

GONGSI
ZHILI
LILUN
YUSHIJIAN

公司治理 理论与实践

陈蕾 高伟 王振东 著

公司治理理论与实践

陈蕾 高伟 王振东 著

辽宁大学出版社

©陈蕾, 高伟, 王振东 2006

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理理论与实践/陈蕾, 高伟, 王振东著. —沈阳: 辽宁大学出版社, 2006. 5

ISBN 7-5610-5100-X

I. 公... II. ①陈... ②高... ③王... III. 公司—企业管理
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 039394 号

责任编辑: 刘东杰
封面设计: 邹本忠

版式设计: 何 成
责任校对: 众 人

辽 宁 大 学 出 版 社

地址: 沈阳市皇姑区崇山中路 66 号 邮政编码: 110036

联系电话: 024-86864613 网址: <http://press.lnu.edu.cn>

电子邮件: Lnupress@vip.163.com

新民市印刷厂印刷

辽宁大学出版社发行

幅面尺寸: 140mm×203mm

印张: 8.75

字数: 230 千字

2006 年 5 月第 1 版

2006 年 5 月第 1 次印刷

定价: 16.00 元

前 言

公司治理的核心目标是解决上市公司所存在的委托代理问题，即上市公司经理层和股东之间的目标函数不一致所产生的矛盾。中国上市公司普遍存在的内部人控制和大股东侵权问题彰显了公司治理的迫切性。

本书以研究公司治理的基本概念、演进与发展为起点，在对国内外公司治理比较与分析的基础上，重点探索公司治理结构中的股权结构问题、股权激励问题、独立董事问题及债务融资问题等。

全书分五章来诠释公司治理理论与实践的有关问题。

第一章研究公司治理基本理论。该章首先梳理公司治理理论与实践的演进过程，在总结全球公司治理的制度变迁基础上分析公司治理的内涵与本质，探讨公司治理与公司管理的异同，阐述公司治理价值及改善的驱动因素，阐释公司治理两大主要模式的利弊与趋同。

第二章是股权结构与公司治理。此章系统回顾并评论了股权结构的研究历史与现状，在分析股权结构与公司绩效和公司治理效率的关系基础上研究中国特殊的股权结构问题，积极探索中国股权结构优化的路径。

第三章是股权激励与公司治理。这一章在对经理人的股票期权激励机制与效应以及国外股票期权制度的发展与操作模式进行分析的基础上，对中国上市公司经理人股权激励模式进行了比较和总结。同时，也分析了员工持股计划的经济效应与效率、中国职工持股的类型及问题，并提出了对进一步发展中国职工持股的思考。特别是通过研究指出，目前我国大多数上市公司经理人的报酬依然以现金为主，这造成经理人的个人利益与公司利益、短期利益与长期



利益相脱节，严重影响了经理人努力工作的积极性。今后应实行股票期权与现金相结合的报酬模式，促使经理人更多地从公司长远的利益考虑问题，避免经营上的短期行为问题。

第四章是独立董事制度与公司治理。这里探讨独立董事制度在公司治理中所承担的效用，运用信息不对称以及董事会内生性模型剖析中国独立董事制度低效率的根源，从制衡基础、董事会结构、独立董事准入机制、权责体系、激励制度和推选任免制度等方面提出系统化的政策建议。

第五章是债务融资与公司治理。这一章通过对英美国家、日德模式、东南亚家族治理模式以及转轨经济中银行与公司治理的关系进行比较，概括各种公司治理模式下债权人参与公司治理的机制以及形成的历史原因，论述债权融资是公司治理不可缺少的工具，阐明债权融资对完善中国企业公司治理具有重要作用，表示银行债权融资和企业债券融资应构成未来我国债权人参与公司治理的主要模式。而对于银行债权参与公司治理，银行业的改革与发展是基础，银企关系重塑是主要途径。通过改革企业债券发行的审批制、促进债券利率的市场化等重要手段，推动企业债券市场的发展，则是完善投资者通过债券市场参与公司治理机制的重要基础。

作者希望本书能够为公司治理的思想、理念、方法、技术的传播做一些探索，使相关工作人员多一个有益的参考。在这里应该说明，本书构思、撰写、文字处理和出版工作得到了很多领导、老师、朋友、同事的关心和帮助，在此表示诚挚的感谢。本书所讨论的公司治理相关问题只是公司治理理论之一隅，但它对公司治理实践的影响却是深远的。本书会有一些不当和不尽完善之处，诚恳地欢迎有关专家、学者和广大读者批评指正。

作者

2006年2月

目 录

第一章 公司治理基本理论	1
§1 现代企业理论与公司治理理论的演进	1
一、现代企业理论简要述评	1
二、公司治理理论的演进	2
§2 公司治理实务的历史考察	9
一、股东会中心主义	9
二、董事会中心主义	10
三、股东会中心主义与董事会中心主义的比较	11
§3 公司治理内涵及与公司管理的区别	12
一、公司治理内涵	12
二、公司治理与公司管理辨析	13
§4 公司治理价值及改善公司治理的驱动因素	16
一、公司治理价值	16
二、改善公司治理的驱动因素	16
§5 公司治理的国别比较——美英模式与德日模式	17
一、两种主要模式特点	18
二、两种主要模式差异比较	20
三、两种主要模式利弊分析	21
四、两种主要模式的趋同	22
第二章 股权结构与公司治理	24
§1 股权结构涵义与量化	24
一、股权结构涵义	24
二、股权结构量化	26



§ 2 股权结构与公司治理	28
一、股权结构与公司内、外部治理	28
二、股权结构与公司治理效率	31
§ 3 股权结构与经营绩效	32
一、股权集中度与经营绩效	32
二、股东性质与经营绩效	34
§ 4 股权结构理性分析	35
§ 5 中国上市公司股权结构状况与思考	37
一、中国上市公司股票类型	37
二、中国上市公司股权分布	38
三、中国上市公司股权结构选择及优化	41
第三章 股权激励与公司治理	47
§ 1 经理人股票期权激励机制与效应	47
一、股票期权激励机制	47
二、股票期权激励效应	49
§ 2 国外股票期权制度发展与操作模式	55
一、国外股票期权制度发展概况	55
二、发达国家期权计划一般操作模式	58
§ 3 中国上市公司股权激励模式	59
一、业绩股票	59
二、账面价值股	60
三、虚拟股票期权	60
四、间接激励模式	61
§ 4 员工持股计划的经济效应与效率	61
一、员工持股计划经济效应分析	63
二、员工持股计划经济效率分析	67
§ 5 中国职工持股存在的问题与发展设想	71
一、中国职工持股实践中存在的问题	73
二、发展中国职工持股的对策思考	76

第四章 独立董事制度与公司治理	79
§ 1 董事会框架结构与功能	79
一、董事会及其功能	81
二、董事会结构特征对功能的影响	86
三、董事会规模大小对功能的影响	92
四、董事会内生性对功能的影响	96
§ 2 独立董事范畴界定及其功能	97
一、独立董事范畴界定	98
二、独立董事功能	106
§ 3 独立董事制度安排与公司绩效	107
一、独立董事有助于提高上市公司董事会公信力	107
二、经理层操控独立董事提名会降低其市场形象	110
三、总体上独立董事制度安排利于提高公司绩效	111
§ 4 独立董事权利责任义务划分与激励约束机制	114
一、独立董事权利界定	114
二、独立董事责任义务	128
三、独立董事制度监管与保护	134
四、独立董事激励约束机制	149
§ 5 中国独立董事制度现状与完善研究	152
一、中国独立董事制度发展与现状评析	152
二、中国独立董事制度的完善研究	166
第五章 债权融资与公司治理	201
§ 1 债权人参与公司治理的国际比较与借鉴	201
一、英美市场导向型债权人参与公司治理模式	202
二、日德银行导向型债权人参与公司治理模式	205
三、其他公司债权人参与公司治理模式	215
四、各种债权人参与公司治理模式比较与发展趋势	217
§ 2 我国企业债权融资现状	222
一、我国融资制度与公司治理的变迁	222



二、中国企业治理与融资的现状和问题·····	227
三、债权融资对完善公司治理具有重要价值·····	233
§3 我国债权人参与公司治理的模式选择·····	235
一、我国债权人参与公司治理模式选择之一： 重塑银企关系·····	236
二、我国债权人参与公司治理模式选择之二： 发展企业债券市场·····	254
参考文献·····	271



第一章 公司治理基本理论

§ 1 现代企业理论与公司治理理论的演进

公司治理的理论渊源可以追溯到现代企业理论，公司治理的理论框架是建立在现代企业理论基础上的。公司治理问题伴随着企业组织结构的不断演变而出现，公司治理的目标在于消除企业中的代理问题，使企业内部交易成本降低并替代市场交易的契约安排。

一、现代企业理论简要述评

传统微观经济学把企业的生产过程看成是一个“黑匣子”，认为企业生产是有效率的，但对企业的内部组织则没有进行讨论，市场被看成是高于企业的范畴，所有经济单位按照价格机制在市场中进行活动。交易成本理论突破了传统经济学的局限，认为市场交易内部化、节约交易费用可以解释企业为什么存在，内部交易成本的增加且超过外部交易成本又会限制企业规模的扩大。纵向一体化或垂直一体化的原因在于交易费用的节约。

现代企业理论又被称为“企业契约理论”（the Contractual Theory of the Firm），它从研究交易转向研究契约，因此也被称为契约理论。企业契约的核心是委托——代理关系，代理人（agent）和委托人（principal 或 accountee）有着不同的目标效用函数。为了减少代理成本，需要一套制度安排，以最小的代理成本来最大限度地激励代理人，促使其努力工作，这套制度安排，被称为



公司治理 (corporate governance)。

二、公司治理理论的演进

(一) 公司治理问题产生：治理控制与代理问题

伴随着 19 世纪末现代公司制的出现，公司治理问题相应产生。然而，直到 20 世纪 80 年代，公司治理问题才引起广泛关注，并在全球范围内形成公司治理浪潮。现代公司作为一种新的企业组织形式，克服了古典企业制度的许多缺陷而具有明显的优势：一是有限责任制度；二是职业经理阶层的产生，满足并促进了企业管理的专业化分工，显著提高了企业运作效率。然而，现代公司制的出现也伴随着委托——代理问题的产生，即股份公司的所有权与控制权分离，现代公司受股东控制的命题被挑战，经理人员对公司的控制日益增强^①。

由于人的有限理性、信息不对称以及客观世界的不确定性，所有者与经营者之间不可能缔结成一份完美契约，而只能是不完全契约。由于契约是不完全的，不可能预见所有的情况，也不可能规定所有情况下各方的责任，此时组织内部存在的有限理性和机会主义倾向，可能形成意志分散；组织内部不同意志的因素，可能形成信息阻滞和信息失真，这些都能使组织失效，企业的治理问题也因此产生。

(二) 公司治理之本质

企业的本质是一组契约的联结。公司治理的本质是由一系列契约构成的一整套制度安排，这些契约可以划分为正式契约和非正式契约，正式契约一般包括政府颁布的法律法规和各种条例等，非正

^① 资料来源：Berle, A. A. and Means, G. C. 1932, "The Modern Corporation and Private Property", New York; The Commerce Clearing House, (1967), p. 109 其研究样本是美国当时全国最大的 200 家非金融企业，包括 42 家铁路公司、52 家公用事业公司和 106 家制造业公司。



式契约则是由道德、传统、社会习惯等形成的没有明文规定的行为习惯，这些习惯虽然没有明文规定，但在现实中却实在地发挥作用。公司治理就是这些正式的和非正式的一组契约的联结。

与企业契约相关的利益相关者包括有股东、债权人、经理人、员工、消费者、供应商及其他相关利益者，因此，企业不仅要重视股东的利益，也要重视利益相关者的利益，公司治理需要全体利益相关者的共同参与，即利益相关者共同治理。公司治理问题传统意义上主要集中在股东所有权和管理者控制权的冲突上，但笔者认为，公司治理应该有一个更宽泛、更动态的概念，即企业必须对更多的利益相关者的预期做出反应，对多元的利益加以协调，以实现长期的价值最大化。从广义上说，公司不再仅是股东的公司，而是一个利益共同体，公司治理机制不仅限于以治理结构为基础的内部治理，而是利益相关者通过一系列的内部、外部机制来实施共同治理。换言之，公司治理是一种制衡关系，它不仅应强调所有权在公司治理中的作用，还要强调利益相关者（Stakeholders）在公司治理中的利益保护。

总之，公司治理问题产生于公司各利益主体目标函数不相融，公司治理的宗旨在于协调各方利益关系，促进利益相融的程度和企业运作成本的降低。

（三）利益相关者理论与公司治理理论的发展

1. 利益相关者内涵

前已述及，公司治理的概念有两种观点：股东价值观（Shareholder—Value Perspective）和利益相关者社会观（Stakeholder—Society Perspective）。传统的股东价值观认为公司治理是公司融资者确保投资收益的方式，公司股东拥有对公司的剩余控制权和剩余索取权，债权人处于一种被动、从属的地位，不应干预企业经营决策，他们只拥有固定收入的索取权以及在企业不能清偿债务时的破产权，只要企业能够按时按照债务契约支付，债权人则无须了解公司的经营状况，即使企业的公司治理有欠完善，只要能够按期支



付，债权人无权进行干预。只有当公司不能清偿债务时，债权人才能取得公司的剩余控制权，但没有必要参与企业的公司治理。

然而，从 20 世纪 90 年代开始，利益相关者理论开始兴起，利益相关者理论对传统的“股东至上主义”提出了批评，认为公司的董事不仅是股东的代理人，同时也应该是公司其他成员的信托人，包括公司雇员、消费者，以及整个社会，企业的经营与众多的利益相关者相关，企业的经营决策会对他们产生重要影响。企业不仅要考虑股东的利益，更要充分考虑到债权人等利益相关者的利益。公司的目的是服务于社会，经理层的职能是将这种道德思想灌输给员工。

狭义的利益相关者是指对企业具有直接影响的人。利益相关者治理一方面有助于公司绩效的提高：利益相关者与企业之间签订的隐形契约使利益相关者在与企业合作过程中投入更多的专用性资产而不必担心被欺诈，从而减少交易成本；它有利于公司内部制衡，对经营者形成约束机制，改善公司治理。这里因为：公司治理的本质是各利益相关者之间相互制衡关系，利益相关者从不同的角度对公司进行监督，可以减少信息不对称问题，形成有效的内部制衡机制。但另一方面，利益相关者治理企业有时也要付出高昂的成本，如维持内部低效率的工作，雇佣低效率的供应商等。然而，总的来说，利益相关者理论不断完善促使公司治理理论向前发展。

资源按性质不同可分为两种，一种是通用性资源，即当合同一方终止契约时，另一方能够容易对这种资源进行重新配置，在这种情况下，契约双方不需要特别的保护，市场可以提供充分的保护；另一种是专用性资源，当契约双方提前终止或契约的连续性被打断时，这种资源不容易或不能无成本地得到重新配置，市场对这种特殊资源的保护是不充分的，因此契约当事人需要合同提供一些特别



的保护，以规避风险^①。

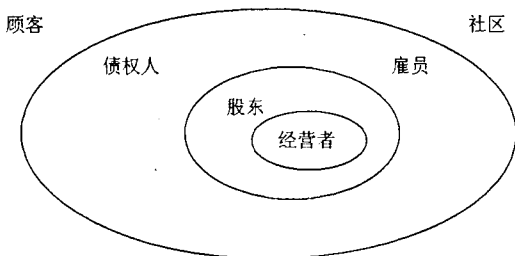


图 1-1 主要利益相关者示意

各利益相关者在公司治理中所处的地位取决于他们与公司的利益相关程度，他们提供给公司资源的专用性程度越高，他们在公司治理中的地位就越重要。

世界各国许多组织相继对公司治理问题进行了深入的研究，对利益相关者给予了关注，如《OECD 公司治理原则》（1999），英国《Cadbury 报告》（1992）、《Greenbury 报告》（1995）及《Hampel 报告》（1998），美国《商业圆桌会议公司治理声明》、《公司治理结构的原则：分析与建议》（1980），韩国《公司治理最佳实务准则》，中国《上市公司治理准则》（2002）等，对利益相关者参与公司治理问题都做出了规定。

2. 各主要利益相关者在公司治理中的地位及治理机制

1) 证券市场的公司治理机制

资本市场是企业重要的资金来源，资本市场上股票的价格反映了股东对企业的认可程度。业绩不好的企业难于在资本市场上融资，完善的资本市场上的股价能够反映出公司的业绩，对公司治理发挥作用。

证券市场对公司治理的参与机制表现在以下几个方面：一是证

^① 参见 Williamson, Oliver, "The Economic Institutions of Capitalism", 1985, The Free Press, New York, P 301-319



券市场的价格发现机制；二是控制权配置机制；三是证券市场监管机制，监管制度对上市公司具有强制作用。除了信息披露制度，证券监管机构还直接对上市公司提出了治理准则，规范公司的运作。英国 Cadbury Code 于 1992 年被伦敦证券交易所导入其上市规则之中，美国 NASDAQ 市场于 1998 年通过了《上市公司监管措施》，日本于 1988 年修订《证券交易法》，扩大了证券期货市场的监管范围，中国于 2002 年出台了《上市公司治理准则》，对上市公司的规范运作提出了要求。

2) 经理人市场的公司治理机制

经理人市场也对经理产生约束作用^①。经理人市场的存在或经理更换的压力，是促使经理努力工作的重要原因。在外部市场中，产品市场、资本市场和兼并市场上产生的激励作用，在很大程度上要通过经理人市场来实现。此外，经理人市场的存在还有助于抑制股东的资产替代行为。在英美国家，都存在较为成熟的经理人市场。

3) 债权人的公司治理机制

在现代市场经济体制下，没有一家现代企业的发展可以离开金融资本的支持。通常银行是企业最大的债权人，银行的利益是企业利益的一个重要组成部分。企业融资的方式有外部融资和内部融资，直接融资和间接融资等。债权人是公司借入资本即债权的所有者，债权人与公司的关系是一种融资契约关系，包括正式和非正式的。从理论上讲，债权人要承担企业本息到期无法收回或不能全部收回的风险，因此，债权人和股东一样，在公司治理上，债权人有权对公司进行监督，并在非常情况下拥有控制权，如破产清算时。

公司债务对于公司的约束作用来自于债权人的监督和严厉的债

^① 参见 Fama, E, "Agency Problem and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, 1980.



务条款。债务契约中的保护性条款 (Covenants) 对于企业和企业经营者在投资、融资、股利分配和公司经理人员的收入等方面的限制都会对公司的融资行为产生影响, 改善公司治理。债权人的专业化有助于提高治理效率。

① 债务的约束作用。债务对公司的经营者具有约束作用, 是一种“硬约束”。在公司丧失清偿到期债务能力将导致破产的机制约束下, 债务对公司的约束作用是强烈的, 与通常的激励约束机制相比, 这种债务对经理人的约束显得更强有力。债务的作用在于, 如果公司经营不善, 不能清偿到期债务, 则公司经理人不得不放弃其经理职业, 因此代价是非常巨大的。

② 债权人对公司的监控作用。银行作为重要的债权人, 其与企业的关系是债权约束的重要形式。银企关系在不同的公司治理模式中的作用有着重大差异, 由于各国工业化和经济发展的程度不同, 以及文化历史的差异, 在银企关系的制度安排上, 各国也呈现出不同的特征, 形成多样化的银企关系制度。

在德日银行导向公司治理模式中, 债权人对经营者的约束方式主要是银行干预, 银企间关系产权制约较强, 企业以间接融资为主, 银行在企业经济中发挥重要作用。在英美市场导向公司治理模式中, 银企关系模式以市场为运行基础, 银企间的产权制约较弱, 处于较为松散关系的状态。实际上, 即使美国银企关系不如日德国家银企关系那么紧密, 局限于“破产约束”的治理方式, 但这种最终的“硬约束”对企业日常经营依然产生重大影响, 这种到期还债或破产清算的约束, 对于企业经营者来说是一种潜在的“威慑”。

4) 雇员的公司治理机制

雇员即员工。作为公司人力资源的所有者, 员工在企业工作中积累了经验, 掌握企业的信息, 他们与企业具有直接的利益关系, 与那些对企业知之甚少的小股东相比, 他们更有动力和能力去监督企业的经营者。他们为公司做的工作, 远比大多数股东要多。

雇员比外部的投资者更具有信息优势, 雇员的信息优势和参与



机制能够提高企业决策质量和监督效率。雇员在长期的工作中形成了专门的信息交流和交易网络的长期稳定关系，构成了企业专用性资源，雇员通过这种专用性人力资源的投资承担了一定的企业经营风险，他们的利益与企业息息相关。

5) 政府控制与法规约束

政府的职能之一就是促进就业，而公司的景气、招收员工的数量，则直接关系到社会的就业，公司缴纳的税收直接成为政府的税收收入。政府参与企业公司治理的主要手段是通过相关法律法规及制定产业政策、实施发放生产许可证等措施来进行。法律制度决定公司合同之外的大部分关系，政府的责任就是通过法律法规的制定和执行，为公司治理在强制性的法律和非强制性的安排方面进行引导，取得平衡。先进的法规制度要真正转化成本国所能接受的具有约束力的“本土”规则，则非短期内所能完成，路径依赖、制度互补性以及本国所特定的政治文化和传统习俗等是主要的制约因素^①。

6) 产品市场的约束

在产品市场上，如果公司的产品和服务不能直接满足市场的需要，将导致产品的市场占有率下降。然而产品市场对企业的治理，在缺乏其他控制机制的条件下，通常是缓慢的，且容易失去控制，使企业陷入困境。

7) 其他利益相关者

随着生产和交易的社会化，公司越来越成为社会的公司。由于公司的运营与社区密切相关，客户、供应商、社区居民和政府成为公司的利益相关者，因此，在某种程度上，这些利益相关者也拥有对公司监督约束的权利。产品市场上的客户、重要市场的分类、供

^① 参见 Bebchuk, Lucian and Mark J. Roe (1999): "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership". Columbia Law School Working Paper No. 131.