

当野蛮人 遭遇内部人

中国公司治理现实困境

郑志刚 © 著

BARBARIANS V.S. INSIDERS

The Chinese Corporate Governance Dilemma



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



当野蛮人 遭遇内部人

中国公司治理现实困境

郑志刚◎著

BARBARIANS V.S. INSIDERS

The Chinese Corporate Governance Dilemma



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

当野蛮人遭遇内部人:中国公司治理现实困境/郑志刚著. —北京:北京大学出版社, 2018.7

ISBN 978-7-301-29581-6

I. ①当… II. ①郑… 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(2018)第 102968 号

- 书 名 当野蛮人遭遇内部人:中国公司治理现实困境
DANG YEMANREN ZAOYU NEIBUREN; ZHONGGUO
GONGSI ZHILI XIANSHI KUNJING
- 著作责任者 郑志刚 著
- 责任编辑 张 燕
- 标准书号 ISBN 978-7-301-29581-6
- 出版发行 北京大学出版社
- 地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博: @北京大学出版社
- 电子信箱 em@pup.cn
- 电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
- 印 刷 者 涿州市星河印刷有限公司
- 经 销 者 新华书店
- 890 毫米×1240 毫米 32 开本 10.25 印张 245 千字
- 2018 年 7 月第 1 版 2018 年 7 月第 1 次印刷
- 定 价 49.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

目录 Contents

如何理解中国公司治理现实困境？

——一个逻辑分析框架(代序) / 1

第一篇

“中国式”内部人控制问题

山水水泥：野蛮人入侵 V.S. 内部人控制？ / 23

延伸阅读 山水水泥及其历史上的两次控制权纷争 / 29

延伸阅读 拥有“A股最分散股权结构”的梅雁吉祥 / 39

恒丰银行的“中国式”内部人控制问题 / 53

延伸阅读 深陷员工持股计划丑闻和涉嫌“高管私分公款案”的
恒丰银行 / 58

向金字塔式控股结构说“不” / 71

中国公司治理困境：当“内部人”遭遇“野蛮人” / 77

第二篇

防范“野蛮人”入侵的机制设计和制度环境

从万科到阿里：公司控制权安排的新革命 / 87

延伸阅读 阿里的合伙人制度与创业团队控制权安排模式
选择 / 100

当野蛮人遭遇内部人：
中国公司治理现实困境

从 Snap 三重股权结构看控制权安排设计制度创新的边界 / 138

延伸阅读 Snap 三重股权结构案例研究 / 145

“万科股权之争”启示录 / 179

延伸阅读 南玻 A 的控制权纷争 / 186

如果科斯醒过来，会怎么想数字经济？ / 198

激励机制设计的边界？ / 205

诺奖的权威性是如何炼成的？——从诺奖看权威奖项评奖程序
体现的学术市场逻辑 / 212

幼儿园究竟应该“公立”还是“私立”？ / 216

国家特殊管理股与股权设计的原则 / 221

港交所“同股不同权”的上市制度改革 / 232

第三篇

国企混改与公司治理制度建设

从万科董事会组织看超额委派董事现象 / 243

董事会独立性究竟应该加强还是削弱？ / 249

“此一时，彼一时”的国企高管薪酬改革 / 255

上市公司应该如何为独立董事制定薪酬？ / 261

延伸阅读 民生银行独立董事差别化薪酬实践 / 269

国企混改：如何保障参股的社会资本的权益？ / 288

债转股：披着市场化运作外衣的“预算软约束” / 293

联通混改方案的“得”与“失” / 298

新金融语境下的公司治理理念转变（代后记） / 303

参考文献 / 317

如何理解中国公司治理现实困境？

——一个逻辑分析框架^{*}

（代序）

经过长期的问题积累，从 2015 年开始，我国资本市场进入各种“乱象”和“怪象”的集中爆发期。首先是 2015 年资本市场经历的被一些媒体形象地称为“股灾”的股价大幅波动；其次是从 2015 年 7 月起以万科股权之争为代表的系列控制权之争的集中爆发，举牌的险资以“野蛮人”的面目出现在我国资本市场，投资者和社会公众为之一时侧目；最后，险资举牌在我国资本市场掀起的腥风血雨在南玻 A 的董事会被“血洗”后达到了高潮，人人自危的实业家纷纷站出来谴责野蛮人的暴行，“破坏实体经济就是罪人”（董明珠语）。在上述“乱象”和“怪象”频发的背景下，2016 年 12 月 3 日证监会主席刘士余先生公开发声，痛批野蛮人，一度将这些举牌险资和其他兴风作浪的金融大鳄怒斥为“土豪”“妖精”和“害人精”。

我们知道，控制权之争，甚至“野蛮人入侵”在各国资本市场发展历史上过去出现过，将来也会出现，并非新鲜事。但为什么发生在当下我国资本市场的控制权之争如此血腥，对抗如此激烈？我们应该如何逻辑一致地解读最近一段时间以来发生在我国资本市场上的种种“乱象”和“怪象”？本文试图为理解中国公司治理现实

^{*} 本文曾以“如何理解中国公司治理现实困境：一个逻辑分析框架”为题发表在《证券市场导报》2018 年第 1 期。

困境提出一个统一的逻辑分析框架。

概括而言,我们认为,理解中国公司治理现实困境的关键在于把握以下三条既相互独立又相互交叉的逻辑主线:其一是我国资本市场开始从集中股权时代进入分散股权时代;其二是历史上曾经发挥作用、如今弊多利少的金字塔控股结构的盛行;其三则是长期困扰我国公司治理实践的中国式内部人控制问题。我们看到:一方面,是我国资本市场进入分散股权时代,“野蛮人频繁撞门”,股权纷争频发,以及隐身在各种金字塔控股结构的金融大鳄的“兴风作浪”;另一方面,则是中国式内部人控制问题的存在使公司治理结构改善举步维艰。当野蛮人遭遇“中国式”内部人,中国公司治理的现实困境出现了……三条逻辑主线的交织和冲突构成理解我国公司治理现实困境的一个可能逻辑分析框架。图 1 描述了理解我国公司治理现实困境的三条逻辑主线和基于三条逻辑主线形成的逻辑分析框架。

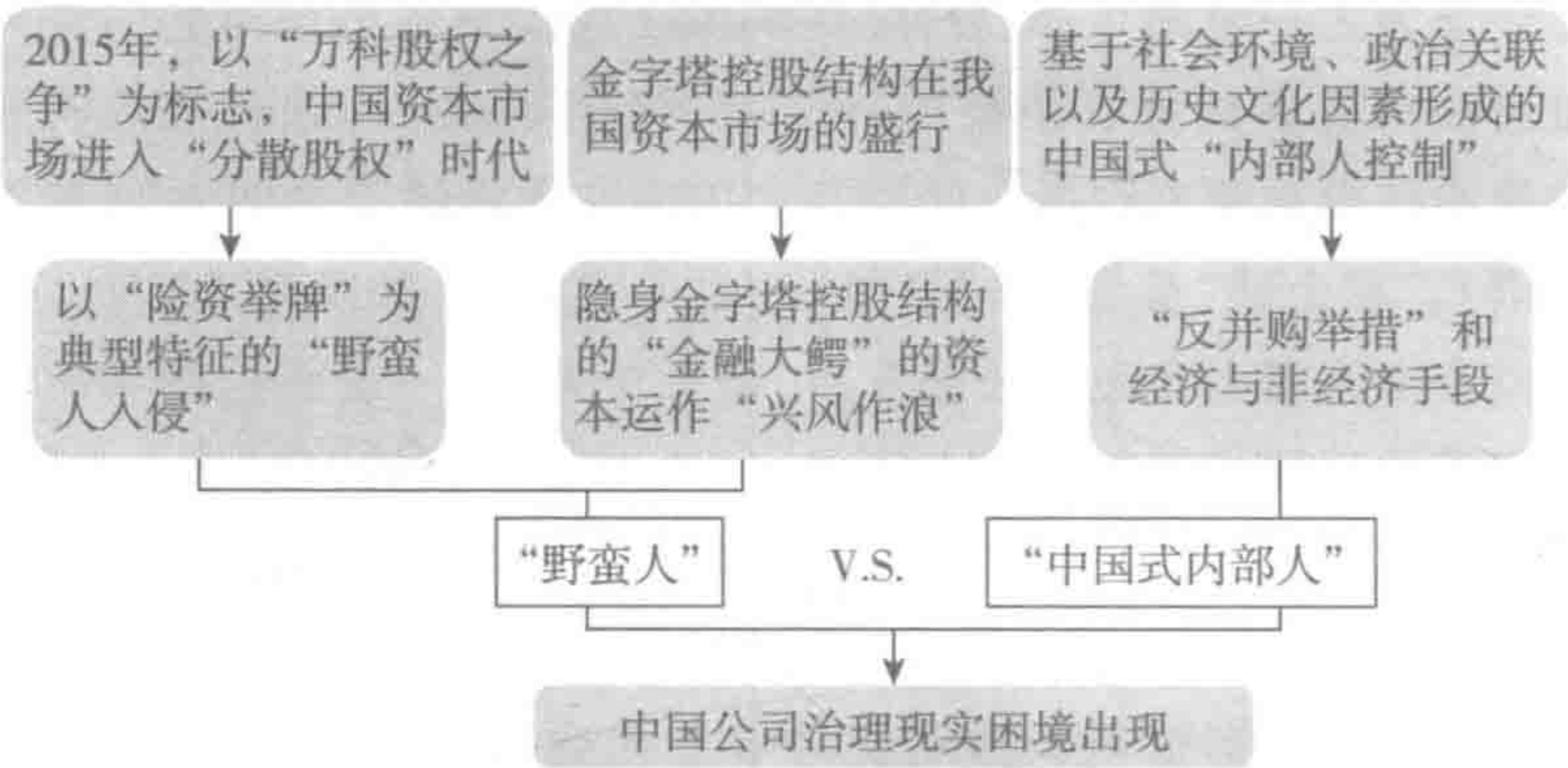


图 1 理解中国公司治理现实困境的逻辑分析框架

本文以下部分内容组织如下。首先,讨论我国资本市场进入分散股权时代的内因和外因;其次,介绍我国资本市场金字塔控股结构形成的历史原因和目前暴露的主要问题;再次,讨论中国式内

部人问题形成的独特机制和中国式内部人控制问题的种种表现；最后，从三种逻辑主线出发，思考摆脱我国公司治理现实困境的可能监管应对和公司治理举措。

一、进入分散股权时代的中国资本市场

我国资本市场进入分散股权时代是理解我国现实公司治理困境的第一条，也是最重要的逻辑主线。在上市公司股权结构经历了从“一股独大”到“股权分散”的转变之后，我国资本市场开始进入分散股权时代。促成上述转变的现实因素概括而言有以下几个方面。

其一，2005—2007年的股权分置改革和股票全流通的完成使公司控制权转让在技术上成为可能。

其二，股东权利保护的事实改善和风险分担的意识加强使得原控股股东倾向于选择股权分散的股权结构。传统上，当权利得不到法律应有的保护时，股东倾向于选择集中的股权结构来对抗经理人对股东利益损害的代理行为。这是我们观察到投资者权利法律保护并不尽如人意的一些大陆法传统和新兴市场的国家选择股权集中治理模式的重要原因。经过多年的发展，我国资本市场不仅具备了一定的分散风险的功能，而且看起来能够保护股东权益的各种外部内部治理框架和法律体系初见端倪，把较大比例的股份集中在同一家公司显然并非原控股股东的最优选择。上述两个方面构成了我国资本市场进入分散股权时代的内因。

其三，随着可以投资股票的资金比例上限不断提高，险资等机构投资者开始大举进入资本市场，甚至通过在二级市场公开举牌，一度成为一些上市公司的第一大股东。2010年以来此起彼伏的险资举牌加速了我国资本市场股权分散化的过程。

其四，正在开展的以吸引民企作为战略投资者为典型特征的

当野蛮人遭遇内部人：
中国公司治理现实困境

国企混合所有制改革将进一步稀释原有相对集中的国有控股股东的股权,从而使我国资本市场分散股权结构的基本态势最终形成。我们以联通混改为例。在吸引包括中国人寿和 BATJ(百度、阿里、腾讯、京东)等战略投资者持股 35.19%后,联通集团合计持有中国联通的股份变为目前的 36.67%,而之前则在 60%以上。险资举牌和国企混改成为我国资本市场进入分散股权时代的外因。

图 2 表明,在过去的十多年中,我国上市公司第一大股东平均持股比例持续下降。在股权分置改革完成的 2007 年,我国上市公司第一大股东平均持股比例从 2005 年股改前的 40%以上下降到 35%左右;而在险资大举进入资本市场和万科股权之争爆发的 2015 年,我国上市公司第一大股东平均持股比例进一步下降到甚至无法实现相对控股的 33%左右。截至 2016 年年底,在我国近 3 000 家上市公司中,第一大股东持股比例小于 20%的公司超过 500 家,甚至有 50 家左右的上市公司第一大股东持股比例不足 10%。

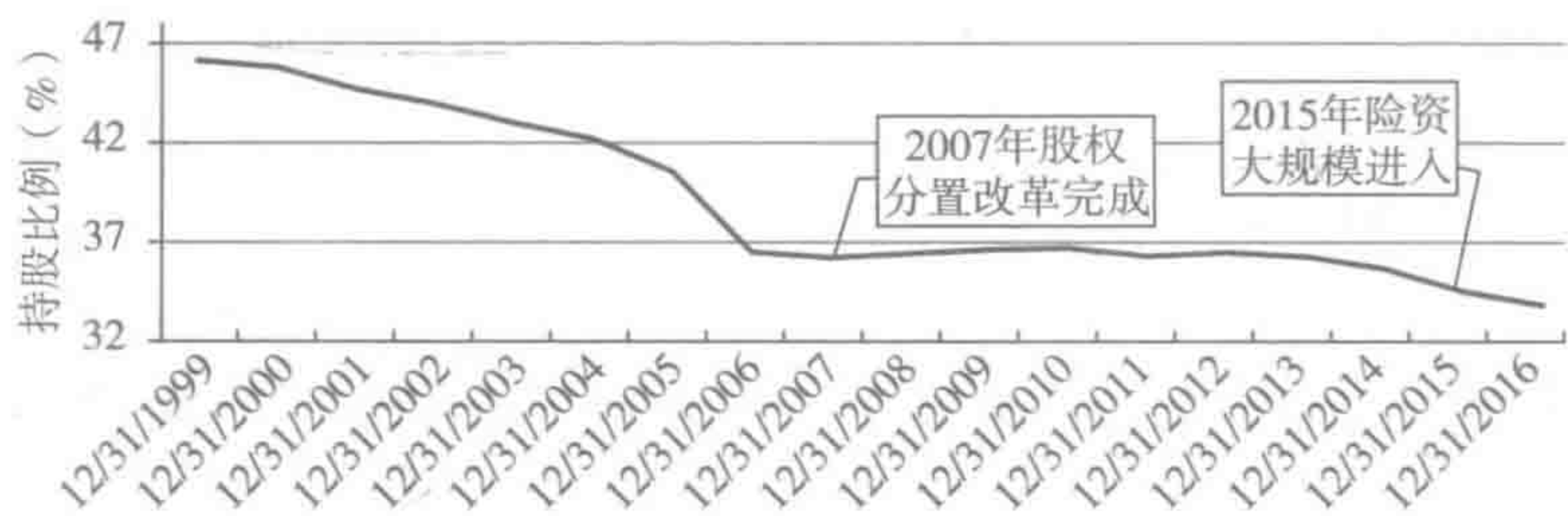


图 2 平均第一大股东持股比例变动

图 3 表明,从 2010 年开始险资陆续开始举牌我国资本市场一些股权相对分散的公司。截至 2016 年年中,共有 77 家公司被举牌 119 次。其中,在万科股权之争爆发的 2015 年,就有 41 家上市公司被险资举牌 69 次。万科股权之争由此成为我国资本市场开始进入分散股权时代的标志。

资本市场进入分散股权时代成为我国公司治理现实困境发生的大的时代背景。从积极方面看,以险资为代表的机构投资者通

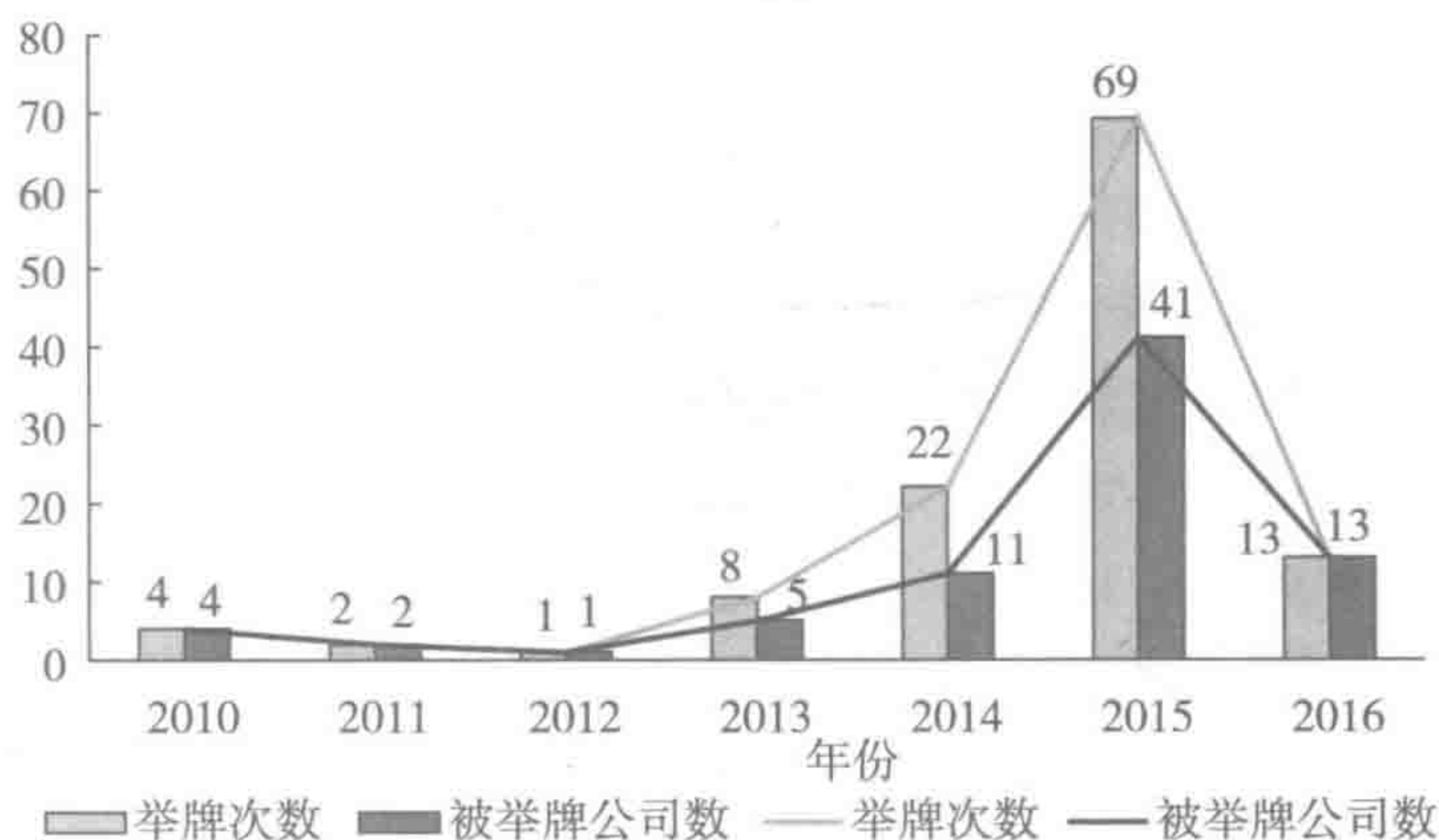


图3 我国资本市场险资举牌年度分布

过对市场估值较低的上市公司举牌，形成对存在内部人控制问题的部分上市公司的直接接管威胁，有助于这些公司完善治理结构；从消极方面看，一些机构投资者不排除以“野蛮人”面目入侵股权相对分散的公司的可能性，争夺控制权，甚至血洗董事会，对一些公司创业团队的人力资本专用性投资激励构成挑战。

二、金字塔式控股结构与隐身其后的“资本大鳄”

被证监会主席刘士余称为“吸血鬼”和“害人精”的，除了频繁举牌的各路险资，还有隐身在复杂金字塔式控股结构背后兴风作浪的资本大鳄。这些资本大鳄通过持有控制性股份的A公司，（借助杠杆）收购B公司的控制性股份，然后通过B公司收购C公司，实现对C公司的控制，如此不断。通过层层股权控制链条，处于金字塔塔尖的实际控制人（资本大鳄）构建了一个个庞大的金融帝国。

当初，以我国上市公司作为控股子（或孙）公司形成金字塔式控股结构，不仅来自满足企业融资需求的组织制度设计需要，同时

当野蛮人遭遇内部人： 中国公司治理现实困境

与国企改革和产业结构调整过程中我国政府推出的一些特殊政策有关。其一，在 20 世纪八九十年代，我国资本市场远未成熟和有效。金字塔式控股结构此时扮演着重要的内部资本市场的角色，成为当时尚未成熟和有效的外部资本市场的补充，甚至替代。这是金字塔式控股结构最初在我国资本市场出现最直接的原因。其二，来自当年国企改制的现实需要。为了推动亏损严重同时资金缺乏的国企改制，从国企中剥离出来的优质资产优先上市，募集资金。这就是当时喧嚣一时的“靓女先嫁”理论。但“先嫁”的“靓女”未来需要承担帮助贫穷的家庭渡过时艰的隐性责任。这样，在成为上市公司的先嫁“靓女”和企业集团的其他部分之间很自然地形成了子公司与母公司的控股关系。其三，在国企改革管理体制变革过程中，为了避免国资委既是裁判员又是运动员的嫌疑，在上市公司与国资委之间“人为”地设立用来控股的集团公司。通过集团公司，国资委实现了对上市公司的间接控制。其四，在之后几轮并购重组和产业结构调整过程中，一些效益不好的企业被政府“拉郎配”地植入到部分相对有实力的企业集团中，以解决当时很多国企面临的效益不好、基本薪酬无法保证、职工下岗等问题。其五，鉴于上市公司上市审核时间长、排队成本高，“借壳上市”成为一些企业选择上市的变通途径。在资产注入“壳”后所形成的新的上市公司和原有公司之间自然地形成新的控制权链条。由于上述几方面的原因，在很多国资背景的企业中逐步形成了既有部分上市公司又有大批非上市公司组成的庞大金字塔式的控股结构（企业集团）。在 1999 年民企开始大量上市后，它们同样借鉴了国资股权结构的上述模式。这使得在我国资本市场，不仅存在国资背景的金字塔式控股结构，而且存在民企背景的金字塔式控股结构。前者的例子如旗下拥有 11 家上市公司的央企华润系和持股 10 家上市公司的中粮系，后者的例子如持股 4 家上市公司的明天系和早年在我国资本市场叱咤风云的涌金系等。按照邢立全发布的研究

报告《A股资本系族：现状与思考》^①的研究，截至2017年2月7日，深沪两市共有各类资本系族178个，涉及上市公司1045家，占同期A股上市公司总数的34%。该报告仅仅将两家及以上的上市公司被同一实际控制人控股或实际控制定义为“资本系族”。如果按照金字塔控股结构的“通过中间企业以股权控制方式建立的企业集团”的标准定义，我们看到，我国资本市场现实中的金字塔控股结构远比想象的多。

如果说在改革开放早期，面对不够成熟有效的外部资本市场，金字塔式控股结构所形成的内部资本市场在推动企业集团实现规模经济和快速扩张方面曾经发挥过历史性作用，那么，随着我国外部资本市场的成熟和有效，金字塔式控股结构越来越多的负面效应开始显现。

理论上，金字塔式控股结构存在容易引发诸多负面效应的制度设计根源在于，母公司的实际控制人所需承担的责任与其对处于金字塔底端的孙公司的影响并不对称。这为实际控制人利用不对称的责权利谋取私人收益、损害其他分散小股东的利益创造了条件。我们把通过董事会组织和股东大会表决实现的对公司重大决策制定的影响力称为控制权，而把由实际出资额体现的责任承担能力称为现金流权。借助金字塔式控股结构，实际控制人成功实现了控制权与现金流权利的分离。^② 这事实上就是 Claessens 等

① 参见邢立全，《A股资本系族：现状与思考》，上海股票交易所资本市场研究报告。

② 我们以母公司控股子公司30%的股份、子公司同样持股孙公司30%股份所形成的三级金字塔结构为例。母公司的实际控制人通过控股链条，在孙公司重大事项的表决中至少获得30%的投票支持。鉴于在孙公司董事会组织和股东大会相关议案表决的上述影响力，子公司以其他应收款方式实现的对孙公司资金占用的议案在孙公司股东大会表决中顺利通过成为大概率事件。这使得享有子公司30%的现金流权的母公司从上述资金占用中至少获得30%的收益。但由于母公司在孙公司投入的资本比例只占到孙公司全部资本的9%（ $30\% \times 30\%$ ），因而母公司由于资金无偿被占用（甚至面临未来无法到期偿还的风险）的损失仅限于其投入孙公司的9%现金流权。

所描述的实际控制人利用金字塔式控股结构对处于低端的孙公司进行隧道挖掘的基础实现机制。之所以被称为隧道挖掘,是由于实际控制人利用对孙公司的控制权以资金占用等方式把孙公司的资源转到子公司,进而由子公司转到母公司,使这一链条看上去像一条长长的隧道。

具体到我国资本市场,金字塔控股结构日渐显现的负面效应主要体现在以下几个方面。^①

第一,实际控制人利用复杂金字塔式控股结构,对子公司、孙公司进行隧道挖掘,分散小股东的利益无法得到有效保障,使得他们被迫选择频繁“以脚投票”。我们理解,我国资本市场散户平均持股时间较短,一方面是因为对内幕交易的监管力度不够,处罚成本不高,使很多投资者依然心存侥幸,另一方面也与在金字塔式控股结构下小股东既无法实质参与公司治理,又不愿成为被宰的羔羊而被迫“以脚投票”的心态有关。

第二,对于一些非核心控股子公司,实际控制人对资本运作,甚至市场炒作的关注程度远远高于对于公司治理和经营管理的关注程度。实际控制人频繁以资产置换、增发新股、并购重组,甚至更名等为题材进行炒作。受实际控制人主导的控股集团关注资本运作大于经营管理事实的影响,分散股东同样很难将注意力集中到价值投资本身,而是忙于通过各种途径探听内幕消息。我们看到,金字塔式控股结构下实际控制人的资本运作偏好进一步强化了小股民的投机心理。

第三,同样不能忽视的是,复杂的金字塔式控股结构不仅为监管当局监管股权关联公司的关联交易带来了困难,同时为“资本大鳄”行贿腐败官员提供了多样化的途径,最终使“资本大鳄”与部分腐败官员结成利益同盟,进行权钱交易,造成国有资产流失。近年

^① 参见郑志刚,“向金字塔式控股结构说‘不’”,FT中文网,2017年3月28日。

来我国上市公司面临的种种公司治理困境，除了频频举牌的险资，很大程度上与隐身金字塔控股结构的资本大鳄的投机性资本炒作有关。金字塔控股结构的盛行以及带来的政治、经济、社会危害是理解我国公司治理现实困境的第二条逻辑主线。

三、基于文化与历史形成的“中国式”内部人控制

我国公司治理的现实困境，一方面与我国资本市场进入分散股权时代，外部野蛮人入侵与隐身金字塔结构的资本大鳄兴风作浪有关，另一方面则与一些上市公司存在中国式内部人控制问题有关。当“内部人”遭遇“野蛮人”，我国公司治理的现实困境出现了。中国式内部人控制问题的存在构成理解我国公司治理困境的第三条逻辑主线。

那么，什么是“中国式内部人控制问题”呢？所谓内部人控制，指的是公司高管利用实际所享有的超过责任承担能力的控制权，做出谋求私人收益的决策，但决策后果由股东被迫承担，造成股东利益受损的现象。之所以把它称为“中国式”，是由于在我国一些上市公司中，内部人控制问题形成的原因并非引发英美等国传统内部人控制问题的股权高度分散和向管理层推行股权激励计划，而是与我国资本市场制度背景下特殊的政治、社会、历史、文化和利益等因素联系在一起。

第一是金字塔式控股结构的存在所导致的所有者缺位。除了第二部分指出的种种弊端，金字塔控股结构同时成为中国式内部人控制问题发生的直接制度诱因。处于金字塔顶端的大股东（特别是具有国有性质的控股股东），或者奉行“无为而治”，或者由于“鞭长莫及”，看起来似乎存在大股东，但由于所有者缺位和大股东的“不作为”，董事长往往成为一家公司的实际控制人。伴随着金字塔控股结构控制权链条的延长，“所有者缺位”从而“内部人控

制”现象变得更趋严重。

第二是基于政治关联形成的内部人控制。虽然在形式上需要经过董事会提名和股东大会表决的程序,但在我国的公司治理实践中,对于控股股东具有国有性质的企业,其董事长、总经理等关键岗位往往是由该企业的上级组织部门按照干部考察程序任命的。由于上述自上而下的特殊人事任免途径,任命者往往具有特殊身份。我们以恒丰银行为例。按照恒丰银行发布的相关公告,“2013年12月19日召开董事会会议,根据烟台市委、市政府有关任免推荐决定以及本行主要股东的提议,经董事会提名委员会资格审查通过,选举蔡国华先生为公司董事、董事长”。而空降恒丰银行的董事长蔡国华之前是烟台市市委常委、副市长兼国资委党委书记。我们看到,无论是作为恒丰银行的上级持股公司蓝天投资还是全资控股蓝天投资的烟台国资委,不仅不会形成对以董事长蔡国华为首的董事会内部人控制行为的有效制约,反而成为其抗衡其他股东可能提出否定议案的可资利用的力量,甚至向其他股东传递出“想反对也没有用,因为我们是第一大股东”的相反信号。

第三是基于社会连接形成的内部人控制。我们以山水水泥为例。^① 持股比例并不高的企业家张才奎成为山水水泥的实际控制人与他是山水水泥历史上的功臣有关。连续亏损13年的山东水泥试验厂,在张才奎的带领下,逐步发展成为在香港上市、全国各地有100多家分公司的一度全国排名前四的水泥企业。可以说,没有张才奎就没有今天的山水水泥。我们看到,在我国改革开放以来并不太长的现代企业发展历程中,几乎每一个成功企业的背后都有一个张才奎式的企业家,并成为这一企业的灵魂和核心人

^① 参见郑志刚,“山水水泥:野蛮人入侵 V.S. 内部人控制”,FT 中文网,2017年4月26日。

物。这构成在我国一些公司形成中国式内部人控制问题中十分重要和独特的历史因素。

第四是基于文化传统形成的内部人控制。在山水水泥案例中，那些并不情愿和张氏父子对簿公堂的职工股东很大程度上并非由于自己的利益没有受到损害，而是碍于情面，并不愿形成“背叛”的名声。虽然这一行为成就了这部分职工股东的忠诚的声誉和心理的满足，但这种行为客观上“是非不分”，一定程度上助长了中国式内部人控制问题愈演愈烈。

除了前面提到的有迹可循的链条外，也许还存在我们无法观察到的各种利益链条。上述种种链条交织在一起，使得看起来并没有持有太多股份，从而不具备相应的责任承担能力的董事长成为典型的“中国式内部控制人”。

由于国有体制对经理人股权激励计划，甚至经理人收购计划推行的种种限制，我们看到，很多企业家的历史贡献并没有以股权形式得到认同。面对门外野蛮人的“撞门”，如果把企业交给自己信赖和长期培养的管理团队，持股比例并不高的创业企业家无法说服其他股东接受自己的提议；如果利用自己的影响力持续实际控制公司，创始企业家总有老去的一天，甚至由于自己的强势，时不时去“跨界”，难免会造成自己持有的有限股份无法承担的责任。而如果简单遵循股权至上的逻辑，创业企业家放弃自己的坚持，任凭新入主股东主导新的经营管理团队组建，则有时会使多年形成的经营管理经验和理念无以为继。当面临资本市场的“野蛮人入侵”，他们心怀怨怼，反抗不仅显得无力，有时甚至显得意气用事。这无形中增加了控制权之争的对抗性。面对公众对遭受野蛮人撞门威胁的管理团队的同情，以及心怀怨怼甚至意气用事的管理团队的激烈抵抗，此时被推上了历史前台的险资举牌注定将在我国资本市场的这一发展阶段扮演并不光彩的角色。

我们看到，随着我国资本市场进入分散股权时代，当基于政治

当野蛮人遭遇内部人： 中国公司治理现实困境

关联、社会连接形成的中国式“内部人控制”遭遇“野蛮人入侵”时，我国公司治理的现实困境出现了。2016年11月15日，在经历了与举牌的宝能系之间的控制权纠纷后，包括创始人曾南在内的南玻A的8名高管相继辞职。媒体以“南玻A高管集体辞职，姚振华‘血洗’董事会”为题公开报道。^①从该事件的发生我们看到，公司控制权转让和接管威胁并没有像传统公司治理理论预期的那样为我国上市公司带来公司治理改善和业绩提升，反而却出现了新入主股东“‘血洗’董事会”这样一个无论普通投资者还是管理团队，甚至是并购方都不愿意看到的结果。如果说万科股权之争标志着我国资本市场开始进入分散股权时代，那么，南玻A高管的集体辞职事件则是分散股权时代公司治理事件的新高潮。在一定意义上，“‘血洗’董事会”式的公司控制权转让成为习惯于“一股独大”公司治理模式的我国上市公司“仓促”进入分散股权时代被迫承担的制度成本。我们看到，当基于政治关联社会连接形成的中国式“内部人控制”遭遇“野蛮人入侵”时，我国公司治理的现实困境出现了。

四、如何制定监管和公司治理政策来积极应对？

那么，面对资本市场进入分散股权时代我国公司治理出现的现实困境，我们应该制定怎样的监管和公司治理政策来加以应对呢？概括而言：一方面，我们需要进行制度设计防范野蛮人血腥入侵，以鼓励创业团队在业务模式创新上投入更多的专用性人力资本；另一方面，则需要积极引导和规范包括险资在内的机构投资者，使接管威胁成为改善我国上市公司治理结构的重要外部力量。

^① 参见郑志刚，“‘血洗’董事会：上市公司不堪承受之重？”，FT中文网，2016年11月21日。