

【案例研究】

混合所有制企业股权制衡机制研究

——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析

郝云宏, 汪茜

(浙江工商大学工商管理学院, 浙江 杭州 310018)

[摘要] 混合所有制企业治理结构问题是当前中国深化国有企业改革,全面推进市场化所亟待解决的关键问题。伴随着民营资本与国有资本融合程度的不断加深,民营资本作为第二大股东力量的不断增强,如果不能有效权衡二者之间的股权关系就会直接导致控制权纷争,从而引发治理效率缺失。解决国有股权和民营股权的激励相容问题,需要我们明晰二者之间股权制衡的动因、路径以及形成的最终绩效。本文以股权分置改革后的“鄂武商”为案例,根据上市公司股权结构特征,借鉴股东关系理论,探讨上市公司民营第二大股东对国有第一大股东的制衡机理。研究结果表明,民营参股股东与国有控股股东进行适度控制权争夺是符合效率原则的市场化行为,其制衡动因受到股权性质、现金流权、股权比例等因素的影响。参股股东可以通过引入关系股东、争取董事会席位及运用法律制度等路径制衡大股东。本文从股权制衡的视角诠释了混合所有制企业中第二大股东的治理作用与治理机制,为化解当前国有控股企业中民营股东与国有股东的“控制权冲突”提供了必要的借鉴。

[关键词] 混合所有制; 股权制衡机制; 第二大股东; 鄂武商

[中图分类号]F271.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)03-148-13

一、问题提出

伴随着市场化改革的进一步深化,更多的民间资本将步入国有资产领域,在经济发展中发挥越来越大的作用,由此伴生的混合所有制企业治理问题就成为关注的焦点。无论是国有资本控股还是参股混合所有制企业,协调不同资本属性所形成的激励相容问题,特别是控制权配置问题,就成为能否有效发挥民营资本在国有经济中应有作用的关键。作为市场化进程的重要表现,以“经营目标行政化、资源配置行政化、高管任命行政化”为特征的国有企业行政型治理模式正在逐渐向依靠市场配置资源为特征的市场化治理模式演进,后者正是民营企业与生俱来的治理方式。两种治理模式

[收稿日期] 2014-12-28

[基金项目] 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”(批准号 71272143);教育部人文社会科学研究规划基金项目“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”(批准号 10YJA630053);教育部人文社会科学研究规划基金项目“‘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”(批准号 13YJA630071)。

[作者简介] 郝云宏(1962—),男,陕西宜川人,浙江工商大学工商管理学院教授,博士生导师;汪茜(1987—),女,湖北武汉人,浙江工商大学工商管理学院博士研究生。

之间的落差决定了国有经济与民营经济在企业微观层面协同发展的难度。如何有效协调二者之间的权利冲突,制衡控股方对参股方的“利益侵占”,值得我们特别关注。

第二大股东与第一大股东之间股权制衡的方式确实能够在一定程度上缓解国有企业“一股独大”所带来的效率缺失,提高民营资本进入国有领域的信心与积极性。但是,由于大股东之间存在利益冲突或价值差异,有可能导致“董事会内部的战争”。事实上,由于股东间控制权纷争而引发的效率损失有可能使企业丧失竞争优势。2010年国美控制权的争夺不仅体现了大股东与职业经理人之间的矛盾冲突,同样值得关注的是以贝恩资本为代表的第二大股东在国美事件中的作用。现有主流研究比较多的关注于大股东控制引发的第二类代理成本^[1,2],因此简单地将大股东与中小股东相对立,这样的二元划分方法忽视了大股东内部利益集团之间的复杂结构。如何在制衡大股东的同时确保治理效率,就需要充分考虑大股东之间在控制权市场中的竞争机制,立足微观视角,解析第二大股东在股权制衡机制中的动因与作用路径。本文以武汉武商集团股份有限公司(简称“鄂武商”)作为案例剖析民营第二大股东与国有控股股东争夺控制权的动因、路径与影响,从而归纳混合所有制企业中国有控股与民营参股股东之间的有效制衡机制。

二、分析框架建构

1. 背景解析:股权分置后的混合所有制改革

传统的公司治理研究主要关注股权分散结构(所有权与经营权完全分离)下,内部经理人对外部分散股东的侵占以及股权集中结构(所有权与经营权合二为一)下,大股东对小股东的利益侵占。最近,公司治理研究开始关注多个大股东的存在对公司治理问题的影响^[3,4]。随着企业制度及相应的组织形式的进一步演化,其性质和功能发生了很大的变化^[5],对企业发展起到关键作用的要素已经从股东和经理延伸到其他利益相关者。然而到目前为止,学术界对第二大股东的治理影响或是第二大股东如何与最大股东相互作用进而改善公司绩效还关注不多^[6]。在多元化股权结构下,除第一大股东外,对公司最具影响力的是第二大股东,唯有第二大股东发起监督制衡功能,才可能真正起到治理作用。特别是当多个大股东性质不同时,监督动机可能会超过合谋动机^[7]。中国在2006年启动了股权分置改革,其实质是通过流通股与非流通股两类股东的持股成本进行核算并重新确定股价,解决国有企业改制上市过程中出现的同股不同价、不同权、不同利的问题^[8]。与此同时,股权分置改革也降低了国有企业股权集中度,使股权结构趋于制衡性和多元化^[9]。但股权分置改革后,控股股东通过直接方式或间接方式侵占外部投资者的现象并没有显著减少,实力增强的民营第二大股东的存在为控制权竞争提供了必要条件。

作为国有企业改革的攻坚举措,2014年,国务院国有资产监督管理委员会(简称国资委)选取了6家企业作为试点推进混合所有制改革,鼓励民营资本参与国有企业改制重组,推动国有企业股权多元化改革。应该说,混合所有制对于国有企业和民营企业都不是新鲜事物,但在此前的实践中,国有股“一股独大”的问题并没有得到有效解决,民营资本的作用并没有得到很好的体现。如何在未来的混合所有制改革中发挥民营资本的治理效率,特别是合理发挥第二大股东在控制权市场中的积极作用,值得我们关注。这可以说是本研究的管理情境解读。

2. 问题解构:股权制衡的“F-P-P”框架分析

立足中国当前特殊的管理情境,解析第二大股东的治理效率就要通过分析股权制衡的诱因、路径、绩效(“F-P-P”)来建立一个解构视角下的分析框架,逐步将相关研究整合起来。

就动因而言,控股股东的掏空行为激发了学界对大股东制衡机制的研究,但相关研究呈现出不一致的结论。诚然,制衡理论为非控股股东如何监督控股股东提供了重要思路,但实证结果的矛盾进一步折射出大股东之间的互动关系有待深入分析。过去的相关研究有可能陷入了对“股东关系”的认知困境。第二类代理问题的研究多是将多个大股东假定为同一个侵占整体,无形中强化了其他

大股东特别是第二大股东与第一大股东的合谋作用。制衡理论认为,非控股股东面对控股股东的利益侵占必然要发挥制衡作用,这又无形中强化了第二大股东与第三、四、五甚至第十大股东等的总力量对第一大股东的制衡作用。因此,股权制衡失效的原因就需要通过股东关系来解释^[7,10]。

当上市公司具有不止一个大股东时,很可能会存在大股东之间的冲突。La Porta et al.^[2]发现,27个国家25%的上市公司有一个控制性股东(最大股东持有最少20%的投票权)和另外一个大股东(持有大于10%的投票权);如果公司不止一个股东持有超过10%的投票权,那么,这样的股东都被定义为大股东。由于10%的投票权能够使其有效实施控制,这种划分被广泛应用。Faccio and Lang^[11]发现西欧的5232个公司中,39%的公司具有持有超过10%投票权的两个大股东;16%的公司具有持有超过10%投票权的三个大股东。Laeven and Levine^[3]也发现,西欧40%以上的上市公司至少有一个大股东持有10%的股权。

第二大股东是否会积极有效地制衡第一大股东,其动因主要受其股权性质、现金流权、股权比例等因素的影响。

(1)股权性质。股东制衡或合谋的决策在很大程度上受到大股东彼此间股权性质的影响^[12]。Maury and Pajuste^[4]指出,如果第二大股东与第一大股东具有不同的身份,将可能减少勾结并改善公司治理,由于最大股东经常是家族,因此,第二大股东是否为银行或国家很重要。Attig et al.^[13]发现当公司的前两大股东都是家族时,将具有较高的权益资本成本,这与在家族控股公司中第二大股东是国有股东时的情况相反。刘星和刘伟^[14]指出,在第一、第二大股东分别是国有和非国有股东的公司中,制衡效果差异明显,而在第一、第二大股东均为非国有股东的公司中,大股东之间由于共同利益更倾向于达成共谋。陈信元和汪辉^[15]的研究显示,法人股作为第二大股东比国有股作为第二大股东能够起到更好的监督作用。李忠海和张涤新^[16]也发现,若公司第二大股东为证券投资基金,这一“双重身份”会强化股权制衡的效果,与公司绩效有着更为显著的正相关关系。

(2)现金流权。现金流权是按持股比例拥有该公司的财产分红权。对于控股股东来说,现金流权代表控股股东攫取资源的激励性;对于创业家族来说,创业家族的干预激励来源于他们拥有的现金流权,即现金流权越大,则干预积极性越大^[17]。仅当第二大股东具有健全的激励——以现金流权测量时,第二大股东倾向于监督第一大股东,且第二大股东的存在与公司价值之间呈显著的正向关系^[3]。张旭辉和黄雷^[18]也认为股东的收益是根据现金流权决定的,当控股股东进行控制权私利行为时,第二大股东受到的损失会随现金流权的增大而增大;当第二大股东的现金流权较大时,其监督行为的激励性就越大。

(3)持股比例。Zwiebel^[19]假定股东可以依据各自的持股量分享控制权私有收益,如果某个大股东拥有远高于其他大股东的持股量,其控制权地位就很难受到挑战,反之亦然。在多个大股东的竞争中,持股比例仅次于第一大股东的第二大股东最为关键。La Porta et al.^[20]指出,持股比例足够高的第二大股东可以在一定程度上限制第一大股东的掠夺行为,起到明显的制衡作用,从而优化公司治理结构。Laeven and Levine^[21]研究了其他大股东的存在及大股东之间的相对大小对公司价值的影响,结果也表明第二大股东与第一大股东投票权差距较小时,有助于提高公司价值。张旭辉和黄雷^[18]认为,缩小大股东之间的控制权差距会更有效地影响公司经营活动和公司权益融资成本。

就绩效而言,Faccio and Lang^[11]发现,在同样存在多个大股东的公司中,西欧公司的股利分配率普遍高于亚洲公司,这可能是因为西欧公司中的其他大股东更会制衡控股股东,抑制其对小股东的掠夺,而亚洲公司由于“裙带主义”特征可能更容易导致其他大股东参与合谋。Jara-Bertin et al.^[2]以11个欧洲国家1996—2000年的上市公司为研究样本,发现在家族企业中如果第二大股东是家族成员将降低公司价值,这些家族企业的大股东(家族)经常与其他大股东或中小股东结合。中国上市公司的股东(尤其是最大的股东)之间也有解不开的联结,因为大多数的中国上市公司是从原有的国有企业改革而来,引入的民间资本往往与原有国有资本之间存在复杂的关联关系,如原管理层

认购、战略投资者,这种裙带关系在大股东交叉持股时得到加强。陈信元和汪辉在研究股东之间的关系后指出,可能存在与内部人关系密切的外部股东,他们在与内部人的关系中既不处于信息劣势也不存在利益冲突,反而极有可能是信息分享者和利益共同体^[25]。魏明海等关注关联交易,以关联大股东对公司价值的影响为切入点,发现与家族控股股东单一控股的家族企业不同,关联大股东的持股和参与决策过程为家族股东侵占中小股东利益提供了更强烈的动机和更大的操作空间^[7]。Cheng et al.^[23]研究了非控股股东与控股股东的关系如何影响公司绩效,发现在检验多个大股东对公司治理或公司绩效的影响时考虑非控股大股东的身份很重要。

在混合所有制企业中,当第二大股东为民营股东或其他属性不同的股东时,股东关系对公司治理和经营绩效的影响机理值得进一步研究。以往研究股权制衡失效的文献比较多地关注了家族企业中控股股东与其他股东之间的纽带关系。但在多个大股东结构下,当非控股股东特别是第二大股东与控股股东不存在亲密关系时(特别是在非家族企业中),面对控股股东的利益侵占,第二大股东是有可能制衡控股股东的私利行为的。在逐步深入的混合所有制企业改革中,可能会越来越多地出现第一大股东是国有股东,第二大股东为民营股东或其他属性不同的股东,他们之间在经营理念、战略导向、利益关系等方面会存在较大的反差甚至冲突,彼此间是合谋还是制衡,又会对公司绩效产生什么样的影响,都值得关注和跟踪研究。而关注第二大股东对第一大股东的制衡机制和治理作用也可以成为研究股权制衡的有效切入点。

3. 策略集合:基于控制权市场的第二大股东行为路径

由于不同股东具有异质信念、技能或偏好,第二大股东可以通过不同路径影响公司经营活动和决策过程。例如大股东在董事会任职或是在高管团队任职;大股东之间私下沟通;大股东以原告身份进行典型的行动诉讼;寻求董事会代表或其他控制权争夺的工具;接受其他股东的建议;投资者联合行动;通过交易(退出)进行影响等。

(1)第二大股东借助关系股东或者其他一致行动人的合作,增加其制衡能力。第二大股东可以参加股东大会,并提出相关建议,监督和制衡第一大股东;也可以引入其他的关系股东以增强自身的制衡实力,并主要通过签订一致性协议增强大股东之间的关系纽带。Belot^[24]指出股东一致性协议规定了明确的合同,在所有权结构比较复杂的公司中,一致性主要体现在两大股东之间;许多一致性包含“一致行动”,即缔约方同意一起投票并在股东大会上表达相同的观点。在法国上市公司“股东一致性”是一种普遍的现象^[25]。一般认为,第二大股东被认为是相对于第一大股东的潜在监督者,就股东一致性而言,前者更倾向于与后者形成联盟;但是当第二大股东不与第一大股东进行合谋时,第二大股东更倾向于与其他的股东达成一致性协议,去阻止较大投资者的投资决策^[19]。

(2)第二大股东委派董事以增加其话语权。董事会是公司最重要的经营决策机构。非控股股东在董事会中派驻董事,是保障其利益的重要途径^[26]。第二大股东作为控股股东以外的最大股东,更有动力关心企业的经营绩效,因此,第二大股东委派的董事在董事会中更可能发挥积极的治理作用。另外,第二大股东派驻的董事,更有可能在股东大会上体现其他大股东的意愿,更独立于第一大股东;而在许多情况下,第一大股东在很大程度上影响了独立董事的选拔。因此,第二大股东派驻董事可以增强其监督能力,削弱第一大股东在董事会安排中的影响力。

(3)第二大股东适当运用法律制度。外部制度环境对控制权争夺会产生重要的影响。一方面,公司法以及其他相关规定可能为控股股东谋求控制权私利提供便利。例如,在国美控制权之争的案例中,尽管黄光裕在国美电器持股只有35%左右,但是他充分利用了国美电器的相关法律和公司章程,通过股权以及其他社会资本有效地控制了国美电器的重大经营决策^[27]。另一方面,公司法也可以为其他投资者与控股股东争夺控制权提供可能的途径。例如,在前期制度设计的基础上,国美电器董事会的权力极度膨胀,这使得第二大股东贝恩资本所支持的经营管理层可以在一定程度上控制公司的经营决策,进而与第一大股东争夺公司控制权^[27]。

三、研究设计与案例简介

1. 研究方法

根据实际情况,本文采用了单一案例研究的方法,所选择的案例是鄂武商(股票代码:000501)。该企业具有较为完备的公司公告和媒体披露信息,并且第一大股东是国有资本,第二大股东是具有较强品牌知名度的民营资本,具有一定的典型性。两个股东之间进行了多轮次的控制权争夺,并最终形成了具有积极效应的结果,案例过程体现了混合所有制企业治理所普遍存在的激励相容问题。因此,该案例为本文揭示第二大股东与第一大股东冲突和制衡的研究提供了难得的机会,通过对案例中控制权争夺事件的讨论,可以更深入地分析民营第二大股东的的作用机理。

2. 案例介绍

鄂武商是一家国有上市公司,创建于1959年,是全国十大百货商店之一。1986年12月25日以武汉商场、中国工商银行武汉市信托投资公司、中国农业银行等为发起人,经市政府批准,改组设立本公司,1992年11月20日正式在深圳交易所上市,成为“中国商业第一股”^[28]。上市后,公司从一个“单体商场”发展成为集团化连锁经营企业。在2006年股权分置改革之后,非控股股东特别是第二大股东的实力显著增强,引发了公司前两大股东之间的控制权争夺。本文可以将“鄂武商”控制权之争”分为五个阶段,具体如表1所示。

四、案例分析与讨论

1. 触发第二大股东争夺公司控制权的诱因分析

只有在第二大股东存在制衡动机的基础上才可能激发其遏制第一大股东对其他股东的利益侵占的制衡行为。如果第二大股东具备制衡实力,却不愿意与第一大股东相抗衡,那么合谋就变得可能。触发第二大股东利用控制权争夺的手段来维护自身利益往往具有结构上的直接动因。基于前文的理论框架,不同的诱因可能并存,并且相互影响,最终引发企业内部的控制权之争。如果动因不支持有效制衡机制的运作,那么必然导致企业内部的“战争”。通过解析鄂武商案例中的控制权纷争过程,就可以梳理出有效的诱因组合。

(1) 股权性质引发的战略认知冲突是第二大股东寻求股权制衡的重要诱因。性质相同的大股东由于拥有共同的利益更易于结成控制联盟,并在一致行动的基础上,通过较为隐蔽的手段转移公司资源,谋取并分享控制权私利。与之相反,不同性质的大股东由于代表的利益主体不同,可能更倾向于互相监督和制衡,这有利于保护非控股股东权益。根据性质划分,鄂武商的第一大股东为武汉国资(后为武商联),属于国有股东,而第二大股东为浙江银泰,属于民营股东。据年报显示,两大股东之间不存在关联关系,但存在同业竞争情况。通常意义上第二大股东认为第一大股东倾向于采取有利于获取控制权私利的战略形式,因而对战略的认同度较低,这个问题对于混合所有制企业尤为突出。作为第一大股东的国有资产公司的主要职责是在鄂武商、武汉中百、武汉中商等三家上市公司之间优化资源配置,取得区域性的商业规模优势。当时,“武汉城市圈”在中部崛起战略中发挥着重要作用,第一大股东意在攫取更高的战略价值,而战略价值是控制权私利的一种存在形式;第二大股东的发展策略则是要通过自营式发展和投资式发展,“巩固浙江领导地位,复制区域领先优势,面向全国连锁扩张”^[9]。与私有控股股东不同的是,国有控股股东在实践中还可能会利用控制权追求一些非经济的、但可以实现某些社会价值的目标,这会使公司的经营活动偏离股东价值最大化的主要目标。因此,本文认为鄂武商的前两大股东因为性质不同而代表的利益主体不同,这是导致控制权争夺的关键。

采取多元化还是专业化的战略导向是股权性质引发控制权纷争的焦点。民营企业由于对于融资成本的认识程度远远比国有资本更为深刻,因此更注重主营业务的发展,倾向于首先做专做精。

表 1 鄂武商“控制权之争”关键事件与演化趋势

阶段划分	事件介绍
第一阶段(2004—2005年)两大股东甜蜜合作	2004年年初,浙江银泰百货有限公司(简称:浙江银泰)作为战略投资者,被引进武汉。2005年年初,浙江银泰转而投资鄂武商,并成为第二大股东,持有公司4.6%的股份。2005年4月底,浙江银泰与武汉国有资产经营公司(简称:武汉国资)合作的载体武汉银泰商业发展有限公司(简称:武汉银泰)成立。浙江银泰总裁周明海同时出任武汉银泰董事长。在武汉银泰,银泰系持有85.87%,武汉华汉投资管理有限公司(简称:华汉投资)持有14.13%,其中以拥有的占鄂武商总股本的2.43%作为出资。但华汉投资出资的股权一直未办理完过户手续,为股权纷争留下隐患。
第二阶段(2006年1月—2006年10月)两大股东首次对簿公堂	2006年4月,迟迟不能进入鄂武商最高决策层的浙江银泰蓄意发动首波“夺权”攻势。4月3日股权分置改革,银泰方面小幅增持,加上华汉投资2.43%的股权,落后武汉国资公司的股权比例不足1%。4月11日,第二大股东(当时为武汉银泰,持股10.64%)联合一致行动人通过二级市场再次增持鄂武商流通股,加上华汉投资2.43%,银泰系的持股总比例刷新至18.11%,超过了第一大股东持股17.23%,并于次日声称此次收购的目的是获取鄂武商的控股地位。8月初,武汉银泰和浙江银泰正式向鄂武商董事会提议召开临时股东大会,提出希望派人进驻鄂武商董事会的议案,并抛出“武广提租案”,向第一大股东武汉国资发难。9月14日,第二大股东及一致行动人的合计持股比例再次超过国资系。9月18日,武汉国资迅速对银泰的行动做出反应,夺回第一大股东地位。
第三阶段(2007—2010年)两大股东貌合神离	2007年3月,武汉国资与武汉经济发展投资(集团)有限公司(简称:武汉经发投)共同发起设立武汉商联(集团)股份有限公司(简称:武商联),整合后,武汉国资大股东地位由武商联集团代替。武汉商业大重组给银泰方谋求鄂武商控制权增添了障碍,此后4年间再无战事。
第四阶段(2011年3月—2011年7月)两大股东争夺战升级	2011年3月29日,第二大股东及其一致行动人实际持股为22.72%,超过国资系的股权22.68%,再度引发两大股东之间的控制权争夺。3月29日—6月3日,第一大股东及其一致行动人与第二大股东及其一致行动人之间的股权比例反复变动,前者三次夺回优势地位。7月4日,浙江银泰发出“致鄂武商全体股东之公开信”,指出他们已于6月17日在杭州对武商联以及鄂武商董事长等提起民事诉讼。而在此之前,武汉开发投资有限公司(简称:开发投,武商联一致行动人、鄂武商股东之一)于5月25日在武汉对浙江银泰提起了诉讼。截至2011年7月14日,公司第一大股东及一致行动人通过二级市场增持公司股份后,占公司总股本的29.99%。至此,控制权之争暂告结束。
第五阶段(2012—2014年)两大股东继续交锋	2012年,浙江银泰提议派发现金红利,但遭到控股股东否决。2014年5月13日,二股东浙江银泰派驻的董事代表及关系股东湖北银泰投资管理有限公司(简称:湖北银泰)向公司表达反对公司2013年不分红的意见,并继续提出2013年度的分红议案(提议每10股派现金1元),但最终赞成票仅占38.29%,控股股东再次赢得决定权。2014年8月,在参与民营金融的问题上,鄂武商董事会内部又起争议。最终,鄂武商发布公告称,公司第七届五次临时董事会于8月28日采取通讯表决方式召开,审议通过了《关于参股湖北消费金融公司的议案》 ^[29] 。

注:1995年1月,鄂武商和国际管理公司合资成立的武广公司与鄂武商订立20年租约,规定从武广开业起到首个10年结束时,租金逐年递增,自第11年起,重议下一个10年的租金。2006年8月初,浙江银泰向鄂武商董事会提议增加武汉广场租金,第一大股东认为第二大股东在干预经营决策而拒绝;2006年9月11日,银泰系向股东大会提交了一项临时提案,要求重新审议1995年鄂武商与武汉广场管理有限公司签订的租赁合同,大幅提高租金。提租议案可谓用心良苦,如果第一大股东对此议案投反对票,则将背上损害全体股东尤其是广大中小股东利益的“恶名”。“武广提租案”的群众基础甚好,广大小股东为了自己的利益,在网上庄严投票;9月21日,表决通过“武广提租案”,将武汉广场租金从每年6545万元提高到2.17亿元。
资料来源:作者根据张媛春和邹东海^[9]及参考新浪财经上市公司公告整理。

而国有企业在融资渠道和规模上具有先天的优势,因而融资成本较低,更为倾向于采取多元化的方式经营,提高收益。本案例中,浙江银泰作为第二大股东,认为国有第一大股东过于偏好多元化投资。而国有第一大股东面对其他投资者的反对,仍然强调实施多元化投资。2013年,武商联想经营电

商,而浙江银泰根据对电商的深度研究认为,传统行业很难做好电商,像银泰系与阿里巴巴的合作比较长久,所以双方眼光都比较长远,如果传统零售商自己做电商则失败概率很高,但浙江银泰的反对意见未被接纳。2014年8月,武商联又拟参与民营金融,代表第二大股东利益方的董事邹明贵、汪强及独立董事余春江再投反对票。他们认为,投资金融类公司及业务不在主业范围之内;消费金融公司产品与各类银行产品相比无竞争优势,其风险还具有一定的滞后性;同时,金融机构与股东之间的业务往来,若过度发展往往会造成风险积聚^[29]。固然,实施多元化战略可以保持公司业务链的收入平稳,降低企业风险,但也不可能损害公司价值,因为投资者可能利用多元化战略谋取私人利益。因此,本文认为国有第一大股东准备推行的多元化投资是攫取私利的形式之一,显然得不到追求营业利润的民营股东的支持。

(2)收益导向引发的现金流权冲突是第二大股东寻求股权制衡,争夺公司控制权的直接诱因。张旭辉和黄雷^[18]认为股东的收益是根据现金流权决定的,当控股股东进行控制权私利行为时,第二大股东受到的损失会随现金流权的增大而增大,因此,当第二大股东的现金流权较大时,其监督和制衡行为的激励性就越大。在本案例中,第二大股东认为第一大股东以限发红利的形式获取私利。鄂武商自上市以来,除了2000年实施每10股派0.40元(含税)和2009年实施每10股派2元(含税)外,几乎没有分红。2012年,第二大股东又主动向公司提请分红议案,结果遭到第一大股东的反对。但第二大股东认为不分红不合理,因为银泰方提请的现金分红方案只涉及资金约5000万元,而截至2013年末,鄂武商累计未分配利润已高达10.60亿元。2014年,第二大股东继续提请公司股东大会增加2013年度现金分红方案(要求每10股派现金红利1.00元),最终议案以61.70%的反对票未获通过。本文认为,当控股股东的某些行为可能损害其他股东的利益时,势必会引起其他股东不满。浙江银泰的现金流权比较大,鄂武商长久不分红必然激发浙江银泰争夺控制权实现自身收益的动机。

(3)股权比例与董事会席位之争是第二大股东通过“话语权”实现股权制衡的重要标志。在经典的股权结构和一股一票制的机制设计下,第一大股东拥有比较多的“话语权”,有可能实现对企业战略导向和现金流权的控制。但是,在股权相对集中的情况下,所占比例较大的第一大股东固然掌握着相对控制权,其他大股东也具有较大的制衡能力,他们可以联合其他投资者共同抗衡第一大股东,甚至可以以出让部分股权给其他投资者的方式来威胁第一大股东的相对控制权,因而在某些场合甚至可以产生举足轻重的影响^[24]。

根据新浪财经网的鄂武商公告可知,2006年6月之前,第二大股东一直持有鄂武商不到10%的股权,2006年6月之后其持股比例增长到14%左右(虽在2012年时有所下滑,但也一直保持在13%左右)。而第一大股东持股比例在2006年之前高达29.75%,2006年4月其持股比例下降至17.23%,且在2012年前的持股比例一直低于20%,自2012年后持股比例逐渐上升,并一直保持在23%左右。两大股东持股比例变化的最直接原因是实施股权分置改革后,公司的股权结构发生明显变化。具体来说,2006年3月的股权分置改革方案实施后,第一大股东(当时为武汉国资)的持股由29.75%下降至17.23%,同时使第二大股东的持股比例由4.60%增至7.47%,且第二大股东与其一致行动人(当时为武汉银泰)的持股比例由13.11%增至14.72%,减小了前两大股东之间的持股差距。第一大股东的相对控股地位在弱化,第二大股东持股比例则逐渐增加,这为后来的控制权争夺埋下了伏笔。

2006年4月13日,第二大股东浙江银泰与其关联方的股权占公司总股本18.22%,超过了第一大股东的持股比例(17.23%),由此引发了双方之间的第一次争夺。此外,浙江银泰分别于2011年3月28日、4月6日、4月13日向公司发函,称其在二级市场增持公司股份,浙江银泰与其关联方持有的股权占公司总股本的24.48%,成为第一大股东。而在这一过程中,武商联分别于3月29日、4月8日、4月13日、6月1日与武汉经发投、开发投等签署《战略合作协议》等,成为一致行动人关

系,并合计持股 24.67%,再度成为公司第一大股东。6月9日,武商联及其控股股东国资公司、武商联一致行动人武汉经发投通过增持股份、一致行动人累计持股 29.67%。截至7月14日下午收市,持股总数占公司总股本的 29.99%。虽然控股股东最终取得了控制权主导地位,但以上每次控制权争夺都使第二大股东获得了一定的话语权及“好处”。两大股东持股比例的动态变化表明,在主要投资者股权比例较为接近的情况下,股权比例较小的股东还是可以通过某种方式来影响企业的经营决策,保护自己的利益^[30]。

据董事陈晓东公开透露,在鄂武商最初的 11 名董事席位中,第一大股东的代表拥有绝大多数席位,掌握着绝对话语权,而与之持股比例相当的浙江银泰的代表只有 1 个席位。尽管浙江银泰在之后一直努力争取扩大自己的代表席位,但直到 2011 年,即使在董事会中武商联占据 6 席、浙江银泰占据 5 席这样一种看起来相对平衡的董事会格局中,第一大股东仍然保持了强势的地位。浙江银泰方面称,“董事长为逼迫银泰方董事签署文件曾扬言威胁要‘赶走’银泰提名的两位高管,未经董事会审议擅自用董事会名义发布公告”^[31]。不难看出,因为前两大股东性质的不同,国有控股股东势必要努力掌控董事会的话语权,这使得第二大股东难以获得与其持股比例相当的董事会席位和实际影响力,而这种情况又会反过来激发其争夺控制权的行为。

混合所有制企业中第二大股东发动控制权纷争的真正动因是直接利益导向的冲突,其根源在于国有资本与民营资本之间由于价值诉求差异而引发的战略认知冲突,而最终股权制衡的决定性行为动机都会集中在股票份额以及董事会席位之争上。

2. 第二大股东争夺控制权的路径

通过对案例的剖析,本文发现第二大股东会通过引入关系股东、争取董事会席位及利用法律制度等具体路径制衡控股股东,具体如表 2 所示。

路径	描述
路径一:引入关系股东	2006 年 1 月 6 日,浙江银泰主要借助武汉银泰的力量,首次向国资系举牌,发布《股东持股变动报告书》。2007—2010 年,浙江银泰与湖北银泰签订一致行动人关系,2011—2014 年,浙江银泰与湖北银泰、浙江银泰投资有限公司签订一致行动人关系。
路径二:争取董事会席位	2007 年,尽管与第一大股东持股比例相当,但在鄂武商的 11 名董事中,第二大股东只占有 1 个席位,直到 2011 年,第二大股东才争取到 3 个董事席位,并获权推举了 2 名独立董事。
路径三:法律适用	2011 年 8 月初,银泰方正式向鄂武商董事会提出召开临时股东大会的请求,提出希望派人进驻鄂武商董事会的议案,但鄂武商董事会置之不理;8 月 19 日,银泰方又就上述同样议案向鄂武商监事会提出召开临时股东大会的请求,却收到了鄂武商监事会“近期不宜召开临时股东大会”的回复意见。为维护自身权益,银泰方于 9 月 1 日正式通知鄂武商董事会,将根据《公司法》和《公司章程》的有关规定,依法作为召集人自行召集临时股东大会。

资料来源:作者根据张媛春和邹东海^[32]及参考新浪财经上市公司公告整理。

3. 第二大股东争夺控制权的实际影响

随着产权改革的推进,民营第二大股东已经逐渐将国有控股股东的控制权置于市场的竞争风险中。民营第二大股东是否应该参与控制权竞争?控制权争夺究竟给鄂武商带来了怎样的影响?

(1)控制权争夺使浙江银泰及中小股东获得了更多的财务收益及决策话语权,也改善了公司绩效。2006 年 8 月初,武汉银泰和浙江银泰提出的“武广提租案”由于群众基础甚好,最终以微弱优势成功通过。此议案的通过不仅使自己得到了利益好处,也满足了中小股东的利益需求。2006 年年底,始终窥视不到武商集团大股东之位的浙江银泰,暂时放弃大股东之争,选择与武汉国资系和解,

其旗下银泰百货则以拿下中南路上的世纪中商借道进军武汉市场^①。

从长期成长能力看,公司的净利润增长率从2004年-459.33%逐渐上升到2007年159.66%,2008—2014年虽有所下降但趋于平稳。总体上看,本文并没有发现公司的盈利存在较大的异常损失。公司2007年业绩有大幅度的提升,其中很重要的一个原因就是“武广提租案”最终得到执行。另外,2007年3月16日,浙江银泰在中国香港招股顺利完成。浙江银泰在中国香港上市的主要资产包括浙江银泰在浙江的5个百货店、鄂武商22.62%的股权、S百大29.88%的股权和中兴商业1.87%的股权,鄂武商已成为浙江银泰上市的主要资产。与百大集团相比,鄂武商的资产质量和市场影响力更胜一筹,特别是其对湖北百货市场的强大影响力更加彰显了它的战略地位和内在战略价值^[32],因此,不管最终浙江银泰是否能争取到鄂武商的第一大股东地位,进行控制权争夺的最终目的其实质是追求利润最大化,而改善公司治理、提升公司盈利能力、推进公司发展也符合鄂武商其他利益相关者的共同利益。

(2)控制权的竞争压力促使公司的决策质量有所提升。浙江银泰在2012、2014年陆续提出分红议案。虽然议案最终未获通过,但由于其他股东较上市公司管理层和国有大股东更加关注公司盈利,通过提案和举牌事件,形成的压力将有效传递到公司管理层,公司控股股东会更加注重对股东的回报决策。2014年8月底,在参与民营金融的问题上,代表第二大股东利益的董事邹明贵、汪强及独立董事余春江考虑到公司发展中心、投资风险及对未来发展战略等问题,对此持反对意见。但最终审议还是通过了《关于参股湖北消费金融公司的议案》。2014年9月23日,鄂武商披露股权激励草案^②,由于在2014年5月召开的年度股东大会上,浙江银泰提议的分红议案遭到否决,8月底浙江银泰反对公司参股湖北消费金融公司的理由又是希望公司将精力集中在主营业务上;因而在本次具体的股权激励草案中,鄂武商设定了“主营业务收入占营业总收入90%以上”的条件,应该是变相接受了银泰方的建议,其用意值得揣测。总之,浙江银泰作为优秀的民营资本,拥有先进的管理经验,其参与鄂武商的经营管理,能够将民营企业灵活的激励机制和决策机制带入公司。在公司的管理决策中,公司第一大股东及管理层先是不顾浙江银泰的反对,积极参与民营金融,但在后来的股权激励草案中又在一定程度上认可了浙江银泰集中主营业务的建议,说明浙江银泰一直考虑的投资风险等问题使公司的第一大股东逐渐意识到提高决策质量的重要性,这将对公司未来运营产生积极影响。

由此可见,在存在第二大股东的情况下,前两大股东之间的控制权争夺可以调节第一大股东的自由裁量行为,在一定程度上抑制第一大股东的控制权私利行为。实践中,来自其他大股东的制衡压力会增加第一大股东获取控制权私利的难度,迫使其更加注重投资者回报,采取与自身利益主张存在一些偏差,但对公司总体运营产生积极影响的实际决策。本文据此提出第二大股东的制衡机理模型(见图1),此模型阐述了第二大股东的制衡逻辑,即第二大股东想要制衡第一大股东会受到股权性质、现金流权、股权比例等因素的影响,第二大股东进行控制权争夺主要通过引入关系股东、争取董事会席位、运用法律制度等具体路径。

① 2006年9月,围绕武商集团第一大股东的“头把交椅”,当时的武汉国资与“银泰系”展开了长达一年多的较量角逐。银泰系此举的真正意图是想进一步向武汉国资争取取得更多利益,争取更多话语权。2007年11月,浙江银泰收购武汉世纪中商,高调进入湖北百货领域,并期望整合在湖北的产业,目前在湖北共有6家门店。据了解,浙江银泰及湖北银泰由中国银泰投资有限公司控股。浙江银泰已连续6年稳坐浙江百货业头把交椅,并于2007年在中国香港上市。

② 以6.8元/股向激励对象授予2495.2万股限制性股票,其业绩考核条件中,2016年和2017年仅要求净利润和净资产收益率有所增长。根据草案,本次激励对象包括公司董事长刘江超以及7位副总经理职务的8名高级管理人员,以及其他233名核心骨干员工。该股权激励计划有效期为5年,包括2年锁定期和3年解锁期,锁定期满后为解锁期,激励对象可在符合解锁条件后按33%、33%和34%比例解锁。

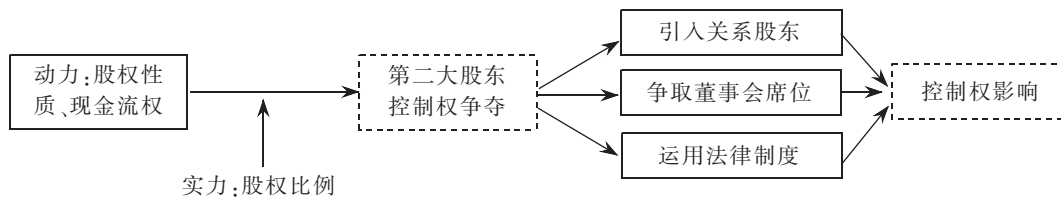


图1 第二大股东制衡机理模型

资料来源：作者绘制。

五、对策与建议

从“鄂武商控制权之争”的案例中不难发现，混合所有制企业中民营股东将对企业发展发挥越来越大的作用，这种对国有控股股东的制衡作用与第二大股东的股权性质、现金流权、持股比例高度相关。第二大股东通过引入关系股东、争取董事会席位、运用法律制度等具体路径制衡控股股东，通过控制权市场化行为，能够对大股东的战略行为进行纠偏，形成良性的股权制衡。立足中国资本市场发展和混合所有制企业改革的推进，可以从以下几个方面发挥第二大股东的公司治理价值。

1. 混合所有制企业引入非公资本宜“精”而不宜“多”，要发挥第二大股东的治理效应

作为国有企业深化改革的重要举措，新一轮混合所有制改革必然将引入民营资本和外资资本作为重要手段，进一步发挥金融市场的价值，盘活资本存量，推动企业不断发展。在引入外部非公有资本时，不仅仅是为企业引入资本要素，提升企业的财务能力，更为主要的是通过引入具有较强市场能动性的外部资本来推动原有企业治理结构的优化和战略决策能力的提升。因此，在引入投资者时保持适度的股权集中度，有意识地打造第二大股东，相比引入分散的小股东而言，更能起到股权制衡的效应，发挥外部资本的治理效率。其依据就在于第二大股东能够通过相对较高的现金流权和持股比例来影响和发挥自身的决策效率，形成“第二大股东效应”，更为有效地提高参股股东的信心，通过引入关系股东、获取董事会席位等手段，对企业的治理和决策效率提升提供帮助。应该说，在推动国有企业股权改革的过程中，利用市场化的手段，慎重选择和引入具有较强实力的第二大股东，更有利于当前中国资本市场环境下的企业治理优化。

2. 完善以接管为主要功能的控制权市场是充分发挥参股股东价值的外部制度基础

高闯和关鑫^[39]指出，利用“社会资本控制链”等形式，大股东可以加强其对股东大会、董事会和经理层的实际控制。其他大股东作为投资人在进入公司后，通常有权对公司治理、激励机制做出比较大的改变，从而能保护自己的利益，这显然会与控股股东控制权私利最大化的目标产生矛盾。股权分置改革顺利进行后，中国上市公司国有股东的股权比例逐渐下降，股权结构从高度集中转为相对集中。在多元化股权结构下，国有上市公司的控制权不可避免地要经历与非控股股东特别是第二大股东的激烈争夺。因为第二大股东和第一大股东一样对公司具有较大影响力，只有在第二大股东选择了制衡而不是与第一大股东合谋，公司治理结构的优化和积极的效果才有了比较现实的基础。在中国特殊的政治经济制度环境下，根植于传统儒家文化的“关系治理”是中国家族企业的一个典型特征，因此，家族企业中控股股东与其他股东之间更多的存在一种天然的纽带关系。但当非控股股东特别是第二大股东与控股股东不存在亲密关系时（特别是在非家族企业中），怎样考虑其他大股东的利益是当下值得思考的问题。据此，①企业应认识到其他重要投资者的治理作用，避免过度追求“一股独大”，构建合理的股权结构，积极引入战略投资者。企业可引入实力雄厚的基金及自然人。一方面，为了尽量减少利益相关者之间的矛盾及控股股东控制权地位的不稳固，可提前与战略投资者达成一致协议，如只涉及财务投资而不涉及具体经营管理，并承诺会遵循战略投资者提出的分红要求，如此，不仅能大幅缓解公司财务结构尴尬的局面，补充公司流动资金，同时会让大股东获得更大的实际控制权（尽管控股股东的股权已被稀释），以便于公司的经营管理；另一方面，为了增

强企业活力,企业可鼓励相关战略投资者不仅可以涉及财务投资,也可以涉及具体经营管理,但控股股东应该提前预防随时可能发生的控制权争夺,并不断规范企业的经营管理,满足战略投资者的投资需求,减少不必要的效率损失。②政府相关部门,特别是地方“国资委”,应该尊重公司整体的发展战略,适当调节公司投资者之间的矛盾冲突,而不是仅仅维持国有控股股东的地位。国有第一大股东应充分考虑民营第二大股东作为战略投资者可能发挥的治理作用,在尊重第二大股东意愿的前提下,做出相关的战略决策。实践中,国有控股股东应该反思民营第二大股东为什么要与之争夺控制权,第二大股东争夺控制权是否有理有据;如果第二大股东争夺控制权是为了保护自身的合法权益,那么,地方“国资委”可能要从当地以及企业的整体发展战略出发,适当引导国有企业采取公平公正的市场竞争方式,减少行政干预。通过行政化的方式配置资源、设定公司经营目标甚至过度追求“政治关联”在短期看也许便捷有效,但可能违背“鼓励和支持非公有制经济发展”的原则。

3. 要明确董事会治理作用对投资者的重要性,强化董事会的监督职能

不管是实践经验还是学术研究都证明企业内部的监督机制并不尽如人意。在公司现有的治理结构下,董事会的席位显得特别重要。第二大股东在董事会中派驻董事,其实质是希望该董事能够在董事会中充分传达和交流非控股股东的利益诉求,强化董事会的监督职能。一直以来,投资者更偏好投资那些董事会更加独立的公司。由于公司治理特征的潜在绩效影响,投资者决定投资该公司时应考虑强化董事会的监督职能。据此,①较大的投资者应该积极采取“联合一致行动人”的方式要求在董事会中派驻董事。在以往的实践中,即使在股权相对集中的公司,第二大股东所持股份即便是稍低于控股股东的持股比例,也很难在董事会中拥有相应席位。尽管其他投资者的持股比例与控股股东相比要小得更多,第二大股东仍然可以联合这些小的投资者一起行动,并利用合计的持股比例合理要求增加相应的董事会代表,强化公司董事会的监督能力,从而削弱第一大股东在董事会安排中的权力。②投资者应该监督公司外部独立董事的选拔。多年来,中国国有企业存在“政府一股独大”、“内部人控制”等特征,在一般情况下,第一大股东决定了独立董事的选拔。第二大股东作为实力较大的投资者,除了要争取委派董事进入董事会外,还应积极出席关于独立董事选拔的董事会会议,对不满意的独立董事选拔的决策作出反对意见,并主动寻求相关独立董事的支持。③投资者应该要求公司采取两职分离的董事会领导结构。在以往的中国上市公司中,总经理、董事长两职合一的现象比较普遍,后来的改革政策则形成了总经理和董事长两职分离的改革导向。投资者要求公司采取两职分离的领导结构,实质上是强化董事会的监督职能,通过减少总经理对董事会的干预来加强董事会对总经理的监督。

4. 要将第二大股东的控制权争夺确立为企业必备的“相机治理”策略

立足中国公司治理转型的时代背景,审视大股东之间的控制权竞争,更多的只是一种态势而非目的。大股东之间真正的关系应该是大股东共存。对于第二大股东来说,争夺控制权有时是为了获得更大的话语权和更大的经济利益;但是,争夺控制权也应追求公司的长远利益,而不仅仅考虑自身利益。对于国有第一大股东来说,如何对民营股东实施更好的激励也是当下值得思考的问题。在国有企业改革中引入混合所有制的形式,就是期望国有资本与民营资本等不同属性资本之间交叉持股、相互融合,产生更加积极的治理效果,改变部分国有企业长期存在的两权不分、政企不分、社企不分、党企不分等现象^[34]。因此,国有企业为了更好地激励战略投资者,必须学会实施股权激励、期权激励。通过对公司控制权的配置,激发第二大股东参与公司治理的积极性,始终将控制权作为企业核心的决策权,进而影响企业的战略、收益分配与人事安排。国有控股股东要持续性地获得企业的经营权,就需要通过合理使用企业的最终控制权,制定符合企业长期发展的战略以及满足不同利益相关者价值诉求,否则,必然引起以第二大股东为代表的利益群体对公司控制权的争夺,让国有控股股东始终处于控制权争夺的忧患之中。这样的治理理念将对当前国有企业战略转型,以及竞争力塑造起到非常重要的作用。

在中国深化改革、推进转型的特殊时代背景下,如何构建混合所有制企业有效的股权制衡机制是值得深入探讨的重要命题。在立足传统公司治理框架,解决股权结构中不同利益相关者激励相容的基础上,更要关注第二大股东作为理性投资者进行策略性行为选择的诱因与绩效。第二大股东并非一定要采取控制权争夺的方式进行股权制衡,这种行为的发生既需要具备制衡第一大股东的诱因,还需要具备制衡第一大股东的的能力,因此是一种相机治理行为,高度依赖管理情境的动态变化。本文只是以鄂武商个案作为研究对象,研究结论还有待经过大样本数据的实证验证。第二大股东发挥制衡的作用是否主要受到股权性质、现金流权、股权比例等因素的影响,抑或还有其他重要因素;第二大股东通过引入关系股东、争取董事会席位、运用法律制度等路径进行制衡,抑或还有其他重要路径,这些问题都有待后续研究的不断深入和完善。

[参考文献]

- [1]Jensen, M., Meckling, W. Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs,and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,(4):305-360.
- [2]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. Corporate Ownership around the World[J]. The Journal of Finance, 1999,54(2):471-517.
- [3]Laeven, L., Levine, R. Complex Ownership Structures and Corporate Valuations[J]. Review of Financial Studies, 2008,21(2):579-604.
- [4]Maury, B., Pajuste, A. Multiple Large Shareholders and Firm Value[J]. Journal of Banking and Finance, 2005, 29(7):1813-1834.
- [5]郝云宏,朱炎娟,金杨华. 大股东控制权私利行为模式研究:伦理决策的视角[J]. 中国工业经济, 2013,(6):83-95.
- [6]López-de-Foronda, Ó., López-Iturriaga, F.J., and Santamaría-Mariscal, M. Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework:International Evidence[J]. Corporate Governance:An International Review, 2007,15 (6): 1130-1143.
- [7]魏明海,黄琼宇,程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 管理世界, 2013,(3): 133-147.
- [8]唐克敏. 关于国有企业改革的系列问题思考[J]. 经济问题, 2014,(1):25-30.
- [9]张媛春,邹东海. 国有股东的控股地位和控制权市场竞争——基于“鄂武商事件”的案例研究[J]. 经济管理, 2012,(8):53-64.
- [10]程敏英,魏明海. 关系股东的权力超额配置[J]. 中国工业经济, 2013,(10):108-120.
- [11]Faccio, M., Lang, L.H.P. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2002,65(3):365-395.
- [12]Bloch, F., Hege, U. Multiple Shareholders and Control Contests[R]. MPRA Paper, 2003.
- [13]Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., and Rizeanu, S. The Governance Role of Multiple Large Shareholders:Evidence from the Valuation of Cash Holdings [J]. Journal of Management and Governance, 2013, 17(2):419-451.
- [14]刘星,刘伟. 监督,抑或共谋?——中国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J]. 会计研究, 2007,(6):68-75.
- [15]陈信元,汪辉. 股东制衡与公司价值:模型及经验证据[J]. 数量经济技术经济研究, 2004,(11):102-110.
- [16]李忠海,张涤新. 基金持股与公司绩效:基金作为第二大股东持股的视角[J]. 上海经济研究, 2011,(1):68-78.
- [17]Shleifer, A., Wolfenzon, D. Investor Protection and Equity Markets [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66(1):3-27.
- [18]张旭辉,黄雷. 多个大股东股权结构对股权代理成本的影响[J]. 开发研究, 2012,(5):93-97.
- [19]Zwiebel, J. Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control [J]. Review of Economic Studies, 1995, 62(2):161-185.
- [20]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998,106(6):1113-1155.
- [21]Laeven, L., Levine, R. Beyond the Biggest:Do Other Large Shareholders Influence Corporate Valuations[R]. University of Minnesota, 2004.

- [22]Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F.J., and López-de-Foronda, Ó. The Contest to the Control in European Family Firms:How Other Shareholders Affect Firm Value [J]. Corporate Governance:An International Review, 2008,16(3):146-159.
- [23]Cheng, M., Lin, B., Wei, M. How Does the Relationship between Multiple Large Shareholders Affect Corporate Valuations? Evidence from China[J]. Journal of Economics and Business, 2013,(70):43-70.
- [24]Belot, F. Shareholder Agreements and Firm Value:Evidence from French Listed Firms[EB/OL]. Http://Ssrn.Com/Abstract=1282144, 2010.
- [25]Burkart, M., Gromb, D. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997,112(3):693-728.
- [26]辛清泉,梁政山,郭磊. 非控股股东派驻董事与国有企业总经理变更研究[J]. 证券市场导报, 2013,(4):45-49.
- [27]祝继高,王春飞.大股东能有效控制管理层吗?——基于国美电器控制权争夺的案例研究[J]. 管理世界, 2012,(4):138-152.
- [28]杨黎. 控制权争夺对公司治理与公司绩效的影响分析——以武商集团股份有限公司为例[D]. 中山大学, 2010.
- [29]大众证券报. 鄂武商三董事反对涉足消费金融或与股权争夺有关[EB/OL]. Http://Finance.Sina.Com.CN/Stock/S/20140829/101420159679.Shtml/2014-08-29.
- [30]郝云宏. 少数股也可以谋取企业的相对控制权[J]. 中外企业家, 1998,(6):42.
- [31]钱江晚报. 银泰向鄂武商股东“隔空喊话”高管不为争控制权[EB/OL]. Http://News.Hexun.Com/2011-07-05/131161253.Html/2011-07-05.
- [32]安宇宏. 混合所有制经济[J]. 宏观经济管理, 2014,(8):85.
- [33]高闯,关鑫. 社会资本、网络连带与上市公司终极股东控制权——基于社会资本理论的分析框架[J]. 中国工业经济, 2008,(9):88-97.
- [34]李维安. 深化国有企业改革与发展混合所有制[J]. 南开管理评论, 2014,(3):1.

Balance Mechanism of Control in Mixed Ownership Enterprise ——Case Research Based on the “E Wushang Control of Contention”

HAO Yun-hong, WANG Qian

(School of Business Administration, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Governance structure in mixed ownership enterprise is the most important problem for deepening the reform of national firms and promoting the market comprehensively in China. The power of the second largest shareholders in private companies is strengthening along with state-run equity and the private equity integration deepening. Because an ineffective balance of equity relationship between those capitals will directly lead to the loss of efficiency, which is caused by conflicts of control. It is necessary to know motivations, paths and ultimate results of equity balance between the state-run equity and the private equity, in order to find the solution of incentive compatibility between these two equities. This paper studies the balance mechanism between the second largest shareholders in private companies and the largest shareholders in state-owned companies based on the case of “E Wushang” after Chinese equity division reform, according to the new characteristics of equity structure of listed companies and the theory of shareholder relations. The results show that appropriate contention between the private shareholder and the state-owned shareholder is consistent with efficiency principle. The motivation of balance mechanism is affected by ownership properties, cash flow rights and shareholding ratio. Equity participate shareholders can balance the large shareholders by introducing associated shareholders, striving for board seats and application of law. It explains second-largest shareholder’s influences in the mixed ownership enterprise from ownership control perspective, which provides a reference to reconcile “control conflict” between private shareholders and state-owned shareholders in state holding enterprises.

Key Words: mixed ownership; balance mechanism of control; the second-largest shareholder; E Wushang

JEL Classification: G34 D03 M14

[责任编辑:鲁舟]