

■ GONGSI ZHILI
suoyouquan jizhi yu touzizhe baohu

■ 鄢晓发 / 著

公司治理： 所有权机制与 投资者保护



经济科学出版社
Economic Science Press

■ 张敬伟 / 著

公司治理： 所有权机制与 投资者保护



公司治理：所有权机制与 投资者保护

鄢晓发 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理：所有权机制与投资者保护/鄢晓发著. —北京：经济科学出版社，2007.7

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6363 - 7

I. 公… II. 鄢… III. 公司 - 企业管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 079929 号

中文摘要

现代企业理论是近几十年现代经济学中最前沿的研究领域。该理论把传统微观经济学对价格和企业的市场行为研究转向了企业本身：企业的存在、企业的边界和企业的内部组织结构。本书以企业组织结构与公司治理的核心问题——激励冲突为研究主线，对解决激励冲突的所有权机制、投资者保护机制及两者相互关系做出分析。本书这样定义激励冲突：由于信息不对称与合同不完全，交易是有成本的。在有成本的合同交易中，个人以效用最大化为目标的自利行为转变为机会主义行为，并导致行为激励的扭曲和利益分配的冲突。所有权机制是在既定交易成本下，实现最优的内生所有权结构和控制结构，以实现次优的效率；而投资者保护机制则通过减少信息不对称和加强法律保护（执行契约）来减少激励冲突。

本书建立了内生所有权结构决定的模型，模型包括经理与股东之间的激励冲突、大股东与小股东的激励冲突以及包括两种激励冲突的一般情况模型。在经理市场、信息对称及法律保护等外生因素作用下，最优股权结构是边际控制收益与成本、边际风险成本及边际的专用性人力资本激励损失等因素权衡的内生结果。公司价值是大股东持股比例（所有权结构的度量）的凹函数，当所有权结构实现最优时，公司价值实现最大化。

最优所有权与公司最大化价值是同时决定的，他们不存在相关关系，最优所有权结构与公司最大化价值的变化取决于外生因素。通过模型的比较静态分析，可以得出外生因素如潜在价值、经理市场、投资者保护等对最优所有权的影响是负的，而对最大化价值影响是正的：即公司潜在价值的提高及投资者保护的加强会降低大股东持股比例，提高公司最大化价值。在所有权机制有效的情况下，比较静态分析为我们提供了公司次优效率提高的途径。

控制权市场也是解决激励冲突的重要机制。本书建立模型分析了信息、法律保护、竞争等因素对并购可能性、并购效率等的影响。信息对称加强、控制权市场竞争都可以减少非效率并购发生的可能性，但也会减少大股东获取的溢价，因此减少效率并购发生的可能性。法律对小股东保护加强可以减少非效率发生，但由于减少了大股东事后的掠夺，因此也减少了效率并购发生的可能性。并且，信息披露、加强法律保护以及控制权市场的竞争性都有利于小股东利益增加和社会总效率提高。信息对称和法律十分完善的情况下，并购几乎很难发生。但终究并购发生的目标还是为了提高公司效率，如果信息充分并且法律保护很好，也就难以出现因为公司治理低效率的原因而并购的需要了。

通过关于所有权机制（静态与动态）的模型分析，作为外生因素的信息披露和法律保护对于解决激励冲突和提高公司均衡效率至关重要。本书最后分析了加强投资者保护的几个主要方面：健全证券市场的信息披露机制，增加证券市场的流动性，完善投资者保护立法和加强司法执行效率。

关键词：激励冲突 所有权 控制 信息 法律 投资者保护

Abstract

The theory of firm has become the favorite preoccupation of the modern microeconomics. The theory addresses the existence of firm, the boundaries of firm, and the internal organization of firm. The main theme of the internal organization of firm and corporate governance is incentive conflicts, which are the central problem of this book. This book will analyze the mechanism of ownership and the protection of investors, which are the main access to addressing the problem of incentive conflicts. Due to information asymmetry and incomplete contract, individual egoistical behavior changes into opportunism behavior in transaction, which results in incentive conflicts. On fixed transaction cost, the mechanism of ownership will realize the equilibrium structure of ownership, the equilibrium structure of control, and second-efficiency. Intensifying the protection of investors can also decrease incentive conflicts.

This book model the equilibrium structure of ownership, including incentive conflict between manager and shareholders, incentive conflict between large shareholder and minority shareholder, and general equilibrium model. Structure of ownership is the equilibrium outcome of marginal revenue and cost of control, marginal cost of risk,

and marginal cost of human-specific investment. In the process of equilibrium, value of corporate is concave in a fraction held by the largest shareholder. However, when structure of ownership and value of corporate have realized equilibrium, structure of ownership is not relevant to value of corporate. The equilibrium outcome is determined exogenously. By comparative static analysis, we can find that the fraction held by the largest shareholder is decreasing in the protection intensity of investors and that the equilibrium of maximal corporate value is increasing in the protection intensity of investors. Strengthening protect of investors is the most access to enhancing corporate efficiency.

The market of control is one of important access to settling incentive conflict. This book models the effects of information asymmetry, legal protection of investors, and competition on control on the efficiency of takeovers. The intensification legal protection of investors and competition will decrease the probability of takeovers, protect the rights and interests of minority shareholders, and advance the social efficiency.

As a conclusion, the exogenous factors such as information disclose and legal protection of investors is essential access to solving incentive conflicts and advancing the efficiency of corporate governance. Finally, this book in details analyzes three ways to advancing the protection of investors: intensifying information disclose in security market, enhancing the liquidity of security, and perfecting legislation and judiciary.

[key words] incentive conflicts ownership control information legal protection of investors

目 录

1. 导论	1
1.1 问题的提出及分析框架	2
1.2 本书的内容结构安排	11
1.3 创新之处	13
2. 激励冲突与解决途径（文献回顾）	15
2.1 公司中的激励冲突	15
2.2 激励冲突的原因	26
2.3 控制激励冲突的理论	36
2.4 小结	58
3. 股权结构、公司价值与投资者保护	60
3.1 所有权与控制：分析框架	61
3.2 内生所有权的均衡模型	73
3.3 公司最大化价值决定	92
3.4 中国上市公司的所有权结构与公司效率	100
3.5 结论与应用	102

4. 所有权机制的动态分析：控制权市场	105
4.1 控制权市场中的激励冲突	107
4.2 模型	110
4.3 控制权市场中的竞争	123
5. 投资者权益保护	129
5.1 信息披露	131
5.2 投资者的法律保护	135
5.3 中国的投资者保护实践	146
6. 结论及今后的研究方向	150
6.1 结论	150
6.2 今后的研究方向	153
附录	154
参考文献	161
后记	172

导 论

现代企业理论与公司治理是近几十年现代微观经济学中最前沿的研究领域。该理论把传统微观经济学对价格和企业的市场行为研究转向了企业本身：企业的存在、企业的边界和企业的内部组织结构（Foss，1999）。这个先驱性工作是由 Coase（1937）、Knight（1921）及 Berle 和 Means（1932）做出的。^① 随后的 20 世纪五六十年代里，许多试图解释市场交易制度的经济学研究开始兴起，它们包括：社会选择理论（Arrow，1951）、法经济学与产权经济学（Coase，1960；Alchian，1965；Demsetz，1969）、产业组织理论（以芝加哥学者为主）、管理和行为的研究（Cyert and March，1963）、福利经济学和信息经济学（Arrow，1969，1971，1974）、机制设计理论等。^② 一些最新研究工具如博弈论等也日趋成熟，并成为现代

① 关于谁是企业理论的先驱者也有着争论。主流的观点认为 Coase 是企业理论的创始者，因为他把交易费用与合同的视角带入企业理论的研究，并界定了企业理论的研究范围。但是 Coase 忽略了企业组织内部激励冲突问题。Knight（1921）暗示了组织内部的道德风险行为，这是现代组织理论的核心问题。Berle 和 Means（1933）则发现了现代公众公司所有权与控制分离的现象。

② 一些学者把这些统称为新制度经济学（new institutional economics），但事实远非如此。其中许多理论已经发展成为相当独立的研究领域，同时也成为企业理论研究的不同研究分支。

微观经济学的基础研究方法。这些领域的研究和发展为 70 年代以后现代企业理论的发展和兴盛提供了理论和方法的支持。^① 70 年代以后，现代企业理论开始蓬勃发展，一些主要的理论和观点被建立起来，如企业的团队生产理论（Demsetz, 1972）、合同与代理的观点（Ross, 1973; Jensen and Meckling, 1976, 1992; Fama, 1980, Fama and Jensen, 1983; Cheung, 1983; Holmstrom, 1979, 1982; Holmstrom and Milgrom, 1991, 1994; Holmstrom and Tirole, 1991; Holmstrom, 1999）、交易费用与产权学派（Williamson, 1971, 1975, 1985, 1996; Klein, Crawford and Alchian, 1978; Grossman and Hart, 1986; Hart and Moore, 1990）等，^② 这些不同的理论对企业理论的不同方面做出了不同的解释。本书所讨论和研究的内容属于企业理论的第三个方面——企业的内部组织结构。

1.1 问题的提出及分析框架

本书提出这样三个问题：企业内部组织结构与公司治理所要研究和解决的核心问题是什么？解决该问题的主要途径是什么？这些机制（途径）是如何解决问题的，所有权机制与投

① 与其说 Coase (1937) 的理论长时间没有被关注，不如说在这些新兴研究没有兴起之前，人们缺乏有效的理论和工具来分析 Coase 的交易费用和合同理论。

② 学者们根据不同的假设和不同的研究目的，对现有的企业理论有许多划分方法。例如，Gibbons 在考察企业的边界时，把企业理论分为以下四个理论：寻租理论（rent-seeking）（Williamson, 1971, 1975, 1985; Klein, Crawford and Alchian, 1978）、产权理论（GHM 理论）、激励理论（Holmstrom, 1991, 1994）、适应性理论（adaption）（Simon, 1951; Williamson, 1971, 1973, 1975, 1991; Klein and Murphy, 1988, 1997; Klein, 1996, 2000a）。

资者保护机制是什么关系？在这三个问题当中，前两个问题是铺垫，而第三个问题是本书研究的最重要和最核心的问题。

1.1.1 企业组织结构与公司治理的基本问题：激励冲突

Coase 早在 1937 年就已经指出企业理论研究的问题包括：企业的存在（性质）、企业的边界、企业的内部组织结构。而公司治理研究主要解决的是企业内部组织结构问题，^① 本书所讨论和研究的内容也属于这个范围。那么，企业内部组织结构与公司治理所要研究和解决的核心问题是什么呢？

Coase 利用交易成本的概念对企业的存在和边界做了开创性的分析，并认为企业内部权威的存在可以减少交易成本。显然，交易成本的概念难以操作，难以对企业组织内部结构做进一步分析。Coase (1960)、Demsetz (1964, 1967)、Alchian 和 Demsetz (1972) 等认为组织交易中的核心问题是外部性与道德风险，并提出产权方法的途径。Jensen 和 Meckling (1976)、Holmstrom (1979) 等进一步提出企业组织的核心问题是代理人（经理）道德风险产生的代理问题，并提出激励合同的方法。Grossman 和 Hart (1986)、Hart 和 Moore (1990) 同样认为组织核心问题是专用性资产面临“套牢”风险的道德风险问题，但他们提出不完全合同基础上的产权（剩余控制权）分析方法。Shleifer 和 Vishny (1986) 认为公司中的代理问题

① 组织结构与公司治理是相近又不同的概念。他们研究的内容都涉及企业组织内部结构安排及参与方权利与权力安排。但前者讨论和研究的内容更具有基础性，后者是建立在前者基础上，研究的内容更具有应用性和现实性，并且还涉及更广义的研究内容，如影响企业内部组织安排的外部市场、法律、文化等领域。

并不简单的就是经理与股东之间的代理问题，大股东与小股东之间的代理问题同样非常普遍。

在中国，企业改革一直都是经济体制改革与建设的中心。改革前的国有企业由于所有者（国家）控制得太死，使得经营者和工人缺乏激励，企业缺乏活力导致效率低下，因此经营者与工人的激励是企业的根本问题。针对这个问题，一系列改革包括放权让利、承包经营责任制等措施相继得到实施，目的是实现政企分开，扩大企业的自主经营权利并允许企业留成利润。这样的措施给予了经营者有效的控制权和控制私利，极大地激励了经营者。但随之而来的代理问题产生了，经营者可能侵占并掠夺所有者资产，经营者的选择也缺乏有效的机制。于是，建立规范的公司控制机制（治理结构）成了进一步改革的主题，股份制公司改革是其中重要的内容。公司股东大会、董事会、监事会、多元化的股权结构建立了起来，试图建立市场机制作用的公司治理结构。但即使是在“规范”的上市公司中，大股东与经理勾结起来侵害中小投资者利益的掠夺问题也非常严重，理论界把它称为“一股独大”的内部人控制问题。

综合国内外讨论企业组织的理论，我们认为企业组织结构与公司治理的核心问题是“激励冲突”。Foss（1999）对目前有关企业组织与公司治理的文献做了归纳，认为组织结构与公司治理的核心问题是激励冲突，外部性、道德风险和代理问题等都是激励冲突的表现。本书在 Foss（1999）的基础上把激励冲突定义为：由于信息不对称与合同不完全，交易是有成本的。在有成本的合同交易中，个人以效用最大化为目标的自利行为转变为机会主义行为，并导致行为激励的扭曲和利益分配的冲突。激励冲突是本书研究内容的主线。

1.1.2 解决激励冲突的途径

解决激励冲突的基本途径是合同。设想如果保证合同交易的基本制度不能建立起来,任何非瞬时的交易都很难进行的。在这种极端的情况下,激励冲突无限大。为了避免冲突,合同是解决交易的基本途径。该合同可能是双方自发形成的默契,大家认同并且遵守这些默契。更多的情况下,合同必须通过一定的(法律)制度规定下来,大家都遵守基本的法律规定的交易制度进行交易。然而,由于人的有限理性,合同面临着不对称信息或者第三方缺乏信息,合同是不完全的。在合同不完全的情况下,激励冲突还是会发生。

为了解决企业组织中的激励冲突问题,不同学者与研究流派提出了不同的理论与解决途径。以 Jensen 和 Meckling (1976) 为代表主张的委托—代理理论认为通过激励合同的方法可以解决代理人的道德风险问题,这些激励合同包括薪酬计划、经理期权等。以 Coase (1960)、Demsetz (1964, 1967)、Alchian 和 Demsetz (1972) 等为代表的完全合同的产权学派认为所有权(产权)方法是解决外部性与道德风险的基本途径。委托—代理理论与完全合同的产权学派都是以完全合同为假定前提的,因此该理论在逻辑上是有缺陷的。Grossman 和 Hart (1986)、Hart 和 Moore (1990) (以下把它们称为 CHM 理论) 指出合同的不完全性,并把所有权与控制理论建立在不完全合同理论基础,该分析方法已经成为企业理论研究中的主流。所有权机制(方法)是解决激励冲突的根本途径。

在合同没有规定的地方,或者虽然有合同规定但不能被很好地执行,激励冲突发生了。此时的讨价还价能力取决于哪一

方拥有有效的控制（权力）。此时，所有权机制（GHM）就很重要了。所有权机制是指所有者通过法律赋予的所有权（权利）实施对公司控制（权力）的机制。但 GHM 理论忽略了所有权机制是有成本的，所有权机制受所有权结构的影响：分散的所有权结构下，所有者实施控制（权力）的成本很高，因此所有权与控制是分离的。Tirole（1997）把企业中的权威分为正式权威（formal authority）和真实权威（real authority），企业中的控制权也区分为名义控制权（the right to decide）与实际有效控制权（the effective control）。Tirole 的区分对 GHM 理论的应用是一个重要进步，这样才可能对不同所有权结构下的控制结构进行分析。实际上，企业内部组织结构的核心是控制（权力），所有权机制只是实施控制（权力）的途径之一。^① 公司治理本质的含义就是公司控制的机制。

与此同时，Fama（1983）认为经理市场是解决代理问题的重要途径。Jensen、Meckling（1976）、Holmstrom（1982）等提出信息与会计披露在解决代理问题中具有重要作用。近年来，Shleifer 和 Vishny（1996）、LLSV（1997，1998，2000）等提出了投资者法律保护是解决代理问题和金融市场发展的根本途径，该理论已经成为公司治理研究中的热点。这些途径试图在解决合同不完全性上入手，信息披露及法律执行契约的功能加强都可以减少合同的不完全性，从而减少激励冲突。

国内的企业改革一直是以所有权为中心的改革，所有权（产权）理论成为主导企业改革的主要理论。李晓西（1986）^②较早地从法律与经济结合的角度来考察所有权，指出认识所有

^① Rajan（1998）认为企业中的“途径”（access）是权力分配的更好途径。

^② 参见李晓西：《论经济改革中的所有制问题》，载《兰州大学学报》1986年第4期。

权内部结构 [占有权、使用权、受益权、处理 (转让) 权] 对于所有权机制在企业改革中发挥效率至关重要。随着以所有权改革为中心的企业改革 (包括放权让利、承包经营责任制、股份有限公司等) 得到推行, 以规范的内部所有权结构为核心的现代企业制度逐步得到建立。与此同时, 其他一些机制, 包括激励合同、声誉机制、建立完善的经理市场等, 也是企业理论的重要部分。更为重要的是, 随着上市公司绩效的问题凸显和证券市场的萧条, 投资者保护日益成为理论界与实务界共同关心的热点话题。目前, 关于投资者保护对于证券市场发展的意义已经逐步得到重视, 但是投资者保护机制如何影响公司治理效率以及它与所有权机制的作用关系却缺少研究。

总之, 所有权机制 (包括静态的所有权结构与动态控制权市场) 与投资者保护机制 (包括信息披露、二级市场流动性、法律保护) 是解决激励冲突的两个重要途径, 我们把它分别称为内部机制和外部机制。然后, 我们提出最重要的第三个问题: 所有权机制与投资者保护机制是如何解决激励冲突的, 所有权机制与投资者保护机制这两者之间是什么关系?

1.1.3 所有权机制与投资者保护

所有权机制是解决激励冲突的基本途径。本书认为, 所有权机制是指所有者通过法律赋予的所有权 (权利) 实施对公司控制 (权力) 的机制。所有权研究包括两个主要问题: 企业所有权的归属问题, 即什么性质的财产 (要素) 所有权应该获得企业所有权, 或者说, 谁是企业的所有者? 企业的所有权结构问题, 包括所有权的身份 (国有、法人、自然人等)、所有权权利结构、所有权的数量结构。其中, 所有权机制的核