

管 理 科 学 文 库

GUANLI KEXUE WENKU

主编/成思危

现代
公司

治理
研究

——资本结构、公司治理和
国有企业股份制改造

李维安等/著

 中国人民大学出版社

管 理 科 学 文 库

GUANLI KEXUE WENKU

主编/成思危

现代
公司

治理
研究

——资本结构、公司治理和
国有企业股份制改造

李维安等/著

学图书馆藏书



F276.6/28

05
101
01

清华大学出版社



0326276

50

图书在版编目 (CIP) 数据

现代公司治理研究——资本结构、公司治理和
国有企业股份制改造/李维安等著.

北京:中国人民大学出版社, 2001

(管理科学文库/成思危主编)

ISBN 7-300-03828-X/F·1151

I. 现…

II. 李…

III. 公司-企业管理

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 041224 号

管理科学文库

主编 成思危

现代公司治理研究

——资本结构、公司治理和国有企业股份制改造

李维安 等著

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部: 62515351 门市部: 62514148

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 涿州市星河印刷厂

开本: 787×980 毫米 1/16 印张: 18.75 插页 3

2002 年 4 月第 1 版 2002 年 4 月第 1 次印刷

字数: 332 000

定价: 29.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

《管理科学文库》编委会名单

主 编 成思危 全国人民代表大会常务委员会副委员长，国家自然科学基金委员会管理科学部主任

副主编 陈佳贵 中国社会科学院副院长，研究员，博士生导师

汪寿阳 中国科学院管理、决策与信息系统开放研究实验室主任，教授，博士生导师

赵纯均 清华大学经济管理学院院长，教授，博士生导师

涂二明 中国人民大学工商管理学院院长，教授，博士生导师

王 霖 中国人民大学出版社社长，教授，博士生导师

编 委 (以姓氏笔画为序)

乌家培 中国信息协会副会长，研究员，博士生导师

王方华 上海交通大学管理学院副院长，教授，博士生导师

王其文 北京大学光华管理学院副院长，教授，博士生导师

王重鸣 浙江大学管理学院常务副院长，教授，博士生导师

冯正权 上海财经大学教授

甘碧群 武汉大学商学院教授，博士生导师

齐二石 天津大学管理学院院长，教授，博士生导师

吴世农 厦门大学管理学院常务副院长，教授，博士生导师

李一军 哈尔滨工业大学管理学院院长，教授，博士生导师

李京文 中国社会科学院学术委员会委员，研究员，博士生导师，俄罗斯科学院外籍院士

- 李维安 南开大学国际商学院院长, 教授, 博士生导师
- 李善同 国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究部部长, 研究员
- 杨澍礼 大连理工大学管理学院教授, 博士生导师
- 陈 收 湖南大学工商管理学院院长, 教授, 博士生导师
- 陈荣秋 华中科技大学管理学院院长, 教授, 博士生导师
- 周叔莲 中国工业经济联合会副会长, 中国社会科学院学术委员会委员, 研究员, 博士生导师
- 周绍朋 国家行政学院经济学部主任, 教授, 博士生导师
- 郑祖康 复旦大学管理学院院长, 教授, 博士生导师
- 郑海航 首都经济贸易大学副校长, 教授, 博士生导师
- 赵曙明 南京大学国际商学院院长, 教授, 博士生导师
- 席酉民 西安交通大学副校长, 教授, 博士生导师
- 顾宝炎 上海理工大学沪江商学院教授, 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
- 韩伯崇 北京理工大学管理学院副院长, 教授, 博士生导师
- 潘承烈 中国企业联合会副理事长, 教授

Abstract

Chinese reform on State-Owned Enterprises (SOEs) is an incremental and constantly exploring process. With deepening of reform, it is up to agenda to establish the modern enterprise institution tallying with the socialist market economic system. Beginning stock system reform in SOEs is faced up with two problems at least. One is how to define arrangements of property rights for SOEs. The other is how to configure the pattern of structure of governance with Chinese characteristics. It is based on existence of such problems that we set our logic for research that SOEs reform should regard optimizing capital structure as its start point, configurations and satisfactions as its core part and reconstructing stock system of SOEs as its final point.

It is made some conceptions in this book to establish the economically oriented model of governance for Chinese firms. The book is grouped into nine chapters beside introduction.

Chapter 1 and Chapter 2 are concerned with evolution of enterprise institution theoretically and associated corporate finance and corporate governance. Both of the two chapters lay theoretical foundations for understanding relationship among poor performance, governance model and capital structure of SOEs, for knowing about direction of modern enterprise institution as SOEs reform and for designing reform policies over capital structure and corporate governance.

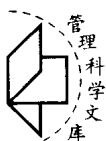
Subsequent Chapters 3 through Chapter 5 are directed at analyses of shareholder-led corporate governance in UK and USA, debt-led corporate governance in Germany and Japan and family-oriented corporate governance in East Asia.

Four chapters from Chapter 6 through Chapter 9 are analyses of capital structure and governance model of SOEs, and set forth suggestions of policy over deepening SOEs reform. It is worthwhile stated that we postulate an optimizing pathway for

SOEs capital structure to achieve interim of SOEs governance model from “administratively-oriented governance of enterprise” to “economically-oriented corporate governance”

The book comes with the following conclusions. a) It is relatively more successfully in SOEs reforms on motivational mechanism. Putting residual claims and residual control down to enterprises little by little by the state produced incentive effects in increasing operative efficiency of SOEs. b) SOEs reform did not made breakthrough advances in mechanisms of agency selection and agency constrains. In a word, characteristics of governance mechanism, which is determined by capital structure of SOEs, cannot but be insider control, soft budget constrain and administrative interventions.

It is proper direction of SOEs reform to establish modern enterprise institution through reconstruction of stock system. As reconstruction of stock system is no longer simply limited to redistribution of powers but makes define of property rights through ownership reform and in turn transforms operational mechanism of SOEs. The key for this stock action to succeed depends on beginning substantial reform on capital structure of SOEs. New shareholders, starting with their own self-interest, would be activated to select those gifted to become manager and monitor them. Consequently, mechanism through which to fit residual claims and residual control will be generated within SOEs.



· 总 序

管理是生产力中的软件,只有通过管理才能将劳动者、劳动资料和劳动对象这三个要素合理地组织起来,加速生产力的发展。管理科学是研究管理中客观规律的科学,在从传统的计划经济向社会主义市场经济转变的过程中,在国有企业转换经营机制和技术改造的进程中,它都起着重要的作用。我国许多有识之士在实践中已逐渐认识到,发展管理科学是振兴中华的重要途径。

我国是古代文明的发源地之一,在哲学、文学与科学技术等方面都有过辉煌的时期,对世界文明的发展也有一定的影响。但由于长期与外部世界联系不多,特别是清朝在建立全国政权之后,厉行闭关锁国政策,丧失了吸收西方文艺复兴时期以后迅速发展的科学技术与文化(包括管理理论与方法)的机遇。鸦片战争之后虽然有过向西方学习的机会,但由于长期的外侮内患,并没有对西方进行过全面、系统、深入的研究。特别是管理科学,由于种种原因,长期受到忽视和轻视,直到 20 世纪 80 年代初才开始将学习西方管理科学和培养管理人员的任务提上日程。

国家自然科学基金委员会于1986年成立时设立了六个自然科学学部,同时还设立了管理科学组,负责对管理科学基金项目的评审和资助。1996年国家自然科学基金委员会决定将管理科学组升格为管理科学部,成为其第七个学部,并于1996年聘请我担任首届学部主任,并连任至今。五年多来,在国家自然科学基金委员会领导下和管理科学界广大专家学者的支持下,管理科学部在发展我国管理科学方面取得了较大的进展,例如构建了由重大、重点、一般和应急项目组成的资助项目体系,进一步规范了项目评审制度,建立了已完成项目的后评估制度,组织出版了《管理科学学报》等。更为可喜的是通过基金的资助培养了一批优秀的中青年管理科学家,他们将在我国管理科学的发展中发挥承前启后的重要作用。

为了反映我国管理科学的研究成就和水平,发现并支持更多管理科学界的新秀,中国人民大学出版社建议组织编著出版一套《管理科学文库》,并聘请我担任主编。我在1999年11月1日召开的第一次编委会会议上提出,《管理科学文库》应当包括我国在管理思想、管理组织、管理方法和管理手段等方面的高水平研究成果。我认为,在管理思想上,应当按照“古为今用,洋为中用,取长补短,殊途同归”的原则,总结提炼出符合我国历史传统、文化背景和社会制度的管理理念和管理理论;在管理组织上,应当在吸收国外企业重建、核心能力等经验的基础上,构建符合我国现阶段生产力发展水平,并能适应知识经济全球化趋势的组织形式和运营机制;在管理方法上,应当深入研究国外各种先进方法,并认真开展案例研究,总结我国一些企业的经验教训,在理论与实践的结合中,逐步创造出适合国家、本行业和本企业具体情况的方法;在管理手段上,要积极推广应用信息技术,重视物资、能源、资金、人力、信息等各种资源的合理配置,以达到整体优化的效果。

我在第一次编委会上还提出《管理科学文库》应当成为我国管理科学的一流著作,要定好位、选好题、找好作者;要尽力保证这套文库具有前沿性、创新性、科学性和权威性;在内容上应以工商管理为主,兼顾其他管理领域;要求尽量做到“面向企业,贴近市场,出新意,保证质量”。

我们应当清醒地看到,为了使我国管理科学的总体水平接近和赶上国际先进水平,还需要做长期而艰苦的努力。我希望这套文库能不断坚持出版下去,作者队伍也可逐步扩大到境外的华人学者。也希望广大读者对我国首次出版的这套《管理科学文库》能给予热情的支持和严格的要求。让我们全体炎黄子孙共同努力,为实现我国管理科学提高水平、走向世界的目标而奋斗!

戚思危

2001年6月30日



目 录

导 论	1
第一章 新世纪的管理主题：公司治理	12
第一节 企业制度的演进	13
第二节 公司制企业的治理	20
第三节 扩展中的公司治理框架	34
第二章 公司治理的资本结构分析	47
第一节 资本市场的发展与公司资本结构的变化	48
第二节 资本结构理论的发展	61
第三节 资本结构与公司治理	69
第三章 英国和美国股东主导型公司治理模式	80
第一节 英国和美国公司资本结构的特征及其成因	80
第二节 英国和美国公司资本结构对公司治理的影响	84

	第三节 英国和美国公司治理模式的有效性分析	96
	第四节 英国和美国公司治理模式对资本结构的要求	98
第四章	德国和日本债权人主导型公司治理模式	105
	第一节 德国和日本公司资本结构的特征及其成因	105
	第二节 德国和日本公司资本结构对公司治理的影响	109
	第三节 德国和日本公司治理模式的有效性	121
	第四节 德国和日本公司治理模式的新变化	123
第五章	东亚家族型公司治理模式	129
	第一节 东亚公司的资本结构与家族治理	130
	第二节 韩国公司的家族治理模式	138
	第三节 东南亚公司的家族治理模式	153
第六章	国有企业资本结构与企业治理效率	160
	第一节 国有企业融资体制的演变	160
	第二节 国有企业资本结构的现状与成因	169
	第三节 资本结构对企业治理效率的影响	182
第七章	国有企业的资本结构优化	189
	第一节 国有企业的产权改革与直接融资	189
	第二节 债转股与间接融资	205
	第三节 金融体制改革与新型银企关系的建立	212
第八章	国有企业治理的沿革与现状	221
	第一节 国有企业的渐进式改革：从企业治理到公司治理	222
	第二节 国有企业股份制改造：从行政型治理到经济型治理	228
	第三节 对上市公司治理机制的调查与分析	234
第九章	构建有中国特色的经济型公司治理模式	253
	第一节 经济型公司治理模式的体制平台	254
	第二节 外部治理机制的探索	257

第三节	内部治理机制的探索.....	267
第四节	中国经济型公司治理模式的框架.....	275
参考文献		277
后 记		285



· 身 论

20 世纪 80 年代初以来，国有企业的改革一直是我国经济体制改革的中心议题之一。国有企业的改革历经放权让利、利改税、经营承包制以及股份制企业试点等一系列措施，使改革稳步向前推进。每项措施的推出，都试图打破原有的格局，摆脱高度统一的计划经济体制的束缚，使企业焕发出新的活力。就总体而言，国有企业的改革是一个渐进和不断探索的过程。在 20 余年的国有企业改革实践中，虽然赋予了企业较多的经营自主权，着眼于解决国家、企业和个人之间利益关系的调整，但没有能够从根本上改变国有企业的产权制度；虽然注重增强企业活力和提高经济效益，但忽视了企业制度自身的创新，特别是高效率的治理结构的构建和有效治理机制的完善。所以说，以前的改革仍未从根本上使国有企业走出困境。随着改革的深化，人们越来越认识到国有企业所存在的深层次的矛盾必须解决，国有企业必须适应市场的变化和竞争的要求。因此，建立与社会主义市场经济体制相适应的现代企业制度被提上了议事日程，国有企业的股份制改

造也最终成为改革的目标取向。

20 世纪 90 年代,是我国国有企业改革思维突破与创新的时期。1992 年,确立了我国经济体制改革的目标——建立社会主义市场经济体制,并明确了国有企业的改革是经济体制改革的中心环节。1993 年,进一步提出了以公有制为主体的现代企业制度是社会主义市场经济体制的基础,建立现代企业制度是社会化大生产和市场经济的必然要求和国有企业改革的根本方向。1997 年,党的“十五大”就国有企业的改革方向作了精辟的论述:按照产权明晰、权责明确、政企分开和管理科学的要求,对国有企业实行规范的公司制改革,使企业成为适应市场的法人实体和竞争主体,并从战略上调整国有经济布局,着眼于搞好整个国有经济,抓大放小,对国有经济实行战略性改组。明确提出了公有制实现形式的多样化,确立了股份制经济在我国基本经济制度中的重要地位,使国有企业的改革从政策调整阶段转入实质性的制度创新阶段。

现代企业制度,本质上是建立以股份制为特征的规范的公司制度。公司制的企业形态是现代企业的一种财产组织制度,是现代市场经济条件下企业组织的重要形式。它是以产权明晰以及产权结构多元化为基础,并在出资者所有权和法人财产权相分离的前提下,以法人治理结构为核心的微观企业制度。因此,国有企业的股份制改造,意味着将通过产权结构的调整,由单一的国家所有逐步转向投资主体多元化、资本结构合理化,以构造现代企业有效运作的产权基础。同时,在企业内部建立起权责明确、监督与激励机制完善、科学决策的相互制衡的组织结构与制度安排,使企业经营行为合理化、市场化。我国国有企业的股份制改造面临着两个问题。(1) 如何明晰国有企业的产权关系。这不仅是涉及国有企业所有权安排的问题,也是建立有效治理结构的基础的问题。为此,我们提出了从企业融资的角度研究所有权安排的问题,即国有企业资本结构的优化问题。(2) 如何构建具有我国特色的治理结构模式的问题。这不仅包括企业内部部分权与制衡、监督与激励,从而保证企业以决策科学为宗旨的制度安排问题,同时,外部治理机制的不断完善也是不可忽视的方面。基于上述问题的存在,我们的研究逻辑是,国有企业的改革应以资本结构的优化为起点,以公司治理结构的构建与完善为核心,以国有企业的股份制改造为最终归宿。

企业的资本结构,是指企业各项资本来源的组合状况。其中股权资本和债务资本是现代公司制企业两种最基本的、也是最主要的资本来源,同时也代表着资金所有者对企业的两种不同的治理方式。经典的资本结构理论是莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)于 1958 年提出的无关性理论。该理论在一系列严

格的假设条件下,研究了企业的价值与其资本结构的无关性。由于这一理论的假设条件过于苛刻,因此受到实践的有力挑战。20世纪60年代,莫迪利安尼和米勒在引入公司所得税后对这一理论进行了修正。70年代,这一理论进一步发展,形成了在考虑了财务危机和破产成本条件下,企业价值与资本结构的关系的平衡理论和引入个人所得税的米勒模型。80年代,这一理论进一步深化,形成了引入不确定因素的市场均衡分析的新综合理论。总之,为了接近现实,几乎放松了所有的假设条件,但充分信息的假定始终是分析的前提,所有的资本结构理论都是在信息充分的条件下对企业价值与资本结构之间内在的关系的研究。

不对称信息理论的引入,是现代资本结构理论的一大飞跃,对公司治理问题的研究产生了深刻的影响。詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)的著名论文《企业理论——管理行为、代理成本与所有权结构》开创了资本结构契约理论的先河。这一理论逐步发展形成了不对称信息条件下资本结构的激励理论、信号传递理论和控制权理论,从而将公司的资本结构与公司治理结构有机地联系起来。这些理论分析了资本结构如何通过公司治理结构来影响企业的市场价值,阐明了企业的资本结构与公司治理结构之间的内在联系。资本结构的契约理论表明,企业的资本结构在本质上是一种契约关系,这种契约的存在不仅构成公司控制权的基础,也反映了股东和债权人对公司的两种不同的治理方式。股权通过公司所有权的安排反映公司控制权的配置,债务在公司治理中也具有重要作用。詹森和麦克林(1976)的资本结构契约理论融合了代理理论、产权理论和公司融资理论,逐渐发展形成了一种关于企业的所有权结构的理论,它阐释了企业融资中由于外部债券和股权的存在而产生的代理成本的性质,以及应由谁来承担代理成本的问题;通过对企业外部股东和债权人与经营者之间的契约安排的研究,分析了股东与债权人如何通过对代理成本的理性预期来迫使经营者承担代理成本的治理功能。格罗斯曼和哈特(Golosman and Hart, 1982)在代理理论的框架内,分析了债务融资及其破产的威胁对于缓和所有者与经营者之间的代理关系所起的重要作用。由于经营者必须承担破产成本,所以债务融资可以作为一种激励和担保机制,即经营者以债务向股东保证资金不会被滥用,这种保证能够促使经营者的行为符合股东的利益,而不是冒着破产的风险去追求个人目标。此外,哈里斯和拉维吾模型(Harris and Raviv, 1990)、斯塔尔兹模型(Stultz, 1990)等都是针对股东与经营者之间的利益冲突而建立的融资理论模型,旨在说明债务是如何使代理问题得到缓和的。阿洪和博尔顿模型(Ahlgion and Bolton, 1992)表明,如果公司以普通股融资,则投资者拥有剩余控制权;如果企业发行优先股,因其

没有投票权,则经营者拥有剩余控制权;如果企业以发行债券的方式融资,在能够按期偿还债务的前提下,经营者拥有控制权,否则控制权将由经营者转移给债权人。该理论还认为,由于代理问题的存在,这种潜在的利益冲突并不能由事前的契约来完全消除,所以公司控制权随着融资结构的变化而导致的相机治理是最有效的。因此,融资结构的选择实际上也就是控制权在不同的证券持有人之间分配的选择问题。最优的资本结构是能够在企业破产时将公司的控制权从股东转移至债权人手中。上述的列举并不全面,资本结构的契约理论相当丰富,但基本上都可归属于激励理论、信号传递理论以及控制权理论。这些理论从一个新的视角揭示了非对称条件下的股权契约和债权契约在公司治理结构中的重要影响,反映了所有权的控制和债务的潜在压力能够迫使经营者约束自己的行为,恪尽职守,减少疏忽与浪费,以实现企业价值的最大化。

从现实看,企业资本结构对公司治理模式也具有重要的影响,在某种程度上是决定治理结构模式的重要因素。西方的公司治理结构大致可分为两类:一类是英国和美国的股东主权加竞争性资本市场的治理模式;另一类是以德国和日本为典型代表的银行导向型的公司治理模式。从融资的角度看,西方的公司治理结构可以分属于股权主导型和债权主导型两种模式。这种划分只是粗略的,并不排除某些差异的存在,但这两种模式在一定程度上是这些国家公司的融资特点和融资模式的反映。

英国和美国的公司治理结构模式的形成与股份有限公司以及公共证券市场的迅速发展密切相关。(1) 高度发达的证券市场。早在 19 世纪末,英国和美国的证券市场就在从事政府证券交易和公共事业公司的股票交易的基础上得到了发展,并逐步建立起了完整的和严格的法律监管体系,公司的融资能够以发行股票和债券的方式在证券市场上迅速得以完成。同时,由于证券交易品种的多样性、交易手段快捷、信息披露充分等,也为投资者提供了方便和有利的投资机会和场所,从而导致证券市场投资者众多、股权分散、流动性强的特点。(2) 间接融资的有限性。美国历来有反对金融势力聚集财富的传统,并倾向于使任何一家机构都不具有举足轻重的地位。特别是 1929 年的大危机之后,人们普遍认为,金融寡头的垄断是导致大危机的罪魁祸首。由此,以 1933 年的《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall) 为开端,对商业银行和投资银行业务进行管制分离,不仅对商业银行的持股予以限制,也限制商业银行提供七年以上的中长期贷款。这样,通过各种立法,使公司通过银行进行长期融资变得困难,促进了证券市场的进一步发展和成熟。(3) 机构投资者的兴起。为满足企业直接融资的需要,英国

和美国的非银行金融机构得到了迅速的发展,20世纪60年代后,各种养老金、共同基金、保险、信托等成为公司筹措资金的重要的中介机构,其持股比例不断上升,而原先占绝对优势的个人股东的持股比例持续下降,更加分散。到20世纪90年代,机构投资者已持有50%以上的美国大公司的股份。

英国和美国公司的融资特点对公司治理的影响主要有以下三个方面。(1)由于股权的高度分散,导致了两权分离条件下的经营者支配局面的出现,这就是伯利和米恩斯(Adolph Berle and Gardiner Means, 1932)所描述的经营者支配的情形:大公司的经理人员成为公司的实际控制者,分散的股东无意也无能力对公司的经营决策活动施加影响。同时,由于存在监督成本和“免费搭车”的问题,股东对公司的联合控制也很困难,因此股东的理性选择便是“用脚投票”。(2)股权的流动性,一方面导致了公司资本结构的不稳定,另一方面也导致了通过市场对经营者制衡的一种重要机制,即敌意收购。20世纪80年代,美国出现了并购运动的高潮,在并购与反并购的对抗中出现了许多公司治理的创新机制。实际上,这导致了一场公司治理结构的变革。(3)机构投资者对公司治理的积极参与。英国和美国机构投资者的迅速兴起,不仅改变了证券市场的过度流动性,也通过诸如董事的任命、经营者报酬、公司决策等方面对被投资公司提出了“发言”的要求。因此,如果说20世纪70年代的机构投资者还带有明显的被动性、短视性和流动性,那么,80年代之后随着机构投资者持股比例的提高,它们也认识到自己不再是单纯的投机者,往往也被迫成为所有者。这种趋势的不断加强,提出了要恢复与经营者主权相对的所有者主权的主张,这也是英国和美国公司融资结构的变化所带来的公司治理结构的新特点。

德国和日本的公司治理结构同样与其融资方式有着密切的关系。德国和日本的公司融资具有两个突出的特点。(1)银行等金融机构持有公司较大的股份并为企业提供贷款,公司融资对银行具有较强的依赖性。德国和日本没有像英国和美国那样发达的证券市场,公司融资主要是依靠以银行贷款为主的间接融资。在德国,银行最初是公司的债权人,当公司到证券市场融资或者拖欠贷款时,银行就成为公司的大股东。银行对公司的持股比例亦无法律限制,只要不超过银行资本的15%即可。此外,银行除了直接持股外,还是其他股东的股票保管人,并可以代理储户以储存的股票进行投票表决,因此,德国的银行常被称为“全能银行”。日本公司的自由资金的比例也较小,从第二次世界大战后的经济恢复到高速增长时期,公司对银行贷款的依赖程度不断提高,并形成独具特色的主银行制度。几乎所有的大公司都有自己的主银行,并与主银行之间形成一种长期而稳定