



中 / 国 / 管 / 理 / 理 / 论 / 前 / 沿 / 系 / 列

高 闯 等 / 著

公司治理： 原理与前沿问题

Principles and Frontier Issues in
Corporate Governance

融公司治理基本原理与前沿问题于一体 以两类公司治理问题为主线
对公司治理的内涵及两类问题进行清晰界定 系统地介绍了这两类问题的产
生原因、理论模型、研究动态及最新成果

从公司内部治理和基础设施提出两类治理问题的解决方案

对以美英为代表的外部控制型公司治理模式的形成背景、适用条件及各自的优点
进行细致的比较分析，并运用路径依赖理论、制度互补性理论和合约理论对公司
治理模式的演进机理及演进趋势进行全面系统地解释



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



中 / 国 / 管 / 理 / 理 / 论 / 前 / 沿 / 系 / 列

高 闻 等 / 著

本书得到国家社会科学基金项目“我国上市公司终极股东控制问题研究”（项目号07BJY016）及辽宁省教育厅人文社科重点研究基地“现代公司治理与成长研究中心”的资助

公司治理： 原理与前沿问题

Principles and Frontier Issues in
Corporate Governance

融公司治理基本原理与前沿问题于一体，以两类公司治理问题为主线，对公司治理的内涵及两类问题进行清晰界定，系统地介绍了这两类问题的产生原因、理论模型、研究动态及最新成果。

从公司内部治理和基础设施提出两类治理问题的解决方案。

对以英美为代表的外部控制型公司治理模式的形成背景、适用条件及各自的优点进行细致的比较分析，并运用路径依赖理论、制度互补性理论和契约理论对公司治理模式的演进机理及演进趋势进行全面系统地解释。



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理：原理与前沿问题/高闯等著. —北京：经济管理出版社，2009.5

ISBN 978-7-5096-0614-8

I. 公… II. 高… III. 公司—企业管理—研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 062289 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：张 艳

责任编辑：杜 菲

技术编辑：杨国强

责任校对：超 凡

720mm×1000mm/16

20.25 印张 341 千字

2009年5月第1版

2009年5月第1次印刷

定价：49.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-0614-8

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街2号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

目 录

引 言	1
第一章 企业的性质与公司治理的本质	13
第一节 企业的性质	13
第二节 企业的起源及其演进	19
第三节 公司治理的起源与本质	30
第四节 公司治理的主要问题	42
第五节 公司治理的现实意义	51
第二章 经理人控制与败德问题分析	53
第一节 伯利—米恩斯 (Berle-Means) 范式	53
第二节 代理型公司治理问题	57
第三节 解决委托—代理问题的思路	67
第四节 代理问题对公司价值的影响	73
第三章 终极股东控制与侵占问题分析	83
第一节 LLSV 范式	83
第二节 终极股东控制的基本方式	96
第三节 终极股东控制与资本结构	101
第四节 终极股东控制的社会资本分析框架	111
第四章 公司内部治理	133
第一节 公司内部治理结构概述	133

第二节	股东大会运行机制分析	144
第三节	董事会职能分析	150
第四节	经理的激励与约束	158
第五章	公司治理的基础设施	167
第一节	公司治理基础设施的理论解析	168
第二节	信息披露制度	170
第三节	信用中介机构的发展	178
第四节	投资者法律保护	185
第五节	政府监管	192
第六节	舆论监督	197
第六章	公司治理模式及其比较	203
第一节	外部控制型治理模式	203
第二节	内部控制型治理模式	214
第三节	两种治理模式的比较分析	227
第七章	公司治理的演进论解释	239
第一节	公司治理模式演进的机理	239
第二节	公司治理的演进趋势	257
第八章	中国公司治理：进一步改革的路径	271
第一节	中国企业制度的改革历程回顾	271
第二节	中国公司治理模式及其特征	281
第三节	中国公司治理模式存在的问题及对策	284
第四节	中国公司治理模式改革的路径	297
参考文献	305
后 记	319

引 言

1932年, Berle 和 Means 合作出版的 *The Modern Corporation and Private Property* 一书正式拉开了公司治理理论研究的序幕, 至今还不足 80 年。其后, 公司治理问题引发了全球范围内经济学、管理学、法学和社会学等诸多学科的广大研究者浓厚的兴趣, 并取得了极其丰硕的成果。最近 20 年, 随着时间坐标的不断向前推移, 世界范围内的一系列公司治理问题逐渐浮出水面, 并由此掀起了一次接一次的研究热潮。当今, 公司治理已经成为一个大众熟知的名词, 一个越来越为学者钟情的领域, 一个越来越为政府和股民关注的话题。那么, 在美国金融海啸及由其引发的全球经济衰退的背景下, 公司治理又将带给我们怎样的思考呢?

一、全球性的公司治理浪潮

公司治理理论体系的不断发展与完善, 以及公众关注程度的普遍提高, 都离不开 20 世纪 90 年代以来全球范围内先后出现的四次公司治理浪潮。从时间先后来看, 这四次公司治理浪潮的代表性事件分别是: 1992 年英国的《卡特伯里报告》的公布; 1997 年, 爆发的亚洲金融危机; 1999 年, 对东欧经济转轨的反思; 2002 年, 美国的公司财务丑闻。值得一提的是, 每一次公司治理浪潮都会凸显不同的问题, 并将公司治理理论研究引向更广更深。

1. 英国的《卡特伯里报告》: 代理人失职与败德造成公司破产

(1) 事件概述。针对 20 世纪 80 年代英国大批著名公司相继倒闭的问题, 英国成立了一个以卡特伯里为主席的委员会, 该委员会主要致力于检查英国上市公司治理结构的财务特征, 并于 1992 年 12 月出版了一份名为《公司治理结构的财务表征》的研究报告。我们习惯将其称为《卡特伯里报告》。

(2) 所暴露的公司治理问题。1980年以来，英国大批著名公司相继倒闭引发了极大的社会震动。这些公司为什么会纷纷倒闭？通过对这些破产企业进行深入的案例研究发现，大量企业的破产都是由公司经理人员行事丑陋，不能尽职尽责造成的。而作为股东代表的董事也违背股东的利益，不能履行他们应该尽的职责。显然，这基本属于第一类公司治理问题，即股东与其代理人之间出现了利益的不一致，以致代理人的行为损害股东的利益，并最终导致企业破产。关于此类公司治理问题及其核心本质，将在本书的第二章和第三章中详加阐明。

(3) 《卡特伯里报告》的贡献。《卡特伯里报告》较多地关注公司治理的财务方面，包括以下四个领域：一是进一步明确董事在向股东评价和报告公司绩效方面的责任；二是规范董事会审计委员会的建立和运行方面的情况；三是明确审计师的主要责任；四是调查并规范股东、董事会与审计师之间的关系。该报告还提出了董事会的最佳行为准则，其中的绝大多数条款后来被伦敦股票交易所采纳并作为所有上市公司都要遵循的规则。

《卡特伯里报告》在公司治理发展史中有着十分重要的作用，它标志着公司治理运动的开始，英国也因此成为公司治理运动的发源地。

2. 亚洲金融危机：终极股东通过隧道挖掘制造经济泡沫

(1) 事件概述。1997年6月，一场金融危机突然在亚洲爆发，并波及诸多亚洲国家，对东南亚各国、日本和韩国等国家和地区的经济产生了严重影响。这场危机的发展过程十分复杂，并一直持续到1998年底。从亚洲金融危机波及的范围看，大体上可以将其分为以下三个阶段：

第一阶段：危机首先在东南亚爆发并波及中国的香港和台湾地区。

1997年7月2日，泰国宣布放弃固定汇率制，实行浮动汇率制，引发了一场遍及东南亚的金融风暴。当天，泰铢兑换美元的汇率下降了17%，外汇及其他金融市场一片混乱。在泰铢波动的影响下，菲律宾比索、印度尼西亚盾、马来西亚林吉特相继成为国际炒家的攻击对象，三国的货币也狂跌。东南亚国家货币贬值影响到它们的股市，大多数东盟国家的股票市值至10月底都下跌了20%以上。1997年第三季度，中国的台湾和香港地区的金融市场也被攻击。香港特别行政区政府迅速采取了有力的调控措施，成功地捍卫了港元联系汇率制。但香港股市却付出了巨大的代价，从16800多点跌至9000点

左右。

第二阶段：危机蔓延至东北亚。

从1997年10月底开始，韩圆持续贬值，股市跌幅也超过40%。在金融危机中，韩国的大企业纷纷遭殃，又连累了一大批为其生产配套设备的中小企业。企业的大量倒闭使韩国银行呆账和坏账剧增，信誉大幅度下降，几乎已不可能到国际市场上融资了，到期应偿还的外债却越来越多。东南亚和韩国的金融风暴很快刮到了日本，使原本就不景气的日本经济日益恶化。韩圆的暴跌极大地冲击了在韩国有大量投资的日本金融业。1997年下半年，日本的一系列银行和证券公司相继破产，这标志着东南亚金融风暴正式演变为亚洲金融危机。

第三阶段：危机深化并波及俄罗斯、巴西。

1998年上半年，金融危机给东南亚经济造成的巨大杀伤力不断显现，大多数东南亚国家的经济跌入谷底。1998年初，印尼金融风暴再起，面对有史以来最严重的经济衰退，受其影响，东南亚汇市再起波澜，新元、马币、泰铢、菲律宾比索等纷纷下跌，通货膨胀率不断攀升。另外，由于出口不振、投资乏力和大量企业破产、倒闭，失业已成为这些国家严重的经济和社会问题。例如，韩国1998年4月的失业率比一年前增加了一倍以上。同时，随着日元的大幅贬值，国际金融形势更加不明朗，亚洲金融危机继续深化。

1998年8月，亚洲金融危机开始严重影响俄罗斯，造成俄股市和汇市猛泻。之后不久，巴西金融市场也开始持续动荡，汇市和股市大泻。俄罗斯和巴西的金融动荡表明亚洲金融危机已对世界金融市场产生破坏性影响。

(2) 引发亚洲金融危机的微观机制原因。经济学家们（如刘诗白，1998）往往从宏观视角来考察亚洲金融危机爆发的原因。他们认为，经济持续过热、经济泡沫膨胀、引进外资的盲目性、短期外债过量、银行体系的不健全、银企勾结和企业的大量负债等，是导致亚洲金融危机的主要原因，而国际炒家的“恶劣”行径（“热钱”或游资的投机与抽回）是导致这一危机的直接原因。

但是，如果对各国上市公司的治理结构这一微观机制进行细致考察，会有一个令人感到意外的发现。我们要问，东南亚各国的公司治理到底出现什么问题了呢？Johnson等人（2000）证明，控股股东猖狂的“隧道挖掘”是导致1997年亚洲金融危机的主要原因。在亚洲金融危机爆发之前，日本、韩国

这些后起的工业化国家一直是国际经济舞台的另类明星。日本的主银行治理机制及交叉持股一直被奉为“特色”，韩国的企业系族被奉为“特色”，东南亚的家族企业也被奉为“特色”，但是，长期以来，恰恰是这些“特色”，为以主银行、家族等为代表的终极股东掏空上市公司创造了极为便利的条件，甚至还起到了一定的掩护作用。终极股东通过各种“隧道挖掘”行为不断掏空上市公司，导致上市公司的真实价值远远低于市值，进而造成经济泡沫越来越多。亚洲金融危机的爆发，使人们开始质疑这些治理结构中的“特色”，并将其视为制度安排中固有的缺陷。

(3) 启示与意义。亚洲金融危机使人们开始重新审视日、韩等国公司治理结构中所谓的“特色”，并针对这些“特色”展开更深层次的检讨。同时，伴随当时美国经济的持续走强，美国的公司治理模式开始被认为是一种经典。在美国主导的一些国际组织（如 OECD 和世界银行）的强烈推动下，世界上很多国家开始重视自己国家中的公司治理问题，并把改善公司治理作为经济持续增长的新动力。

从公司治理视角看，亚洲金融危机的爆发，使大股东剥夺中小股东的问题浮出水面。各国学者开始对终极股东控制问题及“隧道挖掘”行为产生浓厚兴趣，公司治理研究的重心开始正式由第一类公司治理问题转向第二类公司治理问题^[1]。这对丰富和完善公司治理理论体系，规范和指导公司治理实践具有极为重要的意义。

本书的第三章就是专门对第二类公司治理问题进行系统介绍与深入分析。从产生的根本原因到具体的剥夺形式，再到基本剥夺结构，可以说是涵盖了终极股东控制问题的所有基础理论。此外，这一章还介绍了该领域目前最新的研究成果。

3. 东欧经济转轨的反思：是私有产权，还是公司治理？

(1) 事件概述。众所周知，1989年，发生了震惊世界的“东欧剧变”，匈牙利、捷克斯洛伐克、波兰和南斯拉夫等国发生颜色革命，纷纷放弃了原来的社会主义道路，转而实行私有化改革。1992年，俄罗斯也开始实行私有化进程。东欧和俄罗斯原有的公有制经济出现了重大问题，因此，“变色”在经济领域最鲜明的表现就是国有企业的私有化。在私有化进程中，俄罗斯所采取的做法主要是经理主导下的职工收购，即职工通过认股权证私有计划获得

国有企业股份，在匈牙利则采取直接出售，在波兰则是采取付款与股份无偿分配相结合的方式。由于面临的问题非常复杂，各国政府都认识到没有哪一种方案始终是最佳的，它们还将根据企业的具体情况来调整私有化方案。例如，将小型的国有企业拍卖给本国投资者，而将那些设备老化的大型企业廉价出售给任何愿意投入资本维持工人就业的外国企业。私有化改变了企业属性，也改变了原有的公司治理结构。很多改革的支持者们都希望私有化带来的效率刺激因素占据主导地位，尤其是俄罗斯，经济将会迅速走出低谷并增长，但现实却事与愿违，私有化造就了大量的“内部人”控制和关联交易。

时隔 10 年，也就是在 1999 年 9 月，在威廉戴维森研究所和密歇根大学法学院的赞助下，召开了一次主题为“公司治理结构：来自转轨经济的教训”的会议。大会邀请到公司治理及相关领域的诸多重量级理论家，其中还包括一批来自东欧转轨国家的优秀学者。会上，学者们第一次将关注的焦点集中到“转轨国家的改革经验”，以及“这些经验在公司治理理论方面教给我们哪些一般性的东西”。

(2) 转轨经济中的公司治理问题。布莱克等（1999）用了 6 年多时间对俄罗斯等国的私有化进行全程式的跟踪研究，他们发现，俄罗斯在私有化过程中犯了一个重大错误，那就是由于从中央计划向市场经济转轨之初国家没有健全的控制自我交易的基本制度，公司大规模的私有化导致大量的内部人自我交易，造成经理人对本公司的大量掠夺。其后，又出现了大量的“内部人”控制及相关的腐败现象。这些现象的大量滋生最终导致大批企业资产流失、业绩下滑，并使整个国民经济萎靡不振。

(3) 经验教训。透过东欧和俄罗斯的私有化，我们更加清晰地明白了这样一个道理，要取得私有化的成功，政府必须建立起控制自我交易和支持复杂市场经济所必需的制度。私有产权并非是灵丹妙药，如果缺乏必要的制度基础，私有化或私有产权发挥不了多大作用。制度基础，尤其是制度安排的健全和有效程度，比 20 世纪 90 年代初一些学者所设想的重要得多。因此，只有将私有产权与有效的公司治理有机结合在一起，才能真正提高经济运行效率。

4. 美国的公司财务丑闻：弄虚作假，玩火自焚

(1) 事件概述。2001 年 12 月 2 日，美国安然公司正式申请破产保护，公

司财务造假等一系列问题逐渐浮出水面，从而拉开美国公司财务丑闻的序幕。四个月后，也就是 2002 年 3 月 14 日，安达信公司因为销毁安然事件的相关文件，被控告妨碍司法，公司几近破产。

2002 年 4 月 1 日，世界最大的复印机生产商施乐公司因会计问题被美国证监会（SEC）调查，6 月 28 日，公司重新公布的近年收入报告承认，由于会计统计方面的错误，该公司在过去 5 年中高报利润 14 亿美元。此后，SEC 认为毕马威公司在施乐公司的财务丑闻中涉嫌有欺诈行为。施乐公司在 1997~2001 年间虚报的营业收入金额高达 60 亿美元，这远远超出 SEC 估计的虚报金额。在与 SEC 达成的和解协议中，施乐公司被处以 1000 万美元的民事罚款，创下美国历史上金额最大的企业财务违规行为罚金。

2002 年 4 月 30 日，美国第二大长话公司世界通信公司的董事长因个人借款事件被公开披露而引咎辞职。同年 6 月 25 日晚，公司又对外宣布：通过内部审查，发现在过去 5 个季度，公司的现金流量受到夸大，数额超过 38 亿美元。此事一出，就犹如一股强冲击波，引致全球股市、汇市、电信业、金融业剧烈震荡。

2001 年 3 月，一位名叫坎吉拉尔的投资者将美林公司告上纽约证券交易所，他指控美林公司的分析员布洛杰特发表的有关信息空间公司的乐观股评使他亏损了 50 多万美元。坎吉拉尔称，布洛杰特一直建议投资者买进信息空间的股票，并提出了 100 美元的目标价位，其实美林公司的真正目的是想从信息空间公司的并购案中渔利。有迹象表明，美林公司过去发布的有关埃克塞特、真正媒体、安瑟系统、网络资本集团和高托网络等公司的股票分析和评级完全是出于商业利益考虑，股票分析评级带有明显的倾向，广大投资者因此损失惨重。2002 年 5 月 21 日，美林证券被迫支付 1 亿美元的和解金。

2002 年 5 月 23 日，美国第六大有线电视公司阿德尔菲亚通讯公司的创始人里格斯家族成员和两位前任主管也被指控将公司的巨额资金用于个人目的。纽约联邦法院提交的起诉书指称，阿德尔菲亚公司曾将其 2000 年和 2001 年现金流量和营业收入虚报 5 亿多美元，将订户数量虚报 47000 多家，以达到抬高股价的目的，而他们则在公司申请破产前大量出售股票以渔利，致使投资者损失了 600 多亿美元。里格斯家族成员被迫辞去董事职务。

2002 年 6 月 12 日，英克隆系统公司前任首席执行官瓦克萨尔因涉嫌内幕交易接受审查。在美国食品与药物管理局否决英克隆系统公司一种很有前途

的抗癌药物申请之前，瓦克萨尔私下将这一内部消息告知家人和朋友，使他们在该公司股价暴跌前将股票脱手。据报道，瓦克萨尔的父亲和女儿在这一内部消息公布之前的几天中售出了大约 1000 万美元的该公司股票。10 月 15 日，瓦克萨尔承认在公司股票内幕交易丑闻中犯有证券欺诈、银行欺诈、作伪证、妨碍司法公正等多项罪名。

(2) 所暴露的公司治理问题。美国的公司财务丑闻暴露了一系列问题，如财务造假、关联交易、披露虚假信息和内幕交易等。从表面上看，这些问题所牵扯的仅仅是管理者腐败无能，他们采用如上伎俩只不过是为自己谋取私利而已。但是，如果向更深的层面细细挖掘，不难发现，美国的公司财务丑闻所暴露出的是一个全球普遍存在的公司治理问题，即终极股东的“隧道挖掘”问题。换言之，在上述丑闻公司的幕后，总是存在着终极股东，为了谋取私利，他直接参与或指使其代理人以种种“隧道挖掘”行为掏空上市公司，致使广大中小股东利益严重受损。

(3) 启示与意义。透过美国的公司财务丑闻，我们发现，即使在被公认为公司治理体系最完备的美国，也同样存在着严重的公司治理问题。安然、世界通讯、美林和英克隆等为代表的一大批世界级公司都相继因财务舞弊被严格查处，这说明，公司治理已然成为一个十分复杂的世界性话题。美国作为世界第一的经济强国，其公司财务丑闻的影响也必然是世界范围的，这也促使世界各国开始反思本国公司治理状况，并亟待改进和完善各自的公司治理体系。当然，以“安然事件”为代表的美国公司财务丑闻极大地推动了全球公司治理研究的重心由第一类公司治理问题转向第二类公司治理问题。针对这两类公司治理问题，本书在第四章和第五章中就分别从内部治理和外部治理两重机制提出行之有效的解决之道。

二、从安然消亡到雷曼猝死

1. 安然启示

“超高增长背后的阴暗秘密——创造概念吸引投资者，超常利润的真实来源——关联企业间的‘对倒’交易，实存巨额债务和莫大风险却隐而不彰——一部财务报表操纵大全”，这句对美国安然事件发生原因的精辟归纳，

也已成为一部集现代公司治理与现代财务管理于一身的经典教科书。

安然公司可称得上是一个极其庞大的企业帝国，包含了 3000 多家关联企业，具有典型的“金字塔结构”特征。尽管促使安然崩溃的原因有很多，但大都与这种由关联企业构成的“金字塔结构”有着十分密切的关系。

首先，安然的关联企业及信托基金以安然的不动产（包括水厂和生产设施等）作抵押，向公众发行流通性证券或债券。在这些复杂的合同关系中，通常包括一些在特定情况下安然必须以现金购回这些债券或证券的条款。不幸的是，在美国加州 2000 年以来延绵不绝的电力供应危机及由此给能源市场带来的巨大震荡中，这些条款达到了“触发”的门槛，安然的现金情况因此急剧恶化。

其次，安然将许多与关联企业签署的合同保密，把大量债务通过关联企业隐藏起来，运用关联交易大规模操纵收入和利润额，采用模糊会计手法申报财务报表。安然之所以这样做，主要是钻了美国通用会计准则（GAAP）的空子。虽然其拥有许多子公司 50% 的股份，但仍然无须合并其报表，这样一来，虽然安然在实质上控制了所设立的子公司和投资项目，但这些子公司的负债在安然的资产负债表中却很难反映出来。这些欺诈、误导股东的手法于 2001 年 11 月被披露后，市场对安然完全丧失信心，投资者将安然股价推到低于 10 美元的水平。这是受害者给施害者的惩罚，也是最终埋葬安然的主要原因。

最后，安然标榜自己发现了如何使传统能源公司一跃成为高增长、高利润的“新型企业”的“秘诀”，但实际上，公司的大部分“价值”都来自于这种由关联交易造成的隐含的负债。这种隐含的负债又常常与海外投资和金融衍生工具相联系，因为相应信息的披露比较容易被高管层操纵。这就不可避免地造成了财务造假事件和大量虚假的信息披露。

为了改善本国公司治理结构，美国在“安然事件”之后出台了一系列新规定。如 2002 年 5 月，美国 SEC 为强化上市公司董事会职能出台了一系列新规，其中包括董事在任期内不得出售其所持有的公司股份，董事在位满 10 年或年届 70 岁应主动辞职以及加强董事会的自我评定工作；6 月，美国证券管理委员会要求全美前 947 家大企业董事长为 2001 年重新调整后的财务报告提供背书保证；7 月，美国通过《沙班氏—欧克斯利法案》，以加强对上市公司财务状况的审计与监督力度。

安然事件所引起的轩然大波远远超出事件本身。它不仅标志着美国公司治理模式神话的破灭，还引发了世界各国政府及研究者对美国所标榜的最完美的外部控制型公司治理模式的强烈质疑与深刻反思。

2. 雷曼反思

无独有偶，就在安然事件带给世人的创伤还未完全愈合之时，一直被誉为“华尔街巨人”的雷曼兄弟公司却轰然倒闭。2008年9月15日，雷曼正式申请依照美国《破产法》第11章所规定的程序破产，即所谓的破产保护。昔日在全球金融界叱咤风云的雷曼兄弟公司倒闭了，6130亿美元的巨额债务创下美国有史以来最大的破产案。

拥有158年历史的雷曼兄弟公司在美国抵押贷款债券业务上连续40年独占鳌头。但在次贷危机冲击下，公司所持巨量与住房抵押贷款相关的“毒药资产”在短时间内价值暴跌，将公司活活压垮。美国雷曼兄弟公司在2007年9月10日提前发布的第三季财务报告显示，公司单季巨亏39亿美元，创下该公司成立158年历史以来最大季度亏损。当日，雷曼股价应声下挫近7%。雷曼兄弟公司股价在短短9个月中狂泻90%，市值仅剩约60亿美元。次贷危机确实成为雷曼倒闭的直接导火索。但也有不少头脑冷静的评论家们将雷曼破产的诱因归结为金融衍生工具的滥用，尤其是住房抵押贷款，而且没有预测到由此带来的超级风险。次贷危机一旦爆发，雷曼的资产便不可调和地大幅缩水，以致最终走上覆灭之路。

正所谓“横看成岭侧成峰”，所站的角度不同，看到的问题和得出的结论自然也不相同。我们更侧重于从公司治理视角来分析和反省雷曼破产的深层原因。职业经理人过高的薪酬水平是否是诱发其短期逐利、盲目创新的万罪之源？在提出金融创新方案后，公司董事会及附属的战略委员会是否对这些创新方案存在的潜在风险进行了科学的评估与分析，事后是否对这些风险采取有效的防范措施？盲目创新到底造成了多大的经济泡沫？证券监管部门是否对上市公司的治理状况监管到位？公司创造新概念吸引广大投资者，在此种情况下，保护中小股东利益的法律法规是否真的有效？冰冻三尺，绝非一日之寒。我们坚信，雷曼公司破产的一个重要原因是，公司治理体系中隐含的诸多问题长期以来没有被发现或得不到足够的重视，至于有效解决那就更谈不上。如此经年累月，问题就会越积越多，越变越大，乃至暴露出来以

后当事者也补救无方，只能望而兴叹，最终造成千里之堤溃于蚁穴的悲惨结局。

如果说亚洲金融危机使我们清楚地意识到了日本公司治理模式的诟病，那么从安然事件到雷曼破产则使我们不得不对美国公司治理模式进行深刻反思。本书的第六章就是从不同治理模式内、外部治理机制的基本特征与优缺点，对以日、德为代表的内部控制型公司治理模式和以美、英为代表的外部控制型公司治理模式进行全面比较。第七章是对不同公司治理模式的演进机理进行理论上的解释，从而探寻英、美、日、德等国公司治理模式演进的一般规律。

当然，四次公司治理的发展浪潮和当前美国的金融海啸也为我国公司治理实践提供了宝贵的经验和教训。回顾 30 年的企业改革历程，中国的公司治理到底经历了怎样的风风雨雨？遇到过多少艰难险阻？取得了哪些喜人成果？面对未来，又将何去何从？我们将在本书的最后一章中给出答案。

三、金融海啸背景下公司治理的新思考

短短一年多时间，美国的次贷危机不仅直接导致雷曼兄弟公司倒闭，也使美国第三大投资银行美林证券、美国最大保险公司美国国际集团（友邦保险）和华盛顿互惠银行亏损严重，濒临破产。至 2009 年 2 月 25 日，美国相继有 25 家银行宣布破产。一场金融海啸骤然爆发，并可能由此导致全球经济的大衰退。

然而，就是在这样的背景下，一些刚刚得到美国政府巨资救助的知名公司的高管们竟然以例行公事为由去尽情享受海滨假日和高档按摩服务，肆意挥霍纳税人的血汗钱；一些亏损严重的公司照旧全额派发高管的巨额薪酬，并将抵御危机、安渡难关的希望完全寄托于近年来已将经济搞得一团糟的美国政府；更有甚者，许多华尔街律师、银行家、首席执行官和媒体老总居然被爆料曾多次使用公司信用卡支付召妓费用，而且事后还巧立名目索要发票。这种所谓的在职消费未免有些过“度”。

目前，美国的金融海啸仍在不断地加剧，这些已经暴露出的问题或许只是“冰山一角”而已。我们坚信，随着危机的蔓延与发展，必将会有更多的问题浮出水面。在这种新的经济背景下，不论是金融风暴的爆发原因，还是

公司应对危机的态度，或是公司高管的败德行为，都将引发世人对公司治理问题更为深刻的反思。由此观之，我们不禁要问，公司治理到底是什么？公司治理为何如此重要？公司治理包括哪些基本内容？全球公司治理到底出现了哪些重大问题？基于此，本书不仅要对前面所述的公司治理的基本理论框架作详细介绍，而且还将对金融海啸背景下公司治理的前沿问题进行深入而系统的探讨。

注释：

[1] 宁向东（2005）将公司治理的问题分为两类：一类称作代理型公司治理问题，另一类称作剥夺型公司治理问题。他指出，代理型公司治理问题面对的是股东与经理之间的关系，即传统意义上的委托—代理关系，而剥夺型公司治理问题则涉及股东与股东间的利益关系。我们认为，就本质而言，这两类公司治理问题都属于委托—代理问题，只不过第一类公司治理问题是公司所有者与经营者（亦即股东与经理之间）的代理问题，而第二类公司治理问题是大股东与中小股东之间的代理问题。在本书中，我们也将第一类公司治理问题形象地称作“经理人控制与败德”问题，将第二类公司治理问题称为“终极股东控制与侵占”问题。

