

广东优秀社会科学著作出版基金资助项目

MUBIAO XIAOLU YU
ZHILI JIEGOU XUANZE

目标、效率与 治理结构选择

——对中国国有上市公司治理结构的研究

李孔岳 著
◎ 广东人民出版社

广东优秀社会科学著作出版基金资助项目

目标、效率与

治理结构选择

目标、效率与 治理结构选择

——对中国国有上市公司治理结构的研究

李孔岳 著 © 广东人民出版社

F279.246
L5

图书在版编目 (CIP) 数据

目标、效率与治理结构选择/李孔岳著. —广州: 广东人民出版社, 2002.12

(广东优秀社会科学著作出版基金丛书)

ISBN 7-218-04040-3

I. 目… II. 李… III. 公司-企业管理-研究-中国

IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 007767 号

责任编辑	钱进 王宁
封面设计	张永齐
责任技编	黎碧霞
出版发行	广东人民出版社
印 刷	广东省肇庆新华印刷有限公司
开 本	850 毫米 × 1168 毫米 1/32
印 张	8.25
插 页	1
字 数	200 千字
版 次	2002 年 12 月第 1 版 2002 年 12 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 7-218-04040-3/F·560
定 价	20.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印公司联系调换。

序

MUBIAO XIAOLU YU ZHILI JIEGOU XUANZE

罗必良

自科斯 1937 年发表了《企业的性质》之后，20 世纪 70 年代以来，公司治理理论成了现代企业理论的研究核心之一。公司治理结构是研究经济活动中的企业制度安排问题。狭义上它是指在企业的所有权和管理权分离的条件下，投资者与企业之间的利益分配与控制关系（Shleifer and Vishny, 1996 年）；广义上则可理解为关于企业组织方式、控制机制、利益分配的所有法律、机构、文化和制度安排，其界定的不仅仅是企业与其所有者（shareholders）之间的关系，而且包括企业与所有相关利益集团（例如雇员、顾客、供应商、所在社区等等，统称 stakeholders）之间的关系。这种制度安排的合理与否是企业绩效最重要的决定因素之一，从提高企业绩效的角度来看，公司治理结构研究的问题，大致可以分为两条线索：一条线索（股东控制模式）是强调公司内部产权安排的重要性；另一条线索（市场控制模式）是研究外部治理机制对在职经营者的约束。

股东控制模式强调公司内部产权安排的重要，突出控制权的

决定性意义，但往往忽视控制权市场、经理市场对公司经营者的约束作用。这方面研究主要集中在以下三个方面：

其一，探讨融资结构的选择与公司绩效的关系。莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958 年）的“融资结构的选择同企业的价值无关”的命题（M - M 定理），曾吸引很多经济学家去探讨融资结构的决定因素以及融资结构的选择怎样影响经理、股东和债权人之间的契约关系。詹森—麦克林（Jensen - Meckling, 1976 年）首先证明：不同的融资契约与不同的代理成本相联系，融资结构的选择是为了最小化总代理成本，在最优点上股权的边际代理成本等于债务的边际代理成本。之后，研究融资结构与经营者行为之间的关系模型不断问世。其中著名的有格罗斯曼和哈特（1987 年）的债务担保模型，哈里斯和雷维吾（Harris - Raviv, 1990 年）的债务缓和模型，戴蒙德（Diamond, 1991 年）的企业声誉模型以及海什里弗和赛克尔（Hirshleifer and Thakor, 1989 年）的经营者的声誉模型等。

其二，研究股权结构与公司绩效的关系。这方面的理论研究最早可以追溯到贝利和米恩斯（Berle and Means, 1932 年），但正式对公司价值与经理所拥有的公司股份之间的关系研究则始于詹森和麦克林。詹森—麦克林（1976 年）、哈特（Hart, 1980 年，1995 年）、施莱弗和维什尼（Shleifer and Vishny, 1997 年）认为，公司的价值取决于公司内部股东所占有的股份比例，所有权的适当集中有利于公司绩效的提高。莫尔克（Morck, 1988 年）、麦康奈尔和瑟维斯（McConnell and Serraces, 1990 年）、孙永祥和黄祖辉（1999 年）、林凌和黄红（2000 年）等实证研究也支持这一结论。而德姆赛茨和莱恩（Demsetz and Lehn, 1985 年）对 511 家大公司的实证研究则得出相反结论：所有权的集中与会计利润之间

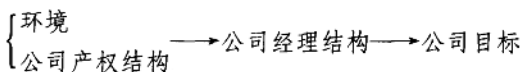
没有显著相关关系，而且尤其没有显著的正相关。

其三，对经营者激励的研究。多数经济学家（詹森、麦克林、哈特、张维迎等）认为：经理的补偿收入应当与公司业绩挂钩而不应当是固定的合同支付，特别地，为了促使经理提高公司的长期生产能力而不仅仅是提高总销售收入和短期利润，经理的报酬应当与公司股票价格密切相关。

市场控制模式强调充分竞争的市场环境会自动带来公司的有效治理，与所有制关系不大（Martin and Parker, 1997 年；林毅夫，1997 年；刘芍佳和李骥，1998 年）。20 世纪 60 年代，经济学家罗宾·迈瑞斯（Robin Marris, 1964 年）和法学家汉瑞·迈尼（Henry Manne, 1965 年）研究认为：公众公司不会从利润最大化目标上偏离太远，因为市场力量将阻止经理以使用公共资源的方式偏离股东的利益。20 世纪 80 年代之前，迈瑞斯和迈尼的观点虽然被理论界大加赞赏，但却没有对公司治理产生实质性影响。之后，随着公司接管、收购浪潮的迭起，他们的理论突然变得超学术化了，其间理论上探讨市场对公司经营者制约的文献大量涌现。法玛（Fama, 1980 年）认为：如果一个企业被看成一组合约，那么企业的所有制就无所谓了（我国学者林毅夫持有这种观点），完善的经理市场可以自动约束经理行为，并解决由所有权和控制权的分离而产生的激励问题。哈特（1983 年）指出产品市场上的竞争是对经理人员的另一种约束机制。詹森和鲁巴克（Jensen and Ruback, 1983 年）强调市场对公司的控制作用。马丁和麦康奈尔（Martin and McConnell, 1991 年）发现，接管市场的存在将限制公司总经理忽视利润和所有者回报的行为，从而会约束总经理营造公司帝国的梦想。

本书作者李孔岳是我指导的博士生，他以中国国有上市公司

为研究对象，把“目标、效率与治理结构选择——对中国国有上市公司治理结构的研究”作为博士论文的选题，既符合现代企业理论的演化逻辑，又具有现实的指导意义。虽然，国内外关于公司治理的研究取得了一些成果，但是，所有这些研究似乎都有一个隐含的假设前提：人是同质的，经营者具有较强的人力资本或企业家能力。在此假定下，经济学家很少探讨经营者的选择问题，而只是将研究的重点集中在对经营者的激励与约束问题上。可喜的是本书作者没有拘泥于已有的研究成果，而是在吸收、消化前人成果基础上，融入自己的思考。在本书中，作者围绕三个问题——（1）公司目标究竟是控制权还是效率？（2）公司治理结构的本质及其决定如何？（3）公司治理结构的功能与目标到底是什么？综合运用组织行为理论、产业组织理论和交易费用分析方法、博弈论分析方法、产权分析方法以及公共选择的分析方法，致力于构建一个研究公司治理结构的一般分析框架：



并利用此框架，对中国国有上市公司进行应用分析，从而，对中国国有上市公司治理结构的完善提供政策建议。

本书结构合理、观点鲜明、思路清晰、逻辑严谨、文字表述简洁流畅、资料引证翔实，是一篇优秀的论文。与同类研究相比，主要创新之处在于：一是分析了公司目标应该归结为控制权的归属，效率只是控制权实施的约束条件。二是系统论证了一般股份公司的目标——股东控制权最大化，组织租金最大化是其效率准则。三是从所有权和产权的区别与联系的角度，论述了公司产权的形成、表现、本质及其决定。最具有独创意义的是，作者从股东行使所有权能力的有限性出发，论证了公司产权的三个部

分：股东直接行使的所有权 R_1 、公司的法人产权 R_2 、公司经营者凭借其竞争优势攫取的股东放弃行使的留在公共领域中的部分含租产权 R_3 。这种划分，对于我们进一步研究公司内部人控制问题以及设计控制内部人控制的激励约束机制具有很大启发。四是阐述了公司治理结构是有效地实现公司目标的一套制度安排。从事前的合约安排来讲，公司治理结构的构造是为了迎合公司目标；从事后的结果来看，公司治理结构具体规定了公司参与各方的权利与责任。五是构建了研究公司治理结构系统的理论框架：公司治理结构由资产所有权结构和公司产权结构内生决定，由制度环境市场环境外生决定；公司治理结构的安排目标是为了有效地实现公司目标，其功能是解决经营者的选择和对经营者的激励与约束问题。

李孔岳的博士论文《目标、效率与治理结构选择——对中国国有上市公司治理结构的研究》交付出版，我非常高兴。同时，希望作者再接再厉，在公司治理领域继续探索，不断推出新的成果。

2002 年 5 月 8 日

前言

MUBIAO XIAOLU YU ZHILI JIEGOU XUANZE

本书是我的博士论文《目标、效率与治理结构选择——对中国国有上市公司治理结构的研究》，此次，承蒙广东优秀社会科学著作出版基金资助出版，我只是做了少量的文字修改。

本书旨在建立一个研究公司治理结构的一般理论框架，并利用此框架对中国国有上市公司进行应用分析，从而，对中国国有上市公司治理结构的改造提供政策建议。为此，本书始终围绕三个问题展开讨论。这三个问题是：（1）公司目标究竟是控制权还是效率？（2）公司治理结构的本质及其决定如何？（3）公司治理结构的功能与目标到底是什么？

围绕上述三个问题，本书的基本观点是：

公司目标应该归结为控制权的归属，效率是控制权带来的结果。公司目标是公司参与者行为选择的函数，当公司内部参与者的博弈达到均衡时，公司目标就自然确定。在给定制度环境和市场环境的前提下，私人股份公司的目标是股东控制权最大化，私人股份公司的效率准则是组织租金最大化或公司价值最大化；国

有上市公司的目标是政府控制权最大化，国有上市公司的效率准则则是国有资产的保值与增值。不过值得说明的是，这种最大化是与控制成本相比较而言的，是在控制成本最小化或效用最大化约束下的控制权最大化。公司治理结构本质上是一系列契约的安排，在所有这些契约中，公司董事会与经营者的委托代理合约是其核心。公司治理结构由资产所有权结构、公司产权结构内生决定，由制度环境、市场环境外生决定，因而，公司治理结构的构造要考虑与环境的相容，当环境外生给定时，构造公司治理结构的逻辑起点应从构造公司产权结构开始。公司治理结构是有效地实现公司目标的一套制度安排，也就是说谁拥有公司治理结构的选择权，公司治理结构的安排首先就要保证谁的利益。但是如果拥有治理结构选择权的人，在构造公司治理结构时，仅仅单方面满足自己的利益，就会对公司其他参与者（特别是经营者）行为产生扭曲性激励，结果公司的绩效就难以提高，掌握公司治理结构选择权的人之效用就难以实现最大化。因此，均衡的治理结构的选择也一定是公司参与者博弈的结果，当博弈达到均衡时，公司所有参与者的效用均实现了最大化（与其实现效用最大化成本相比较而言）。就功能而言，公司治理结构就是要解决公司经营者的选择问题和对经营者的激励与约束问题，从而保证公司股东对董事会的有效制约和董事会对经营者的有效监督与激励，使公司沿着价值最大化的方向发展。

本书除《导论》和最后的《结论与讨论》外，共分两篇。上篇为理论分析，包括第一、二、三、四章；下篇为应用分析，包括第五、六、七章。

导论部分主要介绍选题的理论和实践背景，在此基础上我们提出所要研究的问题：公司目标究竟是控制权还是效率？公司治

理结构的本质及其决定又如何？公司治理结构的功能与目标到底是什么？进一步，我们简介了本文的研究思路与方法，并对本文的关键性概念做出说明。

理论分析部分重点是构建研究公司治理结构理论的一般框架，其中，第一、二章主要为具体构建公司治理结构的研究框架提供理论基础，第三、四章是关于公司治理结构理论研究的一个框架。

在第一章，我们追溯了关于公司治理结构的理论渊源，并从所有权和产权区别的角度对“所有权和控制权分离”的命题提出了质疑。进一步，我们按照公司治理结构理论发展的两条线索——内部治理和外部治理，对公司治理结构理论进行了系统的评论性回顾。而且还从历史发展的角度论述了两个问题：其一，控制权的归属应该是公司的合理目标；其二，公司治理结构是实现公司目标的一套制度安排。

第二章基于对影响公司目标的因素分析，我们认为公司目标是公司参与者行为选择的函数。在给定制度环境和市场环境的前提下，当公司内部参与者的博弈行为达到均衡时，无论从事前的治理合约选择，还是从事后结果来看，股东控制权最大化都是一般股份公司的目标。而公司的效率准则是组织租金最大化，它等价于公司价值最大化，但不同于利润最大化。

第三、四章是本项研究所构建的一个基本框架，这两章是理论研究的核心部分。第三章论述了公司治理结构是一系列契约的联结。它由资产所有权结构、公司产权结构内生决定；由制度环境、市场环境外生决定。当股份公司通过股份募集的方式成立之后，公司资产的所有权也就明确地归股东所有。在此基础上，公司产权则通过以下三种方式形成：一是股东有能力直接行使的资

产所有权就直接构成公司产权的一部分；二是股东根据国家立法、司法和行政程序将公司资产的部分所有权授予公司董事会行使；三是当股东行使所有权的收益无法弥补行使所有权的成本时，股东会自愿放弃部分法律赋予的权利，这一部分权利就留在了公共领域中。此时，公司经营集团凭借其竞争优势，就可以攫取公共领域中的部分有价值属性的权利，它也构成公司产权的一部分。因而，在现代股份公司中，公司产权对外总是表现为三个部分：股东直接行使的所有权 R_1 、公司的法人产权 R_2 、经营集团凭借其竞争优势而攫取的股东放弃行使的留在公共领域中部分含租产权 R_3 。这三个部分的不同比例就构成公司的产权结构。

第四章，我们同样从参与者的博弈层次上阐述了公司治理结构的目标：公司治理结构是有效地实现公司目标的一套制度安排。因为，股东在公司中贡献了非人力资本，相应地股东也就拥有了公司治理结构的选择权。从事前的治理合约安排来讲，股东所选择的治理合约当然要迎合股东的信念与理想，也就是首先要能够保证其效用最大化的实现。然而，随着公司的持续运转，经营者的人力资本专用性将得到不断积累，公司经营者对公司生存与发展就具有举足轻重的地位，从而，经营者的博弈能力就得到加强。股东就必须让出部分控制权予经营者，来换取公司经营者付出生产性努力而带来的公司效率的提高，以提高自己的效用，否则，股东的效率损失会更大。因而，股东放弃部分控制权，并不因此减弱对公司的控制。公司治理结构的功能有二：一是解决经营者的选择问题；二是解决经营者的激励与约束问题。

下篇应用分析部分，主要是利用上篇所构建的框架对中国国有上市公司进行应用分析，目的在于针对目前中国国有上市公司治理结构的缺陷提出改造思路。

第五章主要从组织机构与环境的相容性、董事会构成与公司绩效、股权结构与公司绩效以及上市公司之间兼并与收购的角度，揭示了中国国有上市公司内部治理机制和外部治理机制的缺陷。其中，最大的缺陷可能是组织机构的设置与环境的不相容、董事会结构与股权结构不匹配、董事会与监事会的职责不清以及资本市场不健全。

第六章探讨了国有上市公司的目标与效率准则，并对政府控制控制权的方式和有效性作了深入分析。在这一章，我们认为，由于政府在国有上市公司中持有优势地位的股份，政府能够直接控制公司董事会，而且政府往往还能够通过制定法律和业务控制的方式来间接控制国有上市公司，因而，国有上市公司的目标是政府控制权最大化。又由于政府的信念或理想是实现国家的共同利益（名义上或实际上），政府控制国有上市公司只是作为一种政府参与经济活动的政策工具，在这种情况下，国有上市公司的效率并不单纯地表现为利润指标，国有上市公司的效率准则是国有资产的保值与增值。

第七章探讨了国有上市公司治理结构改造的理论逻辑与思路。国有上市公司的治理结构的改造要基于环境—结构—绩效的框架，系统地分析各种变量之间关系，充分利用各种因素的互补关系，以期达到既能实现国有上市公司的目标，又能保证国有资产保值与增值的目的。从逻辑上来讲，在给定的环境下，国有上市公司治理结构的构造要从构造公司产权结构开始，尽可能减少内部人控制。

本书的最后对本项研究的主要结论或创新做了一些总结，并提出值得进一步研究的问题。

应该说明的是，该书的研究范围属于企业理论的前沿领域，

涉及委托—代理理论、企业的契约理论、产权理论以及博弈论和信息经济学等，而且，该项研究还需具备关于中国上市公司以及国外公司方方面面的知识。因而，书中肯定存在一些不足之处，恳请读者批评指正。

目录

MUBIAO XIAOLU YU ZHILI JIEGOU XUANZE

导论	1
一、背景与问题	1
二、逻辑思路与研究方法	5
三、对若干概念的说明	8
四、内容安排	9

上篇 理论分析

第一章 关于公司治理结构的理论和实践回顾	13
一、关于公司治理结构的历史渊源	13
二、关于公司治理结构的理论回顾	17
三、对所有权和控制权分离的思考	33
第二章 公司目标及效率准则：一个理论假说	38
一、决定公司目标的因素分析	38

二、公司目标：股东控制权最大化	47
三、公司效率准则：组织租金最大化	53
第三章 公司治理结构 (1)：本质及其决定	57
一、公司治理结构：一系列合约安排	57
二、公司产权结构内生决定治理结构的选择	64
三、制度环境、市场环境外生决定治理结构的选择	72
第四章 公司治理结构 (2)：目标与功能	82
一、公司治理结构：有效地实现公司目标	82
二、公司治理结构的功能	85
三、对经营者的约束：控制内部人控制	98

下篇 应用分析

第五章 中国国有上市公司的基本状况与治理结构	
的现实考察	127
一、中国国有上市公司的概况	127
二、中国国有上市公司治理机制的实证分析	135
三、中国国有上市公司内部治理机制的缺陷	148
四、中国国有上市公司外部治理机制的缺陷	162
第六章 中国国有上市公司的目标及效率	168
一、国有上市公司的目标：政府控制权最大化	168
二、政府控制控制权：手段与方式	171
三、国有上市公司的效率准则及其实现途径	180

四、政府控制控制权的有效性分析	183
五、小结：对国有上市公司效率的进一步评价	194
第七章 中国国有上市公司治理结构改造	
的理论逻辑与思路	197
一、国有上市公司治理结构安排的目标与功能	197
二、国有上市公司治理结构安排的逻辑框架：	
环境—结构—绩效	200
三、国有上市公司治理结构安排的逻辑起点：	
构造公司产权结构	202
四、国有上市公司治理结构改造的思路	205
结论与讨论	223
一、本书的主要结论	223
二、值得进一步研究的问题	229
附录 样本上市公司统计一览表	232
参考文献	236
后记	246