

【案例研究】

基金参与公司治理:行为逻辑与路径选择

——基于上海家化和格力电器的案例研究

王珏¹, 祝继高²

(1. 对外经济贸易大学金融学院, 北京 100029;

2. 对外经济贸易大学国际商学院, 北京 100029)

[摘要] 基金参与公司治理是解决公司股东与经理人委托—代理关系的有效途径之一。本文基于基金控制权视角,对基金参与上海家化和格力电器公司治理的行为进行分析,研究发现,由于在基金参与公司治理中社会资本的缺失,需借助大股东或管理层来完善其社会资本控制权。在大股东相对控股的情形下,当大股东和管理层之间发生委托—代理冲突时,社会资本控制权的稳定性受到冲击,基金会权衡大股东权力和管理层权力的强弱,选择支持最有利于其实现控制权的一方。基金动态调整其控制权的路径是:先利用股权资本进行外部治理,然后依靠股权参与公司内部治理来构建其对企业的社会资本控制权,在调停大股东和管理层的矛盾后,基金继续持有还是出售股份取决于其在内部治理过程中是否实现了控制权的稳固。本研究为基金等机构投资者参与公司治理、各利益相关方及监管机构的决策提供参考。

[关键词] 基金; 公司治理; 上海家化; 格力电器

[中图分类号]F271.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)05-0135-13

一、问题提出

随着中国资本市场的不断发展,证券投资基金(以下简称基金)的投资占市值比例越来越高,已经发展成为关乎资本市场兴衰的重要力量^[1]。已有研究较多关注基金对资本市场稳定性的影响^[2,3],基金投资业绩^[4]以及基金持有者行为^[5],对基金参与上市公司治理的研究集中于基金持股对公司治理水平的影响^[6-8],而对基金积极参与上市公司治理行为研究较少。原因主要是中国的基金有双10%比例的限制^①,通常采取用脚投票,不直接干预上市公司的治理。但随着基金的不断发展,其主动参与上市公司治理的动力越来越大,主要来源于两方面:一是流动性问题,虽然一家基金持有上市公

[收稿日期] 2015-01-10

[基金项目] 国家社会科学基金项目“基金家族特质对基金投资行为及绩效影响研究”(批准号14CGL067);国家自然科学基金项目“董事投票行为研究:影响因素与经济后果”(批准号 71472042);国家自然科学基金项目“产业结构引导、融资结构选择与资本配置效率”(批准号 71472040)。

[作者简介] 王珏(1981—),女,内蒙古鄂尔多斯人,对外经济贸易大学金融学院讲师,管理学博士;祝继高(1982—),男,浙江建德人,对外经济贸易大学国际商学院副教授,管理学博士。

① 《基金管理暂行办法》规定:1个基金持有1家上市公司的股票,不得超过该基金资产净值的10%;同一基金管理人管理的全部基金持有1家公司发行的证券,不得超过该证券的10%。

司的比例不超过上市公司总市值的 10%,但是有些基金重仓的上市公司,所有基金合计持股比例很高,一旦用脚投票,股价将受到很大的影响;二是很多基金开始实行指数化投资策略,对一些重要指数的成分股公司,通常不会仅仅因为公司治理短期出现问题就出售投资组合中的股票,因此对于其资产组合中的公司,基金会比以前更关注其业绩与经营的变化,以积极的态度介入公司的治理。那么,基金如何参与上市公司的公司治理,依据怎样的行为逻辑和路径? 这些问题是学术界和实务界共同关注的问题。

基金积极参与上海家化联合股份有限公司(股票代码:600315,以下简称“上海家化”)和珠海格力电器股份有限公司(股票代码:000651,以下简称“格力电器”)的公司治理案例为本文研究基金积极参与公司治理的行为逻辑和路径选择提供了很好的对象。国内外已有的关于基金参与公司治理的研究主要围绕两方面展开:一是探讨基金的投资目的究竟是短期还是长期^[6,9];二是探讨基金是否能够发挥积极的公司治理作用^[7,10-12]。控制权是公司治理的核心,基金作为股东能否发挥积极的公司治理作用必然离不开对其控制权的讨论,本文在已有的基金的研究框架下,借鉴 Berle and Means^[13]关于控制权的定义,将控制权引入到基金的研究中,从基金控制权的缺失、基金控制权构建、委托—代理冲突下控制权的重构来分析基金的治理行为。同时,上海家化和格力电器的案例中大股东与管理层的控制权冲突为本文深入探讨基金的治理路径提供了宝贵的研究情境。在案例研究的基础上,进一步提炼了基金的控制权对公司治理的影响,以期回应关于机构投资者治理作用研究的理论争论,完善基金治理研究的理论框架。

二、理论分析与研究命题

1. 基金股东的股权控制与社会资本控制

基金作为中国资本市场最重要的机构投资者,近十年来在投资上市公司中逐步放弃单纯的“华尔街规则”^①,由消极治理向积极治理转变,并在上市公司治理中扮演着重要的角色。基金通常持股较多,在资本市场抛售股票可能引发股价的大幅度下挫,损害其资本价值,因此有动机去积极发挥其对上市公司经营绩效的监督和促进作用,从而达到保护自身资本价值的目的^[8]。Shleifer and Vishny^[14]最早提出了机构投资者的股东积极主义观点:机构投资者为避免因信息不对称等因素带来的被动损失,将通过其获得的较多投票权来实现其监督并促进公司业绩的动机,并在适当的时候予以纠正和实施影响以获得相应的切身收益。与其相对立的消极主义观点认为,机构投资者的行为取决于其背后经理人的动机,而经理人往往会因为季度业绩等与自身薪酬挂钩的短期考核指标而导致行为上的短期化,即被投资公司的当期利润被重点关注,长期经营和治理决策则不被机构投资者所关心^[9,15]。Chen et al.^[16]认为机构投资者会在治理收益和交易收益之间进行权衡以选择他们认为更有利的一种投资策略,长期型的机构投资者追求的是治理收益,短期型的机构投资者追求的是交易收益,这也是机构投资者从自身投资收益和成本出发进行权衡后的结果,实证结果表明长期型的机构投资者有强烈动机去影响公司的重要决策。

当作为长期投资者的基金有强烈的动机去影响企业的重要决策时,就开始谋求其对企业的控制权。现有的研究指出,控股股东的控制权可以通过股权资本控制链和社会资本控制链共同实现。Berle and Means^[13]定义的企业控制权强调了股权,即股票持有者所具有的、与其拥有的股票数量相应的权利和义务。现有关于控制权的研究也主要集中于股权控制。Shleifer and Vishny^[14]指出,一定的股权集中度是必要的,因为大股东具有限制管理层牺牲股东利益、谋取自身利益行为的动机及能力,可以更有效地控制经理层的行为,有助于增强并购市场运行的有效性,降低经理层代理成本对

① “华尔街规则”,即对公司经营绩效不满时,就在股票市场上抛售手中持有的股票,因此被形象地称为“用脚投票”。“华尔街规则”是股东为保护自身利益而采取的规避风险的行为,这种行为方式虽然能够确保运营资产的流动性,规避风险,但却放弃了对公司的控制权,在一定程度上促使了公司控制权从股东向经营者的转移。

大股东行为的影响。然而,股东对公司的控制不仅取决于股权,高闯和关鑫^[17]提出了“社会资本控制链”,认为社会资本本身是一种现实或潜在的资源,是嵌入社会网络的资源中获得的,借助于这种社会连带,行动者可以汲取或动员这些现实或潜在的资源,并指出企业股东可以通过动员社会资本来获取企业的实际控制权。赵晶等^[18]指出股权资本控制链与社会资本控制链交织使用的规律。高闯等^[19]研究了在股权较为分散的情境下,终极股东如何通过股权资本控制链和社会资本控制链实现对上市公司的控制。祝继高和王春飞^[20]用国美电器的案例研究证明了社会资本控制是企业控制权的组成部分,并对股权资本控制有一定的替代效应。高闯和关鑫^[17]将社会资本划分为组织内社会资本和组织外社会资本,组织内的社会资本就是组织内成员之间的信任和连带关系,而组织外社会资本源于与外部的社会连带。关于组织外社会资本,用 Acquaah^[21]对社会资本的定义更为形象,企业的社会资本是企业所具有的与地方政府、其他公司高层、银行机构、社会团体、上游供应商、下游经销商、竞争对手等的关系网络和人际关系的总和。

基金为了参与企业的公司治理,必然要强化其对被投资上市公司的控制权,只有这样才能更好地“用手投票”。从股权资本控制链的角度分析,基金一方面可以基于其直接持有的上市公司股权进行控制,另一方面可以联合其他基金公司作为一致行动人进行共同的股权控制。因此,基金的股权资本控制链与上市公司其他股东并无显著差异。从社会资本控制链的角度,一方面,由于基金本身并不参与企业的日常经营管理,因此无法与持股企业内部的成员和利益相关者之间建立信任和连带关系,进而形成社会资本控制链;另一方面,由于基金持股存在一定的期限,基金不愿意花费大量的人力、物力和时间来获取被投资上市公司的社会资本。因此,从这个意义上看,本文认为基金对企业的社会资本控制链是缺失的。即使基金可以通过自身社会资本与其他基金联合,但这也是组织外的社会资本,它并不能替代企业组织内社会资本的决定性地位。基于上述分析,预期基金很难从社会资本的角度来获得控制权。因此,本文提出:

命题 1:基金的控制权仅来源于股权资本,其社会资本缺失。

2. 基金的社会资本控制权构建

基金在企业中不存在属于自身的社会资本控制权,也不可能独自构建社会资本控制权,这是由基金的特点决定的,基金对于单个企业的投资有双 10% 比例的限制,一家基金投资上百家企业,不可能参与每家公司的经营和管理,这也正是基金参与上市公司治理的局限所在。但又因为基金的持股比例相对较高以及指数化投资的需求,使得其又具有积极参与公司治理、构建控制权的内在动力。因此,基金就需要在组织中寻找可以替代其社会资本控制链的资源来构建自身的控制权。

Pfeffer and Salancik^[22]提出资源依赖理论,认为组织要生存必须通过环境中的其他组织获取资源,对资源的需求构成了组织对外部的依赖,资源的稀缺性和重要性决定了组织对环境的依赖程度。资源依赖理论同样适用于企业股东之间以及股东与管理层之间控制权的构建。企业的各类股东和管理层本质上是一个群体,这个群体是为实现企业价值增值的目标而组合到一起,相互依赖、彼此互补^[23]。基金等机构投资者作为企业的外部股东,它可以“搭便车”,只通过股票市场的买卖来获得收益,也可以是企业其他股东或者管理层的合作者、资源互补者。基金积极参与公司治理行为本身,就是谋求成为企业价值创造这个群体中的成员。由大股东、管理层和基金等机构投资构成的这个群体角色各异,而在角色各异中实现角色互补正是资源相互依赖的体现。大股东是企业财务资本的主要提供者,同时可能是企业的创始人,其重要性不言而喻。管理层是企业资源的管理者,如果管理层也是企业的创始人,其对企业经营战略和目标定位将起着决定性作用。而基金等外部股东除了资本的提供者角色外,还兼具公司治理与监督者、战略管理参与者等角色,从而与大股东和管理层形成角色上和功能上的互补。基金在企业中的角色更多的具有外部性特点:①它是企业发行或增发股票一级市场的主要认购方;②它具有极强的信息收集与分析能力,能够规范企业的薪酬水平^[6,24,25]、投融资决策^[10]、盈余管理^[8]以及股利政策^[26]等,优化公司治理水平;③它在二级市场的买卖行

为能够对公司股价形成明显上行或下行压力,对企业的内部股东和管理层构成压力。而内部股东和管理层在企业中的资源具有明显的内部性特点,企业发展战略的制定,企业内部经营的管理决策,企业真实经营状况的把握。正是由于企业股东与管理层各方资源的异质性使得这种相互依赖、角色互补成为维系群体的重要因素,它远远超出了股权所涵盖的范围^[23]。

股权资本是股东之所以为股东的前提,企业平稳发展时期,社会资本是企业资源的重要内容。资源依赖理论揭示的组织内部股东之间以及股东与管理层之间的相互资源依赖和互补的关系,为本文分析企业控制权的构建提供了理论依据。随着公司治理的不断发展,股权与控制权出现了一定程度的分离,股权更多的表现为一种收益权,而非控制权,而社会资本成为控制权的重要来源。在拥有企业内部社会资源的各方中,大股东和管理层更易于在企业内部形成社会资本控制权。对于大股东而言,其拥有的资源首先具有股权资本性质,社会资本更好地配合其股权资本实现对企业的控制。而管理层不具有股权资源或较少的具有股权资源,其资源更多的来源于社会资本。基金完善自身控制权,只有与具有社会资本控制权的股东或管理层谋求资源上的相互依赖和互补,其社会资本控制权的架构过程就是寻找更契合的资源互补方的过程。因此,本文提出:

命题 2:基金借助组织内可获得的资源构建其社会资本控制权。

3. 委托—代理冲突与基金的控制权重构

基金从大股东或者管理层处获得资源来弥补自身社会资本,完善控制权链条,客观上使得基金成为制约上市公司股东和管理层公司治理行为的重要力量。Tricker^[27]指出机构投资者在公司治理中的两大定位:作为股东与管理层的调停者,促进董事会和股东之间不稳定的联盟。在中国资本市场中,公司所有权通常以两种形式存在,股权集中和股权相对集中,股权分散的情况较为少见。当大股东具有绝对的股权控制权时,此时对企业的控制权简单的体现在股权比例上,作为持有少量股权的基金,其参与公司治理的作用有限,于是更多的作为证券投资者。当大股东相对控制企业时,股权资本和社会资本同时在企业的控制权中发挥作用,此时基金需要依赖大股东或管理层的社会资本来完善自身控制权,而大股东和管理层也需要依赖基金的股权资本来进一步强化自身控制权。已有研究表明,企业的社会资本以关系为纽带,以信任为基础,具有较强的不稳定性^[20]。因此,社会资本会随着时间的变化而不断演化,呈现出阶段性和易变性的特点。当对企业控制权有冲击的事件发生时,这一事件就可能成为社会资本控制链的断点。在现有公司治理机制中,处于相对控股地位的大股东与管理层的利益冲突是委托代理问题的重要方面^[20]。

当委托—代理冲突发生时,企业社会资本控制链处于动态变化之中。基金需要权衡大股东权力和管理层权力,重新获取资源以稳固自身的控制权。大股东的控制权本文在前面已有讨论,股东通过股权资本和社会资本来控制企业。管理层权力被定义为个体凭借地位、财产、专业技能和威望来实现个人意愿的能力^[28]。这里的个人意愿主要指企业的战略选择,即管理层如果能够有效地控制公司外部和内部风险,确保符合管理层意愿的企业战略实施,这时管理层就具有较好的控制权。企业的内部风险主要来自董事会的不确定性,董事会是管理层权力的一个重要制约因素,当公司存在强势大股东时,将有效限制管理层的权力,在股权较为分散的公司管理层权力相对较大。Finkelstein^[28]从四个维度来度量管理层权力,即组织结构权力、股权权力、专家权力和声誉权力。①组织结构权力是组织中最为基础的权力安排,依赖于正式的组织架构和层级。公司中的总经理就会比副总经理具有更高的组织权力。国内文献在度量管理层的组织结构权力时,多采用总经理和董事长是否二职合一^[29]。当总经理和董事长二职合一时,管理层在董事会中具有了最高职位,更有可能左右董事会人选,影响企业战略决策,控制企业决策过程。②股权权力通常与管理权相匹配,管理层权力的大小同样也取决于所有权。如果管理层自身持有公司一定比例的股权,在其他条件相同的情况下,持股较多的管理层就要比没有持股的管理层具有更大的权威^[30]。另外,如果管理者本身是企业的创始人或者与创始人具有密切的联系,就会与董事会之间有较多的交流,管理层可以将其特殊的地位转变为

对董事会的影响。③专家权力源于信息优势和专业特长。Zald^[20]使用总经理任期来衡量管理层的专家权力。长期在位的管理者更有机会影响董事会和搭建自己的经营管理团队。赵纯祥和张敦力^[29]认为相较于股东而言,长期在位的管理者在企业决策的信息方面更具优势。④声誉权力是指个人声望和地位,是管理层权力的另一个重要来源。单个公司要在竞争中生存,就要谋求包括政府、金融机构以及对公司重要的其他外部机构的支持和帮助。管理层的声誉能够帮助公司化解来自制度环境等方面的不确定性,更加提升了管理层权力。例如,如果管理层是人大代表或政协委员,将能够更好地获得国家产业政策等方面的信息。管理层如果参与很多社会组织,他们可以从与外部的交流中获得对组织有价值的信息来提升自己的权威。从管理层权力的四个维度看,股权权力属于股权资本,专家权力和声誉权力属于社会资本,组织结构权力更接近于社会资本。

大股东和管理层的权力是否有利于基金建立控制权取决于被选择方控制权的强度以及与基金控制权的匹配性。从控制权的强度看,被选择的资源互补方应该对企业的经营管理具有较强的控制权,且基金与其结盟后,能够对其施加一定的影响。从控制权的匹配性看,由于基金已经具有股权资本,所以,资源互补方的控制权最好来自社会资本。这是基于基金自身的特点而决定的,基金追求的是股票价格上涨带来的收益,并不想也不可能成为企业的真正控制人,其在公司治理中谋求话语权是为了对企业的经营管理施加有效的影响,而企业的社会资本控制权的性质更符合基金谋求话语权的途径。从大股东与管理层的权力来源可以看出,大股东的权力既来源于股权又来源于社会资本控制权,而管理层权力的来源更多的具有社会资本特点。因此,基金会通过股东大会、董事会等途径,在大股东和管理层之间选择更有利于其完善社会资本控制链的一方进行支持。基于上述分析,本文提出:

命题 3:当大股东和管理层发生委托—代理冲突时,基金构建的社会资本控制权被破坏,基金会权衡大股东权力和管理层权力,选择有利于牢固自身控制权的一方进行支持。

综合前述分析,基于基金控制权视角,结合资源依赖理论和委托—代理理论,本文构建了基金参与公司治理的行为逻辑分析模型,如图 1 所示。在基金参与公司治理中,由于其组织内社会资本的缺失,会谋求在大股东和管理层中获取社会资本资源,形成资源依赖共同体。当大股东与管理层发生委托—代理冲突时,基金会权衡大股东权力和管理层权力来重新选择资源互补方。大股东权力来源于股权资本和社会资本,管理层权力来源于组织结构权力、股权权力、专家权力和声誉权力。基金通过股东大会和董事会参与大股东和管理层委托—代理冲突的治理,其治理目标是尽快稳定股票价格,保证基金业绩。本文的核心观点是,基金股东社会资本控制权的缺失会对其公司治理行为产生重要影响,因此,后续案例分析思路以基金控制权缺失为视角、资源依赖为动因,在委托—代理冲突情境下,分析其参与公司治理的行为逻辑和路径选择。

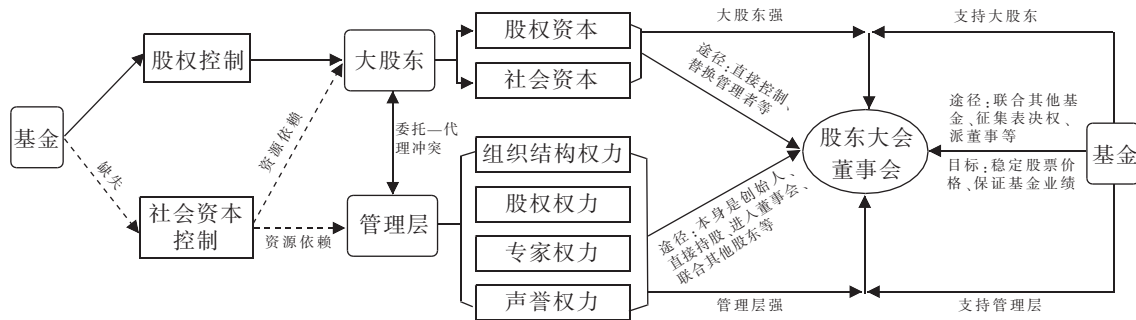


图 1 基金参与公司治理逻辑

资料来源:作者绘制。

三、研究方法与案例简介

1. 研究方法

本文采用双案例研究方法对研究内容进行深入分析。Eisenhardt^[3]指出当我们对所研究问题知之甚少或试图从一个全新角度切入时,案例研究将非常有用,案例研究更适用于对某一现象的理解,从而寻找出新的思路,进而创建理论。本文选择上海家化和格力电器两个案例作为研究对象的主要原因是:中国基金积极参与公司治理的典型案列并不多,大部分参与公司治理的途径是通过股东大会投票来对企业的重大事项进行干预,只有在上海家化和格力电器的案例中(见表1),基金向董事会派驻了董事。因此,对上述两家公司的案例研究能够更好地帮助本文揭示基金参与公司治理的行为逻辑;而且,这两个案例正好具有相反的治理结果,这也符合案例研究要选择典型案例的要求;这两家公司又是各自行业的龙头企业,媒体给予了足够的关注,媒体的大量报道,使本文可以从中间挖掘出基金参与共同治理的细节,更有利于研究结论的可靠性。

表 1 基金参与上海家化与格力电器公司治理事件回顾

时间	引发事件	基金治理行为	治理途径	基金态度
上海家化				
2013.10.18	大股东平安信托与上海家化原董事长葛文耀的斗争阶段结束。2013年9月18日,上海家化董事会发布公告称:董事长葛文耀先生因年龄和健康原因申请退休。2013年10月15日,大股东平安信托提名谢文坚为第五届董事会董事候选人	易方达等3家基金公司联合提议修改公司章程并提名上海家化原总经理曲建宁为董事	股东提案	对大股东持保留态度
2013.11.15	中国平利益代表上海家化董事长谢文坚与葛文耀旧部上海家化总经理王苗的斗争	谢文坚和曲建宁均当选为董事。在稍后的董事会决议中,谢文坚当选上海家化新任董事长	股东大会	支持大股东
2014.05.12	中国平利益代表上海家化董事长谢文坚与葛文耀旧部上海家化总经理王苗的斗争	对“关于解除王苗公司总经理的职务及提请股东大会解除王苗董事职务的议案”投了赞成票	董事会	支持大股东
2014.06.12		同意了上述董事会提案	股东大会	
格力电器				
2012.05.05	公司第八届董事会任期至2011年5月,推荐第九届董事会董事候选人。大股东珠海格力集团有限公司推荐的候选人之一周少强此前为珠海市国资委副主任,长期任职政府	耶鲁大学等基金联合推荐冯继勇为公司第九届董事会董事候选人	股东提案	对大股东持保留态度
2012.05.25		基金联手否决大股东“选举周少强为第九届董事会成员的议案”,冯继勇顺利进入格力电器董事会	股东大会	支持管理层

资料来源:作者整理。

2. 案例介绍

(1)上海家化基本情况。上海家化是国内化妆品行业首家上市企业,旗下拥有“佰草集”、“六神”、“美加净”、“高夫”等品牌。葛文耀自1985年出任上海家化厂长后,带领当时的小厂迅速发展成为国内日化龙头企业,并于2001年3月5日在上海证券交易所成功上市。2011年底,在葛文耀的积极倡导下,上海市国有资产监督管理委员会(以下简称“国资委”)完成对其控股股东上海家化(集团)有限公司改制,将上海家化(集团)100%的股权出售给平安信托下属的平浦投资,由此上海家化的实际控制人由上海市国资委变为中国平安。引入中国平安是为了借助中国平安打开上海家化的国际市场,将上海家化打造为国际时尚集团,结果这次合作最终演变为原管理层的整体出局。上海

家化多年来一直是基金等机构投资者重仓持有的股票。

(2) 格力电器的基本情况。格力电器成立于 1991 年,是珠海市国资委旗下的大型国有控股的专业化空调企业。1996 年 11 月 8 日,格力电器股票在深圳证券交易所上市。朱江洪是格力电器的创始人,自 1992 年格力电器公司组建之始,朱江洪便出任总经理。2001 年 4 月,朱江洪担任格力电器董事长,并辞去总经理一职,改聘原副总经理董明珠为总经理,由此“朱董配”开创了格力电器长达 10 年的快速增长期。2012 年 5 月朱江洪到退休年龄,格力电器召开股东大会选举新一届董事会。

四、案例分析与讨论

1. 基金的股权资本控制与社会资本控制

对于股东控制权研究的文献大都集中于对股权资本的研究^[32-34]。自高闯和关鑫^[17]将社会资本控制权概念引入公司控制权的研究后,后续很多学者的研究证明,控制权的存在并不仅仅依赖于股权^[18,19]。在股权相对集中的情形下,社会资本控制权会成为控制权的组成部分,并在一定程度上替代股权资本控制^[20]。

上海家化和格力电器是基金长期重仓持有的企业。在上海家化大股东与管理层的矛盾公开之前,所有基金合计持有上海家化的股票占总股本的 43.27%(2013 年 6 月 30 日);在格力电器第八届董事会任期结束之前,所有基金合计持有格力电器的股票占总股本的 30.82%(2011 年 12 月 30 日),两家企业基金的合计持股量都超过了第一大股东的持股份额。但在大股东和管理层委托—代理冲突发生前,基金从未联合提名过董事会成员候选人。当大股东与管理层矛盾激化后,易方达、华商和汇添富 3 家基金公司联合提议修改公司章程并提名上海家化原总经理曲建宁为董事;在格力电器的第九届董事会成员选举中,为了维护自身利益,耶鲁大学基金和其他投资者联手否决了“选举周少强为公司第九届董事会成员”的议案,并成功让其推荐的董事候选人冯继勇当选。这些都是基金股权资本控制的重要途径和表现。但是,由于基金缺少组织内部的社会资本控制,基金参与上海家化和格力电器的公司治理也仅限于此,在后续的公司治理中,基金并未有其他积极行为。因此,基金拥有自身股权资本,也可以与其他基金联合进一步强化股权资本,但是其缺乏企业组织内社会资本,导致其社会资本控制链缺失。上述分析验证了命题 1。

2. 基金社会资本控制权的构建

根据资源依赖理论,基金会企业内部寻找资源互补方来构建自己的社会资本控制权,以完善自身对企业的控制权。企业中各方如果让渡自己的控制权,必然是看中了其中的资源互补性和依赖性^[23],基金就是基于这种资源依赖性来构建自身控制权的。

在上海家化的案例中,在委托—代理冲突发生之前,葛文耀主持上海家化长达 27 年,在葛文耀的倡导下,上海市国资委通过将上海家化(集团)100%的股权出售给平安信托下属的平浦投资,完成对上海家化(集团)有限公司改制这一事件可以看出,葛文耀在上海家化具有较强的社会资本。而平浦投资 2011 年 11 月 17 日披露的《详式权益变动报告书》中承诺不干预上海家化的经营,保证高管层 5 年内不变的事实,也证明以葛文耀为核心的管理层对上海家化的控制权。而中国平安旗下的平浦投资刚入主上海家化不久,主要具有的是股权资本,还未形成组织内社会资本,此时基金的股权和葛文耀等管理层的控制权具有良好的互补性。在 2013 年 5 月 16 日召开的上海家化股东会上,基金等机构投资者表示“坚决力挺葛文耀继续再干几年,不希望中国平安参与在里面”的事实,进一步说明基金选择了与葛文耀主导的管理层形成权力资源互补。在格力电器的案例中,格力电器的大股东是由珠海市国资委控股的格力集团,格力电器管理层朱江洪从 2006 年 8 月开始同时出任格力集团董事长、总裁和党委书记。由此可见,珠海市国资委虽然是大股东,但并没有深入参与上市公司的经营管理,格力电器的社会资本控制权长期掌握在管理层朱江洪和董明珠手中。基金的股权资本和格力电器管理层的社会资本具有良好的互补性。另外,从大股东珠海市国资委提名周少强为董事

候选人后股价的下跌,到基金联合提名冯继勇的事件,也可以看出基金与格力电器的管理层存在控制权联盟。上述分析验证了命题 2。

3. 委托—代理冲突与基金的行为逻辑

基金股东由于其社会资本控制链的缺失,希望通过与大股东或管理层形成资源互补来完善自身的控制权链条。但是,在大股东相对控股的企业中,当大股东和管理层发生冲突时,基金的态度对企业的控制权产生重要影响,它必须通过选择支持大股东或管理层来维持其社会资本控制链。在权衡大股东和管理层权力后,基金会选择最有利于其构建控制权的一方进行支持。

明确上海家化和格力电器的大股东权力和管理层权力情况,是分析基金参与公司治理行为逻辑的前提。表 2 列示了上海家化和格力电器大股东权力和管理层权力的对比情况,可以看出前者的大股东权力要大于后者,管理层权力小于后者。在上海家化的案例中,基金对大股东清除原管理层的行为一直持有保留态度,但由于原董事长葛文耀的突然辞职,关键领导人的缺位使原管理层的社会资本突然断裂,管理层权力明显小于大股东,此时基金与管理层结盟无法完善自身控制权链,因此选择大股东。在格力电器的案例当中,管理层权力较大,且在整个事件中未发生变化,此时基金可以选择与管理层结盟,也可以选择与大股东结盟来完善自身的控制权。对比格力电器的大股东权力和管理层权力可以发现,格力电器大股东的社会资本控制权较弱,管理层的社会资本控制权较强,而基金缺的恰恰是对企业的社会资本控制权,基金具有股权,管理层具有较强的社会资本,二者形成互补,由此命题 3 得到了验证。在两个案例中,基金都选择支持最有利于完善其控制链的强势方。

表 2 上海家化、格力电器大股东权力和管理层权力对比

	上海家化	比较	格力电器
大股东权力	中国平安		珠海市国资委
股权	29.15%	>	18.22%
社会资本			
对股东大会的控制	大股东与上海家化的机构股东建立了非常广泛的组织间联系 *	>	未见大股东与机构股东有明显的组织间联系
对董事会的控制	大股东在董事会中有两名直接利益代表	>	大股东在董事会中无直接利益代表
对管理层的控制	肃清原管理层	>	管理层多年保持稳定
管理层权力	王茁		董明珠
组织结构权力	董事长总经理两职分离	<	董事长总经理两职合一
股权权力	0.12%	<	0.75%
专家权力	任职 1 年	<	任职 11 年
声誉权力	未在社会中担任重要职务	<	两届人大代表

注:*上海家化的实际控制人中国平安在金融业具有齐全的金融牌照,业务范围涉及广泛,与很多基金管理公司具有广泛的业务联系。持有上海家化的基金管理公司同时持有中国平安的股票,2013 年底占中国平安总股份的 11.54%。中国平安旗下的平安证券又是上海家化大批基金股东的代销机构,而中国平安和其控股的公司,又大量持有这些基金公司上市发行的基金份额,2013 年底中国平安及下属公司持有各家基金公司上市交易的基金份额平均占发行总份额的 4.48%。由此可以看出,中国平安与上海家化的基金股东们建立了非常广泛的组织间联系,这些都构成了上海家化控股股东中国平安的社会资本。资料来源:作者整理。

五、案例的进一步分析:基金治理后果与路径选择

1. 基金重新构建的控制权的牢固程度与治理后果

当基金支持的强势方获胜,股价相对稳定后,基金会根据其控制链的牢固程度,选择继续持有还是出售股份。在上海家化的案例中,大股东的控制权要强于管理层的控制权,基金虽然选择支持了大股东,但这仅是为了尽快稳定股价的权宜之计,中国平安作为大股东既具有股权资本又具有社

会资本,基金与其资源的互补性较差,当资源的互补性不能有机结合时,就会影响控制权的牢固程度。相反,在格力电器的案例中,基金具有股权资本,管理层具有社会资本,二者资源的互补性强,形成了稳定的联盟。

控制权的核心是董事会治理,两个案例在参与公司治理时都围绕董事会成员的选举展开。在上海家化的案例中汇添富、易方达、华商三家基金推荐的董事候选人,和格力电器的案例中耶鲁大学基金推荐的董事候选人均进入了董事会。这几家基金公司在被投资企业的董事会中具有了代言人,那么,分析这几家积极参与公司治理的基金的持股变化更有利于说明基金的治理后果。图 2、图 3 是提名董事的基金的持股变化情况。汇添富、易方达、华商三家基金在 2014 年 6 月董事会投票支持大股东罢免总经理王茁的董事职位后,合计持股从 12.11% 下降到 2014 年底的 2.62%。而耶鲁大学基金提名的董事会成员进入董事会后,其持股从 2012 年 6 月的 1.57% 上升到 2013 年年底的 2.14%。与前面的分析一致,上海家化的矛盾平息后,基金与大股东资源的互补性差,控制权牢固程度降低,基金选择减持上海家化股份。格力电器的矛盾平息后,基金与管理层再次形成了资源的有效互补,控制权牢固,继续增持。

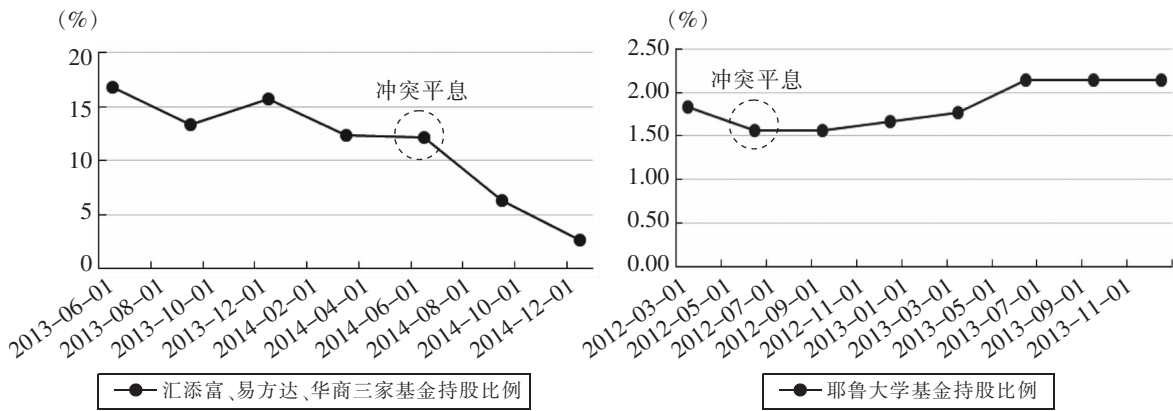


图 2 上海家化提名董事的基金持股比例变动 图 3 格力电器提名董事的基金持股比例变动

资料来源:作者根据 Wind 数据库相关数据绘制。

资料来源:作者根据 Wind 数据库相关数据绘制。

图 4、图 5 为基金参与内部治理前后上海家化与格力电器股价走势与所有基金持股比例变化示意图。由于所有基金每半年公布一次全部持股情况,因此,图中假设基金公布持股明细后的 6 个月内,其持有公司的股票数量没有变动。由于本文研究的是基金参与公司董事会治理,平息大股东与管理层矛盾这一行为的后果,因此,采用短期市场反应来研究,较长时间的企业绩效会受到很多噪音的影响,不能够准确反映治理行为这一事件本身的影响。从图 4 可以看出,自 2013 年 9 月 18 日上海家化董事长葛文耀提出辞职后至 2014 年 7 月 31 日,上海家化的股价整体为下行趋势。在 2014 年 6 月 12 日罢免王茁董事职务的股东大会上,基金在投票中支持了大股东中国平安,至此上海家化大股东中国平安和管理层的矛盾结束,股价基本稳定。但根据基金 2014 年 6 月底公布的持股情况,基金在减持上海家化的股票,从 2013 年 6 月的 43.27% 下降到 2013 年底的 36.54%,再到 2014 年 6 月的 30.62%。由此可见,基金虽然在股东大会上支持了大股东,但在资本市场上开始出售股票。从图 5 可以看出,格力电器的投资者在 2011 年底的时候就可以预期到董事长朱江洪任期即将结束,格力电器在新董事会组建中可能会出现利益冲突,因此,基金持股比例有小幅调整。2012 年 5 月 25 日股东大会上基金支持的董事冯继勇当选,由珠海市国资委空降的董事周少强落选后,股价出现上涨,后期虽然出现了调整阶段,但是整体处于上涨趋势。同时,在基金 2012 年 6 月底公布的持股数据中,基金整体增持了格力电器的股票,从 2011 年底的 30.82% 到 2012 年 6 月的 34.90%。基金在参与格力电器的治理中,控制权更为牢固,进一步增持格力电器的股票。

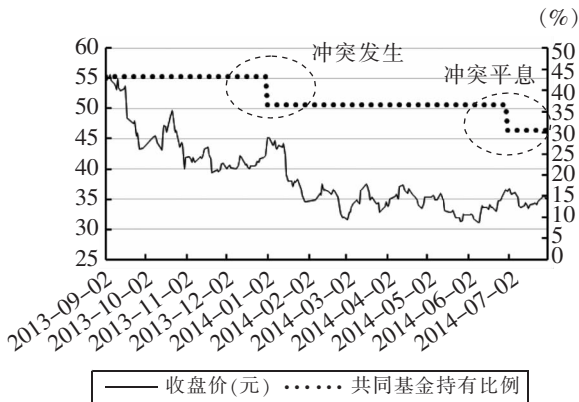


图4 上海家化股票走势与基金持股比例

资料来源:作者根据 Wind 数据库相关数据绘制。



图5 格力电器股票走势与基金持股比例

资料来源:作者根据 Wind 数据库相关数据绘制。

2. 基金的治理路径选择

基金参与公司治理的途径主要分为外部治理和内部治理,外部治理就是通常所说的“用脚投票”。当发现公司有负面信息时,为了及时避免损失,在资本市场减持是基金消极参与公司治理的途径。例如在公司更换 CEO 之前,机构投资者会通过出售股票选择其他更优秀的公司进行投资^[35]。因为机构投资者具有更强的信息解读和价值评估能力,所以当上市公司公布信息时,机构投资者会表现出不同的买卖交易量^[36]。但相对于个人投资者而言,机构投资者持股比例较高,没有办法用抛售方式在短期内出局,因此,机构投资者有动机通过内部途径积极参与被投资公司的治理^[8]。内部治理兴起于 20 世纪 80 年代,随着美英等国家对机构投资者投资行为限制的放宽,机构投资者开始大规模持有上市公司股票,于是越来越积极干预上市公司的治理,治理途径由“用脚投票”逐步向“用手投票”转变。内部治理主要是通过股东大会和董事会来行使。通过在股东大会上提交股东提案是机构投资者表达对目标公司治理结构或治理机制意见的有效机制。机构投资者的股东提案比个体股东的建议将获得更多的投票^[37]。基金向公司派驻董事,有助于基金深度参与公司治理,从而更好地保护自身利益^[38]。基金进入董事会后可以提高其在公司治理中的话语权,缓解目标企业的代理冲突。机构投资者直接参与董事会的活动,可以联合其他股东反对董事会做出的令人不满意的决策,迫使董事会按照股东利益做出决策,来提升股价和企业的市场价值^[39]。但现有研究对于基金的内部治理效果并没有获得一致的结论^[40,41]。

无论是外部治理途径所表现出的消极态度还是内部治理途径所表现出的积极态度,实际上都是基金面对委托—代理冲突,在动态的构建自身的适应能力,试图稳固其控制权的方式。基金重新构建的控制权的牢固程度由控制权强度和匹配性构成。控制权强度,一方面取决于资源互补方的控制权强度,另一方面取决于基金能够对其产生的影响程度;而控制权的匹配性则取决于资源互补方的社会资本控制链是否能够帮助有助于牢固基金的控制权。大股东和管理层之间的委托—代理冲突使基金已经构建的控制权链受到冲击,基金通过外部和内部治理途径重新动态调整自身的控制权,最终的去留取决于动态调整后基金对企业的控制权是否能被保护。面对委托—代理冲突带来的社会资本破坏,基金首先的反应就是通过其股权资本控制链来对冲突事件施压,然后依靠其股权资本赋予的投票权通过内部治理途径在大股东与管理层之间寻找能稳固其控制权的联盟。如果其控制权再次稳固,基金会选择继续加强股权资本控制链;如果其控制权最终无法稳固,基金会选择进一步削弱其股权资本控制链,逐步退出被投资企业。基于上述分析,本文提出了基金参与公司治理的路径选择(见图 6)。

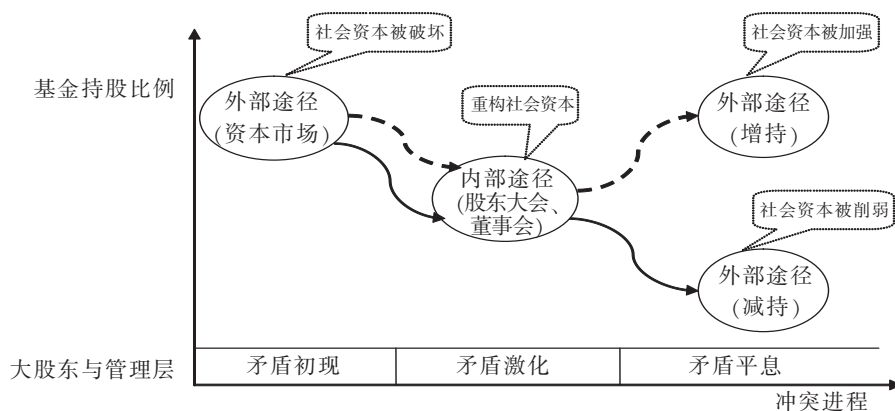


图6 大股东与管理层的委托—代理问题和基金参与公司治理路径选择

资料来源:作者绘制。

六、研究结论与启示

1. 研究结论

随着现代企业制度的发展,股权更多的代表收益权,而非控制权。对于企业控制权的获得不但需要股权,还需要社会资本。根据资源依赖理论,企业中的各类股东,以及股东和管理层是一个相互依赖、资源互补的群体。基金作为社会资本控制缺失的股东,需要依赖大股东或管理层的社会资本来完善自身控制权。本文以基金参与上海家化和格力电器治理的案例为研究对象,以基金控制权缺失、控制权构建和控制权被冲击后的重构为研究线索,阐述基金参与公司治理的行为逻辑和路径选择。研究表明,在大股东相对控股的情形下,当大股东和管理层发生委托—代理冲突时,社会资本控制权的稳定性受到冲击,基金会权衡大股东权力和管理层权力的强弱,选择支持最有利于其实现控制权的一方。基金动态调整其控制权的路径是:先利用股权资本控制链进行外部治理,然后依靠股权参与公司内部治理来构建其对企业的社会资本控制权,在调停大股东和管理层的矛盾后,基金继续持股还是出售股份取决于其在内部治理过程中是否实现了控制权的完善。本文基于基金控制权的研究,为更好地理解基金参与公司治理的目标和效果提供了理论分析思路。

2. 研究启示

在现有的《基金运作管理办法》的框架下,依托大股东或管理层构建企业控制权是基金积极参与公司治理的可行路径。基金等机构投资者参与董事会治理,有利于更好地贯彻《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出的积极发展混合所有制经济,有利于各种所有制资本取长补短、互相促进、相互监督。目前,中国资本市场的机构投资者当中基金一支独大,受自身特点约束,基金在参与公司治理时存在天然局限性。本文的研究为市场监管者完善基金相关法律规定提供理论依据:监管部门可以考虑适当放宽基金投资比例限制;完善基金公司内部的组织形式,例如借鉴公司型基金的组织形式,让基金份额持有人成为基金的股东,基金份额持有人可以直接作为董事派驻到被投资公司的董事会;积极促进其他类型机构投资者的发展,如私募基金、社保基金等,各类机构投资者具有不同的利益诉求和行为特点,在上市公司治理中的作用各异,有助于进一步提升上市公司的治理水平。

需要说明的是,由于本文研究涉及企业内部利益冲突等敏感问题,所以研究资料的获取主要依靠两家上市公司的公告、当事人的实名微博以及财经媒体报道等渠道,这在一定程度上限制了对案例的深入探讨。而且,本文属于探索性研究,仅从基金控制权角度,以案例研究方式构建了基金参与公司治理的行为逻辑和路径选择框架,还有待于未来大样本实证研究的进一步检验。

[参考文献]

- [1]姚颐,刘志远,相二卫. 中国基金在投资中是否追求了价值[J]. 经济研究, 2012,(12):45-58.
- [2]蔡庆丰,宋友勇. 超常规发展的机构投资者能稳定市场吗——对我国基金业跨越式发展的反思[J]. 经济研究, 2010,(1):90-101.
- [3]潘越,戴亦一,陈梅婷. 基金经理的投资经验、交易行为与股市泡沫[J]. 中国工业经济, 2011,(1):120-129.
- [4]韩燕,李平,崔鑫. 哪些基金有超群的分析能力[J]. 管理世界, 2011,(2):27-39.
- [5]彭惠,江小林,吴洪. 偏股型开放式基金“赎回悖论”的动态特征及申购异象[J]. 管理世界, 2012,(6):60-73.
- [6]李善民,王彩萍. 机构持股与上市公司高级管理层薪酬关系实证研究[J]. 管理评论, 2007,(1): 41-48.
- [7]李维安,李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI 的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008,(1):4-14.
- [8]薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理作用:盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009,(2):81-91.
- [9]Graves,S.B., and S. A.Waddock. Institutional Ownership and Control Implications for Long-term Corporate Strategy[J]. Academy of Management Executive, 1990,4(1):75-83.
- [10]Bushee, B. J. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior [J]. The Accounting Review, 1998,73(3):305-333.
- [11]Koh, P. On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia[J]. The British Accounting Review, 2003,35(2):105-128.
- [12]张纯,吕伟. 机构投资者、终极产权与融资约束[J]. 管理世界. 2007,(11):119-126.
- [13]Berle,A., and G. Means. The Modern Corporation and Private Property[M]. MacMillan, 1932.
- [14]Shleifer,A., and R.Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3):461-488.
- [15]Graves, S.B. Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry[J]. Academy of Management Journal, 1988,31(2):417-428.
- [16]Chen, X., J. Harford,and K. Li. Monitoring: Which Institutions Matter [J]. Journal of Finance Economics, 2007,86(2):279-305.
- [17]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.
- [18]赵晶,关鑫,高闯. 社会资本控制链替代了股权控制链吗——上市公司终极股东双重隐形控制链的构建与动用 [J]. 管理世界, 2010,(3):127-139.
- [19]高闯,郭斌,赵晶. 上市公司终极股东双重控制链的生成及其演化机制——基于组织惯例演化视角的分析框架 [J]. 管理世界, 2012,(11):156-169.
- [20]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.
- [21]Acquaah, M. Managerial Social Capital, Strategic Orientation, and Organizational Performance in an Emerging Economy[J]. Strategic Management Journal, 2007,28(12):1235-1255.
- [22]Pfeffer,J., and Salancik, G. R. The External Control of Organization: A Resource Dependent Perspective[M]. New York:Harper & Row, 1978.
- [23]王斌. 公司财务理论[M]. 北京:清华大学出版社, 2015.
- [24]Hartzell, J. C., and L. T. Starks. Institutional Investors and Executive Compensation [J]. The Journal of Finance, 2003,58(6):2351-2374.
- [25]David, P., R. Kochhar, and E. Levitas. The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation[J]. Academy of Management Journal, 1998,41(2):200-208.
- [26]翁洪波,吴世农. 机构投资者、公司治理与上市公司股利政策[J]. 中国会计评论, 2007,(10):367-380.
- [27]Tricker, B. The Role of the Institutional Investor in Corporate Governance [J]. Corporate Governance, 1998,6(4):213-216.
- [28]Finkelstein, S. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation [J]. Academy of Management Journal, 1992,35(3):505-538.
- [29]赵纯祥,张敦力. 市场竞争视角下的管理者权力和企业投资关系研究[J]. 会计研究, 2013,(10):67-74.

- [30]Zald, M. N. The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis [J]. *American Journal of Sociology*, 1969,75(1):97–111.
- [31]Eisenhardt, K. M. Building Theories from Case Study Research [J]. *Academy of Management Review*, 1989,14(4):532–550.
- [32]La Porta R, F., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W.Vishny. Corporate Ownership Around the World[J]. *The Journal of Finance*, 1999,54(2):471–517.
- [33]Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(1):81–112.
- [34]Faccio, M., and L. H. P. Lang. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002,65(3):365–395.
- [35]Parrino, R., R. W. Sias, and L. T. Starks. Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003,68(1):3–46.
- [36]Utama, S., and W. M. Cready. Institutional Ownership, Differential Predisclosure Precision and Trading Volume at Announcement Dates[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997,24(2):129–150.
- [37]Gillan, S. L., and L. T. Starks. Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,57(2):275–305.
- [38]Bebchuk, L. A., and M. S. Weisbach. The State of Corporate Governance Research [J]. *Review of Financial Studies*, 2010,23(3):939–961.
- [39]Del Guercio, D., L. Seery, and T. Woidtke. Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists “Just Vote No”[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,90(1):84–103.
- [40]Song, W. L., and S. H. Szewczyk. Does Coordinated Institutional Investor Activism Reverse the Fortunes of Underperforming Firms[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003,38(2):317–336.
- [41]Strickland, D., K. W. Wiles, and M. Zenner. A Requiem for the USA Is Small Shareholder Monitoring Effective[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996,40(2):319–338.

Mutual Funds Involvement in Corporate Governance: The Behavior Logic and Path Choice——A Case Study of Jahwa and Gree

WANG Jue¹, ZHU Ji-gao²

- (1. School of Banking and Finance, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China;
2. School of Business, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: Mutual fund investors involved in corporate governance is often thought to be an effective way to solve the agency problem between shareholders and managers. Through the case study of mutual fund involvement in corporate governance of Jahwa and Gree, we found that since the lack of social capital control chain, mutual fund investors have to take advantage of the large shareholder or manager to improve their control chain. Under the relatively concentrated equity structure, the interest conflict between manager and large shareholder will make social capital control chain unstable and fragile, mutual fund have to face trade-off between the power of top managers and the power of large shareholder and then support the one who can help them to stabilize the social capital control chain. The way mutual funds to handle the conflict between large shareholder and manager is based on their share control chain, following vote with feet first, then vote with hand to secure their control chain. After the conflict, whether the mutual fund still vote with their feet depends on the stability of their control chain. The case study of Jahwa and Gree has a positive significance to improve the institutional investor involvement in corporate governance and to guide securities regulator and investor to make decision.

Key Words: mutual fund; corporate governance; Jahwa; Gree

JEL Classification: G32 G34 M13

〔责任编辑:鲁舟〕