

资本市场不相信强权

——国美事件引发的思考

蒋冲¹ 向显湖²(博士生导师) 章颖¹

(1.江西科技师范学院 南昌 330013 2.西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 民营或家族企业在转变为公众企业后,原始大股东如何转换角色,如何正确认识货币资本的地位和职业经理人的作用,如何客观地看待公司控制权结构的变化等问题,引起了理论与实务界的关注。本文以“国美事件”为例,从企业资本形态、公司治理和资本市场有效性等几个视角进行了剖析,并形成了一些结论和观点。

【关键词】 国美事件 资本形态 控制权配置 市场有效性

“国美事件”不管将来如何发展,都会是中国企业进化史上的一个经典案例。国美控制权之争,对于利益无关者来说似乎并不重要,但通过这场“情”与“法”的较量,国美之争彰显出一种“资本文明”。整个事件所涉及各个环节,都是在法律框架下进行,不管双方谁胜谁负,国美控制权之争所展示的游戏规则,将对我国“资本文明”的进一步发展起到推动作用(郭素凡,2010)。

一、国美事件始末

国美事件爆发的原由最早可以追溯到国美借壳上市之时,当时黄光裕通过在资本市场上的股权倒手,先后通过京华自动化、中国鹏润和海洋城等组织或机构实现对国美电器的控股,并成功在香港上市,而上述几个机构的控股股东均为黄

均不超过22。因此,笔者认为剔除了非公司治理机制变量后,回归分析结果可能更为可靠。

表7 进一步回归模型自变量多重共线性诊断

多重共线性诊断指标	模型1	模型2	模型3	模型4
VIF _{max}	1.0	1.0	1.0	1.0
K _{max}	3.081	21.395	9.505	1.309

五、研究小结

本论文研究表明:①控股股东哑变量、董事会规模与现金持有量正相关,但极不显著,可以判断假设1不完全成立。但也说明了在我国泛农业上市公司中,董事会规模越大,董事会的功能越不能有效发挥;董事会规模对管理层的监督效应并不明显。②独立董事比例与领导权结构哑变量均与现金持有量负相关,但极不显著,这与假设2一致,但与假设3不一致。表明在目前的情况下,我国泛农业上市公司中,独立董事难以有效遏制管理层从事非股东价值最大化的行为,独立董事的独立性可能完全丧失,同时也验证了独立董事存在治理软约束的现象。

基于上述实证分析,本文得到的结论是:反映董事会特征

光裕本人。对于黄光裕来说,国美的香港上市完全属于集团内部的重组。虽然黄氏家族的持股比例由开始的65%下降到目前的30%,但仍然是国美的第一大股东,而且其一直没有放松对国美的最终控制权,包括后来对上海永乐的兼并以及在公司治理上引入职业经理人模式。

在2008年黄光裕入狱后,为了渡过危机,当时以陈晓、王俊洲、魏秋立三人为主要成分的董事局成功引进了贝恩资本,并在陈晓的积极推动下实施了范围较广的股权激励计划,给予公司核心高管以股票期权,在关键时刻凝聚了人气,顺利地使国美渡过了危机。刚刚走出困境的国美,由于在经营理念和公司发展战略上存在较大差异,黄氏家族和以陈晓为主的董事局展开了一系列斗争,这些斗争反映出了两个核心问题:一

的公司治理因素变量没有对我国泛农业上市公司现金水平产生显著影响,即董事会特征并未对公司经营者大量持有现金形成有效约束,这可能是因为我国上市公司董事会治理机制还不完善,无法发挥它的正常职能及效力。该结论从现金持有行为的视角为我国泛农业上市公司董事会治理机制的不完善性提供了经验证据。

主要参考文献

1. 于东智,胡国柳,王化成.公司的现金持有决策与公司治理分析.金融论坛,2006;10
2. 宁向东.公司治理理论.北京:中国发展出版社,2006
3. Kusnadi Y. Corporate Cash Holdings and Corporate Governance Mechanisms. EFA 2005 Moscow Meetings Paper, 2004;3
4. Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, R. Williamson. The Determinants and Implications of Cash Holdings. Journal of Financial Economics, 1999;7
5. 杨兴全,孙杰.公司治理机制对公司现金持有量的影响——来自我国上市公司的经验证据.商业经济与管理,2006;10

是大股东能不能对公司董事会实行绝对控制；二是职业经理人在公司治理层面上是否拥有独立决策权。最终根据投票结果，陈晓继续留任国美电器董事局主席，但这一斗争一直没有停止过。2011年3月9日，大中电器创始人张大中出任国美董事长。随着陈晓的离去，现有董事会成员将进行大洗牌。这一权力的斗争过程实质上是不同治理观念和不同游戏规则在市场经济背景下的一种冲突，体现的是在市场经济背景下如何对权力资源进行有效配置以及如何评价配置效率的问题。

二、基于企业资本形态的分析

什么是资本，经济学家有不同的解释，而且概念界定也比较模糊。西方经济学家所谓的资本，是指被用于生产或创造财富的那些资产，这些资产按投入要素的种类不同，可分为货币资本、土地资本和人力资本等。在社会主义市场经济环境下，资本既表现为特定生产要素，也体现出不同产权主体的利益主张，同时也反映一定的生产关系，所以在分类上很难有唯一的标准。本文是从财务管理角度研究企业资本问题，将资本理解为在明确产权主体的前提下，为追求价值最大化而组合在一起的各种要素总和，根据各要素在实现价值最大化过程中所表现出的不同形态和特征，笔者将企业资本划分为金融资本、实物资本和无形资本三种。

金融资本主要指存在于企业中的具有货币性质的那些资本，包括广义的现金和一些长期的货币资金项目，如现金、银行存款、应收项目、股票和债券等。实物资本主要指企业在生产过程中所使用的劳动工具和作用的劳动对象，主要是一些有实物形态的资产，包括机器设备、原材料、厂房等。无形资本主要指企业在生产过程中存在的没有实物形态但对企业价值创造具有重大贡献的要素总称，主要包括人力资本、组织资本、信息资本等。

它们之间的关系主要体现在：①金融资本和实物资本是无形资本发挥作用的物质基础，离开前者，后者将难有作为；②无形资本是金融资本和实物资本发挥作用的重要条件和催化剂，将三者结合可以提高企业的核心竞争力，赢得市场；③由于金融资本和实物资本的趋同特性，其稀缺程度相对于异质化的无形资本而言，并不明显；④在金融全球化的背景下，难以模仿的无形资本，特别是人力资本，是企业获取竞争优势的关键要素之一。

三种资本相互影响，表明单纯依赖所有者控制或是经理人控制都不合理。这次的国美控制权之争，表面上看是企业常见的公司治理问题，实际上则是不同类型资本所有者的博弈和抗衡，反映出不同类型资本在企业价值创造中地位与作用的变化。具体而言，之所以会引发国美之争，原因在于黄光裕（家族企业缔造者）日益摊薄的股权（见表1），使他明显感觉不能完全控制国美，甚至失去了自己资本的话语权。

在黄光裕掌权期间他宁愿给高管以高额报酬，但绝不越股权激励雷池半步。虽然在国美提了很多年的股权激励计划，但最后都没有实施，这是一种“野蛮”的唯资本观，忽略甚至否定无形资本所有者对企业剩余收益的要求权。虽然初始的金融资本和实物资本启动了整个财富的创造过程，但是在市场

竞争中成熟起来的管理团队所体现出的组织资本，以及关键人物在组织决策中所体现的异质化人力资本是应当予以确认的。从20世纪60年代舒尔茨提出系统的人力资本理论以来，人们越来越重视人力资本的投资与开发，世界500强企业几乎都实行了不同程度的股权激励计划，这表明对人力资本和组织资本等无形资本所有者权益的确认符合市场经济规律。

表1 黄光裕持股比例的变化

时间	股权变化
2004年7月	国美电器65%股权借壳上市之后，黄光裕持股74.9%
2004年12月	黄光裕向华平等机构出售股份，套现13.75亿港元，黄光裕持股比例为65.5%
2006年2月	华平9.8亿港元入股，获得国美电器8.44%股权，黄光裕持股比例为60.46%
2006年3月	黄光裕将所持国美电器剩余35%股权注入上市公司，黄光裕持股比例为75.67%
2006年4月	黄光裕向摩根斯坦利等配售股份，套现12.46亿港元，黄光裕持股比例为68.26%
2006年7月	国美电器换股收购永乐，黄光裕持股比例为51.18%
2007年5月	国美电器增发，黄光裕持股比例为48.06%
2007年9月	黄光裕出售股份，套现23.36亿港元，持股比例为42.84%
2008年1~2月	国美电器回购黄光裕所持股份，黄光裕套现22.37亿港元，黄光裕持股比例为39.48%
2008年4月	黄光裕出售股份，套现21.32亿港元，黄光裕持股比例为35.55%
2009年6月	黄光裕部分减持并参与国美电器增发，黄光裕持股比例为33.98%
2009年6月	贝恩出资18亿港元购入国美电器“可转债”，若转股，黄光裕持股比例预计为30.67%

国美事件中的控制权之争，是一种怎样的控制权之争？为什么大股东一定要解除董事局主席，甚至不惜以失去整个管理团队为代价？为什么大股东不能与职业经理人进行合作？这其中可能包含着一些个人的恩怨，但笔者认为主要原因在于大股东奉行的是“股东至上”的传统观念，忽视无形资本在企业价值创造中的重要作用，不能正确认识人力资本所有者在现代企业中应有的权利和地位。事实上，国美在以陈晓为核心的管理团队的带领下，不仅渡过了因国美创始人突变而引致的艰难时期，而且取得了可观的业绩。

三、基于公司治理的分析

公司治理是一种据以对公司进行管理和控制的系统，它是企业内外各利益主体在追求自身效用最大化时，形成的相互协作、相互制约、动态的一系列契约的总和。由于历史、文化、传统等因素的影响，企业的组织形式是不固定的，所以最优的公司治理形式并不存在，人们期望的是能在动态中寻求一种实现帕累托最优状态的方式和方法。

基于不同的理论基础，人们对公司治理的理解也不尽一致。①从代理理论分析，公司治理就是要探讨在所有权和经营权分离的现代企业中，如何“安排各种手段以便使那些公司资金的提供者可以以此保证他们自己能够获得投资收益”（Shleifer和Vishny, 1997），或者说“公司治理的标准定义是指对股东利益的保护”（Tirole, 2001），公司治理结构应体现全体股东利益。②从状态依存所有权理论分析，企业所有权只是一种状态依存所有权，股东不过是“正常状态下的企业所有者”，尽管从时间上讲，这种“正常状态”占到90%以上。在某些特定

情况下,债权人、员工、管理者都有可能事实上成为公司的所有者。从这个意义上讲,将股东作为公司所有者是不合理的(Blair, 1995)。此外,由于资产专用性的存在,除投资者外,员工、管理者、供应商、经销商等都对企业进行了专有资产投资,也承担了经营风险。因此,出于防范风险的目的,企业应该由所有的“利益相关者”共同治理(杨瑞龙、周业安,1998)。③从权利理论分析,“对任何关键性资源的控制权都是权利的一个来源”(Rajan和Zingales,1998),这里的“关键性资源”可以是非人力资源,也可以是人力资源。基于这一主张的公司治理以如何对关键的物质或人力资产的使用权进行管理为核心(Rajan和Zingales,1997),尤其是在以人力资本为核心资源的新型企业中,维护企业的整体性和稳定性是企业治理的要务之一。从而,“公司治理系统就是各种约束手段的复杂集合,而这些约束手段塑造了当事人对关系活动过程中所产生的准租金的事后谈判力”(Zingales,1997)。

公司治理体现的是诸多利益相关者的相互关系,这些利益关系决定企业的发展方向和业绩,公司治理讨论的基本问题是如何使企业的管理者充分利用资本所有者提供的关键性资产,在发挥资产用途的同时承担起对资本所有者的责任,利用公司治理的结构和机制,为资本所有者创造最大价值。在公司治理体系中,如何均衡各利益主体的关系以及在激烈的市场竞争中如何保证团队的高效运转以实现企业价值最大化是整个公司治理的核心。国美事件中涉及的公司治理问题比较复杂:

首先,从其家族企业向公众企业转型分析。2004年7月到2006年3月,国美电器借壳上市后,黄光裕个人持股比例一度高达75.67%。2006年5月,国美电器股东周年大会对“公司章程”进行了重大修改,国美电器董事会可以随时任命董事,而不必受股东大会设置的董事人数限制;国美电器董事会可以各种方式增发、回购股份,包括供股、发行可转债、实施对管理层和员工的期权、股权激励,以及回购已发行股份;董事会可以订立各种重大合同,包括与董事会成员“有重大利益关系”的合同。2006年7月,国美收购永乐,黄光裕任合并后的国美集团董事局主席,陈晓任集团总裁,此时黄光裕持股比例还有51.18%。在国美的这一系列制度安排上,特别是对董事会权力的安排,让人们感觉公司治理就是为了保证所有董事会成员的利益,特别是第一大股东黄光裕的利益。这种股东利益的体现是不完整的,根据委托代理理论,董事会应该是代表所有股东利益的一个机构,并不仅仅是大股东利益。这样的制度安排与黄光裕被迫辞去董事会主席后,其利益主张得不到有效保护有很大关系。

其次,在2008年11月,黄光裕入狱,接着黄光裕与其妻杜鹏辞去国美董事职务,并于2009年1月辞去董事局主席一职,陈晓正式接任董事局主席。2009年6月,国美引入贝恩资本,黄光裕部分减持并参与国美电器增发,持股比例摊薄至33.98%,贝恩资本获得国美3个非执行董事席位的附加条款。2009年7月,国美通过高管激励计划,即部分董事及上百名高级雇员可认购国美电器发行的新股。2010年5月11日,在国美股东周年

大会上,黄光裕代理人在12项决议中连投5项否决票,包括委任贝恩资本三名非执行董事的议案,当晚,国美电器召开紧急董事会,宣布重新委任贝恩三名董事。2009年9月28日,黄光裕方提出的五项异议,仅有第一项获得通过,这种情况是很少见的。这一系列的过程,作为第一大股东的投票权似乎没得到应有的尊重,而根据状态依存所有权理论,公司治理是一种“利益相关者”共同治理的结果,特别是作为第一大股东黄光裕方,其利益主张应该得到应有的尊重。

再次,在公司治理结构中,如何体现股东意志,避免内部人控制,这也是国美事件留给我们的思考。这次的国美控制权之争,最后结果有没有导致内部人控制?从现在的资料分析,所有过程都是在游戏规则内进行,国美电器的控股公司是海外注册的公司,并且在香港上市。相对于国内的证券市场,香港的证券市场在监管制度上相对还是先进的,而且2009年9月28日的投票结果也是大部分股东的意志表达,从过程和结果来看并不存在内部人控制的现象。然而,舆论更多地将矛头指向了陈晓一方,甚至有媒体将其视为“小偷”。对此,我们不多加评述,但是从现在国美所面临的困境来看,以陈晓为核心的管理团队成了所有理性投资者手里的救命稻草,成了国美现阶段的关键性资源。

在这样的背景下,对于其他股东而言,选择陈晓比选择黄光裕更能体现他们的利益,同时也印证了我们前面提到的公司治理是利益相关者之间博弈的结果。事实上,我们从国美股权结构上看,目前黄光裕家族持股32.47%,贝恩持股9.98%,大摩持股6.31%,摩根大通持股6%,永乐高管持股5%,富达持股4.37%,陈晓持股1.47%,其他持股34.4%。也就是说,贝恩、大摩、摩根大通、永乐高管、富达基金、陈晓所持股份加起来总共为33.13%,按照80%的投票比例,黄光裕家族权重在40.58%,而后者加总为41.41%,其他还有18%多一点的权重。在这样的股权结构背景下,笔者以为大股东或是创始家族股东在公司治理层面谋求有效的影响力,相比直接的绝对控制而言是一种更优选择,因为在这个阶段,国美的关键性资源是能带领国美走出困境的高效管理团队。

这里,笔者主要从国美事件的结果出发,围绕着权力分配这一主线进行分析。因为在公司治理中,权力分配是基础,公司治理效率是以权力分配为基础的,对于股东(特别是大股东)而言,如果权力配置不合理,那么他就不会过多地关注治理效率。在国美事件中,黄光裕家族之所以要做出“鱼死网破”的当下策选择,原因在于其作为主要的利益相关者,在当时的情况下,权力不能得到有效的保证。透过国美控制权之争,遵循公司治理中的权力分配法则,可以得出这样的结论:①在公司治理结构中,基础环节是权力配置结构,这种配置结构应当体现利益相关者的共同利益;②作为企业的“利益相关者”,其权利主张应该在公司治理中得到体现,这是市场经济所必须遵循的基本准则;③关键性资源是公司控制权的重要来源,谁拥有关键性资源,谁就应当拥有对公司的控制权,并且,拥有的关键性资源越多,在公司治理中拥有的话语权也就越多,控制权越大。

四、基于市场有效性的分析

“有效市场假设”(EMH)的含义最早在Gibson的著作《伦敦、巴黎、纽约的股票市场》中给予了清晰的阐释,而最早明确应用“有效市场假设”这一概念的当属Rberts(1967)。Fama、Fisher、Jensen和Roll将有效市场定义为根据新信息迅速调整的市场,并将信息作为市场效率研究的核心因素。Fama在1970年给有效市场作了一个标准化的定义:“假定市场价格总是充分反映了可获得的信息,则这个市场就是有效的”。“有效市场假设”的核心是市场价格能充分反映所有相关的信息,其成立主要建立在理性投资者假设、随机交易假设、有效套利假设等三个逐渐放松的根本性假定之上,然而这三个假设条件与现实往往有较大的出入。另外由于“噪音交易者”的存在、“有效套利假设”的缺陷和行为金融学的冲击,几十年来围绕EMH的争论从来就没有停止过。“有效市场假设”的作用主要表现在以下几个方面:

1. 揭示了证券市场的特征。在有效市场假设还未提出之前,人们总是认为股票价格是有规律可循的,未来价格完全可以从过去的价格信息来进行预测。而有效性假说认为,股票价格遵循随机游走规律,无规律可循。有效性假说以信息为纽带,把信息和股票价格有机地联系起来,通过研究股票价格对相关信息的反应效率,肯定了市场信息的有效传导作用。

2. 明确了市场有效与市场的资源配置效率及政府监管之间存在的必然联系。如果股票价格能充分反映相关的信息,那么,市场投资理性程度高,市场运作机制比较健全,市场通过价格配置资源的效率也相应较高。从这一点来看,政府可以根据市场有效性程度的不同来选择监管模式,权衡其监管力度。因此,市场有效性为如何选择监管模式提供了理论依据。

3. 有效市场假设为证券市场的正常发展提供了理论依据。尽管长期以来人们对有效市场理论进行了大量研究,并提出了种种质疑,但始终不能否认有效市场理论的价值与贡献。可以说,金融学理论中的资本结构理论和资本资产定价模型都得益于有效市场理论的形成和发展。

2008年11月,黄光裕入狱后国美的股价跌到历史最低,不仅公司内部人心惶惶,外部的供货商也因担心回款问题纷纷找上门来。这时陈晓临危授命,正式接任国美董事局主席,将当时的工作重心转移到引进外部资本、扩充现金流、稳定内部军心和让供货商继续保持对国美电器的信任上,一系列卓有成效的工作向市场传递了利好信息。在2009年6月份,国美的股价稳定在1.9元左右,国美股价变动情况见表2。

表2 国美股价变化

时间(年/月/日)	2008.11.20	2009.6.26	2009.7.24	2009.12.20	2010.1.15	2010.4.3	2010.10.27
收盘价(元)	1.16	1.94	2.21	2.68	3.02	2.54	2.67

2009年6月,美资贝恩资本注资国美电器,购买了15.9亿元人民币可转债(有权转为10.8%股权),同时,国美电器还向老股东发行新股,两项举措共筹得32亿港元,初步化解了现金流危机,继而又将股权激励计划付诸实施。这两项措施既缓解了当时的现金流压力又稳定了军心。为了防止负面消息引发

供货商急于追款,有32亿港元作为资本后盾,国美对供货商实行了“先款后货”的还款政策,供货商可在取得款额后,再向国美供货,由此悄然化解了一场随时可能演化为断货风波的危机,而且赢得了众多家电厂商对国美的信心和支持。2009年7月至今,国美的股价慢慢恢复到了黄光裕入狱前的价格。这一系列事情的演变,说明市场对以陈晓为核心管理团队努力的认可,也解释了一个现象:2009年9月28日投票前的舆论似乎都倾向于黄光裕一方,而最后的结果却是陈晓完胜。在理性投资者假设和有效套利假设下,投资者倾向于选择自身效用最大化行为,而随机交易假设保证了在完全信息下的公平交易。在这次国美控制权之争中,有一个特别值得注意的方面,就是政府的影子似乎很少进入人们的视野,这从一个侧面保证了市场主体交易诉求的自由表达。

纵观国美事件,可以说我国资本市场相对于其他市场信息的传导机制而言基本是有效的,其集中体现于2009年9月28日的投票时刻。通过对“有效市场假设”的理解,结合国美事件,我们得出以下结论:①市场在规范体系内,能够有效表达各主体之间的合理意愿,市场选择可能不是最优,但在特定条件下,是各方主体博弈的合理结果;②在“有效市场假设”条件下,市场信号传递作用的强弱,取决于特定信号所传递的信息质量和投资者的理性程度,有时甚至与社会舆论有较大差别;③政府在有效市场中的合理定位,是“有效市场假设”发挥作用的可靠保证。

五、结语

通过对国美事件的分析,笔者认为我国的资本市场尽管受各种非理性因素的影响,有一定的市场噪音,但并不是人们所想象的那样低效率或者无效率,从长期看,我国的资本市场是有效的。而在有效的资本市场上,投资者的选择是理性的,这就要求在配置公司控制权时,应当在尊重货币资本所有者应有股权的同时,充分考虑控制权效率,将控制权更多地配置于更有效率的一方。同时,我们应当看到,随着社会经济的日益智能化,人力资源已经成为企业价值创造的关键性资源,这就要求我们改变“股东至上”的货币资本强权观念,树立企业价值创造的人力资本观,赋予人力资本所有者对企业的控制权和索取权。

总之,通过国美事件,我们可以看到我国资本市场发展的一个缩影,它告诉我们,在市场经济环境下,企业控制权配置应当体现企业价值最大化的目标,应当遵循公平、有效的市场规则,任何违背规则的强权都是缺乏效率的。

主要参考文献

1. 巴鲁·列弗著.王志台等译.无形资产——管理、计量和呈报.北京:中国劳动社会保障出版社,2003
2. 向显湖.人力资本财务论:基于企业主体的一个基本框架.北京:中国经济出版社,2006
3. 杨瑞龙,周业安.相机治理与国有企业监控.中国社会科学,1998;3
4. 刘珂.公司治理综述.内蒙古师范大学学报(哲学社会科学版),2003;3