

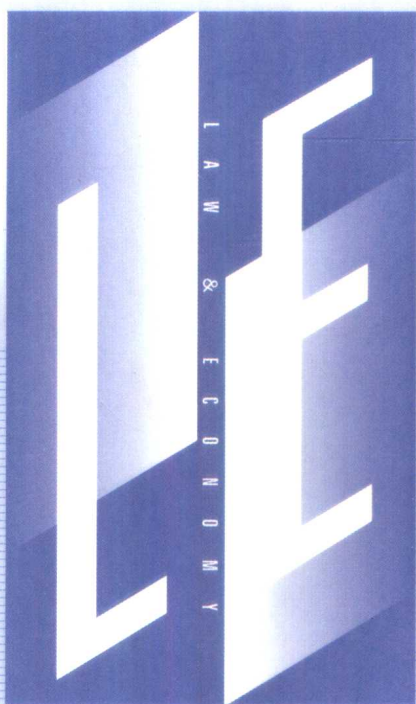


法律与经济普及文库

# 公司治理

——建立利益共存的监督机制

| 吴谦立 © 著 |



中国政法大学出版社



法律与经济



# 公司治理

——建立利益共存的监督机制

吴谦立 著

中国政法大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

公司治理/吴谦立著. —北京:中国政法大学出版社, 2006.4  
(法律与经济普及文库)

ISBN 7-5620-2878-8

I.公... II.吴... III.公司-企业管理 IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 032270 号

---

书 名 公司治理

——建立利益共存的监督机制

项目编辑 余 娟

文稿编辑 张 红

经 销 全国各地新华书店

出版发行 中国政法大学出版社

承 印 固安华明印刷厂

开 本 880×1230 1/32

印 张 10

字 数 210 千字

版 本 2006 年 10 月第 1 版 2006 年 10 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 7-5620-2878-8/D·2838

定 价 24.00 元

社 址 北京市海淀区西土城路 25 号

电 话 (010)58908325(发行部) 58908335(储运部)

58908285(总编室) 58908334(邮购部)

通信地址 北京 100088 信箱 8034 分箱 邮政编码 100088

电子信箱 z5620@263.net

网 址 <http://www.cuplpress.com>(网络实名:中国政法大学出版社)

声 明 1. 版权所有,侵权必究。

2. 如发现缺页、倒装问题,请与出版社联系调换。

本社法律顾问 北京地平线律师事务所

## 编 委 会

主 编 吴敬琏 江 平

执行主编 梁治平 李 波

编委会成员 (按姓氏汉语拼音排序)

|     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|
| 方流芳 | 高西庆 | 季卫东 | 江 平 |
| 焦津洪 | 金立佐 | 李 波 | 梁治平 |
| 刘遵义 | 茅于軾 | 钱颖一 | 秦 晖 |
| 吴敬琏 | 谢 平 | 许成刚 | 余永定 |
| 张春霖 | 张 军 | 张维迎 |     |

## 序 言

公司治理问题解决如何对于企业最高管理层的监督，对中国的企业改革显然是非常重要的，其涉及的内容和影响十分广泛，这个概念甚至已经正式被写入了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》。但是，正如中国人民银行周小川行长 2004 年 12 月 1 日在“中国论坛：资本市场与公司治理”上的讲话所指出的，关于公司治理还有许多剩余的问题尚未解决，需要进行深刻的研究。

其实，即使在西方经济学界，还没有建立一个完整的理论体系，对于许多问题的看法也是人见人殊。在这种情况下，简单地引用任何研究的片言只语都是危险的，因此本书旨在提供有关公司治理最新研究的一个总结性文献，以利于有志者对于这个领域有所了解，进行更加深入的探讨和研究。前面两章将在宏观层面介绍公司治理的概念以及不同国家的做法，并且分析这些不同模式背后深层的法律制度和政治文化的原因，希望这些背景方面的分析研究能够有利于我

## 2 序言

们进一步理解中国现在面临的治理问题，从而制订出相应的对策。我们还将讨论不同治理模式会不会出现趋同以及各国和地区在新的时期如何应对新的挑战。

后面各章将具体讨论经济学家在各个重要领域对于一些具体问题的理论和实证研究。第三章着重于董事会的组成结构及其演变、董事会与公司管理层的互动、董事会的特征会如何影响企业的利润率以及独立董事的有效性。第四章集中于公司经理人员薪酬合同的设计问题，我们将介绍薪酬合同的结构会如何影响经理人员的风险行为以及如何影响企业现金支配，因此，如何根据不同的企业环境设计不同的经理报酬结构。我们还会提及有关董事会结构与经理报酬之间关系的研究。第五章我们将对企业出现大股东的动机进行解释，并且分析大股东对于企业的决策和价值分别有什么影响。作为大股东现象的特例，我们还分析国营企业和家族企业会出现的公司治理问题。银行业是国民经济的命脉，具有相当的行业特殊性，而中国的银行将要面临前所未有的外资竞争，亟须大刀阔斧地改革，因此第六章专门介绍有关银行业的公司治理研究，以期对目前正在进行的金融改革有所助益。最后一章，我们简单讨论一些法律学者的思路，借以显示目前经济学家还没有解决的问题。

有两点需要说明：①由于经济学家在这方面的理论研究进展有限，因此更多的只是利用已有的数据进行实证研究。

对于这些实证结论，由于缺乏严格理论的支持，可能有多种解释，我们会尽可能地从不同方面提供可能的解释。对于一些使用独到数据和手段的研究，我们则会比较具体地介绍其推理过程和研究程序。②本书所引用的研究大都以西方的企业为背景，以作为研究方法和一般结论的知识。但同时，我们也会尽量介绍一些关于亚洲国家或者与中国问题有关的研究。

# 目 录

|                       |      |
|-----------------------|------|
| 第一章 公司治理概述 (一)        | (1)  |
| 第一节 什么是公司治理           | (3)  |
| 第二节 不同国家的企业股份结构与法制建设  | (6)  |
| 第三节 不同的治理模式：传统的区别方法   | (9)  |
| 第四节 德国和日本模式           | (14) |
| 第五节 新兴市场的公司治理         | (21) |
| 第六节 不同的治理模式：按照法律体系区分  | (24) |
| 第七节 法律体系与投资者保护        | (28) |
| 第二章 公司治理概述 (二)        | (40) |
| 第一节 不同模式会趋同吗？——赞成者的意见 | (40) |
| 第二节 不同模式会趋同吗？——反对者的意见 | (47) |

## 2 目 录

|     |                               |       |
|-----|-------------------------------|-------|
| 第三节 | 什么是“好”的公司治理 .....             | (53)  |
| 第四节 | 公司治理现状 .....                  | (56)  |
| 第五节 | 公司治理的局限性 .....                | (71)  |
| 第六节 | 经济学家的研究范围 .....               | (75)  |
| 第三章 | 董事会功能的发挥 .....                | (85)  |
| 第一节 | CEO 的聘用和解雇与董事人选的<br>确立 .....  | (89)  |
| 第二节 | 董事会规模和结构的决定因素 .....           | (100) |
| 第三节 | 董事会内部董事和独立董事对于企业的<br>监管 ..... | (108) |
| 第四节 | 董事会结构的变化与 CEO 交接班 .....       | (121) |
| 第五节 | 董事长和 CEO 应该分开吗 .....          | (126) |
| 第六节 | 董事会的双重角色 .....                | (133) |
| 第四章 | 经理的激励与自我保护 .....              | (146) |
| 第一节 | 公司对于闲钱的处置 .....               | (149) |
| 第二节 | 到底谁控制谁 .....                  | (155) |
| 第三节 | CEO 在决定自己报酬过程中的<br>作用 .....   | (163) |
| 第四节 | 股票期权的作用 .....                 | (172) |
| 第五节 | 经理的激励和企业价值 .....              | (181) |
| 第六节 | 经理的最佳自我保护 .....               | (190) |
| 第七节 | 股票期权计划的成本 .....               | (194) |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| 第五章 大股东与公司治理 .....      | (205) |
| 第一节 成为大股东的动因是什么 .....   | (206) |
| 第二节 大股东的寻租理论 .....      | (208) |
| 第三节 对小股东的盘剥 .....       | (217) |
| 第四节 机构投资者的作用 .....      | (219) |
| 第五节 大股东之间的互相监督 .....    | (229) |
| 第六节 国有企业的私有化 .....      | (237) |
| 第七节 政府在非企业机构里面的作用 ..... | (245) |
| 第八节 家族企业 .....          | (249) |
| 第六章 银行业的公司治理 .....      | (259) |
| 第一节 银行的特殊性 .....        | (260) |
| 第二节 裙带关系下的银行贷款 .....    | (265) |
| 第三节 银行的治理与价值 .....      | (270) |
| 第四节 国有银行的贷款动因 .....     | (275) |
| 第七章 另一种思路 .....         | (284) |
| 第一节 CEO 受到什么约束 .....    | (287) |
| 第二节 咨询顾问的作用 .....       | (293) |
| 第三节 是否应该让运气奖励 CEO ..... | (296) |
| 第四节 股票期权报酬计划的执行 .....   | (303) |

## 第一章 公司治理概述（一）

公司的形式已经存在了好几个世纪。似乎如何治理公司这个问题早就应该解决了。然而从亚当·斯密开始，就一直不断地有人指出公司存在的问题，并且使得有关的公司法律规定不断变化。1932年，身为律师的 Adolf Berle 和新闻记者 Gardiner Means 出版的《现代企业与私有财产（The Modern Corporation and Private Property）》是现代社会首次系统性地提出公司治理问题的著作，对于后人的研究有着很大的影响。它给人的印象是现代企业由许多分散的小股东拥有，控制权却掌握在极少数的经理人们手里。<sup>〔1〕</sup> 这种经营权和所有权分离的现象，容易造成代理人问题，需要股票市场能够对于公司管理层有着一定的约束作用，压缩他们滥用职权的空间。

但是，公司治理的问题可以说是股票市场与生俱来的问题。现代化的企业需要到股票市场上向大众筹集资金，然而

---

〔1〕 该书采用的主要是美国 1920 年代的企业数据。但在下面的章节里，我们会看到许多实证研究结果，即目前许多美国的上市企业的主要股东掌握超过 50% 的股份，而且今天美国企业管理层拥有的股份高于 1930 年代。其他发达和发展中国家也有类似的情况，并且这些大股东在公司治理方面相当活跃。

## 2 公司治理

普通大众并不具备管理企业运转需要的复杂技能，需要雇佣专业经理，这就造成了所有权和管理权的分离。投资者支付大量的资金获得的是完全看不见的权利，其价值完全取决于收到的信息的质量以及他完全不认识的人的诚实性。一家公司股票的价值取决于公司的未来前途。其过去的表现固然重要，但对于未来的表现并不能起到完全的指导作用。阻挡在股票发行者和普通投资者之间的一个关键障碍是信息的不对称。公司的内线人员知道公司的过去表现，对于前景也有一定的了解。他们需要把信息传递给投资者，这样投资者可以决定公司股票的价值。因此，健康良好的股票市场必须具备两个前提。法律和相关的机构必须给予小股东：①关于公司业务价值的确切信息；以及②公司的内线人员（经理和控股的股东）不会辜负他们的信任。

这两条在 1990 年代股市泡沫崩溃之后，尤其是一系列的公司丑闻爆发后，进一步吸引了人们的关注。关于第一条，施利特在 2002 年出版的《财务骗术》已有一定程度的论述。本书将集中讨论如何建立一个机制使得公司经理的个人利益能够与股东利益靠近，从而减少他们损害股东利益的行为。

公司治理这一问题最近几年成为一个广泛讨论的议题。在经济学研究的各类问题中，还很少有公共政策问题像公司治理这样能够迅速地占据现实争论的舞台中心。现在关于这个领域内的研究文献可以说汗牛充栋，而匹兹堡大学的法律教授 Douglas Branson 说，1993 年，他出版美国第一本有关公司治理的专著时，他的编辑进行版权搜寻时，还没有发现任何人使用“公司治理”作为书名。许多法律界和政界人

士也都提出过许多想法和建议。本书的目的在于审视经济学家的观点和研究的手段方法,从而检验由律师、政客们提出的一些建议是否真的合理。虽然仅仅局限于经济学家关于公司治理的研究文献已经浩瀚如海,但是经济学家真正完全达成一致意见的问题还不多,为了在介绍经济学家的研究分析时读者能更好地进行自我判断哪些研究与中国的问题紧密相关,本书前面两章将介绍有关公司治理的背景知识、在各国实践的不同性及其法律层面的原因。不过,即使这最后一点,经济学家的观点也不尽相同。

## 第一节 什么是公司治理

尽管各方人士对于公司治理问题争相评头论足,但是公司治理一词还没有被认真定义过,因为它覆盖的经济现象太广。它可以有许多含义:可以是对于公司内部管理质量的描述,也可以是关于如何控制公司管理层的过程。对于投资者来说,它既可以是鼓励公司尽可能按照企业伦理行事,也可以是指他们自己充分使用股权的投资技巧。不同的人由于在这个领域内的兴趣不同,因而提出的定义也不同。比较经常被引用的几种观点有:

(1) Mathiesen (2002) 认为公司治理就是如何通过如合同、组织设计等激励机制有效地促进企业的有效管理,即如何激励企业经理努力实现有竞争力的回报率。

(2) Shleifer and Vishny (1997) 认为公司治理解决向企业提供资金的供应者确定能得到一定的投资回报的问题。

#### 4 公司治理

(3) OECD (1999) 认为公司治理是企业被引导和控制的一个制度, 在企业的不同参与者, 董事会、经理、股东和其他利害相关者之间具体规范权利和义务的分布, 作出有关企业事务决策的有关规定和程序。

(4) Allen and Gale (2002) 则指出在盎格鲁 - 萨克森国家如美国和英国, 公司治理指的是企业是否追求股东的利益。在英美这种体制下, 经理被赋予相当的自由去运作企业, 同时受到市场和董事会的监督, 并且为自己的决策和表现负责, 但是往往被批评为只追求短期利益。而在日本、德国和法国, 这个词代表的则是企业是否以利益相关者 (stakeholders) 的最佳利益而运作, 这里的相关利益者除股东外, 还包括员工和客户等。

无论如何下定义, 对于经济学理论家来说, 公司治理的原则在于指定企业现金流的不同受益人的权利和义务。在这个思路下, 企业可以被定义为其现金流不同受益者之间的一系列合同关系 (nexus of contractual relationships)。这个定义具有革命性, 完全改变了人们对于法律的理解, 也改变了法律本身。美国公司治理的根本性原则就是股东与企业之间的合同把从股东利益出发将企业的价值最大化规定为经理和董事的责任。这些合同的法律体现就是公司经理人员和董事对于股东应该承担的谨慎而诚实的受托 (fiduciary) 责任。公司治理问题的出现实际上就是因为由于高交易成本造成的代理人问题的存在。这些交易成本表现在两个方面的利益冲突: 投资者和企业现金流的其他受益人之间的利益冲突以及经理与有权监督如何使用现金流的董事之间的利益冲突。

本书的重点在于研究经理与董事 (或者股东) 之间的

冲突,<sup>[2]</sup> 以及设计什么样的机制可以帮助诱劝公司经理将企业价值最大化, 而不是仅仅把企业规模扩大, 满足自己的虚荣。

几乎每个工业化国家和经济合作与发展组织以及世界银行近年来都努力修正关于大型企业应该如何组织和治理的观点。但是, 公司治理结构的组成部分由许多因素决定: 公司的资产、商业风险、资本结构以及现金流的趋势, 还有企业规模、行业以及政府的管制。这些因素互相影响, 决定了企业的均衡治理结构, 使得不同行业、甚至同一行业内不同企业也具有不同的治理结构。迄今为止, 公司治理研究提出的问题多过能够回答的问题, 许多问题的肇因和治理结构的后果还不清楚。因此, 进行实证研究时, 必须充分意识到这一点。在后面的章节中, 我们将会看到, 公司治理的所有组成部分都是一个互相联系着的系统内的一部分。在只考虑影响公司治理结构的一部分因素时, 不应该匆忙地对于一家企业的治理效果评估优劣之处。我们也将看到, 由于缺乏坚实的理论基础, 同一个实证研究结果可能会有好几种解释和政策含义。因此, 在实际操作中, 不计国家、行业区别的改革可能与既定目标南辕北辙。

既然如此, 我们有必要先简单地介绍不同国家在企业股份结构以及有关法律制度方面的区别。

---

[2] 迄今的研究主要着眼于如何保护股东的利益, 而很少从债权人的利益去看这个问题。有时, 股东的利益和债权人的利益是不一致的。因此, 本书基本上不讨论第一方面的利益冲突, 而只是在第五章时, 讨论某种特殊的不同现金流受益人——控制性股东与普通股东——之间的冲突。

## 第二节 不同国家的企业 股份结构与法制建设

鉴于上述现象, La Porta 等 (1999) 试图回答上面这个问题。他们研究不同国家企业的股份结构, 以检验 Berle and Means (1932) 所描述的现象是否具有广泛性, 并且可以因此了解各国面临的公司治理问题分别是什么。Berle and Means (1932) 认为企业股份分散是一个国家发展到一定程度之后必然会出现的现象。针对这个观点, 作者收集了 27 个 1993 年人均收入最高同时又拥有相当规模股票市场的国家的数据, 因为这些国家的企业最有可能出现股权分散。每个国家收集了 20 家最大的上市公司。但是由于股东利益保护较好的国家里的上市公司规模都较大, 更容易出现股权分散的企业, 因此又收集了中型公司的一些数据: 每个国家 1995 年年底市场价值超过 5 亿美元最小的 10 家公司, 而且这些公司主要的投票权必须来自国内股东。在中型公司样本中剔除了银行和公共事业公司, 以免这两个行业的公司占据了整个样本。由于这些公司是上市公司, 因此它们都不被某个家族或者政府全部拥有。作者还收集了这些公司拥有超过 10% 投票权的所有股东的资料, 因为这里感兴趣的是谁控制企业。许多情况下, 这些股东本身也是企业或者金融机构, 于是继续追踪这些股东机构的控制性股东, 直到最终控股的是某个家族个人或者某个分散持有的机构。

许多欧洲企业为控制性股东和普通股东提供的股票具有

不同的权益，主要表现在投票权的区别上面。为了评估最终控制性拥有者和小股东之间可能存在的代理人问题，作者也从现金流的所有权角度收集控制性股东的资料，并且检验这些股权是否和他们的投票权存在明显的差别。

每家企业按照其股份结构分为股权分散和存在最终拥有者 (ultimate owner) 两种。而最终拥有者是指存在某个股东，他直接和间接掌握的这个企业投票权超过 20%，又可以有五种：①家族或个人。②政府。③股权分散的金融机构。④股权分散的企业或者⑤其他各种形式的、没有单个控制性投资者的集团。这里把政府控制的企业另外分开，因为这种形式的企业通常寻求政治上的目的。把股权分散的金融机构和企业也单独分开是因为这些机构和企业本身股权分散，不清楚它们的管理层是否应该算为最终拥有者。数据表明，这个样本里 36% 的企业属于股权分散企业，30% 家族控制，18% 政府控制，其他的各种总共 15%。这个数据似乎表明 Berle and Means (1932) 认为现代企业大都股权分散这个描述有误导性。样本中，英国的所有 20 家企业、日本的 18 家企业以及美国的 16 家企业属于股权分散。然而，在阿根廷、希腊、奥地利、香港、葡萄牙、以色列和比利时，却几乎没有股权分散的企业。在存在最终拥有者的企业中，最常见的种类是家族和政府控制的企业，而不是由企业或者金融机构控制的企业。在每个国家的 20 家样本企业中，奥地利有 14 家、新加坡 9 家、以色列和意大利各 8 家企业是政府控制企业（注意，如前所言，这里的样本还不包括全部由政府拥有的企业）。