

GONGSI NEIBU ZHILI JIZHI DE TOUSHI

公司内部治理机制的透视

谢 军◎著



人 民 出 版 社

GONGSI NEIBU ZHILI JIZHI DE TOUSHI

公司内部治理机制的透视

谢 军◎著

 人 民 出 版 社

策划编辑:陈 登

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

公司内部治理机制的透视/谢军著.

-北京:人民出版社,2006.8

ISBN 7-01-005583-1

I. 公… II. 谢… III. 公司-企业管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 051033 号

公司内部治理机制的透视

GONGSI NEIBU ZHILI JIZHI DE TOUSHI

谢 军 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京建筑工业印刷厂印刷 新华书店经销

2006 年 8 月第 1 版 2006 年 8 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:8.875

字数:209 千字

ISBN 7-01-005583-1 定价:19.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

公司内部治理机制的透视

公司内部治理机制的透视

策划编辑：陈 登
封面设计：肖 辉

内容摘要

公司治理被广泛地定义为一套控制体系，这套体系的目的在于帮助公司和其他组织有效地实施管理、管制和引导经济资源。公司治理结构包括企业内的治理机制，如董事会、管理报酬和大股东控制等，还包括企业外的强制性的治理机制，如法律管制制度和市场规训等。外部治理机制是公司控制的间接工具，内部治理机制则是公司控制的直接工具。管理失败通常源于有问题的内部治理机制，因此，公司绩效的改善最终有赖于内部治理机制的改进。

本书共分七章，主要内容如下：

第一章，引论。本章提出了本书所要研究的问题，讨论了本书的写作背景和动机，并介绍了各章节的内容安排。

第二章，公司内部治理机制的概述。本章在介绍公司治理基本理念的基础上，考察了外部治理机制的功能及其局限性，梳理了外部治理机制和内部治理机制的理论关系。作者强调了内部治理机制对于企业战略管理的重要现实意义，并主张公司治理的改革应侧重内部治理机制的优化。

第三章，董事会。本章探究了董事会的概念框架和组织设计，剖析了董事会的制度结构。作者从理论上解释了董事会的存在性原因及其主要功能，探讨了董事会特征（组成、规模、激励

和委员会结构)与公司治理绩效的理论关系,分析了董事会在构建内部经理市场中所发挥的主导作用以及董事会的内生性问题(董事与经理的博弈过程和结果)。本章还从董事会对公司绩效的影响、董事会的功能执行效率和董事会结构的动态因素三个方面综述了有关董事会的经验研究成果,并在理论和经验意义上讨论了董事会制度的演进和改进。

第四章,管理报酬。本章分析了管理报酬的激励功能,讨论了激励性支付结构的设计和管理业绩的评估问题(尤其是对业绩计量指标的选取)。作者专门评价了股票基础的报酬计划及其激励效应,分别考察了经理持股和股票期权的管理激励功能。文中还阐述了股票报酬与管理业绩(管理行为)的理论关系,并做出了相应的理论预测。

第五章,股权结构。本章阐述了大股东对股东集团“搭便车”问题的克服作用及其在公司治理中的监督和控制功能。作者论述了股权结构的差异性及其演进动因,分析了大股东控制的代理成本。文中在考察大股东治理的积极作用和消极影响的基础上,指出了大股东治理机制的优化举措并提出了相应的改进意见。

第六章,公司治理范式的比较制度分析。本章从制度层面对发达经济下的两种最具代表性的公司治理范式进行了分析比较,具体探讨了外部人制度和内部人制度这两种治理体系的控制机制结构、特征和制度背景及其对我国国有企业治理改革的有益借鉴和启示。

第七章,我国公司内部治理机制的分析、评价和改进。本章以我国国有企业改革为背景,并结合东欧国家经济转轨的经验教训,探讨了我国国有企业治理改革的路径选择。在回顾我国国有企业治理改革的制度背景的基础上,作者实证分析了我国上市公

司的内部治理机制现状及其功能，分别考察了股权结构的权益激励结构、第一大股东持股和股权集中度的业绩效应、经理持股的激励功能，计量了董事会制度对公司绩效的影响力，并分析了董事会的内生性问题。文章最后根据经验研究的结果评价了我国上市公司内部治理机制的运作效率，并尝试性地提出了相应的改进建议。

本书的主要理论贡献如下：

1. 本书剖析了内部治理机制的制度结构，强调和解释了董事会和组织设计中的核心角色。作者较全面系统并有创新地阐释了董事会的概念体系和组织结构，这些成果有助于对董事会制度和内部治理机制的理解和改进。

2. 本书比较了发达经济下的两种代表性的公司治理范式。通过对这两种存在根本差异的公司治理体系的比较制度分析，作者发掘了它们的机制结构和系统特征。在深入考察和评价这两种极端治理模式的制度背景和相对价值的基础上，作者指出了我国国有企业治理改革所应借鉴和学习的方向。另外，在总结东欧转型国家企业治理改革历程中的成败得失的基础上，作者进一步探讨了我国国有企业治理改革的路径选择问题。这一系列的探讨对于我国国有企业内部治理机制的改进和现代企业制度的建立都具有建设性的积极意义。

3. 本书实证分析了我国上市公司内部治理结构的现状及其功能，考察了股权结构（包括第一大股东和股权集中度）、经理持股和董事会制度的治理功能及其业绩效应，并在经验研究结果的基础上提出了相应的治理改革建议。

目 录

内容摘要	1
第一章 引 论	1
一、问题的提出	1
二、写作背景和动机	3
三、本书结构安排	4
第二章 公司内部治理机制的概述	7
第一节 公司治理的基本理念：源起和目标	7
一、公司治理的源起	7
二、公司治理的目标	12
第二节 公司内部治理机制的意义和职能	16
一、外部治理机制的结构和局限性	17
二、内部治理机制的职能和结构	28
第三章 董事会	33
第一节 董事会的概念框架	34
一、为什么需要董事会	35
二、董事会的职能	37
三、董事会的特征	40

四、内部代理人市场	46
五、董事会的内生性：董事的任命和董事会的构建	48
第二节 董事会的经验研究	50
一、董事会对公司绩效的影响	50
二、董事会的主要任务及其执行效率	52
三、影响董事会结构的动态因素	55
第三节 董事会的演进和改进	56
一、董事会的演进	57
二、董事会的改进	59
第四章 管理报酬	63
第一节 报酬计划的管理激励	64
一、按业绩支付的激励功能	65
二、公平平等制度	66
三、管理业绩的计量	67
第二节 股票基础的报酬结构	70
一、经理持股的激励效应	71
二、经理股票期权	76
第三节 激励性报酬结构的制度缺陷	81
第五章 股权结构：大股东治理机制	85
第一节 大股东的治理功能：管理监督	86
一、作为公共物品的管理监督	86
二、大股东的权利和力量	88
三、活跃股东的类型和发展	89
四、股权结构（大股东治理机制）的演进	95
第二节 大股东控制的代理成本	98
一、银行模式的制度缺陷	99

二、控股股东的剥削行为	102
三、集中性股权结构对市场监督的负面效应	107
第三节 大股东治理机制的优化	107
一、强化大股东治理的积极功能	108
二、缓解大股东治理的消极影响	108
第六章 公司治理范式的比较制度分析:	
发达经济的启示	112
第一节 两大公司治理范式的制度差异	113
一、不同类型的代理问题	114
二、不同结构的控制体系	114
第二节 两大公司治理范式的比较制度分析:	
价值的判断	117
一、股权结构差异的解释	117
二、公司治理模式的制度比较	121
三、发达经济体公司治理范式的启示及其借鉴	125
第七章 中国公司内部治理机制的实证	
分析及评价	128
第一节 中国国有企业治理改革的路径思考	128
一、国有企业治理改革的路径选择	128
二、中国国有企业治理改革的制度背景	133
三、中国上市公司内部治理绩效的历史评价	136
第二节 股权结构、第一大股东和股权集中度的治理激	
励效应:中国上市公司的实证分析	141
一、文献回顾	142
二、研究目的	143
三、研究设计:变量和模型	147

四、股权结构的激励效应	150
五、第一大股东和股权集中度的激励效应	162
六、小结及政策意义	175
第三节 股权结构和资本结构：中国上市公司融资行为的 制度决定	176
一、理论框架和文献回顾	177
二、研究目的和研究设计	180
三、样本和描述性统计	181
四、研究结果及其解释	188
五、小结	196
第四节 经理持股的管理激励功能：中国上市公司的 实证分析	196
一、经理持股的激励功能：理论框架和文献回顾	197
二、研究设计：模型和变量	200
三、样本和描述性统计	201
四、回归结果及其解释	203
五、小结	207
第五节 董事会的治理功能及其内生性：中国上市公司的 实证分析	207
一、文献回顾	208
二、研究目的和研究设计：模型和变量	211
三、样本和描述性统计	212
四、董事会结构的治理效应：董事会与公司绩效的 回归结果	220
五、董事会的内生性：董事会结构的影响因素	226
六、小结	230

目 录

第六节 中国上市公司内部治理机制的特征、评价 及其改进	231
一、中国上市公司内部治理机制的制度特征	231
二、中国上市公司内部治理机制的制度缺陷	235
三、中国上市公司内部治理机制的改进	237
结 束 语	242
主要参考文献	245
后 记	272

第一章 引 论

在钱财的处理上，股份公司的董事们是为他人尽力；而私人合伙公司的伙员则纯为自己打算。所以，要想股份公司的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。有如富家管事一样，他们往往设想，着意小节，而殊非主人的荣誉，一切小的计算，因此就抛之不顾。这样，疏忽和浪费常为股份公司业务经营上多少难免的弊窦。^①

一、问题的提出

在经济全球化的今天，面对日趋激烈的市场竞争，企业的生存正面临日益严峻的挑战。根据达尔文主义（Darwinian）的观点，企业的生存竞争很大程度上是企业治理机制的竞争（Kole and Lehn, 1997, 1999）。^② 此外，公司治理模式的趋同化倾向，也进一步证明了公司治理制度在国际竞争中所扮演的重要角色

① 亚当·斯密（1776）：《国民财富的性质和原因的研究》（下卷），商务印书馆 1979 年中文版，郭大力等译，第 303 页。

② 当然，企业的生存能力还依赖于其他因素。在特定的条件下，甚至受一些极端因素的重大影响，例如，由于资本市场的不完全，在放松管制初期的美国卡车产业中，拥有更充裕财力的企业似乎更容易生存下去，即胖者（fattest）生存，而非适者（fittest）生存（Zingales, 1998a）。

(Rubach and Sebor, 1998)。①

在中国,始于八十年代的以公司化(corporatization)为主导的国有企业改革打破了旧有的企业内部治理格局。在政府对企业的不断放权中,经理们获得了日渐增多的自主权和控制权。这种公司权力的重新分配增进了组织效率,但也付出了相当的代价:日益显著的代理问题。面对不断膨胀的经理权力,有人声称(Qian, 1995),中国公司的经理们几乎拥有不受约束的控制权,内部人控制(insider control)现象极为普遍。②近年来,一系列的会计舞弊事件和时时困扰股市的企业业绩下滑,也暴露出中国上市公司(他们大多数由优质国有企业改制而成的)内部治理机制的缺陷。③构建一个富有效率的公司治理机制成为国企改革(公司化道路)成败的关键。

① 1992年,SGL(一家德国公司)在经历了巨额亏损之后,公司管理团队实施了改革治理结构的重组:采用美国式的透明会计实务,并确立“股东价值”(shareholder value)为公司目标(美国式公司治理范式)。总之,管理者尽量使公司更少“德国化”(less German)。到1995年,SGL的收入大幅攀升,管理层将业绩的提高归功于治理结构的改善。还有,大量的德国企业,诸如,Daimler-Benz, Deutsche Telekom等都陆续改变公司的财务揭示政策和公司治理制度,以期获得美国资本市场的准入许可证。另外,日本企业也正在积极地采用更为透明的会计实务,并效仿美国企业的管理报酬结构(如,经理股票期权计划)(Kaplan, 1994)。

② 这里的内部人控制是指,在公司化进程中原国有企业经理或工人对公司控制权的把持。在转型经济的公司治理结构中,内部人控制问题相当普遍(Aoki, 1995)。在中国,内部人控制还应着重考虑控股股东的控制。与内部人控制相对应的治理机制是,外部股东控制或市场控制。外部股东控制或市场控制能够确保股东的主权(sovereignty)。Berndt(2000)将美国式的分散股权结构称为外部人制度(outsider system),而将德日式的集中股权结构称为内部人制度(insider system)。然而,即使在美国式的发达经济中,由于外部控制架构的不完善,公司治理依旧存在严重的内部人控制的现象。

③ 如,ST渤海(1996)、琼民源(1996)、红光实业(1998)、大庆联谊(1997)、郑州百文(1998)和银广厦(2001)等财务舞弊事件。

良好的公司治理机制，有助于吸收高质量的经济资源（财务的和人力的），并能引导它们流向最优的配置。公司治理的外部控制力量由于其时滞性和高昂的成本，难以令人满意地发挥日常控制的功能。而且，公司治理的失败更多的是因为有问题内部治理机制。因此，要提高公司治理的绩效，不可忽视对公司内部治理机制的改进。^①

二、写作背景和动机

无论是在新兴市场的发展中经济或转型经济中，还是在成熟市场的发达经济中，现代公司所固有的代理问题（公司参与者之间的利益冲突）并未得到有效的解决。公司参与者（或利益相关者）之间相互冲突的利益目标，时常会驱使公司走上非效率的轨道，导致公司目标与社会最优目标的背离。

以职能分离为特征的现代公司，在发挥其独有的经济优势时，却带来了与之俱来的制度成本——代理问题。亚当·斯密（Adam Smith）早在 1776 年就注意到股份公司的这一组织性缺陷，并预言了它的经营失败。然而，他的预言并没有得到印证，现实的发展似乎恰恰相反。Berle 和 Means（1932）在论述公司控制权的演进时指出：“在广泛分散的所有权结构下，没有明显（appreciable）控制权的财富所有权和没有明显（appreciable）所有权的财富控制权显然是公司发展的逻辑结果”。^② 这种结果在自利动机的驱动下，不可避免地会导致所有权和控制权之间的利

① 在此界定，本书研究的对象是公司制企业。因为这类组织存在较为突出的代理问题，而且它也是现代产业社会企业组织的主流和趋势。

② Berle, A., and G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property* (1968), p. 66.

益冲突，因为代理人在最大化自身效用时不会总是按照委托人的利益行事。^①

Johnson et al (2000) 指出：亚洲公司的治理缺陷应该为金融危机的扩大承担责任，投资者对亚洲公司的信心丧失加剧了金融危机的冲击力度。^② 同样，在现代产业革命中（1970s～1980s），美国公司失败的内部治理机制也没能在经营重导（redirection）、产业重组和退出中发挥应有的主导作用（Jensen, 1993）。新世纪以来，华尔街（Wall Street）的一系列美国巨型公司的会计丑闻（如，Enron, WorldCom, Xerox, Qwest 等）再次表明：公司治理问题仍然是国际资本市场所应迫切解决的全局性问题。

三、本书结构安排

本书共分成七个部分，结构安排如下：

① Berle and Means 意识到，所有权与控制权的分离会导致资源由股东向企业控制者转移。

② Johnson et al (JBBF, 2000) 认为，在面对金融波动时，公司治理的弱化会促使公司内部人进行更大程度的管理剥削，推动经济体系滑入螺旋向下的通道，并最终导致金融危机的爆发。他们的模型在亚洲金融危机中找到了支持性证据。因此，他们争辩道，较弱的公司治理机制是亚洲金融危机的制度根源；对投资者的保护不足使得金融体系面对动荡环境更加脆弱。JBBF 考察了亚洲金融危机所波及的 25 个金融市场。他们观察到，公司治理完善度和反董事权利评分提高 1 分，汇率就分别少贬值 13% 和 5%；公司治理完善度提高 1 分，股市就少下跌 15%。JBBF 的计量结果表明，公司治理制度较之传统的宏观经济指标对亚洲金融危机期间各国（或各地区）的汇率变化和股市波动具有更为显著和更为普遍的解释力。Mitton (2002) 也发现，良好的内部公司治理机制有助于缓解金融危机的冲击。较透明的公司披露制度、更有利于外部股东的股权结构和更低程度的产业分散度都伴随着较好的企业业绩和市场表现。