



“十三五”普通高等教育本科规划教材
高等院校经济管理类专业“互联网+”创新规划教材

CORPORATE
GOVERNANCE

公司治理学

(第2版)

蔡锐 孟越 ◎主编



扫一扫联系客服



电子课件



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



“十三五”普通高等教育本科规划教材
高等院校经济管理类专业“互联网+”创新规划教材

CORPORATE
GOVERNANCE

公司治理学

(第2版)

主 编◎蔡 锐 孟 越
副主编◎秦丽娜 尹永强
参 编◎孙 莹 赵 强 杨晓莹



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

内 容 简 介

本书以代理问题和剥夺问题的解决机制为主线,阐述了公司治理的具体制度安排。全书共12章,具体内容包括:第1章介绍公司治理问题的产生以及公司治理的研究主题,明确了公司治理学的学科地位;第2章以企业的契约性质为出发点,阐述了交易费用经济学、企业所有权理论等公司治理的理论基础;第3、4、5章介绍了公司治理的内部结构,包括股东大会、董事会以及经理之间的权利义务关系以及经理人的股权激励机制;第6章论述了企业的资本结构与公司融资决策;第7、8、9章介绍了公司治理的外部治理机制,包括证券市场与控制权配置、机构投资者以及私募股权基金对公司治理的作用;第10章介绍集团治理机制,揭示剥夺问题的实质;第11章阐述了网络治理的特殊治理形式;第12章介绍世界三大公司治理模式,也是对全书内容的总结。本书注重理论与实践的紧密结合,力求既揭示公司治理的内涵,又强调其原理在实践中的应用。

本书适用于普通高等院校管理类专业、经济类专业、法律专业的学生使用,也可供在职管理人士学习和参考。

图书在版编目(CIP)数据

公司治理学/蔡锐,孟越主编.—2版.—北京:北京大学出版社,2018.6

高等院校经济管理类专业“互联网+”创新规划教材

ISBN 978-7-301-29539-7

I. ①公… II. ①蔡… ②孟… III. ①公司—企业管理—高等学校—教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第098867号

- 书 名 公司治理学(第2版)
GONGSI ZHILIXUE (DI-ER BAN)
著作责任者 蔡锐 孟越 主编
策划编辑 王昱超
责任编辑 翟源
数字编辑 陈颖颖
标准书号 ISBN 978-7-301-29539-7
出版发行 北京大学出版社
地 址 北京市海淀区成府路205号 100871
网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博:@北京大学出版社
电子信箱 pup_6@163.com
电 话 邮购部 010-62752015 发行部 010-62750672 编辑部 010-62750667
印 刷 者 河北省滦县鑫华书刊印刷厂
经 销 者 新华书店
787毫米×1092毫米 16开本 18.5印张 435千字
2013年6月第1版
2018年6月第2版 2018年6月第1次印刷
定 价 45.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱:fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

第2版前言

公司治理是规范企业契约参与人行为的制度安排，有效的治理机制是提升企业竞争力和促进企业可持续发展的重要保障。公司治理研究越来越成为全球关注的学术领域与改革前沿。从理论方面看，自2009年奥利弗·E. 威廉姆森因经济治理方面的贡献获得诺贝尔经济学奖后，2016年诺贝尔经济学奖又授予了不完全契约理论的创建者奥利弗·哈特，意味着治理理论持续受到主流经济界的关注。从实践方面看，随着全球化和网络经济的迅速发展，公司治理内容也发生了众多的变化，治理模式趋同化现象更加明显，相机治理更加受到重视，而大数据和移动互联网的发展，潜移默化地对治理成本、治理手段、治理模式产生了深刻的影响，推动着公司的治理创新，强化传统治理向网络治理发展。

公司治理学早已成为国内外理论界和实务界共同关注的一个新的学科领域。为了推进公司治理学科的发展、适应公司治理学在高校工商管理教育体系中的新需求，我们在2013年推出了《公司治理学》的第1版。本书立足于学科理论体系和治理实践，全面系统地论述了公司治理的理论基础、运作机制及操作实务，已被用于工商管理专业高年级本科生和研究生的教学中，其理论联系实际的风格受到读者的广泛好评。

随着经济的发展和改革的深入，中国公司治理从依靠法律、法规等强制合规阶段逐步发展至自主合规阶段，再到当前的有效性阶段，公司治理结构与机制得到很大改善——混合所有制改革使得国有企业治理机制更加健全，民营经济振兴促使家族企业的合法化程度不断提升；上市公司股权结构合理化促进了机构投资者作用的增长，大众创新、万众创业的浪潮又诱发了私募股权基金发展的新高；而“万宝控制权之争”与国际做空机构狙击我国上市公司事件，从另一个角度说明我国证券市场外部治理作用的加强……基于以上事实，第1版的内容尤其是实践部分需要进行补充、调整。因此，编写组决定对第1版内容进行修订，修订工作结合了近年来公司治理创新实践的相关内容，更加适合教学和实践的现实需要。

参与修订的执笔人及分工如下：第1、2、3章由蔡锐编写；第4、5章由秦丽娜编写；第6章由尹永强编写；第7章由孟越编写；第8章由杨晓莹编写；第9章由孙莹编写；第10章由孙莹、蔡锐编写；第11章由尹永强、孟越编写；第12章由赵强、秦丽娜编写。最后，由蔡锐统稿并作最终的修订。

感谢北京大学出版社给予本次修订工作的热心支持，也感谢本书修订过程中我们借鉴的著述的作者。由于编者水平有限，书中仍难免存在不妥之处，恳请各位专家、学者和同行批评指正，以便日臻完善。

编者

2018.1



【资源索引】

目 录

第 1 章 企业制度的演进与公司治理学的诞生	1
1.1 企业制度的演进与公司治理问题的产生	2
1.2 公司治理的研究主题和内涵	6
1.3 公司治理学研究对象、学科性质与研究方法	13
本章小结	17
复习思考题	18
第 2 章 公司治理学的理论基础	21
2.1 企业的契约性质与公司治理	22
2.2 资产专用性与公司治理	27
2.3 企业所有权与公司治理	32
本章小结	36
复习思考题	37
第 3 章 股东权益及其保护	39
3.1 股东和股东权益	40
3.2 股东大会及其运行机制	47
3.3 股东诉讼与事后救济	58
本章小结	63
复习思考题	64
第 4 章 董事会制度	66
4.1 董事会的性质与职能	67
4.2 董事会的组成及规模	73
4.3 董事会的模式与运行	79
本章小结	85
复习思考题	86
第 5 章 经理人激励性报酬机制	88
5.1 经理人相关概念	89
5.2 激励性报酬的原理	91
5.3 经理人报酬结构及其发展趋势	94
5.4 长期激励性报酬的构成及其实践	101
本章小结	112
复习思考题	113
第 6 章 资本结构与公司融资决策	115
6.1 企业融资方式	116

6.2 资本结构与财务成本	119
6.3 代理成本与资本结构	123
6.4 控制权与融资合同	128
6.5 非对称信息与公司融资决策	132
本章小结	137
复习思考题	137
第7章 证券市场与控制权配置	139
7.1 证券市场的功能及其效率性	140
7.2 公司并购、剥离与控制权转移	143
7.3 敌意接管与接管防御	150
7.4 “卖空”机制	153
本章小结	159
复习思考题	160
第8章 机构投资者与公司治理	162
8.1 机构投资者的类型和特点	163
8.2 机构投资者参与公司治理的机制分析	166
8.3 我国机构投资者的公司治理参与实践	173
本章小结	184
复习思考题	185
第9章 私募股权基金与公司治理	187
9.1 私募股权基金概述	188
9.2 私募股权基金的运营及其治理机制	197
9.3 我国私募股权基金的运营	202
本章小结	208
复习思考题	209
第10章 企业集团治理：剥夺型公司治理问题	210
10.1 企业集团概述	211
10.2 企业集团的剥夺结构	216
10.3 控制性股东及其剥夺行为	221
10.4 剥夺问题的解决	228
本章小结	231
复习思考题	232
第11章 网络治理：公司治理的延伸	234
11.1 网络组织的兴起	235
11.2 网络治理的选择及其特性	242
11.3 网络治理的治理机制	246
本章小结	249
复习思考题	250

第 12 章 公司治理的演进及其模式	253
12.1 外部控制主导型公司治理模式	254
12.2 内部控制主导型公司治理模式	262
12.3 家族控制主导型公司治理模式	272
12.4 公司治理模式的趋同化	279
本章小结	283
复习思考题	284
参考文献	286

第 1 章

企业制度的演进与 公司治理学的诞生

教学目标

1. 了解企业制度演进脉络与公司制企业特征；
2. 掌握公司治理问题的产生根源及公司治理的内涵；
3. 理解公司治理学与管理学的关系；
4. 掌握公司治理学研究对象、主要内容、学科性质和方法。

基本概念

古典企业制度 现代企业制度 代理问题 剥夺问题

学习提示

企业分为古典企业和现代企业，古典企业不是公司，不存在公司治理问题（代理问题和剥夺问题），公司治理问题源于现代企业（即公司制企业）的形成。所以，理解公司制企业的基本特征——两权分离和股权结构多元化，是理解公司治理问题产生的关键。理解了公司治理问题，就可以理解公司治理的内涵，从而就可以把握公司治理学的学科体系。

本章重点：现代企业制度的基本特征 公司治理问题 公司治理的研究主题

本章难点：代理问题产生的条件 公司治理内涵的界定



导入案例

1980年12月11日,19岁的温州姑娘章华妹从市工商局领到了标为“工商证字第10101号”的营业执照,这是中国有史以来第一份个体工商业营业执照。她在家开了一间十几平方米的小店,卖日用百货,自己既是投资者又是经营者。1986年,章华妹自己出来做珠片生意,珠片就是镶在衣服上的小配饰。丈夫也把工作辞了,帮着进货,跑上海、广州等地,生意很好。后来章华妹开始做起了纽扣生意。因为内行,纽扣生意日渐红火。2002年,她买了一套200平方米的新房子,家里的桑塔纳也换成了奥迪。

随着经营规模的扩大,章华妹开始面临两大问题:一是人员问题,她忙于筹划进货及联系业务,已无暇分身兼顾日常经营事务,需要一个职业经理人帮她打点日常事务;二是资金问题,企业自有资金难以应付越来越大的资金需求,需要对外募集资金。于是,她开始招募职业经理人,并以股权融资的方式筹集资金,于2008年成立了有限责任公司——“华美服装辅料有限公司”。这样,她的企业由两权合一的古典企业制度成长为所有权和经营权分离以及股权结构多元化现代企业制度。现在,公司每年有几十万元的利润,生意十分红火。但她仍在努力,决心使公司继续稳健成长。

点评:

随着小店铺由个体经营的古典企业形态发展为有限责任公司的现代企业形态,公司治理问题——代理问题和剥夺问题随之产生,需要寻求如何解决公司治理问题、谋求公司利益最大化的对策。

1.1 企业制度的演进与公司治理问题的产生

1.1.1 企业制度的演进

公司是企业,企业不一定是公司。企业制度经历了古典企业制度和现代企业制度两个时期。古典企业制度主要以业主制企业和合伙制企业为代表,现代企业制度主要以公司制企业为代表。企业制度从古典到现代的转变,经历了业主制企业、合伙制企业和公司制企业的发展过程。

1. 古典企业制度

(1) 业主制。

业主制也称个人企业,是企业制度最原始的形态。业主制具有如下特点:第一,企业归业主所有,业主自己控制企业,拥有完全的自主权,享有全部的经营所得;第二,业主对企业负债承担无限责任,企业资产等同于个人资产,当企业资不抵债时,业主要用其全部资产来抵偿。业主制的优点是可以保持经营的统一性和灵活性;缺点是规模小,资金筹集困难,因业主承担无限责任所带来的风险较大,企业存续受制于业主自然生命等。这些缺点使业主制企业逐渐被合伙制企业所取代。业主制企业在现代主要体现为个体经营企业,如农贸市场摊主。

(2) 合伙制。

合伙制企业是由两个或多个出资人联合组成的企业,其基本特征与业主制无本质区别:一是企业归出资人共同所有、共同管理,并分享企业剩余或亏损;二是所有出资者对

企业债务承担无限责任。合伙制的优点是与业主制相比扩大了资金来源，降低了经营风险；缺点是合伙人对企业债务承担无限责任，风险较大，合伙人的退出或者死亡会影响企业的生存和寿命。以上缺点使合伙制企业逐渐被现代意义上的公司制企业所取代。合伙制企业在现代主要体现为中介企业，如会计师事务所、律师事务所等。

2. 现代企业制度

随着经济、社会和技术的进步，企业制度不断自我完善，发展为现代企业制度，即公司制。公司制是现代经济生活中主要的企业存在形式，它使得企业的创办者和企业家们在资本的供给上摆脱了对个人财富、银行和金融机构的束缚。与传统的企业相比，公司制企业具有三个重要特点：一是公司制企业是一个独立于出资者自然人形式的经济、法律实体，在法律上有永续生命；二是公司股份可以自由转让；三是出资人承担有限责任，即股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任，公司以其全部财产对公司债务承担有限责任。现代企业制度已成为当今最主要的企业形态，分为股份有限公司和有限责任公司。有限责任公司的股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任；股份有限公司的股东以其认购的股份为限对公司承担责任。



知识链接

《中华人民共和国公司法》对有限责任公司与股份有限公司的认定

《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）（本书所指《公司法》均为2013年12月28日第十二届全国人大第6次会议审议通过的第三次修正版）规定，有限责任公司由五十个以下股东共同出资设立；股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权等非货币财产作价出资。有限责任公司的特殊形式是一人有限责任公司和国有独资公司，前者指的是只有一个自然人股东或者一个法人股东的有限责任公司；后者由国家单独出资、由国务院或者地方政府国有资产监管机构履行出资人职责。

《公司法》规定，股份有限公司的设立，可以采取发起设立和募集设立的形式，发起设立是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司；募集设立是指由发起人认购公司应发行的股份，其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司。设立股份有限公司，应当有两人以上、两百人以下发起人。

公司制的雏形——委托经营制诞生于十四五世纪的欧洲，当时欧洲国家开始出现将财产或资金委托他人经营，经营收入按事先约定进行分配的组织形式，一旦经营失败，委托人只承担有限责任。十五世纪末，随着航海事业的繁荣和地理大发现的完成，迎来了海上贸易的时代。1600年，英国成立了由政府特许的、专事海外贸易的东印度公司，这被认为是第一个典型的股份公司。十七世纪英国已确立了公司的独立法人地位。公司成为一种稳定的企业法人形式。

这种最早在欧洲兴起的股份公司制度是一种以资本联合为核心的企业组织形式，它是在业主制、合伙制基础上发展起来的一种全新的企业制度形式。它优于古典企业形式的地方在于：一是筹资的可能性和规模扩张的便利性，解决了资金扩张问题；二是实现了所有权和经营权的分离，使管理成为一门专门的职业，面向社会招聘人才，有利于改进经营管理，提高技术水平；三是降低和分散风险的可能性，由于股东承担有限责任，而且股票可以转让，因此可以摆脱自然人问题的困扰；四是公司的稳定性，由于公司的法人特性，使



得股份公司具有稳定的、持续不断的生命,可以适应变化、复杂的经济形势,只要公司经营合理、合法,公司就可以长期地存在下去。



知识链接

东印度公司

“东印度公司”并不特指英国东印度公司。在17世纪,东印度公司最早是西欧大多数国家为开拓殖民贸易而设立的一种公司模式,其中最先进、实力最强大的是荷兰联合东印度公司,它虽晚于英国东印度公司成立,但他们一开始就采用先进的股份制公司模式,在成立后半个月内,垄断了整个东印度的香料贸易,并完全压制了其他国家东印度公司的业务。

英国东印度公司成立于1600年,最初的正式全名是“伦敦商人在东印度贸易的公司”(the Company of Merchants of London Trading into the East Indies)。它是由一群有创业心和有影响力的商人所组成。这些商人在1600年12月31日获得了英国皇家给予他们的对东印度的15年的贸易专利特许。公司共有125个持股人,资金为7.2万英镑。1613年,英国在印度西部设立贸易站,不久,又在印度东南部建立商馆。17世纪初,面对欧亚之间纺织品贸易的停滞,英国东印度公司开始将触角伸向香料贸易。1616年,荷、英两家东印度公司决定签署协议,倡议双方停止商业竞争,并将两家公司合并成为世界上唯一一家垄断性的东印度公司。协议还规定了两国香料的收购量要按照荷兰和英国2:1的比例进行。这一协议为英国掌握全球贸易主导权铺平了道路。

英国资产阶级革命后,共和国时代的领袖克伦威尔在1657年对东印度公司的体制进行了改革,建立了“合同合资体制”,并发行了股票。至此,东印度公司清除了此前的临时性色彩,而成为一家现代股份公司。1698年,东印度公司向印度莫卧儿政府买下了位于孟加拉湾恒河口岸的加尔各答。1709年,旧的东印度公司及其国内敌对者成立的新东印度公司再次合并,建立了联合东印度公司。在占领和统治了孟加拉国和印度之后,该公司又占领了新加坡、缅甸(部分地区)等国,由一个商业强权变成了一个军事和拥有领土的强权。东印度公司在1833年以前一直垄断着英国对中国的贸易,最终引发1840年的鸦片战争。

到了19世纪初,随着产业革命后世界市场的扩大,为了适应新兴工商资本迅速发展的需要,东印度公司作用逐步下降,它对印度、中国的贸易垄断等特权相继取消。但是,它对英国在印度领土的管理权,一直保留到1858年该公司被撤销为止。在东印度公司解体后不久,“怡和洋行”等英国一批新的私营贸易公司迅速崛起,填补了前者身后留下的空白。而这些与东印度公司同时代崛起的贸易商,也大多在进行远洋贸易的同时,再度扮演了东印度公司曾经扮演的角色,成为英帝国新的殖民前哨。这些公司中很多直到今天依然在全球贸易中发挥角色。

1.1.2 公司治理问题的产生

随着公司制企业的形成,现代企业出现组织快速发展和资金来源多样化等现象,由此形成所有权和经营权分离以及股权结构多元化的现代企业制度的基本特征,也就产生了公司治理问题——股东与经理人利益冲突引发的代理问题和大股东侵占小股东利益的剥夺问题。

1. 代理问题的产生:所有权与经营权的分离及股东控制力的弱化

随着企业规模的扩大,产品出现多样化趋势,产品线延长或增多,企业分工越来越明确,企业的组织形式因此逐渐层级化,演变为分权结构。在这种情况下,公司不得不引入职业管理层,将相当一部分经营管理权力由创业者转移给职业管理者,形成了所有权和经

营权“两权分离”的局面——创业者（股东）拥有所有权、职业管理者（经理人）拥有经营权。作为委托人的股东与作为代理人的经理，二者的利益和目标是不一致的，在两权分离的前提下，由于信息不对称、机会主义等因素的存在，有可能导致经理人损害股东利益的代理问题，即不按股东利益行事而造成福利损失的经理人的管理腐败，包括特权消费、建造个人帝国（自由现金流问题）、管理防御、直接侵占公司资产等。

所有权与经营权分离是代理问题形成的必要条件，但代理问题的形成还取决于股东控制力的大小。如果股权集中，存在强势的控制性股东，经理人管理者权力很小，即便两权分离，代理问题也不会产生。只有在股东分散或者股权虚置的情况下，股东控制力很弱，股东难以监督甚至无法监督经理人，代理问题才会成为严重危害股东利益的行为。因此，股东控制力弱化构成了代理问题形成的充分条件。

股东控制力弱化体现为股权分散化以及股东虚置。公司股权分散化为资本市场的有效运转奠定了牢固的制度基础，但也产生了如下影响：首先，股权分散化使得股东们无法在集体行动上达成一致，从而造成治理成本的提高；其次，是对公司经营者的监督弱化，大量的小股东不仅缺乏参与公司决策和对公司高层管理人员进行监督的积极性，而且不具备这种能力；最后，分散的股权结构使得股东和公司其他利益相关者处于被机会主义行为损害、掠夺的风险之下，为代理问题的形成埋下了隐患。

而股东虚置指的是企业的控制性股东是国家，而不是自然人。国家股东是虚拟的，它必须委托自然人行使权力，而替国家行使权利的自然人（即国有控股公司的董事长或总经理）又都是由国家指派的官员，企业的利益与他的个人利益没有必然关系。因此，他（她）在替国家行使股东权利时，比如在挑选及监督下属国有企业经理人时，就不一定会尽心尽力。这样，股权虚置下的国有企业公司经理人会拥有很大的管理者权力，形成“内部人控制”现象，有可能出现损害国家股东利益的代理问题。



知识链接

代理问题的具体表现

代理问题指的是不按股东利益行事而造成福利损失的经理人的管理腐败，具体表现如下。

第一，特权消费。即由公司经理人在职消费引起的特别待遇或额外福利，如建设豪华办公室、使用公司喷气式飞机、购买首席执行官宅邸、岗位安排上任人唯亲等。

第二，建造个人帝国（自由现金流问题）。即当公司没有可投资的正净现值项目时，经理人为拒绝支付自由现金流所采取的行动，以获取权力和社会地位的提升，如过度投资，盲目扩张。

第三，管理防御。经理人在公司外部接管威胁、内部解雇压力下，选择有利于维护自身职位并追求自身效用最大化以增加职位安全性的策略或行为，包括加大股东更替成本（通过经理人专属投资、敲竹杠的长期投资、任用次等人选等提高自身对公司的重要性）；融资保守（为了减轻支付利息的绩效压力，降低财务困境下所必须承担的庞大的转换工作成本而偏好股权融资尽可能地避免负债融资）；管理因循守旧（为了职位安全，不顾公司长远利益，迎合那些掌控自己职位命运者的意愿）；盈余操纵（为巩固在业界的地位，采取平滑收益的办法，使各期盈余平稳）；并购防御（为维持经理人的位置而阻挡合理的兼并重组）等。

第四，直接侵占公司资产。即贪污、受贿等中饱私囊的违法行为。



2. 剥夺问题的产生：股权结构多元化及控制性股东的存在

随着企业规模的进一步扩大，企业创始人的投资可能会满足不了企业发展所需，需要对外融资。企业对外融资有两种方式：一是债权融资，即从银行或者其他投资者手里借债；二是股权融资，即直接面向投资者募集股本。企业初创时很难从银行贷到资金，所以需要创始人之外的其他股东的投资，这样就使股权结构多样化。当股权结构多元化、股东人数众多时，就可能引起不同股东之间的利益冲突，出现一部分股东侵害另一部分股东利益的现象。但如果股权分散，无控制性股东，股东间不可能形成侵害，只可能出现职业经理人侵害股东利益的代理问题；而在股权集中、出现控制性股东的情况下，一些中小股东很难参与董事会决策，因此，他们的投资权益只好听从控制性大股东摆布。在这种情况下，若公司的高层管理者由控股股东指派，这时内部人（控股股东及其管理层）与外部人（小股东）的利益就会发生冲突，形成控股股东对小股东的利益侵害以及对其他投资者、雇员的直接侵占。我们把公司这类有控制权的股东损害没有控制权的股东利益的问题叫作剥夺问题。剥夺问题涉及控制性股东与非控制性股东之间的关系，或者大股东与小股东之间的关系。

股权结构多元化及控制性股东的存在构成了剥夺问题形成的必要条件和充分条件。金字塔结构下小股东控制则使得剥夺更加具有隐蔽性、更加具有操作性。金字塔结构实际上就是多层次、多链条的企业集团控制结构。控制性股东从塔尖开始，通过控制中间公司向散出一个庞大的网络，控制处于链条末端的经营公司。他们利用现金流权和控制权的分离，运用不正当的“关联交易”制造“隧道效应”，转移中小股东的利润、侵害中小股东利益。^①

1.2 公司治理的研究主题和内涵

1.2.1 公司治理的研究主题

公司治理是一门实践活动。随着现代企业制度的形成，企业可享受组织和资金规模扩大的便利，但公司治理问题随之而生。这些问题成为阻碍公司利益最大化的障碍，必须有解决公司治理问题的手段，以维护现代企业制度带来的好处。根据股权集中程度以及股东性质的不同，针对不同的公司治理问题及其治理重点，可把公司治理问题分成三种不同的类型。

1. 如何监督和控制经理人员的行为：代理型公司治理

代理型公司治理指的是以解决代理问题为主的公司治理类型。如前所述，代理问题产生于两权分离后股东控制力的削弱，而股权结构分散则是股东控制力削弱的最重要原因。因此，代理型公司治理主要发生在股权结构分散、缺乏控制性股东的公司身上。这种类型的公司治理在美国、英国、新西兰等国家的公司中较为普遍，以美国公司为典型。在公司制早期，公司只有少数的个人股东，股权结构相对集中。但是随着企业规模的扩大，也伴

^① 具体论述见本书第10章第3节。

随着资本市场的发展，公司股权结构逐渐分散化，大量公司股票分散到社会公众手中。1932年，美国学者伯利和米恩斯在其所著的《现代公司与私有产权》一书中指出，美国公司所有权和经营权出现了分离，现代公司已由受所有者控制转为受经营者控制，并直言管理者权利的增大有损害资本所有者利益的危险。虽然近二十年来一些国家出现机构持股现象，但这些机构投资者总的来说还是以分散投资为主，投资于单个公司特别是大公司的比重并不高，因而使得公司的股权结构高度分散，许多公司往往有成千上万名股东。例如在美国，最大的股东所持有的公司股份多在5%左右。20世纪60年代以来，两权分离日趋严重，CEO兼董事长现象普遍。在上述情况下，股东利益与经营者利益偏离，经理与公司行为目标的冲突日益明显。代理型公司治理问题主要围绕如何监督和控制经理人员的行为这一主题展开。该主题主要基于以下背景。

第一，人们普遍对经理人员快速增长的高报酬感到不满。20世纪50年代以来，经理人员的报酬有了较快增长。在美国，据统计，1957年美国只有13个公司的CEO的年薪达到40万美元；到1970年，《财富》500强公司的CEO的平均年薪就达到了40万美元；到1988年，美国最大300家公司的CEO的平均年薪是95.2万美元。在英国，据统计，从1981年到1990年英国100家大公司高级职员的报酬增长了351.5%，而同期这些公司的盈利增长只有106.8%。^①到了90年代之后，美国公司CEO的薪酬总额更是超过千万甚至上亿美元。

第二，股东诉讼事件日益增多。以美国为例，在《财富》1000家大公司中，20世纪初没有一家公司涉及股东诉讼赔偿案，而1977年有1/10的公司董事和经理、1979年有1/9的公司董事和经理、1985年有1/6的公司董事和经理卷入了股东诉讼赔偿案。^②

第三，机构投资者力量不断壮大。20世纪80年代以来，随着机构投资者力量的增大，一些西方发达国家的股权结构进入了分散化与集中化并存阶段。以美国为例，机构投资者占企业资产的比例，1950年为6.1%，1960年为12.6%，1970年为12.4%，1980年为33.9%，1990年为47.2%，1995年为46.6%，1996年占48.8%。^③可以看出，随着机构投资者的发展，美国公司股权结构集中化趋势逐步加强。机构投资者正在对美国的公司董事和经理人员行为产生重要影响。20世纪90年代以来，通用汽车、IBM等大公司的CEO被解职，都与机构投资者的作用有关。

第四，公司财务丑闻不断。2001年12月2日，安然公司因虚报利润等严重财务作弊暴露，导致其向纽约破产法院申请破产保护，成为美国历史上最大的一宗破产案；安达信则因销毁安然案件的相关文件，被控告妨碍司法而濒临破产。2002年4月底，世界通信公司董事长因个人借款事件被披露，被迫辞职；同年6月，该公司40亿美元的假账丑闻曝光。同时，施乐公司承认过去5年虚报营业收入达64亿美元，引发股市大跌……

正是在上述背景下，公司治理致力于解决的基本问题是分散的小股东与经理层之间的冲突。在这种情况下，公司治理被界定为投资者确保回收他们投资的回报方式，或者解决众多小股东搭便车的问题。代理型公司治理一般主要探讨降低代理成本的各种具体机制，

① 李维安，等．公司治理学 [M]．北京：高等教育出版社，2005：7．

② 李维安，等．公司治理学 [M]．北京：高等教育出版社，2005：132．

③ 梁能．公司治理结构：中国的实践和美国的经验 [M]．北京：中国人民大学出版社，2000：7-8．



如接管、董事会、机构投资者、大股东、经理人薪酬等。因此，公司治理的目标之一就是：设计治理机制，努力寻找代理成本最小化的合同方案。



知识链接

美式代理型公司治理体系的“五道防线”

在美国，经过100多年的实践，公司治理已经发展成相当完整的体系，根据防御经理损害股东利益这一主题，可以把美式代理型公司治理体系概括成“五道防线”，具体内容如下所述。

第一道防线是经理报酬。通过合理的报酬设计，把经理的利益与股东的个人利益挂起钩来，让经理在追求其个人利益的同时，为公司和股东创造财富。

第二道防线为董事会制度。股东通过股东大会选出其信任托管机构——董事会，对公司大政方针进行决策，对公司经营进行监督。是董事会中的独立董事，是经理人败德行为的“克星”。

第三道防线是股东权力的行使。当董事会不尽尽职尽责时，股东可亲自出马，在股东大会上行使自己的否决权，提出更换或改选董事会。

第四道防线是并购和接管活动。当分散股东“搭便车”、经理人的败德行为不能得到纠正时，股东可以“用脚投票”，即在资本市场上抛售股票，引发购并与接管，来改组董事会和经营班子；同时，股东也可通过证券市场的“卖空”行为对经理人施加压力。

第五道防线是舆论监督和证券监管机制的规制。美国证券市场有很多法律，美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC）也有很多规制上市公司的规则，包括严格的“信息披露”制度，这些都可以有效地约束经理行为，保护股东利益。

2. 如何防止控股股东的利益侵占：剥夺型公司治理

剥夺型公司治理指的是以解决剥夺问题为主的公司治理类型。如前所述，剥夺问题产生于金字塔结构企业集团前提下终极控股股东的存在。这种公司治理模式在欧洲大陆国家以及东亚国家的家族上市公司中较为常见。在美国等资本市场比较发达的国家，企业集团多呈现纵向集团形态，集团内部复杂的关联交易并不是商业活动的主要内容。相反，个别企业的核心业务通常是突出的，企业的供应商和销售商也都是市场化的，而不是由关联企业来完成。但是在这些国家以外的地方，金字塔型企业集团非常多见，不仅在亚洲，在欧洲大陆国家，比如德国、瑞典，南美的巴西，以及南非，还有加拿大，都是如此。即，只要资本市场不是那么发达和有效，企业集团往往都呈现复杂的企业系族结构，即金字塔结构。

剥夺型公司治理以东亚家族企业为典型，是因为这一地区属于新兴市场，产品市场不完善，融资机制不健全，建立多元化经营的金字塔结构企业集团，可以克服市场的不完全性，并将大量的交易和交易成本内部化，在很大程度上有助于分散经营风险。亚洲金融危机之后，这一地区关联企业之间的交易额额外引人注目，因为很多关联交易是在系族企业之间进行的。这些系族企业虽然各自有着它们的股东和董事会，但它们都有着相同的实际控制人。

实际控制人追求企业系族利益最大化的方式主要是通过“转移”行为来实现。控制性股东（通常是一个家族）对系族内部的企业通常不拥有完全的现金流权，但是却拥有完全的控制权。而控制性股东在部分系族企业中拥有较高的现金流权，而在另一些企业中拥有

较低的现金流权。这种差异导致了“转移”的激励，控制性股东倾向于将利润在系族企业中转移，从现金流权较低的企业转移到现金流权较高的企业。转移过程可以通过多种方式实现，比如故意压低或抬高企业间拆借的利率，操纵关联交易的价格，将资产高于市场价格（或低于市场价格）在企业间进行买卖等。

在上述情况下，公司治理重心在于防止控股股东利益侵占，建立确保外部投资者免受内部人掠夺的一套机制，并特别强调法律对抑制控股股东侵害问题的作用。



知识链接

法律体系与股东权益的保护

公司治理根本上是伴随融资活动的权益保护问题。如果投资者的权益受到损失，解决问题的最终力量要靠法律，要靠有效的司法体系。世界上的法律体系可以分为几大类别：①普通法系。比如英国、美国、澳大利亚、加拿大等英语国家和地区。②大陆法系。进一步分为三支：法国法系，主要是欧洲南部的国家和原法国的殖民地国家，是随着拿破仑征服欧洲而产生的；德国法系，主要是欧洲中部的国家；还有一支斯堪的纳维亚法系，主要是北欧国家。其中法国法系和德国法系的差别最为明显，但斯堪的纳维亚法系的国家因为强调福利主义，有所不同。③伊斯兰法系。主要是阿拉伯国家。④社会主义法系。其根源是德国法系的派生物，并且因为计划经济的改变，正在转轨中。

La Porta 等人（1997）研究了49个国家和地区资本市场的发展，试图发现决定资本市场发展的法律因素。这49个国家属于四类不同的法律体系：①英美普通法系，包括英国、美国、澳大利亚、加拿大等，加上中国香港，共18个国家和地区。②法国法系，包括法国、意大利、西班牙等21个国家。③德国法系，包括德国、奥地利、日本、韩国等，还有中国台湾，共6个国家和地区。④斯堪的纳维亚法系，包括丹麦、芬兰、挪威和瑞典四个北欧国家。他们发现，就法律对投资者的保护，特别是对小股东、外部投资者利益的保护而言，英美法系最好，法国法系最差，德国和北欧法介于中间。与此相应，英美法系国家和地区外部融资市场最为发达，法国法系国家最不发达，德国法系和斯堪的纳维亚法系国家介于两者之间。

3. 如何防止国有企业的管理者腐败和滥用关联交易：混合型公司治理

对于另外一种类型的企业，其在发展过程中所遇到的问题，并不仅仅是某一类问题，由于公司往往在组织形式上会逐渐走向分权，也常常进行外源性股权融资，且创始股东在融资过程中保持控股地位，呈现出控股股东与管理层分离、股权结构集中的状态。在股权集中的情况下，若公司的高层管理者独立于控股股东，这时公司治理的基本问题是控股股东（或大股东）、经理层和小股东三者之间的利益冲突。这种利益冲突的表现更为复杂：既有股东与经理层利益冲突，也有大股东与小股东利益冲突；治理重心为既要防止职业经理的管理腐败问题，防止失控，还要解决不同股东之间的利益差异问题。现有文献很少涉及这类公司的治理问题。此类公司治理问题应是未来研究的重点。

这类公司治理模式在欧洲大陆国家，或俄罗斯、新加坡、中国等国家的国有企业较普遍。其中以我国国有企业为典型。始于1978年的国有企业改革，在经过扩大企业经营自主权、利改税、承包经营责任制和转换企业经营机制改革后，到20世纪90年代中期，企业经营管理人员尤其是经理人员获取了过大的不受约束和控制的权力，并由此产生了严重的经理人员腐败问题，同时，这些经理们又利用国有股东的控股地位以及金字塔型企业集



团结构，剥夺广大中小股东利益。具体表现如下所述。

（1）代理问题。

① 在职消费膨胀。它包括利用公款建设或购买更大更好的住房、公车私用，用公款支付国内外旅游费用、吃喝娱乐等。

② 侵占和转移企业资产。一些经理人员把企业资产转移到由他们自己或亲朋好友开设的企业或公司，还有一些经理人员利用职务之便贪污、私分企业资产等。

③ 经营决策行为短期化。不考虑企业长期利益和发展，而是把经营决策限定在经营者可预见的能够带来成绩、地位及利益最大化的时间范围内，从而造成企业过度投资和耗用资产，使国有企业投资和使用出现低效率。

④ 信息披露不规范，财务关系透明度低，甚至搞“暗箱操作”。如一些经营业绩较差的企业经营者，指使财务人员做假账甚至“两本账”，搞所谓的名盈实亏，以掩盖企业的经营亏损，从而为自己捞取经济和政治利益。

⑤ 抵制兼并重组。当兼并和重组损害自己利益的时候，经营管理者就会进行抵制；当兼并和重组有利于自己获取利益的时候，经营管理者就会赞成和支持。



知识链接

内部人控制

“内部人控制”（Insider Control）这一概念最早由青木昌彦提出，按照他的界定，“内部人控制”指的是：在私有化的场合，多数或相当大的股权为内部人持有，在企业仍为国有的场合，在企业的重大战略决策中，内部人的利益得到有力的强调。

内部人控制是转轨过程中所固有的一种潜在可能的现象，是从计划经济制度遗产中演化而来的，实际上指的是在所有者（出资人）缺位的条件下，由企业的经营者或者员工实际控制了企业的情况。这种“内部人控制”是在“行政治理”（控制）和公司治理双重失效的前提下产生的，它的直接后果就是，企业的发展既偏离了计划经济条件下的“产量和规模最大化目标”，也偏离了市场经济条件下“利润最大化目标”，而定位在了“内部人收益最大化”目标之上。

（2）剥夺问题。

① 置小股东和债权人的利益于不顾，不分红或少分红，大量拖欠债务。

② 在资金拆借或者贷款担保中滥用关联交易。

③ 在产品买卖中滥用关联交易。

④ 在转让、置换和出售资产中滥用关联交易。

⑤ 在债务冲抵中滥用关联交易。

⑥ 在无形资产的使用和买卖中滥用关联交易。

上述问题产生的原因是我国的公司治理结构不完善，企业内部缺乏对经营管理者有效的激励制衡机制，以及法规不健全造成的。因此，中国的公司治理结构亟待改革。

综上所述，不同的公司治理研究主题衍生出了公司治理问题的三种类型。表 1-1 从股权结构、主要问题、治理重点以及典型代表等维度，概括了代理型公司治理、混合型公司治理以及剥夺型公司治理的不同特征。