

# 公司治理结构理论述评

邱慈孙

我国国有企业经历了放权让利、利改税、承包制等改革形式,现在又提出建立以公司治理结构为特征的企业制度,这些改革都是在寻找国有企业所有权与经营权两权分离的有效途径。围绕着公司治理结构的内涵、国有企业公司治理结构的特性、解决国有企业公司治理中所有者缺位的思路以及具体的激励约束机制,众多的专家、学者撰文立论,各抒己见,公司治理结构问题研究已经相当深入。本文拟对上述几个重大问题观点进行综述,并作简要评析。

## 一、公司治理结构的涵义

关于公司治理结构的定义,不同的文章虽然表述不尽相同,但其具体的涵义则大体相近,主要从四个角度进行分析。

1. 公司治理结构是一种制度安排。张维迎认为,狭义地讲公司治理结构是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排;广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排。林毅夫等把公司治理结构定义为所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制的一整套制度安排。许小年认为公司治理机制是包括债权人在内的出资人所作出的法律和制度安排以使管理者按照出资人意愿为出资人的利益而工作。郑红亮认为,公司治理结构是用以处理不同利益相关者即股东、贷款人、管理人员和职工之间的关系,以实现经济目标的一整套制度安排,它包括如何配置和行使控制权,如何监督和评价董事会,如何设计和实施激励机制。王国生以市场的本质不是交易的场所,而是“买者与卖者之间的交换关系”为例,说明公司治理结构不是由股东大会、董事会、经理人员、监事会所组成的管理机构,而是一套用以保证股东、经理人员及职工在明晰权责、相互制衡的关系中经济利益均得以实现的制度安排。上述概念尽管对公司治理结构所涉及的范围宽窄略有不同,有的将公司治理结构全面界定为所有者、债权人、经营者和职工之间的制度安排,有的则着重强调所有者与经营者这两个主要因素,而将债权人和职工这两个在公司治理结构中相对次要的因素简略,但这显然不是什么实质性的分歧,只不过是便于分析公司治理问题时抓住主要矛盾而已。公司治理结构的定义描述,基本达成共识,都有一个共同的特点,都认为是一整套制度安排。

2. 公司治理结构是要解决委托代理问题。按照产权学派的

解释,企业是由人力资本所有者与非人力资本所有者之间签定的契约,所有者与企业经理是一种委托代理关系,委托人和代理人的目标函数不一致可能导致代理人为追求自身利益最大化而采取机会主义行为。委托代理理论就是要研究委托人如何设计一套有效的约束激励机制,以使代理人在追求自身利益最大化的过程中自觉地维护委托人的利益。人们从所有者与经营者利益不一致出发研究公司治理机制的必要性,普遍认为公司治理结构安排是解决委托代理问题。许小年认为,公司治理机制的问题是出资人和管理者的利益不一致所引起的。尚鸣认为,公司制度就其运行机制而言是“代理经营制”;公司制度中“股份制”只是其资本结构的特征,而所有权和经营权的委托代理才是其实质和“精髓”。朱天认为,当所有权与经营权分离的时候,公司治理结构是解决代理人问题的关键。郑红亮认为,公司治理要处理的是公司资本供给者确保自己可以得到投资回报的方法问题,其实质是要解决因所有权和控制权相分离而产生的代理问题。

3. 公司治理的基本特征在于构建激励约束机制。张维迎从控制权与剩余索取权的对应角度分析典型的公司治理结构应该是股东拥有剩余索取权和“每股一票”的投票权,通过投票选择董事会并通过董事会聘任经理;经理的收入由合同薪水加奖金、利润分成和股票期权组成,拥有对企业日常运行的决策权;债权人获取合同收入,企业破产时才取得企业的控制权;工人拿取固定工资。许小年把公司治理的外部环境与内部机制相结合,认为公司治理有两种类型,以分散的个人投资为主体的英美公司通过间接的市场手段建立治理机制,具体包括外部接管的潜在威胁、高级管理人员持有本公司股票、股东大会动议、董事会直接指导,而日、德模式则依靠大股东的直接控制实行公司治理。项兵则将治理模式区分为三类,认为英、美型公司治理结构所依赖是企业运作信息的充分披露和比较完善的立法和执法体制,日、德型公司治理结构主要依赖大股东监督、集体决策以及高级经理人员的终身雇佣,东南亚家族型公司治理结构是大股东对公司控股进行决策。魏杰、侯孝国将公司法人治理结构的基本控制和管理程序概括为股东大会——董事会——支薪经理人员。郑红亮分析认为,公司治理的目标主要有两方面,一是要给经营者以充分的自由去管理好企业,二是要保证经营者以股东的利益为准绳,企业经营者能够得到有效的

监督和约束, 而实现这两大目标, 董事会 (或监事会) 在日、德等网络导向型体制中有较强的作用, 包括产品市场、股票市场和经理人员市场等在内的公司外部治理机制则在英、美等市场导向型公司体制中起很强的作用。赵增耀认为委托代理理论将公司治理体系的基本构成界定为董事会和大股东的监督、独立的市场和会计信息披露、代理权竞争和接管、公司的金融结构特别是债务约束、激励契约等。王国生提出有效率的法人治理结构主要包括以下特征: (1) 所有权与管理权职能的分离; (2) 对代理人的有效监督机制; (3) 委托代理关系具有激励相容机制; (4) 企业家选拔机制。从以上不同角度描述的公司治理特征来看, 我们不难发现, 这些具体的特征都是为了解决委托方与代理方的委托代理问题而必须具有的激励约束机制。

4. 公司治理运作需要外部环境。朱天认为有效的公司治理结构是建立在市场制度尤其是金融市场及法律制度的基础上, 他明确指出公司治理机制需要有比较健全的法制和运作良好的金融市场支持。刘苟佳、李骥提出超产权论观点, 把企业治理简化为经营利润收益激励机制、经理聘任机制与企业资本、财务机制, 认为竞争是保证治理机制的先决条件, 靠利润激励去驱动经营者的努力必须要有竞争市场为前提。众多的文章把西方公司治理机制分为两种类型, 日、德模式主要依靠公司治理的内部控制, 而英、美模式则强调公司治理有比较完善的产品市场、资本市场和经理市场等外部环境。

综上所述, 我们可以将公司治理结构定义为公司所有者通过构建对经营者的激励监督机制着重解决所有者与经营管理者之间委托代理问题而形成以比较完善的市场运行机制为基础的一整套制度安排。

## 二、我国国有企业公司治理的特性

杨瑞龙等认为, 国有企业的治理结构具有双层分配合约的特征, 国家为确保国有资产保值增值, 有效地激励和约束企业的经营行为, 委托政府作为国有资产的监护人与企业经营者签定第一层的合约, 内容包括国家与企业之间的剩余分成等, 在此基础上, 企业经营者与工人再签订第二层合约, 内容主要涉及工人应承担的责任和义务以及应获得的相应报酬和权利, 第一层分配合约决定企业的决策效率, 直接影响企业的盈利能力。按照这一主张, 国有企业改革应主要围绕着国家与企业签定的第一层合约进行, 而不应在“工资侵蚀利润”的命题上大做文章。笔者认为, 国有企业公司治理结构中所有者与经营者之间的委托代理问题固然是主要的, 但第二层合约中所出现的“工资侵蚀利润”实际上是第一层合约“内部人控制”的一个方面, 完全忽视第二层合约的公司治理结构也是不现实的。不少观点认为, 国有企业治理结构具有多层次自上而下和自下而上的委托代理关系, 在多层次委托系列中, “全民”、中央政府、地方政府及其所属部门分别是第一、二、三级委托者; 在多层代理系列中, 企业经营者、地方政府及其所属部门、中央政府分别是第一、二、三级代理者。这种委托代理关系使“政企不分”、“政资不分”成为制度常态。陈小洪认为, 我国现行国有资产管理体制实行“国家统一所有、政府分级管理”, 除部分国

有企业由中央直接管理外, 大部分国有企业由省地县三级政府管理, 国有企业的产权关系不明确, 多级管理链条不能形成有效的所有权约束, 为此建议改政府分级管理为分级所有, 缩短委托代理链条, 明晰产权归属, 各级政府作为国有资本所有者设立国有资产管理委员会, 考核和审计国有资本运营绩效, 并决定国有企业董事人选, 通过一级持股公司, 建立有所有权“嵌套”约束关系的多级持股体系。吴晓灵也认为解决出资人缺位的唯一办法是国有资产由县、市、省、中央分级所有以及由大型企业集团所有。针对我国国有企业现行委托代理关系中存在严重的政企不分问题, 不少同志主张对国有企业进行公司制改造, 形成国有资产管委会、资产经营公司、股份公司多级代理架构。笔者认为, 上述措施虽然可能起到弱化政府对企业的行政干预的作用, 但并未解决实质性问题。由于国有制条件下引入多级代理关系是在国家与企业之间引入国有资产管理局、资产经营公司、控股公司等多级中间代理人, 仍然存在监督成本可能太高的问题, 多级代理的成本可能会大于其收益, 而且, 新的多级代理架构虽然明确了国有资产投资主体, 设立了授权投资企业, 但在被授权机构层次上, 所有者缺位问题并没有得到解决。

## 三、解决国有企业公司治理结构中所有者缺位问题的思路

公司治理结构最大的特点在于解决所有权与经营权分离状况下委托代理问题, 形成有效的激励约束机制。我国生产资料公有制下, 国有企业实行全民所有制, 国务院代表全民, 涉及到具体与企业法人建立委托代理关系时, 则企业主管部门、国有资产管理部门成为委托人的代表。由于委托人虽然代表所有者, 但其本身并不是真正的所有者, 通过所有者代表对经理人员进行监督, 本身就存在对监督人的激励约束问题。国有企业的所有者缺位这一客观实际情况使我国公司治理结构难以按日、德模式运行, 不能通过真正的所有者关切自身经济利益而积极监督经理人员。按照产权学派的观点, 私有产权是有效率的产权, 私人具有经济理性, 为了自身经济利益, 私人所有者有直接监督生产者的激励机制, 因此, 他们认为所有者与经营者合二为一的古典资本主义企业模式是有效率的。企业家与资本家合二为一是一种理想状态。这种观点有一个重要缺陷, 那就是由于两权合一的私有化模式具有小型企业的特征, 与生产的社会化要求规模经营的发展趋势不相吻合, 因此为改变所有权虚置的现状而进行私有化改革在中国没有出路。围绕着如何解决或回避所有权虚置问题, 还有不少主张。有的同志鉴于所有权虚置, 国家以所有者身份获取剩余索取权面临很大的委托代理成本, 企业“内部人控制”现象十分严重, 提出变国家所有者身份为债权人身份, 只获取固定收入, 节约监督成本, 保证国有资产安全稳定, 保证最有经营才能的人选拔到经营者岗位。笔者认为, 这一主张固然解决了对经理人员的激励问题, 回避了对经理“内部人控制”的有效防范问题, 但由于国家完全放弃在很大程度上体现所有权特征的风险收益权, 实际上是变相的私有制, 国有资产保值增值也无从谈起。也有一些同志借

鉴日本、德国的做法，提出通过银行实行债务重组将银行负债转换为股本对企业进行控股约束，影响企业经营决策。笔者认为，债务与股本转换有助于减轻企业的利息负担，但对改善企业经营决策作用却微乎其微，我国国有企业负债率很高，国有企业的主要债务是向银行借的，债务约束这一硬约束在我国变成软约束，银行有大量的不良债权尚且难以收回，试图通过银行进行债务与股本转换进行约束对我国企业经营难以起到作用。如何使国有企业在所有权虚置的情况下能够有效经营，有些同志从小股东“免费搭车”获取经营收益的公司治理结构中得到启发，建议改革目前我国国有股权过分集中的股权结构，放宽国有股份的流通限制，使我国公司治理结构股权多元化，放宽对个人持股的限制，培育多种形式的持股主体，吸收一部分私人股东与国有股份结合，使私人股东因拥有一定股份比例而关心企业的盈利并积极参与董事会对经理人员进行有效监督，从而避免国有股权过分集中体制下政企不分和因所有权虚置产生缺乏有效率的监督问题，使国有股能“免费搭车”获得收益。笔者认为，优化股权结构，让一定的私人股东参与国有企业决策应该说是解决国有企业所有权虚置问题的一个思路，但是，私人股东如果都是分散的小股东也不会有参与企业经营决策的机会和积极性，而且国有与私有混合经营可能因为国有股代表被私有股所有者收买而作出有利于私有股的决策，从而使国有股蒙受损失，此外，实行股权多元化也必须有选择地进行，对涉及国民经济命脉的一些行业，如邮电、通讯、石油开采、铁路、电力、石化、钢铁、粮食、金融、高科技信息产业等行业，仍应实行国有经营或由国家控股经营，以体现我国公有制主体地位。更多的同志（如吴晓灵）在肯定股权结构多元化的同时，为减少股票市场的投机性，提高投资运作的长期性和有效性，主张发展法人持股为主的资本市场，一方面使众多居民投资者以较低成本分享进入资本市场的收益，另一方面可以对上市公司治理结构带来积极影响。法人持股中银行参股模式的缺陷前面已经分析，至于法人持股中投资基金参股模式虽然在日本、德国起一些作用，但也不能寄予过高的期望，因为投资基金本身要对投资人负责，普遍都是采取风险分散原则，投资不会过于集中，其经营目标是为获取股票收益，主要采取购进抛出股票的方式获取收益，对参与企业经营约束并无很大兴趣，而且投资基金运作本身也有治理结构问题，经营不善往往使投资人蒙受重大损失。法人之间相互持股，可以对经营决策进行约束监督，可能是我国国有企业可以尝试的改革之路。

#### 四、国有企业公司治理的激励约束机制

公司治理结构对代理人的激励主要体现在给予经理人员高额收入。产权学派认为，企业是各种要素的所有者为了节约交易费用而达成的契约，企业众多的要素所有者可分为两大类，一类是物质资本（非人力资本）的所有者，即资本所有者、股东等；另一类是提供人力资本的所有者，包括企业的经理和工人。出于风险规避的考虑，经理人员和工人会宁愿获取一笔数额较少但相对稳定的固定收入。但是，由于委托代理信息分布的不对称，即使给经理人支付较高的固定收入也缺乏真正有

效率的激励，不利于经理的额外努力。在西方国家，企业经理除了获取较高的固定收入外，还可根据经营业绩获得分赠的一定股票，或采取股票期权的方法，允许若干年后将一部分股权按现价转让给经营者，使经营者因经营业绩显著获取股权未来价格与现价的差额收入。参股或股票期权的形式能够有效地激励经理致力于提高企业的长远绩效。为了对经理人员进行有效的激励，不少同志主张对经理人员实行年薪制，有的还建议将明显超出生活必要部分的奖励收益累积留存于企业作为经营者抵押风险保证，经营期满考核合格时一并发还或转为个人股份。另一些同志认为在所有者缺乏有效监督条件下，迫切需要调整经理选聘制度，积极推进经理的组织制度变革。显而易见，这些激励措施并行不悖，综合施行可能会有较好的效果。

在公司治理结构中，激励机制固然重要，但是，所有权与经营权两权分离情况下，由于经理人员与股东之间存在利益背离，所有者如何有效地控制和监督经理的经营行为显得更为重要，这就需要建立一种机制对经理人员进行约束。发达资本主义国家公司治理结构关于监督代理人的机制主要有两种模式。一种是日、德模式，法律鼓励少数股东控制企业的大部分股权，通过股权高度集中，形成大股东对经理人员监督管理的激励，大股东拥有较多的股权而进入董事会，通过召开会议举手投票，对企业的长期目标等重大事项进行决策，选择有能力的企业经理，使企业经营符合所有者利益，企业经理的经营行为受到大股东的直接约束。另一种约束机制是英、美模式。在英、美等国家，股权比较分散，主要通过资本市场的完备迫使经理人员努力经营以稳固自己的经理地位。在股权过于分散的情况下，小股东没有联合收集股权参与决策的积极性，但可以“用脚投票”，即消极地转让股票的方式，使股价下跌，从而影响经理在企业家的市场的身价，也可能引发恶意收购，使原有的企业经理面临被取代的危险。此外，健全的破产机制和兼并机制也都迫使经理人员为了稳固自己的经理位置而努力工作。

我国一方面国有企业因为是全民所有而在实际操作中存在所有权虚置难以对企业的“内部人控制”进行有效监督，另一方面公司治理结构无需所有者直接监督的资本市场运作机制尚未真正形成，从而导致我国公司治理结构的低效运行。为此，众多专家、学者如前所述从优化股权结构入手试图解决所有者缺位问题，与此同时，也有不少专家、学者从外部环境入手解决对代理人的监督问题，如林毅夫等主张形成充分竞争的外部环境，硬化国有企业预算约束，使企业的利润率能够真正成为反映企业经营绩效的充分信息指标，便于监督约束；朱天认为中国最重要的问题并不是如何寻找一套固定的治理模式去模仿，而应建立和完善一套基本的市场经济的游戏规则。笔者认为，公司治理结构的运作有助于企业筹集资金，其内部治理结构在一定程度上形成了出资者对经营者的激励约束，对于解决所有权与经营权两权分离情况下委托代理问题有积极作用，但产品市场、资本市场、经理市场等公司治理结构的外部运行环境可能是公司治理取得较好效果的重要因素，而这些竞争市场并非公司治理的内生因素，因此，我国国有企业改革在建立以公司治理结构为特征的现代企业制度的（下转第74页）

是指这种价格牺牲短期利润以增加其长期利润,因而现行的价格是不足以回收成本的。采用这种价格的目的是为了恐吓竞争对手。因此,应禁止捕获性价格,以避免价格作为战略武器运用。同样的推理也可用于超额市场能力作为战略武器。

#### 主要参考文献

- 1 黄亚钧等:《现代产业组织》,上海,上海人民出版社,上海三联书店,1998。
- 2 方甲:《产业组织理论与政策研究》,北京,中国人民大学出版社,1993。
- 3 [美]米什金:《货币金融学》,中文版,北京,中国人民大学出版社,1998。
- 4 王洪章等:《现代商业银行经营管理》,大连,东北财经大学出版社,1995。
- 5 [美]瓦里安:《微观经济学》(高级教程),中文版,北京,经济科学出版社,1997。
- 6 [美]布兰查德、费希尔:《宏观经济学》(高级教程),中文版,北京,经济科学出版社,1998。
- 7 [美]斯蒂格利茨:《经济学》,中文版,北京,中国人民大学出版社,1997。
- 8 张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海,上海人民出版社,上海三联书店,1994。
- 9 Baumol, W & Panzar, J., Willig R., Contestable Markets and

Theory of Industry Structure, New York, Harcourt Brace Jovanovich, 1982

- 10 Berger, A. & Hannan, T. H., The Price- Concentration Relationship in Banking, Review of Economics and Statistics, 1989
- 11 Conseil National Du Credit, Le cout du credit aux entreprises selon leur taille, Paris, No. 7, 1990
- 12 Dietsch, M., La concurrence bancaire, vers de nouvelles règles du jeu, Review d'Économie financière, Paris, No. 4, 1991.
- 13 Edwards, F., The banking Competition Controversy, National Banking Review, No. 9, 1965
- 14 Fudenberg, D. & Tirole, J., Dynamic Models of Oligopoly, Londres, Harwood, 1986
- 15 Fudenberg, D. & Tirole, J., Understanding Rent Dissipation, the Use of Game Theory in Industrial Organisation, American Economic Review, No. 5, 1987.
- 16 Gale, D & Helwig, M., Incentive- Compatible Debt Contracts, The One- Period Problem, Review of Economics Studies, No. 10, 1985
- 17 Stigle, G. J., The Organisation of Industry, Homewood, 1968
- 18 Williamson, O. E., The economic Institutions of Capitalism, The Free Press, New York, 1985

(作者单位: 武汉大学保险学系 武汉 430072)

(责任编辑: 向运华)

(上接第66页)同时,应该积极构建和完善公平竞争的市场机制。

#### 参考文献

- 1 张维迎:《所有制 治理结构及委托—代理关系》,载《经济研究》,1996(9)。
- 2 林毅夫、蔡昉、李周:《现代企业制度的内涵与国有企业改革方向》,载《经济研究》,1997(3)。
- 3 许小年:《以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场》,载《改革》,1997(5)。
- 4 郑红亮:《公司治理理论与中国国有企业改革》,载《经济研究》,1998(10)。
- 5 王国生:《股本结构与法人治理机制》,载《经济学家》,1998(4)。
- 6 杨宏星:《公司制企业的权利是怎样分离的》,载《改革》,1997(5)。
- 7 尚 鸣:《以有限责任为主体规范公司运作制度》,载《管理世界》,1997(4)。
- 8 朱 天:《公司治理、国企改革与制度建设》,载《经济研究》,1998(1)。
- 9 项 兵:《管理腐败与公司治理》,载《改革》,1997(4)。
- 10 魏 杰、侯孝国:《国有资产形态的多元化与国有资产管理模式的多样化》,载《管理世界》,1997(5)。
- 11 赵增耀:《西方公司治理结构争论中的几个理论观点》,载《经济学动态》,1998(10)。
- 12 刘芍佳、李 骥:《超产权论与企业绩效》,载《经济研究》,1998(8)。
- 13 杨瑞龙、周业安、张玉仁:《国有企业双层分配合约下效率工资

假说及其检验》,载《管理世界》,1998(1)。

- 14 石 磊:《国有企业的委托—代理结构与制度改进》,载《管理世界》,1997(2)。
- 15 陈小洪:《建立国有资产管理新体制》,载《管理世界》,1998(4)。
- 16 郑小国:《建立以法人持股为主的资本市场——访中国社会科学院金融研究中心特约研究员吴晓灵》,载《改革》,1997(1)。
- 17 杨瑞龙:《论国有经济中的多级委托代理关系》,载《管理世界》,1997(1)。
- 18 银温泉:《政企分开的可行性研究》,载《经济研究》,1998(2)。
- 19 张维迎:《中国国有企业改革的理性思考》,载《中华工商时报》,1995-01-23。
- 20 周小川、王 林、肖 梦、银温泉:《企业改革:模式选择与配套设计》,北京,中国经济出版社,1994。
- 21 何 俊:《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998(5)。
- 22 刘世锦:《资本市场:能否成为国有企业转轨的重要突破口》,载《改革》,1997(4)。
- 23 张卓元、郑红亮:《如何使现代企业制度试点取得突破》,载《改革》,1997(4)。
- 24 邓鸿勋:《关于国有企业“三年走出困境”的思考》,载《管理世界》,1997(6)。
- 25 王 璠:《论转轨时期国有企业经理行为与治理途径》,载《经济研究》,1998(9)。

(作者单位: 厦门大学经济学院 厦门 361005)

(责任编辑: 刘传江)