



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《 成果要报 》

2017年第6期

（总第76期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2017年02月07日

推进市场化混合所有制改革 实现政府控股股东的简政释权

田利辉* 叶瑶

【内容简介】资本市场稳健发展的关键是切实保护中小投资者利益。在控制权和现金流权分离的条件下，上市公司往往存在着一定的利益侵占行为。然而，本文认为，政府股东两权分离有助于减少利益侵占。我们发现，政府控股公司的两权分离有助于减少资金占用、增加股利分配、降低关联交易，也能减轻社会性负担和降低经理人代理成本。在政府控股企业中，两权分离有助于减少政治干预，约束攫取之手，提升企业运营的市场化水平。我们建议，我国国企改革应该大力推进国有控股集团的设立，大胆推行国有控股背景下的控制权和现金流权分离，通过市场化提供我国国有控股企业的运行效率。

* 通讯地址：LTian@nankai.edu.cn. 本政策建议基于作者主撰论文《两权分离与上市公司长期回报：利益侵占还是简政释权》的学术分析（发表于《世界经济》，2016,第7期，第49-72页）。

资本市场发展的基石是给予长期投资者以应有的回报。通过对我国上市公司数据的实证分析，我们发现控股股东“权”和“利”的不对等程度与控股股东利益侵占程度之间存在着正向关系。然而，当控股股东是政府时，两权分离并未引致显著的利益侵占问题，反而有助于减少资金占用和关联交易、提高股利支付水平，并降低管理层代理成本和社会性负担。我们认为，国有企业的两权分离能够有效减少政治干预，提升企业效率，它是政府股东的简政释权，是有助于企业长远发展的放权让利行为。我国应该推进国有控股条件下的金融资本集团建设。

一、关于企业两权分离是否引致利益侵占的研究结论

1. 不同所有权类型企业的控制权与现金流权分离。股东不仅享有股票分红的“利”，而且拥有影响公司决策的投票权。大股东往往主动构建金字塔式股权结构，形成多层级控制链条，加剧两权分离的程度，以更少的出资获得更大控制权。控股股东在拥有公司经营决策话语权的同时仅获得了部分的分红份额，造成了“权”大于“利”的发生，进而导致实际控制权与现金流分红权的不匹配。

家族企业出于缓解本身融资约束的动机将其部分股份出售，

通过金字塔结构、交叉持股、多重投票权等方式对上市公司进行实质性控制。与之相对，政府出于提高企业效率的动机将国有企业部分股权进行出售，有意拉长了政府股东与上市公司之间的控制链条，增加了政府干预上市公司经营活动的难度和成本，向投资者发送了其减少政府干预的可置信性信号。家族企业与政府企业在两权分离形成上具有本质区别，政府企业两权分离并不具有掏空的动机。

2. 企业两权分离与首次公开发行后的长期回报。家族控股公司融资资源被整个企业集团共享，控股股东的深隐藏性以及较长的控制链条，加剧了控股股东潜在的掏空和道德风险，从而带来企业股票长期回报的下降。与谋求经济利益最大化的家族股东不同，由于政府是社会责任的主要承担者，其效用目标函数应该是社会利益的最大化，因此，政府股东应同时具有经济目标 and 政治利益的双重诉求。从政府企业两权分离与IPO长期回报的关系来看，两者并不存在显著的正相关关系，这说明政府控股股东的两权分离并未造成对于中小股东的利益侵占。

3. 政府控股股东两权分离具有简政释权效应。政府控股股东的两权分离并无利益攫取的动机，而是立足于主动形成金字塔持股结构，实现放权让利，这不但有助于减少政治干预保护中小股

东，而且有益于公司价值的提升。第一，政府控股企业两权分离显著降低了资金占用、增加了股利分配并减少了关联交易；第二，政府控股企业两权分离能够延长企业控制链、增大政府干预成本、压缩企业高管晋升的可能性空间，并通过减少冗员，降低劳动力成本、缩减社会捐赠等途径有效降低企业的社会性负担，增进企业经营效率；第三，国有企业两权分离显著降低了管理费用率，并提升了总资产周转率。也就是说，政府股东通过延长控制链条放松对上市企业的控制权，管理层会获得更多经营决策权，这在一定程度上弱化了经理人的政治生涯导向，增强职业化要求，降低了股东-管理层代理成本，从而提升了企业价值。

二、对于政府股东两权分离具有简政释权效应的政策建议

1. 经济转型过程中，全面私有化不宜推行。尽管家族控股企业在IPO 长期回报上优于国有控股企业，但是私人产权并非尽善尽美，有些行业不宜推动民营化。由于信息不对称和搭便车行为，家族控股的大中型上市公司也会存在严重的经理人代理成本。如果出现控制权和现金流权的分离，那么家族控股股东在法制不完善的大背景下倾向于进行利益侵占掠夺中小股东的财富，从而降低企业的长期回报率，损害企业的核心竞争力。此外，部

分家族控股企业热衷于构建政治关联，进而寻求贷款便利、税收减免和政府补贴等优惠待遇，形成新型的政企不分和另类的不公平竞争。

2. 国企改革背景下的混合所有制经济是基于中国国情的次优选择。国有企业效率不高的直接原因在于社会负担沉重和公司治理不佳，根本原因是政企不分。本文分析发现，两权分离有助于国有控股企业减少管理费用，提高公司治理效率，也有助于减轻社会负担，实现利润最大化。理论上，金字塔链条的延长有助于增大国有企业和政府的距离，两权分离有助于政府控股企业行为的非政治化。中国应该鼓励国有资产管理委员会以资本控股公司的形式进行控股运作，构建金字塔持股结构，实现两权分离，保持或增大与上市公司的距离。这样，不仅可以减少政府股本的投入，而且不会产生利益侵占，甚至能够提高企业的长期回报和绩效。一定程度上，新加坡国有企业的成功在于两权分离，新加坡政府和其国有企业保持了距离。这就是说，中国部分企业应该继续由政府控股，但是中国的混合所有制改革应该推动国有控股上市公司中金字塔的构建和两权分离的实现，从而实现政府股东的简政释权，推进政府控股企业的市场化运作。两权分离带来简政释权，政企分离能够推动国有企业取得长足发展。

3. 市场化经济转轨成功的关键在于全面推进依法治国。长期来看，只有建立了公开、公平和公正的法律体系，家族控股企业的利益侵占行为才能得到惩戒和控制，政府控股企业的政治化行为才能得到束缚和制约。我们必须认识到，法治不是口号，不会一蹴而就，而是需要长期的制度建设和渐进式的文化变迁。在当前社会环境下，我们应该进行混合所有制改革，积极和加快发展混合所有制经济。

总体而言，家族控股的混合所有制企业需要减少两权分离，公开披露终极控股股东，进行有效的社会监督，防止利益侵占行为；政府控股的混合所有制企业需要推进两权分离，实现去政治化，建立规范的公司治理体系，从而增强企业活力，提高企业绩效。

【作者简介】

田利辉，南开大学金融发展研究院教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员；

叶瑶，北京大学经济学院和中国长城资产管理公司博士后研究员。

