



No. C2000009

2000-5

关于公司治理结构的若干问题*

北京大学中国经济研究中心、北大国际MBA项目 梁能

NO. C2000009

2000年5月

* 本文原来是“公司治理机构：中国的实践和美国的经验”一书（中国人民大学出版社2000年5月）的序言；这里的标题是新加的，内容也稍有删节。

关于公司治理结构的若干问题

梁能

(一) 基本概念

“企业治理结构”是个很难准确翻译的词。其英文原文是“Corporate governance”，国内有法人治理结构，公司治理结构，企业治理机制等几种译法。本书虽然采用的是“企业治理结构”这么一种译法，但这里的“结构”应当理解为兼具“机构”(Institutions)，“体系”(systems)和“控制机制”(Control Mechanism)的多重含义。

简单地说，企业治理结构研究的是各国经济中的企业制度安排问题。这种制度安排，狭义上指的是在企业的所有权和管理权分离的条件下，投资者与上市企业之间的利益分配和控制关系(希列法和维希尼1996; Schleifer and Vishny 1996)，广义地则可理解为关于企业组织方式、控制机制、利益分配的所有法律、机构、文化和制度安排，界定的不仅仅是企业与其所有者(shareholders)之间的关系，而且包括企业与所有相关利益集团(例如雇员，顾客，供货商，所在社区，等等，统称stakeholders)之间的关系。这种制度安排决定企业为谁服务，由谁控制，风险和利益如何在各利益集团之间分配等一系列问题。这种制度安排的合理与否是企业绩效最重要的决定因素之一。

从提高企业绩效的角度来看，企业治理结构所要研究的问题，大概可以分为两大类。第一类是经理层、内部人的利益机制(The Incentive Issue)及其与企业的外部投资者利益和社会利益的兼容问题；这里既包括经理层的激励控制问题，也包括企业的社会责任问题；这是经济学家研究的焦点。第二类是经理层的管理能力问题(The Competency Issue)，亦即由于企业领导层(总裁、董事会)的管理能力、思想方式与环境要求错位而引起的决策失误问题；管理学家往往对此更为关注。

从利益机制的角度来看，企业治理结构改革所要回答的是什么样的企业制度最有利于“确保投资者在上市企业中的资产得到应有的保护和获得合理投资回报”的问题，或者更具体地说，是如何保证外部投资者的合法权益不被企业的“内部人”(经理层和占有控股权的大股东)侵吞的问题。亚当·斯密在“国富论”中就指出，受雇管理企业的经理在工作时一般不会象业主那么尽心尽力。1932年，爱德夫·伯利(Adolph Berle)和嘉得纳·弥恩斯(Gardiner Means)对企业所有权和管理权的分离后产生的“委托人”(股东)和“代理人”(经理层)之间的利益背离作了经济学的分析，奠定了“代理人行为”的理论基础。由于委托人与代理人之间的利益背离和信息成本过高而导致的监控不完全，企业的职业经理所作的管理决策就可能偏离企业投资者的利益。例如，投资者的目的是投资利润最大化，而职业经理往往追求企业规模的最大化，这不但是因为经理人员的报酬在实践上与企业规模呈正相关关系，而且是因为规模和成长本身所带来的权力和地位。与此相比更为有害的是代理人的监守自盗现象，在企业管理上表现为各种侵蚀委托人利益的“代理人行为”。例如，经理

人员用“转移价格”的方法，以低价将企业资产出售给自己所持有、控制的其它公司(或以高价收购)，给自己支付过高的薪金和反兼并“金降落伞”，扩张各种不正当的在职消费，等等。

由于这种“代理人行为”可能的存在，一个国家的企业治理结构对于作为“委托人”的外部投资者利益保护的有效与否，不仅影响到投资者与经理层、内部人之间的利益分配问题，而且直接影响到该国的经济发展。如果外部人(即“广大股民”)的投资权益得不到足够的保护，他们就不会投资，或不会充分投资，社会的新生企业就难以得到足够的启动资本。在这种情况下，只有企业内部的投资项目才可能筹集到所需的资金。但是，企业内部的最好项目往往不是社会最优项目，其结果，不是社会总投资低于最佳水平就是社会投资项目的选择次优。属于这方面的问题有资金市场结构问题(如企业资金来源以股市为主还是银行为主；企业的股权结构问题)，上市企业的管理和资讯披露问题，企业控制权市场(兼并与反兼并)的管理问题，经理层的报酬方式和标准问题，经理与董事的人力资源市场的有效性等问题，等等。

从管理能力的角度来看，企业治理结构要研究的是应当如何构架企业内部的领导体系以确保企业的关键人事安排和重大决策的正确有效问题。管理学的研究认为，人的理性认识能力是有限的，对经济利益的认识和决策方案的分析不可避免受到个人经验背景和认知模型的过滤和折射。而且，主导人们行为的不但有对未来经济利益的预期，还有人们的习惯，情感、知识结构、兴趣爱好和种种下意识的心理活动。分析经济利益对改革企业治理结构非常重要，但不完全。很多时候，人的决策所依据的并不是对边际成本和边际效益的计算，而是出于对过去习惯了的行为偏好的剪不断的感情眷恋，出于不愿正视痛苦现实的自欺欺人的心理趋势，出于对亏损项目“再追加一点投资也许就能挽救过来”的一厢情愿的“承诺升级”(escalating commitment to a failing course)幻想，等等。从管理活动的实践来看，大多数企业的失败是一个漫长的衰亡过程。除了金融企业以外，可以说大多数企业的垮台都是拖跨的。在漫长的下坡路上，发生变化的往往并不是经理人员的激励机制，而是主管总裁的认知模型。这种由于认识问题，由于认知模型刚性化所造成的决策错误，并不是利益机制的调整所能解决的。经理人员的“代理人行为”仅仅存在于管理权和所有权分离的上市企业之中，而“认知模型错位”问题则存在于所有的企业之中，包括产权和管理权合一的私人企业。属于这一类的问题大体有：组织的衰亡过程与原因；企业决策体制的设置(董事会的独立性和工作程序；对一把手的制度约束，等等)，核心人事安排(总裁、董事、高层主管的选拔，高层领导班子的构成，总裁的管理生命周期，总裁和董事的评估和撤换程序)，等等。

(二) 概况与趋势

世界各国在企业治理结构方面的制度安排相差很大。大体说来，英国美国的股市比较发达，企业资产结构中股市的地位举足轻重，而在日本和德国，企业资本则主要来自于受

控于银行和财团。下表列出了主要发达国家企业资产拥有者的分类情况。

表一： 企业资产持有者的分类，1996

(占总资产的百分比)

国家 持有者	美国	英国	德国	法国	瑞士	日本
个人	49%	21%	15%	23%	19%	20%
银行	6%	1%	10%	7%	1%	15%
退休保险基金	28%	50%	12%	9%	14%	12%
投资基金	12%	8%	8%	11%	15%	—
其它金融机构	1%	9%	—	3%	—	15%
非金融企业	—	1%	42%	19%	11%	27%
政府	—	1%	4%	2%	8%	1%
外国股东	5%	9%	9%	25%	32%	11%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

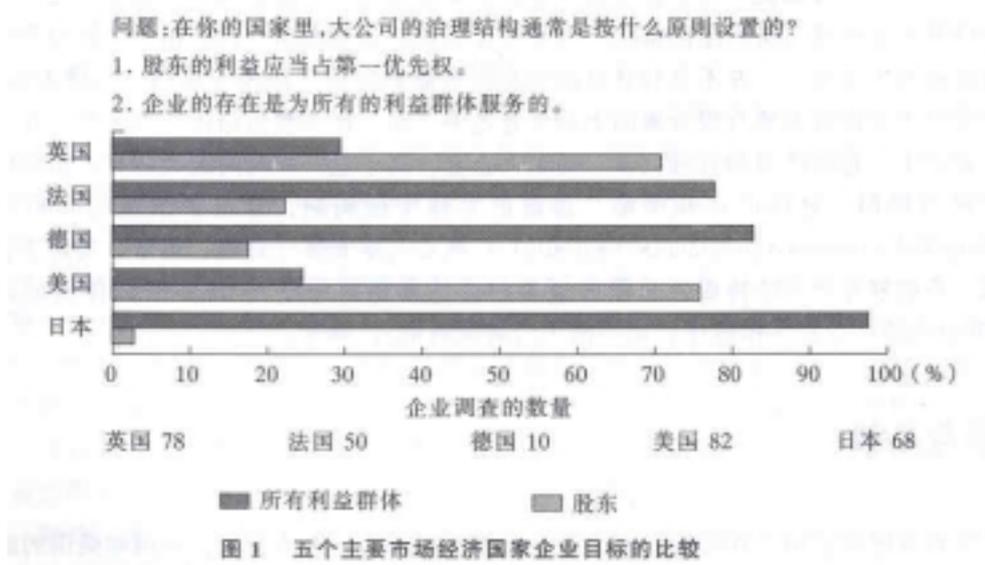
资料来源：经济合作与发展组织(OECD, 1998: 16)

注：英国数字为1994年底；日本的退休基金、投资基金统计包括在“其它金融机构”之中。

从上表可以看出，美国企业的资产主要来自于个人(49%)和机构投资者(退休、保险基金和投资基金，40%)；德国和日本主要来自于银行和其它非金融企业(分别为52%和42%)。

与这种资金市场结构不同相对应的是不同利益集团在企业目标结构中所占地位的不同。根据美国“长期计划杂志”(Masaru Yoshimori, 1995)1995年发表的一份调查，在英国和美国，70%以上的企业经理认为股东的利益是第一位的；而在法国，德国和日报，绝大多数的企业经理认为企业的存在是为所有的利益集团服务的(见表二)。表中的黑杠表示赞成“企业的存在是为所有的利益集团服务的”这一企业目标表述的经理人员的百分比；白杠表示赞成“股东利益第一重要”这一目标表述的经理人员的百分比。不难看出，股东在英美市场占有至高无上的地位，企业经理的责任就是尽可能地使股东利润最大化，而日本、法国、德国则同时强调为所有相关利益集团的利益服务。

表二：五个主要市场经济国家企业目标的比较



(资料来源：Masaru Yoshimori 1995)

在八十年代，学术界对日、德体制比较推崇，认为这种银行和企业集团控股方式有利于鼓励企业着眼于长期发展；而英美以股市为主的资本市场则容易导致经理人员的短期行为，为了眼前的投资回报损害企业的长远利益。九十年代以来，随着美国经济对日、德经济相对优势地位的上升，认为美国体制更优越的观点渐渐占了上风，主要观点是美国体制更强调保护投资者，股市发育比较完全，融资方便，最有利于企业的新陈代谢，从而推动经济发展。表三是美国国家经济研究局一份研究对世界49个国家资金市场容量、人均企业数、人均新生上市企业数的统计。

表三、资金市场与企业发展的国际比较

	外部资金市场与国民 总产值之比	企业数目/ 每百万人口	新生上市企业数/每 百万人口
英美法系	60%	35.45	2.23
法国法系	19%	11.89	0.28
德国法系	46%	16.79	0.12
斯堪的纳维亚法系	30%	27.26	2.14
总体(49个国家)	40%	21.59	1.02

资料来源：勒·波塔、拉伯兹·德·赛莱恩斯和希列法 1999；

(La Porta, Lopez-de-Silanes and shleifer, 1999)

从表三可以看出，在以美国为代表的、实行英美法制的国家，股市最发达(GNP的60%)，人均企业数和人均新上市企业数(Initial Public Offering)均远远高出其它国家。

纵向地来看，美国的企业治理结构从80年代末，90年代初以来发生了重大的变化。用美国沃顿商学院教授麦克·尤西姆(Michael Useem)的话来说，美国的制度正在从由经理人事事实上执掌全权、不受监督制约的“管理人资本主义”向由投资人控制、监督经理层的“投资人资本主义”转化。这一转化的一个明显特征就是资金市场结构的改变。过去几十年来，美国资本市场的结构发生根本性的变化，各种机构投资者所占的比重越来越大。如表四所示，机构投资者在美国企业资产中所占比重已经从1950年的6.1%上升到1996年的48.8%。

表四：美国机构投资者占企业总资产的比例

年 份	企业资产总市值 (10亿美元)	机构投资者资产的总市值 (10亿美元)	%
1960	421.2	52.9	12.6
1970	859.4	106.4	19.4
1980	1,534.7	519.9	33.9
1988	3,098.9	1,368.7	44.2
1989	3,809.7	1,710.7	44.9
1990	3,530.2	1,665.9	47.2
1991	4,863.8	2,065.5	42.5
1992	5,462.9	2,423.2	44.4
1993	6,278.5	2,809.4	48.3
1994	8,293.4	3,027.9	48.1
1995	8,345.4	3,889.5	46.6
1996	10,061	6,009.1	48.8

资料来源：美国企业论坛(Conference Board, 1998)

由于控股比重的上升，机构投资者对于任何一个经营不善的企业不可能简单地采用抛售该公司股票，“用脚投票”的方式来解决。因此，美国的机构投资者已经一改历史上对企业管理的被动、旁观态度，开始向积极参与企业战略管理的方向演化。九十年代初，美国五大公司的董事会(国际商用机器公司IBM，通用汽车GM，康柏Compaq，美国电话电报AT&T，美国捷达(American Express)先后解雇了首席执行官，迫使这些大公司从根本

上改变经营策略，就是这种“投资人资本主义”改革的代表性事件。

(三) “公司治理结构”内容摘要

本书内容共分三大部分，二十一章。第一部分六章讨论关理论问题，第二部分九章讨论中国实践，第三部分七章介绍美国经验。

第一、二、三章讨论的是企业治理结构的基本理论问题。在第一章中刘芍佳教授和李骥同学讨论了企业治理结构改革的前提条件。作者分析了对英国国有企业私有化改革的历史经验，论证了“超产权论”在企业治理结构改革的指导意义。文章认为，产权改革、利润激励只有在竞争的条件下才能奏效，而利润激励只是决定企业绩效的众多因素之一；只要引入充分竞争，企业治理机构改革和产权归属是可以分离的。其政策含义是，对国有企业改革来说，引进充分竞争比改变所有制更重要。

张维迎教授的第二章则更重视所有制问题。张维迎教授在第二章里深入浅出地论述了企业治理结构的最基本的理论基础，“委托—代理”关系，把治理结构问题归结为企业控制权和剩余索取权的安排问题。文章认为，最佳的治理结构是企业的控制权与剩余索取权对应的企业。在企业内部的“生产者”和“经营者”之间，应该让工作最重要、又最难监督的成员拥有所有权。

第三章里梁能教授讲了两个总裁坚持错误决策的故事及其不同结局，对比了福特汽车和康柏电脑公司治理结构的得失。文章指出，亨利·福特和若德·凯宁(康柏总裁)都是自己企业的大股东，搞好自己的企业是他们的根本利益之所在，他们之所以坚持错误决策拒绝改革并不是因为利益机制问题，不是因为他们没有企业的剩余索取权。他们的问题在于认知模型与环境要求错位。文章由此引出了总裁管理能力趋势性变化的内在规律问题，介绍了管理理论中关于总裁生命周期的五阶段模型，强调了健全董事会制度的重要性。

第四章李惠眉教授讨论的是董事会建设的一个重要外部条件：一个有效的董事人力资源市场。因为只有当市场能够有效地区别“优质董事”和“劣质董事”时，并给予相应奖惩时，董事真正行使董事职责，董事会才可能对企业经理层真正起到监督制约和咨询参谋作用。李惠眉教授对1989年到1993年间的129起兼并案例的董事会解散后各种不同背景的离职董事获得其它企业董事职位的频率数据作了统计分析。文章发现，美国的董事市场是有长期记忆力的；高素质董事的杰出表现会为他们带来新的董事职位，而劣质董事离职后则不会被其它企业聘用。

第五章项兵教授讨论了经理人员的“代理人”行为的一个特例，管理腐败(高级管理人员的收取回扣)问题和不同企业治理结构对其制约的有效性。项兵教授指出，依靠管理人员利润激励机制来遏制管理腐败的作用是有限的，在企业两权分离的状况下，经理人员个人的回扣收入通常超过他们的在企业的利润分成因为企业受损而减少的部分；因此，单靠理顺投资人、经理人之间的利益机制不可能完全抑制管理腐败的发生。项兵教授比较了英

美、日德和东南亚三种企业治理结构的基本模式，认为发展中国家和转型经济国家应当着重借鉴东南亚家族企业在这方面的成功经验。

第一部分的前五章虽然观点各不相同，但是考察的重点都是企业的管理人员。第六章理查德·富兰克教授讨论的则是企业治理结构中的员工地位也就是产业民主问题。文章区分了产业民主与现代人事资源管理的不同概念；前者是一种正式的制度安排，在企业的权力机构中赋予员工平等的决策权力，而后者是非正式的行为模式，是一种由经理人控制的磋商机制。文章从“民主是一种更有效的社会组织方式，是一种能够发掘人的潜力的最好手段”的角度出发，考察了产业民主与经济发展之间的关系。通过对十几个欧洲国家产业民主状况与国民经济成长率相关关系的统计分析，富兰克教授发现员工参与决策对于国家整体经济状况的提高有重要的积极作用，但是美国的情况是个例外。

本书第二部分九章讨论的是中国企业治理结构改革所面临的实践问题。第七、八、九三章讨论了中国企业改制面临的现实条件和大思路。高尚全教授(第七章)根据大中型国有企业负债严重，国有经济自身支付能力不足和非公经济实力上升的事实，强调了资本市场发展对推动大中型国企改革的重要性。樊纲教授(第九章)则认为，尽管国企改革的成功最终取决于大中型国企改革的成功，但中国的实际决定了我们目前事实上仍然处于中小企业改革阶段。由于大多数中小国企目前还不具备“上市资格”，不可能通过进入国家级资本市场融资、重组，因此樊纲教授特别强调地方性资本市场发展对中国下一步企业治理结构改革的重要性。

第八章的三则短论来自于周其仁教授对中国企业改制实践所作的的第一手考察。从大量具体个案的理论分析中找出问题症结，从企业家在实践中摸索出来的成功经验中寻找可操作的下一步改革对策，是这三则短论的共同特点。在三则短论中，周其仁教授特别强调了企业家的创新能力和创新活动在体制改革实践中的关键作用，对企业家在实践中创造出来的以面向未来的“买股权”的方式取代面向历史的“分资产”的改制方法给予了极高的评价。周其仁教授指出，只有企业家和企业家的创新活动才能从根本上启动市场发展经济；如果经济学家的眼睛只盯着政府，忽视向企业家和实践学习，必定会带来经济学的贫困。

本书的第十、十一、十五三章从不同角度考察了中国资本市场的发展问题。许小年、王燕博士(第十章)对中国上市企业的股份构成与企业绩效之间的关系作了实证研究，他们的研究发现，股权的集中程度与公司业绩之间存在着正相关关系，但是国家股则与企业业绩则呈负相关关系。王奔博士和王立彦教授探讨了中国双轨制资本市场信息披露的特殊情况。他们的实证研究发现某些上市企业的信息披露在国内市场(A股)和香港市场(H股)表现出重大差异，但市场对这种差异目前却没有表现出任何明显反应。冯鸿玑、梁伟坚教授回顾了中国资本市场发展的历史进程，为读者提供了关于中国国内股市、海外市场利用和公司债券市场全面数据，勾画了中国资本市场的基本轮廓。

第十二、十三、十四三章分别讨论了国有企业改革的有关政策问题。高善文、姚洋教授(第十二章)分析了企业以破产或兼并方式重组时，中央政府、地方政府和企业三方的在

不同信息条件下的利益关系和政策选择，对现行的破产与兼并政策的成本不对称问题提出了批评。文章建议以招标竞争的方式进行企业兼并。于立教授和马骏博士(第十三章)对国有企业的性质作了全面分析，指出并不是所有的国有企业都应该“政企分开”；并不是所有的“公共用品”都必须由国有企业来提供；中国的目前的“公司法”并不适用于所有的国有企业，许多国有企业也不宜采用股份制。第十四章徐滇庆教授对国有企业改革中通常把国有企业经理人员视作经济学理论中的“代理人”的看法提出了异议，文章认为国有企业经理更多地是官员而不是经理；大多数官员不具备转化为企业家的条件，国企经理也不宜由党委组织部门来选拔。

本文第三篇共七章介绍的是美国近十年来在公司治理结构改革方面的经验和有关参考数据，由美国各有关权威机构提供。第十六、十七两章均由美国教师保险及年金协会(TIAA-CREF)提供。TIAA-CREF是美国公司治理结构改革运动中最为积极、影响最大的机构投资者之一。第十六章是该年金协会首席执行官对公司治理结构改革问题的历史回顾和TIAA-CREF的基本立场；该文总结比较了机构投资者与上市企业之间的以“投反对票”要挟的“威胁模式”，以参与决策、长期投资，作“耐心资本”的“关系投资”模式，和以定期磋商审核管理决策的“复杂监督”模式，提出了不介入管理决策，关注治理结构的“过程模式”。第十七章则是TIAA-CREF总结的理顺公司治理结构的若干基本原则。

第十八、十九两章的材料由美国全美企业董事联合会(NACD)提供。这两章讨论的是企业治理结构中最重要、也最困难的两个问题。一是董事会建设和董事本身的专业素质问题。二是如何建立一套评价总裁和董事会的制度和标准问题。

第二十、二十一、二十二章的材料来自于美国投资者责任研究中心(IRRC)，提供了美国最有代表性的1500家企业(500家大型，400家中型，600家小型)治理结构的基本数据，其中包括董事会的构成情况，董事和总裁的报酬方式，收入构成，以及对这些数据的分行业、分企业规模的归类分析。这些关于美国企业治理结构的实际数据及其分析还是第一次被译成中文，具有相当高的参考价值。第二十二章介绍了美国各州关于企业治理结构立法的主要异同，对有关主要法律问题作了简明通俗的解释。需要说明的是，第三部分所介绍的美国模式的经验只是企业治理机构的一种模式；其它模式的经验本书没有涉及。

2000年5月

主要参考文献:

Adolf A. Berle and Gardiner Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers (reprinted 1991).

The Conference Board's Global Corporate Governance Research Center, 1998. "Patterns of Institutional Investment and Control in the United States," *Institutional Investment Report Vol.2, No. 1*, June.

Fafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1999. "Investor Protection and Corporate Governance," paper presented at the Second CCER-NAER Annual Conference on Chinese Economic Reform, June 23-24, 1999, China Economic Research Center (CCER), Peking University, Beijing, China.

OECD, 1998. "Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries," *Financial Market Trends Vol. 69*: 15-37.

Shleifer, Andrei and Robert Vishny, 1997. "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, 737-783.

Yoshimori, M. 1995. "Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West," *Long Range Planning*, Vol. 28, pp.33-45.