

山西财经大学中青年学者文库

SHANXI CAIJING DAXUE

ZHONGQINGNIAN XUEZHE WENKU



公司治理中经理管理 防御及壁垒效应研究



GONGSI ZHILIZHONG JINGLI GUANLI
FANGYU JI BILEI XIAOYING YANJIU

袁春生◎著



中国财政经济出版社

山西财经大学中青年学者文库



公司治理中经理管理
防御及壁垒效应研究

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理中经理管理防御及壁垒效应研究 / 袁春生著. —北京:
中国财政经济出版社, 2008. 12

(山西财经大学中青年学者文库)

ISBN 978-7-5095-1196-1

I. 公… II. 袁… III. 公司-企业管理-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 213581 号

责任编辑: 肖 蕾

责任校对: 王 英

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 6.5 印张 180 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 16.00 元

ISBN 978-7-5095-1196-1/F·1010

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

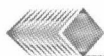
本社质量投诉电话: 010-88190744

总序

大学学术是作为科学策源地、文化发祥地、人才群聚区、社会智力库、知识辐射源的高等学府独具一格的宝贵财富，而大学学者的学术成果则是每一个高等学府经年累月所积淀的思想宝库。大学源于学术，学术是大学的生命力。

我校是一所学术气氛浓郁的财经类高等学府。50多年来，我校学科覆盖经、管、法、文、理、工、教等7个门类，有30余个博士、硕士学位授权点，有12个省级重点学科，2个省级人文社科重点研究基地。学科复合、专业交叉、资源互补、观念互渗、乘势而上……在新的发展机遇期，山西财经大学已经绘制了宏伟发展蓝图，确定了学校由教学型转向教学科研型的发展战略。由学校资助出版的中青年学者文库，是具有丰富内涵的山西财经大学中青年学者成果的立体化呈现。它不仅是对学校50多年学术文化和学术传统的历史性继承，而且是我校在战略发展阶段所采取的重要举措。

《山西财经大学中青年学者文库》的指导思想或学术主旨，首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，为繁荣国家财经、管理、政法以及人文社会科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，作出我校应有的贡献。其次，培养学术队伍，特别是通过对一批处在成长期的中青年学术骨

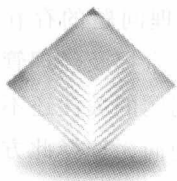


干、博士的成果予以资助出版，促进学术梯队建设，提高学术队伍的整体实力和水平。第三，凝炼学术特色。通过资助在学术思想、学术方法和学术观点等方面有独到和创新点的学术成果，培育学术特色，力争形成有我校特色的学术思想体系。因此，本文库面向中青年，面向原创精品。

我们欣喜地看到，今天的财大学人正沐浴着财大学术精神的光芒，凝视前行者或深或浅的脚步，敞开我们日月经天的情怀，共同拥抱山西财经大学无比美好的明天，让我们共同的学术精神发扬光大。

原梅生

二〇〇八年十二月



Xu

序

自詹森和麦克林开拓性地提出“代理成本理论”以来，代理问题一直是学术研究的重点。以往关于经理与股东利益冲突所导致的“建造经理帝国”、偷懒、滥用自由现金流量等代理问题——可称之为传统利益冲突下的代理问题已有众多的文献进行了研究，随着公司治理的深入，经理与股东之间由于职位利益冲突所产生的代理问题日益受到关注。众多研究发现，在公司治理实践中，存在着经理应对公司内、外部控制机制以维护其职位稳定、降低被更替可能性的管理防御行为。经理为了维护自身职位往往采取对本身有利但未必是最大化公司利益的行为或策略，从而对组织运行产生冲击并且会危及股东利益。经理管理防御虽然与以往代理文献所强调的动机有所不同，但影响一样广泛，同样会产生代理成本。管理防御的存在降低了股东解雇或公司控制权市场竞争对经理的约束，产生经理未能寻求股东利益目标但股东却无法对其进行更替的壁垒效应，使得公司治理机制难以有效地发挥作用。Jensen and Ruback (1983) 以及 Shleifer and Vishny (1989) 认为，不称职经理人员对解聘行为的抵制是最为严重的代理问题。Howell and Stover (2002) 指出，经理代理问题随着其管理防御会潜在地增加。可以说，在公司治理实践中，管理防御的存在使得经理代理问题变得更为复杂和扑朔迷离。经理管理防御是代理问题研究中一个不可忽视的重要主题。

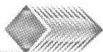
近十多年来，国外众多学者对经理管理防御及其如何影响企业



的经营活动进行了广泛的研究,充分揭示了这一代理问题的存在性。近年来,我国学者也在公司治理问题的研究中常常提及经理管理防御,但专门进行深入研究的还比较少,对这一问题的关注还不够。袁春生博士基于国内外公司治理理论研究的新趋向,选择此方向作为其博士论文的研究选题,通过分析经理管理防御的动机和行为,探究管理防御得以实现的经理个人特征和内部治理影响因素,检验管理防御影响经理变更的壁垒效应,研究了经理管理防御这一代理问题的产生、形成和影响。该研究拓展了公司治理理论研究的视野,对于解释复杂的经理人行为具有重要的参考意义,并在以下方面丰富和发展了国内外该领域已有的研究:

第一,系统地阐述了经理管理防御的动因,突破了国外现有研究只注重考虑外部环境因素而忽略经理内在动机的局限。书中运用新制度学经济理论和经理控制权激励理论分析了经理管理防御的动因,着重剖析了我国企业尤其是国有企业,经理维护控制权及控制权收益的管理防御动机,突出了我国企业经理固守职位的特殊性动因——存在高额退出成本、缺乏契约性离职保护条款。这种分析和探索是对该领域现有研究缺失的一个弥补。在此基础上,考虑股东和董事会的解雇依据,将经理行为和动机有机结合,借助博弈分析工具对公司经营决策中经理管理防御策略及其经济后果进行的分析,使人们对管理防御这种具有不可观察特性的行为有了较为直观的认识,对于股东寻求降低经理管理防御代理问题的有效途径具有借鉴意义。

第二,拓展了对经理管理防御影响因素的研究。自Fame and Jensen (1983)提出经理持股的“防御假说”以来,众多研究者对这一假说进行了检验,并认为经理股票所有权是经理进行管理防御的必要条件。袁春生博士独具匠心,不同于已有研究,从公司治理中的经理权力特别是经理自主权角度,充分考虑经理非权力影响力 and 公司内部治理因素,对经理进行管理防御的影响因素进行了理论



分析和实证检验。其研究结果有力地解释了在我国公司治理背景下, 尽管上市公司经理持股比例比较低甚至于经理“零持股”, 但经理管理防御仍然存在这一现实。同时, 书中以所得到的实证结论为基础, 对经理管理防御水平进行了间接度量, 为进一步通过量化方法研究经理管理防御对公司财务行为的影响奠定了基础。

第三, 从经理变更角度检验了管理防御的壁垒效应, 是对经理壁垒概念基本含义的回归。相对于国内外已有研究多从经理持股与公司业绩关系来研究壁垒效应, 该书基于管理防御与经理变更之间的内在逻辑关系, 实证研究管理防御水平对经理变更的影响, 更能恰当地反映经理管理防御产生壁垒效应的内涵。研究证实, 经理管理防御水平越高, 经理变更对公司业绩敏感性越弱, 从一个全新的视角分析论证了我国一些上市公司经理变更对业绩敏感性弱的根本原因。

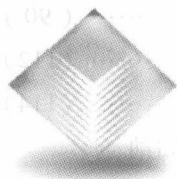
总之, 该书结合我国公司治理实践所进行的研究, 弥补了国内外经理管理防御问题研究中存在的一些不足, 在一定程度上填补了国内研究的空白, 是对经理激励优化研究做出的新的探索。

寒来暑往, 潜心苦读, 几年的辛苦和成就可以说全部凝集在书中的字里行间。在博士生涯结束之际, 袁春生博士将其博士论文修改整理成书, 希冀将自己的研究成果呈现给更多的读者, 并邀请我为之作序。作为她的指导老师, 目睹了她在西安交通大学攻读博士学位期间的勤奋和刻苦, 亲历了她在我们课题合作研究中表现出的独立研究能力和时时迸发的灵感与思想火花, 所以, 欣然应诺, 以为序。

希望该书的出版带给公司治理研究的学者和同行们更多的启迪和思考, 能够激发更多国内研究者对经理管理防御问题的研究兴趣, 也愿得到经济学和管理学界同仁们更多的批评和建议。

杨淑娥

2008 年 12 月



MU LU

目 录

1 导论	(1)
1.1 研究背景	(1)
1.2 研究的问题与研究意义	(8)
1.3 概念界定、研究范围	(10)
1.4 本书研究内容与结构安排	(15)
2 经理管理防御问题研究综述	(18)
2.1 国外文献关于经理管理防御问题的理论和 实证研究	(18)
2.2 国内经理管理防御问题研究现状	(35)
2.3 本书研究的切入点	(39)
3 经理管理防御动因和策略的理论分析	(41)
3.1 管理防御的内涵	(41)
3.2 经理管理防御动机分析	(45)
3.3 经理管理防御策略分析	(55)
3.4 本章小结	(66)
4 经理管理防御形成壁垒的影响因素：理论分析与实证 检验	(68)
4.1 经理管理防御形成壁垒的权力基础和非权力影响 力因素	(69)
4.2 经理管理防御形成壁垒的公司内部治理因素	(85)



4.3	实证检验	(90)
4.4	本章小结	(112)
5	经理管理防御水平测度与壁垒指数构建	(114)
5.1	现有研究中经理管理防御水平度量方法的归纳 与适用性评价	(115)
5.2	我国上市公司经理管理防御水平的测度	(119)
5.3	本章小结	(127)
6	管理防御影响经理变更的壁垒效应检验	(129)
6.1	经理更替研究中关于变更——业绩缺乏相关性 的原因解析	(129)
6.2	经理管理防御影响经理变更的理论分析	(134)
6.3	我国上市公司内部治理特征与经理壁垒效应的 产生	(137)
6.4	管理防御影响经理变更的 logistic 检验	(140)
6.5	本章小结	(164)
7	结论与展望	(167)
7.1	主要研究结论	(167)
7.2	研究创新之处	(169)
7.3	政策建议	(171)
7.4	研究不足及有待于进一步研究的问题	(175)
参考文献		(177)
后记		(196)



导 论

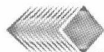
1.1 研究背景

本书从理论和实践两个方面分析问题研究的基本背景。

1.1.1 理论背景

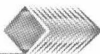
理论背景之一：公司治理效率评价的研究呈现出新的趋向。

公司治理作为一种制度安排，其目的在于解决因所有权和经营权分离所产生的代理问题。公司治理研究发现存在各种各样的激励和约束机制促使经理人行为满足股东利益最大化的要求，其中内部机制包括董事会监督、经理持股和报酬计划，外部机制包括控制权竞争市场、产品市场竞争等。这些治理机制能否发挥其应有的作用还取决于公司所处的政治和经济环境，因此如何评价公司治理机制的有效性就显得更为复杂。目前，相关文献主要从两个角度来衡量公司治理的效率——企业绩效和经理人员变更。通过公司绩效变化衡量公司治理效率，是基于以下的逻辑：公司治理的目标在于提高股东财富，而企业绩效是股东财富的近似替代指标，因此企业绩效的高低可以用来反映公司治理是否有效。但许多文献指出，用企业绩效来衡量公司治理效率在方法论上存在两个严重缺陷。一是企业



绩效与公司治理的相互决定关系并不清楚,也就是说,到底是公司治理结构决定企业绩效还是企业绩效决定公司治理结构在理论上并不清晰。二是通过考察公司治理变量与企业绩效的关系来衡量公司治理的有效性很可能受到遗漏变量的影响。因为即使公司治理结构可以影响企业绩效,但是其他影响诸如公司规模、行业特征以及公司所处的生命周期等其他因素对企业绩效的变化同样会产生影响,实证研究中很难完全控制其他因素的影响以单独考察企业绩效与公司治理的相互关系。近年来,有众多文献建议应主要从经理人员变更角度而非单一的公司业绩角度考察公司治理效率(Coffeec, 1999; Volpin, 2002; Gibson, 2003; Defond, 2004; Mark. McNabb and Martin, 2005; 李增泉, 2005)^[1-6]。Coffeec (1999)^{[1]643}认为,良好的公司治理机制应该能够及时对业绩低劣公司的经理人员做出惩罚,更换不称职的经理并选聘称职的经理是公司治理机制的重要职能,上市公司能否积极约束和惩戒不称职的经理人是公司治理有效与否的必要条件。原因在于,现代公司两权分离,公司高级经理人员应当对公司的经营负责,当经营业绩低劣时,自然应被更换。如果公司治理机制是行之有效的,那么经理人将因经营不善而被更换,也就是说,经理人员强制性变更应当与公司业绩之间负相关,所以通过检验经营业绩和公司高级经理人员变更之间的关系是评价公司治理效率的一种切实可行的方法。有关公司高级经理人员变更的研究在国际公司治理领域是一个热点学术问题,影响经理变更的因素直接关系到该国公司治理水平的评价体系是否科学合理,而经理变更多大程度上影响着企业绩效和治理结构的调整,也是公众与社会舆论关注的焦点。

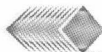
国内外大量的实证研究均表明,低劣经营业绩将导致公司高级经理人员变更。然而,同时也有许多实证研究结论表明,低劣的经营业绩虽然导致随后经理人员的变更,但是这种变更对业绩敏感性却较弱,并且变更集中在一些业绩极端低劣的公司之中。



特别是在那些经理持股数量较高的公司中,经理离职的可能性对股价的表现显著地不敏感,企业业绩与经理更迭之间的联系被极大地削弱了(Jensen and Murphy, 1990; Denis et al., 1997; Dahya, 1998)^[7,8,9]。Gibson (2003)^{[3]231-250}对八个新兴证券市场的研究以及 Volpin (2002)^{[2]61-69}对意大利的研究都表明,在投资者法律保护较差的国家,由于缺乏严格执行的监督和约束机制,大股东的存在,特别是当大股东同时兼任公司的高级经理时,将大大增强经理的壁垒程度,削弱了经理变更对公司业绩变动的敏感度。Takao, Kato, and Cheryl、Long (2005)^[10]和 Firth, Fung and Rui (2004)^[11]的研究都发现,中国国有上市公司总经理变更对业绩的敏感度不如外资控股的公司。Eric, C. Chang, Sonia, Wong (2004)^[12]研究发现,中国国有企业和私营企业的总经理变更概率是不一样的,表明国有企业与私营企业相比,经理受到的约束和监督是不同的,导致经理的职位稳定性产生差异。台湾学者李佳玲(2005)^[13]探讨中国台湾地区上市公司业绩与总经理离职之间的关系,发现不良业绩公司的经理人离职概率较高,但是,在总经理拥有公司所有权比例大于5%的公司,公司业绩与离职之间原本显著的负相关关系不再存在,表明在高级经理拥有高度所有权的公司,较高的经理所有权将引发经理壕沟壁垒,从而降低其离职率。

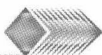
理论背景之二:代理问题研究的深化。

自 Jensen and Mecking (1976)^[14]在其经典论文《厂商理论:管理行为、代理成本和所有权结构》中开拓性地提出“代理成本理论”以来,代理问题一直是学术研究的重点。由于代理人行为因素复杂,所以这一问题也由许多学者从不同的角度进行了扩展。有主题上的扩展,如道德风险、声誉激励下的逆向选择等;有对象上的扩展,如股东与经理人之间、债务人与债权人之间、保险公司与被保险人之间,以及近年来讨论较多的大股东与小股东之间的代理问题;有行为动机上的扩展,如道德风险与融资决策、声誉与投



资决策等。可以说,代理问题是随着时空的转变而有所变化的,不论在深度还是广度上都有所发展变化。以往关于经理人与股东利益冲突所导致的“建造经理帝国”、偷懒、滥用自由现金流量等代理问题已有众多的文献进行了研究,随着公司治理的深入,经理与股东之间因信息不对称而衍生的代理问题更需要从新的角度挖掘与探讨,这对于解释复杂的经理人行为大有帮助。

股东与经理人之间因信息不对称而产生的代理问题可以从两方面来看,就股东而言,考虑到经理人在经营决策时只考虑自身利益而有损于股东利益,因而采取种种措施对经理进行约束和监督;对经理而言,则担心决策失当遭到撤换,因为这会影响到经理人职位的稳固与否。与经理人职位相关的控制权损失的不可弥补性以及经理人离职后转换工作成本的存在,使得他们具有强烈的固守职位动机,极力维护现有的控制权地位,抵制剥夺其控制权的解聘行为,从而产生构筑壕沟壁垒的行为。实践中,经理人为了固守职位会采取对本身有利但未必是最大化公司利益的策略,从而对组织运行产生冲击并且会危及股东利益。例如,企业在融资方式选择时,防御的经理人与股东的目标本身就存在着冲突。股东希望充分利用负债的杠杆作用实现收益的最大化,而经理为了减轻支付利息的绩效压力,为了降低财务困境下所必须承担的庞大的转换工作成本 (Glsou, 1989)^[15],却表现为偏好股权融资而尽可能地避免负债融资。Novaes 和 Zingales (1995)^[16] 研究认为,在融资方式选择问题上,股东将负债作为提高经营效率的工具,是不同于经理人将负债当作防御策略的。前者的目标是股东财富最大化,后者是经理效用最大化。经理壕沟壁垒代理问题虽然与以往代理文献所强调的动机有所不同,但影响一样广泛,同样会产生代理成本。作为代理成本的一种表现,经理壕沟壁垒的不良结果是出现经理未能寻求股东利益目标但股东却无法对其进行替换。Jensen (1993)^[17] 以及 Shleifer and Vishny (1989)^[18] 认为,不称职



的经理人员滞留在公司是最严重的代理问题。可以说,随着公司治理实践的深入,经理壕沟壁垒影响经理变更已经成为代理问题研究的新趋向,代理问题随着经理构筑壕沟壁垒而潜在地增加(Howell and Stover, 2002)^[19]。构筑壕沟壁垒、建造个人帝国、掏空(Tunneling)行为被认为是经理代理问题最为常见也是最为严重的三种方式(李增泉, 2005)^{[6]16}。

1.1.2 实践背景

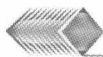
本书研究的一个重要实践背景是我国企业控制权转移中经理管理防御行为盛行。

控制权市场是约束管理人员的外部机制,如果现任经理不能使企业价值最大化,其低下的经营效率就会在股票市场上表现出来,吸引有胜任能力的外部管理团队采用并购或者其他方法驱逐现任经理。但是,现任经理人为了维护自己的既得利益必然要对并购和接管进行抵御。国外控制权市场发达,反收购反兼并的管理防御行为比比皆是。尽管公司控制权市场在我国尚不发达,但公司之间收购兼并事件仍然时有发生。在控制权转移过程中,有的企业经理人员通过人为设置一些“障碍”,以阻止收购方顺利入主公司;有的则是通过影响交易价格等行为达到继续留任的目的。如果说通过设置“障碍”抵御并购和兼并是一种显而易见的管理防御行为,那么通过影响交易价格、选择有利于自身利益的交易对象则是较为隐蔽的管理防御行为。以下两个案例^①提供了很好的佐证。

案例一:

2004年8月31日,有“中国灯王”之称的佛山电器照明股份

^① 案例一、二引自《中国并购评论 2005》(东方高圣投资顾问公司、中国收购兼并研究中心编著)^[20]。



有限公司（000541，佛山照明）国有股转让终于尘埃落定。两家外资公司以 7.9 元/股的价格收购佛山市国资委所持的 8592.2 万股（占总股本的 23.97%）佛山照明股权：欧司朗佑昌控股有限公司获得 13.47%，香港佑昌灯光器材有限公司获 10.5%，总价款共计 6.78 亿元。转让完成后，欧司朗佑昌成为佛山照明新的大股东，并取得控制权。早在 2002 年底，佛山照明的董事长兼总经理钟信才等六名高级管理人员联名上书市政府，要求买下公司 23.97% 的股权，但一直没有得到回复，企业的管理层收购（MBO）计划破灭。此后，佛山照明开始进行寻找买家进行产业并购，共有 17 家企业参与了竞购。经过管理层的讨论，选中了欧司朗佑昌这家香港外资企业。在 17 家竞购者中，欧司朗佑昌并不是出价最高的，但对于受让之后的规划最合乎管理层心意：一方面保持现有管理层稳定；另一方面将向壳中注入先进的技术管理和广阔的国际销售网络，同时承诺签订采购合同，将部分外购光源产品订单转给佛山照明。欧司朗佑昌公司获得了一个优质的企业，佛山照明管理层也通过如下途径保障或者弥补自己的损失：选择与自己交易多年的外资伙伴，彻底离开现在的国有大股东；以低于同期国有股转让溢价率出售，使外资股东承诺现有管理层基本保持不变，控制了公司运营；用一份与新股东签订的经营合同保证经营控制权。

案例二：

2002 年 9 月 11 日，“深发展”（000001）公告该行正与外资就业务合作及引进战略投资者进行接触和洽谈，有关部门也已原则上同意本行引进国外战略投资者。9 月 27 日，“深发展”公告，经政府有关主管部门批准，同意美国新桥投资集团公司作为国外战略投资者进入本行。经过将近一年的谈判，股权转让陷入僵局。除了双方在经营理念、交易价格等方面存在分歧外，对于管理者的留任安排给股权转让带来了相当大的障碍。从



以往新桥投资的行事风格来看，并购以后的首要工作就是改组“深发展”原来的管理层以形成一支优秀的管理团队。但中国本土并购的特点却是目标公司管理层的态度对并购成功与否有着非常直接的影响，新桥在并购中没有考虑到如何解决“深发展”原来管理层的利益安排问题，导致“深发展”的中高级管理员工对新桥充满疑虑和抵触，这也是此次并购遭受重大挫折的重要原因之一。“深发展”董事会 2003 年 1 月 18 日通过的对本次交易有重大影响的决议，针对有关管理者留任问题所做的阐述，恰恰证明了这一点。虽然“新桥”最后入主了“深发展”，但是期间可谓一波三折，“深发展”的管理层为保证自己的留任采取了各种手段。

上述两个案例充分显示，上市公司的高级经理人员在面临外部兼并和收购行为时拥有非常大的权力，包括选择合作伙伴、谈判定价、签订额外协议等等各方面，都会有高级经理人员参与或者主导的痕迹。在国有上市公司控股权变更的过程中，经理人员为了能够继续留任会采取压低交易价格等有益于公司股东的行为，管理防御对控制权转移中的经理变更与否有着重要的影响。

理论和实践中所揭示出的问题，引发了人们对公司治理机制的质疑和对代理问题的深入思考。基于经理与股东之间传统的委托代理问题，公司治理机制作用的发挥，隐含着经理是被动的治理对象这一前提。然而，随着公司治理研究的深化，众多研究发现经理人具有通过管理防御形成壁垒的可能。同时，公司治理的激励与约束的不匹配也使得经理强化了应对公司控制机制的权力基础。研究公司治理机制的有效性，不应该将经理人作为一个被动的治理对象，还应当考虑经理人行为尤其是为降低治理机制约束而产生的管理防御行为。经理管理防御虽然与以往代理文献所强调的动机有所不同，但影响一样广泛，同样会产生代理成本。