



公司治理研究文丛

徐向艺 主编

公司治理 若干重大理论问题述评

GONGSI ZHILI
RUOGAN ZHONGDA LILUN WENTI
SHUPING

马 磊 徐向艺 著



经济科学出版社
ECONOMIC SCIENCE PRESS



公司治理研究文丛

徐向艺 主编

公司治理 若干重大理论问题述评

GONGSI ZHILI
RUOGAN ZHONGDA LILUN WENTI
SHUPING

马 磊 徐向艺 著



经济科学出版社
ECONOMIC SCIENCE PRESS

责任编辑：吕 萍 田 媛

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目（CIP）数据

公司治理若干重大理论问题述评/马磊，徐向艺著．—北京：
经济科学出版社，2008.7

（公司治理研究文丛）

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7426 - 8

I. 公… II. ①马…②徐… III. 公司 - 企业管理 - 研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 116243 号

公司治理若干重大理论问题述评

马 磊 徐向艺 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 17.5 印张 300000 字

2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7426 - 8/F · 6677 定价：27.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

《公司治理研究文丛》

主 编

主 编 徐向艺

副主编 陈志军 谢永珍 钟耕深

学术委员会委员

- | | |
|-----|-------------------------------|
| 李维安 | 南开大学商学院院长、教授、博士生导师 |
| 郑海航 | 首都经贸大学副校长、教授、博士生导师 |
| 徐向艺 | 山东大学管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 武常岐 | 北京大学光华管理学院副院长、教授、博士生导师 |
| 何顺文 | 香港浸会大学工商管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 李海舰 | 中国社会科学院《中国工业经济》杂志社社长、教授、博士生导师 |
| 李新春 | 中山大学管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 高 闯 | 辽宁大学工商管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 卢昌崇 | 东北财经大学工商管理学院院长、教授、博士生导师 |
| 刘俊海 | 中国人民大学法学院教授、博士生导师 |

前 言

这是一本关于公司治理研究中若干重大理论问题的评述性理论著作。

公司治理是现代企业制度中最重要的组织架构，它是对公司进行监管和控制的体系和机制。公司治理涉及公司的股东会、董事会、管理层及其他利益相关者之间一系列错综复杂的关系。其核心问题是在公司所有权和控制权相分离的条件下，通过适当的制度安排来解决公司外部股东和内部人之间的委托代理关系，从而使公司的目标以及实现这些目标的手段得以确定。自 20 世纪 80 年代以来，全球公司治理研究从以美国一国为主逐步发展到英、日、德等主要发达国家，到 20 世纪 90 年代，已经扩展到转轨经济和新兴市场经济国家；研究内容从治理结构与治理机制，扩展到治理模式与治理原则。

20 世纪 90 年代，随着经济全球化的加速发展，各国的公司治理实践也发生着深刻的变革。尽管各国进行公司治理改革的原因不尽相同，但对公司治理问题的关注却反映了这样一个共识：即打造公司长期竞争优势的关键是构建完善的治理结构与治理机制，良好的治理结构可以保证代理人根据公司股东和利益相关者的最佳利益行事，对代理人提供有效的监督，从而激励企业更有效地为社会创造财富；良好的治理机制将使公司在未来具有较高的财务安全性，有利于公司盈利能力的提高，进而提高上市公司的股本扩张能力；良好的公司治理质量是公司价值提升的重要保证。但是

在公司治理的实践上，人们发现，它与理想的距离相差甚远。

中国的企业改革在一定意义上也是全球完善公司治理浪潮的组成部分。以公司化和所有权多元化等为主要内容的建立现代企业制度的改革，使公司治理成为中国企业改革的核心问题。近几年来，中国公司治理得到前所未有的重视，公司治理状况也有了很大改善。但是像中国这样一个“转轨+新兴”的国家，既有“代理冲突”、“大股东的隧道行为”、“信息披露不充分”等各国公司治理所面临的共同问题，也有“产权不清晰”、“所有者缺位”、“内部人控制”等特殊问题的存在。可以说“行政型治理向经济型治理转换过程中形成的治理失控”是中国上市公司治理的症结所在。20世纪90年代以来，一些大银行、大企业纷纷赴海外上市，经过改制的中国企业要接受国际公司治理标准的检验，而一些赴海外上市的中国企业接连出现公司治理事件，这表明中国企业越来越面临着公司治理国际化的挑战。公司治理问题已经成为全球性的焦点问题，而中国公司治理之路还任重道远，需要企业、政府乃至其他利益相关方共同的求索。

在经济全球化的背景下，相互学习的结果使得公司治理正在呈现出国际趋同化的特征，这在客观上也要求公司治理研究的国际趋同化。本书的目的是对公司治理理论体系中若干重大问题进行理论上的梳理，对相关理论的起源、演变发展过程进行系统性介绍并对不同流派的观点进行综合探讨评价，以期为致力于公司治理研究的广大学者提供一个进行相关研究的资料线索。

本书第1章论述了公司治理问题研究的基本框架。20世纪80年代以来，公司治理成为全球市场经济国家共同面对的问题，成为现代企业理论研究的一个核心问题，并涌现出了大量的理论研究成果和极富实践指导意义的公司治理准则。纵观现有文献，可以发现对公司治理的研究已经非常广泛。本章试图将它们纳入一个统一的分析框架，对公司治理的范畴的发展历程、公司治理的不同利益导向及不同模式等国内外有关公司治理问题

的研究背景和理论成果进行介绍和评述，对当前公司治理前沿问题 and 研究进展进行分析，以期为我国公司治理理论研究和实践提供新的视角。

第2章论述了公司治理中的控制权安排。公司控制权安排是公司治理机制的核心和关键，如何合理配置控制权并有效促使控制权转移是提高公司绩效，保护投资者利益的关键问题。本章首先对控制权的本质属性进行叙述分析，之后对控制权问题分别从公司内部控制权配置、控制权收益及控制权转移等角度对公司控制权问题的研究成果进行介绍和评述。指出控制权的初始配置是公司治理结构中最主要的功能，因为这种权利的配置必须把剩余控制权、剩余索取权和资本所有权有机地结合起来。而控制权市场的存在使得控制权可以在各相关利益主体之间进行重新分配，其最明显的作用机理在于赋予股东“用脚投票”的自由，可以说，当公司内部的各种控制权机制都不能有效发挥作用时，控制权市场是股东解决代理问题的最后防线，控制权的争夺有利于公司治理质量的提高。

第3章论述了公司治理中的股东退出机制。股东退出公司主要有两种方式：一是股东通过股票市场将股份转让给他人从而实现退出公司的目的，该方式通常被称为“用脚投票”或者市场选择机制，它是一种间接的股东退出机制；另一种则是公司异议股东所享有的股份司法评估权，该制度是一种司法退出机制，它允许对管理者的决策持有反对意见的股东在特定情况下要求公司回购其股份，因此是一种直接的股东退出机制。本章重点比较分析了以上两种不同的股东退出机制在公司治理结构中的功能，以及他们对公司治理效率的影响。

第4章论述了高管变更与公司治理绩效。企业高级管理人员的更换是公司治理的一项重要内容，是公司内外部治理机制共同作用的结果。在西方发达国家对该专题的研究始于20世纪70年代，经过几十年的发展已经积累了较为成熟、较成体系的研究成果。中国股市2004年年底和2005年年初的“问题高管”风暴，更是导致了上市公司高管频频被更换。本章重点从公司治理的角度对国内外关于高管变更的研究进行系统性评述，试

图梳理出公司治理与高管变更关系的总体研究思路和研究框架。

第5章论述了公司治理、自由现金流与企业投资行为。由于代理问题的存在,使企业利益相关者之间存在着冲突,这种冲突在企业经营投资中表现为权利、责任和利益分配的不对称和各种机会主义行为的发生,这些都直接影响着企业的投资决策。本章重点将自由现金流和公司治理问题引入企业投资行为分析框架,使得企业投资不再是“黑箱”,可以为我们逐步认识和分析企业投资行为提供理论支持。

第6章论述了上市公司关联交易及其治理。关联方利用关联交易直接或间接侵害上市公司利益,甚至掏空上市公司的事件更是时有发生。21世纪之初,美国资本市场中接连爆出的上市公司通过关联交易进行财务造假的丑闻,说明了即使是发达国家对上市公司关联交易的治理制度仍然存在诸多问题,而以帕玛拉特事件为代表的欧洲公司财务丑闻的发生,更显示了这一问题的全球性和重要性。本章重点对国内外关联交易的不同界定、产生原因、影响及对关联交易的规范治理进行了考察与分析。

第7章论述了公司职业经理人综合评价体系。职业经理人产生于经营权与所有权的分离。企业与职业经理人之间属于委托—代理关系,他们之间的合作是典型的动态博弈,在这个过程中存在着明显的“信息不对称”,构建信号传递机制是解决“逆向选择”与“道德风险”的有效手段。因此,对职业经理人的评价历来都是企业很重视的问题,也是理论界关注的热点。本章重点关注根据“利益相关者评价模式”构建的职业经理人综合评价体系框架对相关理论研究进行评述。

本书是集体劳动的成果。由马磊博士、徐向艺教授设计出该书的编写大纲并提出研究思路,经过讨论,由写作组成员(徐向艺、陈振华、卞江、孙卫敏、马磊、李鑫、庞金勇)分工写出初稿,由马磊博士、徐向艺教授对全书各章内容进行修改并最后总撰定稿。

我们在研究写作的过程中,参阅了国内外大量的公司治理文献(文献目录见各章章末),使我们受益匪浅,特向这些文献作者表示诚挚的感

谢!本书在出版过程中,得到了经济科学出版社及其责任编辑的大力帮助,在此一并表示感谢!

由于本书体系庞大,涉及面比较广,更主要的是作者学识所限,该书的缺陷和遗漏恐难以避免,我们期待着理论界同行和广大读者对本书存在的疏漏和不足提出宝贵意见。

马磊 徐向艺

2008年7月10日



第 1 章 公司治理问题研究的基本框架	1
1.1 公司治理的内涵	1
1.2 公司治理与公司管理的比较	9
1.3 公司治理研究中的利益导向	14
1.4 公司治理的主体、客体及效率	17
1.5 公司治理机制	21
1.6 资本结构与公司治理	26
1.7 董事会与公司治理	31
1.8 公司治理模式的比较	34
参考文献	44
第 2 章 公司治理中的控制权安排	46
2.1 对控制权本质的探讨	46
2.2 对控制权配置的研究	59
2.3 对控制权收益的研究	68
2.4 对控制权转移的研究	80
2.5 本章评析和展望	85
参考文献	86

第 3 章 公司治理中的股东退出机制	89
3.1 传统公司治理理论与股东退出机制的回顾与分析	89
3.2 无效市场条件下的公司治理：公司治理的 行为经济学视角	101
3.3 股东直接退出机制：异议股东股份价值评估权	110
参考文献	123
第 4 章 高管变更与公司治理绩效	126
4.1 高管变更的概念与作用	126
4.2 高管变更与公司绩效	128
4.3 公司内部治理与高管变更	132
4.4 公司外部治理与高管变更	140
4.5 高管变更与继任者来源	143
4.6 高管变更与盈余管理	145
4.7 高管变更与股东财富效应	147
4.8 高管变更与高管团队稳定性	150
4.9 本章评析与展望	152
参考文献	153
第 5 章 公司治理、自由现金流与企业投资行为	156
5.1 企业投资与自由现金流之间关系的理论基础	156
5.2 企业投资与自由现金流之间关系的实证研究	158
5.3 中国上市公司投资与自由现金流敏感性研究	165
5.4 股东—债权人冲突对企业投资行为的影响	167
5.5 股东—经理人冲突对企业投资行为的影响	173
5.6 大股东—中小股东冲突对企业投资行为的影响	180
5.7 中国上市公司治理问题对企业投资行为的影响	181
参考文献	184

第 6 章 上市公司关联交易及其治理	187
6.1 关联交易及相关概念的界定与分析	187
6.2 关联交易的产生及国内外的确认	193
6.3 关联交易产生的原因分析	200
6.4 关联交易的影响分析	205
6.5 关联交易的规范与治理	210
6.6 本章评析与展望	220
参考文献	224
第 7 章 公司职业经理人综合评价体系研究	227
7.1 职业经理人绩效评价与管理的理论研究	228
7.2 职业经理人素质评价的理论研究	241
7.3 职业经理人信用评价的理论研究	255
7.4 本章评析与展望	261
参考文献	263

第 1 章

公司治理问题研究的基本框架

20 世纪 80 年代以来,公司治理成为全球市场经济国家共同面对的问题。21 世纪初出现的安然、世通等世界级大企业的财务丑闻和破产倒闭事件,更是在全球范围内掀起了一轮新的公司治理研究高潮。综观有关文献,可以发现学术界对于公司治理的研究已非常广泛,本章对国内外有关公司治理问题的研究背景和理论成果进行了介绍和评述,对当前公司治理前沿问题 and 研究进展进行了梳理,试图把目前头绪纷繁复杂的公司治理研究纳入一个系统的分析框架。

1.1 公司治理的内涵

“治理”(governance)是广泛应用于政治学、经济学、管理学领域内的一个术语,它来源于拉丁语“gubemare”,意思是“统治”或“掌舵”,在希腊语中与“舵手”是同义语。“公司治理”(Corporate Governance)作为一个概念,最早出现在经济学文献中的时间是 20 世纪 80 年代初,而“公司治理问题”的出现要早得多,亚当·斯密在《国富论》中就曾提到类似的问题,这可谓是公司治理问题的思想源头,但由于时代局限,他不

可能对此做出深入的研究。^①

企业的本质决定了“治理”的基本功能，“治理”应服务于企业的生存和成长。所以，企业制度演进过程也就是“治理”产生、发展的过程，因此，要想更深入地理解公司治理本质，关键是必须从企业制度演进的角度入手。

由于企业本质认识上的分歧，西方主流企业理论在研究企业制度演进方面有两种不同的派别，一是以威廉姆森为代表，主张从企业组织结构入手研究现代公司制度演进，认为资产专用性、外部性及等级分解原则等三个交易成本因素决定了企业制度向现代公司制度演进。二是以德姆塞茨为代表，强调产权理论和社会成本理论（也就是外部性理论）的应用，侧重于研究公司的制度关系，它所考察的是现代公司的出资者和公司代理人是如何演化成一种“新型的生产关系的”（现代公司制度）。上述两种观点都从企业的本质出发研究企业制度演进，威廉姆森侧重于用交易费用解释企业的纵向一体化，而德姆塞茨侧重于用产权外部性解释企业的横向一体化。他们从不同的角度涉及了企业的本质，具有一定的深刻性，但都难以令人信服地解释企业的本质，从而使他们对公司制度形成发展的解释也难免有失偏颇。^②

1.1.1 公司制演进与“公司治理”的发展

企业制度类型主要包括业主制、合伙制、公司制三种。业主制、合伙制是最早的企业制度，现代企业制度即公司制度是在业主制、合伙制的基础上发展演进而来的。公司制的演进可大致分为三个阶段：^③

第一阶段，16 世纪末至 17 世纪初，荷兰、英国成立的特许贸易公司

① 亚当·斯密关于股份公司的经营情况曾有一段著名的论述：“在钱财的处理上，股份公司的董事为他人尽力，而私人合伙公司的伙员，则纯粹是为自己打算。所以要想使股份公司董事们监视钱财用途像私人合伙公司伙员那样用意周到，那是很难做到的……疏忽和浪费，常为股份公司业务经营上多少难免的弊端。”显然，亚当·斯密已经意识到了公司治理要解决的一个核心问题——对经营者约束、监督与激励问题，即委托代理问题。

② 关于现代企业理论的局限性，哈特、席西民等人都做过详细论述，可参见：a. 张海梅、钟庆才：《西方现有企业理论的局限性与思考》，载《广东社会科学》，2002 年第 2 期，第 18～22 页。b. 姚小涛、席西民、张静：《企业契约理论的局限性与企业边界的重新界定》，载《南开管理评论》，2002 年第 5 期，第 36～38 页。

③ 吉林大学中国国有经济研究中心课题组：《治理效率：一个深化公司治理的新视角》，载《当代经济研究》，2002 年第 12 期，第 8～14 页。

可谓是公司制的最早雏形,该组织由政府特许成立,具有法人地位,资本由募集而来,初步具备了董事会、股东会、经理等组织框架。

第二阶段,18世纪,一种更接近于现代公司制企业的“合股公司”出现了,该种企业组织虽然不具备法人地位和有限责任制度,但已具有可以筹集转移资本,所有者权益易于转让,经营连续性和由所有者代理人而不是所有者本人来管理等优点。在这两个阶段中,促使企业制度公司化的主要因素是:远洋航海贸易、殖民扩张以及地理大发现等企业创造了诱人的盈利机会,而业务的巨大风险以及大规模的资本远远超过了血缘家庭所能承担的范围。所以,企业投资主体的多元化不可避免地成为这一阶段公司企业制度创新的最大特征。这时,虽然出现了所谓的经理人员,但其由兼职人员充任,只起到了资产代管人的作用,经营职能并不突出。

第三阶段,19世纪以后,工业革命的兴起,新技术层出不穷,市场范围空前扩大,社会分工、专业化日益加深,市场竞争更加激烈,在这一历史背景下,美国出现了典型的现代公司企业制度。钱德勒将之归于19世纪80年代开始的大规模生产和大规模销售的结合,随着企业规模的扩张以及与之相伴随的技术管理过程复杂化,导致了专职经理人员作用的增强。西部铁路成为美国第一家由专职支薪经理人员组成的正规管理系统运转的工商企业。以专职经理人员出现为主要标志的现代公司制度无疑成为企业制度发展演进史上的里程碑。

与传统的业主制企业相比,现代公司制企业一个显著的特征就是个人财产所有权与企业所有权的区别。^①在古典式的业主企业中,个人财产所有权就等同于企业所有权,企业主投入个人的资金、设备等形成企业的全部资产,进而拥有企业全部所有权,即剩余控制权、索取权。而对于现代公司企业而言,公司企业作为一个独立的法人实体存在,出资人的有限责任制度使个人财产所有权不同于企业所有权。个人财产所有权是企业存在的前提,企业所有权是个人之间产权交易的结果,公司制企业成为不同生产要素所有者之间契约的结合。严格说来,公司企业本身是没有“所有者”的,如詹森、麦克林就将公司企业称为一种“法律假设”。伴随着所有者的消失是企业契约主体的多元化,即企业利益相关者的多元化。根据不同生产要素产权的不同特征,周其仁将公司制企业视为“人力资本与非人力资本”的合约,人力资本与非人力资本结合形成一种团队生产或

① 张维迎:《所有制、治理结构及委托—代理关系》,载《经济研究》,1996年第9期。

长期合约的集合，资本的专用性积累和机会成本制约着任何一方的退出。在充满不确定性和风险的竞争的市场环境中，它们共同构成的专用性资源创造出一种集体产品或“组织租”（企业剩余），任何一方为参与了“组织租”的创造，承担索取企业剩余的风险。企业的契约性也意味着，在享有企业剩余控制权和索取权方面，不同产权主体都享有机会上的平等性、独立性。这样，企业的剩余控制权和剩余索取权的承担者由单一的企业主转移到了多元化的企业相关利益主体身上。按照“舵手、掌舵”的“治理”这一原始意义，就是说多元化主体共同参与到企业的重大决策中，共同决定企业的战略规划、重大事项安排，这无疑为企业高效的决策提供了最大可能。而要将这种可能性变为现实，客观上需要一整套制度安排来协调不同主体间的利益关系，整合不同生产要素的资源力，以提高企业决策的效率，保持企业长期持续的成长。这里所谓的一整套制度安排其实就是我们所关注的公司治理。

由此，我们可以认为，随着企业制度由古典式业主制企业演进到现代公司制企业，真正意义上的企业所有者模糊了，公司制企业成为不同生产要素产权主体之间契约的结合体，企业利益相关者的多元化使企业家和企业职能分离，企业家职能由个人的企业家才能转化为治理制度的安排而得以强化，提高了企业决策的科学性和效率性，大大增强了企业抵抗风险和不确定性因素的能力。

1.1.2 “公司治理”的主要理论依据

一般而言，“公司治理”的理论依据主要有三个：^①

第一个是所谓的“管家理论”。它是规范性的，建立在信托责任基础之上：公司（即股东大会）将责任和权力委托给董事，同时要求董事忠诚，并能及时对自己的行为提出合理的解释。这个理论的前提，是相信人人都是公正和诚实的，都是愿意为他人谋利益的。依照这个理论，“公司治理”被看作信托责任关系。

第二个是委托代理理论。它将企业看作是委托人和代理人之间的合同网络，股东是委托人，董事是代理人。代理人的行为是理性（或有限理

^① 费方域：《什么是公司治理？》，载《上海经济研究》，1996年第5期，第36～39页。

性)的,自我利益导向的,因此,需要用制衡机制来对抗潜在的权力滥用,用激励机制来使董事和经理为股东出力和谋利。依照这个理论,“公司治理”被看作委托代理关系。

第三个是产权理论。它认为所有权规定了公司的边界,是控制公司的权利的基础,这些权利包括提名和选举为股东利益管理企业的董事的权利;要求董事就企业资源的配置作出决策并给予解释的权利;任命独立审计师检验公司账务的准确性及对董事的报告和账目提出质疑的权利,等等。而对于公司资产运作和日常经营的控制权,则分别授予董事会和经理层掌握。依照这个理论,“公司治理”被看作是产权或控制关系。

1.1.3 不同角度的“公司治理”定义

1992年12月,英国伦敦证券交易所公司治理财务问题委员会发表了《卡德伯瑞报告》(Cadbury),揭开了全球加强公司治理运动的序幕。1997年亚洲金融危机的爆发,不仅使直接受到冲击的亚洲国家加强了金融监管,加快公司治理改革步伐,其他国家和许多国际组织,如国际银行、亚太经合组织等也纷纷加入到推动公司治理改革的运动中。21世纪初出现的美国安然、世通等大企业的财务丑闻和破产倒闭事件,使学术界掀起了一轮新的关注公司治理问题的高潮。但直至21世纪初期,公司治理还没有统一的定义。在此仅列出几种较有代表性的观点:

1. 根据公司治理的作用定义

伯利和米恩斯^①以及詹森和麦克林^②认为公司治理应致力于解决所有者与经营者之间的关系,公司治理的焦点在于使所有者与经营者的利益相一致。法马和詹森进一步提出,公司治理研究的是所有权与经营权分离情况下的代理人问题,其中心问题是如何降低代理成本。^③米勒具体指出公司治理需要解决以下委托代理问题:如何确知企业管理人员只取得为适当

① Berle and Means. The Modern Corporation and Private Property. New York: MacMillan, 1932.

② Jensen and Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976 (3): pp. 305 - 360.

③ Fama and Jensen. Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics, 1983 (6): pp. 301 - 349.