

公司治理： 机制与效应

Corporate Governance

- 公司治理是当前的一个世界性的理论与实践课题。
- 通过公司治理，股东、职工、其他债权人、经营者等相关利益人的责、权、利得以明确。
- 通过公司治理，还能提高企业的协调作战能力，从而保证战略决策的实效性和科学性，提高公司创造价值的能力。
- 只有建立健全完善的公司治理结构，企业才具备和跨国公司同台竞技的基础。

朱琪◎编著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

公司治理：机制与效应

朱 琪 编著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目(CIP)数据

公司治理:机制与效应/朱琪编著. —北京:中国经济出版社,2009.7
ISBN 978-7-5017-6420-4

I. 公… II. 朱… III. 公司治理—企业管理—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 037903 号

出版发行:中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑:苗青(13901005441)

责任印制:张江虹

经 销:各地新华书店

承 印:三河市佳星印装有限公司

开 本:787mm×960mm 1/16

印张:18 字数:295千字

版 次:2009年7月第1版

印次:2009年7月第1次印刷

书 号:ISBN 978-7-5017-6420-4/F·5167

定价:32.00元

版权所有 盗版必究

举报电话:010-68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话:12390

服务热线:68344225 68341878

目 录

第一章·公司内部治理

一、董事会	2
(一)董事会的监督职能	3
(二)公司董事会的咨询作用	5
(三)简短的小结	5
二、管理者激励机制	6
(一)道德风险模型	7
(二)股权激励模型和传统工资激励模型	7
(三)代理人市场—声誉机制模型	9
三、资本结构治理	12
(一)股权集中度与公司绩效的关系	12
(二)股权结构对公司治理的影响	13
(三)债务的代理成本	14
(四)负债结构对公司治理的影响	15
(五)资本结构与公司治理之间的关系	15
四、我国公司治理的主要问题和改革方向	16
五、结论与启示	17

第二章·公司外部治理

一、外部治理的框架和依据	21
(一)法律/监管	21
(二)资本市场	22
(三)劳动力市场	24
(四)并购	25
(五)公司控制权市场	31
二、新兴市场的公司治理	31
三、公司拥有的现金与公司治理	32
四、IPO 和公司治理	32
五、简短的展望	33

第三章·董事会治理:特性与效应

一、董事会特性对公司治理的影响	36
(一)董事会的独立性	36
(二)董事会规模	38
(三)董事的专业技能对公司治理的影响	40
(四)董事会的领导力对公司绩效的影响	41
二、关于董事会治理功能	43
(一)关于董事会监督管理的研究	43
(二)对董事会咨询作用的研究	45
三、董事的激励机制	45
(一)影响董事薪酬的因素	45
(二)董事薪酬的特征	48
(三)董事薪酬与公司绩效之间的关系	48

四、董事会治理设计	49
五、结语	51

第四章 · 管理层激励

一、所有权	53
(一)所有权的引述	53
(二)公司的所有权结构	54
(三)结合中国国情分析所有权的激励	56
(四)机构投资者以及家族企业所有权问题	60
二、薪酬	62
(一)概念引入	62
(二)各层次以及各阶段管理者薪酬激励效果比较	63
(三)不同的薪酬带来的不同效果	65
三、雇用协议	66
(一)订立合同的必然性	67
(二)与私人投资者的合同订立	68
(三)不同类型合同的效果分析	69
(四)合同订立所可能面对的情况	71
(五)政府的干涉	73
(六)合同的订立、执行及其它	74
四、小结	76

第五章 · 资本结构的公司治理效应

一、引言	77
二、资本结构经典理论回顾	77
(一)回顾 MM 理论及修正	77

(二)非对称信息的资本结构理论	80
三、债务的治理效应	85
(一)债务与公司治理的关系	85
(二)对经营者的激励机制	86
(三)对经营者的约束机制	87
四、股权结构的治理效应	98
(一)股权结构与公司治理的关系	98
(二)股权集中度	99
(三)股权流动性	101
五、资本结构对公司治理的综合影响	102
(一)影响经营者努力水平和行为选择	102
(二)影响投资者行为取向	103
(三)规定公司剩余索取权和控制权分配	103

第六章·内部控制机制

一、内部控制理论的深化发展	105
二、内部控制缺陷	105
三、SOX404 条款	107
四、关于 SOX 简述	108
五、SOX404 条款之规定	108
六、SOX404 与内部控制	109
(一)第 404 条款和内部控制	109
(二)SOX404 对企业的影响	110
(三)SOX404 与审计	114
七、SOX404 成本与收益	116
(一)SOX404 成本	116
(二)SOX404 后果	117

八、SOX404 遵循改进	120
九、我国企业的内部控制与 SOX404	122
(一)我国企业内部控制	122
(二)SOX404 对我国企业内部控制的启示	123
十、小结	125
十一、公司伦理条款	126
十二、公司伦理	126
(一)公司伦理被重视的原因	127
(二)公司伦理与内部控制	128
(三)公司伦理与利益相关者	129
十三、对公司伦理的重新认识	130
(一)公司伦理在各国的实践	130
(二)公司伦理的重新认识	131
(三)商业伦理、公司伦理与社会责任	133
十四、我国公司伦理的研究与发展	136
(一)对公司伦理的认识	136
(二)如何构建公司伦理	138
十五、小结	139

第七章 · 机构投资者

一、国外学者对于机构投资者的定义	142
二、机构投资者的一些特点	143
(一)机构投资者的比例	143
(二)机构投资者的分类	144
(三)机构投资者的投资偏好	146
(四)从法律的角度来认识机构投资者	146
(五)机构投资者参与公司治理的途径	148

(六)机构投资者参与公司治理的两个理论模型	150
(七)影响机构投资者投资行为的因素	151
三、机构投资者和公司治理	153
(一)机构投资者参与公司治理的效果研究	153
(二)机构投资者积极参与公司治理消极障碍分析	155
四、机构投资者和证券市场	157
(一)国外的研究成果	157
(二)国内的研究成果	159

第八章·反接管措施

一、反接管措施概述	161
(一)反接管措施的产生和涵义	161
(二)常见的反接管措施	162
二、反接管措施对公司治理的影响	170
(一)反接管措施的积极影响	170
(二)反接管措施的消极影响	176
三、小结	180

第九章·人力资源市场

一、人力资源市场	181
二、经理人市场	181
(一)经理人市场的供求关系与定价	182
(二)劳动力市场对经理人的激励和约束	184
(三)经理人市场运行的声誉机制	185
(四)经理人市场的调节与配置作用	186
(五)经理人内、外部劳动力市场	186

(六) 经理人市场、组织特性与 CEO 变更	192
三、独立董事市场	194
(一) 独立董事市场运行的声誉机制	194
(二) 独立董事背景与公司治理	196
(三) 独立董事市场中的现任 CEO	198

第十章 · 法律(规制)

一、国外公司治理法律(SEC/PCAOB 等)	200
(一) 美国	200
(二) 德国	206
(三) 日本	209
二、中国公司治理法律	211
(一) 中小股东的保护	211
(二) 自律组织(self-discipline organization)	217

第十一章 · 媒体治理

一、前言	225
二、媒体及其功能概述	226
三、媒体公司治理职能的回顾	227
四、媒体在公司治理中的角色和功能	228
(一) 解决信息不对称的角色和功能	228
(二) 监管的角色和功能	230
(三) 协调的角色和功能	232
五、媒体公司治理职能的作用机制	233
六、声誉机制与媒体的影响力	236
(一) 声誉惩罚、社会规范与媒体的影响方向	236

(二)媒体搜集信息的途径	237
(三)媒体的可信性	237
(四)媒体在公司治理方面的影响力	238
七、媒体报道权力的保障	238
八、媒体公司治理职能的实证研究	241
九、结论与启示	242

第十二章·公司治理的文化保障

一、引言	244
二、企业文化相关概念	245
三、公司治理的文化保障	246
(一)以伦理道德文化为特征的公司治理保障	246
(二)以信任文化为特征的公司治理保障	248
(三)以信息披露文化为特征的公司治理保障	252
(四)公司治理的制度文化保障	254

第十三章·公司治理的组织(社区)保障

一、引言	259
二、公司治理中组织和社区	260
三、公司治理的组织保障	260
(一)公司治理的内部组织保障	261
(二)公司治理的外部组织保障	264
(三)社区保障	266

主要参考文献

后 记

第一章

公司内部治理

世界性的私有化热潮、还未从人们记忆中消失的亚洲金融危机、不断出现的公司丑闻和日益严重的公司信任危机都一次次将公司治理推到从未有过的受重视的地位。我们知道,现代公司的核心特征即所有权与控制权分离,而这种分离将导致管理者不是 100% 的所有者,代理人与委托人之间的代理问题就应运而生。Jensen 和 Meckling(1976)研究了其中最为重要的一种代理关系:股东与管理者的代理问题。作者发现当管理者对公司的现金流不具有全部的所有权时,管理者有动机去占用公司的资源或者偏离股东利益最大化。根据 Jensen 和 Meckling 对公司治理的研究思路,Shleifer 和 Vishny(1997)进一步从股东与管理层的代理问题出发,认为公司治理就是研究投资者如何从管理者那里取回自己的投资和收益的机制。作者认为公司治理的目的就是实现股东的利益最大化,这也许适合英美国家的公司制度,而以德国为代表的国家更注重平衡股东和相关利益者的利益。

这就涉及到公司治理的最终服务对象是谁的问题,是以股东为最终的服务对象还是以相关利益者为最终服务对象。实业界和理论界都非常关注这个问题,但是理论界还是偏重于以股东利益最大化为研究出发点的治理机制,原因是以利益相关者为基础的治理结构和机制至少有三个难以逾越的困难:第一,控制权在利益相关者团体中的分配可能会导致公司可保证收入的不足而引发筹资困难。第二,分散化的控制权极易导致公司决策制定时的拖沓和僵持的局面,严重影响公司的运作效率。第三,利益相关者团体概念可能使经理人迷失自己的管理目标和方向,而且几乎无法找到对这种标准过于宽泛的经营绩效的度量。因此,如何更加合理地基于利益相关者团体来构建现代公司治理理论仍

是对金融理论的一大挑战(姚伟等,2003)。但是以利益相关者为基础的治理结构是公司治理的发展趋势,因为公司是一个利益相关者的组织,如果公司单纯地追求股东利益最大化而忽视其它利益相关者利益,这无疑是把其它利益相关者排斥在公司利益之外,这对其它利益相关者利益会产生负效应,必然导致利益相关者团体之间的利益冲突,因此公司应将其它利益相关者利益内部化,追求相关利益者团体总体福利最大化。

本文将分四个部分对相关领域的成果进行综述和评述。第一部分将探讨董事会的最新研究成果以及需要进一步深化研究的方向;第二部分比较分析了两种不同的管理层激励方式以及对经理人市场的声誉机制;第三部分阐述了资本结构治理方面的研究进展;最后对公司内部治理存在的问题以及改革的方向进行小结。

一、董事会

1997年美国《商业周刊》组织的调查小组对50家公司的董事会质量进行的调查发现,董事会的治理是决定一个公司未来业绩好坏和股权回报的重要指标。在亚洲金融危机后,投资者在评估亚洲投资潜力时,认为董事会行为质量比财务问题更重要和同等重要的占75%。董事会是连接公司股东和管理层的桥梁,这就决定了董事会在公司中的核心作用,这也表明董事会拥有一系列的责任,商业圆桌会议(Business Roundtable)表明公司董事会有五个主要的功能:(1)挑选、评估和更换CEO,并为CEO继任者作计划和决定管理层的薪酬;(2)批准公司财务目标,为公司做重要的决策和长期计划;(3)为高层管理者提供咨询和建议;(4)为股东挑选和推荐董事长人选;(5)评价公司系统以遵守适用的法律/章程(The Business Roundtable,1990)。归结起来,董事会代表股东对管理层行使两种主要的职能:监督和咨询。一般来讲,监督职能需要董事细察管理层的行为以指导和规范不利于公司价值的行为,监督管理层的卸责和欺诈行为。董事会的咨询作用涉及到帮助管理者对公司的重大决策和行为做出更好的决定。

目前对于董事会的研究主要针对以下几个方面:(1)董事会的组成(通常为内部董事与外部董事的比例)对公司表现的影响;(2)董事会规模与公司表现的关系;(3)董事会的一些特征对其做出的决定有什么影响;(4)什么因素影响到

董事会结构的变化。

(一)董事会的监督职能

随着现代公司治理准则的推行,公司董事会作为公司治理的核心,董事会的独立性对公司治理的作用表现得越来越明显。研究表明外部董事的独立性越高,盈余管理水平越低,与更少的财务作假有关(Xie et al., 2003; Chen et al., 2006; Fich and Shivdasani, 2007; Dahya et al., 2008)。这表明董事会的独立性是董事会职能有效发挥的充分条件,董事会的独立性越强,越能提高董事会对管理层的监督作用和对公司治理的指导作用,进而提高公司价值。王跃堂等(2006)发现公司价值和独立董事在董事会中的比例之间是正相关关系,并且后者认为这种关系是显著的。同样董事会的独立性也引起了政策制定者的高度重视,1993 到 2000 期间,至少 18 个国家公开发布公司治理的指导准则,该准则提议公司董事中外部董事代表数量的最小值(Dahya and McConnell, 2005),并且新的交易所上市标准的基本条款中的一条就是:董事会中过半数应是外部董事(Wintoki, 2007),两年之内大幅度提高独立董事的比例,足以说明独立董事在公司治理中发挥了重要作用。但是从国际的实证研究来看,结果不尽一致。Park 和 Shin(2004)研究加拿大公司的董事组成对盈余管理做法的影响,发现表明增加外部董事人数并不能提高治理条例自身的效率,特别是在许多股权高度集中并且外部董事的劳动力市场不完善的司法管辖区。Gillan 和 Martin(2007)对安然事件后的公司治理的调查研究表明即使增加董事会的独立性将改变安然公司的战略方向或者是阻止安然的倒闭的结果是不明显的。值得一提的是,与美国的单一董事会结构不同,一些欧洲国家的董事会通常是双层制董事会,由董事会和监事会构成,并且,在德国,职工代表参与监事会是法律命令。Fauver 和 Fuerst(2006)研究表明劳动者参与董事会可以提供有价值的 firsthand 经营管理知识,有利于公司董事会做出更好的决策。同时作者发现职工代表能提供有力的监督并且也降低了公司的代理成本。此外,研究显示公司内部需要的协调越大,通过明智地使用职工代表参与监事会,治理效率潜在提高的可能性越大。

董事会的另一重要的角色在于设定并监督公司对于管理者的薪酬激励政策。另一方面 CEO 也会利用自身的影响对董事会施加压力,从而尽可能多地增加自己的薪酬。因此公司管理层的薪酬政策实际上是董事会和 CEO 讨价还

价的结果。Brick et al. (2006)考察董事特性和 CEO 薪酬,在控制 CEO、公司和治理特性(包括 CEO 年龄、任期、股权、董事规模和独立性)的情况下,发现 CEO 过多的报酬与将来差的绩效有关。同时作者把他们的发现解释为“唯亲是举”或者“官官相护”。也就是说,董事过高的薪酬损害他们的独立性和导致 CEOs 的超额支付。可以看出,公司董事的高薪酬和 CEO 的高薪酬之间存在较强的正相关性。并且当付给 CEO 的薪酬过多时,公司的治理结构较弱。但是这其中的因果关系是什么:是较强的董事会造就了较强的 CEO,还是较强的 CEO 造成了较弱的董事会治理结构。这两种效应在目前的实证研究中还没有能够完全分开。

Jensen(1993)认为规模小的董事会的监督作用更有效。因为随着董事会规模的扩大,董事会成员之间诸如搭便车等代理问题就会出现,董事会的运行就需要更高的协调成本。同样孙永祥和章融(2000)研究表明我国上市公司董事会规模与公司绩效之间存在负相关关系,董事会规模越小,则公司绩效越佳。既然大的董事会会减少公司价值,为什么还存在大的董事会?市场为什么会允许其存在?Coles et al. (2007)从交易和契约成本的角度解释了这个问题。对于简单的公司来说,有四种交易和契约成本阻止其董事会规模缩小,(1)董事选举程序结构(交错董事);(2)新成员进入董事会,公司跟董事之间制定一个固定的契约关系,契约要求除非董事的表现很糟糕才解雇他。因与公司绩效无关的原因解雇董事(例如,纯粹是为了精简董事会规模)可能会影响公司的声誉,因为这属于公司不尊重固有的契约关系,使得公司将来很难吸引其它高素质的董事;(3)CEO 解雇与他建立职业与个人关系的董事时面临个人成本因素。在 IRRC 数据库中的公司数据显示一般有责任的董事的任期为 9 年,要 CEO 去解雇与他同事这么久的董事是一件困难的事情;(4)在董事的任期到达之前解雇董事,公司将要付出一定的法律成本。这些都将阻止一个价值增加的小规模的董事会。同样 Linck et al. (2005)发现公司增加董事会的独立性是通过增加外部董事而不是解雇内部董事实现的。该研究扩展了董事会规模越小,绩效越佳的观点。作者的研究样本包括了从 1992 年—2001 年 8165 家公司样本,研究结果表明,按公司面值来说,托宾 Q 值与董事规模的关系是 U 型的,表明董事会规模或大或小都是最佳的。这与我国于东智和池国华(2004)的研究结果一致。并且 Coles et al. (2007)认为这种关系对于复杂公司和简单公司有所不同。对复杂(简单)公司来说,托宾 Q 值随着董事会规模的增大而增加(降低),并且

它们之间的关系是由外部董事的数量推动的。作者也发现科研密集型公司中内部人的具体公司知识相对比较重要并且董事中的内部人的比例比较高,而且对这些公司来说,托宾 Q 值随着董事中内部董事的增加而增加。由此可以看出,不同特征的公司中董事会结构有很大的差别,但最佳董事会结构总是监督和咨询的成本—收益函数。但是由董事会规模—而不是董事会的独立性影响具体公司监督成本和收益之间的均衡(Boone et al., 2007)。

(二)公司董事会的咨询作用

Fama 和 Jense(1983)表明公司的董事是“专家的组合”,外部董事作为贸易专家,给公司带来有价值的专家建议和潜在的重要关系。更大、更加独立的董事会对于拥有不同的业务部门和地理位置上比较分散或者拥有复杂的经营和财务结构的公司提供更多的专家建议和更好的决策。这与 Dalton et al. (1999)的研究结论一致。这表明涉及到董事会需要履行职责或其做出重要决定时,董事会的规模和组成结构对于其决策的质量具有显著的相关性。董事会另一重要职责就是更换或任命 CEO。Dahya 和 McConnell(2005)研究发现拥有更多外部董事的董事会将做出不同(可能更好的)的决策。在多变量分析中,控制其它变量,随着外部董事比例的增加,外部董事的比例和公司趋向于聘用外部 CEO 的关系增强。这一结果最可能的原因在于外部董事对于 CEO 的监督比内部董事更为有效。作者利用了事件研究通过考察围绕 CEO 聘用公告的额外股票收益,公布聘用外部 CEO 的公告的两天平均额外收益率 0.97%,明显高于聘用内部 CEO 的公告的平均额外收益率 0.2%。这说明聘用外部 CEO 对投资者来说是价值正相关的。

(三)简短的小结

总的来看,大多数围绕董事会的研究都是鉴于董事会的监督作用和对公司治理的指导作用,这两种作用的最终目的是为降低代理成本,实现股东利益最大化。对董事会的实证研究发现董事会对于公司治理的作用有一定的实证证据支持。董事会的规模与公司价值之间是 U 型关系,并且董事会结构(独立性、专业背景、委员会和 CEO/董事长的二元性)对董事会的决策能力有重要的影响。

我们考察董事会的研究文献发现对董事会的研究大部分采用实证研究,也

有采用事件研究方法,通过具体事件研究董事会对公司治理的作用,但这种方法的研究结果一般受到质疑。例如,Dahya(2005)采用事件研究,研究对象只局限于英联邦国家,分析独立董事的作用时只考虑对具体的任务(聘请CEO)的作用,结果能否一般化还是个问题。但对于同一事物的研究采用两种以上的研究方法,不仅能够检验研究结论的稳健性,同时也给读者提供多视角分析问题的思路。例如:Fich和White(2005)采用一般logit方法和同步logit比较方法。Cornett(2007)用两种方法估计回归解释权责发生制政策和财务业绩。通过两种回归方法结果对比更能证明研究结果的准确性。

虽然实证研究使我们对董事会的某一方面在某一特定情况下有比较清晰的认识,但是不能从整体上把握董事会对于公司治理的作用。董事会将来要研究的问题:首先对于对董事以及委员会的组成和盈余管理的因果联系提出合理的解释,Xie et al.(2003)发现公司高层执行人员和投资银行家出席审计委员与降低盈余管理的程度有关。研究结果显示董事和审计委员的积极性越高与盈余管理水平越低有关。但作者目前只是论证它们之间的因果关系。其次,关于交错董事的研究,Bebchuk和Cohen(2007)研究表明公司没有有效的交错董事,一些公司有(1)股东能立即解雇董事,(2)股东可以在下一年的年会上开除董事。比较(1)和(2)组的市场价值对将来的研究是一个有价值的主题。再就是与最近公司治理改革有关的相对的成本和收益仍然是个问题。而关于这个问题我们的分析结果是混杂的,连同来自大样本研究的证据表明改变董事会结构有可能增加公司的净成本。并且Gillan和Martin(2007)认为提高内部控制和审计监视是有潜在收益的,但这些改变的成本仍然是研究的焦点。更一般地,不同治理机制的成本和收益,它们的相对效力和它们相互作用的方式是研究人员和政策制定者必须继续解决的重要问题。

二、管理者激励机制

从狭义的方面理解公司治理是指所有者,主要是股东对高层管理者的一种监督和制衡机制,即通过一种制度安排来合理地配置所有者与高层管理者之间的权利和责任的关系。激励的核心是将经理对个人利益的最大化追求转化为对公司利益的最大化追求(李维安,2005)^[50]。作为代理关系中的直接一方,管理者的行为对公司治理的效率有重要的影响,也是公司治理的重点和难点。对