

# 公司实际控制人过度自信引发控制权危机

——基于国美电器的案例分析

赵梦怡, 戴书松(副教授)

**【摘要】** 从公司实际控制人过度自信的角度,可以找到导致实际控制人面临控制权危机的原因。由国美电器的案例分析可知,公司实际控制人的过度自信往往源自股权控制权、董事会控制权与管理层控制权三者配置失衡、轻视规则保护、未利用公司章程建立控制权保护机制、未充分利用剩余公司治理等。通过从实际控制人过度自信的角度重新解构国美电器的经典案例,对完善公司治理机制具有借鉴意义。

**【关键词】** 实际控制人; 过度自信; 控制权危机; 公司治理

**【中图分类号】** F203.9      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2017)17-0067-8

## 一、引言

人们在实践中往往过于相信自我判断,把成功的原因归功于自己,可将其称为过度自信。过度自信的概念源于心理学,由于决策者高估自身的能力和知识水平从而导致出现高估成功概率、低估风险的心理偏差。Cooper、Woo 和 Carolyn(1988)通过分析 2994 个企业家的相关数据,发现企业家普遍存在过度自信行为。Langer(1975)研究发现企业高层管理人员比普通员工过度自信的程度更强。公司实际控制人的过度自信行为在一定程度上普遍存在,引发了一系列公司治理问题,本文将从实际控制人过度自信行为方面展开案例论述和分析,并从文化制度等层面分析公司实际控制人面临控制权危机的原因,对于完善公司治理机制具有重要意义。

提到黄光裕,无法远离他的关键词有“国美”“陈晓”,国美控制权之争成为大股东与管理层委托代理关系研究的经典案例。黄光裕虽然现在身在狱中,但是其作为创始人的权威所产生的影响一直都在,2015年5月,市场曾传出“黄光裕将提前出狱”的消息,直接引发国美电器股价大涨,累计涨幅超过100%。事实也是如此,黄光裕对国美的影响无处不在。2015年7月国美电器以112.68亿港元(约合90亿元人民币)从大股东黄光裕手中购入未上市的578家门店资产,这意味着黄光裕行使全部认股权证后其持股比例从32.43%进一步提高到50.52%,达

到对国美的绝对控制,再一次稳固了其控制权。

目前,关于公司实际控制人的过度自信以及其对公司投资的影响已经形成较多文献,但公司治理中公司实际控制人的过度自信引发控制权危机的分析在现有研究中并未得到足够关注。本文将在现有理论和制度背景下对国美电器这一经典案例展开公司实际控制人过度自信引发控制权危机的分析。

## 二、文献综述

公司实际控制人过度自信和公司治理有效性之间的内在联系是一个重要议题。Roll(1986)首先提出管理者过度自信假说,分析了过度自信的管理者对企业并购行为的影响。

### (一)实际控制人过度自信不利于公司治理

Heaton(2002)提出一个基于管理者过度自信的投资异化模型,该模型结合了管理者过度自信和自由现金流,结果表明,在不同的自由现金流下,管理者过度自信会分别导致过度投资和投资不足。郝颖、刘星和林朝南(2005)认为,同适度自信相比,高管的过度自信行为与投资水平显著正相关,同时发现高管的过度自信行为对投资现金流的敏感性更强。同源董事的比例越高,过度自信高管决策影响的放大效果越明显,其结论是高管的过度自信更有可能引发低效率配置的过度投资行为。Doukas 和 Petmezas(2007)研究了管理者过度自信与企业并购的关系,发现管理者越过度自信,越容易实施并购,特别是多

元化并购;同时,过度自信管理者所引发的并购所得回报要低于非过度自信管理者。姜付秀、张敏和陆正飞等(2009)发现管理者过度自信对我国企业扩张会产生显著的影响,同时,过度自信的管理者所执行的扩张战略会进一步加大企业陷入财务困境的可能性。对我国企业管理者而言,更关注企业规模而非企业的财务困境。庄平和李延喜(2011)选取管理者过度自信和企业风险的代理变量,通过单位根检验和格兰杰因果关系检验,研究管理者过度自信对企业风险的影响,发现管理者过度自信会加大企业风险。孙光国和赵健宇(2014)利用沪深两市A股上市公司2008~2012年的经验数据,实证检验了管理层过度自信对会计稳健性的影响,结果表明管理层的过度自信会显著降低公司的会计稳健性水平。

### (二)实际控制人过度自信有利于公司治理

Anand和Anjan(2008)发现,有时可能会进行减少价值投资的过度自信的管理者,相较于一个理性的管理者,前者通过使公司治理价值最大化而更有可能升职为首席执行官。过度自信的首席执行官在信息生产方面也会投资不足。董事会既会解雇过度缺乏自信又会解雇过度自信的首席执行官。首席执行官的适度自信将有利于股东。余明桂、李文贵和潘红波(2013)实证研究发现,管理者过度自信与企业风险承担水平显著正相关。对风险承担经济后果的检验发现,具有过度自信特征的管理者更加认同自己的领导能力和项目决策能力,可能会更积极地把握那些具有正净现值的高风险高回报投资机会。Malmendier和Tate(2005、2008)认为与理性的CEO相比,过度自信的CEO所做的投资决策对现金流的敏感度更高,管理者的过度自信在一定程度上确实导致了企业投资行为的扭曲。Malmendier和Tate(2005)发现,和理性首席执行官相比,过度自信的首席执行官对企业投资具有更高的现金流敏感度,特别是在股权依赖型企业中更明显。

### (三)评述

对过度自信与公司治理的文献回顾表明,公司实际控制人的过度自信程度将会对公司治理的效率产生重要影响。大多数学者认为实际控制人过度自信将对公司治理产生不利影响,主要是会导致企业的过度投资、加大企业财务风险等。但也有学者认为实际控制人的过度自信在企业投资决策中并不是完全消极的,在一定程度上,实际控制人的过度自信将会有利于公司治理,同时过度自信的管理者更有可能成为企业的首席执行官。考虑到我国上市公司大

股东治理背景以及内部董事和高管层的同源性,我国上市公司的管理者和董事会是否存在过度自信的认知偏差?如果存在,如何度量过度自信?对实际控制人的度量应该结合我国资本市场的特点。

## 三、国美电器“控制权之争”的来龙去脉

国美电器股东与管理层的动态博弈(见表1)在2010年达到白热化阶段。管理层不断摆脱大股东对其的控制,从2009年6月引入机构投资者,到2009年7月推行股权激励方案,到试图改变大股东的战略理念,再到2010年上诉大股东。同时,大股东也给予管理层激烈的反击,在2010年5月连投五项否决权,再到2010年8月用真金白银守住控制权。在博弈过程中,虽然大股东用未上市门店这一杀手锏成为这场博弈的最终胜利者,但是这场博弈对大股东的利益造成了巨大影响,甚至改变了公司实际控制人的过度自信行为,从2015年7月大股东增持股份到50.52%可以看出,大股东已经畏惧了管理层对其控制权的挑战。

## 四、公司实际控制人过度自信引发控制权危机的原因

### (一)相信个人权威,轻视规则保护

#### 1. 个人权威膨胀,任意扩大董事会权力。

(1)公司实际控制人过度自信的表现与识别。本文通过对比高管与大股东的过度自信表现来识别实际控制人的过度自信,进而为控制权危机分析打下基础。大量实施股权激励企业的高管在行权期内表现出持股数量不变和持股数量增加的特点,表明高管普遍存在过度自信(郝颖、刘星、林朝南,2005)。为降低代理成本,企业往往授予公司管理层股票以激励管理层更好地经营公司,同时对管理层出售股票给予一定的限制。由于管理层不能自由地出售股票,一旦企业经营不善,管理层自身利益就会受到损害。基于理性人自利假设,管理层会选择性地出售股票。如果管理层长期持有股票或者增加对公司股票的持有,说明管理层充满自信,即可认定为过度自信。在度量管理层过度自信上,本文采用高管在任期内持股数量的变化作为衡量指标。同时遵循以下原则:①谨慎性原则,本文将三年持股数量不变的高管归为适度自信;②如果三年间持股数量增加视高管为过度自信。

由图1可知,陈晓在任期三年内持股数目变化波动较大,且在任期的第二年持股数量剧增,这与其

表 1

国美股东与管理层动态博弈过程

大股东与管理层动态博弈过程	时间节点	事件
管理层摆脱大股东控制	2008.11.19	黄光裕因非法经营、内幕交易入狱,陈晓代理董事会主席
	2009.1.16	陈晓正式出任董事会主席;不久调整公司战略,由黄光裕时代的“数量至上”转变为“注重单店效益”
	2009.6.22	国美发行18.04亿港元债券引入贝恩资本,对赌条款为陈晓任董事会主席三年以上
	2009.7.7	国美推出包括陈晓在内的105名管理层的“股权激励方案”
大股东对管理层再控制	2010.5.11	黄光裕在股东大会上连投5项否决权,陈晓在董事会会议上重新提名贝恩
	2010.8.4	黄光裕要求撤销对董事会的概括授权以及陈晓、孙一丁职务
管理层摆脱大股东控制	2010.8.6	国美上诉黄光裕2008年回购股份违反董事信托责任
	2010.8.25	黄光裕斥资2.91亿港元增持0.8%股权
大股东对管理层再控制	2010.8.31	黄光裕斥资4亿港元,持股总量增至35.98%
	2010.9.19	黄光裕召集1255家未上市门店
	2010.9.27	贝恩债转股成为第二大股东,支持管理层
管理层摆脱大股东控制	2010.9.28	特别股东大会上,第二大股东支持陈晓
	2010.11.12	黄光裕手持未上市门店,贝恩减持股份至10%以下
	2011.3.9	陈晓辞去董事会主席以及执行董事职务,张大中接任
大股东对管理层再控制	2015.7.27	国美收购黄光裕578家未上市门店,黄光裕持股增至50.52%

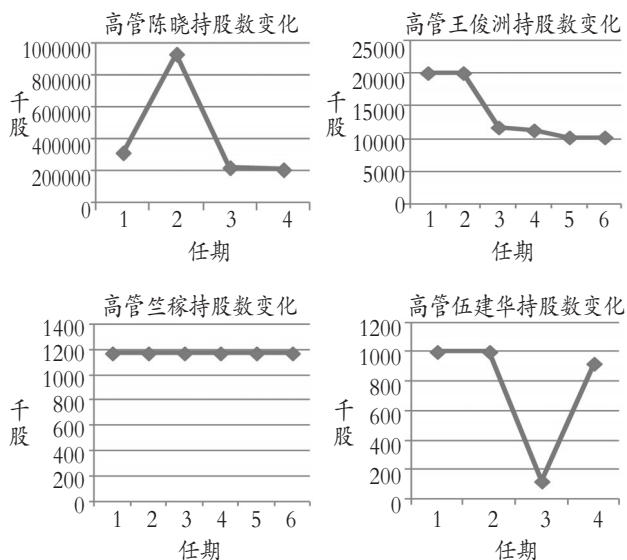


图 1 高管持股数变化趋势

他几名高管显示出完全不同的波动幅度,在一定程度上表明其过度自信程度较大。高管竺稼持股比例在任期内几乎不变,属于适度自信。高管王俊洲和伍建华在任期内分别减少了持股数量。高管王俊洲在任期的第三年有一个明显的减持,减持量达到原持股数量的一半;高管伍建华在任期第三年,几乎减持了自己所拥有的全部股份。但王俊洲和伍建华在任期第四年都不同程度地增加了持股数量。只有高管陈晓持股数量呈现出不同的变化趋势,其在任期的第二年(2008年)大量增持了股份,实际持股数量为929128064股,该股份由陈晓控制的一间公司持有。

高管陈晓在2008年增持股份表明其过度自信,因为2008年正值国美控制权争夺初期,高管陈晓是此时公司的实际控制人,其增持公司股份表明陈晓不仅相信国美将在他的带领下有所飞跃,也相信可以达到进一步稀释狱中大股东黄光裕的股份,削弱黄光裕对国美的控制的目的。本文认为,大股东的过度自信在持股比例上应该呈现出与高管持股比例相反的趋势,即减少自身所持的股份,并且大股东减持股份是主动的。在国美控制权争夺时期,黄光裕股份的减少是被动的,主要源于管理层陈晓引入贝恩资本以及实施股权激励计划,黄光裕的股份被迫摊薄,因此这段时期,黄光裕股份减少并不是因为大股东的过度自信行为。大股东黄光裕的过度自信行为主要表现在国美控制权争夺前期。

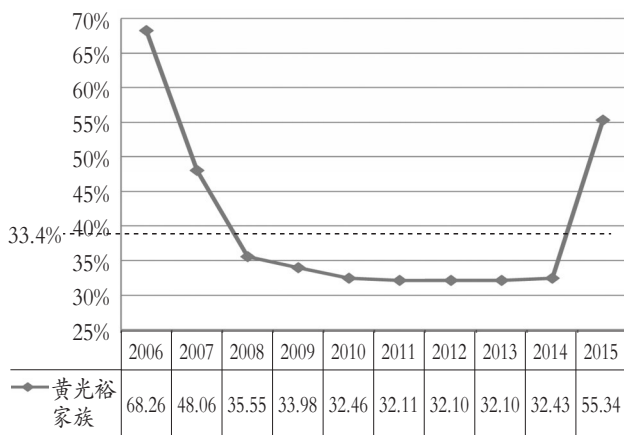


图 2 大股东持股比例(%)变化趋势



从图2可以看出,2006~2008年,即国美事件发生之前,大股东黄光裕不断减持股份,这可以看出其过度自信,即大股东可以凭借其较少股权获得更多的控制权收益,股权与控制权的杠杆性更强。但在国美事件之后,大股东黄光裕的过度自信程度明显降低,不断增持股份,在2015年甚至达到55.34%,过度自信程度大大降低,国美事件带给黄光裕深刻的教训。值得注意的是,大股东的过度自信还表现在肆意扩张个人的私人欲望上,如在2006年持有国美电器约68.26%股权的黄光裕采取概括授权的方式赋予董事会极大的职权。黄光裕采用概括授权的方式主要是为了使自己在国美内部拥有绝对的权力。授予国美董事会包括随时任命董事、以各种方式增发回购股份、对管理层实行股权激励等权力。过度权威失去约束时必然导致私欲膨胀、过度自信。正是在权力失去约束的情形下,黄光裕相继涉及非法经营、内幕交易等违法事件,这说明权威治理往往源自大股东的过度自信。当大股东黄光裕银铛入狱时,控制董事会的管理层陈晓成为企业的实际控制人,黄光裕之前因扩张私人权力而对董事会实行的概括授权却“便利”了管理层争夺控制权,所以黄光裕在入狱后于2010年8月要求撤销对董事会的概括授权。

此外,资本市场会将大股东个体和集团整体捆绑看待,如国美股价因黄光裕入狱而累计跌幅高达88.91%。又如在2015年5月“黄光裕将提前出狱”的消息直接引发国美电器股价大涨,这说明由大股东过度自信导致的权威治理,使得外部资本市场对大股东个体和集团整体的关联性变得尤其敏感,在不够完善的中国资本市场中这种敏感性更强。

(2)董事会权力过度集中,董事会与管理层高度重合。为随时通过董事会进行经营管理,大股东往往会采取概括授权的方式,扩大董事会权力。黄光裕曾在2006年扩张国美电器董事会权力,其中影响最大的一条是公司细则102条(B),规定董事会可随时委任任何人士为董事以填补空缺或增加董事会成员,这意味着董事会可随时任命董事而不必受制于股东大会。董事会权力的膨胀和滥用,导致股东权力的集权化进而损害中小股东的利益。陈晓正是利用概括授权倒逼大股东黄光裕,而概括授权正是黄光裕早期为自己控制公司所设。概括授权的滥用直接导致了董事会对董事的选用和股权激励方案的推行,使公司实际控制人拥有绝对权力。股东对董事的选任是配置控制权的重要安排,若董事会替代股东大会行使这项权利,这意味着国美的股东大会已经失去

了对董事会的控制。而对管理层实施股权激励将会稀释大股东的股权,大股东持股比例若低于33.4%,则很可能失去否决权,而否决权是控制权的表现形式之一。此外,在控制权争夺期间,陈晓作为管理层的代表接任董事会主席,使得董事会和管理层高度重合,管理层通过对董事会的控制权抢夺公司实际控制权。

2. 英美法系公司治理模式加剧了控制权争夺危机。国美电器的公司治理模式为英美模式。英美模式实行单层制的公司体制,只设股东大会和董事会。具体如图3所示。在英美模式中,股东与管理层代理问题相对突出。股东在公司决策中发挥的作用有限,通常通过股票买卖来“参与”公司重大决策并不直接干预公司经营,称为“用脚投票”,即当公司业绩不佳时便迅速抛售股票。中小股东与管理层的轮替较为频繁,股东与管理层难以长期合作。在分析大股东过度自信时,必须考虑国美所处的制度背景,与大陆法系奉行股东中心主义的体制不同,英美法系奉行董事会中心主义,不设监事会的特点进一步加强了董事会的权力,甚至股东大会的权力也极其有限。国美控制权争夺前后,董事会成员和管理层不断变更,与国美的治理模式不无关系。奉行董事会中心主义的英美模式中,董事会成为权力的核心,股东大会的掌控能力大大弱化,这也是黄光裕作为绝对控股的大股东其控制权却会遭受持股比例不到2%的管理层挑战的原因。

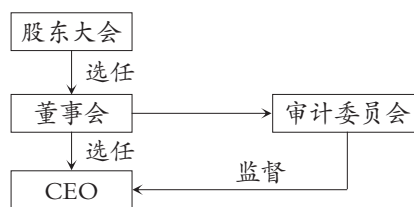


图3 英美模式公司治理结构

## (二) 股权控制权、董事会控制权与管理层控制权配置失衡

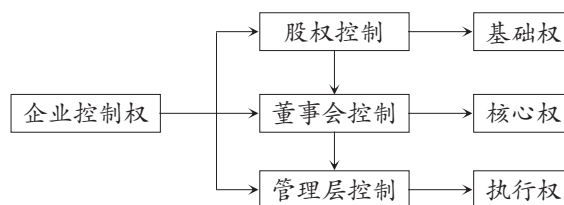


图4 控制权结构

如图4所示,公司控制权涵盖三个层面,即股权控制、董事会控制和管理层控制。在股东会控制层

面,公司的股东通过股权比例影响公司的重大决策,股权控制是基础权。在董事会层面,公司的重大决策都取决于董事长和多数董事,董事会控制体现在对重大事项的表决权上。董事长和多数董事代表谁的利益,谁就控制公司,因此董事会控制是核心权。如在陈晓担任董事会主席期间,其大胆调整了黄光裕时代的公司理念,从“数量至上”转变为“注重单店效益”,这说明管理层在挑战大股东的控制权权威。在管理层层面,管理层拥有对公司经营和资本运作的直接控制权,因此公司经营状况取决于管理层特别是首席执行官,管理层控制体现了其执行权。股权、董事会和管理层三个层面控制权的配置失衡会引发控制权危机。

**1. 股权控制。**股权控制表现在持股比例上,是控制权的基础权,但控制权并不仅仅表现为股权控制。从图5可以看出,2006~2008年,职业经理人持股比例呈上升趋势,而公司实际控制人持股比例不断下降,从绝对控股(68.26%)下降到相对控股(35.55%)。国美控制权争夺处于白热化时,黄光裕的持股比例甚至下降到33.4%以下,失去否决权,公司的实际控制人变成首席执行官陈晓。虽然陈晓仅仅拥有1.47%的股份,但却通过董事会能够与大股东(拥有33.98%持股比)抗衡以争夺绝对控制权,对大股东造成巨大威胁。这说明黄光裕仅仅重视股权控制是远远不够的,因为控制权还包括董事会和管理层两个层面的控制权。

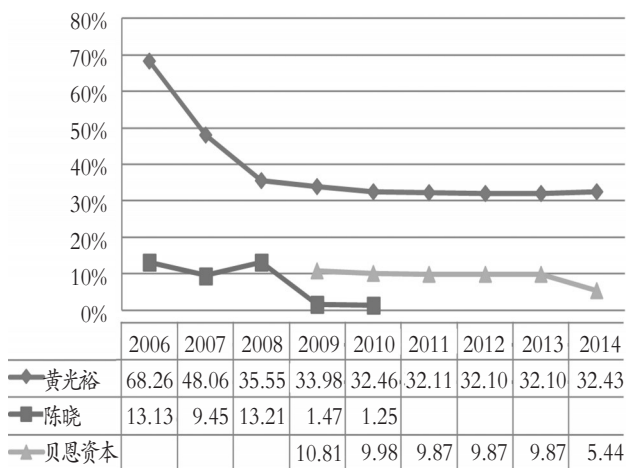


图5 股东持股比例(%)变化趋势

股权集中度为剖析股权结构特征提供了基本依据,其中大股东的持股比例基本决定了股权结构特征。考虑一种特殊情况,当股权集中度为100%,即公司的所有权控制在一方手里时,代理成本最小,也不

存在委托代理问题;当股权集中度为0、股权高度分散时,类似于现实生活中的“众筹”模式,当股东基数很大,每个人的持股比例几乎为零时,代理成本最高,此时管理层与股东的委托代理问题极其严重,易于形成内部人控制,管理层持有极低的比例就可控制整个公司,越级成为公司的实际控制人。本文采用学术界比较认可的CR指标来衡量股权集中度。股权集中度(CR<sub>n</sub>)是指前n个大股东的持股比例之和,鉴于国美电器大股东只有黄光裕一人,故n取1。

$$CR_n = \sum_{i=1}^n S_i$$

其中,S<sub>i</sub>表示第i位大股东的持股比例。

股权制衡度是指,通过内部牵制制度使得任何一个大股东都不能单独控制公司,由少数大股东或者实际控制人分享控制权以达到互相制衡的目的。根据国美电器年报中所披露的股东持股比例,本文用第二大股东到第四大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值表示股权制衡度。其公式表示如下:

$$DR_4 = \frac{\sum_{i=2}^4 S_i}{S_1}$$

其中,DR<sub>4</sub>代表股权制衡度;S<sub>1</sub>代表第一大股东持股比例;S<sub>i</sub>代表第i位大股东持股比例。

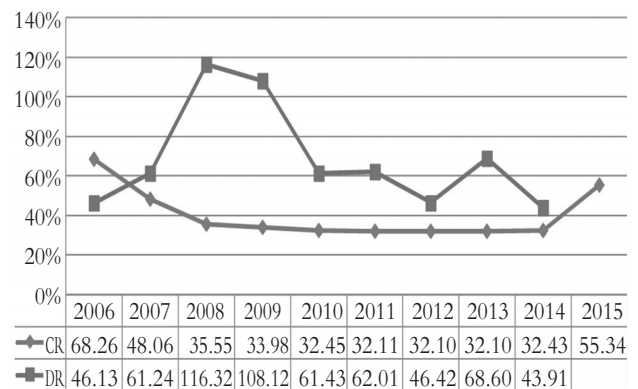


图6 CR(%)和DR(%)走势

从图6可以看出,2006~2014年,国美电器股权集中度呈现U型,先下降后上升,说明第一大股东在控制权争夺之后,加大了股权持有比例,进一步稳固了控制权。2015年5月,黄光裕的非上市门店注入国美就是为了进一步稳固其控制权。还可看出,2006~2014年,国美电器在2008年和2009年的股权制衡度均超过100%,股权制衡程度达到最高,这两个时间点和控制权争夺时间相吻合。也可发现,股权

集中度和股权制衡度总体上呈现相反趋势。这也在一定程度上说明,从控制代理成本和解决委托代理问题的角度出发,企业应该通过适当提高股权集中度、降低股权制衡度来优化股权结构,进而避免引发控制权争夺。

**2. 董事会控制和管理层控制。**在国美控制权争夺期间,2010年在贝恩资本和陈晓的双重压力下,黄光裕被迫同意将11个董事席位增加到13个,这一做法是为了减弱大股东在董事会的话语权,但在2011年,黄光裕又将董事会席位恢复到11个,这也是为了增强自己在董事会的话语权。详情见图7。

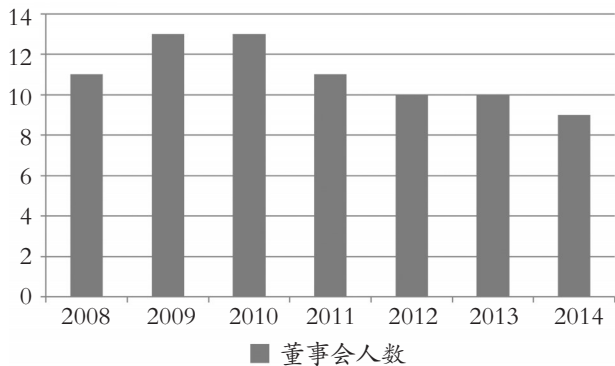


图7 董事会人数变化情况

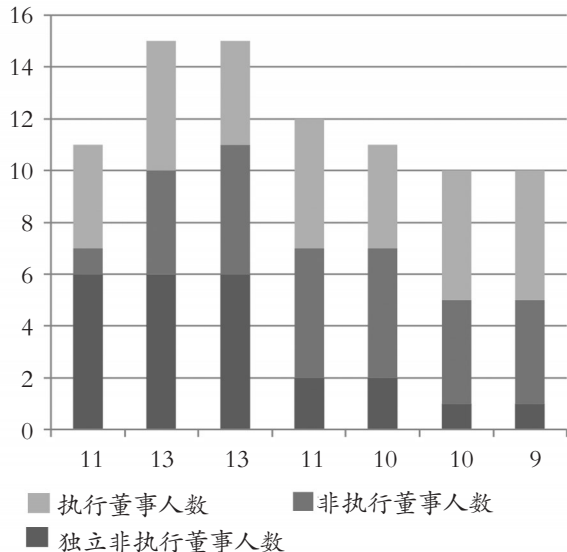


图8 董事会成员配比情况

根据国美各年董事会报告绘制董事会成员结构配比图(见图8),本文发现执行董事、非执行董事和独立非执行董事席位的分配比率在控制权危机中发生了巨大转变,2010~2011年执行董事比例直线下滑。这是因为在公司董事会中,减少执行董事席位的做法能够用最小的代价控制整个董事会。执行董事、非执行董事和独立非执行董事在董事会内部的权限

大小不同,若执行董事过多,大股东则需要更多的人力、财力或者动用更多的社会资本来控制董事会,这就是继陈晓之后张大中仅仅担任非执行董事一职的原因,这样大股东黄光裕可以保证张大中董事会的影响力受到限制。这也说明经历过控制权危机的黄光裕对董事会的构成进行了精心重置和布局,其个人自信程度在控制权争夺之后有所降低,而其作为公司实际控制人的谨慎性有所提高。

表2列示了董事会中各个董事的利益代表方,其中,非执行董事和执行董事具有利益代表方,其所考虑的是所代表股东的权益,而独立非执行董事考虑的是全体股东的利益,即其也代表了中小股东的利益,保持独立性,故独立非执行董事一般不具有明显的利益代表方。在2008年董事会中有明确的3名人员代表了第一大股东黄光裕的利益,有3名人员代表了第二大股东的利益。到2009年,第一大股东利益代表方减至2人,第二大股东利益代表方增至6人,黄光裕面临严重的控制权危机。2009~2011年,董事会中绝大多数董事代表第二大股东的利益,公司的实际控制权一直落在第二大股东手中,实际控制人面临控制权危机。直到2012年董事会中的绝大多数利益代表方才转变为第一大股东。

### (三)未利用公司章程建立控制权保护机制

公司章程不仅可以作为投资者和管理层关系平衡的有效合同,还可以在在一定程度上规避国家层面法律条款的影响,甚至可以通过增加或减少条款来控制管理层和制衡大股东。法定权利来源于公司法,规定了公司的普遍性问题,法定权利无法顾及各个公司的特殊性,而公司章程则规定了章定权利。

自2006年新《公司法》变革以来,在一些章节中都赋予股东通过公司章程等自治文件来完善股东权利的保护。根据2013年修订的《公司法》,可由公司章程自行规定的相关权利或条款共达32处,其中公司章程对董事会的构成以及董事会的职权具有较大的自主权,而董事会控制可以说是公司控制权的重要组成部分。2014年修订的《上市公司章程指引》对董事、监事提名方式的程序等细节以注释的形式赋予公司章程较大的自治空间。公司章程中与法律法规未抵触的自治内容都将受到法律保护。此外,股东协议也属于自治文件,它是英美法系上的概念。股东协议中约定的内容可能影响着公司、董事及监事的权利分配,因此股东协议也成为控制权配置的一种有效手段。《公司法》第四十四条指明董事长以及副董事长的产生办法由公司章程规定。公司章程第四



表 2

国美电器董事会结构变化情况

2008年			2009年			2010年					
姓名	职务	代表 股东	姓名	职务	代表 股东	姓名	职务	代表 股东			
黄光裕	执行董事	1	陈晓	执行董事	2	陈晓	执行董事	2			
杜鹃	执行董事	1	伍建华	执行董事	1	伍建华	执行董事	1			
陈晓	执行董事	2	王俊洲	执行董事	2	王俊洲	执行董事	2			
伍建华	执行董事	1	魏秋立	执行董事	2	魏秋立	执行董事	2			
王俊洲	执行董事	2	孙一丁	执行董事	2	孙一丁	执行董事	2			
魏秋立	执行董事	2	黄光裕	执行董事	1	刘晓春	执行董事	1			
孙强	非执行董事		竺稼	非执行董事	-	张大中	非执行董事	1			
史习平	独立非执行董事	-	Ian Andrew REYNOLDS	非执行董事	-	竺稼	非执行董事	2			
陈玉生	独立非执行董事	-	王励弘	非执行董事		Ian Andrew REYNOLDS	非执行董事	2			
Mark Christopher GREAVES	独立非执行董事	-	孙强	非执行董事		王励弘	非执行董事	2			
刘鹏辉	独立非执行董事	-	史习平	独立非执行董事	-	黄燕虹	非执行董事	1			
余统浩	独立非执行董事	-	陈玉生	独立非执行董事	-	史习平	独立非执行董事	-			
Thomas Joseph MANNING	独立非执行董事	-	Thomas Joseph MANNING	独立非执行董事	-	陈玉生	独立非执行董事	-			
			Mark Christopher GREAVES	独立非执行董事	-	Thomas Joseph MANNING	独立非执行董事	-			
			刘鹏辉	独立非执行董事	-	李港衡	独立非执行董事	-			
			余统浩	独立非执行董事	-						
2011年			2012年			2013年			2014年		
姓名	职务	代表 股东	姓名	职务	代表 股东	姓名	职务	代表 股东	姓名	职务	代表 股东
陈晓	执行董事	2	伍建华	执行董事	1	伍建华	执行董事	1	刘晓春	执行董事	1
伍建华	执行董事	1	刘晓春	执行董事	1	刘晓春	执行董事	1	张大中	非执行董事	1
王俊洲	执行董事	2	张大中	非执行董事	1	张大中	非执行董事	1	竺稼	非执行董事	2
魏秋立	执行董事	2	竺稼	非执行董事	2	竺稼	非执行董事	2	王励弘	非执行董事	
孙一丁	执行董事	2	王励弘	非执行董事		王励弘	非执行董事		张亮	非执行董事	
刘晓春	执行董事	1	张亮	非执行董事		张亮	非执行董事		史习平	独立非执行董事	-
张大中	非执行董事	1	Ian Andrew REYNOLDS	非执行董事		史习平	独立非执行董事	-	陈玉生	独立非执行董事	-
竺稼	非执行董事	2	史习平	独立非执行董事	-	陈玉生	独立非执行董事	-	刘红宇	独立非执行董事	-
Ian Andrew REYNOLDS	非执行董事	2	陈玉生	独立非执行董事	-	刘红宇	独立非执行董事	-	李港衡	独立非执行董事	-
王励弘	非执行董事		Thomas Joseph MANNING	独立非执行董事	-	李港衡	独立非执行董事	-	吴伟雄	独立非执行董事	-
黄燕虹	非执行董事	1	李港衡	独立非执行董事	-	吴伟雄	独立非执行董事	-			
史习平	独立非执行董事	-	吴伟雄	独立非执行董事	-						
陈玉生	独立非执行董事	-									
Thomas Joseph MANNING	独立非执行董事	-									
李港衡	独立非执行董事	-									
吴伟雄	独立非执行董事	-									

注:代表股东一栏内注明“1”的表示该董事代表第一大股东黄光裕利益;注明“2”的表示该董事支持管理层CEO陈晓和贝恩资本;空白表示从公开资料中无法确定其利益代表方;注明“-”表示独立非执行董事代表全体股东。

十八条规定：“董事会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定”。《上市公司章程指引》第八十二条规定公司应当在章程中规定董事、监事提名方式和程序以及累计投票制相关事宜，第九十七条和第九十八条分别规定了董事的忠诚义务和勤勉义务。而董事的选用任用以及董事会重要事项的表决方式等正是股东控制董事会的重要方式。

## 五、案例启示

在国美案例中，本文认为公司实际控制人的过度自信往往源自股权控制权、董事会控制权与管理层控制权三者配置失衡，轻视规则保护，未利用公司章程建立控制权保护机制，未充分利用剩余公司治理。通过分析可知国美案例是由实际控制人过度自信引发的控制权危机，得到以下启示。

### （一）防范过度权威治理

公司实际控制人过度自信导致的权威治理，使得外部资本市场对大股东个体和集团整体的关联性变得尤其敏感，媒体等因素也会进一步加大控制权争夺的波及范围。公司实际控制人一旦出现问题，整个集团利益受损的程度就会放大。可以结合公司的治理模式、制度环境来进一步稳固公司实际控制权，如英美模式奉行董事会中心主义，大陆模式奉行股东中心主义，在公司治理和设置控制机制过程中，要充分考虑公司治理模式和制度环境的差异。约束个人权威的膨胀，不可为管理方便任意扩张董事会的权力，合理构建董事会结构，通过董事会对管理层进行权利的限制，充分发挥公司内部机制的制衡作用。

### （二）兼顾股东、董事会、管理层三重控制

股权控制虽然是控制权的基础，但是董事会控制和管理层控制也是控制权的重要组成部分。要防止管理层权力的过分集中，如两职合一的情况。董事会构成中要注意非执行董事和执行董事合理的配比关系，构建合理、动态的董事会控制权制衡机制。要合理配置股东大会和管理层的权利和义务，科学规范股东大会对董事会的概括授权，通过各种规范机制确保股东大会对董事会的控制，如确保股东大会拥有选举董事的基本权利。

### （三）善于利用公司章程的章定权利治理公司

每个公司应该根据自己的实际情况，在法定权利的基础上再赋予股东一些确实能够被保护的权力，即善于利用章定权利完善公司治理，主要是充分

利用公司章程等股东自治文件，完善内部治理机制。公司章程作为法律制度的重要组成部分会对管理层产生一定的约束作用。要重视公司章程的自治权利，善于利用公司章程合理配置控制权，充分利用公司章程的剩余治理，弥补制度漏洞，提高公司治理效率。

### 主要参考文献：

- Cooper A., Woo Willam C., Carolyn Y.. Entrepreneurs' perceived chances for success [J]. Journal of Business Venturing, 1988(2).
- Langer E.. The illusion of control [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975(2).
- Roll Richard. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. Journal of Business, 1986(59).
- Heaton J. B.. Managerial Optimism & Corporate Finance [J]. Financial Management, 2002(31).
- 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究 [J]. 中国管理科学, 2005(5).
- Doukas, Petmezas. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias [J]. European Financial Management, 2007(3).
- 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境 [J]. 经济研究, 2009(1).
- 庄平, 李延喜. 管理者过度自信对企业风险的影响——基于面板数据的格兰杰因果关系检验 [J]. 技术经济, 2011(7).
- 孙光国, 赵健宇. 产权性质差异、管理层过度自信与会计稳健性 [J]. 会计研究, 2014(5).
- Anand M. Goel, Anjan V. Thakor. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 2008(6).
- 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担 [J]. 金融研究, 2013(1).
- Malmendier Ulrike, Tate Geoffrey. Who Makes Acquisition? CEO Overconfidence and the Market's Reaction [J]. Journal of Financial Economics, 2008(1).
- Malmendier Ulrike, Tate Geoffrey. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. Journal of Finance, 2005(6).
- 作者单位：上海大学管理学院，上海 201800