



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

公司治理、剥离决策与 剥离绩效关系研究

孙春晓 / 著

GONGSI ZHILI BOLI JUECE YU
BOLI JIXIAO GUANXI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

本书的出版得到浙江工业大学之江学院学术专著出版基金、浙江工业大学跨国投资研究中心和浙江工业大学之江学院产业经济学优势学科的资助

公司治理、剥离决策与 剥离绩效关系研究

孙春晓 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理、剥离决策与剥离绩效关系研究/孙春晓著.
—北京:经济科学出版社,2012.12
(中青年经济学家文库)
ISBN 978-7-5141-2698-3

I. ①公… II. ①孙… III. ①公司-企业管理-研究-
中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 273522 号

责任编辑:王冬玲

责任校对:隗立娜

版式设计:代小卫

责任印制:邱 天

公司治理、剥离决策与剥离绩效关系研究

孙春晓 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址:北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编:100142

总编部电话:88191217 发行部电话:88191537

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@esp.com.cn

北京季蜂印刷有限公司印装

710×1000 16 开 12.75 印张 250000 字

2013 年 1 月第 1 版 2013 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-2698-3 定价:35.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换。电话:88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

公司为应对资源有限及商业环境快速变革的压力，需要不断进行业务重构以提升其效率。从 20 世纪 80 年代开始，公司业务重构开始在欧美盛行，而剥离和并购一样，被认为是公司业务重构的主要方式之一。近年来，无论在国外还是在国内，资产剥离的数量和规模都呈持续增长的态势。尤其是 2007 年以来，市场环境发生了巨大变化，次贷危机、股市动荡、行业衰退使企业作为市场主体处于十分不利的地位。然而，与并购相比，剥离长期以来一直都没有得到理论界和实务界应有的重视，通常多数公司都是时刻准备着收购资产，而非剥离资产。学术界对并购的理论与实证研究已浩如烟海，针对剥离的研究却并不多见，国内少数研究剥离的文献或主要是介绍国有企业如何剥离非经营性资产，这与国外研究的剥离内涵并不一致，或集中于研究剥离的原因和结果。现有研究的一个前提是：虽然很多公司都有重构需要，尤其是针对长期处于低绩效的业务单元，但即使剥离更有利于公司的长期发展，实践中大部分公司管理者也不愿意通过剥离减少或调整其业务部门，而且即使剥离发生，对企业业绩改善的作用也并不明显。剥离作为体现公司战略方向调整的重要战略行为是否发生，是否真正有利于公司发展，都极大地受组织情境及管理者行为的影响。而公司治理作为保障管理者对公司资源贡献者负责的制度安排，决定着公司战略决策的制定及实施结果，它对公司剥离决策的影响及其在解释剥离后绩效提升方面的研究仍有待深入。

基于此考虑，本研究试图通过在国内证券市场收集大量公司治理和剥离交易的数据和资料，利用国内外较为成熟的研究成果作为本书理论模型和统计分析方法的参考依据，为我国上市公司治理与剥离关系的深入分析提供大量的经验证据，并就发现的问题提供一些建议。为实现上述目标，本研究主要分析了以下三个问题：①公司治理如何影响剥离的发生？②剥离发生是否带来积极的剥离绩效？③剥离绩效是否受公司治理的影响？

针对以上问题，本研究以在国内沪、深证券交易所上市的公司为研究对象，分析上市公司治理对其剥离决策和剥离绩效的影响。在现有公司治理和剥离相关研究的基础上，通过理论分析框架和假设提出，构建了股权集中度、控股股东属

性、管理者持股、管理者变更、董事会规模、外部董事规模、长期负债等公司治理构成要素对上市公司剥离决策影响的二维 Logistic 回归模型、上市公司综合剥离绩效的评价模型和股权集中度、管理者持股、外部董事规模、公司长期负债对上市公司长期和短期综合剥离绩效影响的多元线性回归模型。以 258 个发生剥离和 293 个未发生剥离的上市公司的公司治理、剥离交易和相关财务数据资料为基础,采用 Logistic 回归分析、因子分析、多元线性回归分析等方法对数据进行处理,并对模型所包含的假设进行实证检验。通过以上研究,得出如下三个基本结论:

第一,公司治理对剥离决策有直接的影响。第一大股东持股比例、Z 指数(第一大股东持股与第二大股东持股比例)、管理者变更情况均对剥离决策有正向直接的影响。第一大股东持股比例越高、股权越集中的上市公司,更积极从事剥离活动;而剥离发生之前两年,往往伴随着剥离公司管理者变更,尤其是公司总经理或 CEO 发生变更。董事会规模与剥离决策显著负相关,说明董事会规模越大,越不利于剥离的发生;而剥离频率与剥离决策显著正相关,说明上市公司过去两年剥离发生次数越多,经验越丰富,其持续进行业务剥离的可能性就越大。而外部董事的规模、控股股东的股权属性、管理者持股比例对剥离决策的作用并不明显。

第二,剥离不一定带来积极的剥离绩效。虽然 2004~2008 年间,上市公司剥离发生当年的绩效较剥离前一年有明显上升,但是,上市公司剥离后第一年和第二年的绩效不但没有上升,反而出现不同程度的下降。剥离后第三年其业绩才出现了显著上升,第四年虽然也有所上升,但是并不显著。这说明上市公司短期剥离绩效变化并不明显,而长期剥离绩效较短期绩效变化显著。

第三,公司治理对剥离绩效产生重要影响。从短期来看,剥离绩效与 Z 指数(第一大股东持股与第二大股东持股比例)之间显著负相关,但是,长期来看二者之间无显著相关,说明股权越集中,越不利于剥离后短期绩效的改善。剥离后长期内,管理者持股比例的激励和监督有助于剥离绩效的提高,但是短期来看,二者之间的关系不明显;外部董事的监督和服务有助于剥离绩效的提升,但是,它对剥离短期绩效作用并不显著。公司债务的监督对剥离绩效的提升也没有显著的作用;且剥离规模和公司规模对短期绩效提升有一定的影响,但与剥离长期绩效之间相关关系不显著,而剥离经验却有助于剥离长期和短期绩效的提升。

与前人的相关研究比较,本研究的主要创新点在于:从战略管理和组织行为的视角,提出了“公司治理——剥离发生——剥离绩效”的研究框架;研究了公司治理对剥离发生这一决策的影响,得出其股权集中度、管理层变更、董事会规模、公司长期负债、剥离频率对剥离决策具有直接影响,而控股股东属性、外部

董事规模、管理者持股比例与剥离发生不存在显著关系。然后，对剥离绩效进行了评价，发现剥离短期绩效变化并不明显，而长期绩效改善较显著；基于此，进一步分析了公司治理对剥离绩效的影响，发现管理者持股比例、Z指数、外部董事规模、公司长期负债及剥离规模和频率、公司规模对剥离公司长期和短期的剥离绩效都会产生重要影响。

孙春晓

2012年10月

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 实践背景	1
1.1.2 理论背景	4
1.2 问题的提出	6
1.3 研究内容	8
1.4 研究方法	9
1.5 研究思路	9
1.6 结构安排	11
1.7 创新点	12
第2章 文献回顾	14
2.1 剥离的界定和理论基础	14
2.1.1 剥离的界定	14
2.1.2 剥离的理论基础	20
2.2 剥离决策文献回顾	31
2.2.1 剥离决策的影响因素	32
2.2.2 剥离决策的过程	36
2.2.3 剥离决策的障碍	40
2.3 剥离绩效文献回顾	43
2.3.1 剥离收益的来源	43
2.3.2 剥离收益形成机理	46
2.3.3 剥离绩效评价	47
2.4 公司治理的研究综述	53
2.4.1 公司治理问题提出	53
2.4.2 公司治理界定	54
2.4.3 公司治理构成	59

2.4.4	公司治理、公司战略与公司绩效关系	60
2.5	文献回顾总结	65
2.5.1	前人研究小结	65
2.5.2	本研究切入点	70
2.5.3	本研究主要概念界定	72
第3章	公司治理与剥离决策关系的理论分析及假设提出	74
3.1	理论分析框架	75
3.1.1	公司治理与剥离决策关系	75
3.1.2	股权结构与剥离决策关系	76
3.1.3	董事会与剥离决策关系	78
3.1.4	管理者激励与剥离决策关系	79
3.1.5	公司负债与剥离决策关系	80
3.2	假设的提出	81
3.2.1	控股股东股权属性与剥离决策关系	81
3.2.2	股权集中度与剥离决策关系	82
3.2.3	董事会规模与剥离决策关系	83
3.2.4	外部董事与剥离决策关系	84
3.2.5	管理者持股与剥离决策关系	84
3.2.6	管理者变更与剥离决策关系	85
3.2.7	公司负债与剥离决策关系	86
3.3	本章小结	87
第4章	公司治理与剥离决策关系的实证研究	89
4.1	样本选择和数据来源	89
4.1.1	样本选择	89
4.1.2	数据来源	90
4.1.3	样本数据的描述性统计	90
4.2	变量测量	92
4.2.1	变量选择的原则	92
4.2.2	关键的解释变量	93
4.2.3	被解释变量	96
4.2.4	控制变量	96
4.3	数据分析	97

4.3.1	Logistic 回归分析法	97
4.3.2	股权结构影响的实证分析	99
4.3.3	董事会构成变量影响的实证分析	103
4.3.4	管理者激励影响的实证分析	106
4.3.5	公司负债影响的实证分析	107
4.3.6	公司治理与剥离决策关系模型的验证及结果	109
4.4	本章小结	111
第5章	公司治理与剥离绩效关系的理论分析及假设提出	115
5.1	公司治理与剥离绩效关系	115
5.2	管理者持股与剥离绩效关系	116
5.3	外部董事与剥离绩效关系	118
5.4	公司负债与剥离绩效关系	119
5.5	股权集中度与剥离绩效关系	121
5.6	本章小结	122
第6章	公司治理与剥离绩效关系的实证研究	124
6.1	剥离绩效评价模型构建及实证研究	124
6.1.1	剥离绩效评价方法及模型构建	124
6.1.2	剥离绩效实证检验结果及分析	128
6.2	公司治理与剥离绩效关系模型的验证及结果	134
6.2.1	变量测量	135
6.2.2	分析方法	136
6.2.3	分析结果	137
6.3	本章小结	141
第7章	研究结论与展望	143
7.1	研究结论	143
7.2	理论意义与实践启示	146
7.2.1	理论意义	146
7.2.2	实践启示	148
7.3	研究不足及展望	151

附录 1	2004 ~ 2008 年剥离公司研究样本一览表	153
附录 2	2004 ~ 2008 年因子分析的总方差解释	161
附录 3	2005 ~ 2008 年上市公司剥离绩效的因子分析结果	164
参考文献		166
后记		192

第 1 章

绪 论

本章主要阐述本研究的背景，包括实践和理论背景，然后，对主要的研究问题、研究内容、研究方法、研究思路和创新点等作简要介绍。

1. 1

研究背景

1. 1. 1 实践背景

(1) 环境的复杂多变和资源的稀缺分散使得公司战略变革盛行

经济全球化进程和技术快速变革使得商业环境变得更加复杂及不确定，且变化的速度越来越快，导致企业竞争优势的暂时性和动态性（Shimizu & Hitt, 2005）。企业面临着更激烈的市场竞争，越来越多的行业形成买方市场，生产能力过剩，新竞争者越来越多，产品生命周期缩短，产品创新的压力巨大，政策和法规不断变化。为应对这些挑战，对环境变革进行反映的组织能力成为企业的重点，管理者必须应对新的政府规则、新产品的压力、经济增长、技术发展和不断变化的劳动力市场（Kotter & Schlesinger, 1979）。同时，创新资源和制造资源等企业发展必需的一系列稀缺资源在地理空间和企业组织内的分散，对企业可持续发展造成了约束（Teece, 2007），尤其是当企业经过快速的产品多元化扩张后，往往会超过实现股东最优价值水平的过度多元化，但是，受到原材料、资金、人才等内外部资源约束，导致与竞争对手相比的低研发投入和研发强度（Baysinger & Hoskisson, 1989）、高负债、高风险、低企业绩效（Hitt & Hoskisson, 1990）。因此，这种资源分散的过度多元化，导致能力有限的管理层面临战略控制问题，形成战略弱势（Hoskisson, Johnson & Moesel, 1994）。

随着全球环境不断变革以及发明、创新和制造资源在地理上和组织内的分散

(Teece, 2000)、获得市场成功必须要联合多种创新 (Somaya & Teece, 2007), 企业获得演化优势在现在变得越来越困难。而且为了培育新市场, 规则与制度结构必须经常被重新塑造 (Evans, Hagiu & Schmalensee, 2006)。这些都使得企业原有的发展战略受到挑战。很多公司管理者发现他们必须经历每年至少一次的中等程度的战略变革, 每四年或五年一次大战略变革 (方海鹰, 2004), 以提高或保持其竞争优势。

(2) 伴随战略变革的盛行, 剥离活动日益频繁

无论是国内还是国外, 伴随着战略变革的盛行, 剥离活动作为收缩战略的重要内容也日渐频繁, 就像并购活动一样, 公司剥离反映了公司调整业务组合以适应政治和经济环境的努力。大量已有的研究表明公司业务多元化盛行的趋势已经停止, 取而代之的是包括剥离活动在内的向核心业务集聚的相反趋势 (Haynes, Thompson & Wright, 2003; 陈三梅、史焕平, 2008)。剥离, 如同并购, 都会促进公司的发展, 改善公司的竞争地位。因此, 剥离资产的行为对企业而言十分普遍, 是企业发展战略调整和突出竞争优势的合理选择。霍斯基森、约翰逊、蒂豪尼和怀特 (Hoskisson, Johnson, Tihanyi & White, 2005) 发现在过去 30 年间, 资产剥离活动对欧美经济发展产生了重要影响, 是普遍受公司欢迎的战略。1975 年, 美国公司的剥离交易占到其当年全部交易的 54% (高根, 2004), 并在随后的近 30 年间稳定在 35% ~ 40% 之间, 剥离已成为一种重要的资本运营方式。以美国能源产业为例, 1996 ~ 2007 年, 其剥离的价值逐渐增加, 尤其是进入 21 世纪后, 剥离价值增加更为明显, 2006 年更是达到最大值 1661.1 亿美元, 如图 1-1 所示。近年来, 德国重要行业的知名公司纷纷通过剥离集聚核心业务, 如剥离路虎 (Rover) 专注生产豪华轿车的汽车制造商宝马公司, 剥离钢铁业务成为电信大亨的曼内斯曼公司 (Mannesmann), 前身为大产业集团的旅游公司普罗伊萨格 (Preussag) 和剥离酒精业务成为果汁巨头的埃克斯公司 (Eckes) 等。2008 年, 普华永道对美国诸多大公司高层管理人员的调查显示, 美国公司的剥离活动还将不断增多, 69% 的被调查公司计划在未来年份进行类似或更多的剥离活动。

我国企业大规模的资产剥离活动始于 1993 年, 国有企业通过剥离非生产经营性资产进行股份制改造; 还有一些国有企业通过分拆在中国香港、美国等地上市。随着经营环境的不断改变, 资产剥离作为收缩性资本运营方式之一, 逐渐为国内上市公司所采用, 且呈现不断上升趋势。北大经济研究中心的统计资料表明, 1998 ~ 2008 年, 共有 1500 多家上市公司进行了 2105 起资产剥离, 1998 ~ 2008 年, 国内上市公司资产剥离交易的数量稳步上升, 2006 ~ 2008 年虽然剥离发生的数量有所下降, 但交易金额不断上升, 说明交易的规模不断增加, 尤其是 2007

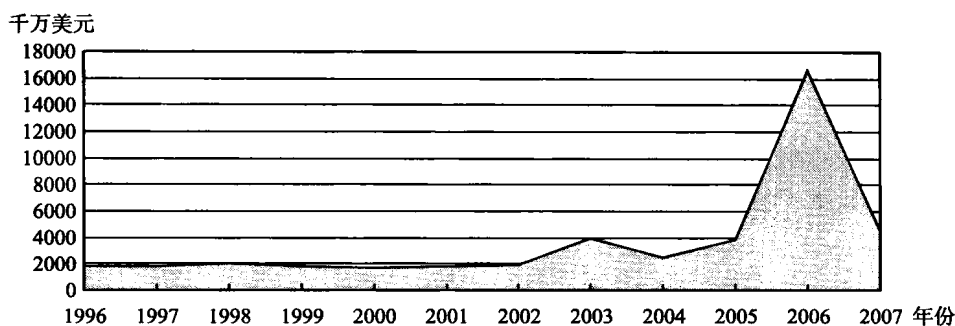


图 1-1 1996 ~ 2007 年美国能源产业的剥离值

资料来源：本研究整理。

年的交易规模达到最高值 6415.8 亿元人民币。1998 ~ 2008 年我国上市公司剥离交易的数量和金额如图 1-2 和图 1-3 所示。

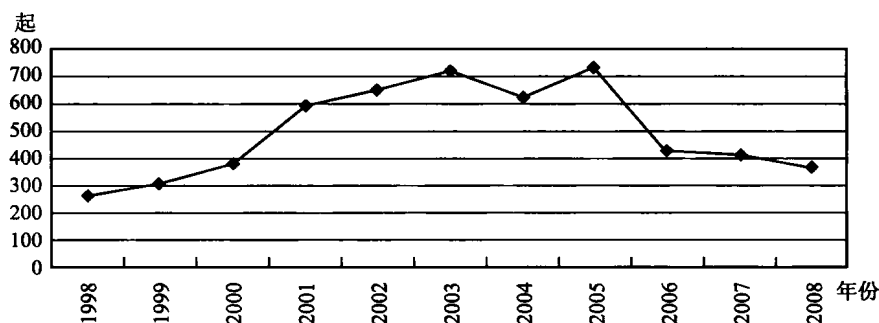


图 1-2 1998 ~ 2008 年中国上市公司资产剥离交易数量

资料来源：本研究整理。

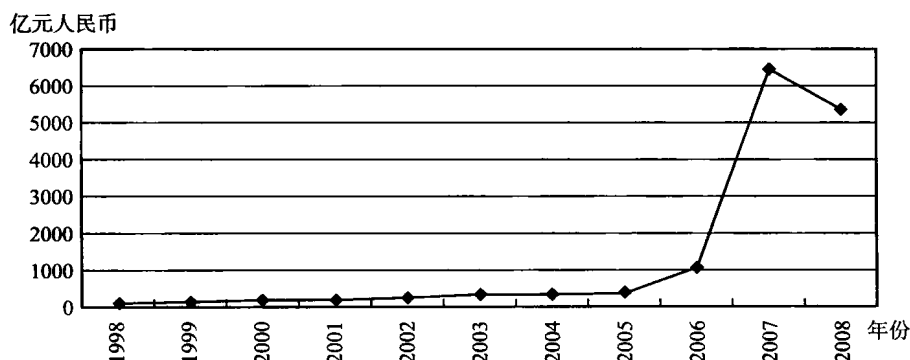


图 1-3 1998 ~ 2008 年中国上市公司资产剥离交易金额

资料来源：本研究整理。

因此,剥离和并购一样,作为公司业务重构的主要方式,已成为国内上市公司日常经营的组成部分。基于战略理论,剥离被认为是重要的战略工具,勃雷等(Byerly et al., 2003)把剥离潜在的战略意义分为重新集聚(refocusing)和重新定位(reposition),两者都表示了战略的重新调整(reorientation)。通过剥离活动,企业重新配置资源和能力,形成新的路径和惯例,以此获得持续的竞争优势。

(3) 公司治理的有效性影响公司战略过程的效率

收购、剥离和公司创业及其他很多术语,都是用来描述从根本上改变一个公司的性质、方针或控制权的大型交易。虽然不同类型交易存在差别,但它们都贯穿一个相同思路,即这些战略交易都涉及一个公司控制权的转移或变化,以及相应战略方向的调整。而公司战略方向的调整是否真正有利于公司发展,极大地受公司治理结构的影响(Morrow, Johnson & Busenitz, 2004)。因为公司高层管理者作为战略系统的控制人,在不同的激励和约束制度下,会根据其目标函数的变化会产生不同的资源配置方案,从而形成不同的战略决策。而且在不同的公司治理结构下,即使是对于相同的战略实施也会得到不同的效果。此外,股东、债权人、员工等其他利益相关者也会对公司战略过程产生直接或间接的影响。

合理的公司治理结构通过对公司战略过程中相关各方的利益和权力进行约束与协调,保证高层管理者按照有利于风险承担者利益和公司长远发展目标来制定和实施战略。这样的战略过程可以避免多余机会成本的发生,实现各利益相关者的有效合作,以最小的资源投入获得最大意义的产出,因而保证了战略绩效。因此,公司治理结构的有效性影响着公司战略过程的效率,从而对投资者的利益和企业持续发展产生影响。

1.1.2 理论背景

20世纪80年代以来,成千上万的公司通过剥离进行业务调整,摆脱不良业绩部门,筹集资金(Brauer, 2006; Bruner, 2004; Johnson, 1996)。然而,与并购相比,剥离长期以来都没有得到实务界与理论界应有的重视(Buchholtz, Lubatkin & Neill, 1999; Dranikoff, Koller & Antoon, 2002; Li, 1995; Mata & Portugal, 2000),因为某一公司的剥离活动往往被认为就是另一公司的并购活动。20世纪80年代以来,组织研究领域的主流观点把组织成长和扩张作为衡量组织绩效的主要标志之一,认为“组织大即是好”,例如,研究结构变化模型的学者认为组织边界的扩张是在复杂多变环境中的最佳适应策略;组织生命周期研究的

学者指出持续的增长和复杂化是组织发展的必由之路,组织设计信息处理理论的学者认为随着复杂程度增加,组织信息处理机制的扩张就成为必要条件,生态理论认为在复杂多变的不稳定环境中,通用化的组织比专业化的组织更可能生存下来,因此,他们普遍认为只有保持增长和扩张才能维持组织运营的有效性(毛蕴诗,2004, pp. 204 - 205)。然而,这些观点随后受到了严峻的考验,技术创新和进步、管理创新等对“大即是好”的组织观点产生了巨大的冲击。20世纪80年代末,公司实践出现了与上述结论截然相反的现象,小规模公司同样有良好的绩效,即使在规模经济性明显的钢铁、汽车等行业,也出现了小规模企业获取低成本优势的例证,这都引起了人们对传统观点的反思。收缩和衰退是组织生命周期的必然结果;冲突性与非一致性以及适应性与一致性都是有效组织的标志;多元化战略并不一定能够实现协同效应、获得协同收益,即使实现了协同效应,但随着规模扩张,多元化的总体运营成本加大,使协同收益产生损耗,也可能降低股东的财富价值。因此,以剥离为特征的范围紧缩成为西方企业在新环境压力下的主要变革方式。

虽然大多数已有的研究集中于扩张活动,而近来剥离研究逐渐成为关注的焦点(Dawson & Sparks, 2004; Burt, 2004)。尤其是随着剥离活动日益活跃,理论研究成为企业剥离实践的重要指导。学术界对剥离的理论研究主要集中于剥离的经济原因、剥离目标的选择以及剥离的财务绩效(Koh et al., 2004),或者简言之,集中于其原因和产出(Shimizu & Hitt, 2005, P. 52),例如,相关或不相关多元化如何影响企业剥离的倾向(Bergh & Lawless, 1998);收购企业和目标企业的战略相似性(strategic similarities)如何解释剥离的发生(Capron, Mitchell & Swaminathan, 2001)或者之前的频繁收购程度如何导致之后剥离的增加(Linn & Rozeff, 1984; Ravenscraft & Scherer, 1987, 1991)。有学者强调剥离是对公司业务和资源实行战略性重新配置的过程(Bowman & Singh, 1993; Capron, Dussauge & Mitchell, 1998; Capron, Mitchell & Swaminathan, 2001; Hoskisson, Johnson & Moesel, 1994)。在国内,每年的剥离也是大量被开展,它不应该被看做是一个过时的问题(Chen & Guo, 2005)。国内学者对资产剥离的研究主要可归纳为基于对国有企业如何剥离非经营性资产情况的介绍、剥离的基础理论、剥离的原因和财务绩效。而目前对于剥离涉及相关公司治理情境及管理行为的研究较少(Brauer, 2006; Van Kranenburg, Palm & Pfann, 2002)。

当前,剥离被认为是公司重构的主要方式,对于所有公司都有十分重要的意义,无论其规模、历史、经营范围和产业背景如何(Hoskisson & Johnson, 1992; Hoskisson, Johnson & Moesel, 1994; Markides, 1992a, 1992b; Tan & Yuan, 2003)。剥离其实是企业发展机会的选择(Chiplin & Brian, 1982),是一个迅速改

变公司的投资目的和适应新的竞争局面的机会 (Baroncelli & Manaresi, 1997)。马丁和佩特 (Martin & Petty, 2000) 呼吁更多的学者参与展开更多的研究, 将组织情境、管理者行为与剥离相结合, 为剥离研究提供一个较好的视角。

1.2

问题的提出

尽管公司业务重构中新建和兼并活动占有重要地位, 但出售、分立等作为我国上市公司长期发展至关紧要的重构模式, 已成为当今非常流行的一种战略手段 (王清平, 2005)。尤其是 2008 年以来, 伴随着全球经济环境、科学技术以及顾客需求的变动, 迫使不同规模、不同行业的企业重新考虑其战略及运作。而曼金斯、哈丁和韦迪根 (Mankins, Harding & Weddigen, 2008) 研究却发现大部分公司不擅长像购买资产一样地出售资产, 经常在错误的时间, 以错误的方式进行剥离。德拉尼科夫和科勒 (Dranikoff & Koller, 2002) 也指出, 尽管大多数公司花费了许多时间和精力在收购和创业上, 但却很少在业务剥离上花工夫, 而定期地剥离业务, 哪怕是营运良好、健康发展的业务, 都会确保其余业务充分发挥潜力, 并使整个公司变得更为强大。麦肯锡咨询公司在对全球公司业绩潜心研究 10 年后, 发现积极的业务剥离战略对公司的长期健康运行和盈利是至关重要的。它还特别指出, 那些通过收购和剥离资产来积极管理自己业务组合的公司比那些消极地固守业务的公司创造了更多的股东价值。因此, 公司应当避免只因压力所迫才剥离资产, 而应将业务剥离作为精心打造的公司战略之一。在中国市场经济发展不完善且处于转型过程中, 而国外各大跨国公司又虎视眈眈的情况下, 处于相对弱势的中国企业需要通过积极的业务剥离战略保持其健康持续发展, 才能适应激烈的市场竞争环境而保持生存并获得发展。

凯撒和斯特兰蒂斯 (Kaiser & Stouraitis, 2001) 分析了由于企业绩效下降引起的大量企业通过剥离进行业务重构, 从而改善企业绩效, 这表明业务剥离具有一定的战略意义。其实, 剥离是公司战略的重要组成部分 (Decker & Mellewig, 2007), 与其他战略一样, 剥离决策存在诸多阻碍, 剥离战略的本意和效果在实施中会受到扭曲和削弱, 而且剥离是否发生以及剥离是否获得收益很大程度上也取决于企业对剥离决策制定和实施的管理水平。因为剥离涉及公司控制权的转移或变化, 以及相应的战略方向调整, 是否真正有利于公司发展, 极大地受公司治理的影响 (Morrow, Johnson & Busenitz, 2004)。而且企业高层管理者作为战略系统的控制人, 在不同的激励和约束制度下, 会产生不同的资源配置方案, 从而形成不同的战略决策。在不同的公司治理结构下, 即使是对于相同的战略实施也

会得到不同的效果。此外,股东、债权人等利益相关者也会对公司战略产生影响。因此,有效的公司治理通过在战略过程中对利益相关者的利益和权力进行约束与协调,保证高层管理者按照有利于企业长远发展来制定和实施战略。因此,本书研究的主要问题是:在公司各利益相关者参与的前提下,如何进行有效的剥离决策(decision to divest)并获得剥离收益(divestment outcome)?这个主要问题由以下三个子问题构成:

(1) 公司治理如何影响剥离发生的决策

目前,大部分已有研究集中于剥离原因和产出(Johnson, 1996, P. 478),而对于相关组织情境及管理者行为对剥离决策(decision to divest)影响程度的研究几乎还是空白(Brauer, 2006; Van Kranenburg, Palm & Pfann, 2002)。在过去十年间,公司治理的研究也是不断增加,但在研究公司治理和剥离的文献中,对两者关系的研究却十分少见(Owen, Shi & Yawson, 2010)。已有一些学者对公司治理和剥离决策关系进行了研究,取得了一些成果,如基于剥离研究的核心理论之一,委托代理理论认为剥离决策归因于高层管理者行为及治理机制(Shimizu & Hitt, 2005, P. 52; Hoskisson & Hitt, 1994)。但这些研究多是描述性分析,实证研究较少,而且比较零散。因此,本研究将通过对现有文献的分析和梳理,基于战略、组织行为理论及2004~2008年我国上市公司的剥离交易实践,较为全面和系统地分析公司治理的构成如何影响剥离发生的决策。

(2) 剥离能否带来积极的剥离绩效

现有对剥离绩效的研究视角比较多样化,对剥离能否产生积极的长期和短期绩效、剥离绩效的评价方法和模型等没有形成一致的看法(Montgomery, Thomas & Kamath, 1984; Schlingemann, Stulz & Walkling, 2002),有必要进一步对剥离收益的来源、形成机理及剥离绩效的评价等方面进行进一步探讨。因此,本研究将基于战略和组织行为理论,在分析剥离收益的来源和形成机理的基础上,进一步探讨剥离绩效的评价模型,并通过实证研究设计,结合国内外常用的评价方法,对2004~2008年国内发生剥离交易上市公司的剥离综合绩效进行评价。

(3) 公司治理如何对剥离绩效产生影响

国内外已有的研究集中于对剥离财务绩效和市场绩效的评价或基于公司所处不同行业、规模、股权性质等进行剥离绩效的对比分析,而基于公司层面系统分析利益相关者参与的公司治理特征对剥离绩效影响的研究较少,有必要进一步对公司治理对剥离绩效的影响进行理论和实证分析。因此,本研究分析了公司治理