

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第2卷 第3辑, 2010年9月

Volume 2 Number 3, September 2010

主 编 李维安
副 主 编 李建标
武立东



经济科学出版社
Economic Science Press

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第2卷 第3辑

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第2卷. 第3辑/李维安主编. —北京: 经济科学出版社, 2010. 10

ISBN 978-7-5058-9804-2

I. ①公… II. ①李… III. ①公司-企业管理-文集
IV. ①F276.6-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 158463 号

责任编辑: 吕萍 于海汛

责任校对: 徐领柱

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱天

公司治理评论 (第2卷 第3辑)

主编 李维安 副主编 李建标 武立东

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京汉德鼎有限公司印刷

德利装订厂装订

787 × 1092 16 开 11.5 印张 220000 字

2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5058-9804-2 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

晋商股份经营制度的经济学剖析		周建波	1
基于财务视角的上市公司关联并购绩效研究	余鹏翼 刘娜	汪珊	11
制度环境、控股股东行为与财务报告透明度		杨忠海 周晓苏	21
新准则下短期资产减值与盈余管理			
——基于沪市制造业上市公司的数据分析		朱朝晖 沈玲	37
走向混合模式			
——日本公司治理的进化和多样性		汪志平	48
从公司治理视角看 IMF 机制改革			
——以国际金融危机为背景		万国华 刘晓逾	60
商业腐败的防范机制：激励还是约束取向？		陈欢勇 黄燕	73
跨文化远程虚拟团队及其管理	何斌 孙静	吴菊华 董振宁	89
国有企业公司治理模式演进研究			
——从行政型治理到经济型治理的视角		林琴 张文隆 陈素蓉	106
中国地产公司股权结构与绩效关系研究			
——基于股权分置改革前后沪深上市地产公司的实证研究		侯莉颖 张泽远	119
企业并购定价的决策分析		骆欣庆 王倩	128
外资并购的上市公司绩效变化研究		胡伟 孙喜平	137
创业企业治理结构特征的形成原因			
——知识差异的视角		施涛	153
金融危机下中国劳动密集型产品出口外贸公司治理之思考		秦焕梅	167

晋商股份经营制度的经济学剖析

周建波*

【摘要】 晋商股份经营制度是与商品经济全球范围内的初步交流, 商业竞争充分化程度不高的时代背景联系在一起, 其特点是总经理集权, 对客户的无限责任以及对员工实行终身雇佣。一旦商品经济社会化程度提高, 商业竞争高度充分化, 晋商股份经营制度就必须向限制总经理权力, 废除终身雇佣制度, 实行有限责任的方向转变。但是对总经理决策失误纠偏功能的弱化, 使得票号迟迟不能向银行转轨, 终至集体性衰败。

【关键词】 股份经营制度 无限责任 总经理集权 票号 银行

明清晋商的崛起既与时代环境的变化有关, 也与股份经营制度的推行有关。艰苦创业后的晋商, 出于抓住更大的市场机会和规避市场风险的需要, 脱离了创业之初那种既是投资者(东家)又是管理者(掌柜)的经营方式, 逐步走上了东家出资、掌柜经营的集股经营方式, 并形成了一套投资权、经营权两权分离制度下详尽的制度安排。可以说, 如果没有股份经营制度, 就绝不会有后来雄霸中国商界五百年的晋商群体的形成。不过, 股份经营制度并没有推动晋商不断从胜利走向胜利。19世纪末20世纪初, 当时代要求票号转轨银行时, 晋商却由于两权分离制度下的总经理的反对而无法改组, 不得不走向集体性衰败, 让人扼腕叹息。

本文将运用科斯、诺思创立的新制度经济学的理论, 从两个方面研究晋商股份公司制度, 一是研究晋商股份经营制度的特点及产生的时代环境, 二是研究在新的变化了的时代环境面前, 晋商股份经营制度暴露出来的种种不适, 以及票号不能顺利向银行转轨的原因。

一、晋商股份经营制度的特点暨产生的时代环境

以科斯、诺思为代表的新制度经济学认为, 制度是制约人们行为、调节人与人之间利益矛盾的一些规则, 目的是减少生活中的不确定性, 克服个人

* 周建波(1965~), 男, 山东莱阳人, 北京大学经济学院副教授、经济学博士, 中国经济思想史学会常务理事、副秘书长。研究方向: 中国经济思想史、管理思想史。

的“机会主义”、“搭便车”行为，提高组织的工作效率。制度可分为有效率制度和无效率的制度两种。早在两百多年前，亚当·斯密在《国富论》中就指出，在人类社会的大棋盘上，每个个体都有自身的行动规律，和立法者试图施加的规则不是一回事，如果他们能够相互一致，按同一方向作用，人类社会的博弈就会如行云流水、结局圆满。但如果两者相互抵牾，那博弈的结果将苦不堪言，社会在任何时候都会陷入高度的混乱之中。诺思在《经济史中的结构与变迁》中更明确地指出，当我们说一种制度是有效率的时候，指的是这一制度下“参与者的最大化行为将导致组织总产出的增加”；当我们说一种制度“无效率”或缺乏效率时，是指一种制度下个人的最大化行为“不能导致组织总产出的增长”。这说明，有效率的制度最基本的特征是能最大限度地使个人努力与个人收益具有正相关性，同时使个人行为与个人所负的责任也有正相关性，用中国人习惯的语言表达就是“有难同当、有福同享”。无效率的制度最基本的特征是既不能使个人努力与个人收益具有正相关性，也不能使个人行为与个人所负的责任具有正相关性，用中国的语言表达就是无法做到“有难同当、有福同享”。同时，制度总是与特定的环境联系在一起，在一种环境下是有效率的制度，在另一种环境下就未必是有效率的制度。当一种制度无效率时，它最终要被另一种有效率的制度所取代，这就是制度变迁，它是由人追求利润最大化、竭力实现潜在的市场机会的天性决定的。

晋商股份经营制度是与明清时期农业生产发展、剩余产品增多、一定程度上出现了商品经济的全球范围内的交流这一历史背景分不开的。当时科学技术的发展水平远没有今天这样高，交通、通讯成本居高不下，这意味着跨地域贸易进入门槛的提高和商业竞争的不充分，说明跨地域贸易具有获得高额垄断利润的潜在趋势。当然，交通、通讯成本的提高，也意味着企业交易费用（包括对代理人的管理成本以及保护该航线通行安全的管理成本）的上升。对志在实现利润最大化的晋商财东而言，只要跨地域贸易带来的利润能够弥补企业交易费用的上升，他就会容忍交易费用上升状况的存在。

晋商财东在实现远距离贸易潜在利润的过程中，面临的交易费用主要是委托——代理成本。对晋商财东而言，不加大对经理人的激励，对方就不好好工作；不加大对经理人的约束，对方又易受到外界诱惑、犯错误。在这种情况下，他既要调动经理人的工作积极性，又要防范其受外界诱惑犯错误；既要对经理人授权，又要保持必要的监督。在当时科学技术落后，交通、通讯成本较高的情况下，晋商财东是通过使经理人成为像自己一样可以分配剩余收入的股东的办法，利用他对自己利益的关心（财富、地位、声誉等）自觉地去关心企业利益的方法的。下面以票号为例具体说明。

1. 慎重选择经理

要建立票号，财东在选择经理上是颇费心思的、或是别人举荐，或是财

东自己察访，都要经过严格的考察。财东心目中的经理，要能攻能守、多谋善变、德才兼备，一旦确认可以担任票号经理的职责，便以重礼招聘。被选中的经理，一般事前要和财东进行一次面谈。对财东来说，这是最后一次的直接考察；对即将被委任的经理来说，也需要侦察一下财东是否有信赖自己的决心。如果双方见解相同，劳资之间的合作便基本告成，接着便是延请证人、订立合同、委以全权。至于经理以后能否挣钱，财东已不能左右，经营的权利，全部放到了经理肩上。

财东之所以在选人上如此慎重，除了经理人有利用信息不对称隐匿信息、以次充好，驱使投资人不得不拿出很大精力选择经理人的原因之外，还与当时交通、通讯不发达，信息成本高，投资人无法有效地对经理人实行全过程的监管有密切关系。

2. 经理全权负责

一旦合同订立，财东将资本、人事全权委托经理负责，不干预一切经营活动、日常盈亏平时也不过问，静候年终决算报告。过去人们将晋商经营的这一特点总结为“让经理大胆放手经营”，实质上这正是交通、通讯不发达，投资人对经理人的过程监管不充分，只好退而求其次，实行结果监管的反映。用民间的话讲，就叫“秋后算账”。

在这种经营者集权的体制下，晋商经理人拥有无上的权力，不论用人还是业务管理，均由经理通盘定夺，财东连举荐人的权力都没有。据1904年大德通合账众东添条规五条第二条记载“各连号不准东家举荐人位，如实在有情面难推者，准其往别号转推，现下在号工员，无论与东家以及伙计等有何亲故，务必以公论公，不准徇情庇护。”^① 经理在票号内实行集权制，同仁们虽然有建议权，大伙友（年龄大、地位高的员工）在一些小事情上也可以便宜行事，但大事则由经理裁决。总经理每年年终汇集营业报告表，造具行册，报告财东一次。这时，财东对经理的经营策略等只有建议权，没有决策权。其好处是方便经理人全权指挥，也方便对经理人的考核，免得出现互相推诿现象，弱点是对经理人监督不够，致使经理人滥用职权，营私舞弊的风险大大增加。

3. 名利一体的激励机制

如何能让经理人在掌握大权的情况下自觉地规范自己的行为，不利用手中的权力中饱私囊呢？交通、通讯的不发达使得晋商投资人无法有效地监督经理人，为了调动经理人的积极性，只能在激励上下工夫，同时伴之以既定技术限制下的尽可能的约束，这就是晋商的号规建设。

^① 《山西票号史料》编写组：《山西票号史料》，山西经济出版社2002年版。

(1) 设立身股制度。票号创立之时，就在设立银股（投资者的股份）的同时，设立人力股（经营者的股份），俗称顶身股。经理对票号承担有限责任，只负盈不负亏。财东由于对票号负有无限责任，除了在择人上比较慎重外，平时主要靠激励。经理在任期内能尽职尽责，业务有起色，财东给予加股、加薪的奖励；如不称职，就减股减薪。

在众多经理人中，晋商财东让总经理彻底享受身股的分红（指享有一个股份的权利），使其在众多身股中“一股独大”，这就使总经理在蒙受最大信任的同时也承担了最大的责任。由于身家性命已与企业利益紧密地联系在一起，总经理自然要殚精竭虑。不过，“一股独大”的弊端也是明显的，这就是监督不足，容易形成总经理的独裁。正是制度建设上的这一弊端，使得山西票号在酝酿向银行转轨的变革时，由于总经理的反对而无法进行下去，终至全军覆灭。

(2) 制定尽可能严格的约束制度。在设立身股制度，激励经理人的同时，晋商财东还通过不断总结以往的经验、教训，制定了一系列的规章制度以规范经理人的行为。同时，由于票号的从业人员待遇优厚，前途远大，是当时晋中一带人们向往的职业，这构成了票号对员工严格管理的条件，使它有可能制定详尽的号规来约束成员的行为。例如，规定经理在内一律不准携带家属；平日在号，不准捐纳实职官衔；不准携带亲故在外谋事；不准赌博；不准吸食鸦片；不准在外娶妻纳妾；不准向号中相与之家浮挪暂借等。另外，还有财务制度、报告制度、经营制度等多方面的规定。例如，大德通票号1884年议定的号规就有30条之多，以后每逢账期还进行添补增删，可以说是既细密又严格。

总之，晋商股份经营制度是与交通、通讯不发达、市场交易费用高的社会环境分不开的。委托人在和代理人的博弈中处于下风，为取得远距离贸易的潜在利润，不得不向代理人大量放权并给予相当的财富、地位、荣誉的笼络，这就是晋商股份经营制度中总经理集权现象形成的原因。

晋商股份经营制度除了总经理集权之外，还有另外两个突出的特征：一是对客户在资产上承担无限责任；二是对员工实行终身雇佣制度。显然，这仍是当时商业竞争不充分，企业倒闭率不高，因而有条件对客户和员工做更多承诺的反映。

在明清商品经济大发展的时代，全国各商帮中只有晋商将投资权和经营权、物质资本和人力资本有机地结合了起来。正是依靠这套制度，晋商才能够发挥出大组织规模经济的力量，赢得“足迹遍天下”，雄霸中国商界五百年的美誉。因此，对于建立在交通、通讯不发达、高交易成本基础上的晋商股份经营制度，我们必须给予充分的肯定。

二、时代环境的变化与晋商股份经营制度弱点的充分暴露

如前所述，制度总是与特定的环境联系在一起的，在一种环境下是有效

率的制度，在另一种环境下可能就变成成为无效率的制度（晋商股份经营制度是与明清时期农业生产力发展，剩余产品增多，开始出现商品经济的全球范围内的交流，但社会化程度还不高，市场竞争也不充分这一历史背景分不开的）。其特点是总经理集权，对客户的无限责任以及对员工实行终身雇佣。一旦历史翻过了工业革命这一页，随着人类科学技术进步，生产社会化程度提高，商业竞争充分化程度加强，晋商股份经营制度的弱点就要充分地暴露出来：

1. 实行无限责任制

无限责任公司的特点有三：一是强调空间的无限延伸，一旦某商号倒闭，则拿出资人的其他商号的资产垫赔。二是强调时间的无限延伸，“父债子还”。三是可以自由退出。如蔚泰厚票号契约中规定，“倘有东家抽本……俱照年总结账，按股清楚账目”^①，显然，和不允许自由退出，只允许自由转让的有限责任公司相比，无限责任公司的信誉更高，当然风险也更大。不过，在交通、通讯进步，市场竞争日趋激烈的时代，无限责任公司的这种“高”信誉是难以兑现的。第一，随着企业倒闭率的上升，破了产的债务人拿什么去赔偿债权人的损失？第二，随着社会流动性的增强，债权人到哪里去找破了产的债务人的子女？这就是为什么随着生产力的发展，无限责任制公司一定要向有限责任公司转化的原因。

2. 没有退休制度

晋商各商号的员工，除辞号和号辞者外，实行终身制，没有退休制度一说，因而总经理等一般员工常常年老病死在岗位上。财东为鼓励总经理等终身为企业效力，规定凡顶身股者死后，可享受几个账期（一个账期普遍是四年）的分红权利，叫做“故身股”。这一制度的好处是充分挖掘了员工的潜力，将其几十年积累的经验发挥到极致，并顺利地传到下一代，这一制度最大的弱点是形成老人政治，暮气沉沉，创新精神不足。

老年人的优点是经验丰富，虑事周到、全面，但凡事有一利必有一弊。正因为老年人想事周到、全面，顾虑太多，因而缺乏一种敢想敢干、“欲平治天下舍我其谁”的气魄，而有时候，尤其是历史的转折关头，恰恰需要这样一种天不怕地不怕的劲头。另外，老年人的体力下降，而开发新产品、探索新事物恰恰需要充沛的体力。当老年人在组织中不掌握主要权力时，这一弱点造成的副作用不大，但当老年人掌握组织中的主要权力时，其弱点造成的副作用就会无限扩大，从而严重束缚企业的发展。19世纪末20世纪初，当面临工业革命的冲击，需要晋商企业进行业务和制度的重大转轨之时，晋

^① 《山西票号史料》编写组：《山西票号史料》，山西经济出版社2002年版。

商各行业如票号业、典当业、茶业等表现出强烈的保守倾向，是与这几个行业发展历史悠久、无限责任的股份经营制度得到普遍推广、老人政治充分发展分不开的。

3. 没有对身股股数的限制

对员工身股取利没有限制，以至后来的身股分红数超过银股，加大了银股持有者的风险。晋商各票号中，起初是银股占多数，身股占少数，但身股人数和股数随着员工工作时间的延长而逐渐增加，所以到了后期就出现了身股超过了银股的现象，而二者在分红时都是凭股数平均分配，这使得每股分红相对变少，从而身股总数分红额超过银股。例如，大德通票号1888年分红时，银股20份，人力股9.7份，身股为银股的48.5%。到1908年分红时，银股仍是20份，人力股却增至23.95份，身股为银股的119.75%，人力股在近20年内增为原来的2.47倍。^①

人力股的变化，造成企业银人股比重的变化，由此带来人力股分配的利润超过了资本股分配的利润的情况。仍以大德通为例，1888年分红时，银股20份，人力股9.7份，用于分配的利润24700两，每股分红850两，银股者得17000两，身股者得7700两；到1908年分红时，银股20份，人力股23.95份，用于分配的利润742880两，每股分红17000两，银股者得340000两，身股者得402880两。^②黄鉴辉教授认为，企业资本构成中发生的这种偏向人力资本的比例的变化大大提高了员工的积极性，使得资本的年利润率不仅未下降，反而提高很快，从1888年账期的4.25%升到1908年账期的38.635%。^③其实，大德通资本效率的提高，不完全是工人积极性提高的结果，更多地还是由于票号发展进入黄金时代，市场急剧扩张的缘故。另外，企业资本构成中发生的这种偏向人力资本的变化从长远上看是不利于企业的永续经营的。它意味着剩余收入的更大部分给了并不承担财产风险的身股者，这固然体现了晋商财东的宽阔的气度和胸怀，但正如刘建生教授所言，“银股者在剩余收入相对减少的情况下还要和原来一样对企业风险承担无限责任，这种收益和风险的失调会导致一些银股者产生抽走资本的想法，特别是在风雨飘摇、政局不稳的时候，这对于企业的发展不啻是一种巨大的威胁”^④。20世纪30、40年代，许多晋商大族，像渠家、乔家、曹家等所以纷纷抽走资本，宣布歇业，无疑是与承担了过大的经营风险分不开的。

4. 缺少股东会议制度或董事会制度，以弥补总经理能力不足

由于当时市场竞争充分化程度不高，财东们对总经理为首的经理阶层的

^① 黄鉴辉：《山西票号史》，山西经济出版社2002年版。

^{②③} 黄鉴辉：《明清山西商人研究》，山西经济出版社2002年版。

^④ 刘建生：《晋商研究》，山西人民出版社2002年版。

道德风险考虑比较多，并通过顶身股、故身股等来加以弥补，但对他们能力不足的一面考虑得比较少，没有想过采取什么措施加以弥补。晋商股东一般到四年一次的结账期时，才聚在一起开个会，主要还是讨论分红事宜，对企业经营很少过问。由于股东事实上放弃了决策责任，这样自然就形成了对总经理的依赖，造成了总经理独裁局面的出现。

财东不参与企业运营的好处是有利于强化总经理的权威，做到事权统一。其弱点之一是对总经理监督不力，造成总经理大权独揽；弱点之二是财东不了解行业发展大势，既无法正确决策，也不了解未来的企业对总经理的要求，这样就导致在选下任总经理时，只能听凭前任总经理的推举，或凭自身偏好行事，显然这是不利于企业的长期发展的。毕竟企业发展方向和挑选总经理这样重大的事情是由财东决定的，财东不参与企业运营，不了解行业发展趋势和企业经营情况，如何能正确决策和挑选出合格的总经理？

另外，财东不参与具体企业运营，还使得财东及其后代——未来的财东只能在家里吃喝玩乐，抽大烟、赌博，一旦钱款不足，就要违背规定去票号取款，这种现象在票号的晚期是比较普遍的。财东作为企业的最高领袖，一再地违背规定到票号提款，这就逼使员工要在规章制度和人情间进行选择，于是一些原则性不强的经理人选择了迎合财东的脾性。而财东在选下一任总经理时出于方便自己取款的考虑，也愿意选择能顺应其偏好、原则性不强的员工。票号鼻祖日升昌所以会垮，是与财东选择了一个原则性不强、能顺应财东偏好、让财东取款方便的总经理——郭斗南有很大关系的。

5. 缺乏对总经理的约束

票号管理制度设置中对总经理的约束（包括道德风险的约束和决策失误的约束）方面有缺陷，主要表现在没有建立监事会制度上。晋商对总经理实行任期制，四年一度的账期差不多就是总经理的一个任期。任期制对总经理确实构成很大的压力，但从总经理的行为对企业行将造成危害到实际造成危害，再到财东发现危害之间，毕竟有一段时间的间隔，在这种情况下，如何将总经理经营中造成的危害降低到最低点呢？

就总经理的行为可能发生的影响来看，最适合监督总经理的是三种人：一是消费者；二是内部员工；三是合作伙伴，也就是晋商常说的“相与”。从总经理的经营能力、努力程度来看，消费者市场的监督确实关键，财东可通过经营业绩这个指标来判断经理的经营能力。但是，由于财东位居企业经营的最后方，接受市场的信息慢，再加上财东也有懈怠之心，这意味着往往是在重大损失造成时，财东才感觉到，并通过更换总经理的办法来解决。可是当重大损失造成，局面非常被动时，换任何人也是无济于事的。在这种情况下，就需要来自员工和合作伙伴的监督来约束总经理的不当行为。员工长期在市场活动，会形成一定的关于经营的经验性的认识，他们会不等市场漏

洞暴露就能察觉到企业经营上的问题，因此应利用员工对市场熟悉、反应快的特点来规范总经理的行为。合作伙伴长期在市场上活动，市场经验丰富，阅历面较广，亦能比较早地感受到企业经营中存在的问题，因此也应很好地利用合作伙伴的力量。显然，这就是现代企业制度的监事会的功能。

当然，来自基层员工、合伙伙伴的反馈意见有可能未必正确，但毕竟是对市场的一种反映，能为企业的正确决策，包括投资决策、经营决策及人事决策等创造条件，也能为纠正以往的错误奠定基础。

晋商股份经营制度的设计中，由于缺少了财东和第一线员工、顾客及合作伙伴及时沟通的环节，自然更强化了总经理的独裁。它使得财东不能及时地得到经理权力运作过程中可能存在的不足及如何改正的信息，也使得来自分公司的要求改革的呼声可以轻易地被总经理打压下去。李宏龄在《山西票商成败记》中对晋商总经理的独裁是这样描述的：“号事之隆替，股东生死之关系也。而各号执事决如此之大计，竟不商之股东；为之东者亦甘被欺蒙。”票号后期迟迟不能向银行转变，享有独裁地位的总经理的反对是一个重要原因。

票号总经理之所以坚决反对向银行转变，一是与老人政治带来的落后的经营理念有关。它使总经理对票号过分地充满信心，没有感受到银行对票号的严重威胁。二是与这一转变会严重影响总经理个人的利益。拟议中的银行当家是既有社会地位、又有经营才干、还有国际视野的政府二品大员渠本翘，这自然要严重影响总经理的利益，包括物质利益以及社会声誉、地位等。当总经理没有觉察到银行进一步发展下去会将他及其票号同仁彻底倾覆时，自然坚决反对改组银行。

三、结 语

任何制度都是和环境相适应的产物。制度本身无所谓好坏，只有合适不合适之分。判断制度好坏的唯一标准，是看它是否适应于特定的环境。晋商股份经营制度是与不发达的商品经济、社会化程度不高的市场环境联系在一起的，随着科学技术的发展，交通、通讯的进步，市场竞争的激烈化，以总经理集权、无限责任、终身雇佣为特征的晋商股份公司制度不能不向限制总经理权力，废除终身雇佣制度，实行有限责任的方向转变。

票号要完成这一转变，除了来自银行的巨大外部压力外，还需要票号同仁上下的一致努力。票号的中下层员工，尤其是那些在北京、上海、汉口等地常和外国银行打交道的员工，由于身处市场一线，对时代的变化感受更深，因而变革、创新的动力强，积极推动票号改组银行；票号的上层员工，一是受老年政治的影响更大，二是长年待在总部办公室，对市场危机的感悟远不如处在一线的员工，因而创新、变革的动力不强，甚至反对票号改组银行。

当票号上下出现经营理念的巨大分歧时，根深蒂固的总经理集权传统决定了票号上层可凭借手中绝对的、不受制约的权力压抑下层，只一句“银行之议，系李某自谋发财耳！如各埠再来函劝，毋庸审议，径束高阁可也”，就使以李宏龄为代表的中下层员工煞费苦心搞起来的“筹办银行之议，烟消云散矣”。直到辛亥革命爆发，票号遭到沉重打击，票号上层才在严峻的现实面前清醒过来，同意并积极推进票号向银行的改组。但机不可失，失不再来，由于错过了改革的最佳时机，票号界上下虽一致努力，终无力回天，票号业集体性衰败的命运由此决定。

通过对晋商股份公司制度形成及演变的剖析，可以清楚地看出科学技术的发展对于企业制度建设的决定性的影响。它告诉我们，天下没有永久不变的制度。当科学技术的发展，交通、通讯的进步，使得原来合适的制度不能适应新的环境的需要时，它或者被时代所淘汰，或者与时俱进，积极地加以变革，这是晋商股份经营制度给予我们的第一个启发。

通过对晋商股份经营制度形成及演变的剖析，还可以发现对权威进行必要约束的重要性。对组织的发展而言，不给权威赋予开展工作所需要的必要权力肯定是不行的，但考虑到权威也会犯错误，包括受不住外界威胁利诱所犯的道德错误，以及因能力不足所犯的决策错误，因此在制度的设计中必须既有防范权威犯道德错误的功能，此乃现代公司制度中的监事会的职能；还得有防范权威犯决策错误的功能，此乃现代公司制度中的董事会的职能。这是晋商股份经营制度给予我们的第二个启发。

“秦人不暇自哀，而后人哀之；后人哀之而不鉴之，亦使后人而复哀后人也。”长期稳定的小农经济环境加上长达两千多年的封建专制传统，使得当代中国企业家既严重缺乏变革意识，没有适时进行制度创新的概念，又普遍具有不愿意与他人分权、担心控制权丧失的心态。晋商股份公司制度建设缺乏对权威的有力约束所引起的严峻后果，以及不能与时俱进进行制度创新、以致全军覆没的教训，非常值得当代中国企业家借鉴。

参考文献

- [1] 《山西票号史料》编写组：《山西票号史料》，山西经济出版社2002年版。
- [2] 黄鉴辉：《山西票号史》，山西经济出版社2002年版。
- [3] 黄鉴辉：《明清山西商人研究》，山西经济出版社2002年版。
- [4] 刘建生：《晋商研究》，山西人民出版社2002年版。
- [5] 李燧、李宏龄：《山西票商成败记》，载《晋游日记·同舟忠告·山西票商成败记》，山西经济出版社2003年版。

An Economic Analysis of Joint-stock Management of Shanxi Merchants

Zhou Jianbo

Abstract: The formation of Joint-stock management system of Shanxi Merchants is associated with the historical background of emerging global merchandise exchanges and low degree of commercial competition. This system features in managers' centralized power, investors' infinite liability to customers and permanent employment of the employees. With the development of commodity economy and the intensification of commercial competition, this system should inevitably transform to abolition of permanent employment and adaptation of limited liability system. However, the limitations of rectifying managers' errors greatly hindered Shanxi draft banks' transition to commercial banks, ultimately leading to their collective failure.

Key Words: Joint-stock Management System Unlimited Liability Centralized Power for General Managers Draft Bank Commercial Bank

基于财务视角的上市公司关联并购绩效研究

余鹏翼 刘娜 汪珊*

【摘要】 本文以2006~2007年间沪深股市320家参与并购的上市公司为样本,选取自并购前一年开始的连续4年的11项财务数据为变量,运用回归模型考察这些因素对关联并购绩效的影响。研究表明:国内上市公司关联并购规模对公司绩效有显著正作用,关联并购前ROE对公司绩效有显著副作用。本文期望通过考察上市公司关联并购绩效,对我国普遍存在的关联企业之间并购的绩效及影响因素做出有益的探索,在此基础上提出相关的政策建议。

【关键词】 关联并购 公司绩效 财务指标

一、引言

自1997年政府提出“对国有企业实施战略性改组”及相应配套政策的出台以来,我国上市公司间的并购数量和规模快速扩大,并购成为了我国上市公司规模扩张和战略调整的一种重要途径。与国外公司不同的是,由于特殊的体制背景,我国上市公司普遍存在集团母公司和众多的关联企业。在与关联企业进行并购时,关联方能利用对公司的控制和影响,使并购交易违背等价有偿的市场原则,在上市公司与关联方之间进行利益输送和转移。为规范我国上市公司的并购行为,保护中小股东利益,我国政府于2001年12月颁布《关联方之间出售资产等有关会计处理暂行规定》,2002年12月起施行《上市公司收购管理办法》,并在2006年对其进行了修订。这些法规对我国上市公司与关联企业之间的并购重组做出了严格的规定,在一定程度上规范了上市公司的并购行为,提高了并购质量。但由于我国证券市场不发达,公司治理结构尚不完善,上市公司与关联方之间的关联并购还存在着很多问题。

国内外学者对公司并购的研究集中于并购公司绩效和未并购公司绩效之

* 余鹏翼(1971~),男,安徽六安人,广东外语外贸大学财经学院教授、硕士生导师。研究方向:股权结构与公司并购。

刘娜(1986~),女,吉林人,广东外语外贸大学财经学院硕士研究生。研究方向:控制权转移与公司治理。

汪珊(1987~),女,四川人,广东外语外贸大学财经学院硕士研究生。研究方向:股权结构与内部风险控制。

间的差异,或者并购绩效的影响因素,而很少对占我国并购事件很大比重的关联并购进行专门研究。因此,本文从关联方的角度出发对我国上市公司关联并购的动因和绩效进行研究,从某种程度上有助于规范上市公司的并购行为,同时更加真实地反映我国资本市场上的并购情况。

二、文献综述与回顾

20世纪60年代西方学者开始对公司并购展开研究,考察并购事件到底能否提高公司绩效、增加股东价值,但至今没有得到一致的结论。但大多数学者认为,并购能优化资源配置,带来社会总效益的提升。这一观点得到了大部分学者的实证支持。其中比较有代表性观点有多德和卢巴克(Dodd & Ruback, 1977)对1973~1976年间的172次要约收购事件进行分析,发现在收购事件前的12个月里,收购方股东能获得8.44%~11.66%显著为正的超额收益,而目标公司股东获得的超额收益则更大,达到20%左右。詹森和卢巴克(Jensen & Ruback, 1983)对13篇研究美国上市公司并购活动的文献进行整理,发现在成功的要约收购中,目标公司股票的累计超常收益率可达到30%,收购公司则可得到4%的累计超常收益。希利、佩勒普和卢巴克(Healy, Palepu & Ruback, 1992)对美国1979~1984年间发生的最大的50起并购事件进行研究,发现并购双方总体上获得了9.1%的累计超额收益。此外,马拉泰斯塔(Malatesta, 1983),朗、斯图尔兹和瓦尔克林(Lang, Stulz & Walkling, 1989),卡普兰和伊斯巴其(Kaplan & Eisbach, 1992),马尔林和布恩(Mulherin & Boone, 2000)也得到类似的结论。

我国学者在开始对并购事件进行研究时,借鉴了国外常用的方法,通过累计超额收益率来评价并购绩效,也有相当一部分国内学者倾向于使用财务指标法来考察公司的并购绩效。王跃堂(1999)从关联并购的角度出发,对172家发生并购重组事件的上市公司进行了分类研究,认为发生重组的公司业绩总体上优于未重组公司。在动机上,关联方资产重组较非关联方资产重组有更为明显的操纵财务报告的倾向。在绩效上,关联方资产重组并未因其具有非市场化的特性就使得重组绩效好于非关联方资产重组。朱小平和刘丽华(2001)通过比较1999年发生关联并购的上市公司1998年与1999年的财务指标,得出亏损企业中关联企业间资产重组较多,并且扭亏效果显著的结论。陆国庆(2001)的研究却发现经验判断与统计结果相反。报表性并购重组不但没有改善上市公司的业绩,相反还使企业业绩大滑坡。张淑杰和陆玉梅(2001)以2001年只发生一次并购事件的140家上市公司为样本,考察并购前与并购后的绩效差异,发现无论是关联方资产重组还是非关联并购,重组后的业绩相对于重组前的业绩比较均有所下滑,而在2001年进行多次重组的公司业绩增幅较大,由此认为部分公司的重组存在粉饰报表的动机,而进

行一次重组的公司,目的是为了公司长远的发展,重组效应的释放存在一个过程,所以重组当年业绩并不理想。杨亢余(2003)选择2000年发生的99起并购事件为样本,发现比较并购前一年和并购后一年的数据,好坏参半,财务指标得到改善并不明显。但关联并购类产生并购正效应的公司比重明显高于非关联并购类公司。潘瑾和陈宏民(2005)通过将发生并购和未发生并购的上市公司进行对比,发现发生并购的上市公司就总体来讲绩效优于未发生并购的上市公司。并进一步指出,上市公司并购效应的体现主要来自于关联并购,而作为市场化的非关联并购的效应却不明显或者有副作用。黄兴李和沈维涛(2006)以1998~2002年间我国上市公司与其第一大股东或实际控制人之间发生的331起关联并购事件为研究样本,分析了上市公司大股东在关联并购中的可能动机,并检验了发生关联并购的上市公司的长期财务绩效与短期股票市场表现。实证研究表明,大股东在被其控制的业绩优良的上市公司的关联并购中具有较强的掏空动机;而对于业绩一般和较差的公司,大股东为了保壳或保配,会向上市公司注入优质资产或转让部分盈利性业务以表示“支持”,关联并购并没有真正提高上市公司的财务绩效。

三、样本选择与变量选取

1. 样本选择

本文以2006年、2007年沪深两市上市公司关联并购活动为研究对象,数据取自CCER数据库和国泰安数据库,并经上市公司年报整理而得(见表1)。

表1 样本公司

年度	关联并购	非关联并购	合计
2006	83家	76家	159家
2007	104家	57家	161家
合计	187家	133家	320家

数据来源:根据国泰安数据库整理。

(1)为防止新的并购事件对绩效考察带来影响,剔除并购年度后两年内再次发生并购事件的上市公司。例如,2004年发生并购事件的上市公司,若2005年或2006年间再次进行资产重组,则剔除。(2)为将关联并购与非关联并购进行比较分析,剔除关联并购标志不明的上市公司。(3)剔除并购前后4个会计年度缺乏关键财务数据的上市公司。(4)剔除年度并购金额低于400万元的上市公司。(5)剔除金融类上市公司。

经过上述筛选,最终获得样本107家。