

公司控制权配置论

——制度与效率分析

朱羿锟 著

经济管理出版社

公司控制权配置论

——制度与效率分析

朱羿锟 著

经济管理出版社

责任编辑:王燕梅

版式设计:蒋 方

责任校对:贾全慧

图书在版编目(CIP)数据

公司控制权配置论:制度与效率分析/朱羿锳著.

北京:经济管理出版社,2001

ISBN 7-80162-248-0

I.公… II.朱… III.公司-企业管理-研究
IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 053269 号

公司控制权配置论
——制度与效率分析
朱羿锳 著

出版:经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编:100035)

发行:经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷:北京交通印务实业公司

850×1168 毫米 1/32 15.75 印张 398 千字

2001 年 8 月第 1 版 2001 年 8 月北京第 1 次印刷

印数:1—4000 册

ISBN 7-80162-248-0/F·236

定价:26.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社发行部负责调换。

通讯地址:北京阜外月坛北小街 2 号 邮编:100836

联系电话:(010)68022974

内容简介

一股一票与一人一票仅一字之差，却体现了公司控制权分配方式的核心差异。美国和欧洲公司选择不同的公司发展战略，走上不同的发展道路，即美国公司采取一体化模式，欧洲国家采取卡特尔模式，与此息息相关。可见，公司控制权分配方式对公司发展方向和发展道路具有重大影响。然而，公司控制权的配置并没有受到应有的注意，更谈不上深入研究。本书以公司控制权配置为红线，利用丰富的实证资料，研究和探索各种公司控制权配置模式及其经济绩效，并试图探寻增强各种公司控制机制有效性的途径。

所有权与控制权配置篇：透过所有权与控制权的非对称关系，发现所有权与控制权相分离的奥秘，并将所有权与控制权的四种非对称关系模型化。通过对欧美和东亚各国公司所有权和控制权，尤其是上市公司的实证资料的研究和分析，试图回答以下问题：所有权与控制权之间有多少组合形式？其相对优势和劣势何在？公司控制者到底是谁？不同所有者行使控制权是否有不同目标？大股东身份是否重要？国家持有大额股份对经济绩效有何影响？银行持有大额股份对绩效有何影响？职工分享公司控制权到底对公司业绩有什么影响？具有一定程度职工参与的公司，其业绩比根本没有职工参与的公司是更好还是更差？在金字塔集团多层持股和交叉持股情况下，怎样度量股东所持有的所有权和控制权？无须持有相应所有权即可集中控制权的工具有哪些？怎样度量所有权与控制权的分离度？所有权与控制权分离度是否影响绩效？大股东控制的公司业绩是否就比所有权分散，但控制权相

对集中的公司更好？所有权与控制权分离的手段是否与其业绩相关？通过金字塔结构控制的公司，其业绩与通过表决权托拉斯或委托投票权控制有何差别？

金融市场与控制权配置篇：以证券场所起的作用而论，可将公司控制模式区分为英美国家的市场型控制模式和以德国、日本为代表的关系型控制模式。在市场型控制机制下，公司股份流通性大，控制权市场非常活跃，易于及时退出衰退行业，但眼前利益可能牺牲公司长远发展目标。在关系型控制机制下，公司股份市场流通性甚低，安定股份利于公司采取长期发展战略，职工积累专用技能，但公司之间资本关系和人际关系盘根错节，控制权市场不够活跃，公司难以及时退出衰退产业，从而实现产业转型。银行作为贷款人虽具有控制公司的激励，但其控制强度受到破产机制、公司类型、替代融资途径多寡、公司内部筹资能力等因素的制约。法国和美国银行行使控制权的激励非常低，德国银行行使控制权激励非常高。银行在经营者收购和对困境中进行重组后公司所获得控制权最大，中小型公司次之，上市公司为最小。全能银行并非单纯投资者，其利益与其他股东不可能一致。全能银行在何种程度上希望更多地通过与公司之间的业务关系获得私人收益，而牺牲公司市场价值最大化？这就取决于银行持股量和银行所提供服务在该公司总金融服务需要量之间的比例。银行持股比例愈低，银行业务关系比例愈大，银行愈是具有压榨公司和其他股东的激励。反之则反。全能银行控制对经济绩效的影响，虽然仍是众说纷纭，但全能银行并非理想的控制者和监督者，则是无疑的。20 世纪 90 年代以来，前述两种模式都在相互学习，取长补短。

权力结构再造与控制权配置篇：股东大会和董事会是股东对公司进行直接或间接控制的法定机关，许多欧洲大陆国家还通过董事会或监事会，实行职工参与制。然而实践中，股东大会要么被公司经营者架空，要么被大股东把持，其自身完全形式化、空

洞化。董事会控制权往往处于休眠状态，基本上没有对公司进行有效地领导和控制。20 世纪 90 年代以来，各国出台的公司治理结构改革原则、准则或报告，均致力于重塑公司权力结构，增强股东大会和董事会控制的有效性。提升股东大会控制职能的主要举措包括重申股东参与权、明晰股东大会决策范围、规范股东大会召集方式、议事程序和表决程序，减少股东利用股东大会的障碍。信息技术尤其是因特网和电子邮件的发展，为股东低成本地有效地利用股东大会对公司进行控制，带来了新的希望。各国改组董事会的主要举措就是优化董事会人才结构、增强董事会独立性、强化董事会会议及其专门委员会会议的决策能力、明晰董事会和董事职责、健全其业绩评估机制、董事报酬激励合理化等。在职工控制权方面，第二次管理革命孵化出了新型控制模式，淡化了文化传统方面的障碍，可望成为各国人本主义公司治理结构的新思路。

透明度与控制机制篇：无论是市场型控制机制，还是关系型控制机制，其有效运行均需要有准确可靠的信息，需要公司治理结构和经营管理信息高度透明化。实践中，实行市场型控制机制的英美国家透明度较高，欧洲大陆和东亚公司的透明度相当低，经营者和大股东的腐败行为难以曝光，表面繁荣昌盛可能掩饰着隐蔽的危机。即使在英美国家，经营者也往往不愿意主动披露信息，信息不对称问题成为各种控制机制运行的瓶颈。强制信息披露有助于提高透明度，缓解信息不对称问题，促进公司控制机制正常运转。会计信息可以说是证券市场的血液，是股东、利益相关者乃至一般公众决策依据。然而，会计信息是否可靠？不仅不同会计准则可以导致不同会计信息，即使在同一会计准则之下，不同公司的财务报告质量不一，其可靠性、真实公允性也就大相径庭。寻机会计则完全是对公司经营管理状况的扭曲，不能代表公司的真实公允状况。进一步协调各国的会计准则，打击寻机性会计，以便利国际资本流通，强化经营者和董事对股东和社会公

众的责任。审计的确有助于提高社会公众对公司所提交的各种报告报表信任度，也是确保会计信息真实公允性的重要防线。审计员能否客观公正地进行审计？审计信息是否真实可靠？这还有赖于构筑独立的审计系统，增强法定审计员和审计委员会的独立性，从而提高审计信息的可靠性。

前 言

公司治理结构不仅为全球性学术热点，更是各国政策争论的焦点，我真是有点入迷。近五年来，几乎是全力以赴，致力于斯。1998 年完成了我的博士学位论文《公司治理结构理论研究》。我所撰写的《公司治理理论》有幸入选广东中青年社会科学家文库，广东人民出版社于 1999 年 6 月出版。本书是我主持的两项国家人文社会科学“九五”规划课题的成果，即国家教育部人文社会科学课题资助的《公司治理结构之效率研究》，以及中国——欧盟高等教育合作项目资助的《欧盟公司治理结构及其对中国企业改革的意义》。

为执行中国——欧盟高等教育合作项目，我于 1998 年底来到英国从事合作研究，先后在英国行政管理学院（IAM）、伦敦大学亚非学院（SOAS）和高级法律研究院（IALS）、艾克斯特大学法学院（Exeter）和林肯大学管理学院（Lincoln）作访问学者。尤为难得的是，欧盟委员会特地邀请我去布鲁塞尔讨论公司治理结构和公司法问题。我在布鲁塞尔期间，受到欧盟委员会金融和公司法律局局长——胡勒主任（K. V. Hulle）的热情接待，在百忙之中抽出半天时间向我介绍欧盟公司治理结构立法最新动态等情况。我还拜会了欧洲公司治理结构网络（ECGN），受到该中心主任贝克特博士（M. Becht）的热情接待，建立了友好合作关系。我只能以一丝不苟的工作来回报这些支持、帮助和关心。

我要特别感谢英国行政管理学院首席执行官罗宾逊教授（G. Robinson），为我提供各种研究条件和大力支持。我还要感

谢以下人士，即《英国行政管理》杂志主编哈雷特女士（R. Hallet）、英国伦敦大学亚非学院、欧洲—中国学术网络（E-CAN）主任艾什教授（R. Ash）、英国林肯大学管理学院院长杰克逊教授（M. Jackson）、企业管理系主任奥萨吉高级讲师（D. Osuch）和马庆特高级讲师（A. Marchant）、英国阿克塞特大学法学院院长伊科纳迈茨副研究员（K. Economides）、外联部主任希克斯高级讲师（A. Hicks）和研究生部主任德鲁利高级讲师（R. Drury）。

自1998年底旅英以来，暨南大学云冠平教授和黄德鸿教授一如既往地对我的研究工作提供高屋建瓴的引导和莫大的关怀。暨南大学副校长、博士生导师胡军教授和经济学院院长、博士生导师张炳申教授对我从事的研究工作给予热情关心、支持和帮助，他们的治学精神给我莫大的启发。在此一并向各位恩师致谢。我还要对《中国工业经济》编辑部王燕梅女士和张永建先生为本书的出版所付出的辛勤劳动，表示衷心的感谢。

朱羿锟

1999年初稿于英国伦敦，2000

~2001年修改于中国广州

目 录

I. 绪论

第一章 从一人一票到一股一票说起	(3)
一、一人一票与一股一票截然有别	(4)
二、公司是否自始就采用一股一票	(7)
三、民主制为主：19 世纪中期以前	(11)
1. 美国	(11)
2. 欧洲：英国、德国和法国	(15)
四、从民主制为主转化为财阀制：19 世纪中后期	(18)
1. 美国：迅速彻底推行财阀制	(18)
2. 欧洲：仍然保持较多民主制	(19)
五、美国和欧洲公司不同发展道路的新解释	(22)
1. 美国和欧洲公司选择了不同发展道路	(22)
2. 现有理论的局限性	(23)
3. 控制权配置方式影响公司发展战略的选择	(24)
第二章 公司控制权配置与运行机制	(26)
一、公司控制权	(26)
二、谁享有公司控制权	(30)
1. 股东控制权	(30)
2. 利益相关者控制权	(32)
三、公司控制权配置模式	(33)
1. 关系型和市场型控制机制	(33)
2. 绩效比较	(36)

四、公司控制机制运行	(39)
1. 权力结构再造	(39)
2. 增加透明度	(41)

II. 所有权与控制权配置篇

第三章 公司所有权与控制权关系	(45)
一、公司所有权与财产所有权截然有别	(45)
二、公司所有权与控制权的非对称性关系	(48)
1. 四种非对称性关系	(48)
2. 四种非对称性模式的分布	(51)
3. 公司所有权与控制权分离工具	(55)
三、公司所有权与控制权集中度与分离度	(60)
1. 直接所有权与控制权	(60)
2. 综合所有权 (Integrated Ownership)	(61)
3. 综合控制权	(63)
4. 各国所有权集中度比较	(64)
5. 公司所有权与控制权分离度	(70)
四、控制与所有权流通性能否兼得	(71)
1. 控制与流通性矛盾	(71)
2. 如何优化控制与流通性结构	(73)
五、公司所有权和控制权结构与经济绩效关系	(75)
第四章 英美公司所有权与控制权	(78)
一、不要低估英美公司所有权集中度	(78)
二、公司所有权与控制权集中度及其分布	(81)
1. 美国 6559 家上市公司	(81)
2. 英国 250 家上市公司	(83)
3. 所有权与控制权分布	(86)
三、公司所有权与控制权的高度流通性	(90)
四、公司所有权与控制权分离工具	(93)

第五章 德国公司所有权与控制权	(95)
一、股份指数公司所有权与控制权	(95)
二、上市公司所有权与控制权集中度	(98)
三、公司所有权与控制权分布	(103)
四、公司所有权与控制权分离工具	(108)
1. 无所有者组织	(109)
2. 发行无表决权或限制表决权股份	(109)
3. 一股多票	(110)
4. 大额所有权	(110)
5. 监事会	(110)
6. 委托投票权	(110)
7. 企业集团结构和交叉持股	(111)
五、所有权与控制权结构与经济绩效	(116)
第六章 奥地利公司所有权与控制权	(119)
一、公司所有权结构与集中度	(119)
二、公司控制权结构与集中度	(121)
三、公司所有权与控制权分离工具	(124)
四、公司所有权与控制权分离度	(125)
第七章 荷兰公司所有权与控制权	(127)
一、公司所有权结构与集中度	(127)
二、公司控制权结构与集中度	(129)
三、公司所有权与控制权分离工具	(131)
第八章 意大利公司所有权与控制权	(135)
一、公司所有权集中度	(135)
二、公司控制权结构与集中度	(138)
三、公司所有权与控制权分离度	(143)
1. 非上市公司	(143)
2. 上市公司	(144)
四、公司所有权与控制权分离工具	(146)

1. 背离一股一票	(146)
2. 股东协议	(147)
3. 交叉持股	(147)
4. 循环持股 (连环持股)	(148)
5. 交叉董事	(148)
6. 金字塔集团	(148)
第九章 比利时公司所有权与控制权	(149)
一、公司所有权集中度	(149)
二、公司控制权集中度	(153)
三、公司所有权与控制权结构	(155)
四、公司所有权与控制权分离工具及分离度	(158)
第十章 法国公司所有权与控制权	(160)
一、公司所有权结构与集中度	(160)
1. 非上市公司	(160)
2. 上市公司和指数公司	(161)
3. 公司所有权分布	(164)
二、公司控制权结构与集中度	(165)
三、公司所有权与控制权分离工具	(167)
第十一章 西班牙公司所有权与控制权	(170)
一、公司所有权集中度	(171)
二、公司控制权集中度	(173)
三、公司所有权与控制权分离工具	(174)
第十二章 东亚公司所有权与控制权	(176)
一、现有研究	(177)
二、公司所有权与控制权结构	(178)
1. 在 10%、20%、30% 和 40% 不同层面	(178)
2. 公司规模与所有权和控制权结构	(180)
3. 公司年龄与所有权和控制权结构	(183)
4. 小结	(184)

三、公司所有权与控制权分离工具·····	(184)
1. 背离一股一票制度 ·····	(184)
2. 金字塔结构 ·····	(185)
3. 交叉持股 ·····	(185)
4. 单个优势控制者能够控制局面 ·····	(186)
5. 非正式联盟 ·····	(187)
6. 董事和经营者人选 ·····	(187)
四、家族控制的影响·····	(188)
五、经济绩效·····	(190)
1. 公司集团化与多元化的影响 ·····	(190)
2. 公司所有权和控制权结构与经济绩效 ·····	(192)

Ⅲ. 金融市场与控制权配置篇

第十三章 公司控制权市场 ·····	(201)
一、上市公司与证券市场·····	(201)
1. 股份公司 ·····	(202)
2. 上市公司 ·····	(205)
3. 证券市场的规制 ·····	(212)
二、股份上市与证券市场约束·····	(215)
1. 股份上市与公司绩效关系 ·····	(215)
2. 股份上市与制度因素的相关性 ·····	(218)
三、公司收购·····	(220)
四、恶意收购·····	(225)
1. 英美国家 ·····	(225)
2. 德国三大恶意收购 ·····	(228)
五、控制权市场的有效性·····	(232)
1. 证券市场模式 ·····	(234)
2. 市场短视模式 ·····	(236)
3. 小结 ·····	(239)

第十四章 信贷银行控制权	(240)
一、贷款人控制公司的激励	(240)
二、破产机制与贷款人控制权	(245)
1. 破产成本	(245)
2. 美国破产机制	(248)
3. 德国破产机制	(251)
4. 法国破产机制	(252)
5. 小结	(254)
三、公司类型与贷款人控制权：瑞士	(255)
1. 上市公司	(255)
2. 中小型公司	(257)
3. 经营者收购的公司	(258)
4. 陷入财务困境公司	(259)
四、主银行制与贷款人控制权：瑞典	(260)
1. 主银行制理论	(260)
2. 融资手段变迁	(261)
3. 主银行制与大额信贷	(262)
4. 主银行控制手段	(264)
第十五章 全能银行控制权	(266)
一、一身数任的全能银行：德国	(266)
二、全能银行控制权	(270)
1. 控制的激励	(270)
2. 控制工具	(272)
3. 全能银行的偏好	(275)
三、全能银行作为稳定股东的激励	(277)
1. 混合融资理论 (Split Financing)	(277)
2. 资本投资理论 (Capital Investment)	(279)
四、全能银行控制的有效性	(281)
1. 信息优势	(281)

2. 私人利益	(281)
3. 公司赢利率	(282)

IV. 权力结构再造与控制权配置篇

第十六章 股东大会控制权	(287)
一、股东大会控制功能	(287)
二、股东大会的空壳化	(290)
三、机构投资者	(295)
1. 机构投资者是否改变股东大会空壳化局面	(295)
2. 机构投资者干预行动与公司绩效	(299)
四、委托投票机制	(303)
五、振兴股东大会控制功能	(308)
1. 股东主权运动的勃兴	(308)
2. 强化股东大会控制职能的举措	(312)
3. 信息技术带来新机遇	(315)
第十七章 董事会控制权	(317)
一、单层董事会、双层董事会和混合董事会	(317)
二、董事会功能	(319)
1. 万能的模糊的法定职责	(319)
2. 实际职能：领导与控制	(320)
3. 董事会与股东大会关系	(323)
三、董事会为谁服务	(324)
1. 为股东利益最大化服务模式	(324)
2. 利益平衡模式	(328)
3. 公司利益模式	(329)
4. 职工至上模式	(330)
四、董事的任免	(330)
1. 单层董事会	(330)
2. 双层董事会	(333)

3. 董事任职条件	(335)
4. 实际运作	(340)
五、董事会规模	(342)
六、董事会结构	(347)
1. 人员结构	(347)
2. 专门委员会	(349)
3. 董事长与最高经营者分与合	(350)
4. 兼职董事	(352)
5. 交叉董事	(355)
七、董事报酬	(355)
1. 制度约束	(355)
2. 报酬水平	(357)
八、董事会控制的空壳化	(358)
九、再造董事会控制职能	(361)
1. 优化人才结构	(362)
2. 完善报酬激励机制	(373)
3. 董事任用与评估机制	(376)
4. 董事会会议	(381)
5. 专门委员会	(386)
十、董事会结构与公司绩效	(389)
1. 董事会结构与董事会行为特征	(390)
2. 董事会结构与公司整体绩效	(396)
3. 小结	(398)
第十八章 职工控制权	(399)
一、共同参与制类型	(399)
1. 双层董事会自愿实行共同参与制	(400)
2. 双层董事会强制性实行共同参与制	(400)
3. 单层董事会强制性实行共同参与制	(402)
4. 其他自愿性职工参与机制	(404)