

上市公司控股股东行为效应评价与指数分析

武立东

(天津大学管理学院博士后流动站 天津, 300071)

摘要: 近年来, 控股股东与中小股东之间的“代理问题”已经成为上市公司治理改革的焦点。本文从分析影响控股股东收益结构的因素出发, 从上市公司独立性、股东大会有效性、中小股东权益保护、关联交易状况四方面、采用 12 个指标, 构建控股股东行为效应评价指标体系, 并以我国上市公司为样本开展评价。结果显示我国上市公司控股股东行为效应指数偏低、其行为具有引发较强负外部效应的倾向, 根源在于我国现有的公司治理制度安排强化了控股股东的控制收益、激励其实施“隧道行为”。只有通过一系列旨在增加控股股东攫取“私人收益”成本的制度建设, 才能抑制其行为的负外部效应、激发正外部效应。

关键词: 上市公司; 控股股东; 行为效应; 评价; 指数

中图分类号: F276 **文献标识码:** A

1 引言

控股股东随着向企业专用性资源投入的增加, 越来越面临着更大的企业特定风险——中小股东无须承担的成本, 但这种专用性的风险并没有成为所有权集中的障碍, Demsetz 和 Lehn (1985) 研究了美国 500 家大公司的所有权集中情况, 发现企业特定风险越大所有权就越集中^[1]。促使投资者成为控股股东的原因在于可以凭借其控制权、支配公司资源而获取潜在收益, 即控制收益。

对于中小股东而言, 控股股东的行为具有很强的外部效应。当现金流量收益在控股股东收益结构中占主导时, 控股股东会致力于提升企业的业绩, 而中小股东可以搭便车, 这是正外部效应; 当控制收益在控股股东收益结构中占主导时, 控股股东就致力通过操纵公司的资源来获取私人收益, 而成本则有全体股东共同承担, 这是负外部效应。尤其是控股股东通过一些“合法手段”以较少的投入来调动上市公司大部分资源的时候, 就会产生较强的获取私人收益的动机。对于这些合法手段, Berle and Means (1932) 曾指出^[2]: 一是公司对外发行无投票权的优先股票及向控股股东发行大量具有额外投票权的股票 (stock having excessive voting power); 二是通过控股中间公司形成的金字塔型控制。这些都是以少量的投资来保留控制权的合法手段, 此时控股股东在上市公司中获得的现金流量收益与其控制地位就产生了背离, 导致控股股东更加注重控制收益。La Porta 等 (1998) 的研究结果证明了控股股东的现金流量收益越大, 其行为正外部性越强, 公司的价值越高^[3]。Claessens (1999, 2002) 指出, 控制收益与现金流量收益偏离的程度越大, 控股股东越有动机利用公司资源来满足其私人收益, 而损害了其他中小股东的利益^{[4][5]}。控股股东拥有的合法控制权强化了其侵占与转移公司资源能力, 而较小的现金流量收益则降低了控股股东的侵占成本。许多学者通过现金流量收益与控制收益偏离程度的指标, 来评价控股股东的行为效应, 尤其是遵循它所揭示的“控股股东收益结构决定了其行为效应”的思想。

近年来, 一些研究机构从影响控股股东收益结构的制度性因素来评价其行为效率^[6], 如标准普尔 (S&P, 2001) 评价系统从所有权结构及融资结构两个方面来判断公司保护中小股东的程序是否有效、以及影响控股股东是否做出损害中小股东利益行为潜在因素。而欧洲戴米诺公司 (Deminor) 主要从中小股东权利的实施、对控股股东控制权制约状况, 来反映控股股东的行为效应^[7]。亚洲里昂证券 (CLSA) 则从公司治理文化的制度因素, 来评价控股股东行为的正外部效应的强弱^[8]。

在我国上市公司中屡屡发生控股股东侵占中小股东利益的现象, 截止至 2005 年 6 月, 沪深两市

共有 162 家上市公司因受到控股股东的恶意操纵而受到交易所的谴责。控股股东与中小股东之间的代理问题已经成为公司治理改革的焦点，如何能够客观地评价中国上市公司控股股东的行为效应已经成为解决问题的逻辑起点。而国内对控股股东行为效应的研究，较多地集中在股权结构上，即国有股的“一股独大”对控股股东行为的影响（李维安，2000；等）^[9]，指出在国有股权过度集中的状态下，国有控股股东行为就失去来自其他大股东的制约，其行为具有很强的负外部效应。但在世界范围内股权集中型公司比股权分散型公司更为常见^[10]，股权结构本身并不能反映控股股东的行为效应，只有针对影响中国上市公司控股股东收益目标的因素加以分析与评价，才能对我国上市公司控股股东的行为效应有一个清晰的认识。

2 控股股东行为效应评价指标

在我国的上市公司中，由于经济转型过程中体制因素的影响，使得上市公司与其控股股东之间存在着种种的关联，控股股东对上市公司的行为往往超越了其法人边界^[11]，上市公司成为控股股东救济其他业绩不佳的子公司的“造血机”，控股股东通过“隧道行为（Tunneling）”^[12]转移上市公司的资源。当上市公司的运营职能被控股股东控制时，也就失去作为一个法人的独立性。若控股股东和中小股东的目标不一致时，控股股东很容易通过侵害中小股东得到巨额的私人收益。我国经济转型过程中以融资为指向的国有企业 IPO 上市制度，是诱致控股股东行为负外部性的体制性因素。评价控股股东行为效应首先要对体制性因素的影响程度做出判断，可以通过上市公司是否具备独立性及程度加以反映。

一个有效的约束机制可以增加控股股东实施“隧道行为”的成本。遵循“资本多数决”的原则，控股股东往往能够对股东大会的大会程序、参与条件加以控制，提高了中小股东的参加成本，限制了其参与的程度，并难以保障所有股东得到足够和及时的信息。此时，股东大会就变成大股东会议，丧失保护全体股东利益的功能。各国对中小股东权益的保护，主要是通过强化中小股东对股东大会召集、提议等的影响力，来限制控股股东的权利^{[13][14]}。根据我国的《公司法》、《证券法》及《中国上市公司治理准则》在保护股东权益、平等对待所有股东方面作了相应的规定，已有的研究表明完善的约束机制和控股股东行为的负外部效应呈负相关^[3]，完善的中小股东保护机制能够对控股股东的行为产生约束。通过评价股东大会有效性、中小股东权益的保护状况，可以对控股股东行为的约束机制完善程度做出判断。

最后，通过关联交易状况可以对控股股东行为的现实表现作出直接判断。上市公司的控股股东可以通过调动关联公司的资源，实现集团整体利益的最大化；当控股股东具有较强的获取私人收益的动机时，关联交易也会成为其实现收益目标的手段。但现实中很难判断一项关联交易是出于何种目的。对控股股东课以“诚信义务”是国外保护中小股东及其他利益相关者的重要方式^[15]，在《中国上市公司治理准则》中也明确规定，控股股东必须对上市公司及其他利益相关者承担诚信义务。该义务在关联交易上体现为三方面：所有股东的知情权、控股股东无恶意动机、交易价格的市场决定。对于知情权，有关法规规定上市公司必须强制性披露关联交易的状况，而“动机”、“价格决定”则需要我们根据相关信息做出评价。

通过上述分析，本文将按照“体制性影响——约束机制——现实表现”这一框架，从上市公司独立性、股东大会有效性、中小股东权益保护、关联交易状况四个方面、共 12 个指标，来构建控股股东行为效应评价指标体系（参见表 1）

目标层	主因素层指标	子因素层指标	指标说明
控股股东行为效应	上市公司独立性	①高管人员兼职	考察高管人员兼职是否在控股股东处任职，反映人员独立性程度
		②原材料采购比例	考察从控股股东购进的原材料占原材料采购总额比例，反映业务上的独立性程度

目标层	主因素层指标	子因素层指标	指标说明
		③ 财务部门工作状况	考察财务部门是否接受控股股东的财务会计部门的领导和业务指导，反映财务独立性程度
		④ 资产租用状况	考察上市公司是否租用控股股东或其他关联企业的辅助生产系统和配套设施、土地使用权、公司工业产权、非专利技术等项指标，反映资产独立性程度。
股东大会 有效性		① 参会代表股份比例	用近三年平均每次参会流通股代表股份占总流通股比例，来反映中小股东参与股东大会的状况，判断股东大会是否能充分反映多数股东意志
		② 股东大会是否具备合理程序	考察股东大会纪录是否完整、信息披露是否及时透明，判断股东大会是否具备合理的程序，反映股东大会的规范程度
中小股东 权益保护		① 临时股东大会召集权行使	若有应单独或合并持有公司有表决权股份总数 10% 以上的股东请求召开的临时股东大会，则表明上市公司具备了反映中小股东意志的有效通道
		② 是否实行累计投票权制度	考察上市公司在选举董事、监事时，是否实行了累计投票制度，来衡量上市公司决策层中是否存在对控股股东行为的约束力量
关联交易 状况		① 是否存在同业竞争关系	考察激励控股股东滥用关联交易的潜在因素
		② 是否存在资金占用	资金占用指标是考察控股股东攫取私人收益行为的客观标准
		③ 是否存在贷款担保	贷款担保指标是考察控股股东攫取私人收益行为的客观标准
		④ 交易交易价格公平性	考察关联交易的批准程序、定价依据以及实际价格与市场价格比较，来判断关联交易的合理性。

资料来源：作者做成

表 1 控股股东行为效应评价指标体系

Table 1 Index system of Behavior Effect in evaluating controlling shareholders

根据上述指标体系，中国上市公司控股股东行为效应的指数化模型如下：

$$CSGI = \sum \alpha_i U_i$$

式中：CSGI 代表控股股东行为效应指数； α_i (i=1,2,3,4) 代表各评价要素的重要性系数； U_i (i=1、2、3、4) 分别代表上市公司独立性、股东大会、中小股东权益保护、关联交易等行为



资料来源：作者做成。

图 1 行为效应指数

Figure 1 Behavior Effect Index

指数。其中，评价指标重要性系数的确定采用分层处理与主观赋值及客观赋值相结合的方法^[11]。

评价标准以《中国上市公司治理准则》为主，并结合《公司法》、《证券法》、《上市公司治理指引》、《上市公司独立董事制度指导意见》等法律法规，根据不同指标的特性确定各评价指数的标准。定量标准采用“点标准”（属于正效应指标赋值为 1，属于负效应指标则为 0）与“线标准”（根据评价指标在不同区间的特性，以 0.6 为分界点，当该指标存在引起负效应的潜在因素时，根据强度赋 0.5 乃至 0 分；当该指标存在引起正效应的潜在因素时，根据强度赋 0.6 乃至 1 分）相结合的方式对指标进行赋值，最高值为 1、最低值为 0。然后根据评价指标的重要性系数确定子因素层及主因素层指数，最后形成控股股东行为效应指数，指数值与控股行为效应关系（参见图 1）。

3 控股股东行为效应的指数分析

本文样本数据来自南开大学公司治理研究中心公司治理评价数据库，以及截至 2004 年 4 月披露的中国上市公司年报，样本筛选的原则是：(1)指标信息齐全；(2)不含异常数据，最后确定有效样本 927 家。

3.1 整体指数状况

从整体上看（图 2），控股股东行为效应指数基本呈现正态分布趋势，低分值的指数（<0.3）分布不均衡。从表 2 所作的描述性统计显示，样本控股股东行为效应指数的均值为 0.5374，最小值、最大值分别为 0.8333 和 0.104，标准差为 0.1095，表明整体指数水平较低、控股股东行为中具有引发较强负外部性的潜在因素，且公司间差异较大。从分布区间来看（参见图 3），没有一家达到 0.9 分，达到 0.8 分仅有 2 家、占总样本的 0.22%；达到 0.7 分的有 46 家，占 4.96%，而在 0.6 分以下的则占样本的 94.82%。统计结果表明上市公司控股股东采取侵占行为已经成为常态，损害了上市公司的价值。

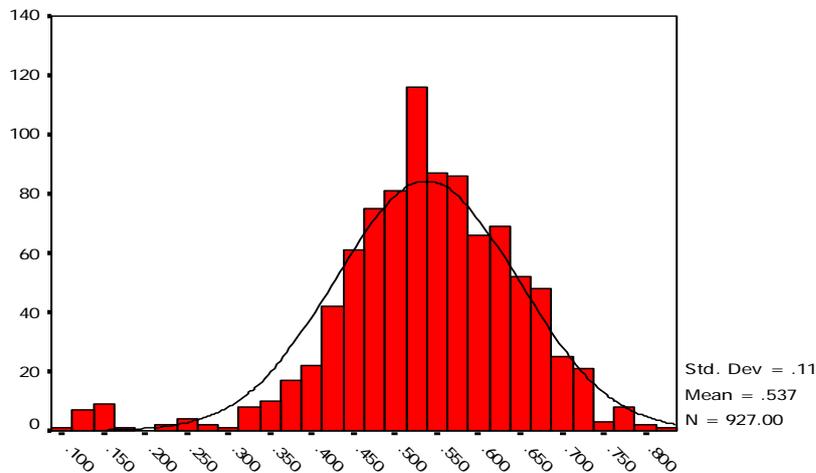


图 2 控股股东行为效应指数分布图

Figure 2 Distribution of Behavior Effect Index

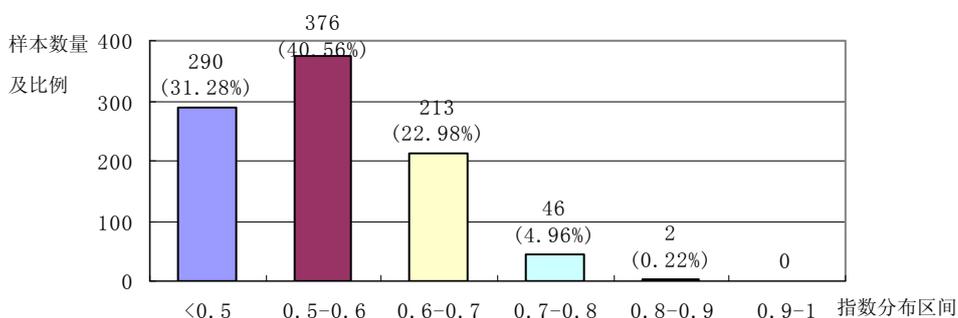
资料来源：作者做成。（卓彪）

统计指标	CSGI	U ₁	U ₂	U ₃	U ₄
平均	0.5374	0.7802	0.6391	0.0719	0.5443
标准误差	0.0036	0.0055	0.0066	0.0046	0.0083
中值	0.5401	0.82	0.64	0.08	0.52
标准偏差	0.1095	0.167	0.2005	0.1409	0.2527
样本方差	0.012	0.0279	0.0402	0.0199	0.0639
峰值	2.1496	8.7677	3.1382	3.0403	-0.6476
偏斜度	-0.8359	-2.572	-1.5957	2.0534	-0.093
最小值	0.104	0.308	0.2105	0.0012	0.031
最大值	0.8333	0.94	1	0.63	0.98
置信度(95%)	0.0071	0.0108	0.0129	0.0091	0.0163

资料来源：作者做成。

表 2 控股股东行为效应指数统计描述表

Table 2 Descriptive Statistics of Behavior Effect Index



资料来源：作者做成。

图 3 控股股东行为效应指数分布区间

Figure 3 Distribution Area of Behavior Effect Index

其中，样本公司独立性指数最高值为 0.94、最低值为 0.308、平均值为 0.78、标准差为 0.167，处于相对较高的水平。上市公司能够保持一定的独立性，对控股股东行为是正向影响。在子因素层中，为指数值做出贡献的是资产、财务两方面指标，如在被测样本中，财务会计部门具有独立性，不接受控股股东财务会计部门的领导和业务指导的占 93.88%（见表 3）；独立拥有工业产权、非专利技术无须向控股股东租用占 84.44%；有偿租用控股股东的工业产权、非专利技术等仅占 4.29%（见表

项目	比例
具有完全的独立性	93.88%
需经控股股东或其财务部门批准	2.90%
需向控股股东或其财务部门备案或签署意见	3.22%

表 3 样本公司财务独立状况

Additory Table 3 Financial Independence Conditions

资料来源：作者做成。

4)。

项目	比例
无偿使用控股股东公司的工业产权、非专利技术等	7.94%
无须向任何方租用工业产权、非专利技术等	84.44%
向其他方有偿租用工业产权、非专利技术等	3.33%
有偿租用控股股东公司的工业产权、非专利技术等	4.29%

表 4 样本公司资产独立状况

Additory Table 4 Asset Independence Conditions

资料来源：作者做成。

项目	比例
有兼任 任 控股股东（亦指控制人，下同） 法定代表人	37.88%
职 务 控股股东的董事或总经理，副 总经理等经营管理人员	22.96%
控股股东控股的下属单位的法 定代表人或董事、总经理	4.40%
没有	34.76%

表 5 样本公司董事长在控股股东处有无兼任

Table 5 Board Chairman's pluralism

资料来源：作者做成。

由于 2002 年 1 月中国证监会与国家经贸委联合颁布的《中国公司治理准则》已明确规定上市公司要保持独立性，并加强了监管，对控股股东利用与上市公司的“混同”实现转移资源的行为起到了制约的作用，上市公司资产、财务等方面能够保持独立。但是，人员、业务方面指标影响了指数值的进一步提升，如：上市公司董事长不在控股股东处兼职的仅占 34.76%，为控股股东法定代表人的占 37.88%，兼任控股股东处高管层的占 22.96%（见表 5）。而在业务关联方面，还有 19.1% 的公司不能独立完成原材料采购（见表 6），说明人员、业务方面上市公司与控股股东仍存在较多的关联，而且这种关联具有较强的隐蔽性。

项目	比例
0	80.90%
>80%	2.47%
>50%	3.97%
>30%	4.94%
>10%	7.72%

表 6 样本公司原材料采购比例

Table 6 Stocking Proportion of Raw Materials

资料来源：作者做成。

股东大会指数的最高值为 1、最低值为 0.2105、平均值为 0.6391、标准差为 0.2005，平均水平相对较高、但公司间差异较大。在子因素层中，为指数值做出贡献的是规范性指标，在被测样本中，有 82.09% 的样本公司保持完成的会议记录，有 82.63% 的样本公司能够及时披露相关纪录（参见表 7），表明股东大会在形式方面具有一定的规范性。而股东大会的参与性指标影响了约束因素指数的提高，如近三年股东大会平均参会代表所代表股份占总股份比例超过 80% 的仅占 7.52%；低于 20% 的多达 85.88%（参见表 8），而发生单独或合并持有公司有表决权股份总数 10% 以上的股东请求召开临时股东大会的仅占 11.3%（参见表 9）。可见目前中小股东还难以有效地参与公司治理，只有降低中小股东的参与成本、提高股东大会的参与度，才能更好的发挥股东大会的作用。

项目	比例
80%-100%	7.52%
60%-80%	2.05%
40%-60%	2.13%
20%-40%	2.05%
<20%	85.88%

表 8 近三年平均每次参会流通股代表股份占总流通股的比

Table 8 Proportion of Circulating Stock

资料来源：作者做成。

项目	比例
股东大会选举董事、监事时是否采用累积投票权	否 91.74% 是 8.26%
是否有应单独或合并持有公司有表决权股份总数 10%以上的股东请求召开的临时股东大会	无 88.7% 有 11.3%

表 9 样本公司中小股东保护状况

Table 9 Conditions of Protecting medium & small shareholders

资料来源：作者做成。

中小股东权益保护指数的平均值仅为 0.0719、其中最高值为 0.63、最低值为 0.0012、标准差为 0.1409，偏低的指数说明我国上市公司治理的制度体系仍然不健全。如在被测样本中股东大会在选举董事、监事时采用累积投票制的公司仅占 8.26%；发生过单独或合并持有公司有表决权股份总数 10%以上的股东请求召开临时股东大会公司仅占 11.3%（参见表 9）。中小股东权益保护指数状况表明，保护中小股东的制度没有在现实中得到很好的实施，缺乏中小股东参与机制及氛围，难以形成对控股股东行为有效的约束。

体制性因素既强化了对控股股东攫取控制收益的激励、同时也提供了条件。而一个完善的保护中小股东权益的法律机制，如：通过公司法修改、变革来强化中小股东对股东大会召集、提议等的影响力等，可以增加控股股东获得控制收益的成本进而影响其行为。但在我国的法律体系中中小股东权益保护方面仍存在着许多不完善之处，2002 年中国证监会和国家经贸委联合颁布的《中国上市公司治理准则》在保护股东权益、平等对待所有股东方面，做出了一些原则性的规定，成为《公司法》的有益补充。但评价指数表明从“准则”到在上市公司中形成保护中小股东的有效机制仍然存在着较大的距离。

关联交易指数的平均值为 0.5443、最高值为 0.98、最低值为 0.031、标准差高达为 0.2527，平均

项目	比例
会议记录是否完整	否 17.91% 是 82.09%
会议记录是否及时披露	否 17.37% 是 82.63%

表 7 股东大会规范性

Table 7 Criterion of shareholders' Meeting

资料来源：作者做成。

项目	比例
无明确的分析报告	17.81%
有明确的分析报告	82.19%
总计	100.00%

表 10 样本公司关联交易定价依据

Table 10 Price Making Gist of Relating Business

资料来源：作者做成。

水平偏低、且公司间离散程度较高，表明我国上市公司控股股东在企业运营层面存在着较强的“滥用关联交易”的倾向。在子因素层面，当控股股东与上市子公司同处一个行业时，关联交易往往是作为利益输送、而不是节约交易费用的手段。在被测样本中，控股股东与上市公司存在同业竞争的占 53.22%(参见表 11)，表明多数样本公司存在滥用关联交易的潜在诱因，但程度有所不同。产品品种有差别的占 29.72%、市场划分有差别的占 12.55%，而没有任何差别的占 10.94%，这部分滥用关联交易的可能性最高。而交易价格与市场价格不同的样本有 34.55%(参见表 12)。

另外，样本中有 22.1%的公司存在控股股东占用上市公司的资金；有 40.37%的公司为控股股东及关联方提供担保(参见表 13)。

从资金占用、贷款担保两个指标可以直接反映出控股股东行为的外部效应。

项目	比例
控股股东是否占用上市公司资金	否 77.90%
	是 22.10%
上市公司是否为控股股东及其关联方提供贷款担保	不提供 59.63%
	提供 40.37%

表 13 样本公司资金占用、贷款担保比率

Table13 Ratio of Fund Improprating and Loan Assuring

资料来源：作者做成。

3.2 指数的行业差异

我们将样本上市公司分成 5 个行业进行指数分析。从表 14 可见，不同行业间上市公司控股股东行为仍存在差异性。市场竞争程度会对控股股东行为产生影响，激烈竞争会降低控股股东的现金流量收益从而激励其注重攫取控制收益，使其行为产生负外部效应。在总指数层面，公用事业平均治理指数最高，为 0.5676，较全部样本公司总指数平均值高 3.02 个百分点，平均高出其他行业 2.74%。其他行业的股东行为指数平均值分别为：工业 0.5368，综合 0.5371，农业 0.5369，服务业 0.5305，四个行业指数平均值基本呈现相同趋势，其中，服务业类略低于与其他行业。

项目	比例
公司与关联单位有同业竞争	10.94%
公司与关联单位属同一行业，但市场划分有差别	12.55%
公司与关联单位属同一行业，但产品品种有差别	29.72%
公司与关联单位属不同行业，无同业竞争	46.78%
总计	100%

表 11 样本公司同业竞争状况

Table 11 Condition of the Same Trade Competition

资料来源：作者做成。

项目	比例
较高于或低于市场相应价格接近	11.48%
无法比较	23.07%
与市场相应价格接近	65.45%

表 12 样本公司关联交易实际价格

Table12 Real Price of Relating Business

资料来源：作者做成。

5 个行业中，公用事业行业多为垄断性行业，行业平均收益水平高于其他行业，较高的经济利润会给控股股东带来更多现金流量收益。因此，在控股股东的收益结构中控制收益相对要小，收益目标决定了控股股东会重视企业业绩提升，因而其行为负外部性的倾向程度要低于其他行业的控股股东，这也是其指数略高于其他行业的原因。相反，服务行业激烈的竞争程度降低了行业平均收益水平，促使控股股东注重其控制收益，从关联交易、公司独立性两个子因素层的指数(分别为 0.7868、0.5618)就可以看出这一点。通过行业的比较分析可以验证收益结构影响控股股东行为选择的论点，但显著的行业差别并没有带来控股股东行为较大的差异，最高的公用事业与最低的服务行业的差距仅在 0.0372，反映出在经济转型过程中的公司治理主体行为对外部环境尚缺乏敏感的反应。

行业	总指数		关联交易		公司独立性		股东大会		中小股东权益保护	
	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)
服务业	0.5305	10.65	0.7868	15.76	0.5618	23.15	0.6144	19.55	0.0646	11.74
工业	0.5368	10.39	0.79754	15.03	0.5644	22.93	0.6452	20.33	0.0625	12.52
公共事业	0.5677	11.18	0.8101	14.31	0.5965	21.75	0.6724	19.38	0.0827	14.23
农业	0.5369	7.42	0.83037	8.01	0.5691	18.39	0.6146	24.265	0.0637	11.07
综合	0.5371	9.652	0.8001	12.34	0.5647	23.68	0.5972	14.459	0.1057	16.43

表 14 控股股东行为指数行业比较统计表

Table 14 Calling Comparative Statistics of Behavior Effect Index

资料来源：作者做成。

3.3 不同性质控股股东的指数差异

我们按第一大股东的性质对控股股东进行了类别划分。国有性质控股股东分为国有或国有控股企业、国有资产管理公司及政府或国有资产管理部三类，作为不同的国有资产代理形式，许多学者以企业绩效来直接比较孰优孰劣，如刘芍佳等（2003）^[16]通过比较三类上市公司的业绩，得出国有控股企业类最好、其次为国有资产管理公司，政府或国有资产管理部最差，认为政府（官员）不拥有现金流量索取权，改进企业管理与效率的动机不足；国有资产管理公司则对上市公司缺乏监督力度、没有足够的信息和专业知识，而控股企业则在这些方面有优势。

从本文的整体指数来看(表 15)，国有性质控股股东中，“政府或国有资产管理部类”股东行为指数最低(平均值为 44.02%)，国有控股企业(平均值为 46.82%)和国有资产管理公司(平均值 48.52%)，相对较高一些。“外资企业类”股东行为指数最高(平均值为 56.55%)，其次为民营企业(平均值为 52.14%)及集体企业(平均值为 48.99%)。导致“政府或国有资产管理部类”股东行为指数偏低的主要原因在于，直接由政府或国有资产管理部控制的上市公司中，高管人员、公司财务的独立性很差。表明“政府或国有资产管理部类”控股股东更偏好于直接干预上市公司的人事与财务。“国有控股企业类”弱势影响因素主要来自上市公司独立性和股东大会层面。独立性方面与“政府或国有资产管理部类”不同的是上市公司资产的独立性差，普遍存在着“资产混同”的现象。“国有资产管理公司类”股东行为总指数优于前两类，但中小股东权益、关联交易层面的指数都低于前两类。

“外资企业类”在公司独立性、关联交易层面指数呈现较高的水平，但保护中小股东权益层面指标值最低，说明外资企业对中小股东权益保护制度的实施重视不够。“民营企业类”在股东大会、中小股东保护方面指数处于较高的水平，但在关联交易和公司独立性层面要低于“外资企业类”。作为脱胎于国有企业的“集体企业类”总指数略高于“国有资产管理公司类”，其他子因素层面的指标也比较接近，说明这类企业与国有性质的股东具有相近的行为特征。

具有较强负外部效应倾向控股股东不仅限于国有类，民营类、外资类控股股东的指数也处于较低的水平，因此仅仅依靠国有股全流通难以解决普遍存在的控股股东和中小股东之间“代理问题”。而同为国有类的控股股东其行为效应也存在较大的差异，指数从**高到低**依次为“政府或国有资产管理部类”、“国有或国有控股企业类”、“国有资产管理公司类”，这一发现将为选择国有资产的委托管理模式提供经验性的支撑。

表 15 不同类型的控股股东行为比较统计表

Table15 Behavior Effect Comparison of Different type of Controlling Shareholders

控股股东性质	总指数		关联交易		公司独立性		股东大会		中小股东权益保护	
	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)	平均值	标准差 (%)
政府或国有资产管理	0.4402	7.64	0.5951	12.48	0.5688	19.59	0.6040	14.27	0.1494	12.67
国有资产管理公司	0.4852	12.17	0.5774	15.32	0.6052	28.25	0.6385	19.71	0.12262	15.98
国有或国有控股企业	0.4682	11.43	0.5871	18.08	0.5768	25.35	0.5447	20.56	0.1352	14.32
集体企业	0.4899	9.73	0.5758	7.96	0.5926	27.41	0.5849	12.11	0.1295	14.56
民营企业	0.5214	10.31	0.6143	15.49	0.6267	25.62	0.6652	18.47	0.1381	11.72
外资企业	0.5655	17.25	0.6255	27.47	0.6360	27.79	0.6565	19.60	0.0727	7.43

资料来源：作者做成。

4 结论与建议

本文按照控股股东收益结构决定了其行为效应的研究思路，构建了中国上市公司控股股东行为效应评价体系，从影响控股股东行为的体制性因素、约束因素以及其行为的外在表现三个方面，对控股股东外部效应进行测度。通过对控股股东行为效应指数的分析，发现我国现有的公司治理制度安排都在强化控股股东的控制收益，从而诱发其行为产生负外部效应，即上市公司的控股股东具有较强的追求私人收益的动机，会尽可能利用一切机会实施“隧道行为”。只有改变控股股东的收益结构，使之更注重由企业业绩提升带来的现金流量收益，各利益相关者之间就实现了激励兼容，控股股东的行为就会具有完全的正外部效应而且是其自愿实施的。因此，围绕如何完善旨在增加控股股东取得控制收益成本的公司治理制度体系，本文提出以下建议：

- (1) 股权分置改革必须同加强保护中小股东利益的制度建设、落实“累积投票权”等项制度改

革同步进行，通过开发“网络股东大会”、“网络投票”、“网络征集投票”等，进一步降低中小股东参与公司治理的成本，提高股东大会中小股东的参与度。

(2) 进一步加强对上市公司关联交易的监管，建立和完善上市公司关联交易内部约束机制，以及加强对中介机构的执业监管等。也可以采用“揭开公司面纱”、“深石”等原则，强化法律的威慑力量，增加控股股东通过关联交易获取私人收益的成本。

(3) 针对目前国有类控股股东行为的特点，在现有的框架下设计一种“相机治理”的方案会更为有效，对于“政府或国有资产管理部类”应加强对控股股东直接干预上市公司人员、财务的监管；对“国有或国有控股企业类”要重点解决控股股东与上市子公司的“资产混同”问题；对于“国有资产管理公司类”应致力于健全、完善中小股东的保护机制。

参考文献

- [1] TZ & LEHN. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985: 1155-1177
- [2] 伯利和米恩斯. 现代公司与私有产权[M]. 北京, 商务印书, 2005: 82-97.
- [3] LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, AND A. SHLEIFER, 1999, Corporate Ownership Around the World[J], Journal of Finance, 471-517
- [4] CLAESSENS, S., S. DJANKOV AND LHP LANG, The separation of ownership and control in East Asian Corporations[J], Journal of Finance Economics, 1990, vol.58, PP.81-112
- [5] CLAESSENS, S., S. DJANKOV AND LHP LANG, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J], Journal of Finance, 2002, vol.57, PP.2741-2771
- [6] LA.A. VAN DEN BERGHE AND ABIGAIL LEVRAU. Measuring the Quality of Corporate Governance: In Search of a Tailormade Approach? [J] Journal of General Management, 28:71-86, 2003.
- [7] 叶银华等. 公司治理评等系统[M]. 台湾商文化事业股份有限公司 2002.
- [8] CLSA. Emerging Markets. Saints and Sinners: Who's Got Religion? [R] 223, 2001.
- [9] 李维安等. 现代公司治理: 资本结构、公司治理与国有企业股份制改造[M]. 北京, 中国人民大学出版社 2002.
- [10] DYCK, A., AND ZINGALES, L. The corporate governance role of the media[J]. Working paper, Harvard Business School and University of Chicago, 2002.
- [11] 李维安、张国萍. 经理层评价指数与相关绩效的实证研究[J]. 经济研究. 北京, 2005 (11): 87-98.
- [12] JOHNSON, S., R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, AND A. SHLEIFER, 2000, Tunneling, American Economic Review Papers and Proceedings, XC, 22-27.
- [13] STIJN CLAESSENS, et al, 2000, The separation of ownership and control in East Asian corporations [J], Journal of Financial Economics, 58 (1-2), 81-112.
- [14] STIJN CLAESSENS, et.al, 2002, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J], Journal of Finance, 2741-2771.
- [15] BLACK, BERNARD. Does Corporate Governance Matter? [J] A Crude Test Using Russian Data. University of Pennsylvania Law Review, 149:2131-2150, 2001.

- [16] 刘芍佳、孙霏、刘乃全,“终极产权论、股权结构及公司绩效”,经济研究,北京,2003(4):51-62.
- [17] 南开大学公司治理研究中心课题组.中国上市公司治理评价系统研究[J].南开管理评论.天津,2003(3):4-25.
- [18] 南开大学公司治理研究中心课题组.中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析[J].管理世界.北京,2004(2):63-74.

Index Analyzing and Behavior Effect Evaluating of Controlling Shareholders in Listed Companies

WU lidong

(Management College of Tian jin University, Tian jin 300071, China)

Abstract: In recent years ‘the agency problem’ among controlling shareholders and medium & small shareholders has become the focus of corporate governance reform in listed companies. Starting from analyzing factors influencing the profit structures, this paper constructed the index system in four aspects of the independency of listed companies, the validity of shareholders conference, the protection for medium & small shareholders rights and interests and the condition of affiliated business in 12 index to evaluate the controlling shareholders’ behaviors, taking listed companies in China as samples. The results indicate that the index of behaviors of controlling shareholders in China is low and their behaviors bring strong negative externality. The root of this is that the controlling profit has been strengthened and the “tunnel behaviours” have been inspired to actualize under the current corporate governance system in China. It can be restrained only by constructing a series of systems to increase the cost of controlling shareholders “private profits”.

Key Words: listed company; controlling shareholder; behavior effect; evaluating; index

收稿日期: 2008-12-15;

基金资助: 教育部哲学社会科学重大攻关项目(03JZD0018);国家自然科学基金重点项目(70532001)南开大学“985工程”哲学社会科学创新基地资助项目;天津社科基金项目(TJ03—GL016)

作者简介: 武立东(1971-),男,汉族,吉林白城人,管理学博士。现为南开大学商学院、南开大学公司治理研究中心副教授、天津大学管理学院博士后。