

# 公司治理

*International Corporate Governance*

(卢森堡) 马克·格尔根 (Marc Goergen) 著  
卡迪夫大学

王世权 杨倩 侯君 等译





为采用的教师  
提供教辅资源

下载网址: <http://www.hzbook.com>  
教学支持: 010-68353079, 88378995

马克·格尔根的《公司治理》是一本非常优秀的公司治理教科书,是我目前为止见过的同类书中最好的。该书涉及的主题十分广泛,我向所有对公司治理有兴趣的学者和学生强烈推荐。

——富兰克林·艾伦 宾夕法尼亚大学沃顿商学院

这本书非常系统、全面,将会成为公司治理领域公认的优秀教科书和参考书。

——科林·迈耶 牛津大学赛德商学院

美国公司出现了问题,大家都在反思。关于公司治理模式的选择问题,没有一个最优的模式,公司治理模式现在有趋同的趋势。马克·格尔根教授在总结和分析世界各国公司治理模式特有属性与多样性的基础上,力求对控制权与所有权、监管、利益相关者等诸多公司治理问题进行全面系统的阐述,为读者描绘了一幅展示公司治理概貌、灵活处理公司治理问题的路线图。

——李维安 南开大学公司治理研究院

本书不仅反映了公司治理的多学科本质,还采用国际视野强调全球公司控制权和公司治理实践的差异,也对现行的监管制度、实践准则和调查研究进行了论述。全书内容清晰严谨,尽量避免不必要的专业术语,力求使用大部分读者更容易接受的语言。本书适用于工商管理、会计学、财务管理、金融学、经济学等专业高年级本科生、MBA学生和研究生公司治理课程教材,或者任何涉及公司治理问题课程的教材。

# International Corporate Governance



PEARSON

[www.pearson.com](http://www.pearson.com)

投稿热线: (010) 88379007

客服热线: (010) 88379210 88361066

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

华章网站: [www.hzbook.com](http://www.hzbook.com)

网上购书: [www.china-pub.com](http://www.china-pub.com)

数字阅读: [www.hzmedia.com.cn](http://www.hzmedia.com.cn)

上架指导: 企业管理

ISBN 978-7-111-



9 787111 454311 >

定价: 49.00元



管理科学丛书

# 公司治理

*International Corporate Governance*

(卢森堡) 马克·格尔根 (Marc Goergen) 著  
卡迪夫大学

王世权 杨倩 侯君 等译



机械工业出版社

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

公司治理 / (卢森堡) 格尔根 (Goergen, M.) 著; 王世权, 杨倩, 侯君等译. —北京: 机械工业出版社, 2014.1

(管理教材译丛)

书名原文: International Corporate Governance

ISBN 978-7-111-45431-1

I. 公… II. ①格… ②王… ③杨… ④侯… III. 公司-企业管理-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 009466 号

### 版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2013-3555

本书用通俗的语言介绍了公司治理在全球各地的适用情况, 是一本普及性较强的公司治理入门教材。本书涵盖的范围比较广, 包括公司治理中的公司控制权问题、管制问题、行为问题以及利益相关者问题。本书不仅反映了公司治理的多学科属性, 而且还通过世界各地公司控制权和治理实践的不同, 反映公司治理的国际化属性。同时, 本书还对当前公司治理研究和实践的动态进行了介绍。

本书适用于工商管理、会计学、财务管理和金融学等专业高年级本科生、硕士研究生和 MBA 学生。

Marc Goergen. International Corporate Governance.

ISBN 978-0-273-75125-0

Copyright © 2012 by Pearson Education Limited.

This translation is published by arrangement with Pearson Education Limited.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher. This edition is authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Hong Kong SAR and Macau SAR).

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Pearson Education Limited 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国香港和澳门特别行政区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签, 无标签者不得销售。

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 刘利英 版式设计: 刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2014 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

185mm × 260 mm · 17.75 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-45431-1

定 价: 49.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210 88361066

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: hzjg@hzbook.com



## 推荐序

近年来，公司治理成为理论和实践关注的焦点问题。对公司治理问题的全球关注，以及近年来一些超前于实践的公司治理理念的提出，实质上是源于“良好的公司治理是企业获取竞争优势的源泉，是企业可持续增长和发展的制度保证”这样一个不断增强的共识。伴随着理论研究的深入，研究内容从治理结构与治理机制，拓展到治理模式与治理原则。中国公司治理研究也大致经历了这几个阶段，即以公司治理理念的导入为始点、从法人治理结构到公司治理机制、从单个公司治理到企业集团治理、从国内公司治理到跨国公司治理、从传统企业治理到网络组织治理等理论研究。

为了判断公司治理结构的完善程度，有必要评价测定公司治理水平。就目前我国的公司治理状况而言，总体来说存在一定的问题。研究显示，我国上市公司整体治理水平逐年提高；多数公司满足了强制性治理的要求，但治理等级高或者特别好的公司仍然偏少；治理风险仍然是值得关注的问题。另外，我们要看到，国家通过建立现代企业制度来进行公司治理，公司治理不管在制度建设上还是在应用上，都比以前有了很大的进步。CCGINK 的研究结果显示，公司治理较好的公司财务绩效表现更好，这说明公司治理在改进公司财务绩效方面已经发挥作用。

美国公司出现了问题，大家都在反思。关于公司治理模式的选择问题，我们认为没有一个最优的模式。从国家层面来说，现在公司治理模式有趋同的趋势。例如，德国、日本也引入了独立董事制度。我们看到，作为治理模式典型代表的英美模式，也遇到了很多问题，也在不断完善，所以并没有一种十全十美的模式。就企业来说，公司治理没有固定的模式，应当根据自己的实际情况，选择适合自己的治理模式，因为公司治理本身就是渐变的且不断完善的演进过程。

他山之石，可以攻玉。我很高兴能读到这本《公司治理》，它是马克·格尔根教授在总结多年公司治理教学的经验和分析世界各国公司治理模式特有属性及多样性的基础上进行研究所得出的真知灼见。在本书中，格尔根教授构建了完善的理论分析框架，力求通过有关公司治理问题的已有研究对各类公司治理问题进行审视，内容包括控制权与所有权、监管、利益相关者以及人类行为等诸多方面，给读者描绘了一幅展示公司治理概貌、灵活处理公司治理问题的路线

图，并对当今众多所谓“主流”理论所建立的假设前提和有效性提出质疑。相信读者在阅读本书的过程中，必然能够获得新的启示，汲取新的力量。

李维安

教授、博士生导师

管理学博士、经济学博士

南开大学公司治理研究院院长

首批管理学科长江学者特聘教授

教育部高等学校工商管理类专业教学指导委员会副主任委员

中国管理现代化研究会公司治理专业委员会主任委员



## 译者序

马克·格尔根教授早年任职于曼彻斯特理工大学和曼彻斯特商学院，主要教授公司理财、财务管理和国际金融等课程。任教期间，在金融学领域卓越的研究成果令他在国际上享誉盛名。从那时起，他就对公司治理拥有非常独到的见解和深刻的认识。之后，格尔根教授转到卡迪夫商学院任教，正式开始讲授公司治理课程，但是他发现现有的公司治理教材，要么范围过于狭隘，要么内容不够深入，并不适合作为公司治理课程的教科书，于是他决心编写一本涵盖公司治理更广泛内容的教科书。

《公司治理》一书，正是格尔根教授为讲授公司治理课程精心编撰的教材。本书的最大亮点在于国际视野，力求囊括全球范围的公司治理问题，注重世界上不同国家间所有权与控制权的差异。此外，本书建立在现有的学术研究基础上，反映了公司治理的多学科本质，并关注实践性，提出对现存体制和法律制度的评判性观点。全书共分为以下五个部分：

第一部分简要介绍了公司治理。本部分从公司治理的多种定义入手，论述委托代理等主要理论以及全球的公司治理模式，并指出英美两国公司治理与世界其他国家之间的差异。具体来讲，英美两国公司的所有权与控制权几乎没有差别，但在世界其他国家的情况则不同，控制权与所有权相互分离，这通常会引起特殊类型的利益冲突问题。由此可见，委托代理理论在全球的适用性有限。

第二部分从国际角度阐述了公司治理。本部分主要采用比较法，描述不同的公司治理机制，不仅关注各个机制的共同特点，而且注重分析它们的独特属性。这部分从回顾资本主义兴起的经济和政治背景开始，以公司治理机制的不同分类标准为基础，论及公司治理、金融市场发展与经济增长之间的联系，以及为确保经理人创造股东价值而在全球各地所采用的不同公司治理机制。同时，格尔根还介绍了公司治理监管制度，特别是各国主要监管模式的优势与劣势。

第三部分探讨了除股东之外的公司其他利益相关者问题。内容涉及企业社会责任、社会责任投资、债权人相关问题、各个公司治理机制间的员工权力和发言权以及公司治理中“守门人”的职责。

第四部分重点研究了不同国家和不同公司内如何良好地运行公司治理机制。从新兴市场开始，指出由于裙带关系和政治干预，改善公司治理的任务十分困难。另外，本部分还论及证券市场对经济发展的作用，个体公司为保护股东和其他利益相关者利益免受管理层和大股东的侵

占，采用交叉上市、跨国并购或再设立等方法，以及正在申请上市或最近刚刚上市的公司治理问题。此外，本部分还探讨了公司治理中的行为问题，如董事会成员对首席执行官（或大股东）的绝对忠诚，以及管理者的过度自信或狂妄自大。

第五部分对全书进行了总结，阐述了改善公司治理所面临的挑战，并提出解决方法，指出为了提升有效性，市场需要治理。最近的事件已经表明较差的市场治理，尤其是较差的公司治理，不仅对相关的市场有负面影响，而且对社会整体的财富分配和社会公平有毁灭性的影响。换言之，糟糕的公司治理不仅会导致股东利益侵占问题的发生，而且会对其他经济角色和利益相关者（如债权人、纳税人、消费者和劳动者）产生不利的影响。

综上所述，《公司治理》既是一本面向在校学生与致力于管理工作的仁人志士的经典教材，又是一本面向实践管理者的案头读本。如今历时半载，本书的译稿终于与广大读者见面了，诚惶诚恐中有一种如释重负之感。值此之际，译者首先要感谢东北大学工商管理学院的领导与同事，以及机械工业出版社华章公司友人的支持与鼓励。其次，为了使本书以“晶莹无暇”的面貌呈现给读者，真实、准确地展现原书的全貌，在翻译过程中我们参考了大量本书中所涉及文献的已有译作，在此，对这些译者和出版社谨致谢忱。最后，在本书翻译过程中，机械工业出版社华章公司吴亚军编辑做了大量的协调工作，并提出了很多有益的建议，一并表示感谢。

本书是集体努力的成果，初稿翻译分工如下：杨倩、商国印翻译了前言、导论、术语表、第1章、第4章、第10章；丁洁翻译了第11章、第13章；王世权、张丹翻译了第2章、第3章、第5章、第6章；张秀慧翻译了第7~9章、第12章；侯君、范晶晶翻译了第14~16章。初稿完成后，由王世权、杨倩进一步对全书各章节进行了校阅，王世权负责全书的统稿。

鉴于时间和译者水平有限，书中不当之处在所难免，敬请广大读者批评指正。

王世权

2013年6月



# 前 言

我一直想写一本关于公司治理的教材，但直到最近才有勇气踏上这个冒险之旅。本人一直在曼彻斯特理工大学和曼彻斯特商学院讲授公司治理知识，但这只不过是作为诸如公司理财、财务管理和国际金融等课程模块的一部分。但是，当我加入卡迪夫商学院时，获得了讲授公司治理课程的机会。虽然我对这个机会感到很兴奋，但同时也发现，设计公司治理整个课程的任务有点令人气馁。其中主要的原因是缺少关于公司治理课程的合适教材。现有的教材对公司治理的观点都过于狭隘，大部分都将公司治理与监管和披露画上等号，而在我看来，公司治理的范围远不止于此。希望本书的读者能够感受到公司治理的领域非常广泛，其范围不仅仅涉及公司治理制度和最佳实务准则。在本书中，我已经尽力反映公司治理研究领域的多样化，并着力描述不同国家间公司治理模式的差异。希望读者从中能有这样一个收获：多样化并非不好。过去几十年，各国和国际的政策制定者尽力和谐化，甚至是标准化公司治理制度，但是，最近的金融危机给我们上了重要的一课：没有任何一种公司治理制度是绝对可靠的。换言之，公司治理领域仍然有诸多未解的难题，尤其是各种机制的有效性。因此，主张某一种公司治理模式优于所有其他模式的做法，似乎是很不成熟的。在撰写本教材的过程中，我遇到的挑战之一，同时也令人振奋的是，想要与各种政治信仰保持距离很困难，特别是与社会财富、收入和权力分配与再分配相关的那些信仰。确实，公司治理的根本并不只是关于“公司是怎样管理的”，它也涵盖范围更广的社会制度设计问题。最后，希望本书的读者能够轻松地阅读，并能在公司治理领域中找到兴趣。

马克·格尔根

2011年6月于卡迪夫

# 导 论

公司治理关系到每一个人。比如，我们中的一部分人直接持有上市公司股票，大部分工薪阶层通过养老基金、共同基金或单位信托基金间接持有公司股票。即使有的人既没有直接投资股票市场，也不是养老基金的成员，但一定听说了最近发生的公司治理丑闻，并在一定程度上遭受到次贷危机的影响。关于冰岛银行的倒闭也是本书第1章所讨论的一个案例，其中之一是格利特尼尔银行（Glitnir），它至今还亏欠英国地方议会两亿英镑，这笔资金是议会之前存放在银行的。这家银行的倒闭产生了巨大的影响，导致英国地方议会不得不削减提供给社区的服务。据我们所知，格利特尼尔银行是由冰岛商人乔恩·艾斯吉尔·约翰内森（Jon Asgeir Johannesson）所控制的。约翰内森先生在事业的巅峰时期通过控股博格公司控制了英国繁华商业区的不少商户，包括福来莎百货、沃尔沃斯、服饰品牌 All Saints、英国时装品牌 FC 和连锁超市冰岛食品。另外，博格公司还拥有美国连锁零售商店萨克斯百货公司的股份。就在立案期间，约翰内森先生仍然担任着福来莎百货的董事会成员和冰岛食品的董事长，但是现在，他正在接受审判，并与其他投资者一起被指控“侵占冰岛格利特尼尔银行的资产为个人所有，用来资助自己将要破产的私人公司”。此前，全球财产冻结指令已经命令他上交全部财产。现在，约翰内森先生的案子仍在进行，虽然他还没有被判刑，但事实上，格利特尼尔银行和一些其他冰岛银行的倒闭确实造成了巨大的经济损失。由此可见，某个国家的某个公司的经营失败很可能会带来大规模的不良后果，不仅波及这家公司的股东，而且也可能对较为疏远的、没有直接联系的经济活动者造成影响。因此，每个人都应该关心公司治理问题，尤其是公司经理人的经营行为。

## 本书的哲学

现有的公司治理教材，通常关注的是英美两国的公司治理问题。这多少令人有些费解，因为英美两国的公司治理模式与世界上几乎所有的其他国家都不同。事实上，英美两国证券市场中的上市公司大多是由公众持股（由众多小股东所有），但是，公司控制权掌握在管理层手中，而不在股东手中。与此相反，世界上其他国家的上市公司中普遍存在大股东，这些大股东拥有足够的控制权，可以对公司的日常经营产生重大影响。正是所有权与控制权之间的巨大差异，



导致英美之外的多数公司所出现的治理问题与英美两国有着较大的不同。另外，在过去几十年中，虽然各国和国家的监管机构认为英美的公司治理模式更为优越，但最近的金融危机表明，世界上并没有完美的公司治理模式，每种模式都存在缺点，并可能导致令人震惊的公司倒闭事件。由此可见，并不存在单一的方法或机制，能够解决所有的公司治理问题，并确保公司的长期经营。因此，公司治理教材应该对全球各个国家和地区的所有权与控制权多样性予以重视，并对公司治理问题进行评价。

重要的是，公司治理的特有属性和多样性，以及在大部分高等院校中（包括 MBA 项目）国际学生群体的不断增加，要求我们更应该重视公司治理的全球性。这也是本书各部分、各章节始终贯穿国际视野理念的原因。

与已有教材不同，本书更加重视实践性。考虑现有的理论研究提供了评述公司治理实践和制度的基础，因此本书建立在现有的学术研究基础上，采用了完善的理论分析框架。从中我们发现，当前的教材往往将公司治理制度视为不可改变的，并没有对理论建立的假设前提及其有效性提出质疑。例如，尽管缺少关于非执行董事有效性的经验证据，连续的英国最佳实务准则依然将“独立的非执行董事是良好公司治理的关键”作为其假设前提。但近期对董事间关系网的调查结果令人们更加担忧，独立董事经常只在名义上独立。

本书将尽量使用客观的和没有偏见的方法，向读者传达公司治理各个领域的知识。对于某些研究领域，现存的经验证据仍然是不确定的。本书并没有提出无事实根据的推测，或建议采纳被监管机构视为更先进的（唯一）方法，而是清楚地讲出该领域中知识的不足之处。在某些情况下，缺少研究结论可能令读者感到沮丧，但我们认为给读者制造虚假结论的做法更为糟糕。

总之，本书立足国际视野，反映公司治理领域的多学科本质，并提供对现存制度和法律安排的评判性观点。

## 本书的主题概要

本书主要分为以下五个部分：

- 第一部分——公司治理概论
- 第二部分——国际公司治理
- 第三部分——公司治理和利益相关者
- 第四部分——公司治理的改善
- 第五部分——结论

第一部分简要介绍了公司治理。如果课程只涉及公司治理的基本问题，并不探究太多细节，那么就可以更多地关注此部分。这部分内容回顾了公司治理的多种定义，讨论了公司治理的主

要理论——委托代理模型，还简要阐述了全球公司治理模式，重点强调英美两国与世界其他国家公司治理模式存在的差异。具体来说，虽然在英国和美国，所有权与控制权两者通常没有差别，但是在世界其他国家情况并非如此，所有权与控制权两者之间通常会产生分离，并引起特殊类型的利益冲突问题。正是由于公司控制权差异，以及所有权与控制权的分离，才导致大多数公司产生利益冲突，这与以委托代理理论为基础的利益冲突问题非常不同。由此可见，委托代理理论在全球的适用性有限。

第二部分深入讨论了公司治理的国际方面。本书并不是通过对个别国家相当简单的冗长的部门列表来描述不同的公司治理模式，而是采用比较的方法，重点研究各个模式的共同属性以及某个模式的独特属性。本部分从资本主义兴起的经济和政治背景入手，论述公司治理模式的不同分类标准，公司治理、金融市场发展与经济增长之间的联系，以及世界各地为确保经理人创造股东价值所采用的不同公司治理策略。本部分最后一章探讨公司治理监管，重点研究各国主要的监管模式（例如，法律制度与最佳实务准则）及其优势和劣势。

第三部分探讨公司股东之外的其他利益相关者问题。内容涉及公司社会责任和社会责任投资、债权人相关问题（如公司治理中债权人的积极作用、债权人可能遭受的利益冲突等），以及各公司治理模式内员工的权力和发言权与“守门人”的职责（如审计者、信用评级机构和证券市场监管者）。

第四部分阐述了能够确保各个国家和各个公司良好运营的公司治理制度。本部分从新兴市场入手，讨论证券市场对经济发展的贡献。新兴经济体常由裙带资本主义主导，如继承财富和政府干预，两者都有碍于公司治理的改善。接下来涉及的内容包括个体公司为脱离本国的公司治理标准，为股东和其他利益相关者提供更好的保护，使其利益免受管理层和大股东的侵占，可以采用的方法和手段如在外国股票市场交叉上市、跨国并购以及在外国或同一国家的其他联邦政府再设立。本部分还讨论了正在申请上市或最近刚刚上市的公司治理问题。这类公司遭遇了特殊的问题，如内部人和外部人之间严重的信息不对称。这类公司也拥有特殊的利益相关者，如风险投资家，他们在成熟的公司中并不存在。这类公司中首席执行官所拥有的权力往往比成熟的、同等规模的公司中首席执行官的权力更大。最后讨论了人类行为问题，如董事会成员对首席执行官（或大股东）的绝对忠诚，以及管理者的过度自信或狂妄自大。

第五部分对全书进行总结。内容涉及读者可以从前面章节学到的理论概述、改善公司治理所面临的挑战以及可行的解决方案。为了提升经济运行效率，市场需要良好的治理机制。最近发生的丑闻已经表明，较差的市场治理，尤其是糟糕的公司治理，不仅会给相关市场带来负面影响，还会对社会整体的财富分配和社会公平产生大范围、毁灭性的影响。换言之，公司治理失效不但会导致相关公司的股东利益受到侵占，而且也会影响其他经济要素和利益相关者（如债权人、纳税人、消费者和劳动者）的利益问题。

## 本书所涉及的新理论和发展

本书涉及公司治理的一系列新课题，包括契约型公司治理和人类行为模式问题。契约型公司治理是公司治理中一个重要且快速发展的领域。它是指个体公司为脱离本国的公司治理标准，提高（或降低）为投资者和其他利益相关者提供的产权保护水平而可以采用的方式和方法。这样的方法包括在外国股票市场交叉上市和跨国并购。虽然现有的金融学教材部分涉及这类新问题，但内容通常只是孤立地存在，并且与公司治理几乎没有相关性。本书试图弥补这个不足。最后是行为模式问题，致使各政党更加关注各个选区内董事会成员的行为问题。例如在英国，2010年3月3日，“特许秘书及行政人员公会”启动了一个名为“增强董事会效力”的咨询文件，以更新“西格斯准则”。其中，一个项目是关于“合适的董事会行为”的。<sup>1</sup>由此可见，公司治理教材中应该涉及经济参与者和监管者的这些行为问题。本书正是这样做的。

## 本书的目标读者

本书定位于高年级本科生、硕士研究生和 MBA 学生，既可以作为整个公司治理课程的主要教材，也可以作为仅涉及公司治理某个模块的教材之一（例如仅针对公司理财 / 国际金融的一个模块）。由于使用本书的读者类型不同，为满足读者的需求，本书对主要的专业名词进行了解释。

## 对教师教学的挑战

讲授公司治理课程的主要挑战之一是公司治理的多学科本质。因此，公司治理的学习不但需要具备多方面的管理学知识背景，而且需要精通会计学、经济学、金融学和公司法等领域。虽然我们尽力使用非专业性的语言方式来呈现公司治理中的理论概念，但是，想达到这样的目标还是很困难的。因此，当某个章节依赖于特定的背景知识时，本书将在这一章节开始向读者说明，并且向不具备这些知识的读者推荐合适的阅读资料。

## 本书适合的课程

本书适合作为公司治理课程的主要教材。这门课程通常适合于管理学或相关专业高年级本科生，也适合于硕士研究生课程（如会计学、金融学或管理学硕士项目）或 MBA 课程。

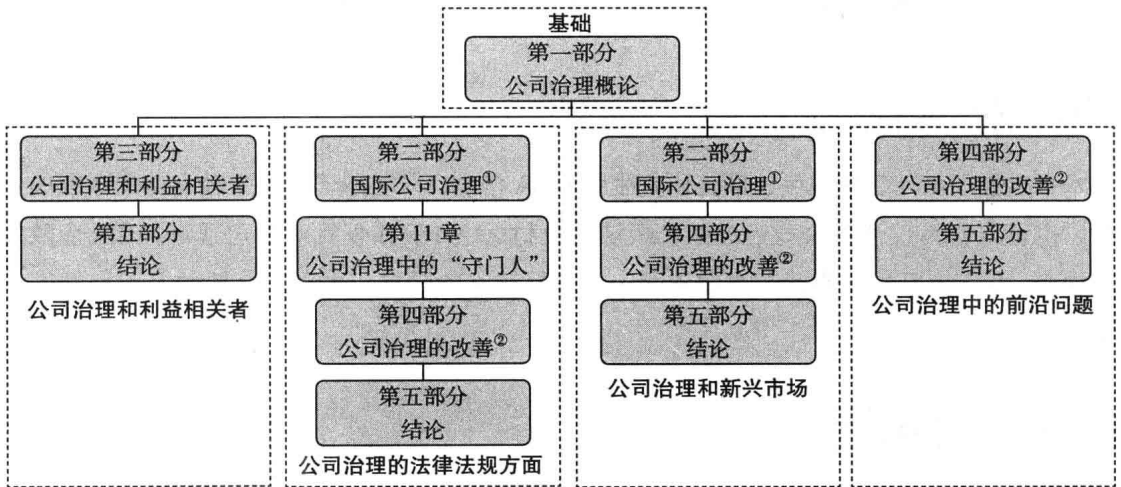
## 本书的主要特点

本书和网络资源包括：

- 书中案例用于阐释各个章节中的理论概念。

- 每章末的复习思考题和练习题介绍了相关公司治理概念的定量分析。
- 每章末还设计了与本部分内容相关的重点阅读和补充（高级）阅读资料。
- 本书还提供了适合的第三方网络资源链接。
- 考虑到可能使用本书的不同读者的需求，本书对专业术语进行了解释。
- 本书提供每章内容的演示文稿幻灯片。
- 本书配有关于复习思考题和练习题等内容的教师手册。
- 通过网络博客，定期对公司治理发展的最新新闻进行评论。

### 本书不同需求的阅读路径



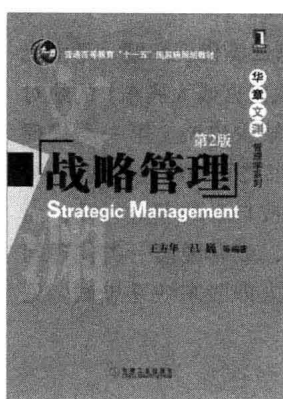
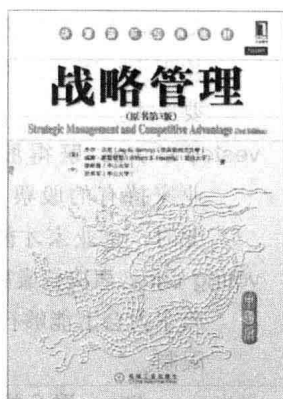
注：① 有或没有第 5 章“经理人的激励与约束”。

② 有或没有第 14 章“首次公开募股中的公司治理”与第 15 章“行为偏差和公司治理”。

### 注释

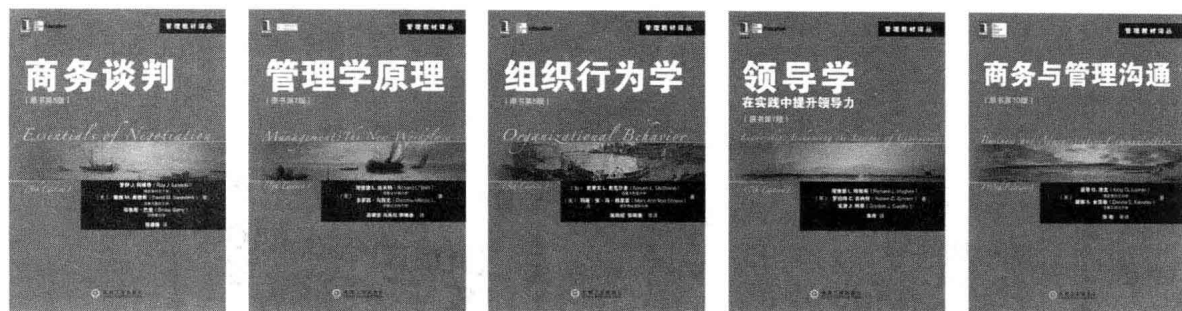
1 ‘Both the Walker and Code reviews conclude at an early stage that the quality of corporate governance ultimately depends on behaviour, not process. While acknowledging the difficulty of codifying behavioural governance without becoming prescriptive, the guidance will identify the factors which allow for the development of a culture of constructive and robust challenge in the boardroom, and the avoidance of a groupthink culture. The guidance will also cover interrelationships in the boardroom, and the importance of group dynamics, as well as the contribution of (key) individuals.’





课程名称	书号	书名、作者及出版时间	版别	定价
战略管理案例	978-7-111-36186-2	战略管理：竞争与全球化（亚洲案例）（第3版）（辛格）（2011年）	外版	58
战略管理	978-7-111-33531-3	战略管理（第17版）（中国版）（汤普森）（2011年）	外版	39
战略管理	978-7-111-32231-3	战略管理（第3版）（中国版）（巴尼、李新春）（2010年）	外版	48
战略管理	即将出版	战略管理（精要版）（希尔）（2013年）	外版	38
战略管理	978-7-111-24866-8	战略管理：动态观点（卡彭特）（2009年）	外版	78
战略管理	978-7-111-39138-8	战略管理：概念与案例（第8版）（希尔）（2012年）	外版	69
战略管理	978-7-111-37853-2	战略管理：概念与案例（英文版·第18版）（汤普森）（2012年）	外版	69
战略管理	978-7-111-43844-1	战略管理：获取持续的竞争优势（第4版）（巴尼）（2013年）	外版	69
战略管理	978-7-111-19164-1	战略管理：获取竞争优势（汤姆森）（2006年）	外版	52
战略管理	即将出版	战略管理：竞争与全球化（概念）（第10版）（希特）（2013年）	外版	49
战略管理	978-7-111-37570-8	战略管理：竞争与全球化（概念）（第9版）（希特）（2012年）	外版	48
战略管理	978-7-111-38673-5	战略管理：竞争与全球化（概念）（英文版·第9版）（希特）（2012年）	外版	49
战略管理	978-7-111-29071-1	战略管理：赢得竞争优势（第2版）（希特）（2010年）	外版	48
商业伦理学	978-7-111-37513-5	企业伦理学（第7版）（乔治）（2012年）	外版	79
商业伦理学	978-7-111-32895-7	企业伦理学（中国版）（哈特曼）（2011年）	外版	39
领导学	978-7-111-39776-2	领导学：在实践中提升领导力（第7版）（哈格斯）（2012年）	外版	69
国际企业管理	978-7-111-20801-3	国际管理（英文版·第5版）（德雷斯凯）（2008年）	外版	58
国际企业管理	978-7-111-28020-0	国际企业管理：文化、战略与行为（第7版）（卢森斯）（2009年）	外版	62
国际企业管理	978-7-111-28896-1	国际企业管理：文化、战略与行为（英文版·第7版）（卢森斯）（2009年）	外版	69
管理技能	978-7-111-37591-3	管理技能开发（第8版）（惠顿）（2012年）	外版	98
公司治理	即将出版	公司治理（格尔根）（2013年）	外版	49
战略管理	978-7-111-32666-3	战略管理（第2版）（“十一五”国家级规划教材）（王方华）（2010年）	本版	38
战略管理	即将出版	战略管理（魏江）（2013年）	本版	35
战略管理	978-7-111-41767-5	战略管理（项目教学版）（刘平）（2013年）	本版	35
战略管理	978-7-111-30855-3	战略管理：获取竞争优势之道（张文松）（2010年）	本版	38
战略管理	978-7-111-35475-8	战略管理：思维与要径（第2版）（精品课）（黄旭）（2012年）	本版	38
商业伦理学	978-7-111-34868-9	企业伦理与社会责任（曾萍）（2011年）	本版	29
商务策划管理	978-7-111-34375-2	商务策划原理与实践（强海涛）（2011年）	本版	34
领导学	即将出版	领导学：方法与艺术（第2版）（作风清）（2013年）	本版	36
领导学	978-7-111-27011-9	领导学：方法与艺术（作风清）（2009年）	本版	36
国际企业管理	978-7-111-42231-1	跨国公司经营与管理（卢进勇、陈恩专）（2013年）	本版	39
财经应用文写作	978-7-111-42715-5	财经应用文写作（刘常宝）（2013年）	本版	30

# 管理教材译丛系列



课程名称	书号	书名、作者及出版时间	定价
组织理论与设计	978-7-111-11013-7	组织理论与设计精要 (第2版) (达夫特) (2002年)	28
战略管理	即将出版	战略管理 (精要版) (希尔) (2013年)	38
战略管理	978-7-111-19164-1	战略管理: 获取竞争优势 (汤姆森) (2006年)	52
战略管理	978-7-111-29071-1	战略管理: 赢得竞争优势 (第2版) (希特) (2010年)	48
运营管理	978-7-111-14285-3	运营管理基础 (第4版) (戴维斯) (2004年)	48
领导学	978-7-111-39776-2	领导学: 在实践中提升领导力 (第7版) (哈格斯) (2012年)	69
国际企业管理	978-7-111-28020-0	国际企业管理: 文化、战略与行为 (第7版) (卢森斯) (2009年)	62
管理学	978-7-111-36487-0	管理学原理 (第7版) (达夫特) (2011年)	69
管理沟通	978-7-111-24811-8	管理沟通: 原理与实践 (第3版) (哈特斯利) (2008年)	35
管理沟通	978-7-111-43944-8	商务与管理沟通 (第10版) (洛克) (2013年)	75
公司治理	即将出版	公司治理 (格尔根) (2013年)	49
创业管理	978-7-111-41965-5	创新与创业管理 (第2版) (贝赞特) (2013年)	69
创业管理	978-7-111-31277-2	创业管理: 成功创建新企业 (第3版) (巴林格) (2010年)	48
职业规划	978-7-111-41048-5	职业生涯规划与管理 (哈林顿) (2013年)	39
项目管理	978-7-111-29823-6	现代项目管理 (克罗彭伯格) (2010年)	49
项目管理	978-7-111-30704-4	项目管理 (第2版) (宾图) (2010年)	59
服务管理	978-7-111-41261-8	服务管理: 运作、战略与信息技术 (第7版) (菲茨西蒙斯) (2013年)	69
IT项目管理	978-7-111-32728-8	IT项目管理 (第6版) (施瓦尔贝) (2011年)	58
商务谈判	978-7-111-39276-7	商务谈判 (第5版) (列维奇) (2012年)	39
组织行为学	978-7-111-38973-6	组织行为学 (安德烈) (2012年)	75
组织行为学	978-7-111-36291-3	组织行为学 (第5版) (麦克沙恩) (2011年)	69
人力资源管理	978-7-111-35334-8	人力资源管理 (第11版) (蒙迪) (2011年)	69
人力资源管理	978-7-111-41186-4	人力资源管理 (第8版) (卡肖) (2013年)	75
物流管理	978-7-111-41805-4	物流管理 (第4版) (哈里森) (2013年)	45
库存管理	978-7-111-15941-1	库存控制与管理 (第2版) (沃尔特斯) (2005年)	39
供应链 (物流) 管理	978-7-111-44642-2	供应链管理 (第3版) (威斯纳) (2013年)	49
供应链 (物流) 管理	978-7-111-27762-0	供应链管理: 获取竞争优势的科学方法 (霍普) (2009年)	35
供应链 (物流) 管理	978-7-111-27188-8	供应链管理: 原理与工具 (韦伯斯特) (2009年)	48
采购与供应管理	978-7-111-27379-0	采购与供应管理 (第13版) (利恩德斯) (2009年)	65

## 推荐阅读



### 商业模式新生代

作者：（瑞士）亚历山大·奥斯特瓦德 伊夫·皮尼厄 ISBN：978-7-111-35221-1 定价：88.00元

教你用1分钟说清楚你的商业模式！

出版人杂志·新浪2011年最佳经管类图书，蓝狮子2011年10大最佳商业图书

### 商业模式新生代（个人篇）：一张画布重塑你的职业生涯

作者：（瑞士）亚历山大·奥斯特瓦德 伊夫·皮尼厄 ISBN：978-7-111-38675-9 定价：89.00元

教你正确认识自我价值，并快速制定出超乎想象的人生规划

#### ■ 商业模式的经济解释

作者：魏炜 朱武祥 林桂平  
ISBN：978-7-111-38128-0  
定价：36.00元

#### ■ 重构商业模式

作者：魏炜 朱武祥  
ISBN：978-7-111-30892-8  
定价：36.00元

#### ■ 发现商业模式

作者：魏炜 朱武祥  
ISBN：7-111-25445-4  
定价：38.00元

#### ■ 慈善的商业模式

作者：林伟贤 魏炜  
ISBN：978-7-111-32901-5  
定价：32.00元

#### ■ 商业模式的力量（升级版）

作者：彭志强  
ISBN：978-7-111-31335-9  
定价：36.00元

#### ■ 云：7种清晰的商业模式

作者：（美）周晨光  
ISBN：978-7-111-35101-6  
定价：38.00元

# 目 录

推荐序	
译者序	
前 言	
导 论	

## 第一部分 公司治理概论

### 第 1 章 公司治理的定义和重要的理论模型 ..... 2

本章概要	2
学习目标	2
1.1 公司治理的定义	3
1.2 公司治理理论	5
1.3 代理问题	7
1.4 债权和股权的代理问题	10
1.5 经典代理问题与侵占 小股东利益	11
1.6 组织与所有权的替代形式	14
1.7 定义所有权与控制权	16
本章小结	16
复习思考题	17
练习题	17
注释	18
延伸阅读	20

### 第 2 章 全球公司控制 ..... 21

本章概要	21
学习目标	21

2.1 首次公开募股后的控制权演变	22
2.2 西欧和美国的公司控制权	23
2.3 亚洲的公司控制	29
2.4 转型经济体的公司控制	31
本章小结	32
复习思考题	32
注释	33
延伸阅读	33

### 第 3 章 控制权与所有权 ..... 35

本章概要	35
学习目标	35
3.1 所有权与控制权的组合	35
3.2 组合 A: 分散的所有权和弱 控制权	37
3.3 组合 B: 分散的所有权和强 控制权	38
3.4 组合 C: 集中的所有权和弱 控制权	39
3.5 组合 D: 集中的所有权和强 控制权	39
3.6 怎样实现分散的所有权和强 控制权	39
3.7 分散的所有权和强控制权的 影响	47
本章小结	49
复习思考题	49
练习题	50



注释	50	5.10 大股东监管	91
延伸阅读	50	5.11 银行和债权人监管	91
<b>第二部分 国际公司治理</b>		本章小结	92
<b>第 4 章 公司治理模式</b>		复习思考题	93
本章概要	52	注释	93
学习目标	52	延伸阅读	98
4.1 全球资本主义兴起的经济和政治背景	53	<b>第 6 章 公司治理、金融体系的类型和经济增长</b>	
4.2 为公司治理模式分类的首次尝试	58	本章概要	99
4.3 法律体系	60	学习目标	99
4.4 公司治理的政治决定因素	63	6.1 金融市场和机构的作用	100
4.5 资本主义多样性理论	64	6.2 银行主导型与市场主导型金融体系	100
4.6 不同分类标准的评价	66	6.3 金融体系的类型与经济增长之间的联系	101
本章小结	68	6.4 影响经济增长的其他因素	104
复习思考题	69	本章小结	108
注释	69	复习思考题	109
延伸阅读	70	注释	109
<b>第 5 章 经理人的激励与约束</b>		延伸阅读	110
本章概要	72	<b>第 7 章 国际背景下的公司治理监管</b>	
学习目标	72	本章概要	112
5.1 产品市场竞争	73	学习目标	112
5.2 内部人与外部人模式下经理人的激励和约束	74	7.1 英国公司治理准则	113
5.3 公司控制权市场	74	7.2 英美两国的公司治理监管	119
5.4 股利与分红政策	76	7.3 OECD 公司治理准则	123
5.5 董事会	77	7.4 欧盟的公司治理制度	124
5.6 机构投资者	84	7.5 积极性差别待遇政策	126
5.7 股东行动主义	85	本章小结	129
5.8 管理者薪酬	86	复习思考题	130
5.9 管理者所有权	88	注释	130

延伸阅读	131	员工权力	154
<b>第三部分 公司治理和利益相关者</b>		10.3 员工所有权	157
<b>第 8 章 企业社会责任和社会     责任投资</b>	134	10.4 员工董事或监事代表	158
本章概要	134	10.5 违反信托和员工利益侵占	164
学习目标	134	本章小结	164
8.1 企业社会责任和财务业绩	135	复习思考题	165
8.2 CSR 指数	138	注释	165
8.3 社会责任投资	139	延伸阅读	167
本章小结	139	<b>第 11 章 公司治理中的     “守门人”</b>	169
复习思考题	140	本章概要	169
注释	141	学习目标	169
延伸阅读	141	11.1 “守门人”的角色和职责	170
<b>第 9 章 债权人</b>	142	11.2 “守门人”的理想属性	172
本章概要	142	11.3 “守门人”类型及其职责的 局限性	173
学习目标	142	11.4 行业监管能代替公司治理吗	178
9.1 关系主导型金融体系中 银行业的收益和成本	143	本章小结	180
9.2 由银行所有权和银行董事 代表权引起的利益冲突	145	复习思考题	180
9.3 债权人的侵占	146	注释	180
本章小结	148	延伸阅读	181
复习思考题	149	<b>第四部分 公司治理的改善</b>	
注释	149	<b>第 12 章 新兴市场的公司治理</b>	184
延伸阅读	150	本章概要	184
<b>第 10 章 公司治理中的员工     权力</b>	152	学习目标	184
本章概要	152	12.1 大型股票市场与强产权 相结合是达到经济增长的 唯一手段吗	185
学习目标	152	12.2 继承财富	188
10.1 法与金融理论中的员工权力	153	12.3 政府的角色	190
10.2 资本主义多样性理论中的 治理设计	154	12.4 原国有企业中的公司 治理设计	195





第一部分

# 公司治理概论

- 第1章 公司治理的定义和重要的理论模型
- 第2章 全球公司控制
- 第3章 控制权与所有权



# 第1章

## 公司治理的定义和重要的理论模型



### 本章概要

本章将引导大家进入公司治理领域，共同探讨公司治理的多元含义、公司经营的主要目标以及所有权与控制权集中度的差异怎样影响公司治理问题。同时，本章还涉及公司治理的主要基础理论。虽然本书重点关注股份有限公司，但也将对其他企业组织形式（诸如互助组织和合伙企业）加以讨论。



### 学习目标

在学习本章之后，你应该能够：

1. 比较公司治理的不同定义
2. 阐述委托代理模型
3. 探讨股权与债权的代理问题
4. 阐释所有权与控制权集中的国家所面临的主要公司治理问题
5. 区分所有权与控制权

本章将涉及企业组织和所有权的多种形式，但上市公司是本书的研究重点。上市公司是典型的**股份公司**（stock corporations），其所发行的**股份**（shares）或**股票**（stocks）在证券交易所内进行交易流通。股票是一种所有权凭证，其持有者是**股东**（shareholders），通常拥有对公司的**控制权**（control rights）或称**表决权**（voting rights），具有在年度股东大会上投票以及选举董事会成员的权力。**董事会**（board of directors）对公司拥有最终控制权，由**非执行董事**（non-executive directors）和**执行董事**（executive directors）构成。其中，非执行董事的职能是兼顾股东以及诸如公司员工或银行等其他**利益相关者**（stakeholders）的利益。更准确地说，非执行董事的作用是监督公司的高层管理者，包括董事会中的其他执行董事<sup>1</sup>。在美国，非执行董事被称为**独立董事**或**外部董事**，执行董事被称为**执行官**，但本书将采用国际通用术语：**非执行董事**和**执行董事**。

## 1.1 公司治理的定义

公司治理的定义多以公司经营主要目标的假设为基础，但是，对于公司经营的主要目标是什么，学者和业内人士都没能达成一致意见。此外，公司目标通常受到一国的文化传统、选举制度、政府的政治导向和法律制度等因素的影响。本书后面部分将进一步阐述如何用文化、政治和制度因素解释各国公司治理和控制权的差异。

安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）和罗伯特·维什尼（Robert Vishny）是这样定义公司治理的：

“公司的资金提供方确保他们的投资能获得回报的方式方法。”<sup>2</sup>

以奥利弗·威廉姆森（Oliver Williamson）的研究为基础<sup>3</sup>，安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼明确提出股东（以及债权人）利益最大化是公司的主要目标，并据此对公司治理进行界定。他们认为来自资金提供者的投资是典型的沉没资本，即在公司陷入困境时很有可能无法收回的资本，而诸如员工、供应商和客户等利益相关者可以没有任何损失地离开公司，如员工可以凭借其人力资本价值在其他公司找到工作。也就是说，在公司倒闭时，资金提供者可能会失去全部投资资金，但员工却不会失去他们的人力资本。因此，资金提供者尤其是股东是剩余风险承担者，或者说他们对公司资产拥有**剩余索取权**（residual claimants）。这表明，当公司陷入财务困境时，除股东之外的所有其他利益相关者都拥有优先受偿权。尤其在公司遭遇财务困境且资产不足以满足所有索赔要求时，股东将失去他们的初期投资，而其他索赔人却可以取回全部或至少部分资金。

萨拉·沃辛顿（Sarah Worthington）与安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼所持的观点相反，认为股东价值最大化的论点并没有法律依据<sup>4</sup>。对此，帕迪·爱尔兰（Paddy Ireland）进一步补充说，由于公司资产是“一代代人集体劳动的结晶”，因此它是公共财产，不应被看作股东的私人财产<sup>5</sup>。另外，马克·格尔根和吕克·伦内布格（Luc Renneboog）提出公司治理的定义应该考虑各公司所关注的参与者或利益相关者差异。根据他们的定义，

公司治理制度是一个机制的组合，目的是确保公司管理者（代理人）为一个或数个利益相关者（委托人）的权益来经营公司。这些利益相关者包括股东、债权人、供应商、客户、员工以及与公司开展业务相关的合作者<sup>6</sup>。

尽管安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼的定义在最大程度上反映了英美两国上市公司的经营重点，但欧洲大陆的多数经理人却倾向于马克·格尔根和吕克·伦内布格的观点，即更多考虑公司其他利益相关者的需求。后者的观点在40多年前提出，如今看来稍显老套，但却很好地反映了英美两国以外的经理人所持有的常见态度。正如德国汽车制造商大

众汽车首席执行官陈述的：

“我之所以不关心股东，是因为我只有在一年一度的股东大会上才能见到他们。我更应该关心的是员工们，他们才是我每天都能见到的人。”<sup>7</sup>

另外，德国公司法中明确规定，公司目标职能中应包括满足其他利益相关者的需求。例如，在1976年的德国《共同决定法案》中规定，拥有超过2 000名员工的公司监事会必须有50%的员工代表席位。此外，吉森贤（Masaru Yoshimori）在一份对德国、日本、英国和美国公司经理人的问卷调查中提出了“公司是谁的”这个问题<sup>8</sup>。结果显示89%的英美国家经理人及一小部分的法国、德国和日本经理人认为公司是属于股东的，但97%的日本经理人认为公司应该属于利益相关者而不是股东，如图1-1所示。

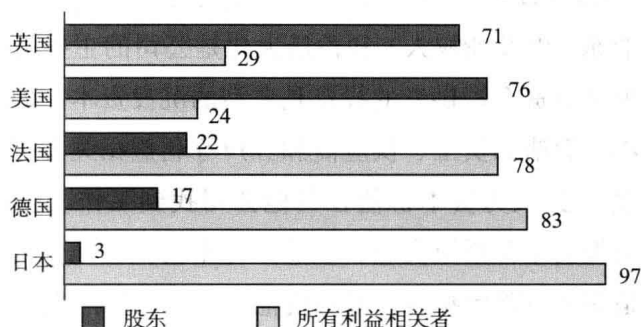


图 1-1 公司是谁的

注：调查的公司数量为：法国 50 家、德国 100 家、日本 68 家、英国 78 家和美国 82 家。

资料来源：Yoshimori, M. (1995), 'Whose company is It? The concept of the corporation in Japan and the West', *Long Range Planning* 28, p. 34

由此可见，尽管英美公司趋向或至少期望追求股东利益最大化，但全球其他国家的公司却更倾向于迎合多个利益相关者的权益。然而，在过去的 20 多年间，这两个阵营的观点彼此接近，如近期《公司法评论》中的观点对英国 2006 年公司法第 172 条中的规定产生了影响，此条规定陈述如下：

“董事们也应该意识到，根据情况需要，公司需要与员工、客户和供应商建立关系，需要维持其商业信誉，并需要考虑公司对社区和工作环境带来的影响。”

尽管如此，公司董事仍然必须根据股东利益最大化原则做出有利于公司发展的良性行为。具体而言，虽然人们期待董事会能够重视其他利益相关者的利益，但只有当行为结果有利于公司长远发展且最终将受惠于公司所有者——股东时，他们才会这样做。因此，在英美两国，**股东利益至上原则**（principle of shareholder primacy）仍然是没有动摇的。与此同时，欧洲大陆国家也逐渐向股东导向型公司治理制度发展。特别是欧盟法已经将其 27 个

成员国的法律向英国法律靠拢，如2004年欧盟法中的收购指令就在很大程度上模仿了英国的《城市收购与兼并法典》。但是随后，由于受到来自社会的压力，（大型）公司为承担更多的社会责任不得不优先考虑利益相关者的利益。

公司治理的一个更加中立的、受较少政治因素影响的定义是关于如何处理下列利益相关者之间的利益冲突（conflicts of interests）问题，并提供阻止和缓解这些利益冲突的措施。

- 资金提供者与经理人；
- 股东与其他利益相关者；
- 不同类型的股东之间（主要是大股东和小股东）。

本书将采用上述这个公司治理的定义。此定义的另一重要优势在于它适用于多种公司治理模式。更准确地说，该定义中的公司治理不仅关注经理人与股东利益，并且涉及大股东与小股东间的利益冲突问题，而这类问题常出现在所有权和控制权集中的国家。

第一个关于公司治理的最佳实务准则是1992年英国的《凯德伯瑞报告》（Cadbury Report）。<sup>9</sup>该报告将公司治理定义为“管理和控制公司所依赖的系统”。接着，报告阐述公司治理中董事会的重要职能如下：

“董事会对公司的治理负责。在治理中，股东的任务是任命董事和审计员，并采取适当的治理结构满足自身需求。董事会的责任包括制定公司的战略目标，建立领导机制并将其付诸实施，监督公司的管理，并向股东报告他们的管理工作。董事会的行动受到法律、法规和参与股东大会的股东的支配。”

结果，此定义并不像本书所采纳的定义那样被普遍接受，原因至少有两个：第一，它是建立在董事会拥有公司治理决定权的前提下，而在本书第5章中将会看到，迄今为止还没有任何经验数据表明董事会是一种有效的公司治理机制。第二，凯德伯瑞的定义中隐含着一种假设，即当公司的管理层表现糟糕时，个人股东因力量薄弱而无法采取任何措施，我们将在第2章中看到这种情况在英美国家之外的上市公司中一般不会发生，因为这些公司通常拥有大股东，大股东有足够的表决权解雇无效率的管理人员。

## 1.2 公司治理理论

公司治理问题由来已久，它的出现至少可以追溯至18世纪大型证券公司成立之时。当时，苏格兰的经济学家亚当·斯密在1776年出版的专著中这样陈述<sup>10</sup>：

“每个人都按自己最舒心的方式生活是符合其利益的。如果无论是否努力工作，他所获得的报酬没有差别，那么最符合其利益的做法就是要么完全抛弃工作，要么

从属于一些可以避免辛苦劳动的权力机构，用漫不经心和懒散的态度完成工作。”

上面的陈述清楚地说明了代理人（agent）和委托人（principle）之间存在利益冲突。随后，1976年迈克尔·詹森（Michael Jensen）和威廉·麦克林（William Meckling）在其开创性的研究论文中发表了委托代理理论（principal-agent theory），正式提出经济利益的冲突问题<sup>11</sup>。具体来讲，虽然代理人接受委托人的请求履行一项具体职责，但是代理人在合同签订之后很可能并不按委托人利益最大化原则行动，而是追求自己的利益，经济学家将此称为道德风险（moral hazard）。道德风险所描述的事实是一旦双方签订了合同，代理人可能为满足自身利益而做出不良或不负责任的行为，这种行为很可能对委托人造成利益伤害。道德风险的发生并不仅局限于公司治理领域，实际上也是保险公司面临的一个重大难题。人们投保之后，行为习惯往往会发生改变。例如，一旦你投保了入室盗窃险，早上出门去上学或工作时，就不会像往常那样仔细地锁好大门。而当你忘记了自己是否锁好门窗时，也不会焦急地想要回去查看，因为你已经投保了入室盗窃险。即使前门真的没有锁好且发生了盗窃事故，其损失（至少是部分的损失）也将由保险公司承担。与此相反，如果你选择返回家重新查看，那么可能会导致上学或上班迟到。因此大多数人都会选择做出符合自己利益的行为，即避免返回家带来的麻烦而做一位不负责任的投保人。

解决委托代理问题的一个潜在方法是完全契约（complete contracts）。完全契约是对以下问题进行详细、准确说明的合约。

- 经理人在面对世界上未来可能发生的每个意外事故时所必须做的事；
- 每个意外事故中的利益分配。

但是，正如奥利弗·威廉姆森首先提出的<sup>12</sup>，实践中的合同不太可能如此完备，原因如下：

- 预测世界上所有将要发生的意外事故是不可能的；
- 合同将因太过复杂而无法制定；
- 合同将很难甚至不可能被局外人（如法院等）进行监督和强化。<sup>13</sup>

此外，信息不对称（asymmetric information）的存在导致道德风险必然发生，且完全契约无法实现。具体来讲，信息不对称是指签约合同的一方——责任履行者和行动执行者的代理人，往往比合同的另一方——委托人拥有更多的信息。如果代理人和委托人总可以同时获得相同的信息，那么道德风险问题就可以迎刃而解了。换言之，道德风险的发生是由于委托人无法一直监督代理人的经营活动。即使在事故发生之后委托人对公司决策失败的原因进行分析时，也常常无法判断应归咎于代理人的失职，还是一些无法控制的意外原因。

再次回到迈克尔·詹森和威廉·麦克林的委托代理模型，除了假设信息不对称之外，这个模型还假定公司所有权与控制权的分离（separation of ownership and control）。阿道夫·伯利（Adolf Berle）和加德纳·米恩斯（Gardiner Means）在1932年出版的著作《现



代公司与私有产权》(The Modern Corporation and Private Property)一书中首次提出了所有权与控制权的两权分离理论。<sup>14</sup>他们认为公司在初创阶段归创立者即企业家完全所有。在此阶段企业家拥有并经营这家公司,公司内部并不存在利益冲突。因此,如果企业家决定努力工作,那么额外收益将全部进入他自己的口袋,这使得企业家有足够的动力努力工作。

随着公司规模逐步扩大,企业家已无力承担公司发展所需要的全部资金,最终需要带领公司进入股票市场以募集更多的外部资金。一旦公司获得了外部资本,企业家便失去了对公司的完全所有权,那么他对工作的动力就会发生显著改变。也就是说,由于企业家努力工作的成果将会被公司的新股东所分享,因此他们更倾向于选择不付出那么多的努力。当公司规模越来越大时,所有权与控制权的分离问题也就越来越突出。一旦企业家将其剩余股票卖出,公司发展将进入新的阶段——公司将由没有股份或只有少量股份的职业经理人来经营。经理人就是代理人,他们代表公司所有者或股东等委托人经营公司。因此,现代公司中出现了明确的“劳动分工”。一方面,经理人虽掌握专业的管理技能来经营公司,但却缺少公司所需的运营资金;另一方面,股东虽能提供公司发展所需的资金,但通常不具备经营公司所需的专业职业资格。也就是说,股东拥有公司的所有权,但从事公司日常管理的经理人却掌握着公司的实际控制权。这样,所有权和控制权就产生了分离。

这又必须回到信息不对称的情况,即信息贫乏的委托人任命具有专业知识的代理人履行某种职责。由于信息不对称的存在,合约一旦签订,代理人很可能为追求自身利益而不顾委托人的利益来经营公司。迈克尔·詹森和威廉·麦克林正式将其称为**委托代理问题**(principal-agent problem)或**代理问题**(agency problem)。**代理成本**(agency costs)由下面三部分组成。第一部分是委托人承受的**监督成本**(monitoring)。委托人对代理人的监督不仅指行为的观察与记录,还包括采取不同方式对代理人的行为进行干预和约束以避免不利行为的发生。第二部分是代理人所引起的**约束成本**(bonding costs)。约束成本是指代理人为了发出对委托人利益忠诚的信号所产生的成本,其表明忠诚的一个可靠方法就是投资于这家公司。第三部分是委托人的**剩余损失**(residual loss)。剩余损失是由于代理人并不按委托人的意愿最大化公司价值所产生的剩余价值损失。

### 1.3 代理问题

代理问题的两种主要类型为**特权消费**(perquisites)和**建造个人帝国**(empire building)。特权消费或称特别待遇,有时也被称为额外福利,主要是由公司经理人的在职消费所引起。虽然特权消费的利益由经理人享受,但是成本却由股东承担。特权消费的呈现方式多种多样。例如,利用股东的资金建设豪华办公室、使用公司喷气式飞机、购买首席执行官的宅邸等,或者将公司内的岗位分配给自己的家属,而不任用人才市场上最有资格的候选人。

案例 1-1 阐述了特权消费的几个真实案例。



### 案例 1-1

## 特权消费

“特权消费最极端的案例之一是关于美国泰科国际集团 (US conglomerate Tyco International) 的首席执行官。他的特权消费包括为他的妻子的 40 岁生日在意大利撒丁岛花费 100 万美元公司资金, 使用 1.5 万美元购买雨伞架和 6 000 美元购买浴帘。”

资料来源: Alex Berenson (2004), ‘ Executives ’ perks provoke calls for greater disclosure ’, *New York Times*, 23 February, Finance Section, p.13

“肯·切诺特 (Ken Chenault), 美国运通公司 (American Express) 的首席执行官曾多次使用公司的喷气式飞机。根据公司股东签署的委托书, 他还获得了价值 405 375 美元的个人旅行时间, 以及价值 132 019 美元的公司轿车的个人使用权。”

西方石油公司的伊兰尼从公司获得了价值 562 589 美元的安全服务。在他带着 4.15 亿美元的薪水回家的那一年, 伊兰尼同时获得了公司为其准备的价值 556 470 美元的税款和金融理财服务。

[…]

奎斯特公司 (Qwest) 首席执行官理查德·诺特贝尔特 (Richard Notebaert) 获得 33.2 万美元的公司飞机个人使用津贴、6.2 万美元的财务和税务咨询服务津贴, 以及 5.6 万美元的个人助理雇佣和办公室花销费用津贴。而这些特权消费所造成的 19.7 万美元的税务负担由奎斯特公司全额支付。”

资料来源: Greg Farrell and Barbara Hansen(2007), ‘ A peek at the perks of the corner office ’, *USA Today*, 16 April, Money Section, p.1B

“薪水超过 1 亿美元的星巴克公司 (Starbucks Corporation) 董事长在 2006 年得到了总价值 123 万美元的额外津贴, 其中包括安全保险和生命保险以及公司的私人飞机使用权。亚马逊公司 (Amazon) 的创始人杰夫·贝索斯 (Jeff Bezos) 尽管只有 81 840 美元的薪水, 却依然让公司为其支付总价值 110 万美元的安全服务。”

资料来源: Craig Harris and Andrea James (2007), ‘ Top execs rake in the perks. Region’s biggest companies shell out for jet use, security ’, *Seattle Post-Intelligencer*, 26 February, News Section, p.A1

“巴宝莉时尚集团 (Burberry) 的首席执行官安吉拉·阿伦茨 (Angela Ahrendts) […] 得到了价值 610 万英镑的现金、收益和股份。款项中有 43.2 万英镑的额外津贴, 其中包括汽车和服饰津贴。”

资料来源: Simon Bowers and Julia Finch(2010), ‘ The Guardian:Blue-chip companies braced for the great boardroom pay rebellion: Shareholders likely to revolt at four meetings Targets of investor anger include M&S and Burberry ’, *Guardian*, 12 July, no page number stated

“美林公司 (Merrill) 前首席执行官约翰·泰恩 (John Thain) 花费 120 万美元翻新了他的办公室, 其中包括安装了价值 3.5 万美元的厕所。”

2009 年 1 月, 陷入困境的花旗集团 (Citigroup) 接受了价值 450 亿美元的政府紧急救助补贴。在经历了收购风波后, 公司迫于舆论压力停止使用价值 5 000 万美元、带有 12 个座位的私人飞机。 […] 富国银行 (Wells Fargo & Co.) 在 2008 年得到价值 250 亿美元的不良资产救助计划的资助后,

取消了两个高价的拉斯维加斯度假胜地的12天休假寓所。”

资料来源: Sheldon Alberts(2009), 'Obama scolds Wall St. titans for taking lavish bonuses', *The Gazette*(Montreal), 5 February, Business Section, p.B1

“安迪·黑斯特(Andy Haste), 安全巨人RSA公司的行政长官, 近日也加入到不断狂热的高薪老板选举中, 因为他2009年的薪水受到通货膨胀的影响上涨了14%, 达到233万英镑; 而RSA公司上一年的利润却下降了27%, 跌至5.44亿英镑。[...] RSA明确指出, 虽然上一年安迪·黑斯特的基本薪水提高了5%, 达到95.5万英镑, 今年他和其他常务董事的基本薪水将不会提高。但是, 安迪·黑斯特在去年获得了102万英镑的奖金和30.9万英镑的养老金, 以及价值4.2万英镑的汽车与旅游额外津贴。

资料来源: Nick Goodway (2010), 'Outrage at RSA chief Haste's pay package', *Evening Standard*, 12 April, no page number stated

如案例1-1中所示, 特权消费会带来公众愤怒, 尤其是在公司绩效不佳甚至濒临破产的时候。但是, 特权消费所耗费的股东资金与另外一种代理问题——建造个人帝国相比还是比较少的。即便如此, 大卫·叶麦克(David Yermack)的调查表明, 当首席执行官的特权消费最初披露时, 公司股价大约会降低1%<sup>15</sup>。从市场长期表现来看, 那些给予首席执行官私人飞机使用权津贴的公司, 其股票业绩表现普遍低于市场平均水平4%, 这明显高于管理者们对公司资源的消费成本。叶麦克认为, 在股东们知道股票业绩不佳之前, 可以通过特权消费这一公开的事实判断股票价格的下跌。他推断出管理者在确保能够得到特权消费之前, 一直推迟披露股票市场的不利消息。有趣的是, 大卫·叶麦克发现经常使用公司私人飞机的管理者通常也都是远距离高尔夫俱乐部的会员。

建造个人帝国也被称为**自由现金流问题**(free cash flow problem), 迈克尔·詹森在1986年发表的具有影响力的论文中提出此概念<sup>16</sup>。该理论主要描述的是管理者追求经营扩张, 而不是股东价值最大化。尽管两者间有一定的联系, 但经营扩张并不一定产生股东价值, 反之亦然。具体来讲, 如果经理人以提高股东利益为目标经营公司, 那么只能投资于所谓的**正净现值**(net present value)项目, 也就是那些未来预期现金流超过原始投资成本的项目。<sup>17</sup>公司在投资于所有可获得的正净现值项目后, 所留存的现金流被称为自由现金流。负净现值项目是指未来预期现金流低于原始投资成本, 从而有损于而不是有利于股东价值创造的项目。建造个人帝国可能有不同的形式, 但通常表现为管理者的购物狂欢, 收购其他公司, 有时甚至收购那些与本公司商业运作领域完全无关的公司。建造个人帝国可以被理解为当公司没有可投资的正净现值项目时, 管理层为拒绝交付自由现金流所采取的行动。虽然公司的投资机会有限, 但股东通常拥有大量的投资机会。也就是说, 公司管理者将自由现金流交付给股东, 使其有机会重新将资金投资于正净现值项目的做法是合理的。但为何经理们却更倾向于建造个人帝国呢? 因为经理们从公司规模扩大中可以获得利益, 即通过运营一家更大的公司获得权力和社会地位的提升。正如将在第5章所见, 管理薪酬也公司规模的大小呈线性增长关系。因此, 通过运营一家规模更大的公司获取利益的策略有