

中国公司治理的 理论与证据

郑志刚◎著

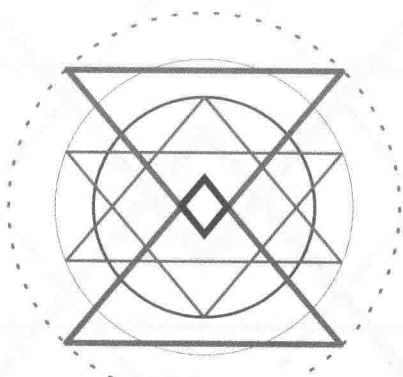
Theories and Evidence of
China's Corporate Governance



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国公司治理的 理论与证据

郑志刚◎著



Theories and Evidence of
China's Corporate Governance



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理的理论与证据/郑志刚著. —北京:北京大学出版社, 2016. 10
ISBN 978-7-301-27651-8

I. ①中… II. ①郑… III. ①公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 241317 号

- 书 名 中国公司治理的理论与证据
Zhongguo Gongsì Zhìlì de Lìlun yu Zhèngjù
- 著作责任者 郑志刚 著
- 责任编辑 张 燕
- 标准书号 ISBN 978-7-301-27651-8
- 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>
- 电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295
- 新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
- 电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
- 印 刷 者 北京大学印刷厂
- 经 销 者 新华书店
- 730 毫米×1020 毫米 16 开本 19.75 印张 350 千字
2016 年 10 月第 1 版 2016 年 10 月第 1 次印刷
- 印 数 0001—4000 册
- 定 价 52.00 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

前 言

公司治理指的是确保投资者按时收回投资并取得合理回报的各种制度的总称。它是以资本社会化为特征的现代股份公司实现外部融资的基础性制度安排。2002年在安然、世通等会计丑闻爆发后,经济学家 Rajan 和 Zingales (2003)评论道,“最近的丑闻表明,即使在最先进的市场经济里,在改善公司治理方面依然大有可为”;而2015年肇始的万科“股权之争”不仅标志着我国资本市场开始进入股权分散这一新的发展阶段,同时也使得公司治理问题开始受到越来越多的关注,甚至一度成为公共流行话题。

从1999年9月,我进入北京大学光华管理学院追随张维迎教授开始现代企业理论的学习起,公司治理即作为现代企业理论的重要试验场景进入我的研究视野。我的博士论文的主题即是投资者之间的利益冲突以及如何实现不同公司治理机制的整合。这是与传统关注的由经理人与投资者之间利益冲突引发的公司治理问题不同的新兴的公司治理问题。该论文不仅获得了第二届黄达-蒙代尔经济学奖,而且获得了2005年评选的北京大学优秀博士论文的荣誉和当年全国优秀博士论文的提名。

2003年7月,我来到中国人民大学财政金融学院任教。作为我国金融学教学和科研的重镇,我院传统上偏重货币银行等领域的研究,而对标准意义上的现代金融学分支——公司财务的研究相对薄弱。在我进入学院之前,学院研究生培养的课程体系中并没有公司治理的相关课程。我从零开始,从讲授“公司财务专题:公司治理”的选修课到研究生的文献导读课“公司治理”,到金融专硕的“公司治理案例研究”,再到EMBA的“公司治理与经理人激励”“互联网金融时代的公司治理”等,公司治理课程从无到有、从弱到强,目前已经成为我院研

究生培养方案相关课程体系的重要组成部分和研究特色之一。研究的兴趣和教学的需要使我得以延续对中国公司治理问题的关注。

多年以后,当我成为上市公司的独立董事后,我也把它理解为近距离观察董事会的实际运作、考察我国上市公司真实公司治理状况的难得的学习机会,由此及彼,触类旁通,认真提炼公司治理实践中可能存在的学术研究问题。

正是基于这十多年来对我国上市公司治理问题的研究、教学以及持续的观察和思考,我有了写一本总结自己教学和研究、思考和观察的书的冲动,于是就有了呈现在读者面前的这本《中国公司治理的理论及证据》。

在很多人依然无法准确区分保障投资者权益、确保资金安全的治理与提高资源配置效率的管理,以及从公司治理到国家治理的概念被媒体滥用的今天,强调公司治理这一微观层面的制度建设对于现代企业运行,从而市场经济形成的重要性变得尤为重要。正如我在第1章引言中提及的那样,如果没有“确保投资者按时收回资金并取得合理回报”的公司治理,就没有现代股份有限公司的设立和运行;而没有现代股份有限公司的运行,人类就无法利用基于资本社会化和经理人职业化的专业化分工的现代股份有限公司快速进行财富积累,当然也不会使马克思和恩格斯在《共产党宣言》中由衷地发出这样的感慨:“资产阶级在它的不到一百年的阶级统治中所创造的生产力,比过去一切世代创造的全部生产力还要多,还要大。”

研究框架

我们可以把本书的研究内容简单概括为“两种问题”+“两层内涵”+“两类机制”。所谓“两种问题”指的是,现代公司治理研究既需要关注经理人与股东之间利益冲突引发的传统“垂直型”代理问题,又需要着重分析控股股东借助金字塔结构实现隧道挖掘这一股东之间利益冲突引发的新兴“水平型”代理问题。对“水平型”与“垂直型”代理问题的同时重视,使得现代公司治理问题在一定程度上演变为具有信息优势和实际控制权的“公司内部人”与“外部分散股东”之间的利益冲突,如何保护处于信息弱势的外部分散股东的利益由此成为现代公司治理研究开展的逻辑出发点。

所谓“两层内涵”指的是,公司治理一方面需要通过产权安排来形成对外部投资者投资的激励以解决“合约不完全”的问题,另一方面则需要通过公司治理机制的实施来形成对所聘请的经理人追求私人利益的约束,以解决信息不对称引发的经理人“事前”逆向选择问题和“事后”道德风险行为问题。因而,完整的公司治理应同时包括产权安排和治理机制实施两个层次。二者的结合不仅完整地体现了科斯的治理作为“权威的分配和实施”的原意,而且实现了现代产权

理论(不完全合约理论)和委托代理理论的理论结论与现实试验场景直觉的完美对应。从“两层内涵”这一研究内容出发,现代公司治理研究不仅需要关注公司治理机制的有效性,还要同时关注基础性的制度安排——股权结构对公司治理机制有效性的重要影响。

所谓“两类机制”则指的是,公司治理文献通常把公司治理机制按照资料来源简单划分为内部治理机制与外部治理机制。内部治理机制包括薪酬合约设计、经理人更迭与债务融资潜在的公司治理角色等,而来自外部的独立的独董监督是上述各种内部治理机制实施的关键,由此董事会被认为是现代公司治理的核心;外部治理机制则包括体现法律对投资者权利保护程度的法律环境、市场竞争的“惊险一跳”、来自公司控制权市场的接管威胁,包括媒体报道、税务实施等在内的法律外制度,以及社会规范和文化对公司治理的潜在影响等。

通过对上述内容的讨论,本书系统地构建了现代公司治理研究完整的分析框架。相信读过本书的读者,在理解我国现实的公司治理问题时,将不再仅仅关注经理人的道德风险行为,而会同时关注对经理人更迭产生实质影响的控股股东以关联交易、资金占用等方式实现的隧道挖掘;不再把公司治理结构的完善简单地理解为新的治理机制(比如独立董事)的引入和传统治理机制的变革(比如监事会成员来源从内部职工转为控股股东外派),而是强调如何形成合理的股权结构,激发盈利动机强烈的股东自发地建立和完善保护投资者权益的公司治理机制;不再将目光局限于如何加强投资者权利保护的法律法规的建设和完善,而是从更加广泛的媒体报道、税务实施等法律外制度,甚至社会规范和文化,来全方位地思考完善公司治理的途径。

研究的创新之处

毋庸置疑的是,我国资本市场的制度背景在我国上市公司治理实践中留下了太多的烙印,使得很多发生在我国公司治理实践中的故事成为公司治理发展史上独一无二的事件。例如,从资本市场建立早期的股权分置到10年前完成的股权分置改革,这一切都无法离开我国上市公司股权集中的“一股独大”和控股股东的国有性质这一典型特征。而上述治理特征持续影响着我国上市公司的治理实践。

从我国资本市场的制度背景出发,本书基于我和我的研究团队多年来的观察与思考提炼出很多独具特色的中国公司治理问题。在我国上市公司经理人薪酬持续增长现象的背后,我们观察到:一方面,上市公司在资本市场建设早期很少采用股权与期权激励计划;另一方面,由于控股股东的政治经济影响和薪酬管制,我国国有上市公司经理人并不能像面对外部分散股东的经理人那样

“可以为自己制定薪酬”。那么,究竟是什么因素导致我国与其他一些国家一样见证了上市公司经理人薪酬的持续增长呢?本书展示的理论 and 相应的经验证据表明,我国上市公司经理人薪酬的增长既不是由于其他国家普遍使用的股权激励计划,也不是由于被很多国家认为十分重要的“经理人权力”,而是随着我国投资者权利保护意识的提高和法律环境的改善,原来隐性的私人收益转化为显性的薪酬增长所致。

在独董监督的有效性受到质疑的问题上,本书的研究发现,任人唯亲的董事会文化成为我国资本市场上如同制度设计一样重要的因素。我们发现,受到独董任期不能超过两期的限制,独董在任期第一阶段和第二阶段对董事会议案出具否定性意见的可能性显著不同。由于说“不”会导致逆淘汰,无法实现连任,因此独董往往在第一阶段倾向于保持沉默。但在第二阶段出于法律风险和声誉的考虑,独董开始出具否定意见。进一步的考察发现,如果一个公司董事会中以处于任期第一阶段的独董居多,则其代理成本会显著高于处于第二任期的独董居多的公司。因此,我们建议我国上市公司应该推出任期交错的独董更迭制度。我们的研究同时发现,尽管与任期第一阶段相比,任期第二阶段独董说“不”的可能性会增加,但我国为数不少的公司存在的独董返聘现象,使少数即使愿意在第二阶段说“不”的独董也变得沉默。所谓独立董事返聘现象,指的是独董在任期届满后经历了与公司短暂的分离后重新被返聘回原公司的现象。这种现象虽然在形式上看起来并没有违反监管当局关于独董任职期限与条件的有关规定,但它在很大程度上削弱了独董的独立性与监督职能的有效性,成为我国上市公司任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。上述两种来自我国上市公司的独特现象有助于我们理解为什么在我国上市公司中独董很少说“不”。本书从任人唯亲的董事会文化视角为我国上市公司独董并没有发挥预期的公司治理作用提供了新的解释。

在经理人更迭问题上,本书的研究发现,除了内部晋升和外部聘用,我国国有上市公司经理人还存在独一无二的“岗位轮换”现象,即新聘任的经理人或董事长或者来自上市公司所在企业集团的控股母公司,或者来自企业集团内部的其他子公司。岗位轮换现象的出现事实上是我国国有上市公司高管选拔所推行的准行政官员的考核任免程序的结果。我们的研究发现,岗位轮换改善企业长期绩效的作用虽然强于内部晋升,但弱于外部聘用,因而是过渡性的权宜之计,而非长治久安的制度性安排。与经理人更迭入口问题上的岗位轮换相对应,本书的研究发现,在经理人更迭出口问题上则存在国企高管政治晋升现象,即上市公司董事长会“商而优则仕”,身份从“经济人”直接转变为“政治人”,成为上一级政府官员。我们的研究发现,由于政治晋升“锦标赛”的开展和至上而

下的官员选拔制度的实行,为了实现个人政治晋升,国企高管往往有激励利用所控制的企业实施媒体操纵、过度公益性捐赠等形象工程。因而,政治晋升在对国企高管具有隐性激励的同时存在激励扭曲效应。

我们看到,无论是独董意见发表的阶段特征和独董返聘现象,还是国企高管的“岗位轮换”和“政治晋升”,都是在我国制度背景下出现的“独一无二”的公司治理现象。我们相信,只有很好地认识和了解这些独特的现象,读者才能很好地理解我国公司治理的特殊含义和实质内涵。

在本书的最后,基于对阿里合伙人制度的上市方式和众筹、P2P 融资模式的观察和逻辑思考,我们还对未来互联网金融时代的公司治理革新进行了展望。我们预期,随着融资便利和人力资本重要性的提高,资源整合方式将从传统资本稀缺下“资本雇佣劳动”转为互联网金融下的“劳动雇佣资本”,公司治理将从以经理人为中心转向以企业家为中心,由此将带来公司治理领域一场持久而深刻的革命。

上述这几个方面都是本书不同于以往关注中国上市公司治理问题题材的著作十分重要的方面。

研究方法和内容结构

在本书研究的方法论上,对于基本的理论分析框架,我们利用博弈论和信息经济学的相关知识对其背后的直觉进行了很好的诠释。攻读博士期间的博弈论与信息经济学的严格训练和对公司治理现实问题的理解,使我们能够游刃有余、深入浅出地将模型框架和现实直觉结合起来。而数据可获得性的满足和近十几年来对理论模型经验证据的强调使我们除了理论分析本身,还提供了基于我国制度背景的中国公司治理故事的经验证据。无论是传统的经理人薪酬增长决定因素、经理人更迭问题,还是任人唯亲的董事会文化,以及媒体报道和税务实施等法律外制度的公司治理角色,本书都基于我国上市公司的数据提供了系统的经验证据。其中,独董否定意见发表的阶段特征、独董返聘现象、经理人更迭的岗位轮换和高企高管政治晋升过程中的激励扭曲等研究,就我们有限的知识,是对这些问题的首次经验考察。

为了帮助读者更好地了解理论和证据背后的现实含义,将相关理论结论与公司治理实践有效对接,我们在一些章节后附了极具现实意义的经济时评作为延伸阅读。例如,为了使读者更好地了解现代股份有限公司所体现的分工精髓对市场经济运行的基础性作用和公司治理问题的衍生性质,我们在第一章后附了《国有企业需要一场“现代公司革命”》一文,强调首先需要使国有企业成为建立在专业化分工基础上的标准意义上的“现代公司”,这对于解决国有企

业的公司治理问题更为根本也更为重要；在本书一方面讨论我国经理人薪酬增长存在合理成分（由于投资者权利法律保护意识增强和法律环境改善，原来的隐性私人收益不得不转为显性的薪酬以使经理人激励相容），另一方面指出我国现实中存在经理人超额薪酬现象的基础上，我们以《应该对国企高管限薪吗》作为延伸阅读讨论了评价经理人薪酬设计合理的原则以及同时克服经理人超额薪酬问题的可能途径。既强调理论分析的逻辑一致，又强调经验证据的现实可信，同时还强调政策含义的针对有效，理论、经验和实务的逻辑统一和完美结合成为本书的另一重要特色。

综上，基于本书对现代公司治理研究分析框架的系统 and 完整构建、对独具特色的中国治理问题的关注，以及在方法论和组织结构上的精心设计，相信本书将成为关注我国上市公司治理问题的教学研究工作者、在校研究生和实践工作者十分重要的参考书之一。

最后，我想强调的是，虽然本书是我十多年从事公司治理的教学和研究的思考和总结，但书中一定还存在很多不足之处，欢迎各位读者和学界同行批评指正。中国公司治理问题这一全新的学术研究领域就如同中国资本市场一样，形成的时间并不长。从某种意义上说，中国公司治理理论分析框架的构建和中国制度背景下的公司治理经验证据的提供才刚刚开始，我愿意与读者诸君一道共同努力。

郑志刚

2016年2月22日

于中国人民大学明德楼

目 录

第 1 章 引言:为什么需要关注公司治理问题	(001)
1.1 金融发展和经济增长	(001)
1.2 公司治理问题的提出	(004)
1.3 中国公司治理发展简史	(006)
1.4 现代企业理论对企业的基本认识及其在公司治理实践中的 应用	(010)
1.5 小结	(019)
延伸阅读:国有企业需要一场“现代公司革命”	(020)
第 2 章 公司治理的内涵和代理成本存在的证据	(026)
2.1 公司治理的内涵	(026)
2.2 公司治理的研究内容	(027)
2.3 代理成本的传统表现形式	(035)
2.4 公司治理的两种研究视角	(038)
2.5 小结	(042)
第 3 章 股权结构和大股东的公司治理角色	(044)
3.1 引言	(044)
3.2 对外部投资者存在原因的不同解释	(045)
3.3 最优股权结构及其影响因素	(046)
3.4 大股东的公司治理角色与监督过度	(048)
3.5 中国实践:“一股独大”与控股股东的国有性质	(052)
3.6 小结	(053)
延伸阅读:国有企业混合所有制改革的逻辑	(054)

第 4 章 隧道挖掘与股东之间的利益冲突	(058)
4.1 引言	(058)
4.2 控制权私人收益的度量和股东之间利益冲突存在的证据	(059)
4.3 对目标公司的控制形式与企业集团的形成	(064)
4.4 控制权与现金流权利的分离和隧道行为	(070)
4.5 支撑行为与新兴市场金字塔结构存在的其他原因	(073)
4.6 小结	(075)
第 5 章 董事会和独立董事	(077)
5.1 引言	(077)
5.2 董事会的职责和组织模式	(078)
5.3 独立董事履行监督职能的可能实现机制	(085)
5.4 为什么我国上市公司独董并没有发挥预期的公司治理作用	(090)
5.5 小结	(095)
延伸阅读:阿里的合伙人制度与“董事会中的董事会”	(096)
第 6 章 任人唯亲的董事会文化与独董监督有效性	(101)
6.1 引言	(101)
6.2 独董出具否定意见的任期阶段特征	(102)
6.3 独董返聘现象的经济后果与影响因素	(110)
6.4 小结	(121)
延伸阅读:从制度到文化的公司治理研究	(121)
第 7 章 经理人薪酬合约设计	(127)
7.1 引言	(127)
7.2 经理人薪酬合约设计原理	(128)
7.3 公司管理层薪酬包的构成	(138)
7.4 薪酬激励合约设计相关讨论	(142)
7.5 小结	(143)
第 8 章 经理人薪酬增长的影响因素与经理人超额薪酬现象	(145)
8.1 引言	(145)
8.2 传统薪酬理论对经理人薪酬持续增长的可能解释	(146)
8.3 对经理人薪酬持续增长现象的新解释	(147)
8.4 我国制度背景下经理人薪酬增长现象的特殊原因	(151)

8.5	经理人的超额薪酬现象	(156)
8.6	小结	(162)
	延伸阅读:应该对国企高管限薪吗	(163)
第9章	经理人更迭与国企高管的政治晋升	(167)
9.1	引言	(167)
9.2	经理人产生来源与岗位轮换	(168)
9.3	国企高管的政治晋升与形象工程	(177)
9.4	小结	(192)
第10章	债务融资的公司治理角色	(194)
10.1	引言	(194)
10.2	资本结构选择的基本理论和债务融资的传统功能	(194)
10.3	债务融资的公司治理角色	(198)
10.4	债务融资的公司治理角色和来自我国资本市场的证据	(200)
10.5	小结	(201)
第11章	市场竞争与公司控制权市场	(203)
11.1	引言	(203)
11.2	普通的产品市场和竞争	(204)
11.3	公司控制权市场和接管的公司治理角色	(209)
11.4	小结	(214)
第12章	声誉市场与经理人的职业关注	(215)
12.1	引言	(215)
12.2	声誉理论的简单回顾	(216)
12.3	经理人的职业关注	(223)
12.4	经理人声誉价值的度量和来自我国资本市场的证据	(224)
12.5	小结	(225)
第13章	法律环境与投资者权利保护	(227)
13.1	引言	(227)
13.2	法与金融文献产生的现实和理论背景	(228)
13.3	不同国家(地区)法律对投资者权利保护程度的差异	(230)
13.4	法律对投资者权利保护的中国实践	(234)

13.5	小结	(237)
第 14 章	法律外制度的公司治理角色	(239)
14.1	引言	(239)
14.2	从法律制度到法律外制度	(239)
14.3	税务实施的公司治理角色	(242)
14.4	媒体的公司治理角色	(246)
14.5	小结	(250)
第 15 章	社会规范和文化对公司治理的影响	(252)
15.1	引言	(252)
15.2	社会规范的公司治理角色	(253)
15.3	文化的公司治理角色	(257)
15.4	小结	(261)
第 16 章	公司治理机制有效性的检验	(262)
16.1	引言	(262)
16.2	公司治理问题实证研究的简单分类	(262)
16.3	公司治理的度量	(265)
16.4	公司治理实证研究常用的控制变量	(267)
16.5	小结	(269)
第 17 章	互联网金融时代的公司治理	(271)
17.1	引言	(271)
17.2	互联网金融时代的融资模式	(271)
17.3	互联网金融时代融资模式转变背后的逻辑	(273)
17.4	互联网金融时代对传统公司治理范式的挑战	(276)
17.5	小结	(279)
	延伸阅读:互联网金融的监管框架	(280)
参考文献	(283)
致谢	(301)

第 1 章

引言：为什么需要关注公司治理问题

1.1 金融发展和经济增长

为什么需要关注公司治理问题？让我们从经济学研究“永恒的主题”——经济增长开始说起。我们知道，经济学研究开展的前提是人类发展受到资源稀缺瓶颈的制约。设想如果我们面对的是物质财富的极大丰富，“按需分配”，世界上也许并不需要什么经济研究，当然更不需要什么经济学家。我们观察到，为数众多的经济学家不仅没有失业，而且一代又一代的青年才俊投身于经济学的教学和研究。这在一定程度上说明，人类发展所面临的资源稀缺的制约并没有根本改变。从资源稀缺出发，我们需要对有限的资源进行合理配置，经济学由此被称为是“研究资源配置的科学”。如何才能改变和扭转资源稀缺的局面呢？这自然离不开经济增长。只有持续实现经济增长，才会为资源配置提供源源不断的物质基础。所以，经济学家几乎在开始研究资源配置问题的同时，就开始关注经济增长问题。经济增长由此成为公认的经济学研究“永恒的主题”和现实经济生活中实现物质财富增加的基本途径。

那么，如何促进经济增长呢？除了劳动力素质、技术创新等因素，一个越来越被理论与实务界重视的因素就是金融发展。原因是，“金融发展水平是一个未来经济增长、资本积累和技术变化的很好的指示器”（Levine, Loayza and Beck, 2000）。然而，金融发展可以促进经济增长并非显然的事实。从金融发展理论的历史回顾来看，对金融发展与经济增长“孰为因，孰为果”这一问题长期存在着争论。

熊彼特在强调“创造性破坏”对经济增长的巨大促进作用的同时，注意到运

行良好的银行通过识别最具有成功实施创新产品和生产工艺机会的企业家并向其提供资金而鼓励技术创新的重要事实(Schumpeter, 1911)。因而,他认同金融发展是经济增长的原因的观点,强调成熟稳定的金融发展,可以促进经济快速增长。不同于熊彼特,罗伯逊夫人则认为经济发展产生对金融安排的不同类型的需求,金融系统只不过是这些需求的自动反应(Robinson, 1952)。因而,在她看来,金融发展是经济发展的内在需求,是经济增长带动了金融发展。

直到 20 世纪 80 年代,关于金融发展与经济增长因果关系的争论依然没有停止。卢卡斯认为,金融的角色被过分强调(Lucas, 1988)。而米勒则针锋相对地指出,金融市场促进经济增长对于严肃的讨论而言是一个再明显不过的命题(Miller, 1988)。我们看到,关于金融发展和经济增长因果关系的争论在理论上难以达成一致。面对理论争论达成共识的困难,借助事实证据的经验研究变得大有可为,因而对金融发展和经济增长因果关系的识别在更大的意义上成为一个实证研究需要回答的问题。

Goldsmith(1969)在其开展的跨国研究中,将金融中介体资产的价值与国民生产总值(GNP)的比率作为一国金融发展指标,通过检验 35 个国家在 103 年(1860—1963 年)间的数据,发现金融发展与经济增长总体而言是同时发生的,经济的快速增长总是伴随着金融的快速发展。McKinnon(1973)等对金融发展促进经济增长的途径和机理进行了系统的考察和论证,支持金融发展对经济增长具有促进作用的观点。Rajan 和 Zingales(1998)通过借助基于工具变量(IV)的计量方法,在控制了以往文献回归分析中存在的内生性问题后,为金融发展和经济增长之间的关系提供了令人信服的结论。他们的研究表明,运行良好的金融系统能够减少阻碍企业和产业扩张的外部融资的束缚,成为金融发展影响经济增长的重要途径。Levine、Loayza 和 Beck(2000)的研究进一步发现,具有运行良好的银行和证券市场的国家将以更快的速度实现经济增长,“金融发展水平是一个未来经济增长、资本积累和技术变化的很好的指示器”。这些工作在一定意义上为一个世纪以来关于构成因果链条的金融发展与经济增长“孰为因,孰为果”的争论画上了句号。

对于金融发展促进经济增长更为直接的证据来自 Guiso、Sapienza 和 Zingales(2002)。他们通过对富有区域社会经济特色的意大利的考察,提供了金融发展促进经济增长的现实例证。他们的研究表明,在意大利金融最发达的地区,每年人均 GDP 的增长率比金融最不发达的地区高 1 个百分点;如果一个居民从金融最不发达的地区迁往金融最发达的地区,则该居民创业的机会将提高 33%;在金融发达地区的居民平均的创业年龄更小,比不发达地区的居民提前 5.6 年;每年新企业设立的数量占当地人口的比例,金融发达地区要比不发达地

区高3个百分点;已有企业的数量占当地人口的比例,金融发达地区要比不发达地区高50%。他们由此认为,金融发展将提高当地居民创业的可能性,鼓励新企业的进入,提高市场的竞争程度,最终促进当地经济的快速增长。

在《从资本家手中拯救资本主义》一书中,Rajan和Zinglaes对比了一个孟加拉的农妇与一个斯坦福大学的MBA毕业生不同的人生际遇,使我们更加直观地感受到金融体系发达程度的差异所导致的经济增长水平的差异(Rajan and Zinglaes,2003)。索菲亚·贝甘是一个以制作竹制板凳为生的孟加拉年轻母亲。为了制作这些竹凳,她每天需要大约22美分来购买原材料,可是她一无所有,只能向销售竹凳的中间商借钱。作为借款的代价,索菲亚必须把她制好的竹凳按照既定的价格卖给这些中间商,最后留给她的报酬仅有2美分。就是因为没有这区区的22美分,索菲亚就不得不落入中间商的控制下,劳动被他人占有了,以一天的辛劳换取2美分的微薄收入。而大洋彼岸的斯坦福大学的MBA毕业生凯文·塔维则借助“搜寻基金”这一新的融资工具很快筹措到项目投资需要的资金,演绎了新的财富创造神话。我们看到,尽管孟加拉的农妇索菲亚·贝甘与斯坦福大学的MBA毕业生凯文·塔维身上有很多相同的特点,比如勤劳,而且拥有某项专业技术,但他们的人生际遇却大相径庭。孟加拉的农妇年复一年的辛勤劳作并没有使其生活状况有多大的改善,而斯坦福大学的MBA毕业生却在短短的几年内成为“白领”,过上了体面的中产阶级的生活。他们大相径庭的人生际遇很大程度上是源于孟加拉与美国金融发展水平的巨大差异。

概括而言,金融发展是通过以下功能的发挥来促进经济增长的。例如,降低信息的收集加工成本,提高资源配置效率;把储蓄转化为投资,实现资源的优化组合;促进专业化分工,鼓励技术创新,便利交易;等等。金融发展的这些功能在现实经济生活中则需要或者借助于银行等金融机构,或者借助于资本市场来实现。二者共同构成满足外部资金需求的金融体系。在英国、美国等国,主导的金融体系是基于资本市场的金融体系。投资者或者通过持有上市公司公开发行的股票而成为公司的股东(股东一方面以出资额为限承担有限责任,另一方面通过投票表决对企业资产重组等重大事项做出决策),或者通过持有企业发行的企业债券而成为企业债权人(企业需要按期还本付息)。企业以此实现直接融资。而在日本、德国等国,包括中国在内,目前主导的金融体系是基于银行的金融体系。银行为客户提供存贷款业务和资金往来结算业务。银行一方面与储户之间形成债权债务关系,另一方面与贷款企业也形成债权债务关系,这样,储户的资金通过银行实现了储蓄向投资的转化,从而实现了所谓的间接融资。或者借助于银行,或者通过资本市场,企业获得支持项目投资和业务

开展所需的资金,实现了外部融资。

通过上述的讨论,我们明确了这样一个基本事实:解决资源稀缺问题的经济增长离不开为实现外部融资提供便利的金融发展。那么,如何才能促进金融发展呢?对这一问题的回答则离不开本书研究的主题——公司治理。

1.2 公司治理问题的提出

我们可以按照项目投资和业务开展所需的资金来源把企业组织形态简单概括为两类。一类是新古典资本主义企业,现实中的例子是家庭手工作坊或夫妻经营的小饭店。另一类是现代股份公司,这种企业组织形态从1602年荷兰东印度公司设立开始逐渐风行世界。在新古典资本主义企业里,项目投资和业务开展所需的资金主要来源于家庭积累。而现代股份公司则采用了一种全新的外部融资方式——资本积聚。马克思在《资本论》中对“资本积累”和“资本积聚”有这样的描述:“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修筑铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是,集中通过股份公司瞬间就把这件事完成了。”^①那么,什么是资本积累呢?举一个简单的例子。如果一个项目投资预算需要1万元,而一个企业家每天只能节省10元,那么他需要在3年后才能筹措到项目所需的资金,开始投资。通过这种方式实现的资金筹措,我们称为资本积累。而资本积聚又是什么呢?简单地说,就是别人的钱为我所用,是以承诺偿还股利或利息的方式实现项目投资所需资金的外部融通。像类似于铁路建设这种资金需求规模巨大的投资项目,通过铁路公司自己的资本积累是很难实现的,但是通过外部融通资金的资本积聚却很快就实现了。正是在上述意义上,“公司制企业是解决筹集大量资金问题的一种标准方式”(Ross et al., 2009)。换句话说,企业组织形态从之前以家庭作坊为主的新古典资本主义企业“升级”到现代股份公司,一个重要的考量是解决资金的融通问题。

这里不得不强调,现代股份公司是人类历史上一项影响十分深远的“伟大发明”。根据美国加利福尼亚大学伯克利分校经济学家德隆的研究,从250万年前旧石器时代至今,在99.99%的时间里,世界人均GDP基本没什么变化。但在过去的250年中,突然有了一个几乎是垂直上升的增长。马克思和恩格斯在《共产党宣言》中的一个类似表述是:“资产阶级在它的不到一百年的阶级统治中所创造的生产力,比过去一切世代创造的全部生产力还要多,还要大。”那么,人类为什么会在如此短的时间内创造出如此巨大的财富呢?一个很重要的

^① 马克思:《资本论》(第一卷),人民出版社2004年版,第690页。