



朱 琪 著

ZHUANXING
JINGJI ZHONG DE
GONGSI ZHILI

转|型|经|济|中|的|公|司|治|理： 公司控制权的视角



人民出版社

ZHUANXING
JINGJI ZHONG DE
GONGSI ZHILI

转|型|经|济|中|的|公|司|治|理：

公司控制权的视角

朱
琪
◎著

● 人 民 出 版 社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

转型经济中的公司治理:公司控制权的视角/朱琪 著.

-北京:人民出版社,2008.7

ISBN 978-7-01-007121-3

I. 转… II. 朱… III. 上市公司-企业合并-研究-中国

IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 093570 号

转型经济中的公司治理:公司控制权的视角

ZHUANXING JINGJI ZHONG DE GONGSI ZHILI;

GONGSI KONGZHIQUAN DE SHIJIAO

朱 琪 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:13

字数:314 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-007121-3 定价:29.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

目 录

1 绪 论	1
1.1 选题背景和选题依据	1
1.1.1 公司治理改革与发展趋势的要求	1
1.1.2 现实与理论的冲突	3
1.2 当前研究存在的主要问题和研究前景	6
1.2.1 当前研究存在的主要问题	6
1.2.2 研究前景	8
1.3 研究目标及其意义	12
1.4 研究内容和逻辑框架	13
1.4.1 研究内容	13
1.4.2 逻辑框架	14
1.5 研究方法数据来源	15
1.5.1 研究方法	15
1.5.2 数据来源	15
1.6 研究创新和不足	15
1.6.1 研究创新	15
1.6.2 研究不足	16

1.7 相关概念分类和界定	17
1.7.1 基本分类	17
1.7.2 相关概念界定	22
2 控制权相关理论：公司治理的理论基石	31
2.1 新制度经济学的控制权理论	31
2.1.1 新制度经济学理论认为合约“不完全性” 造成合约控制机制失灵	31
2.1.2 新古典产权学派认为效率最大化要求企业 剩余索取权安排和控制权安排应该对应	32
2.1.3 超产权理论认为竞争所触动的控制机制是 决定企业长期绩效的一个基本因素	34
2.1.4 利益相关者理论强调企业的所有权和控制权 应由利益相关者共同分享	34
2.1.5 公司治理实质上要解决的是因为所有权和 控制权相分离而产生的代理问题	35
2.2 控制权并购的动因假说	36
2.2.1 自负假说	36
2.2.2 自由现金流量假说	37
2.2.3 控制权增效假说	39
2.3 控制权增效相关的理论模型	43
2.3.1 委托收购的控制权增效模型	43
2.3.2 企业法人控制权的融资效应模型	50
2.3.3 最优企业法人控制权配置契约设计模型	51
3 控制权变更：制度路径和模型分析	52
3.1 公司控制权界定和演进的分析框架	52

3.1.1	从企业所有权到企业控制权的形成	52
3.1.2	控制权变更产生和发挥作用的机理	54
3.2	上市公司控制权变更的福利效应	57
3.3	公司控制权变更的微观效率分析	60
3.4	控制权并购交易博弈均衡模型	65
3.4.1	控制权收益静态模型	66
3.4.2	控制权收益侵占不完全信息动态博弈 模型	70
3.4.3	董事会独立性和总经理控制权监督的 博弈分析	76
4	我国上市公司控制权的变更现状分析	81
4.1	高管人员更换的文献综述	81
4.2	我国控制权变更现状分析	84
4.2.1	样本与高层更换的一般数据	84
4.2.2	高管人员更换原因陈述	90
4.2.3	高管人员更换与相关因素之间的关系	92
4.3	模型构建	101
4.4	实证研究结果及其分析	102
4.4.1	数据来源及其变量定义	102
4.4.2	主成分分析及其命名	104
4.4.3	参数估计及其分析	112
4.5	现实冲突与国际比较	114
4.5.1	美国公司并购的现状和原因分析	114
4.5.2	我国上市公司控制权变更的潜在治理 冲突和未来演变趋势	119
4.6	结论和启示	121

5 控制权变更中大股东掠夺与相关利益者保护	123
5.1 大股东掠夺与投资者保护：问题的缘起和意义	123
5.2 并购交易中大股东掠夺的实证分析	127
5.2.1 大股东掠夺：理论回顾	127
5.2.2 大股东掠夺描述统计	129
5.2.3 大股东掠夺的决定因素分析	135
5.2.4 回归方程	137
5.2.5 实证结果及分析	138
5.2.6 结论	141
5.3 上市公司控制权变更的投资者利益保护与企业 绩效	141
5.3.1 文献回顾	141
5.3.2 研究目的	144
5.3.3 研究假设	145
5.3.4 数据及其描述性统计	149
5.3.5 回归分析	156
5.3.6 结论	169
6 领导权结构与董事会特性	170
6.1 领导权结构与控制权变更效率	170
6.1.1 中国控制权变更的上市公司领导权结构 设置概况	171
6.1.2 两职设置与治理效率的关系及研究假设的 建立	172
6.1.3 研究设计与统计检验	176
6.1.4 结论	187
6.2 董事会特性与控制权效率	188

6.2.1	董事会结构、董事会规模、董事会行为及其治理合约	188
6.2.2	数据来源、现状描述及其假说	193
6.2.3	假设检验模型及其结果分析	202
6.2.4	结论	217
7	所有权结构影响控制权变动的实证分析	219
7.1	引言	220
7.2	文献回顾与研究方法	222
7.3	上市公司所有权结构分析	224
7.4	所有制结构与公司控制权变更: 实证研究	226
7.4.1	相关研究综述	226
7.4.2	样本来源和模型概述	229
7.4.3	股权集中度的国际比较	244
7.4.4	股东行为与控制权变更效率	245
7.4.5	结论	254
8	控制权变更与绩效影响	259
8.1	相关文献回顾	259
8.2	研究设计	263
8.2.1	研究样本与数据来源	263
8.2.2	公司绩效指标选取释义	265
8.3	模型与实证研究结果分析	267
8.3.1	样本描述	267
8.3.2	控股股东变更与经营业绩的关系	268
8.3.3	控制权变更与经营业绩	280
8.4	小结	286

8.5	控制权变更市场效应的实证研究	289
8.5.1	文献回顾	290
8.5.2	样本的选取程序	291
8.5.3	方法设计	292
8.5.4	统计结果	295
8.5.5	结论与启示	298
9	主要研究结论与展望	300
9.1	控制权变更合约安排的优化目标	300
9.1.1	利润最大化目标	300
9.1.2	股东财富最大化目标	301
9.1.3	利益相关者兼顾目标	301
9.2	主要研究结论	302
9.2.1	股权结构是影响我国上市公司控制权变更的 关键因素之一	302
9.2.2	高管人员变更公开缘由和深层原因	304
9.2.3	控制权变更中的大股东掠夺	305
9.2.4	控制权变更中的相关利益者保护	305
9.2.5	控制权变更中的领导权结构和环境 影响	306
9.2.6	董事会结构、董事会行为与控制权 变更状态和绩效的关系	306
9.2.7	控制权变更中公司绩效的影响	307
9.3	优化控制权变更合约的制度安排和政策建议	308
9.3.1	改善股权结构, 股权多元化和流通化	308
9.3.2	强化董事义务和责任意识, 建立董事长、 总经理的分离机制	312

9.3.3	优化独立董事制度安排, 增强董事会 独立性和决策科学性	313
9.3.4	加强控制权收购过程中相关者利益的 保护	319
9.3.5	大力培育机构投资者	324
9.3.6	建立起有效的经理人员职业市场, 加强 经理人行为的市场约束机制	327
9.3.7	从债权治理角度优化上市公司的 融资结构	328
附录 1	上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司 股份及其变动管理规则	331
附录 2	上市公司信息披露管理办法	336
附录 3	上市公司股权分置改革管理办法	354
附录 4	中国证监会新闻发言人就《上市公司股权分置 改革管理办法》正式发布答记者问	365
参考文献		370
后 记		405

1 绪 论

1.1 选题背景和选题依据

1.1.1 公司治理改革与发展趋势的要求

公司治理 (Corporate Governance, 又译法人治理结构、公司治理结构) 是一种对公司进行管理和控制的体系。作为一种制度安排, 其中的“结构”应当理解为兼具“机构” (Institutions)、 “体系” (Systems) 和“控制机制” (Control Mechanism) 的多重含义。公司治理结构中必须强调一定的制衡关系。它不仅规定了公司的各个参与者, 例如, 董事会、经理层、股东和其他利害相关者的责任和权利分布, 而且明确了决策公司事务时所应遵循的规则和程序。公司治理的核心是在所有权和经营权分离的条件下, 由于所有者和经营者的利益不一致而产生的委托代理关系。公司治理的目标是降低代理成本, 使所有者不干预公司的日常经营, 同时又保证经理层能以股东的利益和公司的利润最大化为目标。

随着全球范围内机构投资者的兴起、经济全球化和经济自由化的发展，各种腐败、丑闻、公司倒闭案件的增多，公司治理引起国际社会普遍关注。

1997年东南亚金融危机暴露了东亚经济中宏观结构的问题和企业制度的明显缺陷，也唤醒了人们对亚洲公司治理的重新认识。东亚国家和地区在公司治理方面存在的共同问题包括：信息披露不充分；控股股东侵犯中小投资者的利益；中小股东缺乏保护的机制；董事会缺乏诚信和问责机制。例如，在大部分东亚国家和地区，公司股权集中在家族手中，公司治理模式因而也是家族控制型的。控股家族一般普遍地参与公司的经营管理和投资决策，形成家族控股股东“剥削”中小股东的现象。

虽然好的公司治理结构没有单一的模式，但从公司发展的实践上看，国际社会认为，比较好的公司治理结构应具备某些共同的要素：（1）问责机制和责任（Accountability & Responsibility）：内容包括明确董事会的职责，强化董事的诚信与勤勉义务，确保董事会对经理层的有效监督。建立健全绩效评价与激励约束机制。（2）公平性原则（Fairness）：主要指平等对待所有股东，如果他们的权利受到损害，他们应有机会得到有效补偿。同时，公司治理结构的框架应确认公司利益相关者（债权人、雇员、供应商、客户）的合法权利。（3）透明度原则（Transparency）：一个强有力的信息披露制度是对公司进行市场监督的典型特征，是股东具有行使表决权能力的关键。信息披露也是影响公司行为和保护投资者利益的有力工具。强有力的披露制度有助于公司吸引资金，维持对资本市场的信心。良好的治理结构要求信息披露中采用高质量会计标准（国际会计准则），提高国家之间信息的可比性。良好的治理结构要求可靠的信息审计，以确保信息披露的真实性和准确性。公司内部的审计委员会应由独立董事担任。

1.1.2 现实与理论的冲突

1.1.2.1 控制权有效配置是解决公司治理的核心和关键

控制权从静态上看表现为控制权的结构和状态；在动态上表现为一系列控制权变更的过程和机制。控制权机制是总体企业制度的一个有机组成部分。企业的制度特征主要有两个方面。首先，从社会生产的组织形式上看，企业是一种特定的分工形式；其次，从社会经济的产权结构看，企业表现为一种特殊的权利分配形式。这种权利分配形式既涉及股东和经营者之间的委托代理关系的确立，也涉及两者之间的权力和利益的分配。

传统上讲“股东是企业所有者”，显然是一个过分简化的说法。自 20 世纪 80 年代以来，研究企业理论的经济学家们越来越认识到，企业所有权只是一种“状态依存所有权”（State-contingent Ownership），股东不过是“正常状态下的企业所有者”，尽管从时间上讲，这个“正常状态”占到 90% 以上。股东、企业债权人、经营者和工人四方的利益关系可用如下关系加以界定。如果令 x 为企业的总收入， w 为应该支付给工人的合同工资， r 为对债权人的合同支付。假定 x 在 0 到 X 之间分布（其中 X 是最大可能的收入），工人的索取权优于债权人。那么，状态依存所有权说的是，如果企业处于 $x \geq w + r$ 的状态，股东是所有者；如果企业处于 $w \leq x < w + r$ 的状态，债权人是所有者；如果企业处于 $x < w$ 的状态，工人是所有者。进一步讲，由于监督经理是需要成本的，股东只要求一个“满意利润”，即存在代理成本下的最大利润。只要企业利润大于这个满意利润，股东就没有兴趣干涉经理，经理就可能随意地支配超额利润（如用于在职消费）。假定 π 是这样一个满意利润。那么，我们可以说，如果企业处于 $x \geq w + r + \pi$ 的状态，经理是实际的所有者。正是在这个意义上，简单地将股东作为公司所有者的说法在一定程度上是

一种误导。从以上分析不难得出：现代公司制企业追求的目标不过是保持股东满意的、可以接受的最低限度的投资回报，一旦超过这一限度，就要牺牲利润来提高经营者的效用。经营者作为理性的个体追求其行为的效用最大化，这就要求利用企业资源给经营者提供工作乐趣。

美国接连暴露的财务丑闻揭开了美国现行公司治理中存在问题的冰山一角，也打破了美国式股权结构模式的神话，以往被奉为范例的分散治理模式在事实面前被质疑，迫使人们回过头来反思什么才是解决公司治理的核心和关键，因而控制权问题逐渐显现出来。从美国最近发生的丑闻看，几乎都与这些公司的创始人或 CEO、CFO 有着直接关系。近年来，一方面美国企业的股权分散，出资人的概念模糊了，另一方面权力过分集中到高层管理者手中，企业内部的权力制约和平衡遭到破坏，高层管理者成不了事实的委托人。在安然事件中，少数企业的高层经理人员不仅隐瞒了公司的巨大亏损，而且早在事件败露前大量抛售手中持有的本公司股票，将损失转嫁给不知内情的投资者。因此，以新角度重新审视公司治理中的控制权问题是必要的。

1.1.2.2 强化控制权机制是完善公司治理的现实选择和战略趋向

在《新帕尔格雷夫货币与金融大词典》的“公司治理”条目中，接管被看做是以往英美公司治理的有效的、简单的和一般的方法，它的本质是使经营者忠于职守。但是，由于决策失误和成本高昂，近年来接管的影响已经下降，人们重新对董事会发生兴趣；把它作为监督经营者、协调股东与经营者关系的工具。然而董事会与企业经理层的关系越来越趋于同化和勾结状态，既表现在人员的任命上，也体现在决策程序的构建上，因此，在企业契约关系中，经理占据了主动位置。通过什么样的机制制衡经

理, 来保证投资者的利益, 成为现代企业制度设计的主要问题。

在不同的国家、不同的发展阶段和不同文化背景下, 控制权机制存在多种形式。通常包括以下 6 种方式, 即董事会监督、大股东监督、敌意接管、争夺代理权、融资结构约束和员工持股计划。其中, 独立董事制度、首席执行官制度和股票期权制度的引入, 在传统公司制向现代公司制迈进中发挥了质的作用, 并形成了现代企业法人治理结构的核心内容。独立董事制度由英美实行“一元化”法人治理结构的国家首创, 强化了公司的监管职能, 通过独立董事在人数和专业(法律、管理等)上的优势, 行使对执行董事和经理的监管权。CEO 的设立, 强化了企业经营者的经营权利, 使传统意义上负责公司决策的董事会变为主要负责选择、考评 CEO 为中心的管理层和订立薪酬制度, 不再对重大经营决策拍板的“小董事会”。CEO 制度克服了传统公司制采取行政化方式民主决策的低效率, 使经营决策程序适应瞬息万变的竞争形势。独立董事制度与 CEO 制度相配套, 既强化了对经营者的制约监督, 又突出了公司董事会的决策重点, 并增强了决策的效能, 同时使企业经营者拥有更多的经营决策权, 更好地理顺了股东和经营者的关系。这种制度设计的初衷是严谨和可行的, 也体现了激励与约束并举的制衡思想。然而, 在赋予了企业经理们超常的决策权和巨大的激励机制后, 对其相应的约束机制却没有同步跟上, 如 CEO 除拥有公司经理的全部权利外, 还分担了董事长 50% 的权利, 董事会缺乏应有的独立性, 独立董事对 CEO 的制约显得力不从心, 董事会成为“有浓厚人际关系的俱乐部”, 这使得股东对管理层不能实施有效的监控, 出现了“弱股东, 强管理层”的现象, 从而导致内部人控制。一般来说, 一个企业的决策过程主要包括四个环节, 即动议 (Initiation)、批准 (Ratification)、执行 (Implementation) 和监督 (Monitoring)。其

中前三个是管理决策，由经理层完成，后一个是控制决策，由所有者完成。但在上述环节中，经理层的决策往往被强化，因为其本身独占执行权和解释权，而所有者的控制决策却流于形式或被虚化。因此激励与约束二者之间的协调统一关系严重失衡，过度向经理人的权利倾斜导致了十分明显的责权利的不对称，矫枉过正也就使控制权机制失去了应有的作用。

期权制的实施也带来了巨大的负效应。当代企业管理中的激励是以期望理论为基础的，是建立在心理学基础之上的。应当看到，在控制权机制失灵的情况下，期权制的实施会导致管理层的薪酬过高，期股、期权被滥用，缺乏透明度和有效监督等严重的弊端。如在美国，大企业经理的收入大部分来自其拥有的股票和股票期权。公司高层拥有足够的动机通过做假账粉饰公司业绩，抬高股票价格，使得自己手中的股票期权可以在高价位出手，从中牟取巨额收入。安然事件之后，无数普通员工倾其毕生积蓄购买的股票成了废纸，而企业高层们却早已敛足财富。

1.2 当前研究存在的主要问题和研究前景

1.2.1 当前研究存在的主要问题

近年来，控制权问题逐渐成为国内学术界关注的热点，因为控制权变更是影响公司治理结构进而影响企业绩效的重要原因。然而，我们注意到，对于控制权变更的研究，因诸多方面的原因，目前存在着分析路径、指标选取、研究方法等方面的误区。

(1) 关于公司控制权问题。对这一问题的研究，尤其是对控制权结构和配置的探讨，受美国、日本治理模式巨大的示范效

应的影响,人们习惯于用孰优孰劣的是非标准来检验和判断现行的公司治理结构,总是力图寻找两者之间的某种线性的或非线性的关系;而且希望用一定的表达式来体现。在这一过程中,控制权被绝对化了,被作为与企业绩效相关的惟一变量,也被理解为影响公司治理结构的惟一因素,因而这种分析必然带有片面性。同时,国内相关理论研究或者集中在控制权静态表现控制权结构上,没有从动态上对控制权变动中的现象和机理进行分析;或者是浓墨重彩于控制权的配置上,从制度上对比分析各国控制权指标差异,作为理论研究这当然也是必要的,但是单纯地对比国外尤其是欧美发达国家控制权研究和实践,在我国当前过渡经济客观现实下恐怕难以收到预期效果。把静态分析和动态把握统一起来的研究还没有。

(2) 实证分析过程中的指标选取。目前的研究,大多选取某一年度一部分上市公司的截面数据而不是时间序列资料,换言之,是以某一静态数据来分析两个指标长期以来的动态相关性,这种计量结果的稳定性有待进一步检验。而且,所筛选的样本都是业绩相对较好、财务制度比较健全的上市公司,不可避免地存在一定的样本误差。

(3) 不同的研究变量。比如,反映股权集中程度的指标包括:持股比例超过5%的股份在公司全部股份中所占的比例、持有股份超过5%的股东的个数、CR指数(指公司前 n 位大股东持股比例之和)、Herfindahl指数(指公司前 n 位大股东持股比例的平方和)、Z指数(指公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值)、内部人股权比例(包括公司董事会成员和经理人员所占股权比例相加)等。反映公司绩效的指标包括:净资产收益率、相对公司价值、公司的价值成长能力等。这些不同的研究变量,使得分析口径存在着明显的差异。