

东南经管评论

Southeast Review of Economics and Management

■ 2016年辑 总第1辑

■ 主编 华生

■ 常务副主编 赵林度



东南大学出版社
SOUTHEAST UNIVERSITY PRESS

东南经管评论

(2016 年辑 · 总第 1 辑)

主 编 华 生
常务副主编 赵林度

图书在版编目(CIP)数据

东南经管评论. 2016 年辑:总第 1 辑 / 华生主编.
—南京:东南大学出版社,2017.2
ISBN 978-7-5641-7052-3

I. ①东… II. ①华… III. ①经济学-文集②管理学-文集 IV. ①F0-53②C93-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 037858 号

东南经管评论(2016 年辑·总第 1 辑)

出版发行 东南大学出版社
出 版 人 江建中
责任编辑 唐 允
社 址 南京市四牌楼 2 号
邮 编 210096
网 址 <http://www.seupress.com>
经 销 各地新华书店
印 刷 虎彩印艺股份有限公司
开 本 787 mm×1092 mm 1/16
印 张 9.25
字 数 220 千字
版 次 2017 年 2 月第 1 版
印 次 2017 年 2 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5641-7052-3
定 价 30.00 元

* 本社图书若有印装质量问题,请直接与营销部联系,电话:025-83791830

编委会名单

主 编 华 生

常务副主编 赵林度

编 委 会(以姓氏笔画排序)

王凤彬	王永贵	王 帆	王红卫	王跃堂
白重恩	华中生	刘 星	刘莉亚	杨 斌
李宏彬	李建军	余玉刚	汪寿阳	张玉利
张成思	陈诗一	陈春花	陈 剑	范从来
周章跃	赵曙明	胡祥培	高 闯	高良谋
唐加福	蒋 炜	蔡 莉	颜 安	

前言

“百载文枢江左，东南辈出英豪。”东南大学校歌唱出了东南人的情怀，展现了东南人“止于至善”的豪迈，也融入了东南经管人以荣誉、责任、担当等价值为核心的“经管先锋”精神。

经过几代人三十年不懈的努力，东南大学经济管理学院在经济学和管理学两大学科门类中形成了自己的特色和优势，管理科学与工程、应用经济学和工商管理三个一级学科相互融合、共同发展，已经有两个学科成为江苏省一级学科重点学科。

俗话说“一方水土养一方人”。在学科群优势驱动下，东南大学经济管理学院集聚了一流的学者、培育了一流的人才、创造了一流的成果，东南经管人正以满腔热忱履行“育胸怀天下英才，铸通达古今新知”的使命，实现“桃李天下皆有为”的愿景。

《东南经管评论》诞生于东南大学经济管理学院建院三十周年之际，它承载了东南经管人的梦想和期望，相信《东南经管评论》必将成为东南大学经济管理学院建院三十年文化和商科百年文明的传承者，也坚信在社会各界的帮助下，《东南经管评论》一定会越好。

在《东南经管评论》出版之际，企盼社会各界的帮助，共同培育好这个集聚思想、创新理论的摇篮！万事开头难，愿我们携手努力。

目 录

应用经济研究

万科之争的实践意义和学术研究价值/华 生	1
中等收入陷阱:理论迷思与现实验证/徐康宁	10
平台企业定价策略研究/周 勤 赵 驰	24

管理科学前沿

房地产服务中介商业模式/崔晓杨 闫冰倩 李俊儒 乔 晗 汪寿阳	36
金融网络理论与金融风险传染研究述评/何建敏 李守伟	46
产业升级进程中政府与市场的耦合机制/王文平 杨洲木	64

工商管理论坛

企业雇佣关系的研究述评与未来展望/赵曙明 周路路	83
我们需要什么样的商业模式结构理论? /李 东	95
财政补贴、研发投入平滑和产品市场竞争绩效/陈良华 曾祥飞	109

优秀教学案例

融链科技的雇佣关系管理之路/许 勤 徐云飞 赵曙明	121
---------------------------------	-----

万科之争的实践意义和 学术研究价值

华 生^①

摘要 通过解剖万科这家中国地产行业龙头企业股权控制权争夺战,本文分析了这个经典案例的政策意义和学术研究价值。从政策角度看,其对资本市场监管制度、公众公司的治理范式以及国有企业改革的方向都产生了直接影响。就学术而言,案例涉及的证券市场收购、公司治理与产权理论,则留下了学术研究的广阔空间。文章认为从案例所涉及的公司治理与所有者经营者关系出发,可以发展出公有产权在市场经济中运行的条件和边界的模型。

关键词 公司治理;产权理论;国企改革;控制权

万科公司是长期位居中国房地产开发行业老大位置的标杆企业。其引人注目之处是虽然国企华润为其第一大股东,但长期以来华润大股东不控股,当甩手掌柜,万科公司的经营一直由其创始人王石为代表的管理层主导,从而使万科成为中国上市公司中非常独特的“无实际控制人”的企业。从结果上看,这种治理方式也成就了万科,使其从一家名不见经传的地方小企业成为进入世界 500 强的行业龙头企业。万科的各项主要经营指标也几乎一直是行业领先,其增长和业绩远远超过华润集团自己直接控股、具有更多资源优势的开发企业华润置地。坚实的业绩和相对透明的公司治理结构,也使万科这些年来荣获了诸多荣誉,包括各类企业和管理奖项。

万科的股权控制权争夺

应当说在正常情况下,像万科这样的行业龙头标杆企业,在行业和企业都并没有发生重大转折变化的情况下,本来不应该出现什么股权和控制权之争。从股权结构看,万科的第一大股东华润持有略超过 15% 的股权,万科管理层的事业合伙人和职工也持有近 8% 的股权,还有长期支持和追随万科的机构和个人股东持股。这样的股权结构不用说在如美国那样股权高度分散的市场上已经是相当集中和稳固的,就是在中国证券市场上,也不属于股权特别分散的类型。再加上企业体量很大,经营出色,外人一般不会也不能轻易染指。

这样,在 2015 年宝能举牌开始大量收购万科股票时,自然就引起了市场和社会围

^① 作者简介:华生,东南大学经济管理学院教授、博士生导师,名誉院长。

观。宝能地产的年销售额这几年来只是在十多亿上下徘徊,它与万科千亿以上的销售额根本没法相比。这样的小企业去收购体量比自己大百倍的行业龙头,本来在任何正常的市场经济环境中都是不可能的。但宝能之所以能够举牌收购万科,是因为它除地产之外,还是一个金融企业,持有在中国属于垄断性的保险牌照。而在2015年股灾之后,监管部门又大大放宽了保险企业的资金使用和收购上市公司的上限。一些由大股东公开或实际控制、通过循环虚假出资迅速做大规模,并经营激进的中小保险公司,利用万能险这个能快速吸纳资金的工具,高息揽储,保费收入成十倍地增长,从而为在证券市场收购提供了源源不断的子弹和资金。实际上,宝能收购万科,就是用其下属的前海人寿打头阵。

当然,宝能能在长达几乎半年的时间里,不断举牌收购万科,最终坐稳万科第一大股东位置,持股显著超过华润和万科管理层与职工股之和,不光在于其充分利用保险和杠杆资金,同时也得益于原大股东华润和万科管理层的一再应对失误。一方面,华润在面对宝能野蛮人似的敌意收购时,不仅没有积极反击,相反还与宝能有诸多业务合作和支持,而对万科管理层为自救而引入的深圳地铁,则公开坚决反对。最后在各方主要是上层的压力下,又将股权最终转让给了深圳地铁,其行为举止让人们普遍摸不着头脑,完全不同于市场经济中理性主体的假设。另一方面,以王石为代表的万科管理层,在敌意收购者步步紧逼时,不仅没有依靠市场力量,引入民间各种善意的战略投资者入场保驾护航,使万科多元股份的混合所有制基础更加扎实,反而发表被人认为是歧视民企的不当言论,一味只靠华润的出手支持,乃至寄望于政府干预,被人诟病为诉诸于“情怀”而非市场规则。这样,万科管理层一步步错失良机,等到宝能收购了足够股权,坐稳第一大股东宝座,直逼全面收购时,就让自己陷入了极大困境。

万科这样一个行业标杆企业的股权控制权之争,自然引起了市场的广泛关注,并引起了媒体、企业界、经济界和法律界的热议和辩论。保险资金和高杠杆能否这样使用,宝能蛇吞象的收购是否合法合规,是应当被鼓励还是被遏制,华润与宝能合作是否构成一致行动人关系,独立董事在公司治理中应当发挥何种作用,万科管理层是否越位代主、属于内部人控制等等,都成为人们争论的焦点。

万科之争之所以长期占据人们的眼球,还在于其一波三折、不断高潮迭起。2016年,随着华润反对深圳地铁入主与万科管理层摊牌,独立董事公开加入表明立场,华润与宝能的一致行动关系引起各方质疑,华润被迫淡出万科。宝能孤掌难鸣,一时面临杠杆融资爆仓风险,网上风传保险监管部门负责人出于对诱发局部金融风险从而承担责任的担心,示意其他保险关联企业出手相援。消息虽随即被否认,但握有保险牌照的另一地产和金融大鳄恒大集团确实在此时进入收购举牌万科,且不断举牌增持,不仅化解了宝能股票爆仓风险,还将万科股价推向新的高峰。

一时间中小型激进经营的保险资金在资本市场上风光无限。恒大保险不仅高调地不断增持万科,直指控制权,还在市场上四处出击控股权分散的上市公司,快进快出,赚取热钱。宝能更信心爆棚,完全收不住手。清洗撤换其收购控制的实体企业管理层,同时进击收购另一行业龙头企业格力电器,引发实体企业的普遍恐慌。金融大鳄们不顾监管喊话警示,一再挑战监管底线,不断加杠杆放大金融风险,最终因物极必反,引发了政府全方位的监管风暴。在情势大变之下,金融大鳄们纷纷服软退却,在万科问题上也先后表态欢迎深圳地铁进入,愿意听从深圳政府安排。这样,一场起于以挟行政垄断的保

险牌照资源兴风作浪的资本市场大战,又以政府之手的强力干预而告终。整个事件的起因、发展和解决办法确实带有太多的中国特色。也正因为如此,一些人认为万科之争充满了遗憾,并没有产生多少有意义的结果。但这样看待万科之争这一中国资本市场和公司治理难得的经典案例,少说也是一种巨大的资源浪费。

万科之争的实践意义

再大的公司治理和资本市场事件,都不能超出其所处经济社会发展历史阶段的制约。尽管如此,万科的股权和控制权之争,在实践上也有多重意义,推动了资本市场监管、公司治理规范和国企改革深化的认识与政策法规的建设。

万科之争起始于宝能的敌意收购。本来敌意收购在国际规范市场上是一个较为普遍的现象。一般认为,敌意收购的存在有利于公司经理人市场的竞争,有改善证券市场资源配套效率的作用。同时由于敌意收购的成本较高,就其最终是创造了公司价值还是损耗了股东价值和社会资源,也有不同评价。故而发达国家特别是美国在 20 世纪 80 年代大规模的杠杆收购热潮之后,普遍对敌意收购、收购与反收购作出了一系列的法律法规约束。我国证券市场由于一股独大是普遍现象,敌意收购很少发生,法规方面也有诸多空白,因此宝能对万科的敌意收购自然就引人注目。宝能收购万科引发的最初争论是关于其资金来源,即保险资金和杠杆资金的激进使用问题。不少人认为,法无禁止即可行,应当尊重市场力量和市场行为。也有很多人认为,合法未必合理,监管脱节下的合法也未必真合法。一家地产企业仅仅靠垄断牌照获取的资本力量就可以收购控制比自己规模大上百倍的行业龙头企业,并不是市场经济的正常现象。意图依靠杠杆资金收购控制现金流充沛的上市公司,以此为平台再去放大杠杆,形成更大规模的融资平台,这既不利于实体经济的健康发展,也会急剧放大金融风险。后来的发展事实上证明了这一点:如果利用金融多头监管的漏洞就可以畅通无阻、一本万利,这种专打擦边球的金融投机行为是不会见好就收、自行止步的,而必然会把窟窿越捅越大,不撞南墙不回头。现在回过来看,其实万科之争从开始就并非是正常的市场经济力量作用的。宝能之所以能收购万科,主要是依赖自己获得的保险垄断牌照和宽松的保险资金筹集使用规定。这种行政性赋予的权力最后要靠行政力量纠偏,虽然不无遗憾,但其实还并非真是市场本身的失败。万科之争最早引发了保险资金杠杆使用的合法性争论,使市场各方和政府部门逐步认识到规范保险资金和杠杆使用的必要性,提升了人们防范金融风险的意识,推动了一系列风险防范和法律法规的建立完善,这是万科之争的积极成果。

就公司治理的结构而言,国内 A 股上市公司无谓国有还是民营,长期以来是一股独大的结构。上市公司几乎都由大股东说了算,董事会、管理层均由大股东安排,听大股东指挥。大股东就是上市公司的主人,实际控制人就是老板,经营者就是为这个老板打工,已经成为根深蒂固的定见。万科事件引起那么大的争论和分歧,主要原因之一是因为它对此提出了挑战。管理层不愿听命大股东,而要在公司治理中发挥独立的积极作用,这确实触碰了许多人不容颠覆的信念。在他们看来,万科的管理层背弃了自己的忠信义务,属于内部人控制,是对股东的叛逆。

这里产生歧义的关键是一些人混同了古典企业与现代公司、大股东与全体股东的差别。上市公司的管理层当然要对其主人或老板负责,但这个老板不是仅仅持有少数股权的大股东及其实际控制人,而是全体股东。现代公司治理结构设置的一个关键环节,就是要使公司对全体股东负责,而不是仅仅服务于大股东。同时,在现代社会中公司除了要向股东负责,还要向员工、客户、用户、代表社会利益的各监管方等利益相关方负责。否则,作为最后剩余索取人的股东自己的利益就会严重受损。从这个意义上说,正是需要向股东负责,也就必须兼顾利益相关方的诉求。

公司治理的本质是公司控制权、支配权的分配。在古典企业中,老板既是所有者又是经营者,所有权与控制权、经营权合一。在现代股份公司特别是上市公司中,所有权和经营控制权分离。上市公司的广大公众股东几乎不参与也往往不关心公司治理。这样,广大中小股东虽然总体数量巨大,往往构成了上市公司的多数股权,但由于高度分散、难以作用,他们拥有的所有权虚化、控制权旁落是一个很难避免的过程。这样公司的控制支配权通常就落到只是持有少数股权的大股东手中。在大型公司中,随着股权的分散化,许多也落入公司管理层手中。也正因为如此,公司治理才成为长盛不衰的课题和一门大学问。从上市公司治理结构的历史演变来看,在中小型规模的企业中,大股东支配还是较多的流行模式,但在大型企业和跨国公司中,经理人支配、所有者监督现已日益成为主导型的治理形式,过去万科之所以被认为是治理结构透明规范的样本,也就是因为其属于这种国际上很主流的模式。但是,由于国内企业几乎全是大股东控制的类型,万科模式就难免被认为是异类。

过去经理人支配在国内被认为是“内部人控制”而一概加以封杀。这次万科之争使之走上了前台,挑战了上市公司一股独大、大股东一手包办的现状和传统观念,使上市公司实质性的权力分配与控制即公司治理问题第一次呈现在公众面前,这对推动公司治理的专业研究深化和知识普及产生了积极作用。

万科之争引出的另一层更深的意义是关于产权问题,即国资国企改革。如我当时在文章中所说,长期以来万科第一大股东是央企华润,多年来采取的大股东不经营、监督不控制的态度既使国资获利极其丰厚,也成就了万科这一被誉为业内标杆的上市公司。而正是因为华润新一届领导在万科股权控制权之争中令人不解的摇摆和反复,使华润既丧失了大股东地位,又与万科管理层走向对立,也给万科的发展带来了极大的危机。因此,国资国企如何当股东,就不仅仅是万科的个例或特例,而是一个中国改革发展的大战略定位问题。

我国近 40 年的国企改革虽然有过各种探索和尝试,也取得了相当的进展,但直到今天之所以仍然是个极具挑战性的课题,从根本上说,是我们一直没有能解决好从改革之初就提出的政企分开问题,一直没有搞清国家出资办企业究竟是为了控制还是为了盈利。如果是为了控制,那么政企分开既不可能,也无必要。历次改革文件提出的政企分开的目标就是不可能的任务。应当说,正是长期以来在国有企业控制问题上的左右摇摆,导致国资国企改革滞后于整个经济体制从计划到市场的转变。如果除少数特殊功能企业以外,办企业是为了盈利,那么资本回报就是主要的考量指标。政府控制干预不仅没有必要,而且会破坏市场的公平竞争从而影响市场效率。这样,立法和法规就要营造经营者支配、所有者监督、股权多元的现代企业制度发育的环境,使得公有资本与其他

类型的资本能平等竞争并享有共融合作的混合经济形式。万科的案例说明,在竞争性行业中,政府出资背景的大股东当只管监督的甩手掌柜,比起自己当掌柜直接操盘,既有利于市场的公平竞争,也可以给国有资本带来更好的回报。因此,万科模式尽管今后前途未卜,但其过去几十年来的成功对国资国企改革如何走出困境,具有重要启发意义。

万科之争的学术研究价值

万科之争涉及的三个核心问题即敌意收购、公司治理和产权理论,都有很大的学术研究空间。敌意收购在国际上规范的证券理论中的研究和成果都已很多,我国则因条件所限案例极少且市场化程度很低,我这里着重探讨一下后两个领域。

对中国经济学界来说,公司治理属于新兴交叉学科细目,一直未成为主流经济学关注的热点领域。相比之下,在西方并非特别主流的产权理论则是从改革开放以来成为中国经济学界的大热门,对中国经济改革的实践发挥了巨大的推动作用。伴随着计划经济的逐步瓦解和放弃,与之配套的公有制何去何从、如何改革,自然就成为焦点。这个时候,从国外传来的产权和交易成本理论令人耳目一新,迅速成为分析中国所有制改革问题的主流话语。因此,从 20 世纪 80 年代始,个体外资和民营经济的存在发展,国有企业引入的股份制改造,应当说都受到了这一理论的影响。1993 年党的十四届三中全会的决定提出了适应市场经济要求,建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。自此,建立产权清晰的现代企业制度,就成为指导改革的标准提法。

但是,什么是产权清晰?不同的人有不同的解读。有人认为,国有企业是国家出资,所有权归国家,产权是很清晰的。国有企业股份制改造之后,国有资产与企业资产的界限更已划清,国家是国有股份的所有人,产权更是非常清晰。反对者认为,如果财产由国家所有就是产权清晰,那么传统的公有制就没有改革的必要了。产权理论所说的产权清晰是指产权要界定和量化到人格化的代表。国有产权由于其所有人是千千万万的人民,人人都有产权就等于人人没有产权,因而国有产权是由政府及其委派的官员来代表和掌控的。由于漫长的委托代理链条,官员本人缺乏产权激励,无法做到产权理论所要求的剩余索取权与控制权尽可能的统一,故而交易成本极高。所以改革的目标就是国有企业从所有竞争性领域退出。当然,在这两种极端对立的观点之间,也有多种市场经济条件下公有产权和公有资本作用的理论与实践探索。

国企改革问题上的冲突在 21 世纪初的 MBO 即管理层收购中达到顶峰。当时大量的集体和中小型国有企业通过 MBO 改制,但在 MBO 向国有大中型企业发展时则被叫停。这个叫停既有对改制造成的社会不公平的担忧,有维护国有产权与社会主义经济基础的考量,也有对经理人收购变两权分离为两权合一的理论质疑。从那时以来,国资国企改革虽然也有多种尝试,特别是十八届三中全会又提出了混合所有制的改革,国有产权可以股份可以混合,但不能放弃不能退出,甚至还要做大做强、扩大影响力和控制力,这成为基本方针。这也被一些人视为国企改革长期以来停滞不前的原因。那么,国资国企改革究竟应当怎么走,经济学理论对此能有什么样的帮助,这是摆在中国经济学者面前的重大课题。

依据之前在中国被广泛介绍的经济产权理论,企业只有由产权量化到个人的所有者控制才有效率,非人格化的产权所有者控制经营企业解决不了激励和信息问题,因而就无效率,那么这种产权理论当然就与现行政策陷入了对立而无解。上面提到,万科公司长期以来是由经营层支配,结果运营得很好,成为了行业标杆,这在中国是个别和偶然,但在国际上的大公司中却是常态。显然,经济学作为一门需要实证和发展的理论不会对这普遍存在的现象视而不见。

事实也正是这样。我国学术界在 20 世纪八九十年代引进的产权理论主要来自于对古典企业的分析。古典企业的所有权与控制权合一,产权所有人既是老板也是经营者,剩余索取权与控制权完全对应,确实没有因代理而产生的效率损失问题。因此,原有的产权理论对古典企业有充分的解释力。在古典企业形态上,公有产权确实无法解决激励问题。但是,对于所有权与控制权分离的现代大企业,早期的产权理论就暴露出其局限性。如诺贝尔经济学奖得主尤金·法玛很早就指出,“在产权理论中,企业家(主)起着决定作用。这就导致这类文献无法解释在大公司中企业的控制权虽然在管理者手中,但是管理者却往往同产权所有者相分离”(Fama,1980)。

应当说,由科斯(1937,1960)发端的企业产权理论和交易成本学说,在经格罗斯曼、哈特、莫尔发展和模型化(被称为 GHM 模型)之后,有了巨大的进步。只是这一模型针对的还是典型的两权合一企业,对所有权与控制权分离的企业形式分析仍然游离在理论的边缘。因为这个被称为不完全契约理论的核心是区分合约中能明确界定的财产控制权与合约中无法预先指明的剩余控制权,而对控制权或决策权的精心安排可以有效替代合同对报酬的具体约定。诺贝尔经济学评委会指出“合同不完备意味着产权有重大影响”。“由于决策权配置的一个重要手段是通过财产所有权,不完备合同研究在产权理论上得出了丰富的成果”。用获得 2016 年诺贝尔经济学奖的哈特本人的话来说,即“某项资产的所有权总是关系着对它的剩余控制权”(Hart,1998)。

毫无疑问,这个剩余控制权的分析模型大大推进了精确分析企业的边界和一体化问题,有助于说明企业内部交易与市场交易的差别以及企业内权威的来源(所有者决定了人力资本能否与企业物质资产相结合从而间接形成对人力资本的控制),但在企业所有权与控制权分离的企业,我们很难说企业的股票持有者们拥有合同中不能预先明确的各种“剩余控制权”。相反,是经营者而非所有者享有在与法律和合同不冲突情况下广泛的自由裁量权,而股票持有人的权利倒是被合同即公司章程明确规定的。为了弥合这个差距,从 GHM 模型发展出的“控制权相机转移”的模型(Aghion & Bolton,1992),提出在财富约束的现实情况下,缺乏资本的企业家和富有资本的投资者之间存在最优控制权结构。当双方各自的利益与企业总收益不存在单调递增关系时,控制权的相机配置是最优解,即“企业家在经营状态良好时获得控制权,反之投资者获得控制权”。而在企业经营状态更差时,更多的控制权会转给债权人(Nini et al.,2012)。哈特本人也在后来的拓展中放弃了一些不现实的假设,提出“状态依存”的控制权假说,将控制权与现金流权特别是剩余索取权分开,分析在企业经营不同状态下的控制权转移(Hart,2001)。企业控制权配置的状态依存在公司金融特别是风险资本融资中得到了广泛的验证。但应当指出,企业在特定状态下的控制权转移虽然调和了理论与现实的矛盾,但还并非是对现代大企业所有权控制权常态化分离下产权问题的正面回应。

如果说新古典经济学历来是把企业视为利润最大化的黑匣子,而从古典企业分析起步的产权理论又多少边缘化两权分离问题,那么,公司治理理论则恰恰是因为两权分离和现实世界治理模式的多种性而丰富和发展的。不过,由于公司治理跨越了经济学、管理学和法学等领域,更多被视为一个经济学的边缘学科。公司治理的研究最初是要解决在所有权与控制权分离的情况下,投资者如何保障自己的权益和回报。但现实世界的复杂性则推动了其多元化发展,如这些年来在公司治理领域异军突起的公司相关利益者理论,由于从根本上挑战了股东中心主义的传统经济学假定,也被认为走得过远而难以引起主流的重视。

比较而言,现已纳入主流经济学的委托代理理论倒是分析企业代理关系很直接的工具。委托代理是一个可以广泛应用的范式,而现代公司的特点就是代理关系的普遍化。

从科斯以来,现代公司理论已经把企业看成是不同要素所有者的合约归结。在上市公司中原有的企业所有者变成了证券或股票持有者(shareholder),出于分散风险的投资组合需要,公司的股权日益分散化。因此无论是由不再持有全部而只持有部分股权的大股东管理,还是由职业经理人管理,委托代理关系都不可避免。由于代理人的利益不可能与委托人完全一致,代理成本就必然存在。

在标准的委托代理模型中,委托代理关系只有在个别特殊情况下(如完全信息或不对称信息下的代理人风险中性和无预算约束)才能达到资源配置的优化,而在信息不完全、预算有约束的现实世界,都不可能达到帕累托最优。当把委托代理的基本模型拓展以应用时,由于现实世界中代理人业绩难以准确测度的问题,以及代理人任务的多样化和多维性,过强或基于可测业绩指标的激励有很大的负作用,这在很大程度上削弱了看起来很精美的委托代理模型的应用价值(所谓低激励反而是最好的激励)。另外要注意到,基础的委托代理模型通常把委托人置于垄断者地位的局部静态图画,容易给人以扭曲的印象。因为委托代理关系是要素所有人自由交易的结果,委托代理不光是有成本,而且还有收益,收益也肯定大于成本,否则委托人自己动手就成了最优,委托代理就完全没必要了。正如詹森和麦克林在他们关于公司治理理论的经典论文中所说,“因为发现代理成本是非零的(即在公司所有权和控制权的分离中有成本发生),从而认为代理关系是非最优的、浪费和无效率的,就像是把铁矿石是稀缺商品(因此很昂贵)时的情况和不需要任何成本就可随意获取的情况作比较,然后还认为第一种情况是‘非最优的’一样”(Jensen & Meckling, 1976)。

如果公司代理关系并非只是次优,而是合作交易和博弈的演化和优化,或者用德姆塞茨的话来说是“‘寻求’利润最大化过程的内在产物”(Demsetz, 1983),那么还要进一步回答为什么现代大公司形成所有权与控制权分离从而由经营者支配的代理结构。因为从企业主的古典企业向股份制公司过渡,不再独揽所有权的大股东本来是历史的和逻辑的理想代理人,这也是今天中小型公司中的普遍现象。为什么在大型公司中经理人代理会成为市场选择,没有或很少股权的经理人代理如何能优于大股东代理,这是现在的经济学理论并未很好回答的问题。法玛曾描述性解释这个问题,法玛和詹森还试图用区分决策管理和决策控制来说明所有权与控制权分离(Fama & Jensen, 1983),但这个努力似乎并不很成功。

在中国的情况下,所有权控制权分离和经营者支配对于我们还有特别的研究价值,

这就关系到国资国企改革的前途和命运。如果不参与管理的众多股东都能在现代企业的治理框架下保护自己的权利,优化自己的利益,那么公有资本作为股东会有自己特殊的、不可逾越的高成本吗?经营者支配、所有者监督的现代大企业治理模式是否已经给国资国企改革提供了思路和前景了呢?在全球从发达国家到发展中国家都在为不断恶化的贫富两极分化所困扰,而皮凯迪(2014)的全球统一征收资本税的主张又毫无现实性的情况下,包括公有产权的混合所有制能否真正做到政企分开,从而在市场经济环境中提供既有效率又改善公平的选择呢?如何用规范的方法去给出公有产权在市场经济中有效运行的条件和边界,这是中国经济学研究者面临的挑战。

Practical Significance and Academic Research Value of the Battle in Vanke

HUA Sheng

(School of Economics and Management, Southeast University)

Abstract: The ownership and control battle in Vanke, the leading enterprise in China's real estate industry, brings us policy-making significance and academic research value about corporate governance. For policy, the case directly impacts the regulatory regime in capital market, governance paradigm of public companies, and reform of state-owned enterprises in policy making. For academic research, the securities market acquisition, corporate governance and property rights theory involved in this case leave a vast space for academic research. The paper argues that from the relationship between corporate governance and owners, managers involved in the case, we can develop the model of the conditions and boundaries of public property in the market economy in the future research.

Key words: corporate governance, property right theory, reform of state-owned enterprises, control rights

参考文献

- [1] Aghion P, Bolton P. 2016. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. *Review of Economic Studies*, 59(3): 473-494.
- [2] Alchian A A, Demsetz H. 1972. Production, Information Costs, and Economic Organization[J]. *The American Economic Review*, 62(5): 777-795.
- [3] Berle A, Means G. 1933. *The Modern Corporation and Private Property*[M]. New York: Macmillan.
- [4] Burkart M, Gromb D, Panunzi F. 1997. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3): 693-728.

- [5] Coase R H. 1937. The Nature of the Firm[J]. *Economica*, 4(16): 386-405.
- [6] Coase R H. 1960. The Problem of Social Cost[J]. *Journal of Law & Economics*, 56(4): 837-877.
- [7] Demsetz H. 1983. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm[J]. *Journal of Law & Economics*, 26(2): 375-390.
- [8] Fama E F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm[J]. *Journal of Political Economy*, 88(2): 288-307.
- [9] Fama E F, Jensen M C. 1983. Separation of Ownership and Control[J]. *The Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-325.
- [10] Grossman S J, Hart O D. 1986. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. *Journal of Political Economy*, 94(4): 691-719.
- [11] Grossman S J, Hart O D. 1988. One Share-one Vote and the Market for Corporate Control[J]. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 175-202.
- [12] Harris M, Raviv A. 1979. Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information [J]. *Journal of Economic Theory*, 20(2): 231-259.
- [13] Hart O, Moore J. 1990. Property Rights and the Nature of the Firm[J]. *Journal of Political Economy*, 98(6): 1119-1158.
- [14] Hart O. 2001. Financial Contracting[J]. *Journal of Economic Literature*, 39(4): 1079-1100.
- [15] Hölmstrom B. 1979. Moral Hazard and Observability[J]. *Bell Journal of Economics*, 10(1): 74-91.
- [16] Holmstrom B. 1982. Moral Hazard in Teams[J]. *Discussion Papers*, 13(2): 324-340.
- [17] Jensen M C, Meckling W H. 1976. Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- [18] Mirrlees J. 1999. The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behavior; Part I[J]. *Review of Economic Studies*, 66(1): 3-21.
- [19] Porta R L, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. 1999. Corporate Ownership Around the World[J]. *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- [20] Shleifer A, Vishny R W. 1997. A Survey of Corporate Governance[J]. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- [21] Shleifer A, Vishny R W. 1986. Large Shareholder and Corporate Control[J]. *Journal of Political Economy*, 94(3): 461-488.
- [22] Williamson O E. 1979. Transaction-cost Economics: The Governance of Contractual Relations[J]. *The Journal of Law and Economics*, 22(2): 233-261.
- [23] Williamson O E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism* [M]. New York: Free Press.
- [24] Williamson O E. 1988. Corporate Finance and Corporate Governance[J]. *Journal of Finance*, 43(3): 567-591.
- [25] 巴泽尔. 1997. 产权的经济分析[M]. 上海: 上海人民出版社.
- [26] 田国强. 2016. 高级微观经济学(下册)[M]. 北京: 中国人民大学出版社.
- [27] 托马斯·皮凯蒂. 2014. 21世纪资本论[M]. 北京: 中信出版社.
- [28] 张维迎. 1995. 企业的企业家——契约理论[M]. 上海: 上海人民出版社.
- [29] 朱圆. 2010. 美国公司治理机制的晚近发展[M]. 北京: 北京大学出版社.

中等收入陷阱：理论迷思与现实验证

徐康宁^①

内容提要 中等收入陷阱虽然揭示了许多发展中国家在特定经济阶段止步不前、难以跨越的一种重要现象,但其本身并不是国家发展道路上的普遍规律。从理论上讲,收入只是发展的结果,而不是发展的原因,中等收入也构不成与发展陷阱之间的必然逻辑关系;从实践上看,更是有不少国家从中等收入阶段晋级到高收入经济体的成功例证。许多发展中国家之所以在中等收入阶段裹足不前,与其说是“中等收入”的陷阱,不如说是经济转型的陷阱。中国是一个大国,经济韧性强,维系中高速增长的基础和条件优于其他中等收入国家,不会落入所谓的“中等收入陷阱”。从学理上看,“中等收入陷阱”并不适用于中国。

关键词 中等收入陷阱;经济增长;世界银行;经济转型

自2007年世界银行在其发布的一份研究报告中提出“中等收入陷阱”这个概念以来,发展中国家尤其是新兴经济体,能否摆脱或跨越这个陷阱,成为国内经济理论界和社会舆论普遍关注的一个热门话题。原先这个概念主要用于对部分发展中国家的考察和分析,当中国经济出现增速放缓的情况后,国内外一些舆论开始把中等收入陷阱与中国发展前景加以联系。中等收入陷阱到底是一个什么样的概念?为什么会成为热门话题?是不是经济发展的一个普遍规律?从严肃的学术角度该如何看待中等收入陷阱以及中等收入国家所面临的经济转型矛盾?还有,中国能否跨越这个所谓的陷阱?这些都是值得认真思考的问题,本文力求对这些问题做出理性的回答。

一、一个国内热闹、国外相对冷清的研究话题

首先有必要指出的是,中等收入陷阱在中国成了一个热门词,不仅学界讨论热烈,基本认同这一概念,而且在社会上产生了广泛的影响,是新闻媒体频繁出现的一个字眼,也常见于政府官员的报告之中。不过,作为严肃的学术研究,还是有必要对这一概念从理论上加以分析,包括对这一概念产生的背景以及在国内外引起不同的关注等现象,做出

^① 作者简介:徐康宁,东南大学经济管理学院教授、博士生导师、学术委员会主任,中国世界经济学会副会长。

客观的分析和评价。

在世界银行 2007 年发布的《东亚复兴:关于经济增长的观点》中明确提出“中等收入陷阱”之前(世界银行,2007),经济学界研究的有关增长陷阱主要集中在“低收入陷阱”(low-income trap)和“贫困陷阱”(poverty trap)。以低收入和贫困为增长陷阱的经济特定发展阶段也是许多发展中国家共同经历的过程,对这种增长陷阱的认知基本成为经济学家的共识。在世界银行那份含有“中等收入陷阱”字眼的报告发布后,这一新概念开始受到人们的关注,并逐渐成为一个热门词语。本文无意去讨论社交媒体语境下的“中等收入陷阱”,而是聚焦学术界的“中等收入陷阱”讨论。不得不提的是,“中等收入陷阱”这一话题的讨论,国内远比国外热闹,甚至出现所发文章在数量上严重不成比例的情况。根据笔者在中国知网(CNKI)上所作的初步统计(检索日期为 2017 年 4 月 20 日),当把“中等收入陷阱”作为关键词输入后,经搜寻发现共有 7 219 篇文章与此相关,其中期刊文章 3 613 篇。其他的研究也发现,自 2010 年起,中国学者发表有关“中等收入陷阱”的文章就超过一年 100 篇,其后几年则达到平均每年 1 000 篇上下(张欢,2016)。笔者查到的以“中等收入陷阱”为主题的博硕士学位论文共 241 篇,但博士论文的数量并不多,绝大部分为硕士学位论文,只有来自武汉大学、南开大学、北京交通大学和辽宁大学的四位博士生选择“中等收入陷阱”作为博士学位论文的选题(以博士论文发表先后时间为序)。

反观国外学术界,关于“中等收入陷阱”的讨论、研究和论文的发表远不如国内热闹,经正式刊物发表出来的文章屈指可数。据张欢(2016)在 Web of Science 上的检索,2008 年至 2016 年全世界学者发表的以“middle income trap”“development trap”或“growth trap”为主题的 SCI、SSCI 收录论文一共 65 篇,其中中国学者发表了 12 篇。由于“发展陷阱”(development trap)或“增长陷阱”(growth trap)和“中等收入陷阱”并不是一回事,前两者的外延要宽泛得多,而且 Web of Science 上检索的都是 SCI 或 SSCI 收录的文章。为了严格限定于对国际上“中等收入陷阱”研究情况尤其是发表论文情况的掌握,笔者用“middle income trap”“middle-income trap”和“middle income traps”作为关键词,在 Elsevier 和 Wiley-Blackwell 这两大文献数据库上进行了检索(这两大文献数据库涵盖了绝大多数正式发表的经济学以及社会科学领域的论文,而且不限于 SCI 和 SSCI 论文),一共检索出 23 篇,其中 Elsevier 12 篇, Wiley-Blackwell 11 篇。有必要专门指出两点:第一,所有发表以“中等收入陷阱”为主题文章的刊物,基本上都是属于国际上第三、第四层次(third/fourth tier)的经济学刊物,如 *World Development*, *China Economic Review* 等,其中 *China Economic Review* 这份中国元素显著的刊物就发表了 3 篇,一流学术刊物基本未见这类文章。第二,中国学者占了论文作者的一个主体,共计 23 篇文章中有差不多三分之一是中国学者写的。很有意思的是,在国际英文学术刊物上第一个发表以“中等收入陷阱”为主题的文章作者就是中国学者 Fang Cai(蔡昉),文章题目为“Is There ‘Middle Income Trap’? Theory, Experiences and Relevance to China”,2012 年发表于在中国编辑的 *China & World Economy* (Cai, 2012)。为了防止国际一流学术刊物刊登了有关“中等收入陷阱”的论文而漏于检索,笔者又专门检索了 JSTOR 数据库(感谢东南大学图书馆有相当充足的文献数据库),国际上顶尖的 *The American Economic Review*, *Journal of Political Economy*, *Econometrica* 经济学刊物都在其中,查询的结果是一篇也没有。经查阅 Web of Science,发表“中等收入陷阱”主题论文的国际学术刊物中,排名