

“十二五”国家重点图书出版规划项目



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

总主编：金 碚



经济管理学科前沿研究报告系列丛书

THE FRONTIER REPORT ON
DISCIPLINE OF
CORPORATE GOVERNANCE

高 闯 主 编
张 清 副主编

公司治理学 学科前沿研究报告



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

“十二五”国家重点图书出版规划项目

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

总主编：金 碚

 经济管理学科前沿研究报告系列丛书

THE FRONTIER REPORT ON
DISCIPLINE OF
CORPORATE GOVERNANCE

高 闯 主 编
张 清 副主编

公司治理学 学科前沿研究报告



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理学学科前沿研究报告 2013/高闯主编. —北京: 经济管理出版社, 2016.6
ISBN 978-7-5096-4447-8

I. ①公… II. ①高… III. ①公司—企业管理—研究报告 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 135192 号

组稿编辑: 张 艳

责任编辑: 张 艳 李明锋 张莉琼

责任印制: 黄章平

责任校对: 雨 千

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 787mm×1092mm/16

印 张: 27

字 数: 607 千字

版 次: 2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4447-8

定 价: 98.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

《经济管理学科前沿研究报告》

专家委员会

主 任：李京文

副主任：金 碚 黄群慧 黄速建 吕本富

专家委员会委员（按姓氏笔划排序）：

方开泰	毛程连	王方华	王立彦	王重鸣	王 健	王浦劬	包 政
史 丹	左美云	石 勘	刘 怡	刘戒骄	刘 勇	刘伟强	刘秉链
刘金全	刘曼红	刘湘丽	吕 政	吕 铁	吕本富	孙玉栋	孙建敏
朱 玲	朱立言	何 瑛	宋 常	张 晓	张文杰	张世贤	张占斌
张玉利	张屹山	张晓山	张康之	李 平	李 周	李 晓	李子奈
李小北	李仁君	李兆前	李京文	李国平	李春瑜	李海峥	李海舰
李维安	李 群	杜莹芬	杨 杜	杨开忠	杨世伟	杨冠琼	杨春河
杨瑞龙	汪 平	汪同三	沈志渔	沈满洪	肖慈方	芮明杰	辛 暖
陈 耀	陈传明	陈国权	陈国清	陈 宪	周小虎	周文斌	周治忍
周晓明	林国强	罗仲伟	郑海航	金 碚	洪银兴	胡乃武	荆林波
贺 强	赵顺龙	赵景华	赵曙明	项保华	夏杰长	席酉民	徐二明
徐向艺	徐宏玲	徐晋涛	涂 平	秦荣生	袁 卫	郭国庆	高 闯
符国群	黄泰岩	黄速建	黄群慧	曾湘泉	程 伟	董纪昌	董克用
韩文科	赖德胜	雷 达	廖元和	蔡 昉	潘家华	薛 澜	魏一明
魏后凯							

《经济管理学科前沿研究报告》

编辑委员会

总主编：金 碚

副总主编：徐二明 高 闯 赵景华

编辑委员会委员（按姓氏笔划排序）：

万相昱	于亢亢	王 钦	王伟光	王京安	王国成	王默凡	史 丹
史小红	叶明确	刘 飞	刘文革	刘兴国	刘戒骄	刘建丽	刘 颖
孙久文	孙若梅	朱 彤	朱 晶	许月明	何 瑛	吴东梅	宋 华
张世贤	张永军	张延群	李 枫	李小北	李俊峰	李禹桥	杨世伟
杨志勇	杨明辉	杨冠琼	杨春河	杨德林	沈志渔	肖 霞	陈宋生
陈 宪	周小虎	周应恒	周晓明	罗少东	金 准	贺 俊	赵占波
赵顺龙	赵景华	钟甫宁	唐 镛	徐二明	殷 凤	高 闯	康 鹏
操建华							

序 言

为了落实中国社会科学院哲学社会科学创新工程的实施，加快建设哲学社会科学创新体系，实现中国社会科学院成为马克思主义的坚强阵地、党中央国务院的思想库和智囊团、哲学社会科学的最高殿堂的定位要求，提升中国社会科学院在国际、国内哲学社会科学领域的话语权和影响力，加快中国社会科学院哲学社会科学学科建设，推进哲学社会科学的繁荣发展具有重大意义。

旨在准确把握经济和管理学科前沿发展状况，评估各学科发展近况，及时跟踪国内外学科发展的最新动态，准确把握学科前沿，引领学科发展方向，积极推进学科建设，特组织中国社会科学院和全国重点大学的专家学者研究撰写《经济管理学科前沿研究报告》。本系列报告的研究和出版得到了国家新闻出版广电总局的支持和肯定，特将本系列报告丛书列为“十二五”国家重点图书出版项目。

《经济管理学科前沿研究报告》包括经济学和管理学两大学科。经济学包括能源经济学、旅游经济学、服务经济学、农业经济学、国际经济合作、世界经济、资源与环境经济学、区域经济学、财政学、金融学、产业经济学、国际贸易学、劳动经济学、数量经济学、统计学。管理学包括工商管理学科、公共管理学科、管理科学与工程三个学科。工商管理学科包括管理学、创新管理、战略管理、技术管理与技术创新、公司治理、会计与审计、财务管理、市场营销、人力资源管理、组织行为学、企业信息管理、物流供应链管理、创业与中小企业管理等学科及研究方向；公共管理学科包括公共行政学、公共政策学、政府绩效管理、公共部门战略管理学、城市管理学、危机管理学、公共部门经济学、电子政务学、社会保障学、政治学、公共政策与政府管理等学科及研究方向；管理科学与工程包括工程管理、电子商务、管理心理与行为、管理系统工程、信息系统与管理、数据科学、智能制造与运营等学科及研究方向。

《经济管理学科前沿研究报告》依托中国社会科学院独特的学术地位和超前的研究优势，撰写出具有一流水准的哲学社会科学前沿报告，致力于体现以下特点：

(1) 前沿性。本系列报告能体现国内外学科发展的最新前沿动态，包括各学术领域内的最新理论观点和方法、热点问题及重大理论创新。

(2) 系统性。本系列报告囊括学科发展的所有范畴和领域。一方面，学科覆盖具有全面性，包括本年度不同学科的科研成果、理论发展、科研队伍的建设，以及某学科发展过程中具有的优势和存在的问题；另一方面，就各学科而言，还将涉及该学科下的各个二级学科，既包括学科的传统范畴，也包括新兴领域。



(3) 权威性。本系列报告由各个学科内长期从事理论研究的专家、学者主编和组织本领域内一流的专家、学者进行撰写,无疑将是各学科内的权威学术研究。

(4) 文献性。本系列报告不仅系统总结和评价了每年各个学科的发展历程,还提炼了各学科学术发展进程中的重大问题、重大事件及重要学术成果,因此具有工具书式的资料性,为哲学社会科学研究的进一步发展奠定了新的基础。

《经济管理学科前沿研究报告》全面体现了经济、管理学科及研究方向本年度国内外的的发展状况、最新动态、重要理论观点、前沿问题、热点问题等。该系列报告包括经济学、管理学一级学科和二级学科以及一些重要的研究方向,其中经济学科及研究方向 15 个,管理学科及研究方向 45 个。该系列丛书按年度撰写出版 60 部学科前沿报告,成为系统研究的年度连续出版物。这项工作虽然是学术研究的一项基础工作,但意义十分重大。要想做好这项工作,需要大量的组织、协调、研究工作,更需要专家学者付出大量的时间和艰苦的努力,在此,特向参与本研究的院内外专家、学者和参与出版工作的同仁表示由衷的敬意和感谢。相信在大家的齐心努力下,会进一步推动中国对经济学和管理学学科建设的研究,同时,也希望本系列报告的连续出版能提升我国经济和管理学科的研究水平。

金碚

2016 年 6 月

目 录

第一章 公司治理学 2013 年国内外研究综述	001
第一节 公司治理总论综述	001
第二节 股东内容综述	008
第三节 董事会内容综述	012
第四节 经理层内容综述	015
第五节 利益相关者内容综述	017
第六节 公司监督治理综述	021
第七节 国有企业与家族企业治理综述	026
第八节 评述与展望	030
第二章 公司治理学 2013 年期刊论文精选	041
第一节 国内期刊精选	042
第二节 国外期刊精选	318
第三章 公司治理学 2013 年出版图书精选	329
第一节 中文图书精选	330
第二节 外文图书精选	359
第四章 公司治理学 2013 年大事记	371
第一节 国内大事记	371
第二节 国外大事记	383
第五章 公司治理学 2013 年中文文献索引	391
后 记	421

第一章 公司治理学 2013 年 国内外研究综述

1932 年，Berle 和 Means 合作出版的《The Modern Corporation and Private Property》一书正式拉开了公司治理理论研究的序幕。其后，公司治理问题引起了全球范围内经济学、管理学、法学和社会学等诸多学科的广大研究者的浓厚兴趣，并取得丰硕成果。最近 20 年，随着人类经济的不断发展，世界范围内的一系列公司治理问题逐渐浮出水面，并掀起一次又一次的研究热潮，特别是 2001 年美国的公司财务丑闻曝光之后，公司治理问题更是引起了全社会的广泛关注，中国学者也积极加入其中，取得不少研究成果。十年之后，笔者在总结经验的同时对 2013 年国内外发表的相关文献进行梳理，试图发现现阶段该领域中的研究特点，提出一些有建设性的建议和展望。

公司治理作为近些年发展较快的学科，涉及内容十分丰富，也极为庞杂。为了明确研究思路，本章研究将公司治理分为总论和分论两大部分。总论部分是对公司治理结构、理论等内容进行总结、梳理、分析，分论部分则主要是分为股东、董事会、经理层、利益相关者、治理监督和其他内容分别进行梳理、分析，所选论文也都是在很有影响力的杂志上发表的文章，以期能对 2013 年国内外的相关研究成果有较为清晰的脉络和全面的反映、总结。

第一节 公司治理总论综述

公司治理是一组规范公司相关各方责、权、利的制度安排，是现代企业发展过程中最重要的制度架构。根据国外学者 Keasey (1997) 的观点，可以将公司治理分为狭义公司治理和广义公司治理。狭义公司治理是指公司所有者对管理者进行监督和管理正式制度，包括股东会、董事会和经理层等。广义公司治理是指规范公司与各个利益相关者的正式及非正式的制度，包括狭义公司治理，另外还包括股东、债权人、员工、供应商和政府等利益相关者。所以在综述的过程中，我们从股东、董事会、经理层、利益相关者等角度进行分析。

由于各个国家的融资制度、股权结构与要素市场的差异，它们都会结合国家的政治、经济和文化等因素的影响，形成各自的公司治理特点。从企业层面上看，公司治理结构可



以分为三类：一是外部监控型公司治理模式，也称为市场导向型治理模式，以英国、美国、加拿大和澳大利亚等为代表，具有股权高度分散、资本高度流通的特点；二是内部监控型公司治理模式，也称为网络导向型公司治理模式，以日本、德国等为代表，具有股权相对集中、银行间相互持股的特点；三是家族控股型公司治理模式，以韩国、马来西亚、泰国、新加坡等为代表，具有所有权与经营权为家族企业拥有的特点。

在经济全球化、金融市场一体化的环境下，每个国家都在吸收和借鉴其他国家治理模式的优势，不断调整变化，从而使得治理模式呈现出国际趋同的演变趋势。所以，需要集各国之所长，结合本国特点，进一步完善其公司治理模式。

一、公司治理与公司绩效间的关系研究

公司治理的重要性最终体现在公司治理水平对于公司价值或者绩效的影响上。国外学者针对公司治理与绩效之间的关系研究颇多。Starks L. T.和 Wei K. D. (2013)^[1]考察了公司治理差异是否影响公司在跨行业兼并中的企业估值。研究发现，可以通过股票交易完成跨行业兼并。在跨行业兼并中如果存在企业股东的不正当收益问题，会影响公司治理质量，增加股票的异常收益值，还会影响到公司的绩效。Apostolos Dasilas 和 Stergios Leventis (2013)^[2]，以雅典证券交易所的数据作为支撑，考虑了杠杆风险和系统风险的变化以及增发股票期间的长期股价走势和运营表现，分析了公司治理机制、股权结构和股利支付状况对股票增发公告的影响。研究发现，在股票增发的公告日，公司股价有显著的涨势，股票增发公告日之前股价上升，之后股价轻微下降。因此，公司治理结构、分红状况与股权集中度能提升股票增发公告的信息容量。Patrick Lecomte 和 Joseph T. L. (2013)^[3]采用了一个由亚太房地产协会设计的框架，考察了新加坡证券交易所上市的新加坡房地产投资信托基金公司绩效和公司治理之间的关系。实证结果支持了公司治理实践和股票业绩之间存在正向关系的证据。同时也发现，具有较高的公司治理的新加坡房地产投资信托基金往往具有更好的风险调整回报率，但也存在信息不对称的情况。

国内学者也非常关注公司治理与绩效之间的关系。王戈阳、张宗益和宋增基 (2013)^[4]建立关于企业绩效、公司治理、股权结构和资本结构四者的联立方程模型，对 2008—2010 年上市公司的数据进行实证分析，结果表明：没有明显的证据显示，中国企业现有的公司治理对企业绩效提升有显著的促进作用。刘石兰 (2013)^[5]以金融危机时期的上市信息技术企业为样本，将销售绩效视为一个包括销售利润率、销售增长率和销售费用率等指标的整体多维概念，研究了公司内部治理结构与整体销售绩效的关系。结果发现：与以往研究结论不同的是，董事长兼任总经理分别与整体销售绩效、销售利润率和销售增长率呈正向关系；大股东持股比率与销售费用率呈负向关系。这些结论在理论上揭示了在经济萎缩的背景下，市场能够对董事会与管理层之间的矛盾有自动调和作用，这为信息技术企业的治理机制建设有重要启示。周建和袁德利 (2013)^[6]基于 2001—2009 年沪深两市 444 家上市公司的平衡面板数据，采用能有效控制内生性问题的随机效应模型和系统 GMM



模型,检验了公司治理机制对股权代理成本的影响及公司治理机制、两类股权代理成本与公司绩效之间的关系。研究表明,第一类股权代理成本在董事会规模、董事会独立性与公司绩效之间起部分中介作用,而第二类股权代理成本在股权集中度与公司绩效之间起部分中介作用。

总体而言,公司治理与公司绩效之间呈正相关的关系,并且受到诸多因素的影响。探究公司治理和公司绩效之间的关系,有助于我们更好地建立适合于我国国情的公司治理模式,需要结合中国的实际情况开展各项活动。

二、公司治理与风险规避的研究

近年来,许多财务丑闻使得人们非常重视内部控制和风险规避,不合理和不健全的公司治理机制、内部控制等成为风险存在的深层次原因。公司风险承担是一项高风险行为,影响着企业的生存和发展,企业可以通过董事会结构、大股东控制、管理层持股、所有权性质等实现对风险的规避。

Arifur Khan 和 Mohammad Badrul Muttakin (2013)^[7]考察了公司治理和企业社会责任披露之间的关系,他们以孟加拉国每年的财务报告作为分析对象,研究结果发现,企业社会责任披露与高管持股负相关,与出口导向型产业正相关。公有制、外资持股、董事会独立性和审计委员会的存在对企业社会责任信息披露有极其重要的影响。因此,公司治理可以通过企业社会责任披露确保组织合法性发挥作用。Ahmed M., Abdel-Meguid, Anwer S., Ahmed 和 Scott Duellman (2013)^[8]针对审计人员、董事会、法人股东,探讨了萨班斯—奥克斯利法案(SOX)在他们之间的效力。2000—2004年,以美国四大审计事务所为样本,实证得出,审计师与客户之间经济独立性呈正向关系,强有力的治理对激进的财务报告具有约束性,需要通过强力的措施来规避风险。Weichieh Su 和 Cheng-Yu Lee (2013)^[9]以中国台湾家族企业为样本,分析公司治理与风险承担之间的关系,主要从内部公司治理机制和外部公司治理机制分析家族企业的冒险行为。资本—资本成为多数所有者和少数所有者之间的冲突,以及董事会的任人唯亲行为使得公司承担风险,公司任命外部董事的改革措施可能不会立即解决这些问题。研究发现,任命外部董事可以缓解家族所有权和承担风险间的负面关系。但是上市后,任命外部董事并没有改善家族所有权和风险承担之间的关系。A. Bodnaruk, M. Massa 和 A. Simonov (2013)^[10]研究了公司治理中联盟与风险规避的问题。好的联盟可以帮助公司的首席执行官处理委托—代理问题,联盟伙伴之间也可以缓和机构的问题。主要联盟伙伴同意更平等权利的分割。

国内学者也针对风险规避问题进行了研究,得到非常多的成果。解维敏和唐清泉(2013)^[11]以中国上市公司2006—2011年数据为样本,对上市公司治理机制与公司承担风险关系进行系统的理论分析和实证检验。研究发现,良好的公司治理机制能够激励上市公司的风险承担,具体来说,董事会独立性对公司风险承担有正向影响,大股东持股比例与公司风险承担之间存在U型关系,管理层持股有利于激励公司风险承担,私有产权控股



对公司风险承担有正向影响。罗艳梅、程新生（2013）^[12]提出了现代内部审计是基于董事会和管理层的需要，在公司治理和风险管理中发挥作用。双重领导易使内部审计陷入角色冲突，对内部审计能否胜任两种责任提出了挑战。研究结果指出，双向报告下内部审计的角色间冲突和角色内冲突普遍存在，尤其是当总经理为机会主义类型时，两种角色冲突出现的可能性更大；角色冲突降低了内部审计的质量，表现为角色间冲突显著降低了两种任务的努力程度，角色内冲突破坏了内部审计治理活动的独立性，降低了公司治理任务的努力程度。庄宇、朱静、孙亚南（2013）^[13]以我国13家上市商业银行为样本，利用2001—2012年的半年度数据，采用非平衡面板模型对我国上市商业银行公司治理与风险承担行为之间的关系进行了实证研究。结果表明，股权集中度与银行风险承担呈显著的倒U型关系；第一大股东的政府性质能够约束商业银行的冒险行为；高管人员薪酬越高时，银行的风险承担越小；而董事会规模和董事会独立性等董事会治理因素并没有对银行的风险承担行为产生显著影响。谢永珍、徐业坤（2013）^[14]在界定公司治理风险内涵的基础上，利用AltmanZ指数作为公司治理风险的代理变量，构建治理风险预警模型，并对我国上市公司的治理风险进行预警。研究表明，纳入治理特征指标的上市公司治理风险预警系统具有良好的预警效果，准确率达到87.4%；我国上市公司存在着较大的治理风险；董事会自主性治理尚待完善；董事激励、董事会行为对公司治理风险有显著的影响。李维安、戴文涛（2013）^[15]从战略管理的视角，构建了公司治理、内部控制、风险管理三者的关系框架。在企业中，制定公司战略是董事会的职能，但是战略定位是公司治理层需要进行的控制，企业内部的控制分为以董事会为主体的公司治理控制、以经营管理层为主体的管理控制、以操作管理和一般员工实施的作业控制三类。公司治理风险对经营风险、财务风险有影响关系，经营风险和财务风险对公司治理有反作用关系。

可以看出，在外部环境发生变化时，国内外学者都非常关心公司治理与风险规避的问题，并且对公司治理、内部控制和风险管理的问题进行了深入分析。指出，中国对内部控制的研究可以从两方面进行：一是着眼于企业，如何结合企业控制情况实施内部控制规范及其配套指引；二是着眼于监管部门和社会公众，规范和配套指引实施之后企业内部控制质量是否得到提升或改善、企业存在哪些缺陷等（李维安、戴文涛，2013）。

三、国内研究热点问题

（一）公司治理与政治关联的研究

中国的制度环境中政府与企业的关系非常微妙，政治体制决定政府在经济中的主导作用，政府成为资源的分配者，企业通过各种各样的政治关联，期望从政府那里获得更多的稀缺资源。具有政治关联的企业，更有可能争取到税收优惠、融资便利性、市场准入等。

徐业坤、钱先航、李维安^[16]以2004—2011年3014家民营上市公司为样本，实证检验了政治不确定性对企业投资支出水平的影响，并进一步考察了政治关联的作用。研究发现，面临政治不确定性时，企业的投资支出会明显下降，且这种影响不会提前或滞后；政



治关联企业特别是拥有人大代表、政协委员等政治身份的企业投资支出受政治不确定性的影响程度更大,但在不确定性消除之后,其投资支出水平要高于非政治关联企业。进一步的检验结果表明,当新任市委书记不具有本省工作经历时,企业投资支出下降得更多;管制行业企业的投资支出受不确定性的影响更大;且政治不确定性还会削弱政治关联企业的信贷资源优势,从而影响其投资支出。此外,国有企业在面临法定政治权力转移时其投资支出也会明显下降,证实了政治影响企业投资的政治不确定性逻辑。

何镜清、李善民、周小春^[17]考察了金融危机背景下民营企业政治关联的贷款效应及其对公司价值的影响。以2006—2010年我国民营上市公司为样本,实证检验发现:民营企业家的政治关联使企业获得更高的银行贷款比率和更长的贷款期限,同时民营企业家的政治关联程度越高,政治关联在金融危机中的贷款效应越明显。此外,虽然民营企业家的政治关联有利于公司价值的提高,但政治关联的贷款效应对公司价值有负向作用。政治关联虽然给民营企业带来债务融资便利,但并不利于银行信贷资金的有效配置。

文学、郝君富(2013)^[18]以我国地方控股国有上市公司为研究样本,实证研究检验了公司与政府之间的政治关联对公司董事会结构和公司治理效率的影响。研究发现,我国国有公司的政治关联水平对董事会结构存在显著的负向影响,政治关联主要通过影响地方控股国有上市公司董事会的“人文结构”特征而弱化公司治理的效率。

王旭(2013)^[19]选取政治关系资源依赖性较强的民营上市公司面板数据作为研究样本,通过构建政治关联指数,分析了政治关联对债权人治理与代理成本关系的调节效应。研究结果显示,民营上市公司流动负债对代理成本具有显著抑制作用,而长期负债却对代理成本表现出促进效应;民营上市公司政治关联程度恶化了债权人治理效应,其对流动负债的治理效应具有负向调节作用,而对长期负债的刺激效应表现出正向调节作用。

郭剑花(2013)^[20]从公司内部治理机制出发,考察公司治理对高管政治联系“双刃剑”效应的激励与约束作用,认为高管政治联系具有“双刃剑”效应——“政府干预”作用与“关系”作用。研究表明,公司治理质量越高,高管政治联系的“政府干预”作用越弱,“关系”作用越强。揭示高管政治联系在政企关系中的“桥梁”角色,并提供了公司治理缓解高管与企业代理冲突的增量证据,有助于企业扬长避短、最优化政治联系的“双刃剑”效应。

(二) 公司治理与企业并购的研究

学者们研究发现,并购可以促进企业快速成长,公司治理与并购绩效的关系非常重要。田高良、韩洁、李留闯(2013)^[21]研究发现,并购双方的连锁董事关系会减损并购公司、目标公司以及将两者作为一个整体考虑的并购后实体的并购绩效。进一步研究发现,当并购公司的公司治理质量较高时,这种减损作用会降低。当并购双方存在连锁董事关系时,目标公司更易接受股票作为并购支付方式。

陈旭东、曾春华、杨兴全(2013)^[22]将公司并购动因、并购行为、并购绩效置于同一个分析框架,并以2007—2010年我国非金融上市公司扩张性并购事件为研究对象,对终极控制人两权分离、多元化并购与公司并购绩效的关系进行了实证研究。结果发现,终



极控制人的现金流权与控制权的分离程度越大,公司越容易进行多元化并购,多元化并购的绩效明显低于同业并购的绩效,并且这种现象在非政府控制的公司更明显。本文不仅发现了终极控制人以盲目多元化扩张作为传导机制导致并购绩效恶化的证据,也拓展了大小股东之间的“第二种代理冲突”与多元化并购后果方面的研究。

陈仕华、姜广省、卢昌崇(2013)^[23]基于并购双方之间信息不对称的研究视角,检验了并购双方之间的董事联结关系对目标公司选择和并购绩效的影响,结果显示:与并购方存在董事联结(包括间接董事联结)关系的公司更可能成为并购的目标公司,当这种董事联结关系是由内部董事形成时,以及当目标公司与并购方地处不同区域时,与并购方存在董事联结关系的公司成为目标公司的可能性更大;当并购方与目标公司之间存在董事联结关系时(与不存在董事联结关系相比),并购方获得的短期并购绩效并无显著差异,但获得的长期并购绩效会相对较好;并且当这种董事联结关系是由内部董事形成时,以及当目标公司与并购方地处不同区域时,董事联结关系对长期并购绩效的正向影响更强。这些发现意味着,并购双方之间的董事联结关系对并购行为产生重要影响,但其影响程度大小同时还依赖于联结关系类型、并购双方空间距离,特别地,董事联结关系的正向绩效效应需要在并购后一段时间之后才得以体现。

陈仕华、卢昌崇(2013)^[24]从企业间网络视角基于组织间模仿理论研究企业间高管联结对并购溢价决策行为的影响。以我国A股上市公司2004—2010年对917家企业的并购溢价数据进行实证分析,研究发现:①公司的并购溢价决策存在组织间模仿行为,即联结企业在之前并购中支付的溢价水平对目标企业之后进行并购的溢价水平有显著的正向影响。②并购溢价决策的组织间模仿行为服从“逻辑模仿律”和“先内后外律”,即联结企业支付的并购溢价水平越低,或者联结企业与目标企业属于同一行业,联结企业并购溢价与目标企业并购溢价之间的正相关关系越强。并购溢价决策的组织间模仿行为不服从“模仿级数律”,即目标企业在企业网络中的集中度,并不调节联结企业并购溢价与目标企业并购溢价之间关系,而是对目标企业并购溢价有显著的主效应影响(即目标企业的网络集中度越高,并购中支付的溢价水平越低)。

曹廷求、张钰、刘舒(2013)^[25]从董事网络能够减少公司并购时信息不对称的角度出发,研究了董事网络对并购参与双方财富效应的影响。与现有的文献不同,在对2007—2011年共2401起并购事件的研究中,研究人员发现收购公司向董事网络中心位置靠近的过程中,公司的并购财富先增加,在达到一个最优点后,开始下降,呈现倒U型关系。而单纯改变目标公司在董事网络中的位置,并不能明显提高其财富效应,只有通过董事网络获取高质量的信息才能对其财富产生明显作用。深入验证董事网络对降低信息不对称的作用的实证结果表明,在信息披露质量差的公司中,董事网络发挥的作用更显著。

赵息、张西栓(2013)^[26]分析了内部控制与高管权力的相互作用关系及其对并购绩效的影响,利用中国上市公司数据,运用结构方程模型进行了实证分析。研究发现,内部控制对并购绩效具有显著的正向影响,而高管权力与并购绩效负相关,并且内部控制与高管权力之间存在反向的相互作用关系。当高管权力缺乏制衡时,并购成为高管实现个人收



益的手段,而企业本身并不能实现预期的并购价值,内部控制是针对高管权力的制衡机制,对并购绩效的实现具有重要作用。

(三) 公司治理与控制权研究

在企业快速扩张的过程中,股权不断分散,国美控制权之争、雷士照明控制权之争,引起学者们对控制权问题的研究。陆媛(2013)^[27]以近年发生的国美控制权商战为案例,来分析较为突出的民营企业上市公司治理问题,如家族企业公众化与家族控制权如何引发冲突、资本结构调整带来的机构投资者与家族所有者如何制衡、大股东控制权削弱给公司业绩带来怎样的影响、股权激励给公司凝聚力带来怎样的变化、独立股评人怎样促进了公司治理结构的改善。通过对上述问题的梳理、分析、总结,提出了改善上市公司治理机制的建议。

刘庄(2013)^[28]研究发现,在纷繁复杂的控制权争夺过程中,市场机制和公司治理最终微妙地平衡了各方利益,精确地划定了权利归属,实现了资源的最优配置和各方利益总和的最大化。文章首先对控制权争夺期间的股价做了统计学分析,指出资本市场更看重黄光裕一方而非陈晓一方。其次,文章分析了国美股东会的投票信息,描绘了以投票为表现的公司治理机制对各方投资者利益的精妙平衡。最后,文章试图展现以上市场机制和公司治理的商业基础,以从根本上解释事件的前因后果。这些分析从不同层面共同展示了市场机制和公司治理在控制权争夺中是如何有效运行的。

张慕瀨(2013)^[29]以雷士照明案例表明,在企业快速扩张过程中,以股权投资基金为代表的机构投资者的积极行动会对创业股东控制权和公司治理产生影响。不断分散的股权结构和日益强大的机构投资者将是中国上市公司未来面对的格局,机构投资者是否会改善公司治理,取决于其动机、偏好及收益权衡。若借助机构投资者之力改善公司治理,创业企业家必须提升与资本博弈的能力。长远来看,机构投资者的崛起有助于提高公司治理效率、企业家资本运作与风险防范能力,有利于职业经理人市场建设和利益相关者利益保护。

韩亮亮、吕翠玲(2013)^[30]以2002—2009年我国民营上市公司1720个观测值为样本,实证研究终极股东控制权防守和利益侵占动机对资本结构决策的影响。结果发现:终极股东控制权与资本结构显著负相关,终极股东控制权、现金流权偏离度与资本结构显著正相关;进一步考虑控制权防守和利益侵占动机的交互影响后发现,相对于高控制权、现金流权偏离度组,终极股东控制权与资本结构在低偏离度组中更敏感,相对于高控制权组,终极股东控制权、现金流权偏离度与资本结构在低控制权组中更敏感。

袁玲、池玉莲(2013)^[31]采用掏空性的关联交易衡量控股股东的控制权私人收益,探讨了控制权私人收益对多元化经营与公司价值关系的影响,以及这种影响是否因政府控制性质及市场化进程不同而存在差异。研究发现:①控制权私人收益攫取水平较高时,对多元化经营与公司价值的负面影响较为显著;②政府控制性质没有加剧控制权私人收益对多元化经营与公司价值的影响;③市场化进程程度越低,控制权私人收益对多元化经营与公司价值的负面影响越强;④随着投资者法律保护程度的加强,法治化水平的改进在提高



多元化经营价值效应的同时，还抑制了控股股东攫取私有收益对多元化经营与公司价值的负面影响。

高勇强、熊伟、杨斌（2013）^{〔32〕}运用变化模型，选用总资产收益率（ROA）作为企业绩效衡量指标，选取2000—2008年发生控制权转移的242家我国上市公司为样本，分析了控制权转移、资产重组以及首席执行官（CEO）更替对企业绩效的影响。研究发现，控制权转移后公司绩效不仅没有得到改善，而且还有恶化的倾向；资产重组对企业绩效有显著的改善作用；而CEO变更对企业绩效没有显著影响。这说明，单纯的控制权转移及随后的CEO更换并不能改善企业的绩效，而只有通过资产重组改变资产质量和发挥资产的协同效应，才能改善企业绩效。

综观公司治理总论部分研究，国内外学者研究成果非常多。国外学者有针对某国进行的基础性研究，也有相应的实证研究。国内学者主要是从中国企业发展的角度出发，针对具体的问题，选择相应数据进行实证和理论解析，得到了丰富的学术成果。

第二节 股东内容综述

一、大股东利益侵占行为研究综述

代理问题一直是公司治理领域长盛不衰的焦点问题，从股权分散导致第一类代理问题到股权集中导致第二类代理问题，在学术界逐渐形成了委托代理理论研究的双重视角。其中，第二代代理问题中控股股东或者第一大股东对中小股东的利益侵占一直以来都是国内外学者的研究重心。在国内，有关大股东利用其控制权谋私利，侵害中小股东利益行为的研究依然很多，侧重点基本上是研究大股东的掏空动机、通过何种方式实施掏空行为及怎样有效抑制大股东掏空行为，但是不乏颇具创新性的研究观点及方向。

郑国坚、林东杰、张飞达^{〔33〕}首次从掏空方即大股东的财务状况视角出发，研究了面临财务困境时大股东的掏空行为。通过对1999—2008年全国工业企业数据库中上市公司第一大股东的2673个样本进行分析研究，得出了以下结论：①处于财务困境时，大股东对上市公司资金的非法占用行为异常明显，有较强烈的掏空动机。②针对大股东财务困境下的掏空行为，不同层次的治理机制表现出了不同的有效性，同时各治理机制间存在相互的依赖关系：法制监管的治理作用非常明显，且不受其他治理因素的影响，外部审计、大股东所有权和董事持股只能在一定范围内发挥作用，其他治理机制（其他股东制衡和独立董事比例等）均未奏效。

白云霞、林秉旋、王亚平、吴联生^{〔34〕}以我国国有控制权转移上市公司为样本，通过实证分析直接度量侵占的金额，研究负债在股权集中公司中的作用，得出了以下结论：



①当股权高度集中时，负债就成为大股东侵占中小股东利益的一种手段，负债与大股东的利益侵占存在显著正相关关系，并且这种关系在不同所有权的公司存在显著差异。②相对于国有控股公司来说，私有公司的负债水平更高，大股东对中小股东利益的侵占程度也更高。

储成兵^[35]从金字塔股权结构特征及由此带来的控股股东现金流权和控制权分离视角出发，对内部控制有效性进行研究，从而证明什么情况下终极控股股东更容易侵犯中小股东的利益。通过对上市公司数据分析研究得出：①终极大股东现金流权与控制权的分离程度越大，上市公司内控有效性越低。②金字塔层级越多，上市公司内控有效性越低。③大股东控制的董事占董事会比例越高，上市公司内控有效性越低。

万丛颖、张楠楠^[36]认为大股东的行为同时存在治理效应和掏空效应，分析了股权结构指标对大股东治理与掏空所产生的调节效应，并实证分析了大股东的同一种行为如现金股利发放行为可能导致的不同效应。得出以下结论：①现金股利的分配一方面能够降低股权代理冲突，另一方面对中小股东利益进行掏空。②股权结构不是影响大股东行为的直接因素，而是对大股东治理和侵占效应存在不同程度的调节效应，其中国有股股东对股权代理冲突的治理效应要高于非国有股股东，而对中小股东的侵占效应要低于非国有股股东，表明股权分置改革之后国有股股东在公司治理方面的积极作用得到有效的发挥。

郝云宏、朱炎娟、金杨华^[37]解读了中国管理情境下法律制度、伦理环境以及企业文化对大股东行为的影响，通过分析六个大股东控制权私利行为的案例得出：①在具体的公司治理规范方面，需要我们注意大股东控制权私利行为中的“法、理、情”的纠结，强化公司治理相关法规的刚性约束，严惩各种违法违规的“闯红灯模式”的大股东掏空行为。②规范公司治理相关行为边界，引导大股东遵纪守法，提高大股东伦理决策的道德高度，挤压其机会主义选择的空间，抑制各种合法但可能不合理的“擦边球模式”的大股东控制权私利行为。③完善公司法人制度，尊重利益相关者合法权益，强化董事会行为的独立性，提高相关决策的透明度，激励大股东控制权私利与企业绩效的兼容和共享，减少那些合乎法律规范和公司治理程序但可能有悖社会伦理“不合情”的“蚕食者模式”的大股东控制权私利行为。

唐建新、李永华、卢剑龙^[38]认为第一大股东对董事会的控制能够作为股权控制的一个替代，并通过对2003—2010年民营上市公司的经验证据及统计分析得出：①董事会特征，即大股东对董事会的控制程度，是影响大股东掏空的另一个重要因素。即使在股权制衡情况下，大股东仍然会通过对董事会的控制（实质性控制）来达到侵占中小股东利益的目的，股权制衡并不能完全解决大股东的掏空行为，股权控制力减弱时第一大股东可能转而寻求通过对董事会的控制来达到控制上市公司、影响企业决策的目的。②在第一大股东不能通过股权结构对上市公司进行实质性控制（即第一大股东对上市公司的股权控制力一般或者较弱）的样本中，董事会中大股东派出的董事的比例与大股东掏空行为显著正相关，并且股权控制力越弱这种相关关系越明显。

吴育辉、魏志华、吴世农^[39]总结了前人的研究，提出上市公司定向增发股票中也存