

武汉大学金融系2023春公司金融

# 第十一讲：公司治理

---

授课人：刘岩

2023年5月8日

# 本讲内容

---

- ❖ 公司治理的概念
- ❖ 内部治理——董事会与股权结构
- ❖ 外部治理——法与金融

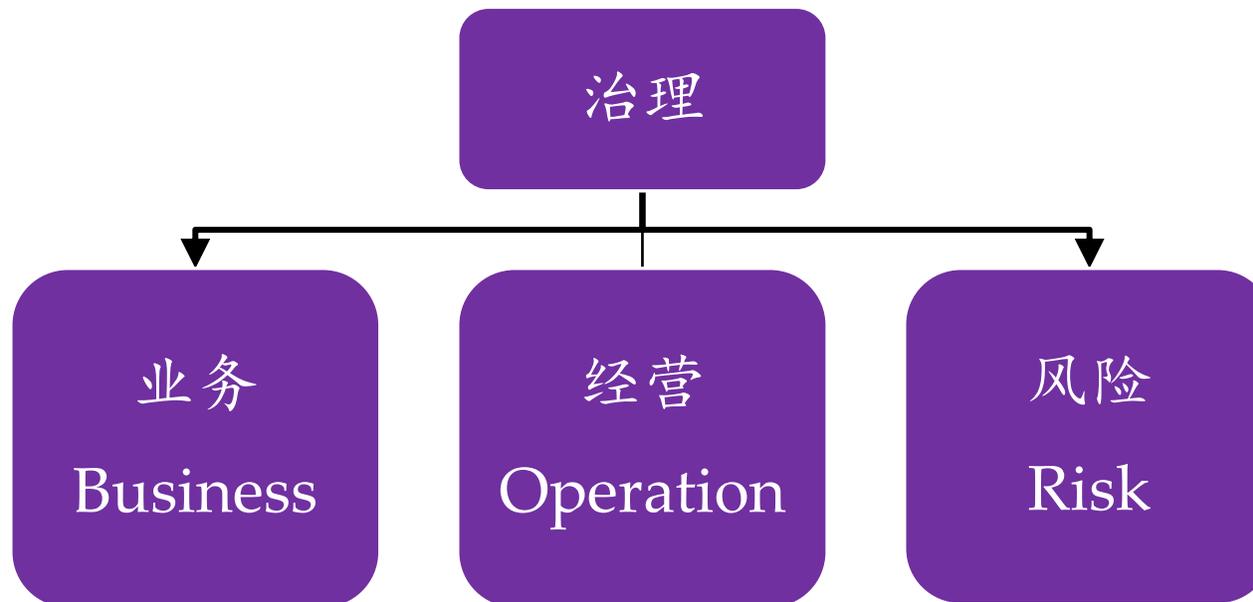
# 公司治理的概念

---

# 治理(governance): 企业运营的根本组织结构

---

❖ 传统视角：业务、经营、风险



❖ 完整视角：公司治理的整体视角

# 企业的目的与利益冲突

---

- ❖ 企业是营利型经济组织
  - 区分营利、盈利与赢利
  - 营利是目的导向；盈利和赢利是实现结果——前者突出“多”，后者突出赚到了利润
- ❖ 投资人发起设立、投资企业，是希望通过经营活动赚取利润
- ❖ 利益冲突：投资者对利润分配与获利方式，总是存在不一致的看法
  - 共享单车：ofo投资者希望其与摩拜合并，但创始人戴威不同意

# 治理：内涵

---

- ❖ 传统术语为公司治理(corporate governance)，简称治理
  - 现实角度，不止关注公司制企业，而是所有类型的企业，因此应当将概念扩大为企业治理
- ❖ 企业是特定的人、财、物的结合，以营利为目的的经济组织
  - 投资者与人力资本（包括管理与技术）、资金财产、物质财产（包括无形资产）
- ❖ 治理：投资者实现企业经营活动所依赖的外部法规体系、企业制度体系以及管理、控制的实现方式

# 内部治理——董事会与股权结构

---

# 内部治理：对管理层的控制

---

- ❖ 投资者（股东）与管理层经常出现分离：投资者与高管之间存在各类委托代理问题，需要通过多种手段加以克服与解决
  - 基础的办法是利用雇佣合约来界定高管的权利与义务，实现投资者的目的
- ❖ 但由于合约不完全性，还需要其他机制来实现对高管的控制——最常用的机制：董事会
- ❖ 高管受雇于董事会，后者可以以更换高管等手段为威胁，力图实现对高管行为的控制
  - 但如果高管也是董事会关键成员，怎么办？

# 内部治理：董事会构成

---

- ❖ 对高管行为的有效控制，需要运作良好的董事会
  - 英美传统是单层董事会结构；但德国等，通常还有第二层董事会，是双层结构
  - 第二层董事会又称为监事会，主要起到监督职能；而董事会是决策机构
- ❖ 关键：董事需要切实维护股东的利益
  - 董事的最大义务：忠诚信义(fiduciary duty)
- ❖ 实现途径：股东向企业派驻董事，称为外部董事
  - 企业内部高管任董事的，称为内部董事
  - 小股东的利益，通常认为由独立董事来代表

# 董事分类

执行、非执行分类	董事来源分类	内部外部分类
执行董事	高管董事	内部董事
非执行董事	职工代表董事	
	股东派驻董事	外部董事
	独立董事	

❖ 董事职能的充分发挥，取决于很多条件

- 内部条件：股东偏好与行为
- 外部条件：政府行政干涉和《公司法》等法规对董事权利、义务的规定

# 康美药业财务造假及民事赔偿判决

---

- ❖ 2018年康美药业[600518]300亿财务造假，2021年11月，康美药业证券集体诉讼宣判，公司承担24.59亿赔偿责任
- ❖ 公司实际控制人马兴田夫妇及邱锡伟等4名原高管人员组织策划实施财务造假，属故意行为，承担100%的连带赔偿责任；另有13名高管人员按过错程度分别承担20%、10%、5%的连带赔偿责任
- ❖ 其中包括五名时任独立董事被判承担民事赔偿连带责任
  - 江镇平、李定安(华南理工教授)、张弘(西南政法副教授)承担10%连带责任(折合2.459亿元)
  - 郭崇慧(大连理工教授)、张平(华南理工副教授)承担5%连带责任(折合1.2295亿元)
    - ✓ 此外还有证监会罚款：江镇平、李定安20万，张弘、郭崇慧、张平15万

# 股权结构：概念

---

- ❖ 企业的股权结构：所有股东及其各自所占的持股比例
- ❖ 大股东：对企业决策拥有影响力的股东
  - 通常指持股5%以上；更重要的是看在董事会中是否有席位
- ❖ 控股股东：能够实现对董事会及高管层的控制的股东
  - 绝对控股：持股超过50%
  - 相对控股：第一大单一股东，持股份额一般超过30%，且其余股东持股均较低
  - 最终股东：如政府机构、自然人等自身无股东的股东实体
  - 实际控制人：控股股东（或控制权链上）的最终股东实体
  - 最终受益人：企业获利实际上的最终流向——若利润未分配，则企业本身就是最终受益人

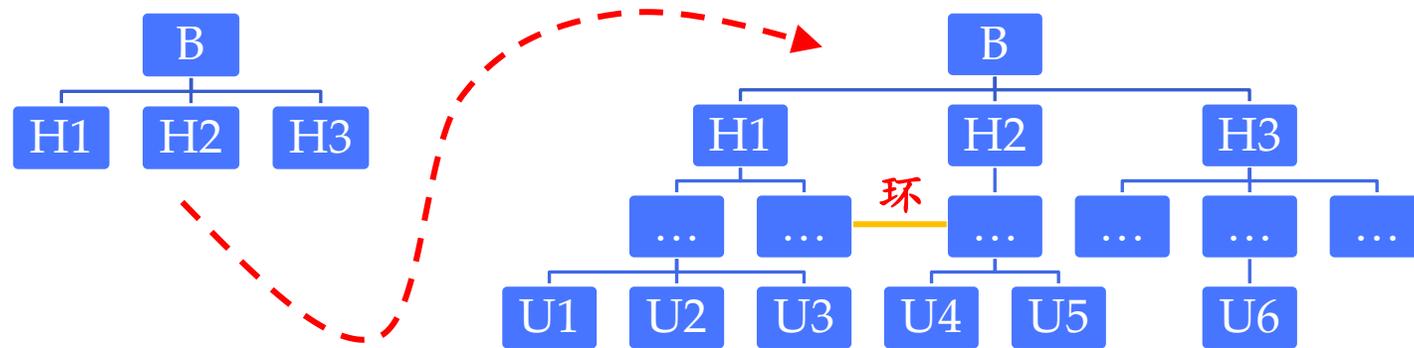
# 股权结构：特征与风险

---

- ❖ 国有企业：控制权网络中，国有股东（政府机构、事业单位、国有社会团体等）控制权占主导地位
  - 2016年国有企业管理体制改革：从管资产，过渡到管资本
- ❖ 股权结构集中度：股权是否集中在少数几个股东
  - 若股权分散，高管很容易获得对企业的控制权，导致委托代理风险，出现内部控制
- ❖ 股权制衡：是否有多于一个主要股东
  - 若一股独大，则其容易获得企业控制权，导致股东权利滥用
  - 但股权制衡的同时，大股东也可能有严重相互冲突，导致企业无法决策，错失发展机遇

# 股权结构：网络视角

- ❖ 企业的股东又有股东，一直追溯下去，直到最终股东——形成一个股权网络



- ❖ 最终股东类型：自然人、政府机构、外国实体等
- ❖ 控制权网络：在股权网络基础上，确定对企业具有控制权的所有股东

# 金融股权乱象、监管发力与重大挑战

---

## ❖ 股权乱象：系统性风险微观成因

- 安邦控股成都农商行成为其2014年600亿虚假增资的关键
- 明天系布局十年，控股包商银行，套取1500亿资金
- 恒丰银行、锦州银行内部人控制，导致数百亿资金损失

## ❖ 监管应对：大幅强化金融机构股权监管

- 2018年《商业银行股权管理暂行办法》
- 2019年《金融控股公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》

## ❖ 重大挑战：金融体系机构庞大，股权关联极其复杂

- 如何落实“穿透式”监管？如何分析复杂股权关联？如何实现风险预警与化解？

## 金融股权大图：基础数据

机构类型	总数	样本数
银行	1660	813
保险	235	153
证券	131	130
信托	68	68
资管	4	3
期货	149	149
基金	119	116
<b>合计</b>	<b>2366</b>	<b>1432</b>

- ❖ 样本机构总资产合计覆盖中国金融业300万亿总资产的98%
  - 2019年的核心工作，包括2017/2018两年的股权数据

## 金融股权大图：机构自身股权网络特征

类型	层数	股东总数	最终股东数	层数	股东总数	最终股东数
		平均数			中位数	
银行	6.7	471.7	305.0	4	45	28
保险	9.7	982.3	618.6	4	40	21
证券	11.1	1057.5	666.2	6	55	28
信托	8.0	699.8	439.8	4	19.5	9.5
资管	3.0	18.0	10.3	2	12	8
期货	8.7	717.8	453.0	4	32	13
基金	12.8	1348.4	849.4	7	72.5	42.5
<b>合计</b>	<b>8.2</b>	<b>686.0</b>	<b>436.6</b>	<b>4</b>	<b>42</b>	<b>25</b>

## 金融股权大图：银行自身股权网络特征

类型	层数	股东总数	最终股东数	层数	股东总数	最终股东数
		平均数			中位数	
国有	17.4	2384.4	1505.8	24.5	3809	2406
股份制	16.9	2142.2	1349.1	24	3809	2406
城商	10.1	862.8	542.3	5	53	29
农商	6.0	365.6	240.8	4	44.5	29
民营	5.8	328.7	213.1	4	56	32
外资	1.2	5.1	2.4	1	2	1
<b>合计</b>	<b>6.7</b>	<b>471.7</b>	<b>305.0</b>	<b>4</b>	<b>45</b>	<b>28</b>

## 金融股权大图：最终持股比例

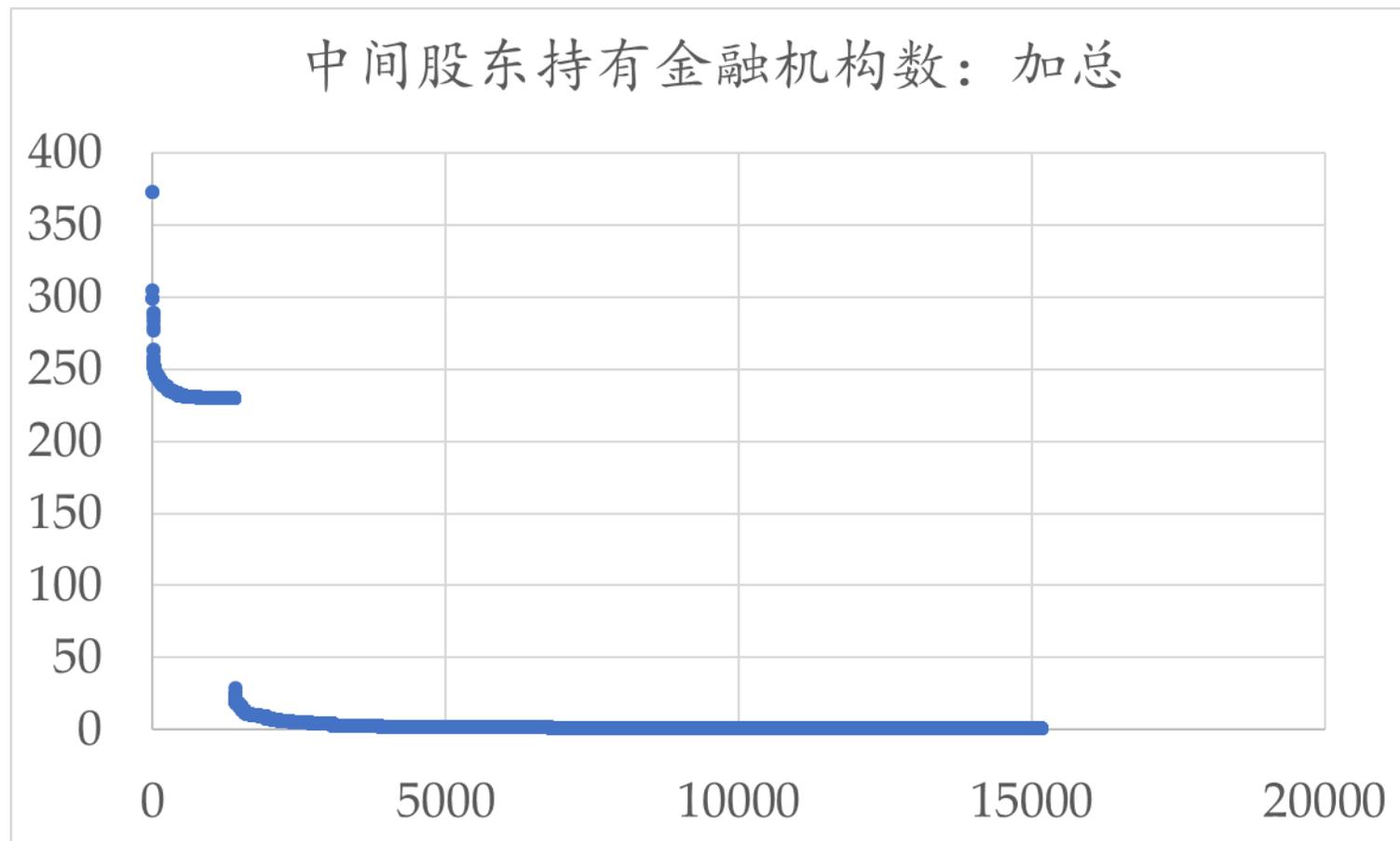
金融机构类型	国有	外资	广泛持股	私有
银行	0.521	0.036	0.390	0.053
保险	0.336	0.093	0.442	0.129
证券	0.316	0.027	0.605	0.052
信托	0.398	0.034	0.474	0.093
资管	0.714	0.050	0.207	0.029
基金	0.274	0.129	0.353	0.245
期货	0.339	0.021	0.392	0.248
银行类型	国有	外资	广泛持股	私有
国有银行	0.717	0.015	0.267	0.000
股份制银行	0.357	0.038	0.535	0.070
城商行	0.189	0.040	0.389	0.102
农商行	0.124	0.008	0.658	0.210
民营银行	0.021	0.076	0.256	0.646
外资银行	0.000	0.916	0.026	0.057
合计	0.521	0.036	0.390	0.053

## 金融股权大图：整体网络结构

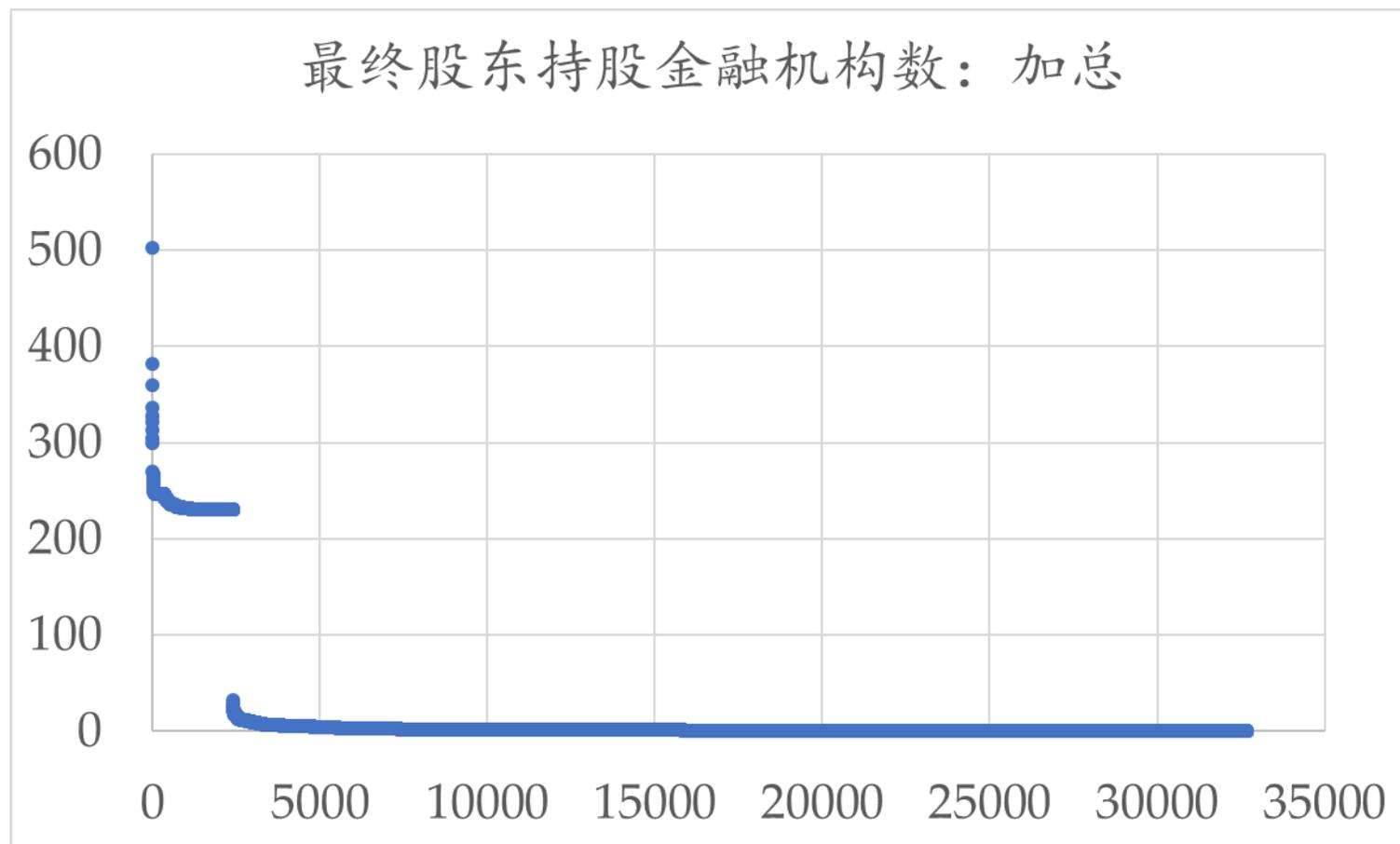
---

- ❖ 股东总数：不去重，982,294  $\Rightarrow$  去重，46,847个；最终股东总数为32,674
  - 最终股东分类别结点数：国有1182个，私有29,146个，外资371个
- ❖ 股权大图连通性：76个联通分支
  - 75个金融机构为独立的联通分支，主要包括外资金融机构和个别小型农商行、期货公司等
  - 剩下1,347个金融机构均处在一个大联通分支中

# 金融股权知识大图： 股东持股金融机构数量



# 金融股权知识大图：股东持股金融机构数量



❖ 持股200家金融机构以上：国有股东148，私有股东1997，外资股东71

# 金融股权知识大图：金融机构控股股东

❖ 算法：Chapelle and Szafarz (2007)，矩阵收缩法

- 控股标准：绝对控股， $> 50\%$ ；可以减小，如 $30\%$

❖ 有控股股东金融机构：总计328家

	内资银行	外资银行	保险	基金	信托	证券	期货
家数	11	33	68	34	41	50	83
控股子图最大结点数	89		89	89	88	90	90

❖ 主要最终控股股东类型：中央政府，地方政府，外资，少数私人（如姚振华，郭广昌）

❖ 大量金融机构有内部人控制的风险

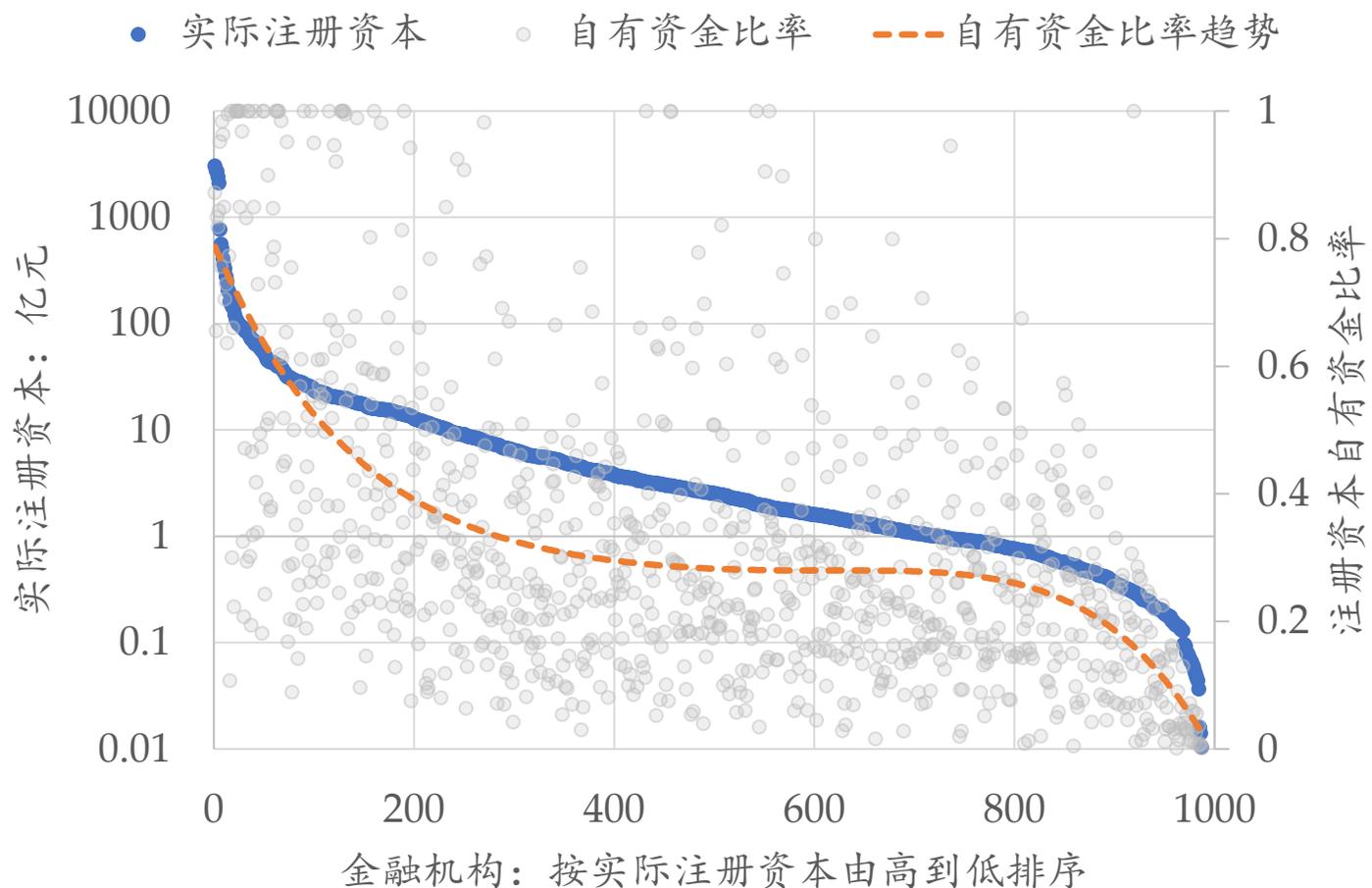


# 金融机构及银行分类别资本出资杠杆

- ❖ 自有资金杠杆：注册资本中，实际来源于股东自有资金占比的倒数
  - 例如：股东实际出资1元，再用债务资金出资4元，形成5元注册资本，出资杠杆为5
- ❖ 各类金融机构均存在一定程度的“出资”不实问题
  - 高风险机构均出现高出资杠杆问题：包商银行50，华信信托25，前海人寿115

杠杆	国有	股份制	城商	农商	民营	外资
均值	2.24	3.84	4.65	5.29	4.50	1.04
中间值	1.21	3.31	3.34	4.37	2.70	1.00
90%分位数	3.86	5.93	6.94	7.92	10.25	1.02
10%分位数	1.12	1.93	1.96	2.74	2.03	1.00
杠杆	银行	保险	基金	期货	信托	证券
均值	4.94	4.74	6.71	16.28	16.94	10.11
中间值	4.08	2.27	2.58	4.68	3.25	4.27
90%分位数	7.67	10.06	13.67	31.36	17.75	16.85
10%分位数	2.14	1.00	1.43	1.21	1.58	1.59

# 金融机构注册资本自有资金比率分布



- ❖ 股东实际注资绝对规模越高，总注册资本中自有资金占比越高
- ❖ 中、小型金融机构出资不实风险较高
- ❖ 金融创新频出下，严守资本底线

**防止金融领域资本无序扩张**

# 中国金融体系的大股东——累计持股对应的资产规模

中间股东	资产亿元	最终机构股东	资产亿元	个人股东	资产亿元	个人股东	资产亿元
中国投资有限责任公司	877222	国务院	1056371	王学*	20158	王少*	3675
中央汇金投资有限责任公司	877166	财政部	620102	张*	5937	温志*	3540
梧桐树投资平台有限责任公司	257177	香港中央结算公司	480455	刘一*	5700	朱伟*	3219
大庆百乐门娱乐有限公司	110177	国家外汇管理局	257177	张朝*	5630	张锦*	3128
中国中信有限公司	101295	国务院国资委	102307	蒋秋*	5154	周永*	3105
中国中海直有限责任公司	101294	全国社会基金	38566	王志*	5154	史玉*	2934
安邦保险集团股份有限公司	91569	深圳市国资委	33983	黄银*	5154	郭广*	2805
中国邮政集团公司	79736	汇丰银行	31004	林立*	5154	张逢*	2672
中国平安保险(集团)股份有限公司	78320	广州市人民政府	19025	苏卫*	5110	郑增*	2671
申万宏源集团股份有限公司	51053	东亚银行有限公司	13537	李*	5079	卢生*	2570
中国人寿保险(集团)公司	41810	广东省人民政府	12192	徐丽*	5054	王秀*	2514
中国人民保险集团股份有限公司	40125	江苏省人民政府	12069	林竹*	5054	臧建*	2390
安邦人寿保险股份有限公司	30767	北京市国资委	11915	苏美*	5009	梅小*	2343
阳光保险集团股份有限公司	26968	英国渣打银行	10727	吴婵*	4959	王贵*	2338
深圳市投资控股有限公司	22941	天津市国资委	10070	姚振*	4649	戴*	2229
中国再保险(集团)股份有限公司	22523	三井住友银行	10000	鲁伟*	4405	萧丽*	2195
中国石油集团资本有限责任公司	22400	法国巴黎银行	9929	魏*	3917	高广*	2195
中国石油集团资本股份有限公司	22400	日本瑞穗银行	9500	冯忠*	3820	密春*	2011
中国光大集团股份公司	21945	湖南省人民政府	8901	刘月*	3800	刘永*	2000
中国建银投资有限责任公司	21039	香港恒生银行	8318	林倩*	3775	张庆*	2000

# 外部治理——法与金融

---

# 外部治理：法规约束

---

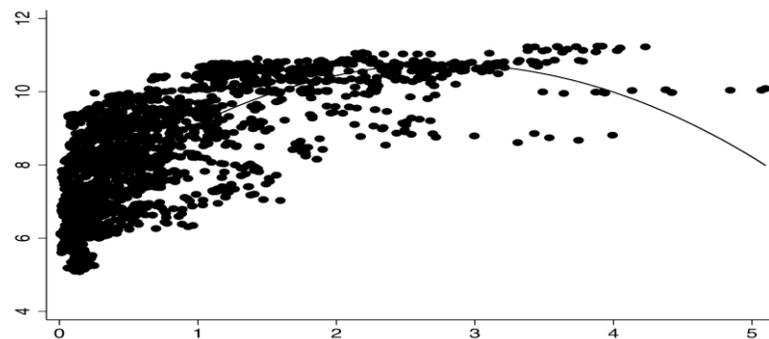
- ❖ 并非所有的企业治理问题，都能由企业利益相关方自行协调解决
  - 高管、董事会、大股东之间的利益冲突可以通过私人法律诉讼(private lawsuit)的形式获得解决
  - 权利、义务界定的依据为合约规定、企业章程等
- ❖ 有一大类利益纠纷问题，需要外部法规约束和公共法律介入(public law intervention)：大股东对小股东的利益侵占问题
  - 大股东（及董事会、高管）通过对企业的控制，侵害小股东利益：如关联交易中的掏空行为(tunneling)
  - 法规约束：禁止滥用股东权利，独立董事，集体诉讼

# 法与金融

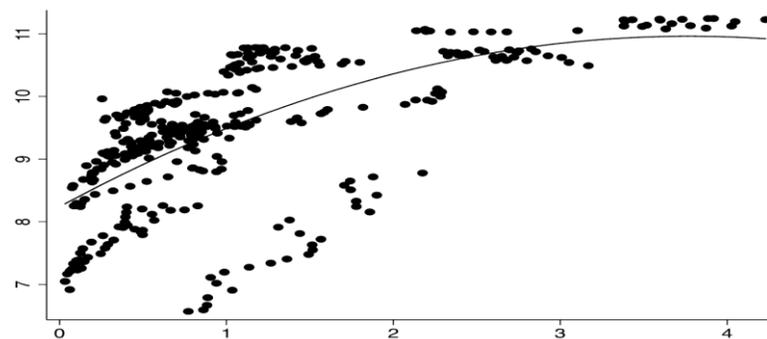
---

- ❖ 90年代中期开始，金融学与新制度经济学交叉产生了一个新的分支：法与金融(law and finance)
  - 标志性论文：La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998) “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*
- ❖ 核心论点：一个国家的法律体系对其金融体系的发展、运转有着根本性影响
  - 衍生论点：法源(legal origin)/法系(legal family)决定论
  - 英美法系，大陆法系（德国法系、法国法系），伊斯兰法系，斯堪的纳维亚法系，社会主义法系（消失），混合法系
  - 比较法学(comparative law)在金融中的应用

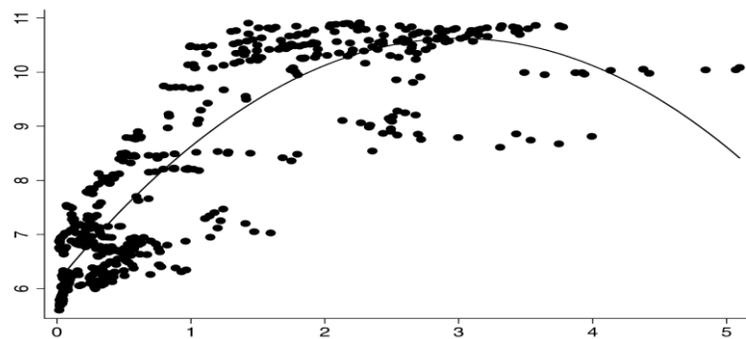
# 法系对金融发展与经济增长关系的影响



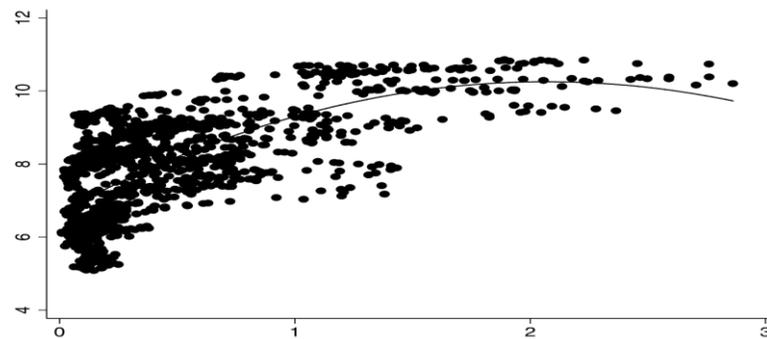
全样本



德国法系



英美法系



法国法系

❖ 来源：黄宪、刘岩、童韵洁（2019，金融研究）

# 外部治理：理解现实中的法规

---

- ❖ 现代公司制的基础：公司法人(legal person)化加有限责任制(limited liability)
  - 法人：具有独立民事权利能力的组织，主张权利的同时也承担义务
  - 有限责任：公司股东以股份出资为限，对企业债务承担责任
- ❖ 中国《公司法》确认上述基本原则
- ❖ 但现实中，股东经常需要承担无限责任
  - 例如银行的贷款合同，通常规定股东承担连带责任，事实上打破了有限责任原则
  - 以及，近年来更常见的“清算义务人”问题

## 外部治理：清算义务人的例子

---

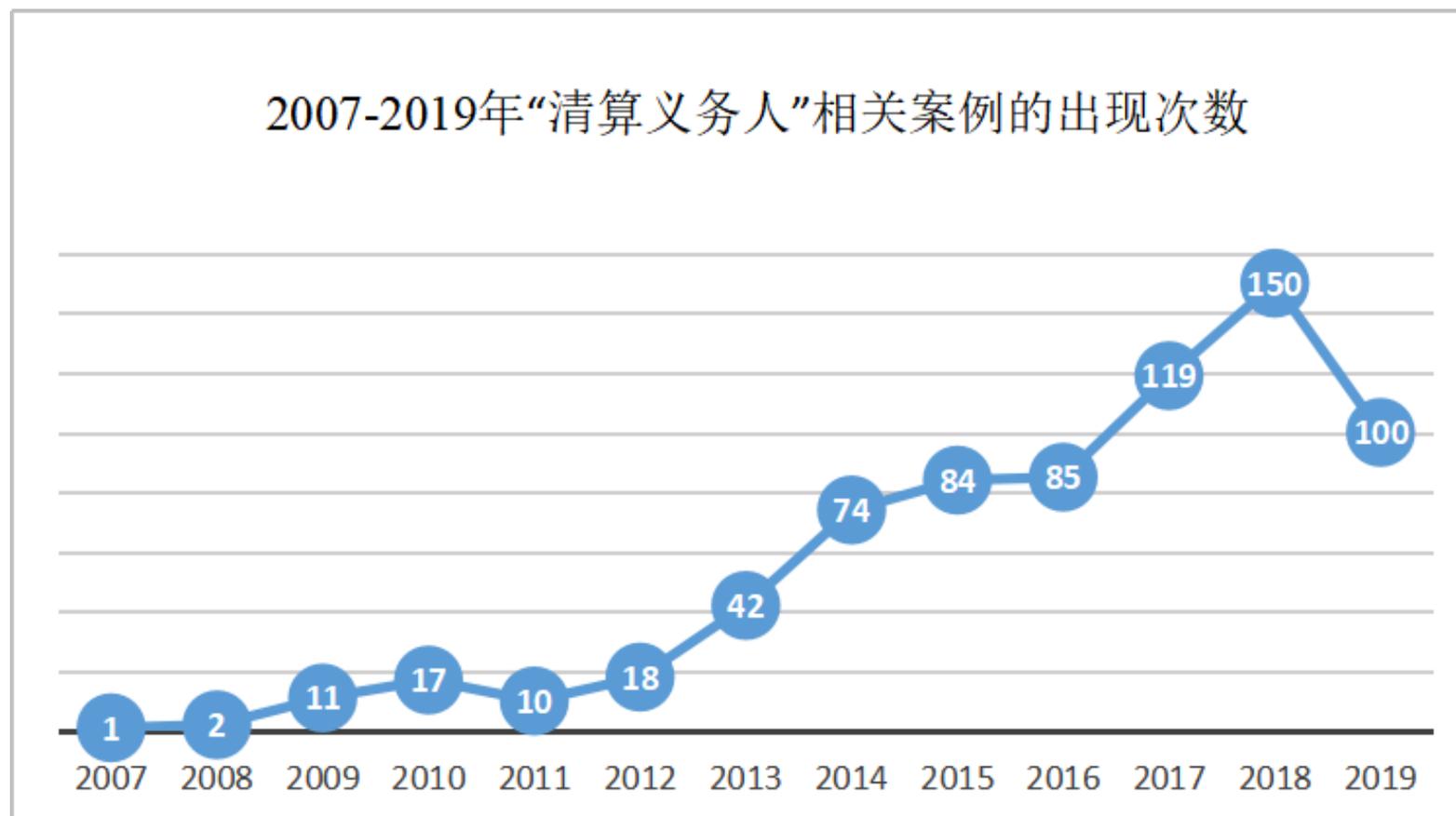
- ❖ 清算义务人：当公司倒闭、破产，需要进行清算(liquidation)以确定公司最终剩余价值分配时，执行清算的责任人
  - 需要完全掌握公司账册和资产信息
- ❖ 2005版《公司法》对仅规定了清算人的3种产生方式，但未明确当清算无法进行时（如账册遗失），如何进一步进行清算处理，以及谁来承担清算义务
- ❖ 2012年最高法推出了第9号指导案例，确立了“清算义务人”概念，对有限责任公司而言，全体股东被指定为清算义务人

## 清算义务人法规的问题

---

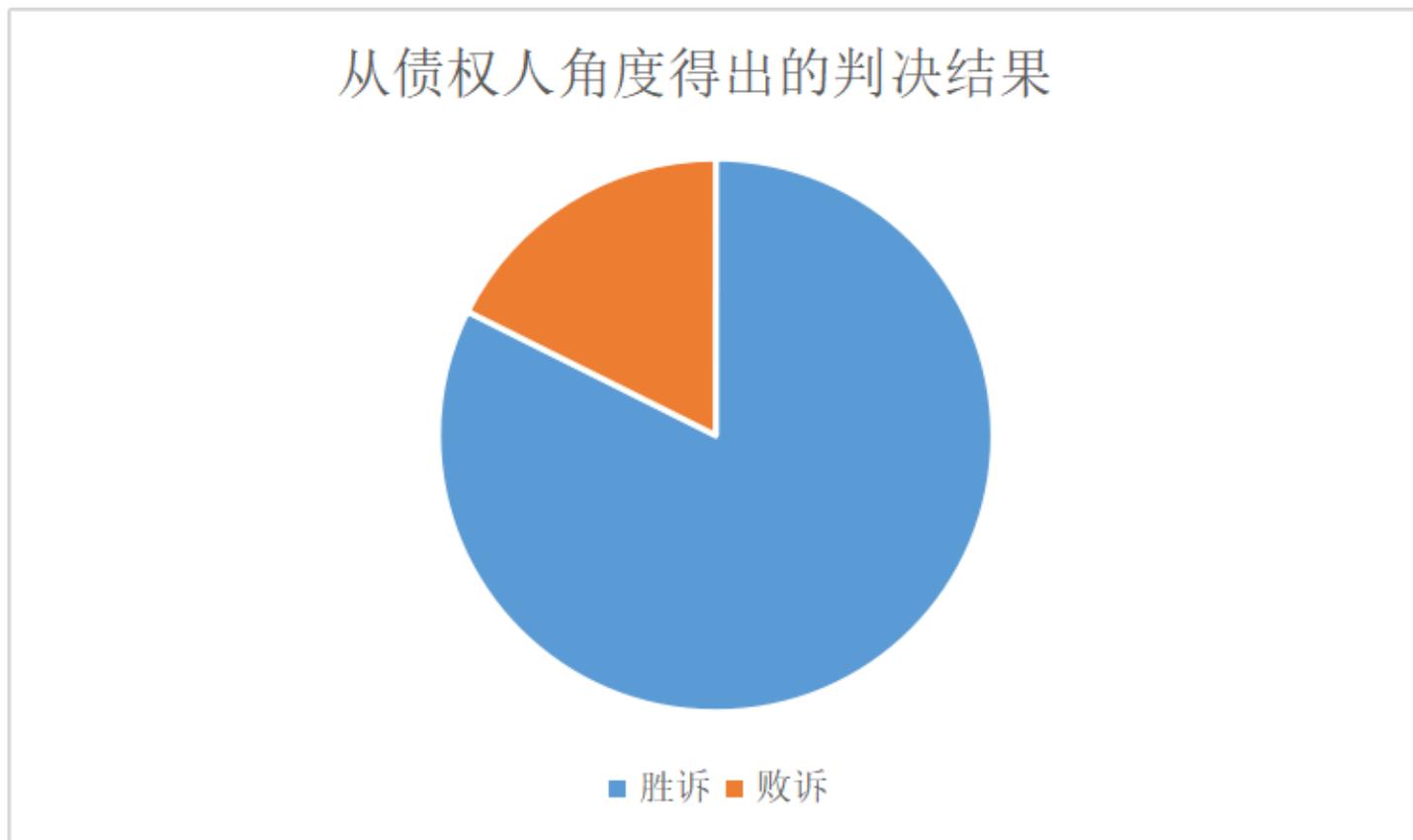
- ❖ 对于有限责任公司而言，绝大多数中小股东不参与公司的日常经营、管理，不掌握公司的账册与资产情况
- ❖ 而出现公司清算的需要，通常是源于大股东为了逃避债务，此时的惯常操作包括藏匿、毁坏公司账册，“人间蒸发”，导致无法及时对公司进行清算
- ❖ 此时，债权人可以按照公司未能及时清算为由，对全体股东——实际是留下的中小股东——发起清算义务人诉讼，要求股东承担清算义务，即剩余股东对债务进行清偿

## 清算义务人案例：时间趋势

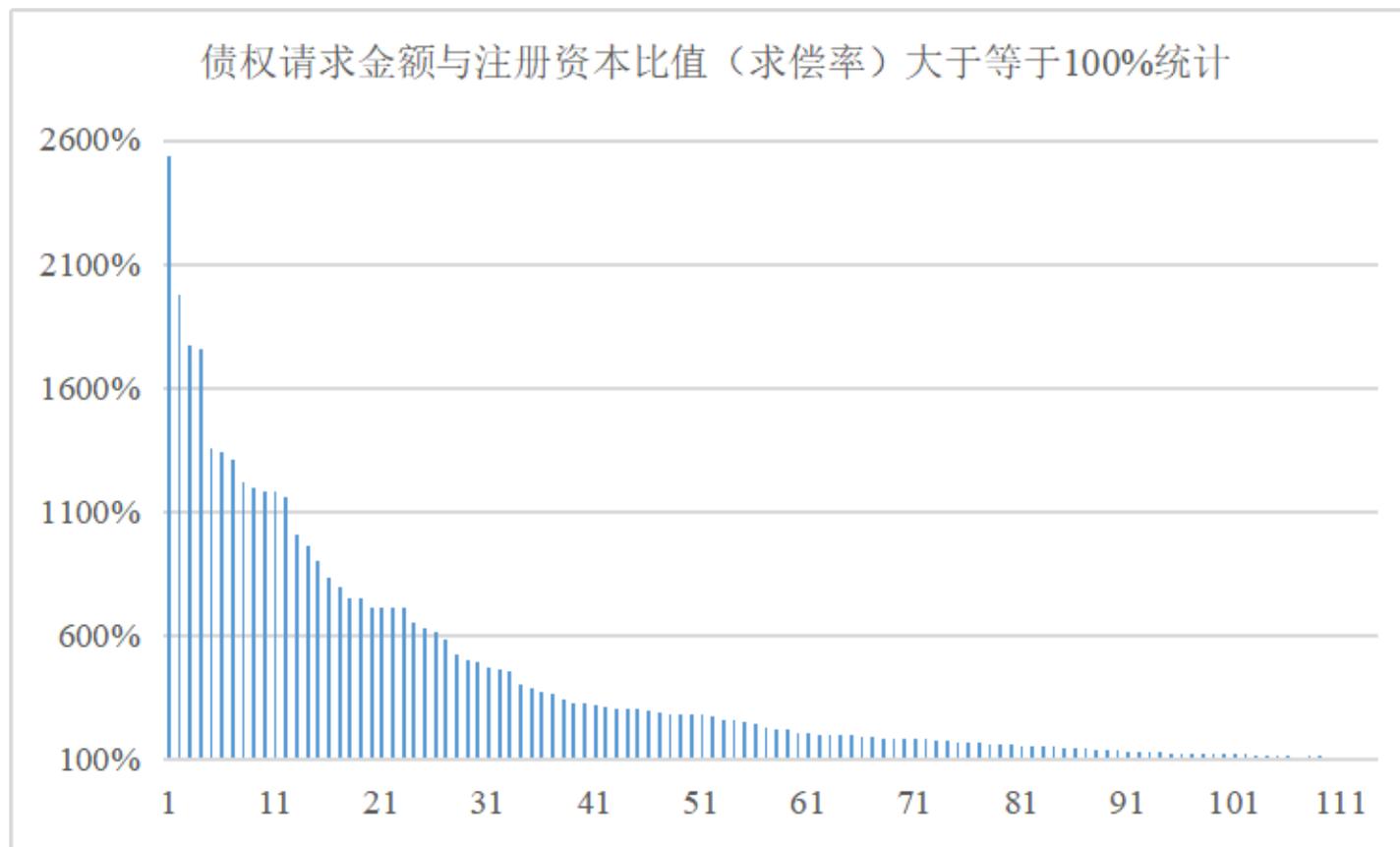


## 清算义务人案例：审判结果

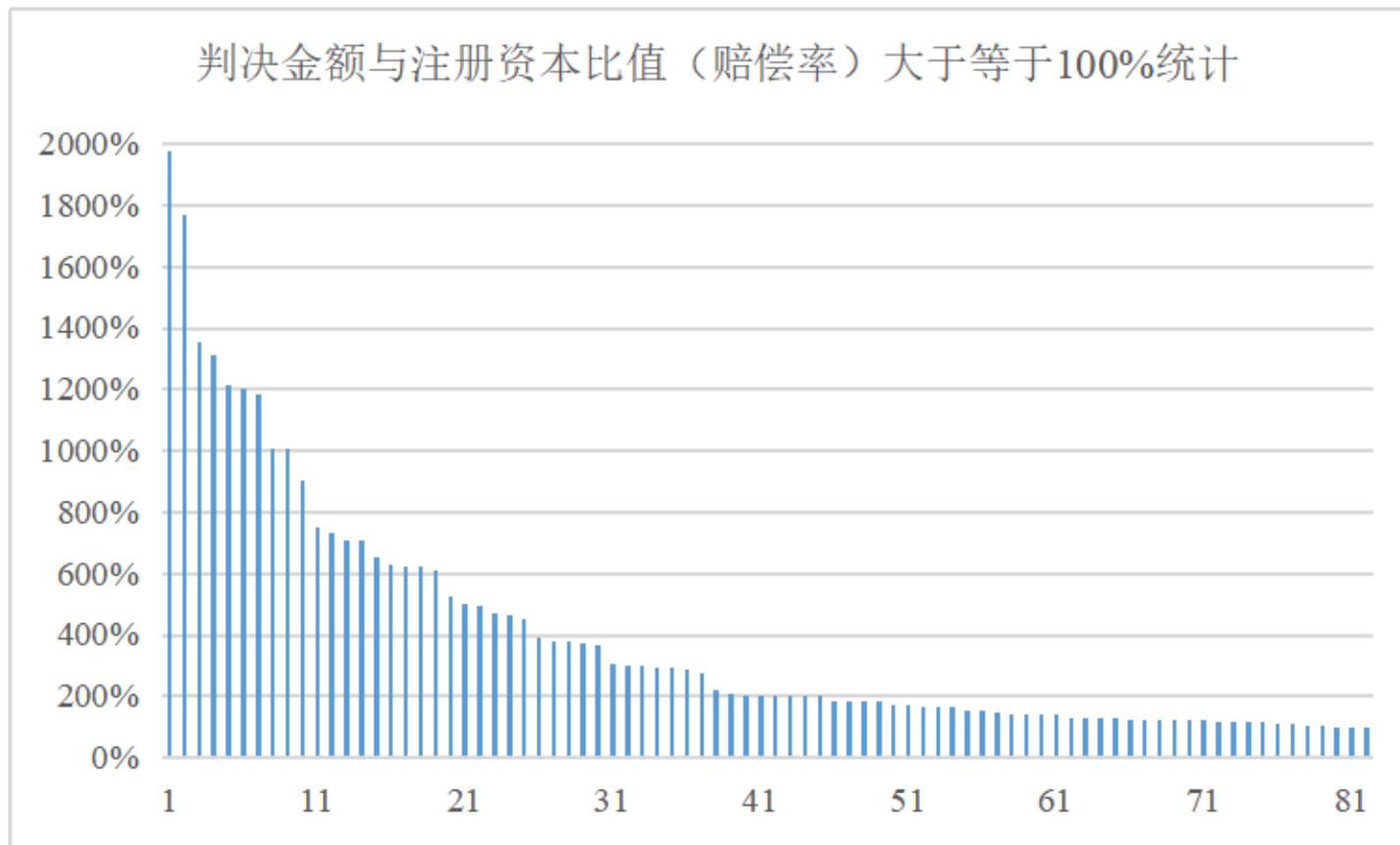
---



# 清算义务人：有限责任保护的丧失



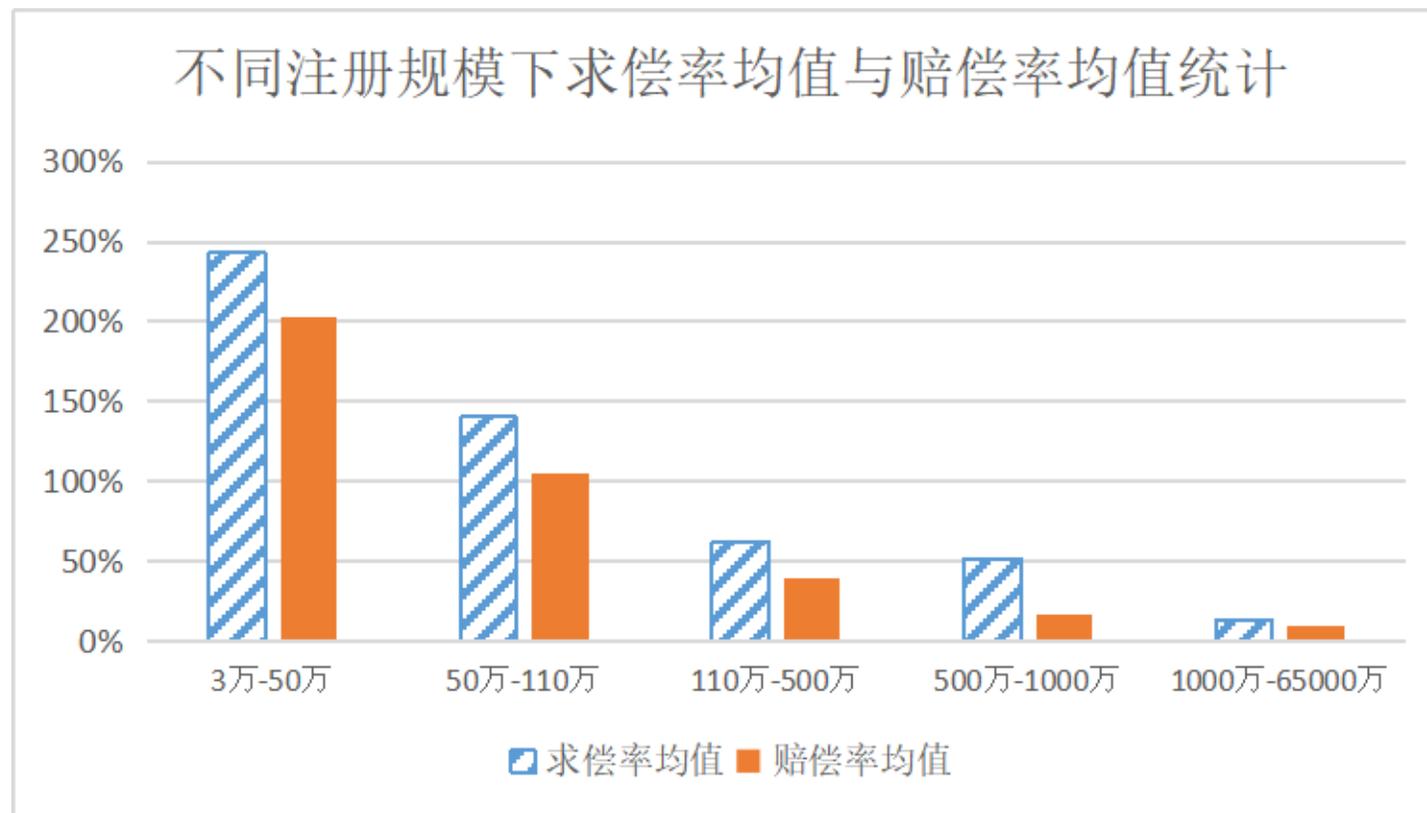
# 清算义务人：有限责任保护的丧失



## 清算义务人：股东平均赔偿统计

	平均个人股东被请求 赔偿金额（万元）	平均个人股东被判决 赔偿金额（万元）
最大值	8443.52	2500.00
最小值	0.14	0
均值	103.13	52.97
标准差	402.32	159.01
25%分位点	5.15	15.44
50%分位点	20.00	9.84
75%分位点	63.49	39.93

# 清算义务人：小规模企业更容易承担无限责任



# 治理：从个人到全球

---

- ❖ 企业治理的本质是人的治理：保障权利，履行义务
  - 法人：具有独立财产，具有独立民事权利能力，能够独立承担民事权利与义务
- ❖ 法的精神：公平、公正、正义
  - 理想状态：人人守法、履行义务、维护权利
  - 康德：头顶的星空与胸中的道德法则 《实践理性批判·结论》
- ❖ 人不自觉：自然状态下，人与所有人为敌（黑暗森林法则）——集体强制维护秩序（霍布斯《利维坦》），常见形式是国家——集体权力又需要限制
  - 从人类整体看，就是全球治理问题
    - ✓ 气候变暖，ESG