

“十二五”国家重点图书出版规划项目

· 中/国/企/业/行/为/治/理/研/究/丛/书 ·

The Research of
Private Benefits of Control in
Chinese Listed Companies

中国上市公司 控制权私利研究

郝云宏 曲 亮 吴芳颖 著

Private Benefits



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

作者简介

郝云宏，（1962.11—）男，浙江工商大学工商管理学院院长，教授；西北大学经济学博士（1997.9—2000.7），西安交通大学管理学博士后（2000.10—2003.6）；浙江工商大学工商管理学院企业管理专业博士生导师，浙江省属高校人文社会科学重点研究基地（浙江工商大学工商管理）负责人；浙江省中青年学科带头人，浙江省“新世纪151人才工程”第一层次人选，浙江省优秀博士后。主持国家自然科学基金项目2项、教育部人文社会科学研究项目2项、浙江省自然科学基金项目2项、浙江省社科基金项目4项；出版学术专著4部；在《管理世界》《中国工业经济》《经济学家》《经济管理》等众多国内重要学术期刊发表学术论文60多篇，数十篇论文被转载、收录、引用和摘登。主要研究方向：侧重于在现代企业理论的基础上研究公司治理与战略管理问题。

作者简介

曲亮，（1980.7—），男，浙江工商大学工商管理学院企业管理系副主任，副教授。2002年在浙江工商大学攻读管理学硕士学位，2005年1月提前离校任教，从事经济学的教学与研究，2005年3月毕业获管理学硕士学位。2005年9月进入浙江工商大学攻读管理学博士学位，研究方向为转型与企业发展，2008年6月获得管理学博士学位。2009年12月进入西安交通大学经济与金融学院应用经济学博士后流动站，跟随冯根福教授从事应用经济学研究。长期以来一直关注转型期地方政府行为与公司治理相关研究，并在该领域主持中国博士后基金项目、教育部人文社科青年项目等课题8个，在《光明日报》《中国工业经济》《经济社会体制比较》《经济地理》等国内外学术刊物公开发表学术论文30余篇，出版专著、译著5本。

作者简介

吴芳颖，（1991.10—），女，浙江工商大学工商管理学院研究生，主要研究方向为现代企业理论基础上的公司治理。

The Research of Private Benefits of Control in Chinese Listed Companies

内容简介

大股东控制权私利行为既是全球公认的公司治理难题，也是当前中国公司治理实践的焦点问题。事实表明，上市公司的大股东往往利用其较强的控制力从自身利益出发，左右管理层的决策，采取掏空行为进而侵害中小股东的利益。本书的理论研究和实证结果表明，在公司治理的实际操作中，我们应注意大股东控制权私利行为中“法、理、情”的纠结，强化公司治理相关法规的刚性约束，严惩各种违法违规行爲；规范相关行为边界，提高大股东伦理决策的道德强度，挤压其机会主义选择的空间；完善公司法人制度，尊重利益相关者合法权益，激励大股东控制权私利与企业绩效的兼容和共享。在此基础上，控制权私利收益水平才能得到较为有效的控制，公司治理的效率才能得以适当的提升，中小股东的利益才能得到应有的保障。

上架建议 经管·企业管理

ISBN 978-7-5178-0776-6



定价：39.00元

“十二五”国家重点图书出版规划项目

中国企业行为治理研究丛书

公 司 治 理 卷

中国上市公司控制权私利研究

郝云宏 曲 亮 吴芳颖 著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司控制权私利研究 / 郝云宏等著. —杭州:
浙江工商大学出版社, 2016. 6

ISBN 978-7-5178-0776-6

I. ①中… II. ①郝… III. ①上市公司—企业管理—
研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 302990 号

中国上市公司控制权私利研究

郝云宏 曲 亮 吴芳颖 著

责任编辑 郑 建

封面设计 王好驰

责任印制 包建辉

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88904980, 88831806(传真)

排 版 杭州朝曦图文设计有限公司

印 刷 杭州恒力通印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 18.75

字 数 288 千

版 印 次 2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5178-0776-6

定 价 39.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88804227

本著作是以下项目资助成果

- 国家自然科学基金项目《基于策略互动实验方法的大股东控制权私利形成机理研究:影响因素与伦理决策》(编号 71272143)
- 教育部人文社会科学研究项目《基于 S-C-P 框架的控制权私人收益的形成机制及其治理机制研究》(编号 10YJA630053)、《“工作角色嵌入社会网络”视角下独立董事治理效率提升机制研究:理论框架与实证检验》(13YJA630071)
- 浙江省哲社重点研究基地项目《工作角色视角下独立董事尽责机制研究:基于浙江企业的实证检验》(编号 13JDZS01YB)
- 浙江省高校人文社科重点研究基地(浙江工商大学工商管理)项目《独立董事尽责机制研究:基于浙商的实证检验》(编号 13GSGL05Z)
- 浙江省自然科学基金项目《道德解脱对组织伦理决策的影响——行为伦理视角》(编号 LY14G020002)
- 浙江省哲学社会科学基金项目《组织伦理决策的影响因素与效应研究》(编号 13ZJQN052YB)

总 序

企业是社会发展的产物,随着社会分工的开展而壮大。作为现代经济中的基本单位,企业行为既是微观经济的产物,又是宏观调控的结果。从某种意义而言,企业行为模式可被看成整个经济体制模式的标志。中国企业经历了改革开放后 30 多年的高速发展,已然形成自身的行为体系和价值系统,但是面对国际环境的复杂多变及国内改革步入全面深化、攻坚阶段的特殊历史背景,如何形成系统的行为治理框架,将直接决定中国企业可持续发展能力的塑造及核心竞争力的形成。

从社会学的研究上来看,人类社会就是一部社会变迁的进步史,社会变迁是一个缓慢的过程,而转型就是社会变迁当中的“惊险一跳”,意味着从原有的发展轨道进入新的发展轨道。30 多年来,我们国家对外开放,对内改革,实质上就是一个社会转型的过程。这一时期,从经济主体的构成到整个经济社会的制度环境都发生了巨大的变迁,而国际环境也经历着过山车般的大起大落。“十一五”末期国际金融海啸来袭,经济急速下滑,市场激烈震荡,危机对中国经济、中国企业的影响至今犹存。因此,国家将“十二五”的基调定为社会转型。这无疑给管理学的研究提供了异常丰富的素材,同时也给管理学研究者平添了十足的压力。

作为承载管理学教学和科研任务的高校,如何在变革的时代中有效地发挥自身的价值,以知识和人才为途径传递学者对时代呼唤的响应,是一个非常值得思考的论题。这个论题关系到如何把握新经济环境下企业行为的规律,联系产业特征、地域特点,立足当下、着眼未来,为企业运营、政府决策提供有力的支持。

在国际化竞争和较量的进程中,中国经济逐渐显现出一种新观念、新

技术和新体制相结合的经济转型模式。这种经济转型模式不仅是中国现代经济增长的主要动力,而且还将改变人们的生产方式和生活方式,企业则是这一过程的参与者、推动者和促成者。因此,企业也就成了我们管理学研究者最为关注的焦点。在经济社会重大转型这一背景之下,一方面由于企业内部某种机理的紊乱,转轨时期企业目标的交叉连环性和多元性;另一方面由于外部环境的不合理作用,企业行为纷繁复杂,企业既有可能对经济社会产生强劲推动作用的长远眼光,也存在破坏经济社会可持续发展的短视行为。随着经济和社会的进步,企业不仅要营利负责,而且还要对环境负责,并承担相应的社会责任。总体而言,中国企业发展中面临许多新问题、新矛盾,部分企业还出现生产经营困难,这些都是转型升级过程中必然出现的现象。

“转型”大师拉里·博西迪和拉姆·查兰曾言,“到了彻底改变企业思维的时候了,要么转型,要么破产”。企业主动预见未来,实行战略转型,分析、预见和控制转型风险,对于转型能否成功至关重要。如果一个企业想在它的领域中有效地发挥作用,行为治理可以涉及该企业将面临的更多问题;而如果企业想要达到长期目标,行为治理可以为其提供总体方向上的建议。在管理学研究领域,行为治理虽然是一个全新的概念,却提供了一个在新经济环境下基于宏观、中观、微观全视角来研究企业行为的良好开端。

现代公司制度特指市场经济中的企业法人制度,其特点是企业的资产所有权与资产控制权、经营决策权、经济活动的组织管理权相分离。对于公司治理而言,其治理结构、方式等的选择和演化不仅受到自身条件的约束,同时还受到政治、经济、法律和文化等外部制度环境的影响。根据North(1990)的研究,相互依赖的制度会构成制度结构或制度矩阵,这些制度结构具有网络外部性,并产生大量的递增报酬。这使得任何想改善公司治理的努力都会受到其他制度的约束,也使得公司治理产生路径依赖。在这种情况下,要想打破路径依赖,优化治理结构,从制度设计角度出发进行行为治理便是一个很好的思路。

此外,十八届四中全会提出“实现立法和改革决策相衔接,做到重大改革于法有据、立法主动适应改革和经济社会发展需要”的精神,而《中华人民共和国促进科技成果转化法修正案(草案)》的通过,则将促进科技创新的制度红利依法得到释放。我国“十二五”科学和技术发展规划中明确指出,要把科研攻关与市场开放紧密结合,推动技术与资本等要素的结合,引导资本市场和社会投资更加重视投向科技成果转化和产业化。新时期科技创新始于技术,成于资本,以产业发展为导向的科技创新需要科技资源、企业资源与金融资源的有机结合,因此,如何通过有效的企业行为治理,将各方资源进行有效整合,则成为促进科学技术向第一生产力转化所面临的新命题。

由上述分析可以发现,无论是从制度、科技、创新还是从公司治理、企业转型角度出发,企业的目的都是可持续的生存和发展,而战略则成为企业实现这一目标的有效途径。战略强调企业与合作伙伴的互动,如何通过把握新时期、新环境来制定和执行有效的战略决策以获取竞争优势,则成为企业在新经济环境下应担起的艰巨任务。另外,企业制定发展战略的同时,应当寻找能为企业和社会创造共享价值的机会,包括价值链上的创新和竞争环境的投资,即做到企业社会责任支持企业目标。履行战略型企业社会责任不只是做一个良好的企业公民,也不只是减轻价值链活动所造成的不利社会影响,而是要推出一些能产生显著而独特的社会效益和企业效益的重大举措。

浙江工商大学工商管理学院(简称管理学院)是浙江工商大学历史最长、规模较大的一个学院。其前身是1978年成立的企业管理学系,2001年改设工商管理学院。学院拥有工商管理博士后流动站和工商管理一级学科博士点,其学科基础主要是企业管理。企业管理学1996年成为原国内贸易部重点学科,1999年后一直是浙江省重点学科,2006年被评为浙江省高校人文社科重点研究基地,2012年升级为工商管理一级学科人文社科重点研究基地,该研究基地始终围绕“组织、战略、创新”三个最具企业发展特征的领域加以研究,形成了较为丰硕的成果,本套丛书正是其中的

代表。

本套丛书以中国企业行为治理机制为核心,分为“公司治理卷”“转型升级卷”“组织伦理卷”“战略联盟卷”“社会责任卷”“领导行为卷”“运营管理卷”7卷,从各个视角详细阐述中国企业行为治理的理论前沿及现实问题,首次对中国企业行为治理的发展做了全面、客观的梳理。丛书在内容上涵盖了中国企业行为的主要领域,其中涉及战略、组织、人力、创新、国际化、转型升级等宏观、中观、微观层次,系统完备;立足学术前沿,所有的分卷都是所属学科的最前沿研究主题,反映了国内外最新的学术发展动态;所有分卷的作者均具有博士学位,是名副其实的博士文集,其中包括该领域国内外知名的专家和学者;所有分卷的内容都是国家自然科学基金、国家社科基金或教育部基金的资助项目,体现了较强的权威性,符合国家科研发展方向。

该套丛书既是我们对中国企业行为治理领域相关成果的总结,也是对该领域未来发展方向探索的一次尝试。如果这套丛书能为国内外相关领域理论研究与实践探索的专家和学者提供一些基础性、建设性的建议,就是我们最大的收获。

“谦逊而执著,谦恭而无畏”既是第五级管理者的特质,也是我们从事学术研究的座右铭。愿中国企业行为治理研究能够真正实现“顶天立地、福泽万民”!

郝云宏

浙江工商大学工商管理学院院长 教授 博导

2014年11月15日于钱塘江畔

前言

大股东控制权私利行为既是全球公认的公司治理难题,也是当前中国公司治理实践的焦点问题。在中国转型经济的特殊治理环境下,市场体制发展并不完善,有关法律法规也不健全,国有控股公司和家族控股公司的大股东凭借其在股东会、董事会、经理层乃至关联公司的控制权,有可能在追求控制权私利的过程中侵害中小股东和公众利益,破坏公司治理环境,导致我国上市公司的控制权私人收益水平较高。事实表明,上市公司的大股东往往利用其较强的控制力,从自身利益出发,左右管理层的决策,采取掏空行为进而侵害中小股东的利益。

在以往的主流研究当中,关于大股东或控股股东控制权私利的度量,大股东攫取控制权私利行为对公司价值或绩效的影响方面,国内外学者进行了大量的相关研究。但是,控制权私利对企业绩效具有复杂的影响——“堑壕效应”或“激励效应”,委托代理关系复杂性从代理关系角度研究已不能解决问题。而对大股东特征与控制权私利的相关性问题的研究,对反映上市公司真实治理水平的公司治理结构特征的研究,对高管政治关联的研究等成为了解控制权私利影响因素的最直接突破口。但是,仅了解控制权私利的影响因素是不够的,我们必须拓宽已有的分析框架,深入分析控制权私利的形成机理。就当前已有研究而言,立足行为视角解析控制权私利的形成已成为共识,但对影响因素和情境变量的协调关系尚不明晰。控制权私利行为的普遍存在使得全球范围都对其治理机制设计进行了深入的探讨,其基本结论就在于单纯制度层面的监管行为必须立足于对大股东行为的深入认识。另外,鉴于大股东是否掏空(企业)明显是一个伦理决策困境,从伦理决策视角研究是个突破点。

早在 2000 年,LLSV^① 的实证分析就表明高管攫取控制权私利现象的普遍性存在,并且这种现象在市场不发达的国家表现得更为明显。在中国,由于很多高管同时兼任人大代表等职位,具有政治关联这一有价值的关系,能够为公司带来许多显性和隐性的资源,从而使得公司能够获得税收和融资等方面的便利,同时也可以使公司更加容易获得政府的支持。与此同时,高管攫取控制权私利的手段也愈加多样化,关联交易、内幕交易和低价转移资产等行为都会降低公司价值,损害中小股东的利益。综观目前学界关于政治关联的研究,可以总结出关于控制权私利的研究主要是度量方法的研究,加上对企业绩效的影响以及拓展到攫取控制权私利手段的分析,总体来说是识别控制权私利以及判别其对企业的影响是否正面,而对于控制权私利的前置条件,即何种因素会加剧控制权私利的攫取,何种因素又会制约高管攫取私人收益这一黑箱,并没有学者进行深入研究,分析控制权私利水平的促进条件和制约条件,不能从根源上采取措施降低控制权私利的攫取程度。同时,政治关联这一视角已经逐渐被公司治理领域所接纳,有关政治关联的研究从分析政治关联给上市公司带来的影响,发展到解析政治关联从税收、融资、产权保护和政府救助等方面带来的正面影响从而使其能够帮助企业提高绩效,或是使企业承担更多的社会责任和政府政治目标而降低企业绩效。由于政治关联的两面性以及对公司治理领域带来的各方面影响,其必然与控制权私利存在相关性,会从正反两方面对控制权私利水平造成影响,研究的重点在于分析政治关联对控制权私利的推动力与约束力孰强孰弱,从而得出政治关联对之的影响是正相关或是负相关,打开影响控制权私利因素这一黑箱。

^① 拉波塔(La Porta)、洛配兹·西拉内斯(Lopez-De-Silanes)、安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)、罗伯特·维什尼(Robert W. Vishny)四名学者致力于应用金融经济学和计量经济学方法来分析探究法律与金融的关系,法律和法律制度对国家金融体系的形成、金融体系配置资源的效率、公司金融、金融发展以及经济增长的影响,由于他们经常一起署名发表文章,学界简称 LLSV 组合。

基于上述分析,本书将分为机理篇、实证篇、对策篇三大部分,对控制权私利的影响因素、形成机理进行理论论述及实证检验,同时从内部治理视角和外部环境视角对控制权私利对企业绩效的影响进行实证检验,并结合多案例分析对控制权私利的行为模式进行研究,给出了相应的治理对策和建议。

机理分析部分,本书基于“动机—行为—绩效”的整体分析范式,分析控制权私利形成的动态过程、主体行为等微观机理,建立了控制权私利与企业绩效间的联动关联模型。基于控制权私利形成的动态过程分析,本书构建了大股东刚性收益、弹性收益与企业绩效的边界渗透传导模型。基于控制权私利形成的主体行为分析,得出了大股东股权结构、公司治理水平与控制权私利的关系。最后基于控制权私利对企业绩效的影响分析,提出大股东获取控制权私利是凭借其控制权人地位不断挤压控制权共享收益、扩张控制权私利的结果,存在刚性边界和弹性边界,得出控制权私利与企业绩效的4种关系。

在实证篇影响因素分析部分,基于内部治理视角,本书以1999—2006年沪深两市A股市场发生非流通股控股转让与非控股转让的上市公司为样本,测算了我国上市公司控制权私利水平,并对大股东特征、董事会特征与控制权私利的相关性进行研究。研究发现:(1)大股东持股比例与控制权私利呈现一种倒“U”形非线性曲线关系;(2)大股东国有股权性质与控制权私利正相关但不显著;(3)大股东股权制衡度与控制权私利负相关但不显著;(4)两职合一与控制权私利显著性正相关;(5)独立董事比例与控制权私利负相关但不显著。研究结论表明,大股东持股比例、股权性质、受制衡程度以及两职兼任情况决定了大股东攫取控制权私利的能力。

基于政治关联视角,本书拟探究高管政治关联对公司控制权私利水平存在何种影响,并将公司治理水平和激励水平作为中介变量,提出研究假设,企图通过对上述问题的研究进一步说明高管政治关联对控制权私利水平是如何起作用的。本书通过对2008—2011年中国A股上市民营

企业进行筛选,得到 422 家民营上市公司的数据,进行实证分析并得出以下结论:(1)民营企业高管政治信仰对上市公司的控制权私利水平具有显著的正向影响,同时高管政治信仰对控制权私利的影响部分会通过股权集中度和高管薪酬起作用;(2)民营企业高管的人大代表、政协委员身份会与公司的控制权私利水平有显著负相关关系,并且股权结构与高管薪酬的中介效应都显著;(3)民营企业高管政治级别对公司控制权私利水平的影响则并不显著。

基于两权分离视角,本书分析了公司治理结构对大股东掏空行为的影响机理,并进一步探讨了公司制度下的制度约束水平及制度激励水平两方面的中介变量在该影响过程中的作用。研究表明:(1)相对于非国有上市公司,国有上市公司的大股东掏空程度相对较低,这种区别部分通过代理成本中介变量作用于大股东掏空行为;(2)大股东掏空程度与终极控股股东持股比例呈“U”型关系,并且在该影响过程中,终极控股比例部分通过体现公司制度约束水平的代理成本作用于大股东的掏空行为;(3)股权集中度与大股东掏空程度呈现负向相关关系;(4)股权制衡度与大股东掏空行为关系不显著,没有起到制约大股东掏空行为的作用;(5)上市公司的独立董事比例与大股东掏空行为存在显著负向相关关系;(6)上市公司的两职合一对大股东掏空行为没有显著影响;(7)上市公司的监事会规模对大股东掏空行为有负向影响,但影响不显著,这可能跟有些监事会成员自身也持有上市公司的股权并且自身就是大股东的身份有关。

从内部治理视角研究控制权私利对企业绩效的影响,本书研究发现:(1)第一大股东的持股比例与控制权私利呈非线性的倒“U”形关系;控制权私利与企业绩效之间呈正“U”形关系;表明在我国上市公司中同时存在“堑壕效应”与“利益协同”效应;(2)由于实证结果与机理分析的相悖,进一步结合公司发展生命周期进行讨论,本书从理论上说明大股东持股比例与控制权私利的关系应为正“U”形与倒“U”形相结合的“S”形曲线;相应地,大股东控制权私利与企业绩效的关系应为倒“U”形与正“U”形相结合的倒“S”形曲线。

从外部环境视角研究控制权私利对企业绩效的影响,本书研究发现:(1)对所有行业组成的研究样本来说,控制权私利对公司绩效有负面影响,而行业竞争度和金字塔结构层数会对这种影响程度产生影响。行业竞争越大,金字塔结构层数越多,控制权私利对公司绩效的负面影响就越严重。固定资产、无形资产比重越大也会加重控制权私利对公司绩效的负面影响;(2)对终极控制人为政府的企业子样本的回归分析发现,行业竞争度、金字塔结构层数对控制权私利影响公司绩效的过程有加强作用,但是此作用不很明显;(3)对终极控制人为家族的企业子样本进行回归分析时,为了提高自由度,笔者对控制变量进行了删减,只保留了常用的公司规模。回归结果发现,行业竞争度对控制权私利影响公司绩效的过程有加强作用,但金字塔结构层数对其过程的影响不显著。固定资产、无形资产比重越大也会加重控制权私利对公司绩效的负面影响,且无形资产的影响要比固定资产大;(4)对终极控制人为其他类型的企业子样本的回归分析发现,行业竞争度、金字塔结构、金字塔结构层数和无形资产比重对控制权私利影响公司绩效的过程有加强作用。

在对策篇,本书旨在从制度与伦理二维视角动态地识别和分析大股东控制权私利对企业绩效的影响以及控制权私利的行为模式,为设计有效的治理策略、优化董事会、完善其他内部控制制度和市场监管制度提供理论支撑和政策建议。在上述机理和实证研究的基础上归纳出大股东控制权私利行为的3种基本模式——违法违规的“闯红灯模式”、可能并不违规(合法但可能不合理)的“擦边球模式”和形式上并不违规(合乎法律规范和公司治理程序但可能有悖社会伦理“不合情”)的“蚕食者模式”,并通过多个案例加以解析。

本书为推进大股东控制权私利行为治理而著,理论研究和实证结果表明,在公司治理的实际操作中,我们应注意大股东控制权私利行为中“法、理、情”的纠结,强化公司治理相关法规的刚性约束,严惩各种违法违规行为;规范相关行为边界,提高大股东伦理决策的道德强度,挤压其机会主义选择的空间;完善公司法人制度,尊重利益相关者合法权益,激励

大股东控制权私利与企业绩效的兼容和共享。在此基础上,控制权私利收益水平才能得到较为有效的控制,公司治理的效率才可以得以适当提升,中小股东的利益才能得到应有的保障。