市场反映。

1.3 研究方法、研究内容及可能的创新

1. 研究方法

1) 规范分析与实证分析相结合。本研究在规范分析的同时，使用计量经济学的研究方法对相关理论模型进行实证分析。

2) 统计分析法。为了研究我国上市家族企业终极控制权、现金流量权与公司绩效三者之间的关系，在实证研究中搜集大量的样本数据进行统计分析。

3) 实地调研法。在理论研究的基础上，在我国上市家族企业发展较好的地区进行实地调研。

4) 文献分析法。全面准确地搜集国内外学者在上市家族企业终极控制权方面的研究成果作为参考文献资料，并跟踪国内外学者在该领域的最新研究成果，尽可能使本研究处于该领域的前沿。

2. 研究内容

1) 引言。论述了本部分的研究背景与意义，对涉及的研究对象的相关概念给予了界定，并介绍了本研究的研究方法、研究内容与可能的创新之处。

2) 与本研究相关的基础理论概述。对终极控制权结构的相关理论、终极控制权对公司绩效影响的理论、终极控制权对投资行为影响的理论、终极控制权对融资行为影响的理论进行了介绍和分析。

3) 实证研究的文献综述。分别对终极控制权结构的实证研究、终极控制权与公司绩效关系的实证研究、终极控制权与企业投资关系的实证研究、终极控制权与企业融资关系的实证研究进行文献综述。

4) 终极控制权的经济学解释及终极控制权与现金流量权偏离的实现机制。在企业理论与剩余控制权、两类公司背景下的剩余索取权和剩余控制权的制度安排、

终极控制人控制下的剩余索取权和剩余控制权的制度安排三个方面对终极控制权进行解释；终极控制权与现金流量权偏离的主要实现机制有金字塔持股、交叉持股、分类投票权结构和自然人直接持股等。

5) 我国上市家族企业发展的历程、特征和上市利弊分析。分析我国上市家族企业发展的历程、发展的特征及我国家族企业上市的利弊。

6) 中法两国家族企业对比分析。分析法国家族企业的发展现状，并对中法两国家族企业治理模式进行对比分析。

7) 基于终极产权背景下的我国上市家族企业终极控制权、现金流量权与公司绩效的实证分析。通过对我国上市家族企业终极控制权和现金流量权分离的实证分析，得出其与公司绩效负相关的结论。

8) 我国上市家族企业终极控制权与企业投资的实证分析。通过对我国上市家族企业终极控制权与企业投资的实证分析，得出相应的结论。

9) 我国上市家族企业终极控制权与债务期限决策的实证分析。通过对我国上市家族企业终极控制权与债务期限决策的实证分析，得出相应的结论。

10) 我国上市家族企业终极控制权、现金流量权与盈余信息含量的实证分析。通过对我国上市家族企业终极控制权、现金流量权与盈余信息含量的实证分析，得出相应的结论。

3. 可能的创新

本研究以我国上市家族企业终极控制权为研究对象，实证分析我国上市家族企业终极控制权、现金流量权与公司绩效三者之间的关系。目前，国内学者关于我国上市家族企业终极控制权的研究还不多见，本研究力图在此领域有所创新。

1) 本研究尝试从终极控制人（终极控股股东）的角度，以终极控制权为核心，对终极控制人终极控制权展开比较系统的分析，构建终极控制权结构研究框架。在借鉴国内外学者取得的对终极控制权结构的研究成果的基础上，分析终极控制人为了攫取上市公司控制权私有收益，建立金字塔终极控制权结构，产生所有权与控制权的分离（两权分离），对其他中小股东的利益进行侵占，进而对上市公司产生各种影响的逻辑过程。

2) 在有关终极控制权结构对资本结构影响的研究中，本研究作出一定的创新。国内已有的有关公司治理结构对于融资决策影响的研究集中在对企业资本结构选择的影响上，因此较多的研究是从静态的角度展开的。本研究在尝试分析终极控制权结构对于企业融资决策的静态影响的基础上，进一步从资本结构动态调整的角度分析其对企业融资决策的影响。

第2章 与本研究相关的基础理论概述

本章对终极控制权结构的理论,以及终极控制权对公司绩效影响的理论、终极控制权对投资行为影响的理论、终极控制权对融资行为影响的理论进行介绍和分析。

2.1 终极控制权的结构

美国经济学家伯利和米恩斯在所著的《现代公司与私有产权》一书中,最早对公司治理领域中所有权与控制权(简称为两权)分离的问题进行了研究,不但首次对两权的内涵给出了明确的解释,还指出两权分离是现代企业发展到一定阶段的必然产物。其后,许多学者在米勒和莫迪利安尼分析框架下进行了大量的研究,取得了丰硕的研究成果。

拉·波塔、拉·德·西拉内斯和施莱弗完全突破传统范式,对两权问题的研究进入到一个全新的视野,其不仅对传统公司治理中的米勒和莫迪利安尼分析框架提出了质疑,还开创性地提出了终极控制权的概念。拉·波塔、拉·德·西拉内斯和施莱弗通过对终极控制权的分析发现,以家族控制为代表的股权集中型上市公司比股权分散型上市公司要常见得多。因为处于控制链条顶端的终极控制人往往是通过金字塔结构、交叉持股或两者相结合的复杂控制权结构方式取得公司控制权的,所以出现了控制权大于所有权的现象,即两权发生了分离。随着控制链层级与复杂程度的加大,两权分离度也会逐渐上升,终极控制人有着强烈的动机对中小股东的利益进行侵害,从而获得上市公司控制权私有收益。因此,在股权集中型的上市公司中,公司治理的核心问题不是第一类委托代理冲突(管理层与股东之间的冲突),而是第二类委托代理冲突(终极控股股东与中小股东之间的冲突)。

1. 两权分离理论

亚当·斯密很早就对所有权与控制权分离的(两权分离)问题有所研究,他认为公司的两权分离将不利于公司的经营发展。亚当·斯密指出,当公司的两权分离时,公司的经营绩效将无法得到保障,因为在大多数情况下,公司经营者会将其个人利益置于公司利益之上。托斯丹·凡勃伦的研究拓展了两权分离问题的研究视野。托斯丹·凡勃伦在1904年出版的《企业理论》中提出了缺位者所有权的概念,他认为公司资本可视为社会资本的一种表现形式,公司所有权即为缺位者所有权;同时,公司所有权的缺位所有者与公司经营管理权相分离,缺位所有

者不参与公司管理,也不拥有公司的经营管理控制权,而只是依靠公司资本来实现利润。书中还指出,在公司的无形资产中,公司管理者的能力是最重要的。因此,其提出的理论实质上是将公司的控制权由公司资本垄断者移交给经济工程师。经济工程师致力于提高技术效率并增加产出,而资本垄断者的目的是追求利益的最大化。两权分离的问题由此转化成了追求效率的经营管理问题,这种分类方法是学术研究上的重大突破。

伯利和米恩斯认为,随着公司管理者经营控制权的加大,损害公司资本所有者利益的威胁也会随之增加。虽然公司的管理者并不能真正占有公司,但是许多事实仍然证明了这种威胁的存在。公司资本的控制者将一部分契约控制权授予董事会,董事会在保留部分权利之后将剩余部分控制权再授予公司的管理者,这个逐级分层授予控制权的过程即为两权分离的过程。两权分离是社会化发展的产物,也是公司股东成本收益比较的必然结果。前者是指在社会不断发展的过程中,随着公司规模扩大,公司的资本增加需求也随之增长。由于股东人数过多会导致公司股权结构的混乱,因此,在公司发展的过程中,经营管理专业化程度的提升和生产技术的精细化、复杂化为职业经理人的发展提供了机会。后者是指随着公司规模不断扩大,两权分离已经成为必然的结果。需要特别强调的是,公司两权的分离是通过公司的逐级分层授权来实现的,而每个契约可以是不同的。同时,两权分离也引发对公司管理者行使经营控制权的激励和约束问题。

2. 新制度经济学控制权理论

在一般均衡理论中,整个交易过程是和谐的,不但整体经济的运作完全由市场价格机制来调节,而且市场机制的运作没有不确定性,不产生任何交易成本,不需要任何交易费用,因此也不需要制度安排。在现代社会中,由于交易方式、交易组织和交易物品等因素的复杂化,不同的契约安排促成了交易方式的多样化,而选择不同的交易方式是减少交易费用、实现资源有效配置的重要手段,因此契约安排对社会的发展起到重要作用。古典经济学的一般均衡理论表明,所有的契约都是数量和价格的交易,这种交易是在有秩序的社会环境中完成的。由于该契约建立在个人的完全理性、获得信息完全对称及交易成本为零的基础上,而现实经济中存在契约失灵的情况,因此虽然人们可以接近完全契约的一般均衡点,但是契约的不完全性是一种常态,而契约的完全性则是一种特例。

所有权归属是公司绩效的决定因素。新古典所有权学派认为,利润最大化是公司最重要的目标,公司的终极控制权应当由公司最具有追逐利润动机的人拥有。因此在具体的所有权安排中,出资者不仅是唯一的剩余索取者,还应掌握公司重大决策的审批权。在剩余索取权和剩余控制权两者的关系中,最有效的公司所有权结构是两者相互对应。传统的所有权理论强调公司内部结构的合理化和有效约束,忽略了交易成本及对公司外部问题的协调分析。西方经济学家在之后的研究

中对所有权概念作出了更宽泛的界定,他们认为对剩余利润的占有是因为公司拥有追求效益的激励动机不完全,所有权私有化是决定公司绩效的内部条件,而竞争所触动的公司治理机制是决定公司长期绩效的基本条件。

科斯开创了新制度经济学的契约理论,其中就涉及企业所有权问题。格罗斯曼和哈特将企业所有权定义为“剩余控制权”,开创了新制度经济学的控制权理论。该控制权理论认为,未来的世界是不确定的,企业的契约安排是不完备的,当实际状态出现契约失灵时,必须有人决定如何填补契约中的漏洞。在剩余索取权和剩余控制权两者的关系中,公司所有权和控制权的核心是通过恰当的契约安排来实现剩余索取权和剩余控制权的相互对应,以确保公司的效率。

3. 委托代理理论

委托代理理论是由信息经济学的一个分支——“非对称信息条件下的经济学分析”发展起来的,该理论研究集中在如何设计一个补偿系统(一个契约)来驱使一方(代理人)为另一方(委托人)的利益行动。在委托代理理论中,委托人—代理人关系广泛存在于任何一种涉及非对称信息的交易中。如果在交易中具有信息优势的一方被称为代理人,另一方被称为委托人,那么终极控股股东就是代理人,而中小股东则是委托人,两者之间构成委托代理关系。因此,该理论认为委托代理问题产生的原因,从一般意义上讲,在于委托人和代理人之间的利益不一致和信息不对称。委托代理理论有一个较为严格的数学模型,以此来研究非对称信息条件下的激励模型和监督约束机制。

由于契约的不完全性和信息的不对称性,要实现企业的剩余索取权和剩余控制权的完全对应是不可能的,这就产生了代理问题。根据代理成本的概念,可以分析代理成本是公司所有权结构的决定因素。由于委托人与代理人的利益不一致,双方的契约是不完全的,信息是不对称的,因此必然产生代理成本。为了降低代理成本,就必须建立和完善代理人激励约束机制,这正是公司治理的意义所在。

委托代理关系是指委托人委托代理人根据委托人的利益从事某些经济活动,并相应授予代理人某些决策权的契约关系。这种契约关系主要是一种经济利益关系,基于现行的“多数表决”原则的制度安排,中小股东行使表决权所体现的意志根据“资本多数决定”原则往往被大股东的意志所征服,持有多数股权的控股股东通过在股东大会上对公司重要决议行使其强大的表决权的方式,或者通过操作股票的方式,直接或间接地行使上市公司的实质控制权。一方面,由于多数中小股东不拥有控股股东的治理资源,因此这些中小股东缺乏成为控股股东的的能力;另一方面,由于不进行任何附加投入也可分享由控股股东治理而带来的“搭便车”收益,因此投入的约束与“搭便车”收益的诱导致使控股股东之外的中小股东群体保持在一个相对稳定的状态。由此,终极控股股东与中小股东之间便形成了基

于控制权收益与“搭便车”收益的分歧和整合的委托代理关系。作为受托人的终极控股股东的激励条件是获得控制权收益，作为委托人的中小股东的激励条件是“搭便车”收益，控股股东和中小股东两者之间通过“资本多数决定”原则而构成了委托代理契约。

4. 不完全契约理论

不完全契约理论是由格罗斯曼、哈特和莫尔等人共同创立的，因此这一理论被称为格罗斯曼—哈特—莫尔模型，简称 GHM 模型，又称为所有权—控制权模型。该模型是对委托代理理论的批判和发展。不完全契约理论认为，委托代理理论作出的完全契约理论假设，其在现实中很难实现。因为委托人和代理人之间不可能通过订立契约的方式对代理人的权利和义务进行限制；同时，具备完全契约条件的公司在现实经济中也是不存在的。不完全契约理论分别从交易事项的不确定性、信息的不对称性等角度论证了导致契约不完全性的原因及其相应的公司治理。

不完全契约理论认为，在现实经济中充满了不确定性。契约是指通过签约的方式作出某种承诺，以达到监督和约束签约双方行为的目的。完全契约是以市场充分有效为前提假设，认为契约双方都能够预见契约期间内可能发生的重要事情，并且愿意遵守双方所签订的契约。但是由于现实经济的不确定性，人们不可能在当下对未来的事情作出完美的预测。因为所有的预测都是基于契约双方的主观想法，所以无法凭借预测在契约中对双方的权利和义务作出明确的界定。哈特在设置了信息对称、风险中性和事后谈判三个前提假设之后，从这三个方面解释了契约的不完全性。后来也有许多学者对契约的不完全性进行了研究。科斯提出，企业的产生是为了节约市场交易成本或交易费用；企业是价格机制或市场机制的替代物，这是企业的显著特征。此后，阿尔钦和德姆塞茨等学者延伸发展了科斯的观点，认为企业是契约选择（制度选择）的必然结果。

5. 控制权私有收益理论

关于控制权私有收益对公司行为的重要性，经济学家早在 1964 年就有论述。后来的许多经济学家进一步开创了研究控制权私有收益理论的科学方法，他们明确地将控制权带来的额外收益定义为控制权私有收益。

当公司的股权变更出现新的控股股东之后，会产生两种控制权收益：控制权公共收益和控制权私有收益。控制权公共收益主要表现为控股股东通过加强公司管理、提高产品和服务的质量、降低内部交易，以及产品和服务的成本等方式，改善公司的经营绩效，公司提高的效益由公司全体股东获得和分享。控制权私有收益主要表现为终极控股股东利用公司内部信息为大股东的关联公司获取超额利润、转移公司资源，以及利用大股东的声望、特权等方式侵害中小