



公司治理与公司决策

GONGSI ZHILI YU GONGSI JUECE 杨菁菁◎著

中国社会科学出版社



公司治理与公司决策

GONGSI ZHILI YU GONGSI JUECE 杨菁菁◎著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与公司决策/杨菁菁著. —北京: 中国社会科学出版社, 2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5161 - 9319 - 8

I. ①公… II. ①杨… III. ①公司—企业管理—研究 ②公司—经营决策—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 280737 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2017 年 7 月第 1 版
印 次 2017 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 12
插 页 2
字 数 164 千字
定 价 55.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书为国家自然科学基金项目
“基于专利权的上市公司自主创新对其金融决策和
价值的影响机理研究” (71563020)资助

前 言

公司治理是一门构建于企业所有权层次上的横跨管理学和金融学的子学科。公司治理涵盖的范畴非常广，包括企业所有权的结构和层次、内部管理和监督人员的特征、内部监督和审查机制的设定、外部的监管机制的效率、资本市场的完善程度等。一个好的公司治理体系的构成需要满足企业内、外部各项治理机制都能充分发挥其治理效果的条件。本书从企业各项内、外部治理机制开始解释它们在企业价值最大化和投资者权益保障方面的作用。本书中涉及的内部治理机制包括股权结构、监事与独立董事、董事会的选聘和董事会的运行、董事会及管理层的多样性、董事长和总经理两职的设立、高层管理者的薪酬和激励、内部审计机制；外部治理机制则包括机构投资者、债权人、会计师事务所、控制权市场、政府监督、证券分析师。由于部分公司治理机制都只针对上市公司而非上市公司，在包括独立董事等方面并没有强制性要求，并且也缺乏普通个人投资者和机构投资者的积极参与，因此，本书关于公司治理的内容大部分都着重描述治理机制针对上市公司的设定情况及其发挥的作用。

良好的治理机制能有效地帮助提升企业价值和保障投资者合法权益，这种效果更直观地体现在对企业各项重要决策方面进行约束和监督，从而使企业的决策与企业各相关方的利益最大化之目标相吻合。因此，本书第二部分主要阐述企业重要决策的基本信息以及治理机制对这些决策的制定与执行所产生的影响。这些重要决策包括首次公开发行股票、分红派息、股票回购、资本结构调整、社会

责任履行、创新行为和违规行为等。与第一部分关于治理机制的内容相类似，第二部分也是以上市公司为对象进行描述与分析的。这是由于上述决策行为都集中于上市公司中，而其他未公开发行股票的企业在此方面并无太多的涉及或需求。

本书系统地阐述了公司治理与决策方面的相关内容，并使用了大量最新的数据和真实的案例对相关的理论进行佐证，希望能以此帮助读者了解企业，尤其是上市公司在这些方面的实际情况。我国A股市场成立至今已有20余年，虽然与发达资本市场相比，仍处于较为“年轻”的阶段，但市场已经孕育了大量投资者，截至2016年1月，A股投资者开户数量已经突破1亿，总数量为10038.85万，其中，自然人和非自然人的数量分别是10010.12万和28.73万。^①虽然投资者数量庞大，但是，从我国国情来看，大多数投资者（尤其是散户投资者）对于公司治理与决策方面的相关专业知识都有所欠缺，这对投资者自身的利益保障和市场整体的稳步发展都会产生一定的负面影响。因此，本书也希望帮助正在或有意投资于A股市场的读者更多地了解上市公司的治理与决策方面的基础知识。

最后，阐述公司治理问题，第一章至第八章研究公司各项重要决策行为，以及公司治理在其中发挥的作用。第九章对全书进行总结并提出展望。

^① 林志吟：《1月份投资者突破1亿》，《信息时报》2016年2月1日。

目 录

第一章 公司治理.....	1
第一节 内部治理.....	2
一 股权结构和代理冲突	2
二 监事与独立董事	27
三 董事的选聘与董事会的运行	35
四 董事长、总经理以及两职分离	39
五 高层管理者的薪酬和激励	42
六 董事会及管理层的多样性	46
七 内部审计	50
第二节 外部治理	53
一 机构投资者	53
二 债权人	60
三 会计师事务所	65
四 控制权市场	72
五 政府监督	76
六 上市公司分析师	79
本章小结	82
第二章 首次公开发行股票	84
第一节 首次公开发行股票	84
一 一级市场与二级市场	84

二	注册制与核准制	84
三	发行条件	86
四	IPO 折价	87
第二节	沪深 A 股市场简介	90
一	市场情况	90
二	沪深 A 股市场交易方式	91
三	A 股市场存在的其他问题	94
四	沪港通	95
第三章	分红派息	100
第一节	分红派息的基本情况解析	100
一	为何要分红派息	100
二	分红派息的方式及结算	101
第二节	现金股利	102
一	现金股利的发放及其影响	102
二	A 股上市公司的现金股利发放情况	109
第三节	股票股利	111
一	股票股利的发放及其影响	111
二	转增股本	113
三	A 股上市公司的转增股本行为	114
第四章	股票回购	115
第一节	股票回购行为的起源	115
第二节	我国的股票回购行为	116
一	股票回购行为的产生及规定	116
二	股票回购行为的动机	116
三	股票回购的后续影响	120

第五章 股权再融资及资本结构调整	123
第一节 配股	123
一 配股简介	123
二 配股的要求	124
三 配股行为中存在的问题	126
第二节 增发	129
一 增发概述	129
二 公开增发	131
三 定向增发	132
四 债务调整	138
五 最优资本结构	139
第六章 企业社会责任	144
第一节 企业社会责任的重要性	144
第二节 我国企业社会责任履行情况	145
一 自愿发布责任报告	145
二 企业社会责任的影响因素	147
第七章 公司创新	154
第一节 创新的重要性	154
第二节 研发	155
一 研发投入水平	155
二 我国企业研发投入分析	157
第三节 专利	159
一 基本情况	159
二 上市公司专利	163
三 专利权的信息披露	167

第八章 上市公司违规行为	169
第一节 违规行为概述	169
第二节 A股上市公司违规行为	170
一 部分违规情况介绍	170
二 处罚方式	171
三 上市公司违规行为的动机及控制机制	175
第九章 总结及展望	177
后记	181

第一章 公司治理

公司治理 (corporate governance) 是一系列关于程序、制度、法规、政策以及机构的总称, 其目的在于管理和控制公司, 提升公司绩效, 保障投资者权益。公司治理的结构和准则旨在将相应的权利和责任合理地分配给公司内部及外部的利益相关方, 包括股东、管理层、审计人员、员工、债权人等, 规范和激励他们的行为, 并使他们恪尽职守。良好的公司治理可以保证公司决策的效率、效果和合理性, 并且符合公司各方面人员和部门的利益。学术界对公司治理的定义不尽相同, 有学者将公司治理定义为公司资金提供者用以保障其获得合理回报的方法或工具。^① 还有学者认为, 公司治理是用于控制公司行为的法律、制度和其他相关因素的综合。^②

虽然定义存在差异, 但是, 从运行机制角度出发, 学术界普遍将公司治理分为内部治理和外部治理两类。内部治理机制包括公司实际控制人和大股东、董事会及其他非董事高层管理者、内部审计机构以及其他内部监督机构等。外部治理机制包括公司的债权人 (例如, 银行、公司发行的债券的持有人等)、对公司进行审计的会计师事务所、所在行业的产品市场竞争、并购机制、政府监管机构和司法体系等。

^① Shleifer, A. and Vishny, R., "Survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp. 737 - 783.

^② Gillan, S. L. and Starks, L. T., "Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 2000, pp. 275 - 305. Gillan, S. L., "Recent development in corporate governance: A review", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 3, 2006, pp. 381 - 402.

公司治理，不仅会显著影响公司自身绩效的高低和运营的稳定性，而且对公司所在国家或地区的宏观经济和金融市场也有举足轻重的作用。1997年源于泰国并横扫印度尼西亚、马来西亚、新加坡、韩国和中国香港等东南亚多个经济体的金融危机使这些国家和地区出现了严重的经济衰退，甚至还导致了泰国等部分国家和地区的政局出现动荡。抛开这些国家和地区的经济导向、汇率制度和外汇储备等因素，糟糕的公司治理也是引发这场金融危机的主要因素之一。

在金融危机发生时，东南亚国家和地区对境内公司的外部投资者的保护力度普遍较差，这种情况主要体现在这些国家和地区缺乏有效的机制限制管理层对外部或中小股东的资金和利益侵占（如滥用或挪用公司资金等行为）。因此，当资本市场中投资者信心减弱时，外部投资者会重新评估其投入的资金是否存在被大股东或管理层滥用的概率和比例，从而考虑调整他们的投资额度，并导致区域内资产价值的下滑和本币汇率的下跌。^①

学术界将控制人和管理层基于自身利益滥用或挪用公司资金的行为看作是公司中存在的委托—代理冲突的结果，即公司的代理和委托人利益并不完全一致时，代理人有动机为了扩大自身利益而做出损害委托人利益的行为。而公司治理机制则是能限制代理冲突最主要和最有效的手段之一。

第一节 内部治理

一 股权结构和代理冲突

（一）股权结构

公司是企业组织形式的一种，通常指具有独立法人财产、以营

^① Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E., "Corporate governance in the Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 141-186.

利为目的的企业法人。本书所说的公司治理与公司创新中的“公司”主要是指股份有限公司。股份有限公司与其他组织形式企业的不同点在于：股份有限公司以其全部资产对其所负债务承担责任，而所有人（或出资人即股东）以其认缴的出资额对公司承担有限责任。股份有限公司的股权结构则是指公司总股本中不同性质的股份和来自不同股东的股份所占比例及其相互关系。股份有限公司之间的股权结构差异很大，这种差异也决定了不同的公司治理结构，并显著地影响公司的决策行为和经营绩效。

1. 集中的股权结构

最简单和最常见的对股份有限公司的股权结构进行分类的方式是将其分为集中的股权结构和分散的股权结构两大类。具有集中的股权结构特征的股份有限公司有单一的控股股东，其持有的股份占公司总股本的比例较大。在这种情况下，控股股东对公司的日常管理事务和重要决策行为具有其他单一股东难以抗衡的控制力。如果控股股东的持股比例超出 50%，则其在股份有限公司绝大多数的决策制定过程中具有决定权。当然，也有例外情况。比如，为了保护中小股东的利益，很多国家规定在上市公司选举董事时，采取累积投票制（accumulate vote），即股东所持的每一股份拥有与当选董事总人数相等的投票权。^①相反，具有分散的股权结构特征的公司则没有单一的控股股东，每个股东持有的股份比例都不足以达到以一己之力来决定公司重要决策的额度。

凡事皆有利弊，且都需要用辩证的眼光来看待。两种截然不同的股权结构也各有其优劣。公司股权结构集中时，由于控股股东有效地掌握了公司的控制权，如果其在公司董事选举时又采用得当的策略，其委派的董事可在董事会中占据多数席位，那么公司在制定各类型决策时就能有效地避免烦琐和冗长的争辩，提高决策及执行效率。此外，由于有控股股东的存在，公司管理层（尤其是董事长

^① 详细情况参见第一章第一节“董事的选聘与董事会的运行”有关内容。

和总经理)的任免和薪酬会极大地受制于控股股东,从而使其行为必须尽可能地满足控股股东的需求,股东与管理层之间的代理冲突也可以得到一定程度的抑制。然而,集中的股权结构虽然提升了公司的决策效率,但不一定会带来最佳的决策效果。主要原因在于控股股东往往会从自身利益最大化角度出发,决定公司的经营和投资策略,例如,要求公司与其持股的另一家公司进行关联交易等。类似的行为不一定会符合其他股东的利益,尤其是中小股东的利益。

2. 分散的股权结构

反观股权结构分散的股份有限公司,由于没有单一的控股股东,董事会成员会更广泛地代表不同股东的利益,因此,股份有限公司制定重要投资和经营决策时会更充分地考虑不同股东的诉求。但是,正因为如此,公司的决策制定过程也往往伴随着激烈的辩论和争执,而降低决策效率,甚至会令公司错过良好的投资机会。此外,分散的股权结构会加剧作为委托人的股东与作为代理人的管理层之间的代理冲突。在缺乏实际控制人的股份有限公司中,公司股东难以有效地约束管理层的行为,使管理层获得更多机会来追求自身利益最大化,而类似行为则很有可能会损害股东的利益。

2015年开始发生的“宝万之争”就是很好的实例。万科企业股份有限公司(以下简称万科)是一家在深圳和香港两地上市的房地产行业上市公司,其股权结构较为分散,在2015年年中时,其第一大股东华润集团仅持有占万科总股本15%的股份。以宝能集团为中心的资本集团(以下简称宝能系)自2015年7月起在二级市场(对已经发行的证券进行买卖、转让和流通的市场)上持续购入万科股票而逐渐成为万科的第一大股东。万科的管理层为拒绝宝能系对万科的控制,从2015年12月8日开始实施停牌(暂停股票在股票市场上进行交易)并着手对万科进行重组。万科的持续停牌超过半年时间,导致大量持有万科股票的中小股东在这段时间里无法进行交易。这便是典型的股权分散背景下委托—代理冲突导致中小股东权益受损的现象。

3. 金字塔形持股结构

股份有限公司股权结构中另一个常见的情况是金字塔形的持股结构。顾名思义，金字塔形的持股结构是指股份有限公司的实际控制人是通过间接持股形成一个金字塔形的控制链来取得对公司的实际控制权。举例来说，A公司的实际控制人是B公司，B公司的实际控制人为C公司，而C公司的控股股东为自然人D，因此，自然人D便是A公司的实际控制人。金字塔形持股结构是一个多层次、多链条的控股形式。它最大的好处是可以赋予实际控制人更多的资源，令其以相对较少的资金掌控更多公司。

金字塔形持股结构通常会导致公司现金流和控制权的分离。所谓现金流权，就是公司实际控制人参与公司现金流分配的权利。接上例，假设自然人D持有C公司50%的股份，C公司持有B公司50%的股份，B公司则持有A公司50%的股份，那么自然人D作为A公司的最终控股股东只能获得A公司12.5%（即 $50\% \times 50\% \times 50\%$ ）的现金权。因此，自然人D对A公司的控制权（50%）要远远大于其参与A公司的现金流分配的权利（12.5%）。值得注意的是，虽然金字塔形的持股结果对于股份有限公司的终极控制人D来说是以小博大、有利无害的（因为其可以通过较少的资金控制较多的资源），但是，这种控股方式会显著提升自然人D侵占A公司资产的动机，从而扩大其他股东（尤其是中小股东）利益受损的风险。

金字塔形持股结构在我国沪深A股上市公司中也很常见。以在深交所上市的美的集团（深交所代码000333）为例，美的集团2015年年报披露，其第一大股东为美的控股有限公司，而后的实际控制人为何享健。根据《第一财经日报》^①的报道，何享健持有美的控股超过90%的股份，为美的集团的终极控制人。

^① 慕青：《美的少东家卷入做空疑云 何享健父子1800亿金融帝国出水》，《第一财经日报》2015年8月4日。

此外，金字塔形持股结构在国有企业中也非常普遍。以华润（集团）有限公司（以下简称华润集团）为例，华润集团是一家在香港注册和运营的多元化控股企业集团，2003年归属国务院国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）直接管理。华润直接控股的上市公司共有5家，分别是华润啤酒、华润电力、华润水泥、华润置地和华润燃气，5家公司均在香港证券交易所上市。另外，华润还通过旗下华润医药集团有限公司（华润集团持有华润医药72%的股份）间接控制三家A股上市公司：华润三九（深交所代码000999）、东阿阿胶（深交所代码000423）和华润双鹤（上交所代码600062）。根据2015年年报披露，华润医药集团分别持有华润三九和东阿阿胶63.59%和23.14%的股份。而华润医药集团全资子公司北京医药集团有限责任公司（以下简称北药）则持有华润双鹤59.99%的股份。华润医药集团在2010年7月完成对北药的并购，并购完成后，华润医药获得北药100%的股权，而北药的原控制人则成为华润医药股东，获得后者28%的股份。华润集团通过其子公司华润医药对北药的收购，获得了A股上市公司华润双鹤（原双鹤药业）的控制权，扩大了其在医药行业的资本布局，通过金字塔形持股结构掌控了更多医药行业的研发和生产资源以及更多的市场占有率。

4. 股权分置及改革

相比西方发达国家（尤其是美国、英国等国家）的上市公司普遍具有分散的股权结构，我国上市公司的股权结构则较为集中。此外，在股市成立初期，除股权结构集中的特点外，我国上市公司还存在另外一个问题：股权分置。沪深两市分别成立于1990年11月26日和1990年12月1日。两市成立后，在交易所上市的公司的股票按其流通性可以分为流通股和非流通股两类。非流通股的存在主要是由于中央政府当时希望能继续维持对国有上市公司的控制权，故不允许部分股票在股票市场流通。

非流通股主要包括国家股、国有法人股、内资及外资法人股和

自然人股。其中，国有股和国有法人股占非流通股总量的最大部分。国有股主要是由中央政府和地方政府，以及它们的下设机构（如财政部、厅和国资委等）持有。国有法人股则主要是由国有企业（包括中央企业和地方国有企业）持有。在股权分置改革开始之前，我国上市公司的国有股和国有法人股平均各约为 30%，其他各类型投资者持股总和则平均约为 40%。^① 在 2000 年年初时，政府通过金字塔形持股结构控制了绝大多数的 A 股上市公司。^②

非流通股并非完全不能流通，其可以在由证监会批准的情况下通过拍卖或协议转让的方式来进行流通。^③ 在实际交易中，非流通股的转让价格是在每股净资产的基础上进行商议而定，故其转让价格通常要远低于流通股的市场价格。这便使 A 股市场的股票定价机制产生扭曲，并弱化了股票市场的价格发现功能。

此外，由于非流通股股东无法获得二级市场中股票价格上涨带来的财富增加的效应，非流通股的存在还会扩大大股东侵占上市公司资产的动机。根据 2006 年证监会与国家经贸委联合进行的“上市公司建立现代企业制度专项检查”及发布的消息，2002 年，有 676 家 A 股上市公司存在总额高达 967 亿元人民币被控股股东以各种形式侵占的现象；2003 年，有 623 家 A 股上市公司存在总额 577 亿元人民币被控股股东以各种形式侵占的现象；2005 年，有 480 家 A 股上市公司的控股股东占用上市公司资金总额达到 480 亿元人民币。到目前为止，类似的现象在 A 股市场依然频频发生。2016 年 5 月，深圳主板上市公司华泽钴镍（深市代码 000693）曝出其实际控

① Fan, J. P. H., Wong, T. J. and Zhang, T., “Politically connected CEOs, corporate governance, and post IPO performance of China’s newly partially privatized firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, No. 2, 2007, pp. 330 - 357.

② Liu, G. S. and Sun, P., “The Class of Shareholdings and its Impacts on Corporate Performance: A case of state shareholding composition in Chinese public corporations”, *Corporate Governance*, Vol. 13, 2005, pp. 46 - 60.

③ 参见 2004 年 12 月 15 日由上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布的《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》，http://www.fdi.gov.cn/1800000121_23_65627_0_7.html。