

创始人专用性资产、堑壕效应与公司控制权配置

——基于雷士照明的案例分析*

易 阳 宋顺林 谢新敏 谭劲松

(中山大学管理学院/中山大学现代会计与财务研究中心 510275 中央财经大学会计学院 100081
中山大学附属肿瘤医院财务处 510060)

【摘要】本文以雷士照明两次控制权争夺事件为例,通过资产专用性的视角,提炼基于堑壕效应的理论分析框架,讨论创始人专用性资产对公司控制权配置的影响及其作用机理的问题。案例分析表明,专用性资产是公司控制权配置的重要影响因素,而专用性资产所形成的堑壕效应是影响公司控制权配置的重要途径。进一步的,根据现有公司治理机制的局限,本文还提出制衡创始人堑壕效应的思路。本文对如何全面评价创始人专用性资产对企业的作用,如何完善公司治理机制,制衡创始人堑壕效应具有重要的启示意义。

【关键词】专用性资产 堑壕效应 公司控制权 公司治理

一、引言

民营企业不同发展阶段,总会需要做出控制权转移或传承的决定,而由于这一决定伴随着所有权和控制权的分离,因而围绕公司控制权归属的讨论是民营企业公司治理的核心问题(Burkart et al., 2003)。现有文献对于民营企业公司控制权配置的讨论主要集中在股权结构和投资者保护两方面(Shleifer and Vishny, 1997; Claessens et al., 2000; Burkart et al., 2003),因而难以解释在相同制度环境下拥有相似股权结构的民营企业中,公司控制权配置存在的较大差异(La Porta et al., 1998、1999)。

已有文献开始关注创始人专用性资产^①对企业的正面作用,并继而认为由拥有专用性资产的创始人掌握企业控制权是一项有利于股东价值最大化的制度安排(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; 夏立军等, 2012)。但是,限于讨论的重点及专用性资产的衡量难度,上述文献难以提供专用性资产与公司控制权配置之间因果

关系及其作用机理的证据,从而无法解答专用性资产是否以及如何影响公司控制权配置的问题。更重要的,以往文献忽略的是,专用性资产在为企业带来竞争优势的同时,也会形成堑壕效应^②,进而会影响公司的控制权配置。基于此,本文以雷士照明两次控制权之争为例,从资产专用性的视角,提炼基于堑壕效应理论分析框架,讨论专用性资产是否以及如何影响公司控制权这一理论命题。

选择雷士照明是因为公司已发生两次控制权之争且结局迥异,这为分析上述理论命题提供了难得的研究场景。公司创始人吴长江因故离职后,出于对创始人以往关联交易和不遵守董事会决议等行为的考虑,投资人代表拒绝创始人回归董事会。然而,在员工和经销商等通过一系列罢工、停货等极端方式的支持下,创始人在持股比例和董事会投票权都不占优势的情况下,最终仍能重获公司控制权。而在两年后,同样由于创始人关联交易涉及利益输送的问题,创始人再次离职。但由于此次没有员工和经销商的支

* 本文受到国家自然科学基金项目(71272196, 71502183, 71572206)、教育部人文社会科学研究青年基金项目(14YJC790101)、广东省人文社科重点研究基地重大项目(2012JDXM-0002)以及财政部“会计名家培养工程”的资助,在此谨致感谢。通讯作者:谭劲松。

① 资产专用性(Asset Specificity)是指一项资产被重新配置到另一项用途或另一个使用者而不损害其生产性价值的程度(Williamson, 1991)。

② 堑壕效应(Entrenchment Effect)是指代理人通过提高其对委托人的价值,增加了其被委托人替换的成本,降低了代理人被替换的可能性(Shleifer and Vishny, 1989)。

持,创始人最终失去了公司控制权。

研究发现,正是利用与员工和经销商之间的隐性契约关系,吴长江才能够在董事会投票权和持股比例均不占优势的情况下,最终仍能取得公司的控制权。这证明,基于专用性资产所形成的堑壕效应是决定公司控制权配置的重要原因。同时,基于现有公司治理机制的局限,本文还分析提出通过改变与企业利益相关方的契约签订模式,制衡创始人基于专用性资产形成堑壕效应的思路。

本文对现有文献有以下贡献:第一,从资产专用性形成堑壕效应的角度,讨论并验证了专用性资产与控制权配置的因果关系,拓展了现有公司控制权配置以股权结构和投资者保护为主要分析路径的理论框架(Fama and Jensen, 1983; Burkart et al., 2003; 祝继高和王春飞, 2012)。第二,分析发现创始人的专用性资产也能够形成堑壕效应,并且在股权相对集中时,甚至会对控制权配置起到决定性作用。这为理解堑壕效应的形成提供了一个区别于现有文献关注代理人通过过度投资、持有股权以及特殊股权结构等方式的新路径,拓展了现有文献(Shleifer and Vishny, 1989; Claessens et al., 2002)。

二、文献回顾与理论分析框架

(一) 文献回顾

以往讨论公司控制权归属的文献主要从股权结构和投资者法律保护制度两方面展开:

(1) 股权结构。由于对公司重要决策的投票权是股权的基本特征(Shleifer and Vishny, 1997),股东持股比例就直接体现为对公司的控制权,因而以往文献多以股权结构为基础,分析公司控制权的配置(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000)。具体的,在股权集中的情况下,公司控制权归属于大股东;在股权分散的情况下,股东没有足够的能力和动机监督经理人,公司控制权由经理人掌控;而在股权相对集中的情况下,不同主体的股权存在相互制衡,公司控制权归属取决于不同主体间的博弈。

(2) 投资者法律保护制度。股东所拥有的权利及行使效力取决于法律对相应权利的阐述、界定和法律的执行程度(La Porta et al., 1998)。法律制度对股东权利范围、效力的界定和保护(比如是否同股同权),构成了股东所拥有的公司事项表决权的制度基础,并据此实现了对公司不同利益主体间的权利划分,进而影响了公司控制权的配置。正基于此,以往文献一致性地发现,法律保护程度是解释公司股权结构(La Porta et al., 1998, 1999)、公司治理效力(La Porta et al., 2000b)及公司决策(La Porta et al., 2000a)的重要影响因素。

然而,上述两个因素却不能解释在相同制度环境下,拥有相似股权结构的民营企业中控制权归属存在的较大差异(La Porta et al., 1998、1999)。因此,已有文献开始关注创始人专用性资产对企业的作用,并较为一致地认为,

创始人掌握公司控制权是一项有利于股东价值最大化的制度安排(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; 夏立军等, 2012)。这主要体现在三个方面:(1) 基于与企业外部利益相关方的契约关系所形成的专用性资产,创始人可以为企业获取更多资源、降低交易成本,从而增加企业价值(Fan et al., 2012b);(2) 基于个人能力和特质,创始人对企业内部运作和外部经营环境的情况更为了解,因而比外部经理人有更强的经营能力,进而有助于提升公司业绩(Anderson and Reeb, 2003; 夏立军等, 2012);(3) 基于创业激情和对企业的特殊投入,创始人会制定有利于企业长远发展的经营策略(Anderson and Reeb, 2003),致力于打造“百年老店”,将企业作为一项资产传承给后代(Fan et al., 2012a)。

不难发现,上述文献仅是从资产专用性为企业提供竞争优势的角度,间接提供了专用性资产与企业控制权配置关系的证据。他们难以提供专用性资产与公司控制权配置之间因果关系的证据,同时也无法明确说明专用性资产影响公司控制权配置的作用机理,从而无法确认和评估专用性资产对公司控制权配置的影响程度。

(二) 创始人专用性资产与公司控制权配置: 基于堑壕效应的理论分析框架

正如Shleifer and Vishny (1989)通过模型分析发现,经理人会通过增加与个人相关的专用性投资而形成堑壕效应,创始人的专用性资产在为企业提供竞争优势的同时,也有可能形成堑壕效应,进而影响公司的控制权配置。这是因为:

(1) 由于创始人拥有个人能力、特质和权威等专用性资产,他们更熟悉公司的经营战略、环境及发展方向,这增加了聘用外部经理人的成本,从而使掌握公司经营权的创始人更难以被取代。同时,由于创始人在选择公司董事和高管时有重要话语权,这也降低了聘用外部经理人的可能性(Anderson and Reeb, 2003)。

(2) 由于创始人拥有与企业利益相关方的关系型专用性资产,这就降低了企业本身被收购的价值,从而降低了企业由于创始人经营不善或其掏空行为而被外部企业收购的可能性,使创始人的地位更难以被外部并购机制所替换。

(3) 由于创始人拥有创业激情和对企业特殊投入的专用性资产,创始人追求构建商业帝国、实现自身价值的欲望更为强烈(夏立军等, 2012),这会使企业投资更多与其个人特质相关的项目,这就进一步加大了聘用外部合适经理人的成本,从而降低了创始人被外部经理人所取代的可能性。

此外,如前所述,在股权集中或分散的情况下,公司控制权的配置相对清晰。但当股权相对集中,没有控股股东的情况下,股权结构无法对控制权产生单一决定性影响,公司控制权处于不稳定状态(祝继高和王春飞, 2012)。

此时,民营企业创始人基于专用性资产所形成的堑壕效应,就可能成为公司控制权配置的决定性因素。

基于上述几方面,创始人基于专用性资产所形成的堑壕效应就成为影响公司控制权配置的重要作用路径。同时,创始人基于专用性资产所形成的堑壕效应与以往文献讨论的代理人堑壕效应存在明显区别。第一,形成原因不同。现有文献主要关注代理人或控股股东通过过度投资、持股比例以及特殊股权结构等方式形成的堑壕效应(Shleifer and Vishny, 1989; Claessens et al., 2002; Villalonga and Amit, 2009),但上述对创始人专用性资产的分析说明专用性资产也能够形成堑壕效应。第二,实施主体不同。以往文献主要讨论经理人(Shleifer and Vishny, 1989)和控股股东(Claessens et al., 2002)的堑壕效应,而民营企业创始人所形成的堑壕效应却尚未受到较多关注。但相对于其他对象而言,创始人基于专用性资产所形成的堑壕效应更为普遍和直接,并且该效应的产生也不需要满足股权控股的条件。

总之,公司控制权配置是民营企业公司治理的核心问题,但现有文献对于民营企业控制权配置影响因素的分析,主要集中于股权结构和投资者法律保护制度两方面,而对专用性资产影响民营企业控制权配置的分析,尚未提供明显的因果关系及作用机理的证据,且尚未有文献从专用性资产形成堑壕效应的角度,对专用性资产与公司控制权配置的问题进行分析。基于此,我们从资产专用性的视角,提炼基于堑壕效应的理论分析框架,试图对专用性资产是否以及如何影响公司控制权配置的问题提供相应的证据,补充现有公司控制权配置的理论框架。关于公司控制权配置的理论归纳可见图1,其中虚线框内的理论分析框架是本文的讨论重点和理论创新点。

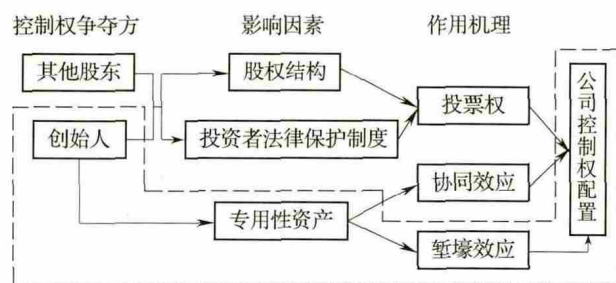


图1 公司控制权配置理论分析框架

三、研究设计

(一) 研究方法

我们结合雷士照明两次控制权争夺的事件,采用单案例研究的方法,分析本文的理论命题。这有三个原因:第一,由于本文关注核心构念间的因果关系及作用机理,因

而采用适合回答“为何”以及“如何”的案例研究方法具有相当的适宜性(Yin, 2008)。第二,由于创始人专用性资产难以普适性地衡量。而基于案例的分析,可以通过详实的定性和定量数据,更准确地衡量这一构念。第三,雷士照明已发生两次控制权之争且结局迥异,这种单案例中嵌套多个小案例的设计,就为分析前述理论命题,提供了难得的研究机会,有助于加强结论的可靠性(Eisenhardt, 1989; Yin, 2008)。

(二) 数据收集和分析

我们以公司公告和主要财经媒体如东方财富网、财新网及新浪财经等的相关报道作为案例分析的主要数据来源。其中,公司公告用以定位事件发生的时间点、事件期间董事会构成、董事会决议、主要股东持股比例等信息,相关媒体报道用以追溯事件发生进展、事件主要涉及人的具体表述和态度倾向。接着,我们还遵循以往文献的要求(Eisenhardt, 1989; Yin, 2008),交互验证不同来源的信息,以增强案例证据间的三角验证(Triangulation)。最后,我们按照Yin(2008)的数据收集和分析步骤,构建案例数据库^③,以分析本文的理论命题。

四、案例介绍

(一) 公司概况

雷士照明(02222.HK)是一家成立于1998年,从事光源、灯具及照明电器产品的设计、开发、生产及销售的企业,通过全国36个独家区域经销商及3000余间品牌专卖店的销售网络,公司业务范围覆盖全国各地。吴长江是雷士照明的创始人,凭借着在照明产品领域内超过17年的经验,以及与公司经销商长期稳定的合作关系,吴长江始终负责整个公司的战略和管理。

(二) 事件介绍: 创始人的“出局”、“回归”与“再出局”

1. 第一阶段(2012.05.25-2012.07.12): 创始人辞职,创投双方对创始人回归企业出现分歧

2012年5月25日,雷士照明公告称吴长江由于个人原因辞任董事长、执行董事和首席执行官等公司一切职务,同时选举阎焱为董事长,并委任张开鹏为首席执行官。针对创始人的突然离职,吴长江及阎焱先后分别向媒体进行了澄清和说明。不过,阎焱在澄清传闻的同时,强调吴长江“回归”必须满足包括“处理不合规的关联交易”在内的三个条件。但吴长江对此反应强烈,并表示自己是被逼离职且与董事会在经营上存在分歧。

2. 第二阶段(2012.07.12-2012.08.14): 创投双方围绕控制权的分歧和博弈

在创投双方意见出现分歧后,在7月12日公司召开的员工代表闭门会和经销商运营大会上,员工和经销商代表

^③ 限于篇幅,主要事件发展及相关公告、新闻资料,可向作者索取。

与董事会谈判并提出四点要求,其核心是让吴长江回归雷士,改组董事会,更换施耐德背景高管。同时,他们强调,如果要求得不到满足,将可能罢工。面对员工和经销商的诉求,阎焱表示相关诉求会经过董事会讨论,并于三周后答复。

然而,这一表示并没有制止事态扩大。7月13日,雷士重庆总部及万州生产基地、惠州总部及工厂全面停工,36个运营中心全部停止进货。7月23日,雷士36个运营中心组成联盟,向工商局注册了新品牌,并称将利用雷士原有的销售渠道、供应商和雷士核心团队发展新品牌。在雷士管理团队方面,8月13日,雷士多名中高层管理人员提出辞职。在供应商方面,截至8月14日,在雷士万州、惠州工厂的50家主要供应商中,有25家停止供货。

面对这些情况,董事会于8月14日发布公告,回应并满足了员工和经销商此前提出的大部分要求。同时,基于对吴长江关联交易的调查结果,公告表示吴长江回归董事会“并不妥当”。而吴长江显然也并没有放弃,他表示将召开特别股东大会,准备以大股东身份“回归”。

3. 第三阶段(2012.08.20-2012.09.04):创始人“回归”,第一次控制权之争结束

由于员工罢工,经销商、供应商停货,雷士已经无法开展正常的生产工作。为此,吴长江在8月20日以大股东身份分别与工厂管理层和主要供应商沟通,解决生产停滞等问题。会后供应商愿意恢复暂时供货,但仍坚持只有吴长江回归,才能全面恢复供货。事情逐渐向有利于吴长江的方向发展。8月27日,公司发布公告表示吴长江与阎焱进行了会谈。9月4日,雷士发布公告称公司将成立运营委员会,吴长江担任负责人。至此,自吴长江离任开始,雷士照明持续近三个月的控制权之争,以吴长江的回归而告一段落。

4. 第四阶段(2014.08.08-2014.11.06):创始人再次“出局”

在吴长江回归之后,他在2012年12月27日将所持11.81%的股份转让给德豪润达(002005.SZ),他本人认购德豪润达1.3亿定向增发的股票,成为德豪润达的股东。此次转让结束后,持股20.05%的德豪润达成为雷士照明的第一大股东。

尽管双方合作有公司发展战略的考虑,但双方互利共赢的关系并没有维持下去。双方合作不到两年后,德豪润达认为吴长江长期进行董事会未授权的关联交易,因而在2014年7月14日,更换了11家二级公司的董事会成员,吴长江及其团队人员悉数被替换。接着,2014年8月8日,雷士再次公告称由于吴长江违规签署20年品牌授权许可,董事会决定罢免吴长江的CEO职务,同时罢免与吴长江有关的名三名副总裁。吴长江再一次失去公司控制权。

与前一次“出局”不同的是,雷士的利益相关方对

此反应并不强烈。雷士四大生产基地除万州工厂停工以外,其他工厂生产秩序没有受到较大影响。雷士的30个主要经销商在8月15日先后签署声明,表示支持王冬雷(德豪润达董事长)领导的董事会。在没有持股优势、失去利益相关方支持的情况下,吴长江彻底失去了公司控制权。

五、案例分析:创始人专用性资产、堑壕效应与控制权配置

(一) 创始人的专用性资产

如前所述,企业创始人都具有不同性质、程度的专用性资产。而在雷士照明第一次控制权之争的过程中,员工和经销商采用极端的方式(罢工和停货),态度鲜明地支持吴长江,这显然已经超出甚至违背了他们与公司层面所订立契约关系的行为范畴,而具备了专用性资产的属性。这些公司的利益相关方为何会成为吴长江个人的专用性资产?归纳起来,我们认为主要有以下两方面原因:

第一,创始人基于个人声誉与利益相关方形成的隐性契约关系,使利益相关方成为创始人个人的专用性资产。由于创始人通常会直接参与企业的管理,创始人的利益与企业的长期利益更为一致(Fan et al., 2012a; 夏立军等, 2012; Anderson and Reeb, 2003)。因而,创始人的行为更容易获得利益相关方的支持,从而使创始人与他们形成了公司层面以外的隐性契约。

吴长江与核心团队及员工之间的关系正是如此。自公司创立以来,吴长江便一直负责公司的经营管理。在他带领下,公司实现快速发展,并很快成为国内同行业的领军品牌。经过多年的积累,其核心创业团队及员工对其做法深信不疑。

第二,创始人基于利益捆绑与利益相关方形成的隐性契约关系,使利益相关方成为创始人个人的专用性资产。为了降低交易成本,创始人会与利益相关方形成利益捆绑,以维系双方的合作关系。同时,由于显性契约容易受到外部监督,基于利益捆绑所形成的关系更多以隐性契约的形式而存在。这也进一步保护了创始人与利益相关方的私人利益往来,巩固和维系了双方的合作关系。

吴长江与经销商、供应商的关系正属于此类。这具体体现在两个方面:一方面,独有经销网络的建立与吴长江个人扶持经销商的经营策略分不开。比如,在创业早期,为了扶持专卖店,吴长江就决定给予每家专卖店2~3万元的补贴以拓展销售渠道。同时,吴长江还给予经销商现金或货物形式的授信以扶持经销商。另一方面,经销商与吴长江本人有频繁的利益关系。表1是创始人罢免原因中提及的关联交易情况。可以发现,关联交易的主体除吴长江亲属参与外,经销商代表李灌珉和朱善宽也是这些公司的主要股东。此外,根据公司董事会调查报告披露,吴长江从10名经销商处获得过个人贷款。

表 1 创始人罢免原因所提及的关联交易情况

	关联交易主体	关联交易主要内容 (单位: 元)	主要投资人
第一次	中山圣地爱司照明有限责任公司	关联方占款 (截止 2012. 06. 30): 36 509 102	朱善宽、李灌珉、陈敏
	重庆恩林电器有限公司	关联方占款 (截止 2012. 06. 30): 937 612	曾展翅、陈敏
	山东雷士照明发展有限公司	关联方占款 (截止 2012. 06. 30): 11 708 780	朱善宽、李灌珉、曾展翅、陈敏
	重庆恩维西实业有限公司	关联方占款 (截止 2012. 06. 30): 约 25 000 000	李灌珉、朱善宽、陈敏
第二次	山东雷士照明发展有限公司	20 年雷士品牌使用授权	朱善宽、李灌珉、曾展翅、陈敏
	重庆恩维西实业有限公司	20 年雷士品牌使用授权	李灌珉、朱善宽、陈敏
	中山圣地爱司照明有限责任公司	20 年雷士品牌使用授权	朱善宽、李灌珉、陈敏

注: 陈敏为吴长江岳母。

资料来源: 全国企业信用信息公示系统及相关媒体报道

(二) 创始人专用性资产所形成的堑壕效应如何决定控制权争夺的结局

正是基于与员工和经销商所形成的隐性契约关系, 吴长江使员工和经销商成为其个人的专用性资产, 并成为左右控制权之争走向的决定因素。

在公司第一次控制权之争公开化当日, 员工和经销商便向董事会提出让吴长江回归雷士的要求, 并采用罢工、停货等极端方式, 要求董事会尽快答复并满足他们的要求。尽管董事会之后回应并实质上满足了除让吴长江回归雷士以外的大部分要求, 但这并没有改变事态的发展。这也说明, 让吴长江回归才是他们的最终目的。最终, 在供应商断货, 独有销售网络丧失, 核心管理人员离职, 以及新品牌潜在威胁的情况下, 双方达成妥协, 在吴长江分别与投资人代表、员工、经销商和供应商协商后, 公司生产恢复正常, 而吴长江重回公司担任运营委员会负责人, 重掌公司控制权。

进一步的, 我们借助事件研究法, 分析雷士照明第一次控制权争夺期间各项事件的市场反应, 为上述分析提供实证证据。具体的, 与以往文献 (Fan et al., 2012b) 相似, 我们采用市场调整法和市场模型估计法, 计算各阶段事件前后两天的累积超额收益率, 即 CAR^④。

表 2 是估计结果, 以市场调整法为例, 可以发现, 第一次事件中, 创始人突然辞职使公司的 CAR 损失了 28.04%, 而为支持创始人回归, 员工罢工、供应商停货等事件使公司的 CAR 损失了 32.71%。如果说 CAR 反应了市场对公司控制权变动的影响, 那么员工罢工、经销商停货等突发事件所引起的 CAR 的变动, 则充分反映了创始人基于与员工和经销商所形成的专用性资产在控制权变动中所起到的重要影响。同时, 通过图 2 可以发现, 在 8 月 20 日创始人与员工、经销商等沟通后, CAR 开始回升, 最终随着创始人重新获得公司控制权, 员工及经销商所引起 CAR 变动的影响趋于

零。这就再次说明, 创始人基于与员工和经销商所形成的隐性契约关系成为了影响公司控制权配置的重要因素。

表 2 事件发生不同阶段公司的累计超额收益率

事件 [时间区间]	CAR (市场调整法)	CAR (市场模型估计法)
辞职公告 [2012. 05. 23-2012. 05. 27]	-28.04%	-27.62%
员工罢工、供应商停货 [2012. 07. 10-2012. 08. 16]	-32.71%	-32.11%
第一次事件全程 [2012. 05. 23-2012. 09. 06]	-39.16%	-35.07%

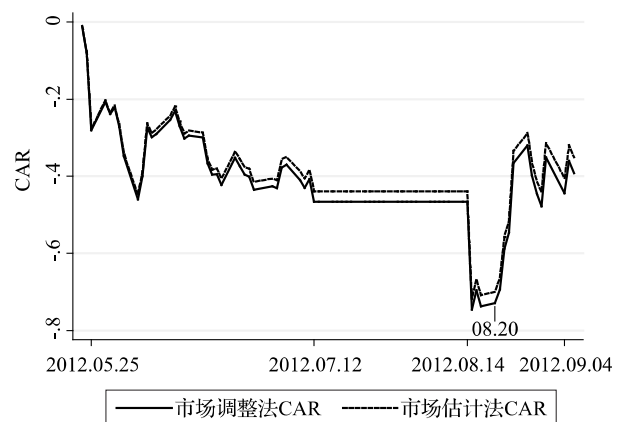


图 2 第一次事件发生期间 CAR 的趋势图

(三) 进一步证据

为了进一步验证前述专用性资产与控制权配置之间的因果关系, 排除其他替代解释, 我们对两次事件影响公司控制权配置的因素 (见表 3) 依次分析如下:

^④ 其中, 市场模型估计法以事件发生前 300 天至前 30 天作为估计期间, 估计预期收益率, 进而计算 CAR。限于篇幅, 详细过程不再赘述, 可向作者索取。

表 3 两次控制权之争影响公司控制权配置的因素比较

		第一次 (2012. 05. 25-2012. 09. 04)	第二次 (2014. 08. 08-2014. 11. 06)
事件涉及方		吴长江 vs 赛富亚洲+施耐德电气	吴长江 vs 德豪润达
事件起因		1. 协助其他案件调查而辞职 2. 关联交易涉及利益输送 3. 不遵守董事会决议	1. 关联交易涉及利益输送: 授权许可三家关联公司 20 年品牌使用权
影响公司 控制权 配置的因素	股权结构	辞职伊始: 股东名称 (持股比例) 1. 赛富亚洲 (18. 48%) 2. 吴长江 (18. 45%) 3. 施耐德电气 (9. 21%) 6 月 18 日增持后直至第一次事件结束: 股东名称持股比例 1. 吴长江 (19. 53%) 2. 赛富亚洲 (18. 48%) 3. 施耐德电气 (9. 21%)	2014 年 8 月 8 日罢免公告发布时: 股东名称 (持股比例) 1. 德豪润达 (27. 10%) 2. 赛富亚洲 (18. 50%) 3. 施耐德电气 (9. 22%) 4. 吴长江 (2. 54%)
	董事会构成	吴长江 穆宇 (吴长江创业团队) 阎焱 (赛富亚洲) 林和平 (赛富亚洲) 许明茵 (高盛) 朱海 (施耐德电气) Alan Russell POWRIE (独立董事) Karel Robert DEN DAAS (独立董事) 王锦燧 (独立董事)	吴长江 王冬雷 (德豪润达) 王冬明 (德豪润达) 肖宇 (德豪润达) 熊杰 (德豪润达) 林和平 (赛富亚洲) 朱海 (施耐德电气) 李伟 (中国银河证券) 王锦燧 (独立董事) 李港卫 (独立董事) 吴玲 (独立董事) 王学先 (独立董事) 魏宏雄 (独立董事)
	控制权 争夺方特征	阎焱: 风险投资基金合伙人	王冬雷: 照明相关产业公司董事长
	创始人 专用性 资产	1. 创始人与外部利益相关方的契约关系 案例表现: 创始人与员工的隐性契约关系; 创始人与经销商的隐性契约关系 2. 创始人的个人能力、特质 案例表现: 创始人超过 17 年的行业经验, 管理能力 3. 创始人的创业激情、投入	1. 创始人的个人能力、特质 案例表现: 创始人超过 17 年的行业经验, 管理能力 2. 创始人的创业激情、投入
控制权归属结果		创始人最终取得公司控制权	创始人最终失去公司控制权

1. 股权结构

对比分析雷士照明的股权结构发现,两次事件中,公司的股权均处于相对集中的状态,公司没有绝对控股的大股东。同时,创始人的持股比例始终低于事件另一方的持股比例(第一次:18.45% vs 18.48%+9.21%;第二次:2.54% vs 27.10%),股权比例所体现的公司控制权归属并没有发生变化。而结合两次控制权之争迥异的结果,就可以说明股权结构不是影响事件中公司控制权配置的决定性因素。

此外,尽管事件双方的持股比例存在一定差异,且在两次事件中有所变化(第一次差异9.24%;第二次差异24.56%)。但这一差异更多体现在持股比例所代表的所有权的差异上,而与控制权的归属无关,因而也不会影响前文主要结论。

2. 董事会构成

与股权结构的情况类似,两次事件中,创始人在董事会的席位中均处于劣势(创始人与事件另一方控制的董事会席位比例分别为2:3和1:4)。换言之,创始人不可能通过董事会的权力配置来掌握公司最终的控制权。但在第一次事件中,创始人在董事会席位占劣势的情况下,最后仍重获公司控制权。这就说明,董事会结构的权力分配对于事件中公司控制权的配置没有起到决定性的作用。因而,前文的分析和主要结论不会受到董事会构成因素的影响。

3. 控制权争夺方的特征

控制权争夺方的特征可能是解释两次控制权配置结果的重要因素。比如:相对于王冬雷拥有的相关行业的实务经验,阎焱只是风险投资基金的合伙人,其利益可能只在于追求短期投资收益最大化,而非追求企业的长久发展,因而这可能影响了两次事件中员工及经销商的态度,进而产生了最终的控制权分配结果。

不过,我们并不认为上述解释成立,理由如下:一方面,如果阎焱等只追求短期投资收益最大化,那么在发现创始人关联交易利益输送时,他们就应在股价高点退出公司,或是在工厂罢工等事态中,将所持股份转让其他股东(如施耐德电气)。从事件全程来看,阎焱等始终没有减持或退出公司,这说明他们并非只追求投资收益最大化,而不顾企业的长久发展。另一方面,尽管王冬雷拥有照明相关产业的经验,但其主营业务为照明芯片,而非雷士的灯具业务,且德豪润达及雷士还遵循不同业竞争的协议。尤为重要的是,德豪润达的经营状况并不乐观,其2013年净利润仅为882.6万,同比下滑94.55%,扣除政府补贴的非经常性损益后,实际亏损1.81亿。因此,没有理由认为王冬雷及其公司的行业经验能够为雷士的长远发展提供借鉴,

因而也不大可能会对雷士员工及经销商的态度产生引导性的影响。

4. 创始人专用性资产

两次事件创始人专用性资产的差异主要体现在是否包含与员工及经销商的隐性契约关系,而这也解释了两次控制权归属的结果。

综上,对比两次事件差异性的证据,就进一步凸显了基于与利益相关方的契约关系所形成的专用性资产对公司控制权配置的重要影响,也再次证明了创始人基于专用性资产所形成的堑壕效应影响公司控制权配置这一理论命题的内部有效性。

六、进一步分析:如何制衡创始人基于专用性资产形成的堑壕效应

前述分析发现,在第一次事件中,创始人在董事会投票权和持股比例均不占优势的情况下,基于专用性资产所形成的堑壕效应,最终仍能取得公司的控制权。然而,值得进一步思考的是,如果董事会和机构投资者等现有公司治理机制都不能有效替换拥有专用性资产的创始人,那么该如何制衡形成堑壕效应的创始人,约束其自利行为?

不过,结合第二次事件,可以发现,创始人与利益相关方所形成的隐性契约关系并没有发挥作用,创始人最终也因此失去了公司的控制权。这一方面说明隐性契约关系本身存在不稳定性(Hadfield, 1990),使得基于此形成的堑壕效应并不持久、稳固。另一方面,更为重要的,这为制衡创始人基于专用性资产所形成的堑壕效应提供了思路,即通过改变与利益相关方的契约签订模式,将与利益相关方的契约关系由创始人个人声誉和利益捆绑背书的隐性契约转化为企业层面的契约,使企业而非创始人享有契约约定的权利,以减轻创始人基于隐性契约所形成的堑壕效应,加强对创始人自利行为的约束。

具体的,实现上述思路有以下两个途径:

1. 将与外部利益相关方的契约由个人隐性契约转化为企业契约

企业应该与主要外部利益相关方订立明确的企业层面的契约,并经由董事会决策批准。这不仅是为了降低创始人的堑壕效应,同时也是减轻企业传承过程中价值损失的必要安排。企业都会经历创始人隐退、资产传承的阶段,而由于创始人专用性资产难以无损的传承,企业交接的同时就会伴随着价值损失(Fan et al., 2012a)。如果能够尽早将创始人与外部利益相关方的隐性契约转化为公司层面的契约,就可以降低传承专用性资产所引起的无谓损失,保证企业核心竞争力的存续。

2. 授予核心员工股权激励

核心员工之所以成为创始人的专用性资产，除了由于创始人在创业过程中的权威和付出更容易受到员工的认同和支持，更重要的是，员工可能认为其依附于企业所获得的未来收益会随着创始人的离职而减少（Shleifer and Vishny, 1989）。如果能够授予员工股权激励，则可以在减轻员工与创始人利益捆绑关系的同时，使员工的利益与企业发展更为一致，从而更有效地发挥员工的才能，为提升企业价值服务。

七、结论与启示

本文从创始人专用性资产的视角，提炼基于堑壕效应的理论分析框架，结合雷士照明的案例资料，为创始人专用性资产是否以及如何影响公司控制权配置的理论命题提供了相应证据，拓展了现有公司控制权配置理论的分析框架。此外，本文还提供了制衡创始人堑壕效应的思路。

本文的启示意义在于：本文的分析和发现将有助于全面评价创始人对于企业的重要意义。同时，本文还对此前阿里在香港上市遭拒^⑤所引发的关于如何准确衡量创始人的重要性，如何权衡创始人与其他股东的利益，双层股权结构所形成的堑壕效应如何影响创投双方利益等问题的讨论提供了一个分析路径。此外，本文对创始人在专用性资产存在的前提下的传承方案及相应控制权配置安排，也有一定的启示意义。

主要参考文献

夏立军，郭建展，陆铭. 2012. 企业家的“政由己出”——民营IPO公司创始人管理、市场环境与公司业绩. 管理世界，9：132~141

祝继高，王春飞. 2012. 大股东能有效控制管理层吗？——基于国美电器控制权争夺的案例研究. 管理世界，4：138~152

Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding - Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. The Journal of Finance, 58 (3): 1301~1327

Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer. 2003. Family Firms. The Journal of Finance, 58 (5): 2167~2202

Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. The Journal of Finance, 57 (6): 2741~2771

Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000.

The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. Journal of Financial Economics, 58 (2): 81~112

Eisenhardt, K. M. 1989. Building Theories from Case Study Research. Academy of Management Review, 14 (4): 532~550

Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics, 26 (2): 301~325

Fan, J. P. H., M. Jian, and Y. H. Yeh, 2012a. Family Firm Succession: The Roles of Specialized Assets and Transfer Costs. Working Paper, Chinese University of Hong Kong

Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang, 2012b. Founder Succession and Accounting Properties. Contemporary Accounting Research, 29 (1): 283~311

Hadfield, G. 1990. Problematic Relation: Franchising and the Law of Incomplete Contracts. Stanford Law Review, 42 (4): 927~93

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World. The Journal of Finance, 54 (2): 471~517

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. Law and Finance. Journal of Political Economy, 106 (6): 1113~1155

Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1989. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. Journal of Financial Economics, 25 (1): 123~139

Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, 52 (2): 737~783

Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?. Journal of Financial Economics, 80 (2): 385~417

Villalonga, B., and R. Amit. 2009. How Are U. S. Family Firms Controlled?. Review of Financial Studies, 22 (8): 3047~3091

Williamson, O. E. 1991. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. Administrative Science Quarterly, 36 (2): 269~296

Yin, R. K. 2008. Case Study Research: Design and Methods. Sage Publications, Inc

^⑤ 相关报道如 http://special.cnfol.com/6408_00.shtml。

Split Share Structure Reform , Ownership Pyramid and Firm Performance

Chen Xinyuan & Huang Jun

Based on the split share structure reform , this paper employs the data of listed companies from 2001 to 2010 and investigates the effect of split share structure reform on the ownership pyramid and firm performance from the perspective of economy consequence. We find that the ownership pyramid of listed companies decreases significantly after split share structure reform due to interest convergence between controlling shareholders and minority shareholders. Further , firm performance increases with the reduction of ownership pyramid because the agency costs decline and the monitoring on executive managers strengthens. Finally , the impact of split share structure reform on ownership pyramid and firm performance is more significant for private firms.

Founder's Specialized Assets , Entrenchment Effect and Corporate Control Allocation ——Case Study of NVC Lighting Holding Limited

Yi Yang et al.

Using the asset specificity approach and entrenchment effect theory , this paper , based on the case of NVC Lighting Holding Limited , discusses whether and how the founder's specialized assets influence the corporate control allocation. We find that the founder's specialized assets are the main determinate of corporate control allocation. Meanwhile , based on the limitation of the existing corporate governance mechanisms , we provide a framework to counter the founder's entrenchment effect. This paper is of certain enlightening significance in how to fully evaluated the role of founder's specialized assets , how to improving corporate governance mechanisms , countering entrenchment effect.

Marketization Process , Voluntary Disclosure and the Cost of Equity Capital

Li Huiyun & Liu Di

We studied the impact of marketization process on the relationship between voluntary disclosure and cost of equity capital. We found that the marketization process strengthened the negative correlation between voluntary disclosure and the cost of equity capital. Furthermore , in the region of lower marketization progress , being affected by strong government intervention , the state-owned listed companies showed a lower correlation with voluntarily disclose and the cost of equity capital than the non-state-owned listed companies. Conversely , in the region with higher marketization progress , government would reduce the intervention in the enterprise , because of the greater flexibility to intervention , the non-state-owned listed companies would reduced more cost of equity capital than the state-owned listed companies through voluntary information disclosure.

Supplier/Customer Relationship Transaction , Earnings Management and the Auditor's Decision-Making Behavior

Fang Hongxing & Zhang Yong

Based on the dataset disclosed by Chinese A-share listed companies , which contains 24289 firm's percentage of purchases and sales with the five largest suppliers and customers from 2007 to 2013 , this paper examines whether the degree of firm's earnings management is affected by the degree of Supplier/Customer Relationship Transaction , and whether the Earnings Management predicted by Supplier-Customer Relationship Transaction can affect the auditor's decisions of issuing audit opinions and audit fees. The study finds that Supplier/Customer Relationship Transaction can explain the action of earnings management in some degree. Further research shows that the earnings management which is predicted by the Supplier/Customer Relationship Transaction significantly influences the auditor's decisions of issuing audit opinions and audit fees. This paper describes the mechanism and process of Supplier/Customer Relationship Transaction's effect on the quality of accounting information as well as the auditor's decision-making behavior from a unique perspective , offers valuable references for investors , regulators and auditors to understand the occurrence mechanism of firm's financial accounting behaviors in terms of Supplier/Customer Relationship Transaction , and develops a new perspective for the further research of accounting information quality and auditor's behavior.

The Application of Semantic Analysis Method in the Corporate Environmental Information Disclosure Research

Zhang Xiumin et al.

Content analysis is one of the most popular methods to measure the quality of the information in the domain of environment information disclosure. Semantic analysis focuses on the text features , which aims at studying the behavior of the semantics control and exploring the corporate deep motivation. This paper firstly peresents applying the semantics analysis to the domain of corporate environmental information disclosure and puts forward semantic analysis methods combined with disclosure index based on text mining. This study analyzes Chinese listed companies' semantic status and characteristics of environmental information disclosure , trying to expand and improve measuring the quality of the information disclosure.