

控股股东、集团治理与集团管理

■ 王 斌

强化集团财务管理离不开对“管理”一词内涵的挖掘。它与制度背景、集团治理与集团管理的关系、管理权责定位等一系列理论问题有关。

一、控股股东、代理冲突与金字塔式企业集团：相关概念的引入

集团财务管理的前提在于确认谁拥有对公司的控制权，这就涉及到控股股东或实际控制人问题。不同属性的控股股东，有着不同的战略取向、资源禀赋、管理能力以及因历史所形成的组织性格等。

1. 控制权与控股股东

控制权在本质上是一种私权，它衍生于股东地位的“神圣”性和股东至上文化特质。尽管理论上存在着公司是“股东的公司”还是“利益相关者的公司”等带有伦理倾向的逻辑争议，但在不完备契约理论(Hart & Moore, 1988)看来，股东承担最终风险，理应成为公司剩余收益的求偿者及其控制者。公司股东为自身利益需要将部分私权“出让”给经营团队，并赋予其相应职责和激励，这时，经营团队即拥有被股东所赋予的“执政”之权力。可见，如同法律意义上的“公权”与“私权”关系一样，公司经营团队所行使的权力源于股东之授予，其权力行使得接受股东的监督、制约。

从股权结构分类看，世界各国的公司股权大体存在两大体系(Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, 2003)：一类是高度分散持股体系；另一类则为

控股股东持股体系。前者以英美公司为代表，后者则以亚洲及南美国家的公司为代表。

2. 控股股东与终极控制人

控股股东是公司的直接控制人。但在纵向控股结构的企业集团中(金字塔式控制模式)，控股股东只是控股过程中的“二传手”(甚至是三传手等)，它应进一步追溯其控股的“终端”，即终极控制人。西方公司终极控制人可最终追溯到个人或家族，但中国企业集团的终极控制人则依其性质，分别可追溯到“国有”和“非国有”(主要指民营)，且国有终极控制人主要体现为各级国资委及其授权的代理机构。

3. 两类代理与非控股股东面临的“两难”

财务经济学认为，控股股东总是与两类代理问题交织在一起。①一类代理问题。它是“股东——经营者”间的代理冲突。由于经理人自利、信息不对称等因素的存在，且股权的高度分散(如英美)，从而产生此类代理冲突；相反，当股权高度集中时(即存在控股股东，如中国等)，此类代理冲突相对较轻，因为控股股东所面临的信息不对称程度要低得多。②二类代理问题。它是“控股股东——非控股股东”间的代理冲突(它直接源于高度集中的股权结构)。可以想象，在股权高度分散的情形下，此类代理问题并不突出；而当股权处于相对集中时(如相对控股)，将可能导致股东间严重的利益冲突；但是，当股权处于绝

对集中甚至于全资控股时，这种利益冲突的程度也会减轻甚至消失。理论上认为，导致二类代理冲突的动因在于：控股股东拥有公司控制权(由此需要大量的资本投入)并承担其监督功能，产生了巨额的成本(股权资本投入所产生的持有成本及监督成本)，因此控股股东“潜意识地”想通过控制权私人收益来“抵补”这些成本。如果是这样，对于股权集中公司的非控股股东而言，他们将处于两难困境之中：一方面，希望存在控股股东以减轻经营者的代理问题(一类代理)；另一方面，不得不承担因控股股东的私人收益动机而带来的代理成本(二类代理)。如何权衡这两类成本，考验着非控股股东的投资智慧。在西方公司治理理论中，非控股股东的利益保护问题已成为研究的核心议题。

4. 投票权与现金流量权及两权分离度

控股股东的控制权体现在股东大会的投票权及投票机制上(恪守“一股一票”的投票规则)。然而，与非控股股东一样，控股股东也需要通过分红来取得其投资收益，这种收取红利的权力即为现金流量权。

在横向控股结构的企业集团中，投票权与现金流权之间并无差异。但在金字塔结构中，两者间的差异将十分明显。比如，位于塔尖的母公司拥有下属子公司A的50%股权，而A作为控股股东拥有其下属子公司B的40%股权，而B公司作为控股股东拥有其下属子公司C的

30% 股权。这样一种纵向结构, 形成了“母公司——A 公司(子)——B 公司(孙公司)——C 公司(重孙公司)”四级控股结构。按照 Claessens 等人(2000) 的定义, 母公司作为终极控制人对 C 公司的控制力将体现为在这一控制链条中的最薄弱环节上(30%), 因此, 其投票权被量化为 30%; 而在现金流权上, 母公司所拥有 C 公司的现金流权(收益权) 将被叠加量化为 $50\% \times 40\% \times 30\% = 6\%$ 。金字塔结构中, 在企业集团看来, 母公司对下属公司的控制状态往往可以用“两权分离度”来测度, 在本例中, 两权分离度 = 投票权 - 现金流权 = $30\% - 6\% = 24\%$ 。理论上认为, 在金字塔结构中, 终极控制人通常拥有下属公司较低的现金流量权和较大的控制权(如 Khanna & Yafeh, 2007)。测度两权分离度的用意, 在于观测母公司对下属公司的控制状态及其潜在的投融资动机、行为等。

5. 控股股东、控股权私人收益与“掏空”

控制权收益有三种主要的取得形式(Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, 2003 等): ①未按应得比例而私分取得公司收益; ②直接侵害少数股东的权益; ③出售部分控制权而取得溢价收入。其中, 前两类收益属于控制权私人收益, 其收益获取方式在理论上被统称“掏空”。以金字塔式企业集团作类比, 随着“母公司——子公司——孙公司”等之间控股链条的拉长, 因中小股东相对于控股股东的信息劣势, 控股股东(或终极控制人) 极有可能不按其应得份额分享公司收益, 如在收益分享之前对中小股东权益进行主动掏空(Johnson 等人, 2000)。

二、中国企业的“集团治理”与“集团管理”: 两者关系的讨论

公司治理是一个永恒的话题。以西方企业为背景所构建的公司治理理论相

当庞杂, 所用基本框架为代理模型, 且逻辑清晰、体系自洽。但将这一理论体系移植到中国企业集团管理实践中却不免疑惑多多。其中之一就是: 什么是企业集团的“公司治理”? 它与企业集团管理是何种关系?

(一) 集团治理体系与子公司治理的虚拟化

相对单一公司组织, 企业集团的公司治理(集团治理) 会更为复杂。

集团治理体系主要包括: ① 母公司自身治理。在中国制度环境中, 母公司股东大会、董事会为母公司的控股股东(如国有控股或家族控股) 所把持; 与此同时, 母公司“董事会——经营团队”间的分离程度情况不一, 但多数为高度重合。以实施董事会制的国有控股试点企业为例, 其董事会成员除国资委派出的少数外部董事外, 其他董事大多为内部董事, 他们既是公司董事, 同时也是公司经营者。在这里, “董事会成员——公司经营者”间的“成员重合度”是一个值得关注的理论变量, 这是因为, 在现有的理论研究框架中, 人们大多以“董事长——总经理”的“两职分离度”来测度公司治理、董事会独立性等特征, 但这种测度方法过于简化, 难以揭示董事会结构及其它与经营者间的治理关系。② 子公司自身治理。与母公司一样, 子公司在形式上也存在股东大会、董事会及经营者团队等治理机制, 董事会由股东大会选举产生、经营团队由董事会任命。③ 母子框架下的内部治理关系。在企业集团管理实践中, 子公司法律意义上(或名义上) 的独立性, 与其在集团战略管理框架中的实质独立性, 并不完全等同。因为, 子公司的生成(无论是自建还是外部并购而得) 及其运营, 其终极目标是实现集团整体价值最大化。由此, 将子公司纳入集团战略管理范围, 并在总部主导下对其实施必要的控制、管理, 是母公司的一种天然本能。如果是这样, 集团治理的核心在于如何理顺母子间的治理关

系, 或者干脆说, 如何将子公司自身治理通过一种合理的方式让位于集团内部管理, 从而将子公司自身治理虚拟化。母子关系下的子公司治理关系被虚拟化为集团内部管理关系, 不仅可能而且必要。在这里, 所谓可能系指法律并不禁止, 所谓必要是指它满足集团管理需要。在理论上, 子公司自身治理的虚拟化程度将取决于集团类型、集团战略, 具体地说: 在财务控股型集团中, 子公司将被视为“外部市场化”的法人, 拥有较强的独立性, 因此, 子公司自身治理的虚拟化程度较低; 反之, 在产业型集团中, 各类子公司因业务、管理等各方面的协同性需求, 而被视为“内部市场化”的法人, 其独立性相对较低, 子公司自身治理的虚拟化程度较高。

(二) 产业集团中子公司治理的虚拟化: 两种不同的结构安排

产业集团(我国大多数企业集团属于此类) 下属子公司的股东大会、董事会均是在母公司控制下形成、运作的。但在构建子公司自身治理的过程中, 谁来充当母公司这一角色则是问题的关键。在子公司眼中, 母公司可能是指母公司董事会(简称其为“大董事会”; 相应地, 子公司董事会简称为“小董事会”), 也可能是指承担集团管理职责的母公司经营团队(简称其为“大团队”; 相应地, 子公司经营团队简称为“小团队”)。在法理上, 并没有明确规定这两大机构谁是最合理、最胜任的母公司的代表者。事实上, 在企业集团实践中, 正是在选择代表者上的分歧, 从而产生了两种不同的母子公司治理关系、管理结构。

1. 大董事会主导下的母子治理关系。在这一模式下, 大董事会成为子公司心目中母公司的代表者。这是因为: 子公司是在大董事会决策下投资设立的, 从集团整体价值最大化角度, 大董事会主导小董事会并要求其对大董事会负责, 在逻辑上顺理成章。这一模式下的治理关系大体可描述为: 大董事会——

小董事会——小团队。其关系特点是：
①大、小董事会间的直线联接。典型者，大董事长(或其他内部董事)有权并直接兼任小董事会的董事长，小董事会的成员由大董事会指派或认可。②小董事会
在子公司自身治理中处于强势地位，小团队需要直接对小董事会负责。③小团队与大团队之间在治理、管理方面并无直接关联。

2. 大团队主导下的母子治理关系。在这一模式下，大团队成为子公司心目中母公司的代表者。其逻辑是：母公司投资设立子公司，在本质上是集团战略管理的重要举措。因此，在决策执行和运营层面，子公司理应被纳入集团战略管理范围，接受大团队在战略运营、财务、人力等方面的管理控制。遵循这一思路，大团队主导下的子公司及其治理关系可描述为：大团队——小董事会——小团队。这一模式的基本特点表现为：①突出集团的战略管理导向。由此，子公司股东会、小董事会的治理作用、公司政治色彩等被大大削弱、淡化。②大团队负责对小董事会成员的选定和指派(如集团总部的核心职能部门的经理人，出任子公司董事，这些部门包括财务、战略规划、营销、人力等)，大团队成员兼任子公司董事长，董事会治理被集团内部管理机制所替代，小董事会因此而被彻底虚拟化。③小团队直接对大团队负责，小团队的核心成员由大团队派出并接受大团队的考核。在这一模式下，子公司自身治理机制将被母公司对子公司的管理机制所完全取代，治理就是管理，或者管理就是治理。

上述两种模式不存在优劣之分。但在产业集团管理看来，大团队主导下的治理模式更符合集团“管理”之要义：它区分了大董事会与大团队间的经营责任，大董事会着眼于集团战略决策与实施监督，而将集团管理尤其是对下属子公司管理等全盘交给大团队，使集团管理成为集团治理的主线，将管理责任在集团

科层体系中“责任化、体系化”，避免了因公司治理这一“政治过程”等所带来的治理成本与市场机会损失。

三、集团控股股东与集团投资效率：它们真的关联吗？

财务经济学所讨论的重要议题之一是集团控股股东与集团投资效率是否关联。之所以提出这一问题，是因为，在西方财务经济理论中，控股股东对其自身的利益诉求被天然地假定为具有掠夺性，而支持这一逻辑的理论背景是美国经验下的两类代理观。但美国式理论未必与中国现实相吻合，如何看待集团投资效率，不能单纯从公司治理这一角度，还应根植于集团管理这一视角。

(一) 西方环境下的控股股东与集团投资效率

西方理论普遍担心，控股股东的相对控股地位以及纵向控股结构，极可能导致集团投资的低效率。其研究思路是：①两权分离度与投资效率。由于控股股东的相对控股地位及纵向控股，扩大了公司两权分离度，并由此产生投资低效率。研究表明，由于控股股东对下属子公司的相对控股(即投资额不大，Shleifer & Vishny, 1997)，或者由于担心控股股东对公司利益的“盘剥”，从而导致非控股股东在投入资本时有意抬高其投资报酬预期，因而提高了权益资本成本(Wolfenzon, 2002)等，并最终导致公司投资不足或投资低效率。②来自控股股东的经理人、经济设防与投资低效率。在公司实践中，控股股东把持公司董事会并聘任公司经理人。在这里，经理人可分为两种情形：一种是外部职业经理人，他们不持有公司股份。此时，经理人报酬将与经营业绩高度相关，出于职业声誉考虑，职业经理人大多会在控股股东监督下努力工作(否则将被迫离开公司)。另一种是持有公司股份的经理人，这类经理人大多为控股股东及其代理人(主要来自于公司内部，属于非

职业化的经理人)。这类经理人因不担心公司业绩不佳而被解聘(他们是大股东，公司控制权锁定在自己手里)，反过来，他们可能会通过做大企业规模、绑定股东等进行经济设防，保全自身的“位子”。所有这些动机、行为，其直接后果是经理人的自负与“不负责任”的任意投资，导致资源配置扭曲及投资低效率(Stulz, 1988)。③控股股东与掏空行为。“掏空”是指在金字塔结构中，控股股东通过各种手段将利益由一家公司向另一家公司转移(Johnson等, 2000)，且手段各异，如关联交易中不恰当地应用转移定价机制、集团总部对下属公司征收的各种非公允费用、甚至于直接转移子公司的资源与财富等。控股股东的掏空行为在西方普遍存在，在中国也不少见。利益掏空损害了非控股股东权益，同时也将对控股股东的长期收益产生负面影响，并最终有损集团价值。

(二) 中国企业集团中的控股股东、集团管理与公司效率：它们有关联吗？

公司治理视角下的控股股东与投资效率研究的理论框架在中国企业(集团)中是否适应，是值得讨论的一个问题。

1. 两类代理、控股股东自利与“行为理性”。与英美等国企业相比，中国企业集团投资效率研究并不能直接套用美国式的代理模型。①一类代理问题(前述非控股股东下的“股东——经营者”间的代理)。中国企业集团普遍存在控股股东且公司经营团队大多并不持有公司股份，这显著有别于西方企业。因此，股东与经营者之间的代理冲突并不明显。甚至可以说，正是由于控股股东的控股地位，使其有足够激励(自利动机)去提升公司业绩，从而理性对待其控股地位。当然，中国企业控股股东身份(如国有与民营、中央国有与地方国有等)是存在差异的，这种差异性将会对公司投融资的行为理性及最终投资效率产生影响。②二类代理问题(前述“控股股东——非控股股东”间的代理)。中国企业集团中的

母公司是否天然的“坏”，其实不得而知（或许相反，它是一个假命题）。因为事实上，没有任何一家控股股东是为掏空或剥削中小股东利益而长久地存活于世的。这又回到了控股股东“自身代理”问题(Jensen,1998)，即控股股东如果发现“损人并不利己”，是否真的需要继续损人？因此，至少在逻辑推理上得不出中国企业集团中控股股东的行为不理性的结论。或许恰恰相反。当然行为理性只属于动机层面，它与行为结果(如投资效率提升)之间还无法划等号。

2. 非控股股东的“搭便车”与高效投资。事实上，参与公司投资的非控股股东，并非没有看到其利益有可能被大股东掏空之风险，相反，它们只是认为这种风险是可控的。其经济逻辑是：在存在大股东的情况下，如果公司经营不善、业绩不佳，损失最大的不是非控股股东，而恰恰是控股股东自己；控股股东要承担因掏空恶名所带来的市场声誉损失，从价值判断看此举非常不值。正是控股股东的这种特殊地位，才激发了非控股股东的投资热情，它们看中的正是大股东的这种“一股独大”及其表现出的对公司的尽心尽力，它们可以在所付监督成本很低(或者几乎为零)的情况下

与控股股东分享公司收益。

3. 公司经营者的独特角色。中国企业经理人是一个非常特殊的利益群体。
①非市场化出身。在企业集团中，不论是母公司经理人(团队)，还是子公司甚至孙公司层面的经理人(团队)，他们大多由大股东指派，其产生的市场化程度较低(只有极少数经理人来自所谓的全球或全国招聘)。
②国有企业经理人的“干部”身份。在企业集团中，对于不同层级的企业经理人，无论其出身如何(是内部产生或是市场招聘)，一旦进入“体制”内，其经理人身份即被打上“体制内”的标签，他们不再是单纯的经理人，而是组织科层体系中的干部。国有企业经理人的干部身份决定了其在进行投融资决策时，普遍存在着迎合或顺从大股东意志的倾向(此处的“迎合或顺从”并无贬损之意，它并不完全等同于屈从)。这是因为，只有当经理人的经营政策、管理机制等与“体制”合拍时，他们施展其管理能力的空间、时间才有可能得以保障。因此，干部身份的国有企业经理人，其经济设防的目的在于如何适应体制以延长其在职年限，其经济设防的动机均源于风险——规避投融资风险。从这层意义上，中国企业经理人与西方企业的CEO

完全是两码事，其行为与西方理论所预测的“帝国建立”、“绑定股东”等经济设防、傲慢假说毫不相干。一个可资验证的事实是，通过市场招聘而来的企业经理人，干得好则留在体制内，干得不好则中途离职；而区别好与不好的考量标志是其经营、管理策略是否稳健，是否适应国有企业的干部考核体制等，而不是其他。

同时，国有企业经理人的独特角色还表明，在经理人看来，与“经理人持股与否”相比，他们更看重其干部身份，因为这一身份有助于其在体制内存活、有助于其身份的进一步提升。从体制因素考虑，正是基于干部身份的全方位业绩考评，影响着国有企业集团经营者的投融资战略及其管理行为。如此看来，西方经典文献中的经营者与股东间的冲突、代理成本及其对投融资效率等等逻辑解释，在中国国有企业集团中，是无法搭建其关联关系的：被解释变量与解释变量之间的逻辑构建是如此之间接，以至于理论上任何“相关性”结论都变得非常“诗意”。

[本研究获北京市属高等学校人才强教深化计划(PHR201006128)资助]

(作者单位：北京工商大学财务系)

责任编辑 周愈博

词条

JMI

JMI, 即联合库存管理(Jointment Managent Inventory), 是一种在VMI(供应商管理库存)的基础上发展起来的上下游企业和下游企业权利责任平衡和风险共担的库存管理模式。JMI把供应链系统管理进一步集成为上游和下游两个协调管理中心, 库存连接的供需双方以供应链整体的观念出发, 同时参与, 共同制定库存计划, 实现供应链的同步化运作, 从而部分消除了由于供应链环节之间的不确定性和需求信息扭曲现象导致的供应链的库存波动。JMI在供应链中实施合理的风险、成本与效益平衡机制, 建立合理的库存管理风险的预防和分担机制、合理的库存成本与运输成本分担机制和与风险成本相对应的利益分配机制, 在进行有效激励的同时, 避免了供需双方的短视行为及供应链局部最优现象的出现。JMI的实施要点包括: ①建立供应链协调管理机制, 包括建立供应链共同愿景、联合库存的协调控制方法和利益的分配、激励机制; ②建立信息沟通渠道; ③发挥第三方物流系统的作用; ④选择合适的联合库存管理模式。