

# 现代公司金融学

(第二版)

杨朝军 费一文 编著

上海交通大学出版社



## 前 言

经过 50 年的发展,现代公司金融学有了飞速的发展。在 20 世纪 50 年代以前,公司定价的传统观点是“会计模式”:公司的价值取决于公司的利润,具体来说就是公司的价值取决于每股收益(EPS)和价格收益比例(PE)。然而,会计报表毕竟不能完全真实反映公司的经营业绩。公司金融学提出公司的价值应该是公司未来期望现金流的现值。随着研究的深入,公司金融学中的“会计痕迹”越来越淡。首先,人们对现金流的认识已经从单纯的投资和融资层面提升到公司治理结构以及金融契约的高度。其次,经济学的研究方法和教学形式对公司金融学产生了很大的影响。特别是随着金融经济学的发展,公司金融学研究引入了许多新的理论与方法(如契约理论、博弈论等)。公司金融学的研究工作中有几个理论是特别值得关注的,它们是公司金融学发展历史中的里程碑。

1952 年,Harry Markowitz(1990 年诺贝尔经济学奖获得者)在《金融学期刊》(*Journal of Finance*)刊登了一篇名为“投资组合选择”的文章。Markowitz 在那篇著名的论文提出投资组合选择理论的基本原理:一项投资的产出或者收益是对可能出现结果的期望值或是所可能出现结果的加权平均数;风险则是所有预期结果相对与平均值的方差或者是根方差。Markowitz 的理论成为现代公司金融学的起始点。1964 年,斯坦福大学教授 William Sharpe(1990 年诺贝尔经济学奖获得者)在《金融学期刊》(*Journal of Finance*)刊登了一篇名为“Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”的文章。资本资产定价模型(CAPM 模型)表明了资产的期望收益为什么以及如何与其贝塔系数相联系,资本资产定价模型(CAPM)代表了现代公司金融学领域最重要的进展和突破。“有效市场假设理论”最早是由现芝加哥大学教授 Eugene Fama 在他的博士学位论文中提出的。他于 1965 年在《金融分析师期刊》(*Financial Analysts Journal*)刊登了一篇名为“Random Walks in Stock Market Prices”的文章(该文于 1995 年被再次重印)。文章中,Fama 首次提出:有效市场中,资产的市场价格取决于市场在当时所收到的信息。任何投资者,如果使用与市场相同的信息,都不可能获得超常收益。1958 年,Franco Modigliani (1985 年诺贝尔经济学奖获得者)和 Merton H. Miller(1990 年诺贝尔经济学奖获得者)在《美国经济评论》(*American Economic Review*)发表了一篇名为“The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”的文章。论文的主题思想是在一个完善市场中,企业的资本结构是无关紧要的,同时公司的股利政策也是无关紧要的。期权理论领域的先驱是 Robert Merton 和 Myron Scholes(1997 年诺贝尔经济学奖获得者)以及 Fischer Black。期权的出现改变了金融业内的宏观规范以及金融内经济的分类。1973 年 Black 和 Scholes 在《政治经济学期刊》(*Journal of Political Economy*)发

表了一篇名为“The Pricing of Option and Corporate Liabilities”的文章。论文分析显示了期权如何通过减少或至少削弱对普通证券高杠杆限制来实现“完善的证券市场”的作用,买入高杠杆公司中的股票就如同买入一个期权。期权理论完善了MM模型在衡量一个公司在债务人申请赔偿权利的前提下公司证券的定价问题。1976年,哈佛大学教授 Michael C. Jensen 和 William H. Meckling 在《金融经济学期刊》(Journal of Financial Economics)上的文章“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”最早提出代理问题。1970年以来,A. Alchian, H. Demsetz, B. Holmstrom 和 O. Hart 等经济学家们发展了“契约理论”来分析完善市场之外的契约。后来,Williamson 和 Hart 等经济学家基于对契约不完全性的认识发展了一个新的理论——“不完全契约理论”。尤其是控制权分配问题的引入拓展了公司金融学的视线,使研究更加贴近了实际问题的解决。2006年,Tirole(Toulouse 大学和 MIT 教授)的《公司金融学理论》(*The Theory of Corporate Finance*)一书更是将这方面的研究推向了一个高潮。可以想象,未来的公司金融学还会不断有令人激动的突破产生,包括已经开始出现突破的行为金融学等。

基于上述认识,促成了本书的编写,我们的目标是系统介绍现代公司金融投资活动的几个最主要方面内容,理论经与案例并重,并结合我国国情和经济改革的最新发展,为我国现代企业制度改革作一些理论与知识方面的准备工作。

本书可以作为金融与经济管理类研究生和本科生学习《公司金融学》的教材。我们希望本书的出版会对我国公司金融学发展起到一定的推动作用。

本书由杨朝军费一文编著,全书由杨朝军负责统稿。

最后,研究生郁威在本书的写作过程中做了较多的基础工作,在此我们表示感谢。

编者

2006年9月

<b>第一章 公司治理结构</b> .....	1
第一节 企业的组织形式 .....	1
第二节 公司治理结构的含义 .....	6
第三节 全球公司治理结构的发展及其趋势 .....	7
第四节 世界公司治理结构的基本模式分析 .....	9
附录 1A 中国企业的公司治理结构 .....	13
<b>第二章 净现值理论与投资决策的净现值准则</b> .....	17
第一节 净现值的概念与理论基础 .....	17
第二节 利用现值对资产估值 .....	21
第三节 公司投资决策的净现值准则 .....	30
第四节 利用净现值准则进行投资决策 .....	39
附录 2A 华山花园的投资评估 .....	56
<b>第三章 现代资本市场理论与公司资本预算</b> .....	61
第一节 风险、收益与资本机会成本 .....	61
第二节 风险与收益的关系 .....	67
第三节 公司资本预算与 CAPM 模型 .....	78
第四节 公司的价值与投资决策 .....	92
附录 3A 同仁堂公司估值案例分析 .....	100
<b>第四章 有效资本市场与公司融资工具</b> .....	112
第一节 有效资本市场 .....	113
第二节 有效资本市场六大信条 .....	119
第三节 股票、债券等融资工具简介 .....	124
附录 4A 关于市场行为的芝加哥思想 .....	130
<b>第五章 其他融资与衍生工具</b> .....	134
第一节 期权理论及其应用 .....	134
第二节 利息理论 .....	154
第三节 利率期限结构与债券违约风险 .....	158
第四节 权证与可转换债券的估价 .....	170

附录 5A	中国公司可转换债券	179
<b>第六章</b>	<b>股份公司证券发行</b>	<b>186</b>
第一节	公开发行	187
第二节	普通现金发行	189
第三节	配股	191
第四节	一次性注册	196
第五节	私募	197
附录 6A	中国证券市场股票发行的历史与现状	200
附录 6B	中国企业海外上市	204
<b>第七章</b>	<b>股份公司分红政策与资本结构</b>	<b>209</b>
第一节	股利分派的种类与公司分红的模式	209
第二节	分红政策的最优选择及其理论依据	213
第三节	公司资本结构与负债比例优化	222
附录 7A	中国上市公司分红状况分析	239
<b>第八章</b>	<b>融资租赁</b>	<b>242</b>
第一节	租赁与租赁的动因	242
第二节	融资租赁的估值	246
附录 8A	中国租赁市场	252
<b>第九章</b>	<b>企业兼并与收购</b>	<b>257</b>
第一节	兼并与收购的概念、种类和动因	257
第二节	兼并的成本、收益与会计处理	263
第三节	兼并机制与案例	268
第四节	企业兼并与收购策略	272
附录 9A	管理层收购及在中国的发展	279
附录 9B	金丰投资上房集团整体置换嘉丰股份案例	284
<b>第十章</b>	<b>公司养老金</b>	<b>297</b>
第一节	养老金计划的种类	298
第二节	养老金计划的资产负债表	299
第三节	养老基金的管理	302
第四节	养老基金运作评估	306
附录 10A	中国企业年金的发展状况	311

# 第一章 公司治理结构

本章主要的内容包括：

1. 企业的组织形式
2. 公司制企业的组织形式分类与比较
3. 公司治理结构的含义
4. 公司治理结构的基本模式与比较
5. 中国企业的公司治理结构

## 第一节 企业的组织形式

企业是社会经济活动的基本单位,是组织众多个体进行经济活动的一种方式。但并不是所有的企业都是公司。许多公司始于个体业主制(Sole Proprietorship)或合伙制(Partnership),但到了一定程度,他们选择了转换为公司制的形式。本书讨论的是公司金融(Corporate Finance),因此我们首先要明确什么是企业,什么是公司,公司是如何组织的等这些基本问题。

### 一、企业的组织形式分类与比较

在现代高度发达的市场经济条件下,企业的组织形式日益多样化。依据财产组织形式、法律责任权限和税收等因素,经营性企业的法定组织形式通常分为三类,即个体业主制企业、合伙制企业和公司制企业。

#### 1. 个体业主制企业(Sole Proprietorship)

个体业主制企业又称作独资制企业,指由一个自然人投资,财产为投资人个人所有,投资人以其个人财产对企业债务承担无限责任的经济实体。

个体业主制企业的主要特征有:

(1) 个体业主制企业是费用最低的企业组织形式,并不需要有正式的企业章程。

(2) 个体业主制企业所得利润按个人所得税规定纳税,而不是交纳公司所得税。

(3) 个体业主制对企业负有无限责任,个人资产和企业资产之间没有差别。

(4) 个体业主制的企业存续期受制于业主本人的生命期。

(5) 个体业主制企业资金来源仅限于业主本人的财富。

表 1-1 单一业主制企业的优缺点

优 点	缺 点
(1) 设立形式简单,费用低廉 (2) 所受的政府管制少 (3) 以个人形式而非公司形式纳税,税负较低 (4) 公司控制权比较集中	(1) 业主对企业债务负无限责任 (2) 企业寿命取决于业主寿命 (3) 所有权转移比较困难 (4) 经营能力、筹资能力受个人能力限制

## 2. 合伙制企业(Partnership)

合伙制企业是指由两个或两个以上的合伙人订立合伙协议,共同出资,合伙经营,共享收益,共担风险,并对合伙企业债务承担无限连带责任的盈利性组织。会计师事务所、律师事务所以及其他小型业务的企业通常采用这种组织形式。合伙制分为两类:①一般合伙制;②有限合伙制。在一般合伙制企业中,所有的合伙人同意提供一定比例的工作和资金,并且分享相应的利润或亏损。合伙制企业协议会明确规定每一个合伙人承担合伙制企业中的相应债务。在有限合伙制企业中,有限合伙人的责任仅限于每人在合伙制企业的出资额。有限合伙制通常要求至少有一人是一般合伙人,其他有限合伙人不参与企业管理。

合伙制企业的主要特征有:

(1) 创办合伙制企业的费用一般较低。

(2) 一般合伙人对所有债务负有无限责任,有限合伙人仅限于负与其出资额相应的责任。如果一个一般合伙人不能履行他或她的承诺,不足部分由其他一般合伙人承担。

(3) 当一个一般合伙人死亡或撤出时,一般合伙制随之终结。但有限合伙人可以出售他们在企业中的利益。

(4) 合伙制企业的资金来源通常受到合伙人自身能力的限制。

(5) 合伙制的收入按照合伙人征收个人所得税。

(6) 管理控制权归属于一般合伙人,重大事件通常需要通过多数投票表决来确定。

合伙制企业的优缺点如表 1-2 所列。

表 1-2 合伙制企业的优缺点

优 点	缺 点
(1) 组建简单,费用低廉 (2) 政府管制较少 (3) 以个人形式而非公司形式纳税,税负较低 (4) 筹资能力比单一业主制企业强	(1) 合伙人对企业债务负无限责任 (2) 公司存续期有限 (3) 所有权转移比较困难 (4) 难以筹集大量资金 (5) 控制权不集中

## 3. 公司制企业(Corporation)

公司制企业是最主要的企业组织形式,是依据法定程序设立的,以营利为目的、独立承担民事责任的法人团体。与个体业主制和合伙制企业相比,公司制企业的



的所有权和管理权的潜在分离有很多好处：

(1) 公司制企业的存在与投资者无关，股份转让不像合伙制企业那样受到限制，产权可以随时转让给新的所有者。因此，从理论上来说，公司具有无限存续期。

(2) 投资者的责任仅限于其出资额。

(3) 公司制企业的资金来源不局限于发起人，企业筹集资金的能力较大。

但是，公司制存在一个缺点：与个体业主制和合伙制相比，公司制企业的股东面临着双重征税，即公司将按政府规定交纳所得税后的税后利润分配给股东时，股东还必须交纳个人所得税。

公司制企业的优缺点如表 1-3 所列。

表 1-3 公司制企业的优缺点

优 点	缺 点
(1) 无限存续期	(1) 双重税负：公司所得税和个人红利所得税
(2) 所有权转让简单	(2) 组建麻烦，费用较高
(3) 公司所有者负有限责任	(3) 财务公开，经营秘密易外泄
(4) 有限责任降低了风险	(4) 所有权与经营权分离，易产生代理问题
(5) 易于吸收资金	(5) 政府监管严格

上述三种企业组织形式的基本对比总结如表 1-4 所列。

表 1-4 三种企业组织形式的基本对比

	资产 形成方式	向社会 再集资	所有权 与经营权	承担责任	纳税
公司制	集资	可以	分离	有限	双重
个体业主制	个人	不可以	不分	无限	一重
合伙制	合伙	不可以	不分	无限	一重

## 二、公司制企业的组织形式分类与比较

公司制企业是最主要的企业组织形式。因此，在这里对公司制企业进行单独的分析。从股东责任的角度，可以把公司制企业分为无限责任公司、有限责任公司、股份有限公司、两合公司以及股份两合公司等几种主要的形式。

### 1. 无限责任公司

无限责任公司是指由两人以上的股东所组成并且股东对公司的债务负连带无限责任的公司，简称无限公司。无限公司仅由无限责任股东组成，它的股东只能是自然人，并且半数以上的股东在注册国内有固定住所。如果无限公司的股东只剩下一人，无限公司应解散或变更成为个体企业。

无限责任公司的优点是：

(1) 具有合伙特点，组织简易，股东之间关系亲密，相互信任程度高，公司的外

部关系简单。

(2) 股东们经营的积极性高、责任心强。

(3) 公司的信用程度高,债权人的经济利益能够得到保障。

无限责任公司的缺点是:

(1) 股东负无限连带责任,公司风险大。

(2) 资本的筹集困难。

(3) 股本转让困难。

如果公司经营的业务风险较低,如投资信托公司;需要的信用程度高,如保险公司;或者公司发起人已有资本与公司所需资本差额不大,并且股东之间关系亲密,则采取无限公司的形式较为有利。例如,设计、咨询等所需资金较少,而责任较大的公司,可以采取无限公司的形式,以加强经营者的责任感。

## 2. 有限责任公司

有限责任公司是由若干人以上(一般为 5 人)和若干人以下(一般为 21 人)的股东所组成,股东就其出资额为限,对公司债务负有限清偿责任的公司,简称有限公司。有限公司不得对外发行股票,股份不得任意转让,如果有股东欲转让其股份,其他股东有优先购买权,即使股东死亡后,其后代想取得股份的继承权也只能排第二位,而不能优先取得股份的继承权。有限公司股东只负有限责任,仅对公司负责,并不直接对公司的债权人负责。

有限责任公司的优点是:

(1) 设立比较简便,而且股东的人数较少,公司内部和外部关系比较简单。

(2) 组织机构比较简单。

(3) 经营风险比无限公司小。

(4) 股东人数较少,股东之间易于沟通协调。

有限责任公司的缺点是:

(1) 只负有限清偿责任,所以公司的信用程度不高。

(2) 股本的转让受到较为严格的限制。

(3) 只负有限责任,易于让股东产生投机心理。

如果公司的经营风险较大,市场的供求关系变化激烈,所需的信用程度不要求很高,如娱乐公司,股东相互之间比较亲密和熟悉,可采用有限公司的组织形式。它是适合于中小企业的一种有效组织形式,适合于具备法人条件的资金联合型公司。

## 3. 股份有限公司

股份有限公司是由若干人(一般为 7 人)以上的股东所组成,全部的资本均分为股份,股东就其所购的股份数额为限对公司的债务负有限清偿责任的公司。股份有限公司是最典型的法人组织,它的设立必须有法定的发起人,发起人要订立章程,认购股额。股份有限公司的股份可以自由转让,其股票可以在社会上(主要通过证券交易所或银行)公开出售。

股份有限公司的优点是:

(1) 集中资本的一种最有利的组织形式,可以把闲散小资本集中汇合成大资本。

(2) 股权转让方便,资本保持流动性。

(3) 股东只对公司负有限责任,股东承担的风险较小。

(4) 所有权与经营权相分离,有利于提高公司的管理水平。

股份有限公司的缺点是:

(1) 容易受到少数大股东的控制。

(2) 设立程序很复杂,费用较高。

(3) 财务公开,不容易保密。

(4) 股东只负有限责任,信誉较低。

(5) 机构比较庞大,不灵活。

股份有限公司特别适合于那些投资大而又需要长期经营才能盈利的行业,如铁路、大型水利设施等。对于有较大风险的行业及市场变化快的行业等,也主要采用股份有限公司的形式。如果股东之间的关系疏远,则适宜采取股份有限公司的形式。

#### 4. 两合公司

两合公司是由一人或一人以上的无限责任股东与一人或一人以上的有限责任股东所组成的,其中无限责任股东对公司债务负连带无限清偿责任,有限责任股东以出资额为限对公司债务负有限清偿责任的公司。

两合公司的优点是:

(1) 公司的经营由无限责任股东的代表来主持,有限责任的股东只提供资本,分享红利,无权参与公司的管理,这就使得两合公司能够适合于不同人的客观条件和需要。

(2) 有限责任股东只承担有限责任,所以它比无限公司能更加广泛地吸收资本。

(3) 公司本身的经营由无限责任股东代表负责,经营积极性和经营责任感高。

两合公司的缺点是:

(1) 稳定性不如无限公司,公司的有限责任股东无权参与公司的管理,其出资转让受到较大限制。

(2) 有些国家(如日本)法律规定,两合公司的有限责任股东也必须对公司的债权人负责,使得人们不愿作为两合公司的有限股东。

两合公司具有无限公司和有限公司的特点,在选择公司的形式时,当几种因素都很重要又可以通过法律形式来协调时,可以考虑组织两合公司,如保险公司,它需要较高的信用程度,又需要大量的资金,就可以选择两合公司。

#### 5. 股份两合公司

股份两合公司是由一人或一人以上的无限责任股东和一人或一人以上的有限责任股东所组成的。股份两合公司是两合公司形式中的一种,只是有限责任股东的出资以股票的形式出现,而且这种股票可以在市场上自由买卖。根据国外立法,

股份两合公司还有以下特点：

(1) 股东会不是最高权力机关，它只代表有限责任股东，其做出的决议对无限责任股东没有约束力。

(2) 股份两合公司只设立业务执行人而不设董事会。

(3) 股份两合公司设立业务监察人，负责监督公司业务的执行。

股份两合公司集股份有限公司和无限公司的优点，目前，世界上有许多著名的大型公司采用了股份两合公司的形式，一方面公司的无限责任股东对公司的债务负连带无限清偿责任，另一方面又对外发行股票，吸收有限责任股东，兼顾了提高公司的信用及集资方便两个优点。

## 第二节 公司治理结构的含义

以所有权和经营权分离为特征的公司的出现被认为是私有财产追求特定收益的自发交易行为的内生性、进化性过程的结果(Fama 和 Jensen, 1983; Groenewegen, 2004)。许多不同类型的公司治理机制被发展起来，用于防止公司管理者侵犯股东利益，维护所有者财富。特别是外部持股者的存在，与发达的金融市场(公司控制市场)和有效的保护投资者的法制体系一起，对建立一个有效的公司治理起着非常重要的作用(Hart, 1995; Shleifer 和 Vishny, 1997)。因此有必要来集中研究企业的公司治理结构问题：应该如何管理公司，谁来制定决策，谁应该负责，以何种方法？Shleifer 和 Vishny (1997, 737 页)称“公司治理应该按照确保贷款者能收回投资的方式进行”。

### 一、委托代理理论

公司治理问题最早是从委托代理问题的角度来分析的。委托代理关系被定义为委托人雇用代理人以自己的名义行事的合同，包含授权一些决策权给代理者(Jensen 和 Meckling, 1976)。两者目标不同和信息不对称，存在着机会主义和有限的理性。理想化的情况下，投资者与管理者应签署一份完善的合同，详细地规定经理人可以如何运用资金以及公司的收益如何分配。然而，由于代理者并不会始终以委托人利益最大化为目标。因此委托人不得不花费监督成本(Monitoring Costs)和保证成本(Bonding Costs)。以确保代理者的行为不会侵犯委托人的利益(Jensen 和 Meckling, 1976)。另一方面，未来的不可预测性也使得一个完整的合同变得不可能(Shleifer 和 Vishny, 1997)。Hart(1995)认为治理结构可以被看成是未在初始的合同中约定的决策机制。

### 二、交易成本理论

交易成本理论没有把公司定义为一个生产单位或者是和契约的结合体，而是一种治理结构(Williamson, 1985)。Williamson 根据 Coase(1937)把公司定义为一个权力起着重要作用的等级制体系(hierarchy)。管理的疏漏和在“批准”的基础

上做出选择,减少了这类交易的交易成本。当交易被很好地确定下来后(使用频率,资产的特性和不确定性),交易成本经济学可以计算出哪一种治理结构可以将交易成本最小化。这可以是一个直接的市场契约,等级制体系或混合型体系。与交易成本有关的协调形式有:计划,信用关系和市场。“计划是不完整的(由于有限的理性),承诺可以被终止(由于存在机会主义),合同中各方的智慧就变得非常重要(因为资产的特殊性)。这就是治理的世界”(Williamson, 1985, p. 32)。

Williamson (1985)解释了风险资产的提供者会怎样或者是应该怎样把握住公司内部的权利:股东应该控制公司,因为他们提供给公司的资产具有高度的特殊性。在一个有效的公司治理系统中,董事会代表股东利益。进一步,需要一个透明的公司控制权交易的市场来竞价(包括恶意竞价)买卖公司(Groenewegen, 2004)。

### 三、利益相关者理论

现在有许多文献经常比较“股东价值理论”与“利益相关者(stakeholder)理论”。Cochran and Wartick (1994, p. 9)把公司治理定义为:“……一个包括高级管理人员、股东和其他利益相关者之间互动所引发的问题的保护性条款。”

Kester (1995, p. 5)阐述道:“公司治理即为企业激励机制,保障机制和争议解决机制的总合,它可以规范各个利益相关者的行为,通过协调相互之间的经济行为来增加利益相关者的福利。”

Blair (1995)认为公司治理应该是一系列协调为企业提供资产的各个利益相关者之间关系的制度安排。他的观点是,不仅仅是股东对企业贡献了资产,而且员工、供货商、地方政府、消费者也贡献了资产。结果是,所有的利益相关者都应该在企业的决策体系中有代表,以保护他们在公司的权益。由此,公司被认为是一个具有不同的价值与特性的利益组合。尽管实际上很难同时满足每一个利益相关者的利益,但重要的是每一个利益相关者都对公司会以他们的利益行事而充满信心(Kaptein and Van Tulder, 2003)。这个观点不同于新制度经济学的代理理论和交易成本理论,因为公司被定义为一系列的逐步进化的依赖于以前路径的能力。新制度经济学认为经济活动中的灵活性是被“锁定”的。

## 第三节 全球公司治理结构的发展及其趋势

从1991年开始发源于英国,国际社会开始了一场声势浩大的公司治理结构(corporate governance)运动。1991年5月,英国财务报告委员会、伦敦证券交易所先后成立了由安德仁·卡德伯瑞(Adrian Cadbury)、理查德·格林伯瑞(Richard Greenbury)和罗纳德·哈姆派尔(Ronald Hampel)为首的三届治理结构委员会,并分别在1992年、1995年和1998年发表了《卡德伯瑞报告》、《格林伯瑞报告》和《哈姆派尔报告》。它揭开了全球公司治理结构运动的序幕。从1992年到1998年期间,发达国家都制定了相应的公司治理结构原则和指导方针。1999年5月,经济合作发展组织(OECD)发布了《OECD公司治理结构原则》。它的公布是一个推

动公司治理改革国际浪潮的里程碑式的事件。它标志着在全球范围内建立良好的公司治理机制有了共同的基础。《OECD 公司治理结构原则》主要规定了以下五个方面的内容：

(1) 保护股东的权利。

(2) 对股东的平等待遇，包括小股东和外国股东如果他们的权利受到损害应有机会得到有效补偿。

(3) 利害相关者在公司治理结构中的作用，治理结构的框架应当确认利害相关者的合法权利，并且鼓励公司和利害相关者在创造财富和工作机会以及为保持企业财务健全而积极地进行合作。

(4) 信息披露和透明度，治理结构的框架应当保证及时准确地披露与公司有关的任何重大问题包括财务状况、经营状况、所有权状况和公司治理状况的信息。

(5) 董事会的责任，治理结构的框架应确保董事会对公司的战略性指导和对管理人员的有效监督并确保董事会对公司和股东负责。

自 1999 年《OECD 公司治理原则》面世起，公司治理改革已逐步演化成一个全球性浪潮。越来越多的国际机构、政府组织、自律团体和企业着手制定了各自的公司治理原则和最佳做法，试图通过这些努力改进公司治理的质量。公司治理原则和最佳做法的出台，是各国着手进行公司治理改革的第一步。虽然《原则》不具有强制的约束力，它只是为公司治理的内部机制和外部机制的参与者提供指导和建议。它能够为各国政府部门评估和提升有关的公司治理的法律、制度和监管水平提供一个基本框架，也可以为市场参与者在制定自己的公司治理原则时提供一个参考平台。2004 年经济合作与发展组织(OECD)根据公司治理领域的最新发展情况，推出了最新的修订版草案，修订版草案强调有效的公司治理框架的标准应着眼于对整体经济运行的影响；强调对控股股东的约束；强调外部审计的责任和义务；更加强调了董事会独立性的要求。

公司治理水平的提高是现代社会文明进步的重要标志。改善公司治理是一个全球性的问题，是一个系统工程，它需要在一个有效的法律、法规框架和市场力量的作用下，成为所有治理机制参与者的自觉行动。虽然各国应根据本国的具体条件制定本国的“最佳做法”，但人们在公司治理的基本原则要求和框架方面，在世界范围内达成了一些基本共识。全球公司治理结构出现了趋同的趋势，主要表现在以下几方面：

(1) 股东运用投票权对管理层约束成为潮流。随着公司经营透明度的提高、科技手段的进步及机构投资者的兴起，股东不一定选择消极退出作为公司治理的唯一手段，股东可以更加积极地运用投票权。

(2) 机构投资者发挥着日益积极的作用。在市场导向型模式中，很大一部分机构投资者和公司不再是传统的疏远关系，而是更偏好多样化的“关系投资”，并强化与公司管理层的联系。

(3) 股东利益日益受到管理层的重视。由于西方企业越来越重视通过证券市场筹集资金，而且证券投资的跨国化趋势也迅速发展，因此股东利益日益受到公司

管理层的重视,股东价值已被普遍接受为衡量管理层业绩的基准。

(4) 董事会的独立性大大增强。20世纪90年代以来,大量的外部董事加入董事会,使西方企业董事会的独立性大大增强。在日本等主要组织控制型模式国家中,企业董事会也开始引入外部董事。

(5) 员工和其他利益相关者成为公司治理中重要组成部分。公司治理结构中的利益相关者(stakeholder)通常包括投资者、雇员、债权人和供应商等。很多组织控制型模式国家早就认识到利益相关者在公司治理结构中重要性,如德国、荷兰、比利时和奥地利等国在监事会中提供给员工代表少数席位。在市场导向型模式的国家管理层也开始重视雇员的作用,如英国很多公司已经或考虑设立职工委员会。

## 第四节 世界公司治理结构的基本模式分析

公司治理结构是企业制度安排问题,主要解决涉及公司成败的两个基本问题。一是如何保证投资者(股东)的投资回报,即协调股东与企业的利益关系,从制度上保证所有者(股东)的控制与利益。二是企业内各利益集团的关系协调。这包括对经理及其他员工的激励,以及对高层管理者的制约(梁小民,2004,中国经济时报)。

世界范围内的公司治理模式按照不同的划分标准可以有不同的分类。比较典型的分类是莫兰德(Moerland,1995)给出的“二分法”:一类是以美、英和加拿大等国家为代表的市场导向型(market-oriented)模式或市场主导型模式,又称外部人模式;另一类是以德、日等国为代表的网络导向型(network-oriented)模式或组织控制型模式,又称内部人模式,也有人细分为德国模式和日本模式。美英德日四个国家亦被视为公司治理结构的代表性国家。近几年来随着东亚公司治理结构的发展和相关理论的兴起,家族模式或称香港东南亚模式也开始被国际上广为关注。

### 一、市场主导型的英美模式

市场主导型的公司治理结构模式信奉股东财富最大化的经营导向,其在英、美、加拿大与澳大利亚等盎格鲁萨克逊(Anglo-Saxon)诸国盛行,英美模式是其中的典型。图1-1为英美模式的公司治理结构框架。

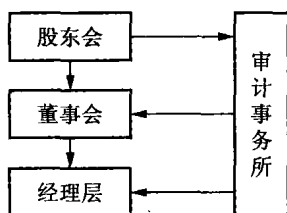


图 1-1 英美模式的公司治理结构框架

这种模式的中心原则是由股东选举董事会,代表其参与公司经营,股东通过董事会控制公司,对公司经理层进行指示和监督。公司聘请专门的审计事务所对公司财务状况进行审计。

英美市场导向型模式以证券市场为中心,以股权高度分散化为特征,追求股东利益最大化;在英美模式下,有十分发达的证券市场,公司的股权高度分散;银行等债权人在公司治理中扮演十分有限的角色;公司治理效率主要体现在证券市场及其相关联的公司控制权市场。在这种模式的国家,法律制度相对比较健全,法律支持股东控制公司的权利,同时要求董事会和管理层严格地对股东负责。

外部发达的资本市场及其作用机制无疑是英美公司治理结构模式得以根植并在发展中得到强化的根源力量。尽管美国公司的机构持股力量在最近的 20 余年增长明显,但银行、保险公司及互助基金等机构持股势力的膨胀却受到了系列相关法律与法规的抑制,其在公司治理结构中的地位与作用亦因此依旧弱小。

英美模式的优点是:

(1) 存在一种市场约束机制,能对业绩不良的经营管理者产生持续的替代威胁。

(2) 信息披露要求严格。

(3) 投资者分散化。

英美模式的缺点是:

(1) 易导致经理层的短期化行为,过分关注短期财务指标。

(2) 过分担心来自市场的威胁,不能将注意力集中于有效的经营管理业务上。

(3) 缺乏内部直接监督约束,经营管理者追求企业规模的过度扩张行为得不到有效制约。

## 二、组织控制型的日德模式

组织控制型的公司治理结构模式在德国、瑞士、奥地利与荷兰等诸多欧陆国家和东亚日本得到了极好的发展,德国和日本模式的治理结构框架如图 1-2 和图 1-3 所示。

与英美模式不同,德日银行主导型模式股权高度集中,公司往往受大股东控制,同时在公司内部治理中,银行发挥着主导作用;董事会对经营管理者的监督约束作用相对直接和突出;内部经理人员流动具有独特作用。由于不存在发达的证券市场和活跃的公司控制权市场,市场透明标准较低,法律法规经常是禁止“投机性”活动而不是坚持严格的信息披露。治理途径也偏重于通过公司股权的集中来

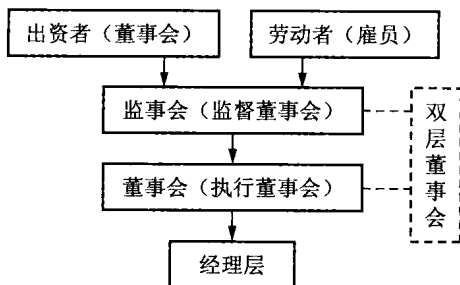


图 1-2 德国模式的公司治理结构框架



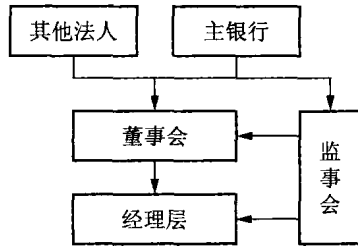


图 1-3 日本模式的公司治理结构框架

进行,恶意收购在德国和日本基本不存在。

德国与日本的公司治理模式略有差异。德国公司的业务执行职能和监督职能分离,成立与之相对应的管理机构:监事会和董事会,称双层董事会。监事会通常不参与公司日常工作,只是监督董事会工作。董事会负责公司的日常经营管理。另外,公司雇员也是主要的利益相关者,在监事会中占有半数的席位。日本是由银行及其法人股通过积极获取经营信息对公司主管进行严密的监督,而且日本公司的董事会中的股东代表非常少,基本上由银行控股。监事会与董事会是相互独立的平行关系,承担监控的责任,但没有决策权。

日德模式的优点是有效的直接控制机制可以在不改变所有权结构的前提下将代理矛盾内部化,管理失误可以通过公司治理结构的内部机制加以纠正。但日德模式的缺点也非常明显:由于缺乏活跃的控制权市场,无法使某些代理问题从根本上得到解决;金融市场不发达,企业外部筹资条件不利,企业负债率高。

### 三、家族模式

家族模式与大陆模式有相近之处,突出特点是稳定和个人或家族控股。以我国香港为例,除汇丰银行以外,在香港联交所上市的大多数公司(不包括 H 股)从第一次公开发行起,大股东就一直保持控股权,内部人管理和经理人员高比例持股使得公司利益和个人利益趋于同步实现。双重激励是公司的主要控制方式和行为特征。

家族模式的优点是企业内部交易成本降低,同时拥有双重激励,可以最大限度地提高内部管理效率,实现资源最优配置。但家族模式容易忽视中小股东利益;家族的继承方式使得董事会在选择接班的代理人时缺少有效的市场机制约束。

### 推荐读物

- [1] Fama, E. (1980) Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88:288~307.
- [2] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., W. (1999) Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, p. 47~517.
- [3] Jensen, M. and W. Meckling (1976) Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305~360.