

企业理论经典译丛

主编 杨瑞龙

公司治理： 理论与经验研究

► **Corporate Governance:**
*Theoretical and
Empirical Perspectives*

泽维尔·维夫斯(Xavier Vives) 编

郑江淮 李鹏飞 等译

郑江淮 李鹏飞 谢志斌 校

 中国人民大学出版社

企业理论经典译丛 主编 杨瑞龙

公司治理： 理论与经验研究

► *Corporate Governance:
Theoretical and
Empirical Perspectives*

泽维尔·维夫斯(Xavier Vives) 编

郑江淮 李鹏飞 等译

郑江淮 李鹏飞 谢志斌 校

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理：理论与经验研究/维夫斯编；郑江淮等译.

北京：中国人民大学出版社，2005

(企业理论经典译丛)

ISBN 7-300-06784-0

I. 公…

II. ①维…②郑…

III. 公司-企业管理

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 097765 号

企业理论经典译丛

公司治理：理论与经验研究

泽维尔·维夫斯 编

郑江淮 李鹏飞 等译

郑江淮 李鹏飞 谢志斌 校

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511239 (出版部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京新丰印刷厂		
开 本	965×1300 毫米 1/16	版 次	2006 年 1 月第 1 版
印 张	17 插页 2	印 次	2006 年 1 月第 1 次印刷
字 数	267 000	定 价	32.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

总 序

近 30 年来，对企业的研究越来越成为国际学术界最活跃的领域之一。对企业问题的研究大致可分为两大领域：以研究企业的市场行为规律为主要内容的“产业组织理论”；以研究企业本身性质和内部制度安排规律为主要内容的“企业理论”。

研究企业的本质、企业的边界、企业的内部组织与制度安排等重要内容的现代企业理论是由科斯（Coase）开创的，其标志就是《企业的性质》（1937）一文的发表。在这篇革命性的论文中，科斯提出了“交易费用”的概念，并且认识到“企业”的本质就是对“市场”这种配置资源方式的一种替代。张五常教授进一步在《企业的契约性质》（1983）一文中告诉我们，企业在本质上只是用一种要素雇佣契约替代商品契约。



在科斯之后，企业理论朝着多个彼此既独立又有关联的方向发展。

既然科斯已经将我们带入了企业这个原本是“黑箱”的内部，那么研究企业相关当事人之间的关系就成为必然，委托代理理论由此发展起来。在这个框架中，所有权和控制权分离条件下投资者对企业经理的最优激励合约安排是研究的重点。虽然委托代理理论帮助我们深化了对很多问题的认识，但是它却很难将企业特有的契约关系与一般契约关系区分开，因而对于我们理解企业性质、企业边界等很多关键性问题的帮助有限。

与此同时，以威廉姆森（Williamson）为代表的经济学家认为科斯并没有把“交易费用”的成因讲清楚，从而提出了“专用性投资/资产”（specific investment/assets）概念。在这一分析框架中，“交易”被作为分析单位，并且指出不同的交易性质要求不同的交易方式与之相适应。由此，他们强调了企业是保护和激励专用性投资的装置，研究的重点自然也就转向了纵向与横向一体化问题（integration）。目前，交易费用理论还进一步扩展到多企业之间关系的研究，从而形成了一个前沿性的研究领域——“网络经济学”。

由于交易费用理论以“交易”作为分析对象，因而对于企业内部的关系，尤其是权利（rights）/权力（power）关系难以进行分析。在这种背景下，以哈特（Hart）为代表的一些经济学家强调了契约的不完全性，并认为“剩余控制权”的配置是企业制度中最关键的内容。由此形成了一个研究剩余控制权如何在企业中最优配置的学派，即“不完全契约理论”（the theory of incomplete contract）。又由于他们认为“剩余控制权”天然地来自于物质资产所有者，因此该学派也被称为“（新）产权学派”[the (new) school of property rights]。由于（剩余）控制权变量的引入，对公司治理的研究也就上升到一个新的台阶——企业融资理论和公司治理理论能够很好地融合在一起，而且阿吉翁和博尔顿（Aghion and Bolton, 1992）还由此发展出一个最新的“最优证券设计理论”（the theory of optimal security design）。

然而，有的学者[比如津盖尔斯（Zingales）和拉詹（Rajan）]进一步认识到，在现实的企业中，权力（power）并不仅仅来自于非人力资本，而且还有其他来源——只要某种东西是企业所必需的关键性资源（key assets）。鉴于此，我们有必要更深入地研究企业内部权力的性质

和来源。事实上,津格勒斯等人还认识到,仅仅通过控制和配置对关键资源的“使用权”(access)也可以产生激励和约束作用。这些都引出了企业理论的一个新发展方向——企业的“权力理论”(the theory of power)。

由于企业理论和管理学联系非常紧密,管理学家也越来越多地涉足企业理论的研究领域。管理学家更为现实地认识到企业并非像经济学理论中所抽象的那种“同质化”组织,而是具有很强的“异质性”。那么,异质性体现在何处呢?管理学家普拉哈拉德等人(Prahalad *et al.*)认为关键在于“核心竞争力”的差别性,也由此引发了一系列内容广泛的研究。

事实上,除了上述具有某种主流地位的企业理论流派之外,还存在其他一些非主流的企业理论流派,比如强调企业家精神和创新的奥地利学派。

自我国实行改革开放的国策以来,国有企业的改革一直成为经济体制改革的关键性环节,面临一系列的问题,比如,国有企业为什么出现普遍的低效率现象?国有企业的改革为什么要走产权明晰化道路?如何对国有企业进行股份制改造?如何在所有权与控制权分离的条件下激励与约束经理人行为?如何创造企业公平竞争的市场环境?等等。我国的经济学家一方面从改革的实践中找到上述问题的答案,另一方面开始引入国外的企业理论,以便从经济学的层面上给出一般性的解释,进而提出改革设想。例如杨瑞龙提出了国有企业分类改革,其中大型竞争性国有企业实行双层股份制模式的构想;周昭主张模仿前苏联搞“国民基金计划”;张维迎以及刘恒中等提出将国有资本“优先股权化”或者“债权化”;钱颖一、青木昌彦等人主张采用日本的主银行制度,即强化以银行为首的金融机构对内部人的相机治理来约束内部人行为。

到了20世纪90年代中期,随着非国有经济成分的扩大,我国经济学家尝试着探讨一些更具普遍性的企业问题,比如企业的性质,企业的最佳契约安排等等。首先,以张维迎为代表的学者强调应循着西方主流理论一贯倡导的“资本雇佣劳动”逻辑来完善企业的治理结构。以周其仁为代表的一些学者则认为“资本雇佣劳动”的命题是由含糊的资本概念支持的。他们沿着熊彼特的创新理论的思路,并结合人力资本不可压榨的思想,指出那些消极的物质资本向来都是掌握在那些拥有企业家人



力资本的人手中。随后，杨瑞龙、周业安在借鉴了 20 世纪 80 年代在国外兴起的“利益相关者理论”的基础上指出，物质资本和人力资本都是应该得到承认和保护的平等产权主体；不仅如此，在企业中不仅物质资本的投资者承担了投资风险，而且包括普通工人在内的企业参与者也投入了具有专用性的人力资本，因此也应该参与企业管理并分享组织租金。也就是说，最优的企业治理结构应该是允许众多的企业利益相关者共同治理企业。

尽管至今为止这场争论并没有得出一个最终的结论，但这些研究大大地提升了我们对企业的认识。随着中国的改革不断深化和开放程度迅速扩大，我们对企业问题研究的广度和深度都在迅速扩展。除了那些经典的研究领域之外，现在关于企业的核心竞争力、企业的网络化、企业的创业和发展，以及企业制度的演进等等都是国内研究的重要问题。我们的研究也越来越国际化。只可惜在这些研究中真正属于我们自己的原创性思想并不多，因此下一步的工作就是要努力使我们真正能够站在国际学术研究的前沿，借助我国丰富的企业案例，推进现代企业理论的研究。我们的目标是既能用这样的创新性研究成果为我国的企业服务，又能推动中国的经济学走向国际舞台。我们编辑这一套“企业理论丛书”正是出于这样的考虑。

正因为我们认为现代企业理论愈来愈成为现代经济学讨论的关键性问题以及在我国未来的改革与发展中具有重要应用价值，所以我们把“企业经济学”作为中国人民大学“十五”、“211 工程”建设项目“中国经济学的建设与发展”的一个子项目。“企业理论丛书”正是由我主持的“企业经济学”项目的一种研究成果的体现。

“企业理论丛书”分为两个子系列。一个系列是“企业理论经典译丛”，其目的是向国内介绍国外企业理论的经典和最新研究成果，内容主要涉及企业基本问题研究，如企业理论的思想史、产权经济学、企业的性质、交易费用理论、企业的契约理论等，还包括企业的应用研究，如企业家与创业理论、企业财务理论（企业的财务结构、企业的融资契约理论）、企业治理研究、企业的人事管理和薪酬制度、企业战略研究、企业的核心竞争力、企业文化、企业的网络化研究等；另一个系列是“企业理论文丛”，其反映的是国内学者在企业经济学领域的高水平研究成果，除了国内经济学家对上述企业理论及应用性问题提出自己独到的

创新性见解外，还对国内企业改革与企业管理的热点问题进行深层次的研究，如国有企业与国有资产管理体制改革研究、公司治理结构创新研究、企业家问题研究、民营企业问题研究等。

“企业理论丛书”既是我们向国内的经济学界同行及企业界朋友传递我们关注和研究企业理论信息的一个平台，也是为我国有志于研究企业理论的同行搭建的一个交流平台。我们希望借助这个属于我们大家的平台，开展学者之间、学者与企业家之间的交流，在推进我国企业理论研究的同时，更好地让企业理论为我国的企业改革与发展服务。杨其静、周业安、郑江淮、陈宇峰、王忠玉、李卫华等参加了第一批书目的推荐工作，愿更多的同行支持我们的工作。

杨瑞龙

2004 年春节



译者序

公司治理是近 20 年来西方公司金融研究领域中最繁荣的方向，无论是在公司治理基础理论（即企业理论）上，还是在公司治理机制上，都取得了丰硕的研究成果。在实践中，公司治理同样也是近 20 年公司经验管理中日益重要的问题，特别是由于一系列历史事件的发生而变得更加突出，如开始于 20 多年前全球范围内的私有化浪潮、20 世纪 80 年代的接管浪潮、美英等国养老金改革及由此带来的私人储蓄高速增长、各国资本市场的放松管制和一体化趋势、20 世纪末的亚洲金融危机，以及美国一系列公司财务丑闻事件。中国作为经济转型和新兴市场经济国家，公司治理在近 10 年来也成为人们讨论的热点问题之一，而且中国公司治理实践为理论研究提供了极为丰富的、与西



方国家极为不同的经验材料。因此，从理论发展上看，我们有必要在了解国外近 20 年公司治理研究成果的基础上，对中国公司治理实践进行解释和理论创新。

泽维尔·维夫斯主编的《公司治理：理论与经验研究》正是在这个意义上为我们了解国外公司治理研究的基本框架和前沿提供了重要的参考。该书收集了一些著名的公司治理研究专家在各相关领域上的经典著作和观点。综观全书，可以说，公司治理研究兴起于西方国家公司所有权结构变迁，早期集中于研究股权分散的美国公司中由所有权和控制权分离产生的一系列治理问题，后期则集中于研究德国和日本等以大股东集团为主导的股权结构中小股东利益保护等治理问题，但是理论的进展和繁荣却是在不对称信息经济学及与其有关的不完全合约理论兴起之后。其中奠定公司治理问题的基础性理论有我们熟悉的詹森-梅克林的委托代理理论、詹森的自由现金流理论、威廉姆森的交易成本理论、格罗斯曼-哈特-莫尔的剩余控制权理论、拉詹-津盖尔斯的关键性资源投入理论等。无论是将企业视为“一系列合约的纽结”，将企业视为“共同拥有的一系列物质资产的集合”，还是将企业视为“一系列互为专用性（资产和人力的）投资的纽结”，公司治理问题在现实中都是针对离散的股东之间难以达成集体行动、不同公司利益要求者利益难以协调的情况而产生的。公司治理结构的本质是对相关利益要求者事后就公司形成的准租金进行分配的谈判机制和制度安排，^①具体表现为公司投资者（或利益相关者）对负责公司经营的管理者实施的激励和约束，以及不同股东之间或公司利益相关者之间利益冲突的协调。目前被公认的治理机制，即解决上述对公司管理者激励和约束这一集体行动问题的方式包括五个方面：（1）将公司所有权和控制权部分集中到少数大投资者，但是又会产生少数大股东和管理者合谋共同侵害小股东利益，并在一定程度上降低证券市场流动性。如果为了保护小股东，对大股东行为进行干预和管制，则又会滋长管理者滥用职权的自由度和范围。（2）敌意接管和委托投票权竞争。（3）将控制权委托给董事会和集中到它身上。（4）通过报酬合约实现管理者 and 投资者激励相容。（5）明确公司 CEO 受托人

① 详细分析参见 Luigi Zingales: Corporate Governance, NBER Working Paper No. 6309, 1997.

责任，并辅之以集团诉讼。除此之外，产品市场竞争也被认为是一种有效的约束管理者的方式。

由于不同国家在经济、政治、法律体制上的差异，以及不同类型公司（如人力资本密集型和资本密集型的公司）的存在，上述基于经济学分析和论证的治理机制在实践中并不存在一个放之四海而皆准的最优规则组合。正因为如此，大量的公司治理研究中有许多利用统计资料来比较和检验各国公司治理实践和绩效的成果。各国公司发展和竞争力各领风骚十多年，但受人们关注的主要有两个：一是在 20 世纪 90 年代倍受关注的盎格鲁-美利坚的以市场为基础的公司治理体制以及与之互补的金融体制；二是 20 世纪 80 年代对美国构成挑战的、以长期投资——大股东为特征的德日公司治理体制及相应的金融体制。而且基于公司治理中小股东权利保护问题，有大量的比较研究揭示了成文法系和惯例法系对公司治理乃至金融发展程度和方式的不同影响。除此之外，还有大量的文章对上述治理机制的运行效果进行实证检验。

通过这些比较研究和实证研究，人们对公司治理的一系列基本问题达成了共识，如：（1）无论是理论研究者还是政策制定者都共同认为，分散的所有权结构容易引发“权力真空”，造成管理者代理问题，进而需要恰当的控制权安排，这些被认为是公司融资和投资中的关键，相应的公司治理结构和机制则被认为公司价值创造的关键所在；（2）经理层股票期权（ESO）不再被视为有效的货币激励手段，相反，由于 CEO 对公司盈利收益操纵等不恰当行为，ESO 成为新的股东和管理者利益冲突的源泉；（3）董事会在实践中往往成为管理层的“橡皮图章”，有效的监督机制有待于进一步研究；（4）弥补董事会治理失灵的其他治理方式，如敌意收购、大股东、股东积极行动主义、银行和雇员参与治理等在实践中由于公司管理层的积极抵制、操作成本和互补性制度要求高等因素的限制，并没有像理论预测的那样发挥有效的监督作用。同时，我们也注意到，目前还有一些问题尚未达成共识，有待于进一步的研究，如：（1）尚没有足够的证据表明以市场为基础的公司治理体制和以银行为基础的公司治理体制所谓的优越性，以及孰优孰劣；（2）小股东权利保护程度越高的法律制度，公司对股票市场融资的依赖程度越高，这两者之间存在何种必然联系；（3）由安然事件引发的会计审计部门、金融咨询服务机构在公司治理中的角色和自律问题；（4）在各国纷纷推

行公司治理原则的实践中，董事会的行为规则及其功能尚未得到系统的理论和经验研究；（5）各种治理机制之间在实践中是否呈现相互补充、加强或替代的关系和作用过程有待于解释和度量；等等。^①

总之，本书的翻译出版有助于我们加深对上述公司治理理论基本框架的理解，有助于我们加深了解国外公司治理理论的脉络和研究前沿，并有助于找出立足于我国公司治理实践的理论和经验研究方向和问题。

本书的翻译工作主要由我指导的研究生完成，第1章谢志斌译，第2章李鹏飞译，第3章刘健、谢志斌译，第4、5章李鹏飞、刘镭译，第6章江静、李鹏飞译，陶卫林、巩小凡、李静、朱勇、张利鸣、郝帅、关师杰、李军整理了书中文献。全书的翻译组织和校对由我完成，其中错误和不当之处由我负责，并请读者谅解，不吝指教。

郑江淮

于南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心

2006年1月6日

① 关于国外公司治理研究的详细综述参见 Marco Becht, Patrick Bolton and Alisa Röell: Corporate Governance and Control, *NBER Working Paper* No. 9371, 2002.

前言



公司治理是一个学术研究非常活跃的领域，相关的公众讨论也很热烈。近年来，许多问题引起了人们广泛的兴趣，如“股东价值”观点的一般化与机构投资、关于董事（会）最优实践的立法、关于哪一种体制——以市场为主的体制还是以银行为主（即以关系为基础）的体制——对经济最有利的争论。这场争论的结果对发展中国家以及经济转轨国家也有重要意义。

本书包含的文章是1998年10月在巴塞罗那召开的“公司治理新观点”会议论文。这次会议由d'Anàlisi经济研究所组织，由Català金融研究所资助。

本书的目的在于展示公司治理理论和实证研究的最新发展。本书第一章是导论，对本书主题作一个介绍，回顾已经取得的共



识，概述以下各章的贡献，并指出公司治理问题的重要性。接下来的各章主题包括：竞争的作用及其与公司治理的关系，公司治理的政治经济学，各种公司治理体制对经济绩效的影响，硅谷风险资本的治理体制，以及新型公司中的人力资本和控制。

Català 金融研究所使这项工作得以进行，在此表示感谢，尤其是 Ernest Sena 主任。我还要感谢 Gemma Gimeno，以及出色地完成了文字工作的 Angela Hernández。

泽维尔·维夫斯

目 录

1. 公司治理是否至关重要？	1
1.1 导论	1
1.2 公司治理体制概述	3
1.3 代理理论在公司治理中的应用	4
1.3.1 提供激励	5
1.3.2 监督和控制	6
1.3.3 董事会	6
1.3.4 大股东	7
1.3.5 大债权人	8
1.3.6 公司控制权市场	8
1.4 对标准观点的批评	9
1.4.1 竞争的作用	10
1.4.2 公司治理的政治经济学观点	11
1.5 新观点和最近的研究成果	12
1.5.1 公司治理、增长和绩效	12
1.5.2 风险资本的作用	13
1.5.3 新型公司中的人力资本与 控制权	13



1.6 结论	14
2. 公司治理与竞争	24
2.1 导论	24
2.2 对企业的不同界定	26
2.2.1 公司的法律界定	27
2.2.2 管制性约束与股票所有权模式	31
2.2.3 治理机制	37
2.2.4 实际上究竟是谁在控制公司？	50
2.2.5 非营利性组织和互助组织	53
2.3 竞争的作用	57
2.3.1 管理者懈怠	57
2.3.2 竞争作为一种控制机制的有效性	62
2.4 演化分析方法	63
2.5 市场竞争：一个寓言	68
2.5.1 均衡	69
2.5.2 最优条件	70
2.5.3 学习与演化	72
2.5.4 产品生命周期内的竞争	75
2.6 结论性评价	77
评论 1	89
评论 2	95
3. 公司金融与公司控制的经济学和政治学分析	100
3.1 导论	100
3.2 公司金融与公司控制	105
3.2.1 为了融资公司会交出控制权吗？	105
3.2.2 为了获得贷款公司会将控制权让渡 给银行吗？	108
3.2.3 为了融资公司就让渡控制权的承诺 可信吗？	111
3.3 管理层自治对资源配置的影响	115
3.3.1 外部控制的缺失会导致投资 不足吗？	115

3.3.2 结构调整和投资的资金分配	118
3.3.3 自由现金流的代理成本：有没有？ 是什么？	120
3.4 公司控制的政治学	123
3.4.1 利益相关者与在职管理层的天然 联合	123
3.4.2 公司控制与银行：进一步考察	126
3.4.3 公司部门与政治体制的互动	128
评论	136
4. 金融体系如何影响经济绩效？	140
4.1 导论	140
4.2 金融体系、公司体制与经济绩效	143
4.3 金融发展与经济增长	147
4.4 金融体系、公司体制和各种经济活动类型： 理论分析	150
4.4.1 金融体系	150
4.4.2 公司所有权与控制	153
4.5 金融体系、公司体制和各种经济活动类型： 经验证据	155
4.6 结论	159
评论1	164
评论2	171
5. 硅谷模式的信息与治理	174
5.1 硅谷模式的实际背景	176
5.2 硅谷模式中信息的系统性特征	180
5.2.1 对几种研究与开发组织的比较 分析	180
5.2.2 风险资本协调下的信息封闭模式中 信息系统效果的比较分析	183
5.3 创新过程中的锦标赛式治理	186
5.3.1 阶段性博弈的结构	187
5.3.2 锦标赛式治理机制的激励作用	190