

股权结构 与董事会治理

GUQUAN JIEGOU YU DONGSHIHUI ZHILI

金桂生 著



经济科学出版社
Economic Science Press

浙江省社会科学哲学规划办资助

股权结构与董事会治理

金桂生 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构与董事会治理 / 金桂生著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 5

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8150 - 1

I. 股… II. 金… III. ①股份有限公司 - 股份制 - 研究
②股份有限公司 - 董事会 - 管理体制 - 研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 057434 号

责任编辑: 王志华
责任校对: 王苗苗
版式设计: 代小卫
技术编辑: 董永亭

股权结构与董事会治理

金桂生 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京天宇星印刷厂印刷

三佳装订厂装订

880 × 1230 32 开 8.5 印张 220000 字

2009 年 5 月第 1 版 2009 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8150 - 1 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

本人从事管理学科的教学和研究工作刚好 20 年整。在教学和研究之余，本人也长期在企业从事管理培训和咨询工作，特别是自 1998 年以后，给浙江省多家上市公司的中高层管理人员进行培训，期间与他们进行了较为广泛的接触，有些高管人员甚至成了我的好朋友，从而对中国上市公司治理状况有了直接而深入的了解。2000 年开始，公司治理逐渐受到国内学者、政府监管部门和社会公众的关注，于是公司治理成了我研究的重点。我始终坚持一个观点：上市公司出现的大多数问题都可以在治理结构上找到原因。病因找到了，我们就可以对症下药，为完善我国上市公司治理提出切实可行的建议。于是，我开始大量阅读国内外有关公司治理的文献，仅相关的英文文献就超过 200 篇，中文文献更是不计其数。广泛的文献阅读和对上市公司的深入调查，为我的研究打下了良好的基础。

但公司治理的内容十分宽泛，涉及股东、董事会、经理人等利益相关者的权利和义务之间的关系，任何一方的关系没有处理好都有可能影响公司的绩效。此时，国内学者研究的重点在股权结构上，董事会的研究也已经有人涉及，但能把两者很好地结合起来的的研究几乎没有。既然股权结构是公司治理的基础，那么从股权结构的视角来研究董事会是否能有所收获？于是，2004 年我以“基于股权结构的董事会治理研究”为题成功申报了浙江省自然科学基金，并于 2006 年顺利结题。本书的大部分内容就是该项目的研究成果。

本著作是在吸收已有研究成果的基础上完成的，对书后参考文献中所列出的作者我深表敬意和感谢。可以说我是站在他们的肩膀上取得了一点成绩。

由于本人水平所限，书中难免有误，某些观点、结论甚至研究方法肯定有值得商榷之处，恳请同仁们批评指正。

金桂生

2009年4月于杭州

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 研究背景与问题的提出	(1)
第二节 本书结构	(10)
第三节 研究方法	(13)
第四节 研究意义与主要创新	(14)
第二章 国内外相关文献研究述评	(16)
第一节 股权结构与公司绩效	(16)
第二节 董事会的职能与作用	(25)
第三节 董事会与公司绩效	(28)
第四节 现有文献研究的缺陷	(49)
第五节 董事会治理概念的界定及其治理模式	(52)
第三章 从国际比较透析我国的董事会治理	(55)
第一节 股权结构的国际比较	(56)
第二节 董事会治理的国际比较	(66)
第三节 中国上市公司不同所有制性质股东与 董事会治理	(86)
第四节 完善我国上市公司董事会治理	(92)

第四章 基于股权结构的董事会治理模式构建	(98)
第一节 股权集中度、公司规模与董事会治理	(99)
第二节 董事会治理结构框架	(103)
第三节 董事会运作模式的构建	(121)
第四节 本章小结	(124)
第五章 董事会治理：基于第一大股东行为的研究	(126)
第一节 大股东存在的普遍性	(128)
第二节 我国第一大股东持股基本情况	(130)
第三节 大股东行为及其对董事会治理的影响	(132)
第四节 大股东参与董事会治理的途径	(136)
第五节 第一大股东持股比例与董事会治理的 实证分析	(139)
第六节 第一大股东治理负效应的防范措施	(146)
第六章 案例研究：第一大股东对小股东利益的侵害 ——以 AA 股份有限公司为例	(152)
第一节 AA 股份有限公司基本情况介绍	(153)
第二节 AA 股份有限公司第一大股东侵害 小股东的模式分析	(156)
第三节 结束语：还没有结束的故事	(165)
第七章 董事会治理评价体系研究	(167)
第一节 建立董事会治理评价指标体系的意义 与原则	(169)
第二节 董事会治理评价指标体系描述	(171)
第三节 研究框架设计	(192)
第四节 董事会治理指数评价体系实证研究	(200)

第八章 董事会治理及其治理指数与公司绩效的 实证分析	(204)
第一节 董事会治理与公司绩效的实证分析	(205)
第二节 董事会治理指数与公司绩效的实证分析	(236)
第九章 结论与展望	(240)
第一节 研究主要结论	(240)
第二节 对实践和理论研究的启示	(242)
第三节 局限与展望	(245)
参考文献	(248)
致谢	(264)

第一章 绪 论

第一节 研究背景与问题的提出

人们对事物的研究往往是由现实中存在的问题引起的，或者是对已有研究成果对现实问题解释的不完美而引起的。董事会治理研究的出现，并近几年来在公司治理研究中占据核心地位，主要是后一种情况。虽然现在上市公司的数量越来越多，公司治理中出现问题的多样性更加丰富、更加复杂，但问题的性质并没有超出一直存在的基本问题的研究框架，那就是通过对问题的研究，寻找解决问题的方法，达到提高公司治理效率的目的。

现代企业理论认为，股东是公司的所有者，他们承担剩余风险，因而享有剩余索取权。但是按照伯利和米恩斯（Berle and Means, 1930）命题，在大众公司里所有权和控制权是相互分离的，股东和经营者之间形成委托代理关系。在这一委托代理关系中，作为委托的股东总是希望作为代理人的经营者能从企业或股东利益最大化出发来管理公司，而经营者又有自己的目标函数，所以两者之间存在着固有的利益冲突。但是，由于管理者本身具有道德风险问题（Holmstrom, 1979; 1982），而且股东和经营者之间又存在信息不对称（Grossman and Hart, 1988），因此，如何设计一套有效的控制机制，在所有者和经营者之间架起一座桥梁，促使经营者追求企业或股东利益最大化，是现代企业的核心任务。从理论上

说，这种控制机制可分为两大类：一是以资本市场、产品市场、经理人市场和法律规章制度为主体的外部控制机制；二是以董事会为主体的内部控制机制。董事会通过制定公司的发展战略和政策、为公司的经营提供建议和咨询、聘任和解雇经营者等，成为公司内部控制系统——公司治理的核心。

在上市公司初步建立起现代企业制度和经济型治理的行为规范与治理功能后，董事会治理之所以成为公司治理的核心，究其原因主要有：（1）从公司治理理论内容看，无论是公司内部治理，还是公司外部治理，抑或广义的公司治理理论，还是狭义的公司治理理论，董事会都是这些治理理论体系中的节点；大部分理论讨论内容都集中在治理结构的构成以及各构成部分之间的关系，如权衡利弊、利益保护、理财结构等，其中包括探讨董事会在公司治理结构中的地位、作用与功能，很少把董事会作为一个相对独立的治理对象进行研究。（2）现代企业理论发展揭示，现代公司中的董事会不仅仅是作为股东利益代表谋求企业利润最大化，而且已成为一个社会群体“协调部”，必须处理好企业与其利润相关者的关系，董事会的职能突破了界限，不可以只受资本与劳动等直接要素投资者的利益驱动，还必须覆盖企业所处的环境、市场以及社会相关群落等。董事会治理研究就是要提高董事会全部职能综合运行效率（曹风歧、杨军，2004）。（3）从上述理论发展过程分析，以企业理论为基础，风行于20世纪80年代的公司治理的研究已综合、归纳、总结出多种董事会形式和模式，对这些模式、形式的分析和探讨集中在法律单位、发展历史和具体功能方面，很少从社会层面、多利益均衡方面探讨董事会决策与监督机制、运作机理、结构安排及其与董事会业绩的关系。（4）独立董事制度建设是完善董事会制度的有效方式。董事会出现不同的利益代表集团，这为公司治理或者董事会治理提出了一系列新的问题。（5）董事会内部同样存在管理者与所有者、所有者与所有者之间控制权的分配，如董事会规模、董事进入董事会的决定、次级委员会的组成、董事长与总经

理的关系等。(6) 从公司运作实际过程观察, 现代公司中董事会具有绝对权力, 既能决定企业人事, 也能决定企业战略, 董事会的决策功能使得董事会成为企业核心, 把握决策的民主性、科学性就成为董事会治理要达到的基本目的。(7) 从公司发展需求探讨, 董事会治理是公司治理无法替代的, 它不仅要以公司治理为基础和背景, 而且有董事会治理所特有的制度要求和理论支撑。(8) 从上市公司实情及其对资本市场影响来看, 不满高薪、内部人控制、企业内腐败、虚假财务信息、违背操作规程、隐瞒企业实情、大股东操控、敌意收购与反收购、股东诉讼案件增多、利益相关者的损失等无一不与公司董事会决策、监督和董事会的良好运作密切相关。(9) 董事会治理已经受到国内外专家学者、政府官员的高度重视。20 世纪中期开始, 许多管理者和学者如沃尔特·萨蒙、戈登·唐纳森、约翰·庞德等都已经开始探讨董事会治理问题。21 世纪初, 美国安然、世通等大公司丑闻和财务造假事件发生后, 使得公司治理问题进一步引起各国政府、国际经济组织、学术界和企业界的高度重视, 而且人们不约而同地将对公司治理的关注集中于董事会治理。C. 苛林斯、杰瑞·波拉斯 (C. Collins, Jerry I. Porras, 1994) 通过对 18 家具有百年历史优秀企业与其对手公司的对比, 揭示了企业基业常青的秘诀, 其中最为重要的一条就是: 那些伟大的百年公司都有一个独立和有效的董事会。现代公司董事会的科学治理已经成为提升企业竞争力、促使资本市场完善与安全的基本途径和最有效的方式之一。

上市公司是我国企业中的绩优分子, 是推动社会经济发展的重要力量。经过十多年的发展, 我国上市公司董事会治理已经取得了一些成效。具体表现在如下几个方面: (1) 独立董事制度已初步进入规范化发展的道路, 绝大多数上市公司选聘了独立董事, 同时中国证监会与清华大学、复旦大学一起举办多期培训班, 培训了数以千计的独立董事后备人才。(2) 在信息披露方面, 从 2002 年起对年报格式做出了新的规定, 加强了上市公司的信息披露要求。

(3) 一些上市公司已经开始在董事会下设立一些专门委员会,如“深圳机场”设立了资产管理、投资审议、财经审计三个委员会,“上海贝岭”也设立财务委员会和投资决策委员会,等等。这些专门委员会主要由专家和股东代表组成,通过集思广益,可以帮助董事会更好地做出决策。(4) 所有上市公司都出台了《股东大会议事规则》、《董事会工作细则》、《监事会工作条例》和《总经理工作条例》等章程,这对公司治理的长远发展产生了积极的影响。

尽管如此,我国董事会治理并不完善,形式与内容相差甚远,一句话“形似而神不似”。许多公司的治理状况完全是以总经理为首的经理人员滥用权力的“内部人控制”局面。^① 综合国内已有研究成果,发现我国董事会治理主要存在如下问题:(1) 董事会没有很好履行权利,^② 董事长包揽一切,董事会未能很好地参与公司决策。^③ (2) 董事会成员来源和董事人选不合理。^④ 常常是股份公

① 所谓内部人就是经理人员,即本公司的雇员。企业“内部人控制”就是企业内部人员(主要是经理)掌握了企业的剩余控制权或同时掌握了企业剩余控制权和剩余控制权。“内部人控制”有所谓的“法律上的”和“事实上的”之分。法律上的“内部人控制”是指企业内部人员通过持有企业股权而获得了对企业的控制权;而事实上的“内部人控制”则是指企业内部人员不持有本企业股权,不是企业法律上的所有者,却通过其他途径掌握了企业的控制权。

② 国有控股上市公司在其权限范围内做出的决策往往还要报主管部门批准后才能执行。

③ 我国《公司法》规定,未经董事会授权,董事长不能脱离更不能超越董事会擅自行使。但实际情况是,一些董事长未能按法定授权进行有效工作,没有解决好角色定位问题,要么凌驾于董事会之上,全权行使董事会的职权,用个人决定代替董事会的决议,一意孤行;要么把一切推给总经理,自己无所事事,起不到董事长应有的作用。

④ 我国大多数上市公司由政府控股,政府主管部门借助在公司控股的地位,公司董事会作为安排干部的场所。在陈少华等人所调查的22家公司中,有9家的董事会是由政府部门或上级主管部门提名的,占被调查公司的40.9%。在田志龙等调查的100家股份公司的董事会成员中,党员所占比重为58%;董事长中有91%为党员。这表明党员是成为董事长和董事的主要条件之一。这与国有股的控股地位及党管干部的人事制度存在着密切的关系。选聘董事和董事长的主要标准不是管理才能和专业水平,而是与主管部门领导的私人关系,因此出现了许多“董事不懂事”的现象。

司还未成立或股东大会还未召开，董事的人选已经确定。出任董事的基本上是股东特别是大股东，因此在公司决策、分配中经常出现诸如大股东侵占小股东利益、大股东操纵董事会、大股东抽空公司资金的现象也就不足为奇。(3) 董事会下设专门委员会是董事会功能专业化、高效化的客观要求，但许多公司未能建立完善的董事会专门机构，甚至连执行委员会或审计委员会也没有。据调查，46.15%的上市公司没有设立审计委员会，有审计委员会的公司中77.59%由公司内部的审计人员兼职，26.21%的上市公司没有独立的审计部门，即使有也大多是个摆设（曹风歧、杨军，2004）。(4) 上市公司中很少采用合理、有效的激励工具，导致执行董事与高管层收益与企业利益没有联系，从而很难激励执行董事以及高管层为提高企业业绩而努力工作。多数公司未能建立有效的董事激励约束机制，且与公司业绩之间的相关度极低（魏刚，2000）。即使已有的激励措施，由于股权性质的不同导致上市公司激励强度存在非常显著的系统性差异，特别就股权激励而言，国有上市公司的董事会、高管人员激励强度显著低于民营上市公司，董事长与总经理持股的平均水平为19 921股、14 208股与1 528 524股、1 360 640股（曹风歧、杨军，2004）。(5) 独立董事提名机制不健全，独立董事管理经验与专业性不足，难以客观地、独立地履行职责，从而变成上市公司的“花瓶”。独立董事除了当“花瓶”外，独立董事不作为的现象也日趋严重。独立董事为了维护中小股东的利益，避免被大股东利用，对一些公司必须决策的关键事项，采取不发言、不表态、不投票等“不作为”方式，从而给董事会的正常决策形成障碍。(6) 董事会考核制度不完善。谁来考核董事会？谁敢考核董事会？如何考核董事会？这些问题一直是实际工作者和学者们思考的问题。由于股东大会是一个分散的会议体机构，不可能对董事会进行具体的考核，因此，只好由董事会自己考核自己。我国上市公司绝大多数都没有董事会的考核机制，即使存在对董事会的考核常常也是汇报、述职等简

单、空泛的方式。(7) 尚不存在董事市场。在董事会治理中, 高素质董事依赖市场体系中人力资本市场的建设。董事市场建设应包括执行董事市场、独立董事市场的建设。建设一个董事市场, 竞争性提供高素质的董事会成员就显得非常重要, 但我国目前还没有这样的市场。董事市场的建设是个战略问题, 需要政府、企业、高等院校和科研机构的共同努力。(8) 上市公司在证券监管部门强制要求方面做得较好, 而在监管政策尚未涉及, 属于上市公司主动提升董事会质量方面的亟待完善。正如詹森 (Jensen, 1993) 曾指出的那样, 在过去 20 年里, 美国大公司的内部控制机制是“彻底失败了”, 而问题就“出在董事会”。沈艺峰、张俊生 (2002) 也认为我国一些上市公司被 ST、PT, 也说明了这些公司董事会治理上的失败。据调查, 我国部分上市公司股东大会受大股东过度控制, 在 475 家上市公司中, 80% 的年度股东大会人数在 100 人以下; 在这 80% 的公司中, 75% 的公司股东大会人数在 50 人以下。小股东很少愿意也很少能够参加公司股东大会, 从而无法有效地避免侵害中小股东利益事件的出现 (夏冬林、过欣欣, 2001)。

大股东往往通过董事会直接对公司进行监督控制, 而股东大会则成为其可以利用的法律工具, 从而导致部分公司董事会职能流于形式。杨雪金 (1999) 的研究表明, 由于目前我国公司董事会是被大股东操纵的“表决器”, 董事会与经理班子职能混淆, 因此董事会的监督、决策职能被严重弱化。有的公司董事长一人独揽大权, 其他董事唯董事长马首是瞻, 董事之间的权力和地位严重不平等。我国于 2001 年引进独立董事制度, 但实践表明, 独立董事常常有名无实, 无法实质性参与公司决策, 更谈不上监督和约束, 成了公司的“花瓶”。《上海证券报》2004 年进行的一次调查表明, 沪深两市 1 300 多家上市公司配备近 4 000 名独立董事, 但 1/3 的独立董事在董事会表决时从不说“NO”, 35% 的独立董事从未发表

过与上市公司或高管人员有分歧的独立意见。^①

在公司治理结构安排中，董事会与经理层一个是监督控制机构，一个是管理执行机构，它们的职能应该是决策控制与决策管理的分工。但在我国部分上市公司中，董事长事实上是大股东的代表，大股东既然有实力控制公司股东大会，所谓的董事会选举也就成了一种形式——履行法律的形式。有大股东的支持，有能力的董事长事实上牢牢控制了公司，支配了公司的行为；倘若大股东选派的董事长“董事不懂事”，那公司就“沦落”为经理人的天下，他们凭借信息优势和庞大有力的执行机构，有效控制决策的实施过程，使企业成为“内部人控制”企业。

至于监事会，由于我国法律制度不完善，公司监事会一直处于“尴尬”的境地。监事会实际上游离于公司决策之外，对公司正在发生和即将发生的重大事件往往“浑然不觉”，最多发挥“事后”监督审计功能。

董事会治理不完善的危害主要表现：

第一，对董事会和董事长的认识存在误区。在许多人看来，董事会是企业的最高权力机构，董事长就是企业的所有者。实际上，企业的所有者是全体股东，股东大会才是企业的最高权力机构。股东大会选举产生董事，组成董事会，并委托董事会行使公司重大经营决策权。二者是委托—代理关系，而不是领导和被领导的关系。董事会与经理之间是决策和执行的关系。经理通过董事会的授权行使企业经营管理权，并对董事会负责，而不是对董事长负责。

第二，董事的产生以“资本为上”作为原则，即资产意味着一切，致使一些不懂业务、缺乏能力和责任感的人进入董事会，从而出现“外行领导内行”现象的产生，使董事会不能发挥应有作用。由于由股东大会选举产生董事会，这样大股东就可以利用相对股权优势使其推出的候选人进入董事会，股东大会成了大股东会，

^① 资料来源：《钱江晚报》，2005年7月15日B5版。

董事会成了大股东的董事会。更有一些人片面地把董事会理解为主宰公司大权的机构，是掌管权力的象征。于是，董事会就成了权利角逐的场所，一些人为控制董事会侵害股东特别是中小股东的利益也就不足为奇。

由于我国绝大多数的上市公司是由国有企业改制而来，政府往往是这些公司的第一大股东。因此，这些公司的董事会成员也往往是由党的组织部门或政府的人事部门委派或任命。就他们本人而言，实际上是“非股东董事”，不享有事实上的股东本应享有的剩余索取权。因此，他们手中的决策投票权也只能是对结果不负责任的“廉价投票权”，他们缺乏激励去努力履行自己的职责，反而容易被内部人所收买。实际上，在产生董事的时候应关注其会计与财务能力、商业谈判能力、管理能力、行业知识、市场研究、战略规划等方面的知识结构的配置，而不再仅仅是资产的代表者，以确保董事会成员构成的合理性和董事会的独立性。

第三，董事会议事和操作程序不规范，董事会缺乏严格的议事制度和会议持续。有的是没有规则；有的是有规则但空泛粗糙，缺乏可操作性；有的是有详细而具体的规则，但不执行，形同虚设，或执行时大打折扣。

第四，内部董事比例仍过高。我国公司的内部董事主要有两类：一是兼任公司高级职务的；二是虽未兼任公司高级职务但在公司领取薪酬的。公司内部董事越多，则“内部人控制”现象越严重。虽然中国证监会于2001年颁布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》后，上市公司为了达到政府监管的要求，纷纷聘请独立董事，但内部董事比例依然过高。根据国外市场发达国家的经验，内部董事的比例应控制在1/3以下。显然，我国董事会结构的安排仍然不合理，董事会仍缺乏独立性。

第五，董事会的责权不清。有些公司的董事会把现代企业制度的权力制衡简单地看成是“董事会领导下的经理负责制”，模糊了董事会的权责范围；而董事长处处以“法人代表”和“一把手”

自居，要事事领导“总经理”，经理的经营自主权被剥夺，影响了经理能力的发挥，也影响了企业的经营效率。从另一方面看，有些董事会在其责权范围内做出的决策还要报上级政府主管部门批准才通过，而公司董事会又缺乏日常专设办事机构，使董事会的职权无法正常行使。

第六，董事会成员的激励不够。《公司法》规定，董事的报酬由股东大会决定。从我国上市公司的实际情况来看，除独立董事领取一定的津贴外，大多数公司的内部董事只有职务工资，而没有股东大会决定的报酬。同时，董事的持股普遍很低，他们不期望通过持股分红来获得理想的报酬。魏刚（2000）对 791 家上市公司的管理层平均持股状况的调查表明，管理人员平均持股比例为 0.014%，而且“零持股”现象也比较普遍。同年，徐二明对 105 家上市公司的调查表明，董事、监事平均持股比例为 0.06%。不持有或持有如此低的股票，很难达到对董事会行为的激励和约束作用，董事会的作用也就难以得到更好的发挥。

第七，董事会的业绩评价制度不健全。谷书堂（2001）的研究表明，只有 6.154% 的公司建立了对董事会行为的规范标准；其中 64.38% 是由公司董事会制定、监事会监督实施，19.18% 的公司将这些行为规范标准作为公司选任、评价董事业绩的评价制度。目前，只有 20.19% 的公司建立了明确的董事业绩评价制度。关于对董事业绩的评价方式，38.16% 的公司实行董事述职、股东大会评议；12.72% 的公司由上级主管部门考核和由职代会民主评议。上述数据表明，董事会的行为规范标准还不完善，董事会的业绩评价制度尚未在公司的议事日程中占据主要地位；而且，即使已经建立了董事业绩评价制度的公司，也有许多不完善、不规范的成分。

第八，董事会监管能力薄弱。董事会有责任对公司高层管理者的业绩进行评价，并在公司业绩不好的时候辞退或撤换表现不好的总经理。这既是各国法律赋予董事会的权力，也是董事会监督作用的主要表现。莫克、希莱夫和维希尼（Morck, Shliefer and Vishny，