

# 《公司治理学》

## 经理人 2010 年必修课

### MBA 案例+实战理论

## 全国迷你型MBA职业经理双证班

认证系列：职业经理资格认证、人力资源总监、营销经理、品质经理、生产经理、物流经理、项目经理、企业培训师、酒店经理、市场总监、财务总监、营销策划师等认证。

颁发双证：通用高级经理资格证书+MBA 高等教育研修结业证书（含 2 年全套学籍档案）

证书说明：证书全国通用、国际互认、电子注册，是提干、求职、晋级、移民的有效依据

学习期限：3 个月（允许工作经验丰富学员提前毕业） 收费标准：全部学费 **1280** 元

咨询电话：13684609885 0451- 88342620 招生网站：<http://www.mhjy.net>

电子邮箱：[xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com) 颁证单位：中国经济管理大学 承办单位：美华管理人才学校

## 全国招生 函授教育 颁发双证 权威有效



美华论坛  
[www.mhjy.net](http://www.mhjy.net)



职业经理 MBA 整套实战教程

千本好书 **免费** 下载 学校网址 [www.mhjy.net](http://www.mhjy.net)

# 全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

## 招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元



**【授课方式】** 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课（远程函授+教学电子光盘自修+网络学院持续视频学习）



**【颁发证书】** 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》;
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》;



### 【证书说明】

1. 证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
2. 毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明；。



**【学习期限】** 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



**【收费标准】** 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是职业经理人首选的学习方式。



### 【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



### 【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习（专家、顾问24小时接受在线咨询，第一时间回答学员的提问和咨询）



### 【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



### 【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



### 【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



**【咨询电话】** 13684609885 0451--88342620 **【咨询教师】** 王海涛 郑毅



**【学校网站】** <http://www.mhjj.net> **【咨询邮箱】** [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)



### 【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发邮件至 [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)（入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可）
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



## 【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



## 【学费缴纳方式】

方式一	邮局邮寄	邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室 邮政编码：150020 收件教师：王海涛 徐传有
方式二	学校帐号	学校帐号：184080723702015 开户银行：哈尔滨银行龙江支行 支付系统行号：313261018018 企业户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校
方式三	交通银行 (太平洋卡)	帐号：40551220360141505 户名：王海涛 开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心
方式四	邮政储蓄 (存折)	帐号：602610301201201234 户名：王海涛 开户行：哈尔滨道外储蓄中心
方式五	中国工商银行 (存折)	帐号：3500016701101298023 户名：王海涛 开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行

可以选择任意一种方式缴纳学费，建议使用第五种方式（中国工商银行，比较方便快捷）收到学费的当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材和考试问卷。



# 全国职业经理MBA双证班

## 精品课程 火热招生

函授学习 权威双证 全国招生 请速充电

**认证系列：**高级职业经理资格认证、人力资源总监、营销经理、财务总监、企业培训师、酒店经理、品质经理、生产经理、物流经理、项目经理、市场总监、营销策划师等学习认证系列。

**颁发双证：**通用高级经理资格证书 + MBA 高等教育研修结业证书 (含 2 年全套学籍档案)

**证书说明：**证书全国通用、国际互认、电子注册，是提干、求职、晋级、移民的有效依据

**学习期限：**3 个月 (允许工作经验丰富学员提前毕业) **收费标准：**全部学费 1280 元

**咨询电话：**13684609885 0451- 88342620 **报名邮箱：**[xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)

**学校网站：**[www.mhjj.net](http://www.mhjj.net) **颁证单位：**中国经济管理大学 **承办单位：**美华管理人才学校

## 全国招生 函授教育 颁发双证 权威有效

# 第一篇 基础理论

第一章 公司治理学：新兴学科的诞生

第二章 公司治理：理论框架与基本问题

# 第一章 公司治理学：新兴学科的诞生

## 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解企业制度演进的脉络与公司制企业的特征；
2. 明确公司治理理论的历史发展线索；
3. 理解国内外公司治理研究的主题和国内外对公司治理内涵的争论；
4. 把握公司治理学的研究对象与主要内容、学科性质、特点与研究方法。

## 本章关键词

古典企业制度    现代企业制度    公司制企业

公司治理    利益相关者



公司治理已经成为当前国内外理论和实务界研究的一个世界性的课题。它是伴随着企业制度产生、发展和完善的。而股份公司，也就是我们现在所说的现代企业制度，是企业制度适应经济、社会和技术的进步、不断自我完善的结果。而且从它产生的那天起，也一直处在变化、发展过程之中。

## 第一节 企业制度的演进与公司治理问题的产生

### 一、企业制度的演进

从企业制度的发展历史看，经历了两个发展时期——古典企业制度时期和现代企业制度时期。古典企业制度主要是以业主制企业和合伙制企业为代表的。现代企业制度主要是以公司制企业为代表的。企业制度从古典到现代的转变，经历了业主制企业、合伙制企业和公司制企业的发展过程。

业主制（the single proprietorship）是企业制度中的最早存在形式，甚至比资本主义的历史还要悠久。业主制企业具有以下特点：一是企业归业主所有，企业剩余归业主所有，业主自己控制企业，拥有完全的自主权，享有全部的经营所得。二是业主对企业负债承担无限责任，个人资产与企业资产不存在绝对的界限，企业赢利时是如此，企业亏损时也是如此，当企业出现资不抵债时，业主要用其全部资产来抵偿。业主制企业的缺点是规模小，资金筹集困难，因业主承担无限责任所带来的风险较大，企业存续受制于业主的生命期。上述缺点，使业主制企业逐渐被合伙制企业所取代。

合伙制企业（the partnership）是由两个或多个出资人联合组成的企业。在基本特征上，它与业主制企业并无本质的区别。在合伙制企业中，企业归出资人共同所有，共同管理，并分享企业剩余或亏损，对企业债务承担无限责任。与业主制企业相比，合伙制企业的优点是扩大了资金来源，降低了经营风险。其缺点是合伙人对企业债务承担无限责任，风险较大，合伙人的退出或死亡会影响企业的生存和寿命。因为上述缺点，合伙制企业逐渐被现代意义上的公司制企业所取代。

公司制企业（the corporation）是企业制度适应经济、社会和技术的进步，不断自我完善的结果，是现代经济生活中主要的企业存在形式。它使企业的创办者和企业家在资本的供给上摆脱了对个人财富、银行和金融机构的依赖。在最简单的公司制企业中，公司由三类不同的利益主体组成：股东、公司管理者、雇员。与传统的企业或古典企业相比，股份公司具有三个重要特点：一是股份公司是一个独立于出资者的自然人形式的经济、法律实体，从理论上讲，它有一个永续的生命。二是股份可以自由地转让。三是出资人承担有限责任。

现代公司的雏形可以追溯到大约 14、15 世纪，在欧洲国家开始出现了一些人将自己的财产或资金委托给他人经营的组织形式，经营收入按事先的约定进行分配。经营失败时，委托人只承担有限责任。15 世纪末，随着航海事业的繁荣和地理大发现的完成，迎来了海上贸易的黄金时代。1600 年，英国成立了由政府特许的、专司海外贸易的东印度公司，这被认为是第一个典型的股份公司。到 17 世纪的时候，英国已经确立了公司的独立的法人地位。公司已成为一种稳定的企业组织形式。

这种最早在欧洲兴起的股份公司制度是一种以资本联合为核心的企业组织形式。它是从业主制、合伙制基础上发展起来的一种全新的企业制度形式。它有一些优于古典企业的地方：一是股份制企业筹资的可能性和规模扩张的便利性；二是降低和分散风险的可能性，由于股东承担有限责任，而且股票可以转让，因此，对投资者特别有吸引力；三是公司的稳定性，由于公司的法人特性，使得股份公司具有稳定的、延续不断的生命，只要公司经营合理、合法，公司就可以长期地存在下去。

公司制企业的产生与发展，对自由竞争的经济发展，尤其市场效率的提高有着非常积极的意义。它在很大程度上克服了业主制、合伙制企业经济上的局限性。业主制与合伙制企业在其发展过程中，不仅受到来自财力不足方面的限制，这种限制包括无力从事大规模的经济活动，也包括承担高风险的事业经营。同时，古典企业的发展，更受到其“自然人”特性的制约，虽然财产可以由家族世袭，但是，家族世袭并不能解决企业的持续存在和长期发展的问題。另外，市场的扩大和生产、经营技术的复杂化，越来越需要专业化的职业经营者。而股票市场交易的延展，使众多零星小额资本得以不断加入经济活动的行列，因此，公司制首先解决了企业发展的资金问题；其次，以法人身份出现的公司制企业，使企业不再受到“自然人”问题的困扰；第三，专业化的企业经营者的加入，则适应了变化和复杂化的经济形势。

## 二、公司治理问题的产生

随着公司制企业的发展，现代公司呈现出股权结构分散化、所有权与经营权分离等特征。正是由于存在这些特征，才使得治理问题得以产生，使得治理问题成为现代公司焦点与核心。

股权结构的分散化是现代公司的第一个特征。公司的股权结构，经历了由少数人持股到社会公众持股再到机构投资者持股的历史演进过程。

在公司制企业发展早期，公司只有少数的个人股东，即股权结构相对集中。但是，伴随着规模的扩大，也伴随着资本市场的发展，公司的股权结构逐步分散化，大量的公司股票分散到社会公众手中。而最近二十年来，一些国家进一步出现了新的机构持股的情况，特别是美国，机构持股得到快速发展。目前，在总量上约占美国全部上市公司股本的 50%，其总资产已由 1950 年的 1070 亿美元增加到 1990 年的 5.8 万亿美元，主要的机构投资者是共同基金、保险公司、养老基金和捐赠基金等。

需要说明的是，尽管机构投资者快速发展，但 20 世纪 80 年代以前，这些机构都是实行分散投资，机构投资者投资于单个公司特别是大公司的比重并不高，因而使得公司的股权结构高度分散，许多公司往往有成千上万个股东。例如，在美国，最大股东所持有的公司股份多在 5% 以下。

高度分散化的公司股权结构，对经济运行产生了重要的影响。就有利的方面而言，第一，明确、清晰的财产权利关系为资本市场的有效运转奠定了牢固的制度基础。不管公司是以个人持股为主，还是以机构持股为主，公司的终极所有权或所有者始终是清晰可见的，所有者均有明确的产权份额以及追求相应权益的权利与承担一定风险的责任；第二，高度分散化的个人产权制度是现代公司赖以生存和资本市场得以维持和发展的润滑剂，因为高度分散化的股权结构意味着作为公司所有权的供给者和需求者都很多，当股票的买卖者数量越多，股票的交投就越活跃，股票的转让就越容易，规模发展就越快，公司通过资本市场投融资越便捷。

但是，公司股权分散化也对公司经营造成了不利影响，首先股权分散化的最直接的影响是公司的股东们无法在集体行动上达成一致，从而造成治理成本的提高；其次是对公司的经营者的监督弱化，特别是大量存在的小股东，他们不仅缺乏参与公司决策和对公司高层管理人员进行监督的积极性，而且也不具备这种能力；最后是分散的股权结构，使得股东和公司其他利益相关者处于被机会主义行为损害、掠夺的风险之下。

所有权和控制权的分离是现代公司的第二个重要特点。1932 年，美国学者伯利和米恩斯在其著名的《现代公司与私有产权》一书中提出，公司所有权与经营权出现了分离，现代公司已由受所有者控制转变为受经营者控制，并直言，管理者权力的增大有损害资本所有者利益的危害。正是 20 世纪 30 年代开始出现的公司所有权和控制权的分离，引起了人们对公司治理问题的注意。



所有权和控制权的分离对公司行为产生了一系列重要影响。在古典企业里，所有者与营管管理者合二为一，因此，不会产生所有者与经营者的利益分歧，在这里，只有一个声音，一种意志，一个目标。而所有权和控制权的分离，自然是在两个利益主体之间的分割，由此产生了公司行为目标的冲突，产生了两种权利、两种利益之间的竞争。

当然，即使企业实行股份制以后，也存在这样一些公司，它们的所有者仍然掌握着公司的控股权。在这种情况下，所有者利益仍然能够得到适当的保护，他们的意志能够得到较顺利贯彻与实施。以美国为例，近代企业家如摩根，洛克菲勒，卡耐基等，不仅拥有摩根银行，标准石油公司，美国钢铁公司等大型企业的大量股票，而且还积极参与其经营管理，使之坚持利润最大化的企业目标。现代企业家如盖茨，戴尔等，同样是身体力行，至今仍分别保持着作为他们各自开创的微软公司和戴尔电脑公司的最大股东和主要决策者的身份。多年来，这两家公司一直在《财富》、《福布斯》、《商业周刊》等美国权威性杂志的“公司排名”中名列前茅。微软和戴尔股票的价格也在证券市场上久涨不衰。正是由于公司所有者对公司经营管理的这种的结合，才使许多美国公司成为全世界最具竞争力的现代化企业。

然而，在现代经济生活中，上述类型的公司并不占多数，大多数的股份制企业是所谓的公众公司，它们在社会范围内募集资本，向全社会发行股票。在这里，股票所有者或者不再参与公司的经营管理，或者作为经营者参与公司的经营事务，但只拥有小部分本公司的股权。在这种条件下，股东利益目标就有可能与经营管理者的利益目标发生偏离，甚至冲突，而在实践中，也确实出现了损害股东权益的倾向。

20 世纪 60 年代以来，公司所有权与控制权的分离日趋严重。在美国，许多公司董事会中公司经理占了多数，一些公司首席执行官（CEO）同时又坐上了董事长的宝座，受聘于公司所有者的营管管理者反过来最终控制公司的现象比比皆是，由此导致的偏离企业利润最大化目标所造成的各种弊端也越来越引起人们的关注。于是 70 年代中后期 80 年代早期，在美国拉开了有关公司治理问题讨论的序幕。80 年代末英国不少著名公司如蓝箭，科拉罗尔，波莉-佩克等相继倒闭，从而引发了英伦三岛对公司治理问题的讨论。

## 第二节 公司治理研究的主题与内涵

### 一、国内外公司治理理论研究的主题

#### （一）国外公司治理研究的主题

20 世纪 80 年代以来，西方学者对公司治理的研究主要是围绕着两个主题展开的。第一个主题是继续围绕如何监督和控制经理人员的行为展开研究。主要是基于以下背景：

（1）人们普遍对经理人员与日俱增的高报酬感到不满。20 世纪 50 年代以来，经理人员的报酬有了较快增长。以美国和英国为例。在美国，据统计，1957 年美国只有 13 个公司的首席执行官(CEO)的年薪达到 40 万美元，到 1970 年，《财富》500 强大公司的 CEO 的平均年薪就达到了 40 万美元。到 1988 年，美国最大 300 家公司的 CEO 的平均年薪是 95.2 万美元。在英国，据统计，1981 年到 1990 年英国 100 家大公司高级职员报酬增长了 351.5%，而同期这些公司的盈利增长只有 106.8%。<sup>①</sup>

批注 [h1]: 《幸福》杂志评选出的美国/世界? 500 家大公司?

删除的内容: 幸福

删除的内容: 家

<sup>①</sup>李维安：《公司治理》，南开大学出版社 2001 年版，第 8 页。

## 【网络链接 1-1】美国 CEO 薪酬失控 年收入最高超 1.5 亿美元<sup>①</sup>

据研究公司治理结构的组织 Corporate Library 7 月 28 日发布的一项调查报告称, 美国公司首席执行官 (CEO) 2003 年的薪酬增长 15%, 大企业的增幅更是高达 22%。尽管社会呼吁对企业 CEO 的收入加以约束, 但他们去年收益总水平平均上涨 9.5%。这份报告认为, 展现在人们眼前的数据说明任何想要制约企业高级管理人员报酬的机会都已消失殆尽……

——资料来源: <http://finance.sina.com.cn> 2004 年 8 月 6 日。

(2) 股东诉讼事件大量增加。以美国为例。《财富》1000 家大公司中, 20 世纪初没有一家公司涉及股东诉讼赔偿案, 而到了 1977 年, 有 1/11 的公司董事和经理、1979 年有 1/9 的公司董事和经理、1985 年有 1/6 的公司董事和经理卷入了股东诉讼赔偿案。<sup>②</sup>

(3) 机构投资者力量的增大。20 世纪 80 年代以来, 随着机构投资者力量的增大, 西方一些发达国家的股权结构进入了分散化与集中化并存阶段。以美国为例。美国机构投资者占美国企业资产的比例, 1950 年为 6.1%, 1960 年为 12.6%, 1970 年为 12.4%, 1980 年为 33.9%, 1990 年为 47.2%, 1995 年为 46.6%, 1996 年占 48.8%。<sup>③</sup>可以看出, 随着机构投资者的发展, 美国公司股权结构集中化趋势逐步加强。机构投资者正在对美国公司董事和经理人员行为产生重要影响。20 世纪 90 年代以来, 通用汽车公司、IBM 公司等大公司首席执行官被解职, 都与机构投资者的作用有关。

正是在上述背景下, 围绕如何控制公司经理人员行为以保护股东利益, 便成为国外公司治理研究的主题之一。

第二个主题是研究如何保护公司利益相关者的利益。主要是基于以下背景:

(1) 恶意收购中如何保护公司利益相关者的利益。在 20 世纪 80 年代的并购浪潮中, 恶意收购占有相当高的比例。恶意收购对目标公司的股东和其他利益相关者会产生不同的结果。对于目标公司的股东而言, 他们会从恶意收购中大获其利。据统计, 许多目标公司的股东在 80 年代大发横财, 因为收购者的报价一般都高于原股票价格的 50% 到 1 倍以上。在目标公司股东从恶意收购中获取高额利益的同时, 目标公司其他利益相关者的利益却受到了损害。对于目标公司内部利益相关者而言, 恶意收购发生后, 收购者往往会对目标公司董事会和高层管理人员进行重组, 使目标公司董事会成员和高层管理人员职位不保; 同时, 收购者还会对目标公司员工进行大量裁减, 造成大批员工失业。对于目标公司的外部利益相关者而言, 目标公司被收购后, 一些收购者随意关闭工厂和终止经营业务, 从而对目标公司所在地的居民、公司债权人、政府等利益相关者的利益造成损害。因此, 如何保护除股东之外的利益相关者的利益, 便成为公司治理所应考虑的重要问题。

(2) 关于公司社会责任的争论。公司应对谁负责, 是西方学术界长期争论的一个问题。

<sup>①</sup>为了广泛采用现代化教学手段和精简纸质教材篇幅, 本书的网络链接与案例大多采用节选或摘要的形式收录, 全文请查阅中国公司治理网: [www.cg.org.cn](http://www.cg.org.cn) 与高等教育出版社的网络链接, 下同。

<sup>②</sup>李维安:《公司治理》, 南开大学出版社 2001 年版, 第 13 页。

<sup>③</sup>梁能主编:《公司治理结构: 中国的实践与美国的经验》, 中国人民大学出版社 2000 年版, 前言第 7-8 页。

批注 [h2]: 《幸福》杂志评选出的美国? 世界? 1000 家大公司?

删除的内容: 幸福

删除的内容:

公司应对股东利益负责，是古典经济理论和公司法理论的基本理念。对于这一理念，一些学者提出了不同意见。1924 年，谢尔顿在《管理哲学》一书中，就把公司社会责任与公司经营者满足产业内外各种人类需要的责任联系起来，认为公司社会责任包含有道德因素在内，因而主张，公司经营战略对社会提供的服务有利于增进社区利益，社区利益作为一项衡量尺度，远远高于公司盈利。在 20 世纪 60 年代兴起的环保主义和 70 年代兴起的消费者权益运动中，一些学者开始探讨对公司开展社会监督问题。20 世纪 80 年代，许多学者认为，公司社会责任就是公司对股东之外的利益相关者的责任。在学者进行有关公司为谁负责的讨论的同时，西方企业界对公司的社会责任在认识上也存在着分歧。1995 年美国《长期计划》发表了一份关于大公司的公司治理原则的调查报告。该报告就大公司的治理是按“股东的利益应当占第一优先权”设置，还是按“企业的存在是为所有的利益群体服务的”原则设置，对美国、英国、法国、德国和日本公司的经理人员进行了调查。调查显示，在英国和美国，虽然有 70%以上的公司经理人员认为股东的利益是第一位的，但仍然有 20%多的经理人员认为公司存在是为所有的利益集团服务的；而法国有近 80%、德国有超过 80%、日本有超过 95%的经理人员认为，企业的存在是为所有的利益集团服务的。<sup>①</sup>

正是在上述背景下，如何保护除股东之外的公司利益相关者的利益，便成为公司治理研究的另一主题。

## (二) 国内公司治理研究的主题

国内对公司治理的研究是围绕两个主题展开的。第一个主题是，治理国有企业改革过程中出现的严重的管理者腐败问题。始于 1978 年的中国国有企业改革，在经过扩大企业经营自主权、利改税、承包经营责任制和转换企业经营机制改革后，到 20 世纪 90 年代中期，企业经营管理人员尤其是经理人员获取了过大的不受约束和控制的权力，并由此形成了经理人员严重的腐败问题。费方城(1996)、刘世锦(1999)等人把经理人员腐败的表现形式概括为：

(1) 在职消费膨胀。包括利用公款建设或购买更大更好的住房、私人用车，用公款支付国内外旅游费用，用公款吃喝娱乐等。常常有这种情况：在一家像样的餐馆里的一次工作餐，会花掉一个普通工人一个月的工资。

(2) 侵占和转移企业资产。一些经理人员把企业资产转移到由他们自己或由亲朋好友开设的企业或公司，还有一些经理人员利用职务之便贪污、私分企业资产等。

(3) 信息披露不规范，报喜不报忧，对重大经营活动不做出应有的解释。

(4) 经营行为围绕着个人眼前的成绩、地位和利益展开。一些企业经营管理者经营决策行为短期化，不考虑企业长期利益和发展，而是把经营决策限定在经营者可预见的能够带来自己成绩、地位、利益最大化的时间范围内，从而造成企业过度投资和耗用资产，造成国有资产投资和使用出现低效率。

(5) 经营管理人员和员工工资、奖金、集体福利等收入增长过快，侵占企业利润。

---

<sup>①</sup>梁能主编：《公司治理结构：中国的实践与美国的经验》，中国人民大学出版社，2000 年版，前言第 6 页。

(6) 财务关系透明度低,甚至搞“黑箱操作”。如一些经营业绩较差的企业经营者,指使财务人员做假账甚至“两本账”,搞所谓的名盈实亏,以掩盖企业的经营亏损,从而为自己捞取经济和政治利益。

(7) 置小股东和债权人的利益于不顾,搞不分红或少分红,大量拖欠债务。

(8) 抵制兼并重组。当兼并和重组损害自己利益的时候,经营管理者就会进行抵制,当兼并和重组有利于自己获取利益的时候,经营管理者就会赞成和支持。

关于企业经营管理腐败问题产生的原因,许多学者认为是我国目前的公司治理结构不完善,企业内部缺乏对经营管理者有效的制衡机制造成的,因此,中国的公司治理结构亟待改革。基于这样的背景,从20世纪90年代中期开始,许多学者从治理企业经营管理腐败的角度,开始了研究公司治理的热潮。

第二个主题是,国有企业建立现代企业制度,进行公司化改造。1993年11月,党的十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出,国有企业改革的方向是建立产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度,国有企业实行公司制是建立现代企业制度的有益探索。围绕着建立现代企业制度、国有企业公司化改造等问题,国内学者进行了广泛深入的研究。随着研究的深化,学者们的研究集中在两个焦点问题上。一是国有企业公司化后,公司股东大会、董事会、监事会和经理层的权力如何分配与制衡;二是国有企业公司化后如何处理新老“三会”的关系。1994年以来,一些学者把与上述研究内容相一致的“公司治理结构”这一概念从国外引入国内,并为国内学者所接受,由此掀起了围绕建立现代企业制度的公司治理研究高潮。

此外,如何控制上市公司控股股东的道德风险、家族企业如何治理、民营企业如何治理等问题也成为我国公司治理研究的热点问题。

## 二、公司治理内涵的界定

### (一) 国外对公司治理内涵的争论

据考证,“治理结构”(governance structure)概念是威廉姆森于1975年首先提出的,而“公司治理”(corporate governance)<sup>①</sup>概念最早出现在经济文献中的时间是20世纪80年代中期。自从公司治理这一概念提出以来,西方学者存在着不同的理解。但综合而言,西方学者对公司治理内涵的界定,主要是围绕着控制和监督经理人员行为以保护股东利益、保护包括股东在内的公司利益相关者利益两个主题展开的。

围绕着控制和监督经理人员行为、保护股东利益这一主题,西方学者对公司治理的内涵有三种理解:

(1) 股东、董事和经理关系论。[马克·J·洛](#)(1999)认为,公司治理结构是指公司股东、董事会和高层管理人员之间的关系。

(2) 控制经营管理者论。斯利佛和魏斯尼(1997)认为,公司治理是公司资金提供者确

批注[h3]:疑有误

<sup>①</sup>对于“Corporate governance”这一概念,国内学者有不同的译法。有人译成“公司治理结构”,有人译成“公司治理”。虽然本文作者赞成并使用了“公司治理”这一译法,但在介绍国内外学者关于公司治理的观点时,仍然保留了国内一些学者使用“公司治理结构”这一译法或术语的习惯。

保获得投资回报的手段。如资金所有者如何使管理者将利润的一部分作为回报返还给自己？他们怎样确定管理者没有侵吞他们所提供的资本或将其投资在不好的项目上，他们怎样控制管理者，等等。

(3) 对经营者激励论。梅耶（1994）把公司治理定义为“公司赖以代表和服务于它的投资者利益的一种组织安排。它包括从公司董事会到执行人员激励计划的一切东西。”

围绕着保护公司利益相关者利益这一主题，西方学者对公司治理的内涵有四种理解：

(1) 控制所有者、董事和经理论。普罗兹（1998）认为，公司治理是“一个机构中控制公司所有者、董事和管理者行为的规则、标准和组织”。

(2) 利益相关者控制经营管理者论。希克（1993）等人认为，公司治理结构就是借以委托董事，使之具有指导公司业务的责任和义务的一种制度，是以责任为基础的。一种有效的公司治理制度应提供能够规制董事义务的机制，以防止董事滥用手中的这些权力，从而确保他们为广义上的公司最佳利益而行动。公司治理结构应看成是公司与其组成人员之间的一种“社会契约”，从道义上使公司及其董事有义务考虑其他“利益相关者”的利益。约翰和塞比特（1998）认为，公司治理是公司利益相关者为保护自身的利益而对内部人和管理部门进行的控制。

(3) 管理人员对利益相关者责任论。布莱尔（1999）认为，公司治理是一法律、文化和制度性安排的有机整合。任何一个公司治理制度内的关键问题都是力图使管理人员能够对其他的企业资源贡献者如资本投资者、供应商、员工等负有义不容辞的责任，因为后者的投资正“处于风险”中。1981年4月5日，美国公司董事协会的会议纪要对公司治理所做的概括被认为是最权威的定义。该协会认为，公司治理结构是确保公司长期战略目标和计划得以确立，确保整个管理结构能够按部就班地实现这些目标和计划的一种组织制度安排；公司治理结构还要确保整个管理机构能履行下列职能：能维护公司的向心力和完整；保持和提高公司的声誉；对与公司发生各种社会经济联系的单位和个人承担相应的义务和责任。

(4) 利益相关者相互制衡论。国外关于利益相关者相互制衡的公司治理的界定，有狭义和广义两种。狭义的利益相关者相互制衡的公司治理理论，是以钱颖一（1999）为代表的。这种治理理论主要围绕着投资者、经理、职工三个公司主要利益相关群体来展开研究。钱颖一认为，公司治理结构是一套制度安排，用以支配若干在企业中有重大利害关系的团体投资者（股东和贷款人）、经理人员、职工之间的关系，并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括：(1)如何配置和行使控制权；(2)如何监督和评价董事会、经理人员和职工；(3)如何设计和实施激励机制。

广义的利益相关者相互制衡的公司治理理论，是以科克兰和沃特克、李普顿等为代表的。这种治理理论是围绕着公司所有利益相关群体来展开研究的。科克兰和沃特克（1988）认为，公司治理包括在高级管理层、股东、董事会和公司其他的利益相关者的相互作用中产生的具体问题。构成公司治理问题核心的是：谁从公司决策/高层管理阶层的行动中受益？谁应该从公司决策/高级管理阶层的行动中受益？当在“是什么”和“应该是什么”之间存在不一致时，一个公司治理问题就会出现。李普顿（1996）认为，公司治理结构应看成是一

种手段，用来协调公司组成成员即股东、管理部门、雇员、顾客、供应商及包括公众在内的其他利益相关者之间的关系和利益，而这种协调应能确保公司的长期成功。

## （二）国内对公司治理内涵的争论

在制约经营者腐败和建立现代企业制度两个研究主题下，国内学者从不同角度对公司治理形成了多种理解，进行了涵义不同的界定。其中有代表性的观点可以分为以下四类，下面进行简单介绍。

（1）公司内部权力机构相互制衡论。吴敬琏（1996）认为，所谓公司治理结构是指由所有者、董事会和高级执行人员即高级经理人员三者组成的一种组织结构。在这种结构中，上述三者之间形成一定的制衡关系。通过这一结构，所有者将自己的资产交由公司董事会托管；公司董事会是公司的最高决策机构，拥有对高级经理人员的聘用、奖惩以及解雇权；高级经理人员受雇于董事会，组成在董事会领导下的执行机构，在董事会的授权范围内经营企业。

（2）企业所有权与公司治理结构等同论。张维迎（1996）认为，公司治理结构，狭义地讲是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权利等方面的制度安排；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，这些安排决定公司的目标，谁在什么状态下实施控制，如何控制，风险和收益如何在不同企业成员之间分配等这样一些问题。因此，广义的公司治理结构与企业所有权安排几乎是同一个意思，或者更准确地讲，公司治理结构只是企业所有权安排的具体化，企业所有权是公司治理结构的一个抽象概括。

（3）保护所有者利益，监督激励经营者论。周小川（1999）认为，公司治理结构（周本人倾向于把“公司治理结构”叫做“公司督导”）是来自出资人和利益相关人对公司的控制，大体上是指股东大会、董事会如何通过制度性安排监督和控制高层理人员的经营。治理的主要职责是：制定公司的经营目标、重大方针及管理原则；挑选委任经理人员，并掌管经理人员的报酬与奖惩；对公司的经营活动进行考察；协调公司与股东、管理部门与股东之间关系。

（4）公司利益相关者相互制衡论。杨瑞龙（1998）认为，在政府扮演所有者角色的条件下，沿着“股东至上主义”的逻辑，改制后的国有企业就形成了有别于“内部人控制”的“行政干预下的经营控制型”企业治理结构。这种治理结构使国有企业改革陷入了困境。为了摆脱困境，须实现企业治理结构的创新，其核心是扬弃“股东至上主义”的逻辑，遵循既符合我国国情又顺应历史潮流的“共同治理”逻辑。这一逻辑强调，企业不仅要重视股东的权益，而且要重视其他利益相关者对经营者的监控；不仅仅强调经营者的权威，还要关注其他利益相关者的实际参与。这种共同治理的逻辑符合现代市场经济的内在要求。

## （三）公司治理内涵的界定

从对公司治理概念的争论中可以看出，国内外学者虽然对公司治理给出了多种解释，但还存在着以下两个方面的不足之处。一是把公司治理的目的理解为相互制衡，而忽视了科学决策。二是只关注公司治理结构，而忽视了公司治理机制。

我们认为，要准确地把握公司治理的内涵，必须实现以下两个方面的观念转变。一是从相互制衡转向科学决策。公司治理的目的不是相互制衡，至少，最终目的不是相互制衡，而是保证公司科学决策化。科学的公司决策不仅是公司的核心同时也是公司治理的核心。二是从公司治理结构转向公司治理机制。公司治理不仅需要一套完备有效的公司治理结构，更需要若干具体的超越结构的治理机制。公司的有效运行和决策科学不仅需要通过股



东大会、董事会和监事会发挥作用的内部监控机制；而且需要一系列通过证券市场、产品市场和经理市场来发挥作用的的外部治理机制，如公司法、证券法、信息披露、会计准则、社会审计和社会舆论等。此外，要准确地把握公司治理的内涵，还必须明确公司治理的主体和客体。我们认为，公司治理的主体不仅局限于股东，而是包括股东、债权人、雇员、顾客、供应商、政府、社区等在内的广大公司利益相关者。公司治理的客体包括经营者和董事会。对经营者的治理来自董事会，目标在于公司经营管理是否恰当，判断标准是公司的经营业绩；对董事会的治理来自股东及其他利益相关者，目标在于公司的重大战略决策是否恰当，判断标准是股东及其它利益相关者投资的回报率。基于上述考虑，我们认为，对公司治理应该从更广泛的利益相关者的角度，从权力制衡与决策科学、治理结构与治理机制两个方面去理解。

所谓公司治理是指，通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益的一种制度安排。这种公司治理是公司利益相关者通过一系列的内外机制实施的共同治理。公司治理的目标不仅是股东利益的最大化，而且还要保证公司决策的科学化，从而保证公司各方面的利益相关者的利益最大化，因此，公司治理的核心和目的是保证公司决策科学化，而利益相关者的相互制衡只是保证公司科学决策的方式和途径。从科学决策的角度看，建立在决策科学观念上的公司治理，不仅需要通过股东大会、董事会和监事会发挥作用的内部监控机制，而且需要一系列通过证券市场、产品市场和经理市场来发挥作用的的外部治理机制，如公司法、证券法、信息披露、会计准则、社会审计和社会舆论等。

### 第三节 公司治理学的研究对象、学科性质与研究方法

#### 一、公司治理学产生的必然性

自 20 世纪 80 年代公司治理作为一个科学问题提出以来，经过 20 多年的理论研究，公司治理作为一门独立的学科存在的条件已经成熟。

第一，公司治理已经从单一的某一方面的理论问题研究转向知识体系研究。

随着时间的推移和实践的发展，公司治理理论研究领域不断拓宽，已经从股权结构、经营者激励与约束、治理模式比较等某一单一问题的研究，正在转向系统的理论研究，这可以从公司治理理论研究的转变中得到印证。目前，公司治理理论的研究正在发生以下转变：从法人治理结构到公司治理机制、从单个法人治理到集团治理、从国内公司治理到跨国公司治理、从传统形态的公司治理到网络条件下的公司治理、从定性研究到定量实证研究、从公司治理到企业治理、从被治理者的研究到治理者的研究、从营利性企业治理到非营利组织的治理、关注政府和社会的治理，等等。上述转变表明，公司治理的理论体系已经趋于成熟。

随着理论研究的不断完善，公司治理的研究范围也已从一般理论研究拓展到应用研究上。一是拓展到了公司治理实务即公司治理原则的研究上。自 1992 年英国制定出世界第一份公司治理原则——《Cadbury 报告》[\[1\]](#)以来，目前全世界的国际组织、政府机构、中介组织、金融机构、企业等已经制定出 100 多份较有影响力的公司治理原则，而由一般公司制定的公司治理原则则不胜枚举，数不胜数。二是拓展到了公司治理状况衡量标准即公司治理评价的研究上。目前，国际上许多著名的机构与组织都建立了自己的公司治理评价体系，如标



准普尔、戴米诺、里昂证券等。在中国，南开大学公司治理研究中心结合中国上市公司的情况构建了“中国上市公司治理评价指标体系（即中国公司治理指数）”，等等。三是拓展到了公司治理设计即公司治理实验模拟的研究。目前一些发达国家的学者和研究机构正在采用实验模拟的方法对单个公司治理方案的设计问题展开个性化的研究，以便为公司治理实践服务。这方面的研究已经取得了一定进展。例如在中国，由南开大学公司治理研究中心与诺贝尔经济学奖获得者泽尔腾教授合作组建的南开大学泽尔腾实验室正在展开这方面的研究。

第二，公司治理已经成为全球关注的焦点问题，公司治理实践与研究正在趋同化。

20 世纪 90 年代以来，公司治理已经成为全球关注的问题。一方面，不论是发达国家还是发展中国家，不论是国际组织还是民间机构，不论是政府还是企业，都在进行理论研究和实践规范的工作。目前的研究已突破了原有的仅限于对各国公司治理模式进行简单介绍的水平，从国际比较的角度对各国公司治理模式的形成机理、结构特征、发挥作用的机制进行了深入探讨，形成了在多样性的公司治理模式下许多共同的概念范畴和知识体系。二是公司治理实践与研究的国际化趋同。在经济全球化的背景下，公司跨国经营跨国合作日益频繁。一国从事跨国经营和跨国合作的公司，为了更好地生存发展和竞争，在保留具有本国文化特色的公司治理风格的同时，也必须学习具有其他国家文化特色的公司治理的长处。这种相互学习的结果，使得公司治理正在呈现出国际趋同化的特征。公司治理实践的国际化趋同化，在客观上不仅要求公司治理研究的国际化趋同化，而且也为公司治理研究的国际合作搭建一个具有共同语言的舞台。国际化的视角、合作研究及其研究成果，已经成为公司治理领域的新趋势。

第三，公司治理教育已经成为全球高校工商管理教育体系的重要组成部分。

随着实践的发展和研究的深化，20 世纪 90 年代以来，国内外的许多高校陆续在工商管理教育中引入了公司治理课程。近年来发生的诸如安然、安达信以及帕玛拉特等公司的财务丑闻，使理论界、实务界以及教育界充分认识到，公司治理问题是制约公司竞争力的决定因素，是保证公司可持续发展的关键。公司的发展需要一批能将理论和实践结合在一起的现代公司治理人才。在此背景下，国外的许多高校在本科生、MBA、EMBA、硕士生、博士生等不同层次中纷纷开设了公司治理课程，编写了大量高水平的教材，一些高校开始招收公司治理方向的博士生。在国内，许多高校也在本科生、硕士生、博士生中开设了公司治理课程，一些高校招收了公司治理硕士和博士研究生。例如从 1996 年开始，南开大学就开始招收公司治理方向的硕士生，并开设了公司治理课程；以后又陆续招收了公司治理方向的博士生，并为本科生、MBA、EMBA、博士生等开设了公司治理课程；2004 年设立了公司治理硕士点和博士点，使公司治理成为一门独立的学科。

上述三个方面的情况表明，公司治理从一种理论发展成为公司治理学，既是公司治理理论发展的必然产物，也是公司治理实践和公司治理人才培养的客观需要。

## 二、公司治理学的研究对象

像其他学科一样，公司治理学作为一门独立的学科，有其特定的研究对象。

如前所述，我们认为，公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度

或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益的一种制度安排。这里所说内部制度或机制是指，由股东大会、董事会、监事会和经理层构成的内部权力机构的权力分配及其相互制衡机制；外部的制度或机制是指，由证券市场、经理市场、公司控制权市场、股东诉讼、机构投资者、银行、公司法、证券法、信息披露、会计准则、社会审计和社会舆论等构成的外部监控机制。

根据上述对公司治理的理解，我们认为公司治理学是一门通过对公司治理的综合性研究，探讨公司治理实践中具有共性的基本原理、运作规范和方法的科学。

在公司治理实践中，会出现各种公司治理现象。公司治理学一方面需要对各种现象进行分门别类的考察和深入研究，从而取得对公司治理现象的分门别类的认识。但只取得对公司治理分门别类的认识是不够的，因为这样的认识还不能使人们从整体上把握公司治理的全貌。所以公司治理学还需要对各种现象之间的相互关系进行综合研究，从而从总体上系统地把握公司治理的研究对象。

不同国家或地区、不同公司因所处内外环境的差异，使得公司治理实践活动在客观上也存在着差异。但在这些客观差异的背后，却存在着许多的共性。首先公司在治理过程中都要坚持基本的治理思想、原理和方法。这一点毋庸置疑。其次公司治理活动都要遵循描述公司治理现状、提出公司治理规范、开展公司治理评价、探索公司治理完善路径等治理的运作程序规范。

正是基于上述考虑，我们才说公司治理学是一门探索公司治理实践中具有共性的基本原理、运作规范和方法的科学。

### 三、公司治理学在管理学科中的地位

自 1911 年泰勒出版《科学管理原理》一书以来，围绕着管理的基本理论，逐步形成了财务管理学、生产管理学、营销管理学、人力资源管理学等专业管理学科。公司治理学作为近年来形成的新兴学科，在管理学科中处于什么样的地位，是一个需要明确的问题。

我们认为，可以从公司治理学与其他专业管理学的区别中，明确公司治理学的学科地位。概括而言，公司治理学和其他专业管理学的区别主要表现在：第一，公司治理学是战略导向的，关心的是“公司向何处去”，其他专业管理学是任务导向的，关心的是“使公司怎样到达那儿”。第二，公司治理学侧重的是对公司是否被恰当地决策与经营管理进行监督与控制，专业管理学侧重于业务经营管理。第三，公司治理学的主要作用在于保证公司决策的科学化和具体管理的正当性与有效性，专业管理学的作用是如何使专业经营管理更有效率和效力。

从上面的分析中我们可以看出，公司治理学作为一门独立的学科，已经成为管理学科不可缺少的重要组成部分。

### 四、公司治理学的学科性质

#### （一）公司治理学是一门交叉学科

所谓交叉学科是指在一些学科领域之间的交叉点上产生的新学科。公司治理学是 20 世

纪 80 年代以来产生的一门新学科，其内容涉及管理学、经济学、法学、历史学、心理学等多种大的学科，是这些学科交叉渗透的结果。

作为一门交叉学科，公司治理学在研究过程中也会涉及对管理学、经济学、法学、历史学、心理学等相关知识的研究，在发展过程中必须不断吸收其他学科领域的新知识、新方法，以使公司治理学的学科体系和研究内容更加完善和丰满。

### （二）公司治理学是一门应用学科

公司治理学是一门实践性较强的应用学科。一方面公司治理理论来源于实践，公司治理学就是在发现、分析、解决公司治理实践中出现的问题时，经过归纳和提炼把公司治理的共性问题上升为一般理论问题的。另一方面公司治理理论对实践又具有指导作用。公司治理理论在实践中的应用不仅是治理原理、方法、手段的应用，更重要的是治理思想的应用。只有把公司治理学的思想、原理、方法、手段与公司治理的实际情况结合起来，才能真正发挥公司治理学作为应用学科的作用。

### （三）公司治理学是一门新兴学科

公司治理学作为一门独立学科，其形成只有短短的几年时间，虽然已经构筑了初步的知识体系，但有许多问题尚待进一步研究。这些问题包括：公司治理学的研究对象、研究任务和研究方法；公司治理学的学科体系和所包括的内容；公司治理理论、原则、评价、实验模拟研究的细化与协调等。同时还有一些问题的研究需要规范。虽然公司治理学作为一门新兴学科还存在这样和那样的问题，体系还不完备，但这并不妨碍公司治理学作为一门独立学科存在的价值。也正是因为存在着不完备之处需要完善，才使公司治理学增添了研究的魅力和吸引力，才使公司治理学的研究具有了活力。

## 五、公司治理学的特点

公司治理学作为一门独立的学科，具有以下特点：

### （一）科学性

公司治理学是一门科学，具有科学性的特征。

公司治理学的科学性是指公司治理的系统化的理论知识体系，是对能够被条理化地表述出来的公司治理现象的本质的一种解释，或者说，公司治理的科学性揭示的是治理的本质和理性。公司治理的科学性表明，公司的治理行为是可以利用已有的理论知识进行指导和解释的，是有章可循的，而不是盲目的。

公司治理学是在公司经营和管理实践中发展起来的一门新学科，包括了一整套理论。这些理论不仅是公司实践经验的总结，而且已经经过了时间和公司实践的检验，构成了一个合乎逻辑的、能够反映公司治理客观规律的知识系统。

公司治理学在发展的过程中，也具备了科学的特点。这种科学性表现在，公司治理学也需要通过设立一些假设，然后通过收集一些相应的数据，采用科学的研究方法来验证这些假设，从而探索未知的公司治理知识，并进而丰富公司治理学的理论知识体系。

### （二）艺术性

公司治理学是一门艺术，具有艺术性的特征。

公司治理学的艺术性是指公司的治理行为不是依据系统化的理论知识进行的,而是依靠直觉、判断进行的,因而它是不完全明确的,也是不能被条理化地表述出来的。或者说,公司治理的艺术性揭示的是治理的现象和感性。

公司在发展过程中,会出现许多新的治理问题,这些治理的新问题需要解决。企业在解决这些问题时可能遇到的一个主要问题是,无法用现有的理论知识进行指导和解释。也就是说,现有的公司治理理论无法告诉公司怎样解决这些问题。此时,公司解决新的治理问题的惟一办法,就是依靠公司经营者的直觉或判断。只有这样的直觉和判断体现的才是真正艺术。

公司治理学的科学性和艺术性也是有联系的。治理的艺术性是治理的科学性的来源之一,治理的科学性是对基于治理的艺术性所形成的治理的感性认识的明确化、条理化、规律化。公司治理学作为一门科学,其发展有两个来源。第一个来源是从已有的公司治理学的系统化的理论知识体系出发,经过严密的推导、理性的研究、符合逻辑的预测,提出具有规律性的治理理论,从而使公司治理学的理论知识体系得到进一步扩展。第二个来源是从治理的艺术性出发,通过对依靠直觉、判断进行的治理行为的理性总结,精练出符合规律性的理论结论,从而使治理的理论知识体系得到扩展。正是从这个角度,我们说,治理的艺术性是治理的科学性的来源之一,治理的科学性是治理的艺术性的条理化,是把基于治理的艺术性所形成的治理的感性认识升华为合乎规律性的理性治理理论。

### （三）技术性

公司治理学是一门技术,具有技术性的特征。

公司治理学的技术性是指把已经科学化的治理理论知识具体化为要操作的治理方法、治理技巧和治理手段。

公司治理学的科学性作为一种被系统化的治理的理论知识体系是对所有行业的公司都具有普遍指导意义的一种理念。但在现实中,由于每一个行业及其行业内的每一个公司的自身特点以及所处的环境不同,使得科学的治理理论在每一个行业及其行业的每一个公司中的运用必然会有所不同。所以,对于公司而言,只有治理理论是不够的,还必须有把治理理论付诸实践的治理方法、治理技巧和治理手段。治理的技术性的任务就在于,每个公司应从本公司和公司所在行业的特点出发,结合公司的内部条件和外部环境,把已经科学化的治理理论知识转化成适合本企业实际情况的具有可操作性的治理方法、治理技巧和治理手段。也就是说,治理的科学性只形成了具有潜在使用价值的治理理论,而治理的技术性就是把这种具有潜在使用价值的治理理论转化成具有实际使用价值的治理方法、治理技巧和治理手段。

公司治理的技术性是治理的科学理论应用于公司治理实践的一个不可缺少的必要环节。没有治理的科学性,治理的技术性是无从谈起的,但没有治理的技术性,治理的科学性就无法实现。公司治理学的技术性还体现在与其他学科技术方法的有机结合基础之上,尤其与会计审计学科方法的结合可以发现现实中的重大公司治理问题。

### （四）文化性

公司治理学是一种文化，具有文化性的特征。

任何一种公司治理理论都是在一定的文化背景下形成的。起源于美国的公司治理理论，是在美国的社会文化背景下形成的，是对美国社会文化的折射和反映。同样，发轫于中国的公司治理理论，是在中国的社会文化背景下形成的，是对中国社会文化的折射和反应。所以，当我们探索一种公司治理理论时，必须和当时所处的社会文化背景结合起来。当我们借鉴学习国外先进公司治理理论和经验时，必须考虑到社会文化的差异，把国外的先进理论和经验与中国社会文化结合起来。

成为学习型组织是许多公司追求的目标。当一个公司在学习其他公司好的公司治理做法和经验时，不要照搬照抄，而应考虑到自己公司和所要学习公司在文化上的差异性。当把其他公司好的做法和经验移植到本公司时，一定要和本公司的文化融合起来。唯如此，学习的目的才能达到。

### **【案例 1-1】 德诚信：铸同仁堂金字招牌**

说起中药，北京人立即会想起“同仁堂”三个字。同仁堂已存在了 330 多年，与它同生的老字号成百上千，而至今能像同仁堂这样青春常在的却是凤毛麟角，难道它有什么秘诀？记者日前对同仁堂进行了专访。

同仁堂党委书记田大方解释说，同仁堂人的秘诀就是一直坚守的“德、诚、信”理念，以为百姓制好药为本分，追求诚实、守信的药德……

跨世纪同仁堂人的目标是：承同仁堂诚信传统，扬中华医药美名

（资料来源：王建兵/文，《北京晨报》，2001 年 12 月 12 日）

#### **（五）演化性**

公司治理学是一种有机的系统，具有演化性的特征。

公司作为一个有生命力的组织，在成长过程中，一般要经历产生、成长、成熟和衰退的生命周期。在生命周期的不同阶段，公司所面临的政治、经济、社会、技术环境是不同的，所面临的产业竞争环境是有差异的，自己所拥有的资源和优势也各不相同。由此决定了公司所面临的治理因素和治理机制也各不相同。换句话说，处于寿命周期不同阶段的公司治理是不同的。随着公司的成长，寿命周期的演化，公司的治理也是在不断演化的，由此决定了公司治理学的演化性。演化性的特征决定了公司在不同的发展阶段会面临不同的外部治理机制，应采取不同的内部治理方式。

## **六、公司治理学的研究方法**

### **（一）实证分析方法和规范分析方法**

公司治理学中的实证分析就是描述公司治理现象是什么，以及公司治理问题实际上是如何解决的。它所回答的问题是：如果做出了某种选择，将会带来什么样的结果。实证分析方法包括理论实证和经验实证。前者是从现实中概括抽象出基本关系并以此为起点进行理论上的逻辑演绎，逻辑演绎的结果是得出某种理论“假说”；后者是对理论实证得出的“假说”进行经验验证。如果“假说”能够被经验所证明，就是正确的、科学的结论。经验实证主要

采取两种方法：一是案例研究，就是选择现实中比较典型的国内外案例，来验证理论的可靠性。二是问卷调查。

公司治理学中的规范分析是研究公司治理活动应该是什么，或者说研究公司治理问题应该怎样解决的。规范分析需要对公司治理活动做出价值判断和伦理判断。也就是说，在衡量公司治理行为时，还要考虑公司治理行为是否符合社会伦理规范和公司伦理规范。

### （二）制度分析方法

公司治理是一种制度安排，不同的公司治理模式和治理方案代表不同的制度安排。制度安排是有成本的，人们在不同的制度安排中做出选择，实际上是权衡各种制度安排的成本收益比，以便从中找出一种成本收益比最小或收益成本比最大的制度安排。如何顺应环境的变化，选择能带来同等受益的成本最低的一种公司治理方案，就成为公司治理研究的重要内容，这也正是制度分析方法在公司治理学研究中的应用。

### （三）比较分析方法

公司治理的比较分析主要是分析不同国家、不同性质企业在经济、体制、社会文化上的差异对公司治理的影响，以探索公司治理发展的模式和普遍适用的治理规律。在比较分析中，首先要考察一国或单个公司治理的特殊性和探讨各国或所有公司治理的一般性，然后处理好一般性与特殊性的关系，探索每个国家或每个公司治理的途径和方案。

### （四）实验研究方法

公司治理的实验研究是实验经济学的具体运用。实验研究方法主要是利用实验室条件设计出合理的实验方案，随机确定被试角色，运用实际现金支付等方式测度公司当事人的行为向量及其结果，可以发现具体的行为路径，尤其可以发现一些未曾认识到的真象，从而能够为实际公司治理方案的制定和决策提供有用的信息，所以具有较强的经济性、灵活性和较小的风险性。目前实验研究方法在公司治理领域中越来越受到重视，应用越来越普遍。

## [本章小结]

从企业制度的发展历史看，它经历了两个发展时期——古典企业制度时期和现代企业制度时期。古典企业制度主要是以业主制企业和合伙制企业为代表的。现代企业制度主要是以公司制企业为代表的。企业制度从古典到现代的转变，经历了业主制企业、合伙制企业和公司制企业的发展过程。与古典企业相比，在长期的发展过程中，公司制企业形成了以下重要特征：股权结构的分散化、所有权与经营权的分离。正是由于这些特征的发展，使得现代公司的治理问题上升到企业的议事日程。

20 世纪 80 年代以来，西方学者对公司治理的研究主要是围绕着两个主题展开的。第一个主题是继续围绕如何监督和控制经理人员的行为展开研究。第二个主题是研究如何保护公司利益相关者的利益。如何控制上市公司控股股东的道德风险、家族企业如何治理、民营企业如何治理等问题也成为我国公司治理研究的热点问题。

对公司治理应该从更广泛的利益相关者(如股东、债权人、供应商、顾客、雇员、政府和社区等)的角度，从权力制衡与决策科学、治理结构与治理机制两个方面去理解。公司治

理是通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益的一种制度安排。这种公司治理是公司利益相关者通过一系列的内外机制实施的共同治理。

自 20 世纪 80 年代公司治理作为一个科学问题提出以来，经过 20 多年的理论研究，公司治理作为一门独立的学科存在的条件已经成熟。原因在于：第一，公司治理已经从单一的某一方面的理论问题研究转向知识体系研究。第二，公司治理已经成为全球关注的焦点问题，公司治理实践与研究正在趋同化。第三，公司治理教育已经成为全球高校工商管理教育体系的重要组成部分。

我们认为公司治理学是一门通过对公司治理的综合性研究，探讨公司治理实践中具有共性的基本原理、运作规范和方法的科学。公司治理学作为一门独立的交叉、应用、新兴学科，已经成为管理学科不可缺少的重要组成部分。公司治理学是一门科学，具有科学性、技术性、文化性、演化性的特征。公司治理学的研究方法主要有实证分析方法和规范分析方法、制度分析方法、比较分析方法与实验模拟方法。

### [复习思考题]

1. 企业制度是如何演进的？
2. 公司治理问题是如何产生的？公司治理有哪些研究主题？
3. 公司治理学的研究对象是什么？
4. 公司治理学有哪些特征？
5. 怎样学习公司治理学？为什么？

### [案例讨论题] 美国 IBM 公司的兴衰：公司治理的影响

美国 IBM 公司从 1984 年左右开始由兴到衰，由年盈利 66 亿美元到 1992 年亏损达 49.7 亿美元。在此 8 年期间任董事长兼首席执行官的埃克斯被迫下台。新上任的格斯特纳对公司进行了大刀阔斧的改革，包括更换 2/3 的高层经理人员，将公司原来的分权管理改为强调各部门资源、技能和思想的更大程度的共享。公司开始出现转机，并由亏损到 1996 年盈利约 60 亿美元。

IBM 公司的兴起与衰落的原因很多。下面介绍的是企业内部治理、外部治理包括资本市场、经理市场和产品市场)以及激励约束机制的影响。

IBM 公司，其原来的董事会中 3/4 成员基本上只起装饰作用，他们虽然是些知名的人物，如著名大学校长、前政府官员等，但很少真正关心过公司的经营状况，况且 IBM 公司的长期好绩效使他们习惯于“享受”董事长每年一次为他们精心安排的一周海外度假旅行会议。董事会议既已沦为形式，那么，董事会只能依靠其常设的执行委员会来行使职责。在 80 年代初的 IBM 公司执行委员会中，除了大权在握的首席执行董事(由董事长兼任)外，还有 5 个成员。其中 4 位是来自强生制药公司、ABC 广播公司和时代出版公司的前任董事长及一建筑公司的总经理。他们尽管并无计算机企业经营经验，可十年来一直受聘担任 IBM 公司的董事会的执行董事。另一执行董事的职位则通常留给本公司的前任董事长。在埃克斯担任董事长期间，这一内部执行董事人选就是其前任奥佩尔，他曾在 80 年代的头 5 年接替卡里当政，虽然那时正处于“二度兴盛”之中，可他本人也明白自己在公司经营中造成了许多问题留待



后任去解决，所以要指望他这样的人来行使执行董事的有力监督权是不大可能的。在 1993 年 1 月前后的东京董事会上，最终还是来自 ABC 广播公司的墨菲出来主持局面，撤换了经营无方、改革屡不见成效的前公司董事长埃克斯，并将其手下的总裁库勒提升为董事会副主席，以便给予新任董事长以全面的公司高层经理班子组阁权。同时，鉴于公司当时的首席财务审计官梅茨对 1992 年下半年公司经营状况的预计和对股东红利分配的允诺出现重大偏差，他亦被责令辞职。在最后关键时刻，IBM 公司的执行董事促成了公司高层经理人员的更替。但功不抵罪。这些董事在位十年有余，他们对公司的重大经营问题决策负有主要的责任，因而在完成了撤换公司重要经营者的历史使命后，IBM 公司董事会也解散重组。

1960 年，IBM 公司股票价值为每股 20.6 美元，1972 年长到 80.4 美元，紧接着出现大幅度滑落，仅两年时间就跌至 42 美元。进入 80 年代后，局面有所扭转，股价在 1987 年上升到 175 美元，但好景不长，公司在 1991 年到 1993 年的 3 年时间，连续亏损后股价跌至 17 年来的最低点。在格斯特纳接手公司后的 1993 年底的股价仅为 47 美元，但很快新领导班子便赢得了股民的信任，所以股价很快上升，在随后 3 年里分别达到 73.5、91.4 和 158.5 美元。一度曾以 30% 的速度跌落，从而使股民造成重大损失的 IBM 股票，现在仅隔 3 年时间就使股民的收益增加了约 10 倍。公司的股票投资者正是从切身利益出发，迫切地希望并坚决地监督着企业经营者，使他们很好地行使着全体股东所委托的经营管理权。

IBM 公司在 20 世纪 50 年代跨入计算机行业，首先就是顺应了市场从机械计算向电子计算发展的潮流。20 世纪 60 年代开发出近乎垄断整个市场的大型机也是因为符合了市场和顾客的要求，从而使公司得以迅速发展壮大但进入 20 世纪 70 年代以后，IBM 的经营者开始变得以企业自身为中心，脱离顾客、不思反思，导致其后来开发出来的新产品只是原来产品线的延伸而没有更大的突破。正是因为脱离了市场的导向，结果大型机业务逐渐衰败。这正是因为看不到计算机市场向低廉、日渐小型化的小型机、PC 机和便携机发展的势头而造成的。IBM 公司在与苹果、康柏等后起之秀的竞争中，最终走到了濒临破产和大面积亏损的危机境地，这正是市场优胜劣汰法则起作用的结果。而 20 世纪 80 年代个人电脑的成功开发和新领导的所作所为则从另一方面说明，顺应市场需求和变化的方向，公司将走向繁荣。

IBM 公司的前董事长埃克斯是近年来继通用汽车公司和康柏计算机公司前董事长之后被解雇的美国商界主要经理人员。埃克斯最初结束飞行员生涯进入 IBM 公司时只是一名推销员，很快因为善于采取果断行动而被提升为管理人员，并迅速升到当时全世界最好的公司之一的高层管理职位。但他不曾料到竟成了历史上一直非常成功的“蓝巨人”衰败的主要责任者。埃克斯在得到 300 万美元的解职补偿后于 1994 年离开了 IBM 公司，并再拟合伙创办一家公司，计划失败后悄无声息地离开了商界。深知经理市场对经理人员能力评价的“无情”以及自身“人力资本”价值的宝贵，许多被列为埃克斯继任者的候选人，担心“烂摊子搞不好会引火烧身”，纷纷放弃了尝试念头。而缺乏高技术企业经营经验的格斯特纳，在最初并不是 IBM 公司董事会心目中的最佳人选，据媒体报道，他是毛遂自荐的。但格斯特纳在接管 IBM 公司不到 4 年时间里，就使积重难返、被公认只能走“分散化”路子的巨型企业在迅速地走出困境，他本人的“人力资本”也很自然地跟着公司绩效的改善而倍增。

在 IBM 公司，对高层经理人员的激励包括与现期绩效相关的激励和与未来绩效相关的激励两大部分。前者主要以高额年薪来体现，后者则反映在股票期权的使用上。比如，对于新上任的董事长兼 CEO 格斯特纳，IBM 公司除了在聘用合同中答应补偿其调离所任 R 烟草公司董事长职务而造成的当年将得到的但现在不得不放弃的约 500 万美元股票期权收益损失，以及保证其已到手股票期权届满时将换得至少 800 万美元收益外，还明确其第一年在 IBM 的薪金为 810 万美元，外加 50 万股 IBM 股票期权。第二年，IBM 公司又赠给格斯特纳 22.5 万股期权股票。截止 1990 年底，格斯特纳的累计期权股票达 77 万股。若 IBM 股票能保持每股 158.5 美元的价格，那么，格斯特纳在不到 4 年的任期中所获得的股票期权将为他带来

约 800 万美元的纯收益。当然，如果企业业绩长期上不去，股价没有比他接受股票期权时的价格有所提高，那么，他手中的股票就无法在期权期满后的交易中获得增值。因此，这是一种与高风险相伴随的激励。另外，除高薪和期权方面的物质激励外，将困境中的公司在这么短时间内迅速扭亏为盈，格斯特纳个人的声望和自我成就感也因此获得提高。这是同人力资本相关的一种更高挑战性的激励力量。

-----资料来源：王凤彬：《领导者与现代企业组织》，经济管理出版社 1997 年版。

讨论问题：

1. IBM 公司今天的发展状况怎样？
2. 请从董事会约束、资本市场约束、产品市场的约束、经理市场的约束、激励机制等五个方面，来探讨公司治理机制如何在 IBM 公司运营中发挥作用。

## 第二章 公司治理:理论框架与基本问题

### 本章学习目的

通过本章学习，学员应该需要：

1. 了解公司科层和市场契约的关系；
2. 掌握公司治理的基本问题和当事人，以及公司的不同当事人在公司治理中所处的地位；
3. 理解专用性资产与公司治理边界之间的关系，掌握公司边界、公司治理边界的类型和主要内容；
4. 熟悉有效公司治理机制的设计原则；
5. 明确一股一票和投票多数制度，掌握权力指数的应用。

### 本章关键词

科层和契约      公司治理边界      公司治理机制

公司科层和市场契约都是重要的资源配置机制，企业内安排构成公司的内部治理，而企业外主要由市场力量倒逼企业做出的安排构成公司的外部治理。公司治理是公司当事人以各自在公司中形成的专用性资产为依据，相互博弈而形成的一种妥协均衡体系。这一体系大体包括公司治理主体和客体、公司治理边界和范围、公司治理机制和功能、公司治理结构和形式等因素。公司的当事人既是公司治理的主体也是治理的客体，当事人的博弈均衡是游离于具体当事人之外的制度框架，大家一起制定了规则，自然每个人就要放弃自己的一部分偏好来换取规则所带来的利益。公司治理的边界和范围取决于公司专用性资产的分布状态。公司治理的机制和结构则是互为因果的“内生性”变量。

## 第一节 公司科层契约与公司治理体系

### 一、公司科层和市场契约

一个公司能够良好营运，首先需要有一个基本的科层组织架构，在这个架构中，信息畅通、指挥达位、上下步调一致才有可能实现组织的整体目标。科层组织是公司良好营运的必要条件，而市场力量的协调则构成实现组织整体目标的充分条件。公司内部的科层主要表现为委托代理关系，而公司外部市场与公司之间则主要表现为契约关系，如图 2-1 所示。

图 2-1 中，左边竖框表示的是公司内部科层组织关系，科层内的当事人之间主要是委托代理关系。公司与外部市场的联系是以公司法人组织展开的，外部市场主要由要素市场、产品市场和金融市场组成。在要素市场上与公司法人发生联系的市场当事人主要有劳动力、

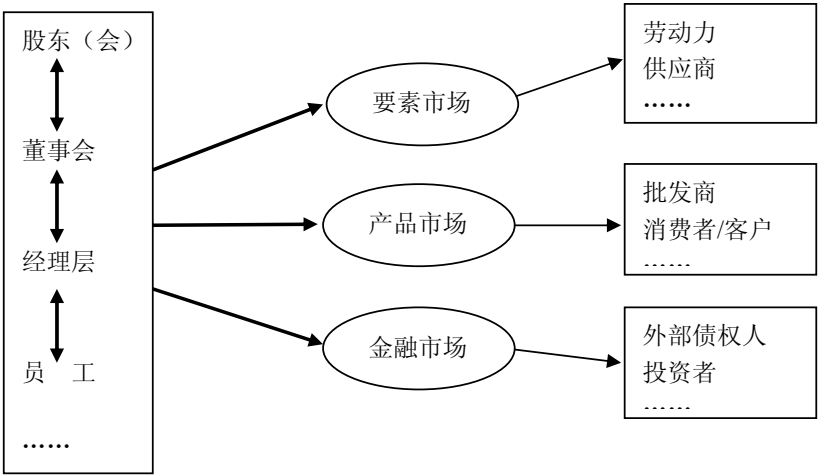


图 2-1 公司科层与市场契约

供应商等；在产品市场上与公司发生联系的市场当事人主要有批发商、消费者/客户等；在金融市场上与公司发生联系的当事人主要是债权人、投资者等。要素市场和金融市场中的部分当事人——劳动力、投资者——完成市场交易后特定到具体的公司，转换为特定公司的经理人员、员工和股东。劳动力、投资者在要素和金融市场上作为独立的市场交易一方与公司法人相对平等地讨价还价交易，这时公司法人与这些当事人遵循的主要规则是市场契约规则，一旦交易完成，这些人成为特定公司的具体某个角色，他们就被纳入公司科层的规则下运行。之所以如此，这是因为公司购买的不是纯粹转移价值的物化产品而是活生生的人，他们在劳动过程中创造价值，但他们同样是机会主义者——不可能在没有监督的情况就会贡献

全部努力来工作，公司的科层制在很大程度上是为了解决这一问题——弥补市场契约的不足。当然，为了抑制公司内部的科层约束，市场也保留了一定的压力机制，如股票的二级市场 and 经理人市场都是防止这些资源被套牢在公司科层之中。要素市场和金融市场中的供应商、外部债权人等则更多的是以市场交易者的身份与公司进行交易。

从上述公司科层和市场契约过程看，公司治理是既包括科层内部也涉及公司与市场之间的一系列制度安排。与公司有关的所有当事人，都希望从公司的经营中获得与他投入相匹配的好处，这些当事人共同博弈形成一般意义上的公司治理，但当事人所处的信息状态并不一样，信息优势者可能利用这些信息来为自己争得更多的好处，因此，公司治理的客体应该是公司当事人中的信息优势者。

删除的内容: 课题

批注 [h4]: 此句话不太明白

## 二、公司治理涉及的问题

股份公司是由各利益相关者构成的一个契约关系网，公司的持续发展与各利益相关者的利益维护密切相关，而公司的经营者与各利益相关者的目标取向一般都是背离的。在这样一个大前提下，股份公司在运营中产生的治理问题主要有如下几种。

1. 为了公司的有效运行，经营者必须拥有足够的余地处理风险、做出战略决策以及不断寻找投资机会，这是他们存在的意义，因为股东远离公司的运作，或许不能做出有依据的决策。但是经营者必须被禁止在运用资源和进行投资时滥用职权以及利用股东的支出来为自己谋取利益。因此，股东需要一种机制来有效地监督和制约经营者。

2. 一个拥有大量股份的股东或股东团伙可能会完全有效地监督经营者，但是他们的权利也必须受到制约，以防止他们做出损害其他股东利益的不公平行为。

3. “有限责任”对股东来说是一个优势，但这一原则的滥用也会危害债权人的利益，若一个大股东操纵公司从事与其注册资本不相匹配的业务，产生的经营风险显然对股东和债权人来说是不对等的，保护债权人的利益已经成为一个重要问题。

4. 公司当事人在公司中形成数量不同的专用性资产，他们对公司的关心/利益的获得，通过公司治理安排来实现，而这些公司治理安排是当事人以自己的专用性资产为依据相互博弈的纳什均衡。公司当事人博弈行为和他们的专用性资产之间的关系构成关键的公司治理微观行为基础，这一微观基础的表征也是公司治理的重要问题。

5. 为了使投资者（或想成为监督者的其他任何人）扮演有影响的监督者的角色，他必须付出更多的各种资源，但许多投资者更希望在他们的投资中拥有流动性和多样性的优势——这一优势不一定与参与监控所付出的始终一致。

6. 投资者需要可靠和准确的信息，以对投资做出判断，但经营者往往存在对信息不披露或粉饰业绩的倾向，这就需要设计一套机制来保证投资者能够得到他们应该得到的信息。

7. 公司科层与市场契约之间的双向关系对公司治理的调节问题，使公司治理成为一个永恒的主题。

## 三、公司治理涉及的当事人

从会计角度看公司的资产由所有者权益和债权人权益构成，即：资产=负债+所有者权益。这一会计方程式背后涉及方方面面的当事人，这些当事人分解公司资产中所承担他们各自的专用性资产，因此他们都是公司治理要涉及到的当事人，具体可分解为股东、债权人、经营者、雇员、供应商、客户、社区、政府等等。除股东之外的公司当事人在公司中有着不同的界定。

### （一）债权人、经营者、雇员

公司债权人是以自己的债权向债务人（公司）要求求偿权的。公司的经济活动中形成若干的债权债务关系，与之相关的具体会计科目大体涉及到银行借款、应付账款、应付工资、

预收账款、应付债券等等，这些会计科目涉及到的经济活动主要是公司贷款、发行公司债、商业赊欠等。债权人与公司的合约中，由于债权人要承担到期无法收回或不能全部收回本息风险，因此债权人对公司拥有监督权，并在特殊情况下拥有控制权，如破产清算。

从大的范围来看，经营者和雇员都是公司的员工。经营者处于直接对股东/董事会的第一层委托代理链上，他直接贯彻股东意图控制公司的营运，这一层次上的公司治理主要是寻找能够让经营者像股东一样思想和行为的制度安排。公司雇员则是科层框架中最末一层的代理人，他直接面对的是经营者，在资本雇佣劳动的前提下，由于雇员的初始持有约束，他更多的选择是服从和辞职。随着技术进步的加快，资本雇佣劳动的前提逐渐让位于劳动雇佣资本，这对公司治理安排要产生一些影响，因为这时的经营者和关键技术岗位的雇员被纳入重要的人力资本范畴。从人力资本角度做出的公司治理安排要考虑经营者和雇员的剩余索取权和控制权以及监督权和管理权。

## （二）供应商、客户和社区、政府

这三类当事人尽管不一定作为完全的内生变量纳入公司治理，但与公司治理的关系相当密切。如一个公司经常更换总经理，谁还会有耐心去发展稳定的客户和供应商以及建立良好的社区关系等。经营者与供应商、客户和社区的关系最直接，供应商在公司中形成的专用性资产取决于它与公司的交易规模与合约期限。供应商对公司治理的关心更多地考虑他在公司中专用性资产的转换成本，而良好的公司治理也是吸引供应商形成特定公司专用性资产的前提，这之间是互为因果的。

客户是公司生存发展的决定因素，将公司做活、做大、做强本身就是公司治理的主要目的之一。客户的流动性特点决定了初始的客户关系取决于良好的公司治理，在网络经济中的客户锁定依赖于达到正反馈的临界值，所有这些都构成强烈外部压迫力规整公司治理情况。

公司与社区之间最有可能形成相互套牢的关系。一方面，公司为社区提供了较好的税源和丰富的就业岗位，公司有要挟社区提供更优惠条件的博弈资源；另一方面，社区的土地、水源和忍受污染的行为又构成社区要挟公司的博弈资源。发展中的社区或者在招商引资阶段可能更多地容忍公司的要求，而发达社区或者公司入驻社区后则更多地剥削复合准租金<sup>①</sup>。要处理好这些问题，必须设计好公司治理安排。

政府是一个特殊的公司治理当事人，公司主要是通过纳税、寻租等手段来购买政府提供的各种公共物品。“政治企业家”效用函数中的经济增长、就业以及他们的个人偏好等变量构成公司治理的重要考虑因素。

## 四、公司治理的基本框架

公司治理的基本框架就是遵循上述基本原理、按照说明责任和问责制的规则，由公司当事人以自己的专用性资产为基础相互博弈而形成的体系。

### （一）说明责任和问责制

委托代理安排的实施，要求代理人（接受权限、责任委托者，从信息经济学角度则被定义为信息优势者）在行使权限、履行职责时要将其行为的结果向委托人报告，以示其行为的正当性。这是代理人必须履行的义务，因为代理人一般为信息优势者，说明责任也是他与委托人交易的基础。这种原发于委托代理安排中的说明责任和问责制，是指由于代理人利用了委托人的资源并以此获得收益，因此代理人有将自己行为的结果向委托人进行说明报告的义务。从委托人角度来看，他有权要求代理人向其报告行为结果，并追究代理人不负责任的行为。

分布于公司治理安排节点上的公司当事人扮演着不同的角色，在委托代理链中，节点上

---

<sup>①</sup> 据调查，这种情况在目前中国的县域经济中非常普遍，招商引资阶段，社区（主要是社区政府）对要投资公司的所有要求都答应，一旦公司入驻社区各路“神仙”都来揩油。

的当事人可能面临双边或多边关系。维持这种关系的基础安排就是说明责任和问责制。

在理解说明责任和问责制时，关键问题是理解好委托代理关系，在委托代理关系中牵扯的当事人有委托人和代理人，对委托人和代理人的划分主要依据就是看他们是否拥有私人信息，信息经济学的文献一般将拥有私人信息的博弈参与者称为代理人（agent），不拥有私人信息的博弈参与者称为委托人（principal）。当然，这种划分的标准是代理人具体的行动、类型和信号。有时在同样的契约中不同的事件可以使双方的身份发生变化，如表 2-1 所示。

表 2-1 委托人代理人划分表

代理人的行动、类型或信号	委托人	代理人	归类
防盗措施	保险公司	投保人	隐藏行动道德 风险
饮酒、吸烟	保险公司	投保人	
耕作努力	地主	佃农	
工作努力	股东	经理	
工作努力	经理	员工	
经营决策	员工	经理	
项目风险	债权人	债务人	
房屋修缮	住户	房东	
房屋维护	房东	住户	
是否真正代表选民利益	选民	议员或代表	
廉洁奉公或贪污腐化	公民	政府官员	
是否努力办案	原告/被告	代理律师	
市场需求/投资决策	股东	经理	隐藏信息道德 风险
项目风险/投资决策	债权人	债务人	
市场需求/销售策略	企业经理	销售人员	
任务的难易/工作努力	雇主	雇员	
赢的概率/办案努力	原告/被告	代理律师	
健康状况	保险公司	投保人	逆向选择
工作技能	雇主	雇员	
产品质量	买者	卖者	
项目风险	债权人	债务人	
工作技能/教育水平	雇主	雇员	信号传递和信 号甄别
产品质量/质量保证期	买者	卖者	
需求强度/价格歧视	垄断者	消费者	
盈利率/负债率、内部股票持有比例	投资者	经理	
健康状况/赔偿办法	保险公司	投保人	

注：本表参考张维迎《博弈论与信息经济学》（上海三联书店、上海人民出版社，1996）第 401 页内容，和[美]埃里克·拉斯穆森《博弈与信息》第二版（北京大学出版社，生活读书新知三联书店，2003）第 184 页内容。

删除的内容：.

（二）公司治理的架构

公司治理主要是按照《公司法》所规定的法人治理结构来进行的。可大体上分为内部治理和外部治理，内部治理是《公司法》所确认的一种正式的制度安排，构成公司治理的基础，主要是指股东（会）、董事（会）、监事（会）和经理之间的博弈均衡安排及其博弈均衡路径。

公司的外部治理主要是指外在市场的倒逼机制，市场的竞争压迫公司要有适应市场压力



的治理制度安排。股东/潜在股东、债权人与公司主要通过资本市场连接起来；经营者、雇员和顾客与公司主要通过劳动力市场和产品市场相联系。竞争市场的压力要求公司有自动的选择良好公司治理安排的激励。政府对市场的部分替代也构成公司的外部治理，它是公司治理的一个重要的外生变量。

公司的内部治理主要通过《公司法》确定的“三会四权”来实现。内部治理主要特征表现在两个方面：第一，自我实现性，主要是通过董事会、监事会和股东来实现。第二，在所有者和经营者博弈中注重设计理性，即从股东角度出发设计制度安排来激励约束经营者。

公司的外部治理活动场所主要体现在资本市场、产品市场、劳动力市场、国家法律和社会舆论等。如股东在股票市场上“用脚投票”、消费者在产品市场自由选择等迫使公司尽量选择良好的公司治理安排，保持自己在资本市场和产品市场上的吸引力。劳动力市场竞争则迫使在职的经营者和员工减少逆向选择、道德风险等机会主义行为。国家法律则规定了公司赖以活动的基本框架，社会舆论作为非正式的压力机制也可以将公司推向辉煌或者死亡。

公司治理根植于不同的文化之中，不同的文化创造了不同的商业规则和商业文明。目前被人们所认可的公司治理模式大体包括亚洲的家族治理模式、日本和德国的内部治理模式以及英、美的外部治理模式。这些不同的治理模式都是一种文化的精炼。

### （三）公司治理的一般模式<sup>①</sup>

这里，我们将在分析了公司治理的各权益主体的行为以及公司治理的形式基础上，将对公司治理的一般模式进行探讨。对于公司治理一般模式的构筑，应遵循以下三个原则：

(1)可以对公司治理的不同类别的制度安排作出描述和分析；(2)应能说明特定公司治理安排产生的条件；(3)必须说明一种公司治理安排的不同构成之间的联系，它们与金融体系以及经济系统的其他部分之间的相互关系。

一般来讲，公司治理模式大致分为下面三种类型。

1. 亚洲的家族式治理模式。在东南亚国家、台湾和香港等地区，许多大型公众公司都是由家族控制的，表现为家族占有公司的相当股份并控制董事会，家族成为公司治理系统中的主要影响力量。这种模式形成的原因至少有两个方面。一是儒家思想文化和观念的影响；二是在三十多年前这些地区落后的情况下，政府推动经济发展过程中，对家族式企业的鼓励发展政策。这种家族式治理模式体现了主要所有者对公司的控制。在这种治理模式下，主要股东的意志能得到直接体现，这种模式也可称为股东决定直接主导型模式。但其缺点是很明显的，即企业发展过程中需要的大量资金从家族那里是难以得到满足的。而在保持家族控制的情况下，资金必然大量来自借款，从而使企业受债务市场的影响很大，始于1997年7月的东南亚金融危机也反映出家族式治理模式的弊病。

2. 日本和德国式的内部治理模式。在日本和德国，虽有发达的股票市场，但企业从中等筹资的数量有限，企业的负债率较高，股权相对集中且主要由产业法人股东持有(企业间交叉持股现象普遍)，银行也是企业的股东。在这些企业里，银行、供应商、客户和职工都积极通过公司的董事会、监事会等参与公司治理事务，发挥监督作用。这些银行和主要的法人股东所组成的力量被称为“内部人集团”。日本德国的企业与企业之间，企业与银行之间形成的长期稳定的资本关系和贸易关系所构成的一种内在机制对经营者的监控和制约被称为内部治理模式。相比较而言，日本公司的治理模式更体现出一种经营阶层主导型模式，因为在正常情况下，经营者的决策独立性很强，很少直接受股东的影响；经营者的决策不仅覆盖公司的一般问题，还左右公司战略问题，且公司长远发展处于优先考虑地位。而德国的治理模式更体现出一种共同决定主导型模式，在公司运行中，股东、经理阶层、职工共同决定公

---

<sup>①</sup>李维安、武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社2002年版，第46—48页。

司重大政策、目标、战略等。

3. 英国和美国式的外部治理模式。英美等国企业特点是股份相当分散，个别股东发挥作用相当有限。银行不能持有公司股份，也不允许代理小股东行使股东权利。机构投资者虽然在一些公司占有较大股份，但由于其持股投机性和短期性，一般没有积极参与公司内部监控的动机。这样，公众公司控制权就掌握在管理者手中，在这样的情况下，外部监控机制发挥着主要的监控作用，资本市场和经理市场自然相当发达。经理市场的隐性激励和以高收入为特征的显性激励对经营者的激励约束作用也很明显。这种公开的流动性很强的股票市场、健全的经理市场等对持股企业有直接影响。这种治理模式被称为“外部治理模式”，也被称为“外部人系统”。虽然英美公司治理模式中，经理层有较大的自由和独立性，但受股票市场的压力很大，股东的意志得到较多的体现。这种模式也被称为股东决定相对主导型模式。

### 【网络链接 2-1】美国公司治理结构的革命性变革

1992 年邓小平南巡，中国开始轰轰烈烈的第二波改革大潮之际，大洋彼岸的美国也发生了一场静悄悄的革命，其意义不下于中国的深化改革。从 1992 年年前年后的一年多时间里，美国几家最著名大公司的董事会先后解雇了六名声名显赫的超级总裁。他们分别是，美国国际商务机器 IBM 总裁约翰·爱克斯（John Akers），美国通用汽车公司总裁罗伯特·斯但颇尔 Robert Stempel，美国捷达 American Express 总裁杰姆斯·罗宾孙（James Robinson），西屋公司（Westinghouse）总裁保尔·莱格（Paul Lego）和康柏电脑总裁 Compaq Computer 若德·凯宁 Rod Canion。在短短的一年多时间里，六位巨星级总裁被炒鱿鱼，这在美国历史还是第一次。究其原因，就是美国公司治理结构的革命性变革。机构投资者的治理从幕后走到台前，成为推动公司治理的一个重要的外部力量。

根据美国一份最近的调查报告，由于机构投资者近年来的积极参与，董事会对总裁的制度制约出现了“硬化”的趋势。被调查的 1188 家企业中，有 25% 的企业在 1992 年以来出现了总裁的“非自愿离职”现象，据该调查估计，美国总裁的平均任职周期已经从 80 年代的 10 年降到了目前的 7 年甚至更短。这标志着美国的企业制度已经从经理人员事实上执掌全权的“经理人资本主义”转变成了投资人对经理人实行有效制约的“投资人资本主义”。从而使得机构投资者在公司治理中发挥着越来越重要的作用。

——资料来源：转引自“企业资讯网”如下网页：

<http://www.cnehua.com/main/news/news-106.htm>

## 第二节 公司治理边界及其原理

### 一、现代公司与公司边界

公司治理边界与公司的边界有着密切关系，一般而言公司边界可从如下角度进行界定：

（1）财产边界。公司作为一种成熟的企业形态，是依法设立的具有与自然人相同民事行为能力能力的独立经济实体。公司以其法人身份拥有法人财产。法人财产以投资者的出资为主要来源，也包括资本金的增值和在经营中因负债而形成的资产。法人财产权则是公司对全部法人财产依法拥有的独立支配的权利，这种权利包括占有、使用、收益和处分等权利。

公司的法人财产具有以下性质：第一，它以独立财产和实体为基础承担相应的民事责任，具有严格的规范条件和法律界定；第二，其独立性表现为占有、支配、使用和处分财产的全部权利，公司的终极所有者不能干预这些权利的行使；第三，法人财产具有永恒的性质，只要其法人身份不变，这种权利就不会改变。可见，法人财产是公司存在的重要物质基础，没有独立支配的财产和财产权，公司便不能存在。因此，公司的财产边界是现代公司以其法人

身份所拥有或使用的全部财产所形成的范围,其实质则是公司产权,财产边界也称产权边界。

(2) 组织边界。现代公司是依法成立的企业组织。这种组织不仅要有自己的名称、经营场所和必要的财产,而且必须有相对稳定的组织机构和相应的职能部门。公司组织主要包括行使所有权、决策权、监督权和经营权的股东大会、董事会、监事会及高层管理机构和生产经营的职能部门等。从形式上看,公司表现为一个由法人结构规制下的组织实体。如果说法人财产是公司赖以存在的基础,那么,公司组织则是其赖以运行和活动的基础。从公司治理的角度看,公司的组织边界决定于公司的组织特征。

(3) 法人边界。法人边界反映公司的人格特征,是公司财产边界和组织边界的最终体现。现代公司是一个人格化的企业法人,作为企业法人,它有别于社会中的其他法人,如学校、医院、宗教团体等;作为法人企业,它又不同于个人业主、合伙制等自然人企业,公司是以其独立的法人身份参与市场经济活动,公司的合并、分立、破产、清算也都表现为法人资格的变更与终止。公司作为一个经济实体,法人则是责任的承担者和实体的代表,公司不仅具有与自然人相同的民事行为能力,可以起诉与应诉,并以其全部的法人财产承担有限责任,也因为法人的对财产的独立拥有和有限责任原则,决定了不同的公司之间的交易与活动可以明确地归属于不同的法人,不论现实中的公司活动多么复杂,法人之间的界限总是清晰的和不容模糊的。因此,可以说,现代公司的活动主要是法人的活动,公司的行为表现为法人的行为,公司的边界也体现为法人的边界。

公司边界与公司治理边界既有区别又有联系,公司的参与人为了各自的利益而达成的一种制度安排妥协调成公司的治理框架,不同的公司参与人与公司的关系及其评价是不一样的,这取决于公司当事人在公司中形成的专用性资产的多少。因此,理论上的公司治理边界是公司中所有专用性资产当事人的行为集合。而公司边界主要是从静态上以公司作为视角主体来判断它的财产边界、组织边界和法人边界。当然,有时候公司治理边界在特定条件下可以与公司边界重合。

## 二、专用性资产与公司治理边界

### (一) 交易纬度差异和专用性资产

不同交易的主要表现纬度是资产专用性、不确定性和交易次数。资产专用性是为支持某项特殊交易而进行的耐久性投入。如果初始交易没有达成,该项投入在另一最好用途上或由其他人使用时的机会成本要低得多。这样一来,交易双方的具体身份显然很重要,也就是说,关系的持久性是有价值的。为支持这种交易各种安排就会出现。

专用性资产的形成,会使合约的性质发生“根本转换”<sup>①</sup>。这种根本性转换发生在交易过程中,因为开始时的大量竞价局面并不一定表明在以后仍然会继续存在这种大量竞价局面。事后竞争有效与否取决于所交换的商品或服务是否由交易专用性人力资产或实物资产上的耐久性投资支持。如果没有这种专用性投资,最初的赢标者相对于未中标者并没有取得任何优势。虽然在一较长时期内中标者可能继续提供商品或服务,但这只是因为相对于竞争者而言它的标价一直具有竞争力而已。但是,一旦大量交易专用性资产投资发生,相互竞争的供应商就不可能在同一层次上经营了,在这种情况下,中标者相对于竞争者拥有优势。即,在合同执行中开始时的大量竞价局面实际上转化为一种双边供应的局面了。因为如果持续供应关系被终止,经济价值会丧失。如果专用性资产被投入到其他用途,不仅供应商无法获得相同的价值,而且对于一个买方来说,如果他要另换供应商,他还必须诱使潜在的供应者进行相同的专用性投资。因此,双方勉力维持而不是终止交易关系的动力显而易见。对于经济

---

<sup>①</sup> 威廉姆森(Oliver Williamson)认为,“根本转换”指的是大量的事前竞价局面在合同执行阶段转化为少数人间的交换关系。参见,威廉姆森,“治理的经济学分析:框架和意义”,载《新制度经济学》,埃瑞克·G·菲吕博顿、鲁道夫·瑞切特编,孙经纬译,上海财经大学出版社1998版。

活动的组织来说,这具有重要意义。

哈耶克(1945)指出,只有和不确定性相联系,有趣的经济组织问题才会出现。当然不同的治理结构对扰动做出有效反应的能力上各不相同。而所有这些都是有限理性和机会主义造成的,因此,面对要同时解决的有限理性和机会主义的需要,必须对不同治理结构的适应性特征进行比较制度分析。策略型不确定性归因于机会主义,这种机会主义被威廉姆森称为行为上的不确定性。面对公司这样的经济组织,治理的主要问题就是寻找弱化这种行为不确定性的机制。

交易次数被用来表征专门治理结构的合理性。当交易次数频繁时设计专门的治理机制是合算的。在不同交易的三个主要纬度上,资产专用性是最主要的。从最广泛的交易角度来推演公司治理的边界其内在逻辑也取决于资产专用性。

## (二) 公司的治理边界

公司治理边界内生于资产的专用性<sup>①</sup>,这是因为公司当事人由于各自在公司中的专用性资产具有锁定或套牢的特征,由此而产生了各种求偿权的行为,各种各样的行为博弈形成的均衡构成一般意义上的公司治理安排,它所涉及到的边界和范围是以公司不同当事人专用性资产的累积状态为依据。

不同专用性资产的补偿,在一定的法律框架下又先后顺序,这可根据状态依存所有权的理念做出一般界定<sup>②</sup>。

设  $I$  为公司的总收入,且  $0 \leq I \leq P$ ,  $P$  为公司最大可能的收入;  $w_i$  为应该支付的各类合同工资,其中  $w_1$  为支付员工的工资,  $w_2$  为支付给经理人员的工资;  $r$  为应该支付给债权人的本金加利息;  $\pi$  为股东所追求的满意利润;  $t$  为公司上缴的税费。根据目前各国法律等正式的制度安排,上述不同的当事人索取权的分布为: 员工 > 债权人 > 股东 > 政府。

(1) 当  $I < w_1$  时,员工的专用性资产首先得到补偿,其他人都在为员工打工,他们继续保持公司运转是寄希望于公司将来盈利,或者说,这时他们的积极行为是因对将来的美好预期,当然也不排除有一部分股东在二级市场上由于各种原因没来得及出清而被套牢(这部分人虽然有些无奈但也希望未来是美好的,以下均含这类股东),这时除了员工以外的公司当事人由于专用性资产的约束,都有对公司治理的高度要求。

(2) 当  $w_i < I < w_i + r$  时,员工和经理人员的利益得到了保障,债权人的专用性资产处在临界补偿状态,这时股东处在资产专用性补偿的边缘。相对来说,政府提供的制度服务具有公共物品的性质,需要借助于强权来实施与公司享受制度服务而必须的支付交换,在公司无利可言的情况下,以利润为基础的所得税就失去了依据,政府没有激励去过分关心亏损的公司。因此,这时真正为公司操心的只是股东,其积极行为的基础的仍然是对未来的美好预期。股东对公司治理的要求表现更强烈。

(3) 当  $w_i + r + \pi < I$  时,股东对未来美好的预期变为现实,股东和国家的利益都有了依据。但由于股东和经理人员依附于公司的粘性更大,他们在公司中的利益和专用性资产比

<sup>①</sup> 威廉姆森用资产专用性解释垂直一体化治理结构时,得出了三条结论:一是资产专用性低时,市场采购有规模经济和治理优势,二是资产专用性很强时,内部组织有优势。市场不仅实现不了汇总经济优势,而且当资产高度专用时,由于锁定问题,市场治理有风险,三是中等程度的资产专用性导致混合治理。同时,他也区分出四种类型的资产专用性:地点专用性、实物资产专用性、人力资产专用性和专项资产。

<sup>②</sup> 国内学者较早介绍这一问题的学者是张维迎教授,这里参考了 Ahgion,Bolton,Patrick 关于这一问题的经典文献: An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, Review of Economic Studies, 59:473-494.

其他当事人丰富。因此，即使在这种情况下，他们仍然有追求公司治理的要求，尤其是股东他们具有专属的超过专用性资产的补偿利益部分，股东对公司治理的要求具有一贯性。

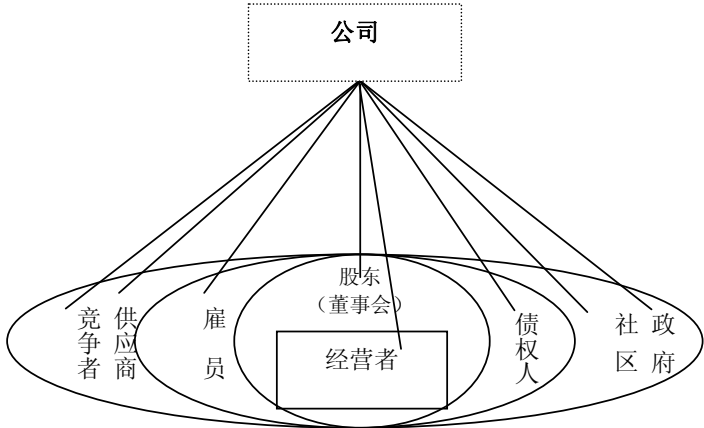


图 2-2 公司的当事人关系图

基于以上分析，公司治理边界就是指，公司当事人在公司中专用性资产的纬度和半径所形成的范围。在公司中相关当事人所形成的关系可用图 2-2 表示。

公司中主要当事人——股东、债权人、经营者、雇员、供应商——都不同程度地形成了特定公司的专用性资产，所有这些当事人对公司治理的要求程度表现为各自专用性资产的函数。而竞争者、社区和政府尽管也在广义上构成公司的利益相关者，但他们在公司中的专用性资产表现不明显，因此资产专用性框架下的公司治理边界，不应该将这三类当事人纳入其中。公司治理中政府的作用非常重要，这只是治理边界以外的重要的外生变量。

在公司治理边界中的主要内容包括，（1）主要当事人组成的组织结构，在这种结构中，他们之间形成一定的制衡关系。（2）董事与董事会是作为股东的代表在相互博弈以及与其他当事人在博弈均衡中实现公司治理。除此之外，接管威胁、代理权争夺、财务结构等博弈形态也成为公司治理的一些内容。

董事会受股东信托负责公司战略和资产经营，监督和制约经营者的主要决策。并在必要时撤换不称职的执行人员。通常有两种类型的公司董事，即独立董事和执行董事。执行董事同时又是本公司的内部行政人员，通常是公司的高级经理；独立董事是在公司中不同时担任行政职务的董事。设置独立董事的目的是为了避免“内部人控制”问题，防止拥有控制权的内部人——经理们利用公司资产为自己谋利益。在美国，大型公司制企业一般采用多数由外部人员组成的董事会形式。对公司实施控制和对公司绩效负责任是董事会的职责。董事会一般总要提供这样四项基本功能，即制定战略、确定政策、监督管理者和承担责任。但在具体实践过程中，董事会的活动差异很大。在一个极端，董事会只是任命首席执行官(CEO)并赋予充分的权力，而将干预维持在最低限度。在另一极端，董事会把自己看做是最高管理者的管理者，提出或批准所有重要决策。

代理权竞争作为一种治理博弈，是股东“抱怨(voice)”和罢免那些不称职的经营者的基本做法。经理们通常向股东征求由他们代表股东在股东大会上投票的代理权，在一般情况下，这些请求会得到满足。但在代理权竞争中，持异议的股东可以通过“争夺”其他股东的代理权委托来投票反对现任的经营者或提出新的候选人。理论上讲，任何人都可以通过代理权的争夺来向现任经理进行挑战，但这必须受到法律中有关代理权处理规则的约束。代理权竞争是

一种可供选择的、低成本的变化公司控制权的做法。争夺代理权与其他接管方法的不同之处在于必须使投票表决的股东相信提议者有能力比现行的经营层做得更好。并且,应法律要求,提议者必须要与经营层所需符合的要求一样来满足众多的申请要求。尽管其他股东很难对这些“另类”提议者的动机和赢利承诺作出准确的判断,但“争夺运动”发动者的大股东(通常是大型的机构股东)身份所显示出的号召力往往会帮助它取得其他股东的支持。

一般情况下,只有持有大股份的投资者才愿意忍受其他人“搭便车”行为而花费成本去监督董事会或发起代理权竞争。所以,股权的集中能显著影响公司的控制。对经理人员来说,大股东的存在是一种威慑,致使他们不敢过分偏离股东意志。因为接管可以使大股东因出售其所拥有的大量股票而获得可观的利润,所以大股东比一般小股东更愿意促进接管活动,从而使接管可能性上升,威胁经理们的职务。另外,大股东还可以通过与在位的经营层进行非正式的谈判甚至直接取得控制权来实施变革,而其成本却比接管和代理权竞争低。正是由于大股东拥有足够多的权益,使得其监督、接管等活动产生的利润增加足以抵补成本,所以他们有足够的激励去实施监督活动,努力促成接管或改革,迫使经理们精心呵护公司的资产。

在大型公司里,公司通过董事会这种内部控制治理实施某种转变往往进展缓慢,或代价太高,没有效率。而接管等市场活动却可以自动发生作用。只要接管者能看到机会,他们就可以迅速通过标购夺取公司控制权。一般认为,发生在公司控制权市场上的接管是有利于股东、社会及公司组织的。当技术和市场的变化需要公司进行业务调整时,现有的经理却囿于认识而不愿改变既定的策略、组织和管理方式。这时由外部人员来接管可以迅速地实施转变。

债务对经营者来说是一个硬预算约束。公司的控制权或者说企业所有权是一种状态依存所有权(state-contingent ownership)。所以,融资合同实际上起着配置剩余控制权、改变控制权状态的作用。公司向债权人借款,并承诺在某时按某条件作出偿还。如果到时无法偿还,公司控制权就被移交给债权人。这种安排既能防备投资者随意插手和滥用权力,又能防备经营者攫取投资者的投资收益的机会主义行为。

我们说,公司治理既要解决准租金的分配问题,又要达到企业决策的科学、保持企业的长期稳定增长。企业的长期稳定增长是准租金产生的前提,这有赖于有效的公司治理。在个体主义的理路上,个人理性往往导致集体非理性,因此,基于权威的科层组织对市场的替代在许多情况下就顺理成章。有效的公司治理是基于企业组织目标对有关当事人的内外部激励和约束而达到的一种均衡状态。

### 三、公司治理边界的主要类型

#### (一) 有限责任与集团子公司的治理边界

公司的有限责任是公司作为独立企业法人具有的最为重要的法律特征,被奉为公司法的经典原则,也是公司成为现代市场经济社会赖以存在的基础和迅猛发展的动力之源泉。

然而,随着现代公司的发展,公司与各方面利益关系的复杂化以及由诸如关联交易引起的公司间关系的复杂化,所有者与公司、母公司与子公司之间的关系往往比较微妙,以至于利用公司形式和有限责任的保护来粉饰业绩、欺诈债权人和背离其他利益相关者的利益。也就是说,公司的实际活动往往是超越法人边界的。公司自身的行为往往是忽视法人边界的。如:(1) 有限责任为母公司滥用公司的法律人格提供了机会,在某些情况下,子公司会受到来自母公司的支配与操纵,甚至也可能利用公司的法人资格,借助于有限责任的保护损害子公司债权人的利益而为集团谋取利益,象非法所得、隐匿财产、逃避清偿债务的责任等。(2) 对子公司雇员和股东利益的忽视。如子公司因经营不善而破产,则雇员无法向公司的集团或母公司请求赔偿工资及福利。子公司的股东也不能向其母公司请求利益补偿。(3) 对消费者潜在债务的责任回避。在现实中,往往存在这样的情况,子公司的行为可能导致消费者利益的损害,使消费者成为债权人。由于有限责任的存在,如果子公司在侵权后因资产不足而倒

闭，则消费者作为潜在的债权人其损失也无法向母公司追索。(4) 对政府有关法律和义务的规避。在许多情况下，集团公司也同样利用子公司的法律人格来规避政府的法律。例如，一家公司因其经营业务受到法律许可的限制或注册登记的限制，那么，它就会成立一家新的公司，并实际上拥有和操纵这家公司来进行变相的经营；一家公司还可以通过新设立公司或通过关联交易控制另一家公司，然后通过转移资产、利润的办法来规避税收。公司还可以利用有限责任来规避政府的其他法律，如行政法、劳动法、国际法等。

可见，在集团公司治理的实践中，处于被支配地位的子公司的法人边界作为其治理边界是不能反映公司的实际权责关系的。近些年来，西方的公司治理和法律实践已经证明，经典的有限责任原则并不是神圣的和永久的法则，在许多情况下，需要揭开公司的法人面纱，扩大子公司的治理边界，通过从属公司的法人面纱去透视背后的控制者和支配者，从而平衡公司与其利害相关者之间的关系，显然，在这些情况下，公司治理的边界就需要扩大。

一些西方国家的判例和立法已在相当程度上对这一问题进行了突破。(1) 揭开公司法人面纱是英美国家的法律对公司特别是在处理关联公司中债权人保护所遵循的主要原则。这一原则最早在 1897 年英国的 *Saloman v. Saloman Ltd* 一案中得到确认。就一般情况而言，控制性公司仅以其投入子公司的财产对子公司的债务承担有限责任，但如果控制性公司无度操纵子公司，从而使子公司实际上丧失独立法人地位时，法律将揭开覆盖在公司之上的法人面纱，追溯公司背后的操纵者。控制性公司也可能对从属公司的债务承担责任，维护子公司债权人的利益。(2) 在德国的公司法中，对如何处理集团关联公司间的关系做了相应的规定。在公司集团的关联公司之间，由于交易不是通过竞争的市场在平等的基础上进行的，因此就有可能存在通过虚假交易来粉饰业绩，欺骗利益相关者的情况。德国股份公司法的第三编《关联公司》中规定了有关从属公司债权人保护的专门条款。德国的法律已经认识到了集团关联交易背景下控制公司与从属公司之间关系的复杂性。赋予了从属公司债权人向处于控制地位的公司及其所有者追索债权的权利，在一定程度上突破了有限责任的原则。(3) 欧盟第九号指令特别强调了集团公司中的情形，而且赋予了债权人、中小股东及子公司的雇员了解集团其他公司的利益，以及采取行动反对控制公司及其董事会的权利。第九号指令也提出了公司集团中控制与依赖的概念，并建议当依赖性公司资不抵债或破产清算时，其债权人、雇员、少数股东有权向他们的控制性公司进行追索债务与利益。因为损失是由控制性公司的决策造成的，并且这些决策忽视了他们的利益。

西方国家的这些实践表明，公司治理不应再局限于公司法人的自主权和公司的边界之内。在许多情况下，公司治理的边界大于公司的法人边界。

## (二) 集团母公司的治理边界

企业集团的复杂性使得企业集团公司治理具备了双重特征：(1) 母公司、子公司以及关联公司分别有治理结构行使治理的职责；(2) 企业集团本身又构成了一个统一的治理机制运作系统。同时，企业的社会责任决定了企业集团公司治理的主体从股东扩大到利害相关者。这样就使得企业集团的权力、责任配置以及监督、指导、决策等治理活动超越了企业的法人边界，从而引出企业集团公司治理边界的问题。

企业集团中，母公司与子公司是控制权的关系，母公司的决策意志能够充分体现在子公司的行为中，也就是说母公司决策意志延伸的范围构成了母公司与子公司外延的界限，（见图 2-4）。

这个界限我们称之为集团内治理边界，它体现了母公司决策权的范围。集团内治理边界超越了母公司的法人边界。虽然在公司法的意义上母公司和子公司都有独立的法人治理边界，但在实际的经济意义上子公司要受母公司的治理，它的行为体现了母公司的决策意志，对母公司要有说明责任。因而，集团内治理边界体现了说明责任的范围。

在图 2-5 中，公司 M 与关联公司 A、B、C 基于共同拥有市场、共同使用资源等战略目



标,通过各种契约而形成关联关系。它们构成的外延的界限我们称之为集团公司治理外边界,它确定了母公司在企业集团治理中的发言权的范围,即在关联公司治理中表达自己意志

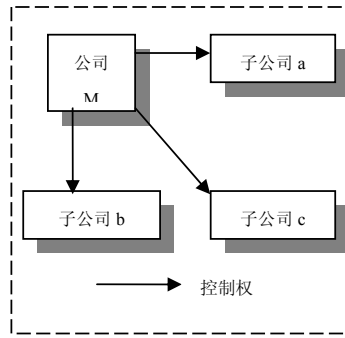


图 2-4 集团治理内边界

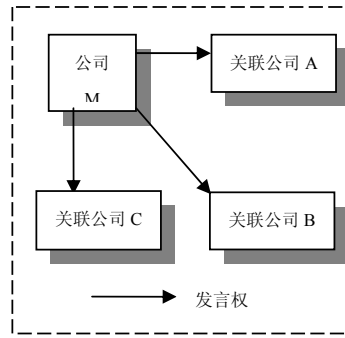


图 2-5 集团治理外边界

的权力,而一项决策对其意志的体现程度,取决于关联公司董事会成员间谈判的结果。集团治理的外边界体现了有限责任的范围,即集团公司作为关联公司决策者的一员要按其出资额承担权力和义务。

（三）网络经济中的公司治理边界

网络经济的技术基础是 Internet, 这种经济形态是人类智慧的伟大结晶。它有着自己独特的运行规则。这些规则主要有: (1) 直接经济, (2) 超强的正反馈, (3) 网络的正外部性, (4) 标准化竞争, (5) 互补性 (complement), (6) 信息产品成本的高固定低边际性, (7) 消费转移的高成本, (8) 注意力经济, (9) 系统竞争。

网络经济的基本规则, 导致了公司治理边界一些变化: (1) 网络经济采用最直接的方式拉近服务提供者与服务对象的距离, 将工业时代的迂回经济变成了信息时代的直接经济。这减少了公司治理边界中的中间环节, 使过去颇费交易成本的治理过程变为可能。(2) 在网络经济形态中, 需求方规模经济和供应方规模经济有机地结合起来, 结果导致“双重作用”: 需求方的增长既减少了供应方的成本, 又使产品对其他用户更具吸引力——进一步加速了需求的增长, 结果形成超强的正反馈效应, 从而导致产业和市场超速发展。反应在公司治理边界上就是产业的迅速扩张中, 信息通道较短中的治理边界随之扩张。(3) 网络的正外部性表明, 当我们加入网络时, 网络会变得更大更好, 对参与方都有好处。与网络的外部性紧密相关的就是总转移成本。对试图在市场中推出新的、不兼容的技术的公司来说, 最大的挑战就是通过克服总转移成本——即所有用户的成本总和——来扩大网络规模。这对单个公司来讲治理的边界和内容必须向合作和兼容方面逼近。(4) 受强烈的网络效应影响的技术一般会有一个长的引入期, 紧接着是爆炸性增长。这种模式是由于正反馈引起的: 随着用户安装基础 (installed base) 的增加, 越来越多的用户使用该产品是值得的。最后, 产品达到了临界容量 (critical mass), 占领了市场, 成为标准。在竞争成为标准, 或至少是获得临界容量的过程中, 顾客预期是关键。事实上, 被预期成为标准的产品将会成为标准。这对公司来讲, “预期”也构成了重要的决定公司治理边界的专用性资产。(5) 互联网的应用必须是众多消费者一起使用才能充分获得它的福利。对公司来说, 消费者同序偏好的专用性资产达到临界是关键。(6) 信息产品的近乎零边际成本和“经验产品”以及注意力经济决定了, 公司治理边界的自主变量——专用性资产的又一新变化, 锁定 (lock-in) 和消费者的转移成本以及搜索引擎 (Web) 也被纳入其中。

**【案例 2-2】创维事件：“一个糟糕的公司治理样本”**

创维集团有限公司是以香港创维数码控股有限公司为龙头, 跨越粤港两地, 生产消费类

电子的大型高科技上市公司，是中国三大彩电龙头企业之一。

创维数码（0751，HK）于2000年4月在香港主板上市。2004年11月29日，其正式成为摩根士丹利资本国际（MSCI）香港小型股指数成份股。其原定11月30日公布截至9月30日的6个月中期业绩，但11月30日9点44分突然遭港交所勒令停牌。随后香港廉政公署传出消息，因涉嫌盗取创维数码4837万元，创维集团董事局主席兼创维数码控股主席黄宏生被香港廉政公署的调查人员拘捕，同时被捕的还有其它九名高管人员。12月1日，香港东区裁判法院立案起诉，并于2日上午在该法院提堂，其后获准以100万元现金保释外出。法官将案件押后至明年3月2日再审，等候廉署进一步调查……

-----主要资料来源：《国际金融报》，2002年12月6日。

### 第三节 有效公司治理机制的设计原则和权力指数

#### 一、三类公司治理机制

公司治理机制主要有三大类，即权益机制、市场机制和管理机制。我们对权益的界定是对专用性资产的求偿权。权益性的公司治理机制主要是与利益相关者的专用性资产相对应，包括股权机制、债权机制、经营者机制、工会机制和消费者供给者机制。考察一个特定公司的生命周期，我们可以做出如下推断，股权构成了公司信息节点最基本的标识源，公司从其诞生的那一天开始就是建立在股权基础之上的，没有一定股权性资金和技术支撑的公司恐怕连诞生的资格都没有。只有在一定的股权之上，债权才有其依附的根据，同样经营者和员工及消费者和供给者的行为也都是在股权和债权基础之上的。但当公司发展到一定程度，尤其是各种权利共同形成企业的资产，权利背后的行为人都公司在形成了一定的专用性资产，相互获取租金时，股权根本性的地位就会让位于其他权力。当然，这要看各种专用性资产与公司总价值之比，这里牵扯到的一个技术性问题就是各种专用性资产的确认和计量，且这种可以用数量表现的专用性资产又是一个动态的数据。这样看来不同的公司或者同一公司在不同的时期要有不同的治理机制，那种追求模式性的一劳永逸式公司治理机制是不现实的，公司治理机制如同“持续经营”假设的会计核算前提一样是一个永恒的话题。

历史上曾有过股东利益至高无上的公司治理理念，这种理念应该有其具体的条件和时间约束，当货币资本、实物资本的稀缺性远大于其他资本的稀缺性时，公司的治理范式只能建立在资本雇佣劳动的基础上，拥有这种理念当然无可厚非。但当社会发展到今天这样的情况，货币资本和实物资本的稀缺性相对于其他资本的稀缺性得到了大大的缓解，特别是网络经济时代的到来，各种资本相互套牢，很难判定谁更重要谁是次要。这样，强调利益相关者共同利益的公司治理理念应运而生。在利益相关者公司治理理念的框架下，股权机制只能是公司治理机制体系中一个重要的机制而已，一个公司一旦成立，公司法人随即而成为一相对独立的信息节点，再加上债权和经营者及雇员的人力资本所形成的资产而增大公司信息节点的能量，股权反过来就要依附于公司法人，资本保全制度的框架使得相当大一部分股权不能流动，从而也就弱化了最初意义上的所有权。公司要保证自己这一信息节点的有效性首先要保证公司的利益，其次才能考虑其他的利益相关者。在这种状态下，股权机制通过董事会的形式与管理层进行博弈来争取股东利益最大化。股权机制的实施一般面临的问题有：管理层实际上控制了董事会即所谓“内部人控制”、董事会奉行缺少激励管理层积极创新的政策妨碍了整体福利的提高；大股东损害小股东的利益等。前一类问题在已有的委托代理理论中已做了相当深入的研究，问题的焦点在于信息的不对称和监督成本，特别是再加上董事会一方属于集体行动的范畴，免费搭车（Free Ride）的痼疾不可避免，这就造成了董事会一方很难有像一个人那样的行为意志，因此在董事会与管理层的博弈中，只能是尽量借助于压力机制，两利相较取其大、两害相较取其轻。在董事会有绝对权威的时候注意设计出好的激励机制激励管理

层最大限度地发挥其积极性。后一类问题主要是同一集团内部存在的少数人对多数人的“剥削”，这需要根据风险和收益配比原则借助于压力机制来适当解决，主要强调股权平等的原则。在我国出现的、一股独大、并屡屡发生、侵害中小股东的利益的事件，更主要的原因在于独大的一股是与强势的政府相结合。平等基础上的一股独大相对来说借助小股东的“用脚投票”等压力机制还好解决一些，尤其是再考虑机构投资者与小股东联合起来有可能抗衡一股独大问题。

## 二、公司治理机制设计的主要原则

理论上讲，债权依附于股权。债权人之所以将自己的货币或者其他的物品出借给债务人是因为在这一出借过程可以得到一些好处，同时债权目前拥有的资产等各类信号表明其有很好的发展能力。即使这样债权人也要承担债务人不能还本付息的风险。为了风险最小化，债权人在出借前和过程中对债务人的监督和信息考核就是不可或缺的。公司治理中的债权机制恰恰也就体现在这里。在长期的债权债务关系中，债权人在本期（t）如果得到满意的回报且根据已有的信号表明债务人状态良好（主要表现在财务方面），那么债权人就可以在下一期（t+1）继续与债务人合作。这一机制的良好运行需借助高质量的资讯信号和完备的法律环境等，因此事前的资信评估、事中和事后的监督和信托及其它金融机构的托管制度需要体系化的完善。

公司中凭借自己的活劳动来创造财富的阶层被称为人力资本的所有者，实际上这部分人被分为两部分，一是凭借自己的较高专业知识和以往良好业绩的信号显示被推举到经营管理或技术管理与实施层面上的一部分人，二是一般的员工。他们一旦选择某一特定的公司，自身的发展与知识积累就会与公司的实际结合在一起，形成专用性资产形式的沉没成本。这部分人中的第一部分属于奥尔森意义上的小集团，具有一些集体行动的优势，他们凭借自己对公司的管理和技术方面的信息优势对公司治理有着相当重要的作用，形成一个经营者机制。至于一般员工层次的人力资本，和众多的小股东相似属于大集团问题，尽管一般员工采取工会机制在公司治理中发挥作用，但大集团中集体行动的困境在工会中表现突出。因此这工会机制在公司治理中处于相对弱势，尤其在中国是这样的。

消费者和供给者分布于公司的上游和下游两端，由于较长期的交易往来形成了一定量的专用性资产，像供给者为提供特定的产品而投入的专用性设备，消费者购买到特定产品（如软件产品）需要后续的技术服务或者性能升级等。他们作为公司的利益相关者尽管不能向股东、债权人等那样直接参与公司的治理，但这一间接机制从两端框定着公司内部的所有机制。

公司依附于市场，市场的繁荣决定于公司信息节点的能量。公司及公司的利益相关者都可以利用市场来作用于公司。公司治理的市场机制主要包括资本市场、劳动力市场（含经理市场）、产品市场等机制。市场机制在公司治理中关键是形成一定的进入和退出机制对部分专用性资产解套，从而压迫不能退出者和不想退出者，设法维护公司这一信息节点有效的信息发散。像我国的上市公司大都不喜欢现金分红，那么股东就以投机方式来套现退出，弱化公司的信息能量，波动整个股市让所有的上市公司都搭上信心不足的便车，致使投融资渠道萎缩，影响整个经济形势。

公司治理中的各种机制背后的行为人集团有着不同的结构，各集团之间、集团内部相互博弈，形成的均衡很可能是个人理性而集体非理性，为使博弈人走出 PD 赛局获得整体的更大利益，管理机制的实施就显得非常必要。公司治理中的管理机制主要是公司治理原则的制定得以贯彻，管理机制要借助于一定的规则或强制或提倡性规范其他机制背后的行为人。这种规则有效的前提就是激励相容，有了这一前提保证再加上强制或提倡性的信息强化，公司治理中的行为人就会在网络正反馈作用下正向上趋同其行为，使公司治理走向良性轨道。

总之，公司治理的各种机制都是与具体的行为人及其集团相对应，要发挥好各种机制的

作用，需要很好把握行为人的行为模式；公司治理是各种机制体系性共同作用的结果，在时间和空间上的分布也是经常性的。

任何一种机制都是在保证行为人都能参加游戏的前提下后发而形成的。上述对公司利益相关者行为逻辑的分析，构成了公司治理机制后发形成基础。公司治理机制是不同的利益相关者在各种变量的压力下相互作用而达成的一种保证各自利益和集体利益的运动规则，而这种机制性规则的目的在于使公司这一信息节点最大限度地发挥其能量，在目的和机制之间存在着机制设计的一般原则。

#### 1. 激励相容原则（Incentive Compatible Principle）

保持一个机制有效的根本原则就是激励相容，这一原则强调了机制需求者最终目的的一致性，强调了机制设计者和机制需求者最终目的的一致性。机制的形成有两种基本类型，一是行为主体在相互博弈中自发形成的，一是在经济主体相互博弈的基础上由第三者设计的。激励相容原则在第一类机制形成中是自然的贯彻，强调激励相容关键是对第二类机制的形成而言，因为在这类机制形成中，第三者设计机制时很可能陷入信息不对称的圈套，而使设计的目的与机制需求者的目的发生偏离。因此，机制设计必须清楚机制需求者的行为基础及其模式。现实中的公司治理机制主要表现为设计的属性，因此贯彻激励相容原则尤为重要。当然我们也不追求帕累托最优原则的贯彻，卡尔多改进倒更现实一些<sup>①</sup>。

#### 2. 资产专用性原则（Asset Specificity Principle）

在我们的逻辑中，判定公司利益相关者的依据是资产专用性，这样资产专用性就构成了公司治理的重要原则。所谓资产专用性是指某种资产只能用于某种专门的用途，如果转移用于其他用途，则其价值大大降低，放弃其他用途构成此类专用资产的机会成本。公司的利益相关者都在公司中形成了某一数量的专用性资产，这些能够用数量来表示的专用性资产可以用一定的标准和方法分离出来，而这恰恰成为不同的利益相关者不同行为决策的关键。无论是股东、债权人、经理人员、员工还是与公司具有较长期契约关系的供应者和消费者都有一定的专用性资产锁定（Lock-in）在特定的公司中。设计公司治理机制必须将这一原则放在重要的位置。

#### 3. 等级分解原则（Hierarchical Decomposition Principle）

所谓等级分解原则指使组织的内部结构安排能够克服各当事人的机会主义行为，进一步地说就是使组织中的决策权和相应的责任进行分解，并落实到每个便于操作的基层单位，从而有助于防止“道德风险”，进一步节约交易费用。

#### 4. 效用最大化的动机和信息不对称假设的原则

这一原则是信息范式下研究问题的出发点，效用最大化的动机表明了行为人的行为方向，信息不对称或不完备表明了行为过程中的约束。因而，行为人即使从效用最大化动机出发，由于信息不完备的约束也不见得就能达到效用最大化。我们说公司治理机制体系中的卡尔多改进比帕累托评价标准更现实一些，就是因为最大化的行为动机受制于信息的不对称。

### 三、投票多数与权力指数

一股一票、投票多数是公司治理实施过程中的基础性制度安排。这一安排中的基本理论概念涉及联盟、权力指数（夏普利值<sup>①</sup>）等。

例如在一个由三个人（A、B、C）组成的公司中，各自的股份分别是 50%、40% 和 10%，年终公司获得了 100 万元的利润，股东大会讨论分配方案，规则每个人提出分配方案，但必

<sup>①</sup> 卡尔多标准是指一部分人占有的减少，会给另外的人带来更大的福利。

<sup>②</sup> 夏普利值是合作博弈中的一个重要概念，由博弈论大师夏普利提出。权力指数这里定义为，按多数同意安排在联盟博弈中，局中人的权力体现在他能通过自己加入一个要失败的联盟而使得它获胜，这也同样意味着他能背弃一个本来要胜利的联盟而使它失败，这就是说局中人是这个联盟的“关键加入者”，而局中人的权力指数就是他是关键加入者的获胜联盟的个数。

须多数同意——只有超过 50%的票力才有效，否则这 100 万元将被他人占有<sup>②</sup>。

该例中，任何单个人的票力都超不过 50%，要想超过 50%的票力必须出现联盟。换言之，在该例中任何人的权力都不是决定性的，也没有一个人是无权力的。也许有人认为这种情况应当按票力来分配，如果是的话，即 A、B、C 分别分得的钱各为 50 万、40 万和 10 万，这样一来 A、B、C 三人都有提出其他方案的激励，如 C 可以提这样的方案，A：70 万，B：0，C：30 万，这个方案可以被 A、B 接受，因为对 A、B 来说这是一个比按票力分配明显改进的方案，尽管 B 被排除出去，但是 A、B 的票力构成了大多数（60%）。当然这时 B 会向 A 提出对 A 更有利的方案，如 A：80 万，B：20 万，C：0，尽管 C 成为一无所有，但 A、B 的票力总和达到 90%。这样的过程可以继续下去，但在这个例子中可以将大联盟的各种可能的联盟顺序穷举出来，从而也就能观察到局中人各自的边际贡献——在这个顺序中谁是这个联盟的“关键加入者”，如果是关键加入者它的边际贡献就是 100 万（见表 2-1）。

从表 2-1 可知 A、B、C 作为关键加入者的个数（权力指数）分别是 4、1、1。他们的各自的夏普利值分别是  $\phi_A = 4/6$ ， $\phi_B = 1/6$ ， $\phi_C = 1/6$ ，当然按照这个比例在 A、B、C 之间分配这 100 万元应该是最合理的。根据夏普利值定义，所有的排列顺序是等可能的，而在每一个排列下，每个局中人对这个排列的联盟有一个边际贡献，这样沙普利值所反映的是局中人在各种可能下的“影响程序”。在投票博弈中，这个值反映的是局中人  $i$  与其他局中人结成联盟的可能性，因此沙普利值反映的是局中人到底有多大的“权力”。

根据上述原理，我们也可以反推出公司当事人集体决策中的最优的权力配置。假设一个公司有五个股东（A、B、C、D、E），在公司重大决策上，按公司法规定遵循“一股一票”原则——每个股东的票数与他所持有的股数相等，投票也是遵循多数同意安排——某项决议能否通过取决于是否得到 51%或以上的票数（或股数）的同意。这些知识在五个股东之间是公共知识。五个股东在公司成立时均拥有相同的股份——每个股东拥有公司 20%的股票，随着公司经营的变化，B、C、D、E 想逐渐减持股份，而 A 想多拥有一些股份。同时 B、C、D、E 又不想让 A 完全控制公司——拥有 51%的股份。假设 B、C、D、E 各减持了 3 百分点，A 增加 12 百分点，这时 A、B、C、D、E 五个股东拥有公司的股份分别是：32%、17%、17%、17%、17%。其实，这种结构对 A 最不利，A 应该使自己达到 36%的持股比例才是理性选择。

表 2-1 现金分配中联盟排序及其关键加入者

联盟次序	<i>ABC</i>	<i>ACB</i>	<i>BAC</i>	<i>BCA</i>	<i>CAB</i>	<i>CBA</i>
关键加入者	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>

<sup>②</sup>这是一个强假设，目的是强迫分配方案的产生。股份公司的分红是按股取利，这里的例子只说用来说明牵扯这类集体决策时联盟产生的依据。

如果 A 向 B、C、D、E 提出再让他们各减持 1 个百分点从而使自己的持股比例达到 36%，从 B、C、D、E 的角度来看他们每个都会想到即使 A 的持股比例成为 36% 也没有达到 51% 从而能够控制公司的水平，因此就同意了 A 的要求，这时 A、B、C、D、E 的持股比例分别是：36%、16%、16%、16%、16%，其实在这种持股比例中 A 的权力指数已经达到了

表 2-2 股份与权力指数：股权情况 3

股东	持有股份 (%)	权力指数	权力指数比 (%)
A	36	14	63.636
B	16	2	9.091
C	16	2	9.091
D	16	2	9.091
E	16	2	9.091

控制公司的程度。当局中人 A 的持股比例从 32% 上升到 36% 时，其权力指数发生了突变，在 A 持股比例为 32% 其他四位股东各为 17% 时，五人的权力指数与平均持股——各为 20%——时其实是一样的，只有当 A 的持股比例达到 36% 时问题才出现突变。具体可见表 2-2、2-3、2-4。

从上表中可以看出，第二种股权结构对 A 来说是最不公平的，他拥有的股份是其他股东的近两倍，但权力却是一样的。A 的持股比例在这一例子中 35% 是临界值，在这一临界值上再向前增加 1 个百分点，就出现突破性转机，我们看到 A 的持股比例在 32% 的基础上再有所增加，而 B、C、D、E 的持股比例仅仅下降了 1 个百分点。当 A 的持股比例达到 36% 时，其权力指数由原来的 6 个上升到 14 个，权力指数比例由原来的 20% 上升到 63.636%，

表 2-3 股份与权力指数：股权情况 1

股东	持有股份 (%)	权力指数	权力指数比 (%)
A	20	6	20
B	20	6	20
C	20	6	20
D	20	6	20
E	20	6	20

表 2-4 股份与权力指数：股权情况 2

股东	持有股份 (%)	权力指数	权力指数比 (%)
A	32	6	20
B	17	6	20
C	17	6	20
D	17	6	20
E	17	6	20

而其他股东的权力指数则由原来的 6 个下降到 2 个，权力指数比由原来的 20% 下降为 9.091%。此时，A 持股比例尽管达不到 51% 从而有 100% 的决策权，但他已经在决策时作为获胜联盟的关键加入者要比其他 4 个股东权力指数高出许多，因此他的权力比其他股东大得多。

## 【本章小结】

本章分三节阐述了公司治理的基本理论和基本问题。总体的思路是首先从公司科层和市场契约导出公司治理的基本问题和框架原理,并以资产专用性为基础阐述了公司治理边界的基本概念和类型;其次找出了三类公司治理的基本机制及其设计原则。

第一节的主要内容是:公司科层与市场契约两套规则的转换相互制衡构成了公司行为的规则基础。公司科层中,委托代理关系是当事人之间的主要问题,作为信息优势者的代理人和信息劣势者的委托人有不同的效用函数,公司治理成为解决二者冲突的基本途径。在此基础上,归纳了公司治理的问题和当事人的分类,构造了简单的公司治理基本体系性的理论模型;第二节分析的是,公司的当事人以自己在公司中的专用性资产为初始持有而展开博弈所形成的均衡就是一般意义上的公司治理安排。专用性资产也就成为划分公司治理边界的基准;第三节着重阐释了公司治理安排中的治理机制问题,分析了三类主要的治理机制和设计原则,特别强调了权利指数在公司治理机制设计中的原理和作用。

## 【复习思考题】

1. 你是怎样理解公司科层和市场契约的关系的?
2. 公司治理涉及那些基本问题和当事人?公司治理当事人在公司治理中所处的地位如何?
3. 公司治理边界有哪几种类型?你是怎样理解专用性资产与公司治理边界之间的关系的?
4. 试述有效公司治理机制的设计原则。
5. 什么是权力指数?举例说明权力指数的在股权控制中的作用。

## 【案例讨论题】帕玛拉特 V.S.安然: 欧美模式的失败?

帕玛拉特与安然都通过假账手段使大量资产流失,但两者在财务报表上的造假是截然不同的,安然的虚拟交易体现在负债部分,而帕玛拉特则是资产项目下的一个实体资产的消失。

在美国权威财经杂志《福布斯》推出的 2003 年最具影响力的 10 大动向排行榜中,“公司治理丑闻”排名第二,获得了 14% 的投票。而 2003 年 12 月底爆出的意大利乳业巨头帕玛拉特假账丑闻,在荷兰阿霍德公司假账、美洲航空公司养老金丑闻、纽约证交所首席执行官高薪丑闻等一系列丑闻事件中尤为引人注目。

欧洲版安然?

随着调查的深入,帕玛拉特的故事似乎上演了欧洲与美国安然事件最为相似的一幕。一是通过假账手段使大量资产流失。二是,两者都在短短 10-30 年内从无名小公司扩张成为行业内大牛,事发前一直表现为上升趋势,使得人们长时间难以觉察到他们的问题。三是公司精心设计的债券和金融衍生品交易,利用涉及众多子公司的复杂海外架构进行关联交易。

不过,安然公司和帕玛拉特公司在造假手法上又有很大的不同,从目前披露的信息来看,安然更加狡猾和复杂。安然通过一系列复杂的互换协议进行远期交易,这些交易有获利的可能性,也有不获利的可能性,一切由市场状况决定。市场不好时,安然在这些交易中亏损很大。但是市场对其期望很高,使得安然公司在业务环境不利的情况下,通过在财务上和关联交易上做手脚,使利润抬上去,满足华尔街的预期。同时,安然设计了许多交易,有的长期合同是虚拟的,有的需要时间限制和其他条件,但是安然把所得一次性记入账内,虚增资本掩盖亏损。安然手下有数目众多的关联公司和信托基金来掩藏债务,通过金字塔式的方式,

层层控股，层层借债，这是最后迫使安然破产的主要原因。在帕玛拉特中则是管理层的盗窃和挪用资产一步步掏空公司，他们利用“避税天堂”开曼群岛设立投资基金的方式将资产转入自己的家族企业，结构比安然简单得多。安然和帕玛拉特在财务报表上的造假是截然不同的，安然的虚拟交易体现在负债部分，而帕玛拉特则是资产项目下的一个实体资产的消失。

如果说安然是管理层的核心人物在舞弊的话，帕玛拉特可以说是整个管理层在造假。帕玛拉特是一个家族公司控制的企业，控股股东有绝对的说话权，在坦齐可能长达 15 年的财务造假中，顺从的管理层帮了很大的忙。安然则是典型的美国公司治理结构，股权分散，经理层主导，追求股东权益最大化，造假是为了维持安然快速增长的形象，抬高股价。

谁之错？

帕玛拉特事件中的一个关键是离岸基金，但是它的问题一直没有被审查出来。《华尔街日报》2003 年 12 月 29 日报道说，自从帕玛拉特开曼分公司在 1999 年成立以来，似乎使用的都是虚假账户。报道援引知情人士说法，在 1999 年以前，帕玛拉特是利用其它海外公司来粉饰公司的流动性；从 90 年代初开始，这些子公司的财务账目似乎一直都不真实。帕玛拉特的会计审计机构当时是通过帕玛拉特的邮件系统去核实某笔资产的，这与会计准则要求的函证程序独立进行不一致，因为邮件可能在途中被截获而被篡改。一方面，会计机构由于成本和技术上的限制不可能对处在避税天堂的分公司进行全面的审查；另一方面，也存在共谋和执业上重大过失的可能性。

虽然帕玛拉特的财务交易难以令人信服，但作为机构投资者的银行还是继续买入帕玛拉特的股票和债券，继续给予贷款并安排那些令人生疑的衍生品交易。很多银行都持有帕玛拉特的债券，大投资者们完全没有利用它们的影响力来改变帕玛拉特的作为。现在他们只能争吵谁的债务可以优先获得偿付。在为衍生品和投机交易搭桥赚取费用，还是行使机构债权人监督角色时候，银行显然选择了前者。帕玛拉特作为一个跨国集团，它同许多知名银行都有业务往来，包括美林银行、摩根银行和花旗银行等。此外，意大利最大的银行联合银行以及意大利资本银行都是它的有力支持者。主开户行和客户走得太近，允许帕玛拉特的财务经理们胆大妄为。然而，这在欧洲并不是意大利独有的问题，在维望迪和阿尔斯通事件中，法国银行都难辞其咎。

欧洲模式的失败？

因为安然事件和帕玛拉特事件就断定美国模式和欧洲模式的失败，是武断和泛化的。事实上，没有完美的公司治理机制，各国的公司治理方式还在不断发展中。

在欧洲国家，大量公司被家族控制着。一般来说，和美国公司相比，欧洲公司的所有权集中在少数人手中，因而欧洲公司被认为更能着眼于长期利益，而不像美国的公司经理们时刻盯着股市波动。但是，一个大股东可能因此凌驾于公司之上，损害公司和其他小股东的利益，“有私产者有恒心”，在这里突然变得不适用了。美国模式最大特点就是所有权较为分散，主要依靠外部力量对管理层实施控制。在这一模式下由于所有权和经营权的分离，使用权分散的股东不能有效地监控管理层的行为，即所谓“弱股东，强管理层”现象。安然事件就是强力管理层损害股东的一例。

针对美国公司治理的弱点，可以考虑以下方式：一是发展机构投资者，使分散的股权得以相对集中；二是通过收购兼并和管理层进行外部约束；三是依靠独立董事对董事会和管理层进行监督；四是依靠健全的监管体制和完善的法律体系，如公司法、破产法、投资者保障法等法律对公司管理层进行约束和监管；五是对管理层实行期权期股等激励制度，使经营者的利益和公司的长远利益紧密联系在一起。对于欧洲模式，则要削弱他的大股东权限，加强董事会权力，强化外部监督机制，引入独立董事。

监管机构：没有牙的老虎？

和我国相同，意大利采取的是银行、证券、保险分业监管的形式，与一些发达国家的混



业监管不同。不能认为出现了混业经营的现象就必须采取混业监管模式，事实上在一定金融水平下，施行分业监管是合适的，特别是监管机构之间建立了良好的信息沟通的话。既然与模式无关，那就可能与监管力度有关。南欧的监管文化比较弱，对违法行为比较宽容，一个例子就是不久前，意大利通过一个法案，把公司披露不实信息的刑事处罚降低为行政错误，虽然后来声名该法案不适用于上市公司，但是已经说明意大利对公司违法行为的宽容度。

《福布斯》杂志认为这是一个意大利式的丑闻，有着强烈的意大利文化背景。12月30日的一篇文章对帕玛拉特资金来源及扩张提出质疑，而意大利证券监管机构 Consob 在和中央银行的扯皮中没有发挥什么监管作用，现在那些提供资金的人看到无利可图要收回资金，所以才产生了现在的后果。这种分析方式自成一家，但是排除了别的影响。

意义何在？

安然和帕玛拉特公司很大程度上都是因为自身经营问题和过度扩张原因走向财务假账的不归路。但是里面伴随的问题又不太一样。帕玛拉特事件对中国企业，特别是民营企业有着重要的教育意义：

第一是不要做假账，谎言总是会被揭露的。安然做假账的技术太高超，中国企业目前还不大可能采用这种方式，捏造合同和伪造单据的更多一些，但类似帕玛拉特通过关联公司偷盗资产的行为则经常在中国发生。

第二是治理结构的问题。中国现在出现了许多与欧洲类似的家族民营企业，但是一些公司治理结构很不完善，一人独大或是任人唯亲现象不少，如何提高经营效率，避免大举债扩张是应该考虑的问题。另外，中国在转轨经济中，公司治理的最大问题是内部人控制，即在法律体系缺乏和执行力度微弱的情况下，经理层利用计划经济解体后留下的真空，对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为实际的企业所有者，国有股权虚置。这些归结起来都是公司治理的问题，平衡大股东与小股东，股东和公司，董事会和股东之间的利益是十分微妙的，这些关系一旦失去平衡，又可能产生一个虚假的会计报表。

第三是监管问题。一是市场本身去监管，二是财经媒体，三是法律要加强作用。法律规定得再细再全，也难以挡住公司造假的风险。一个公司在面临高度压力时，就难以完全真实；一家上市公司在面临经济衰退和股票大幅下跌的压力时，信息披露方面就可能造假。根本是要靠市场本身去监督的，帕玛拉特事件就是由银行点起的导火索。造假不会在市场上消失，企业长久生存下去则要靠企业愿意在面对市场压力的情况下，提供高于市场平均值的诚信。

资料来源：刘燕，<http://finance.sina.com.cn>， 2004年01月07日

讨论问题：

1. 帕玛拉特与安然公司治理失败主要是由哪些原因造成的
2. 两公司治理的失败能否说明欧洲治理模式与美国治理模式的失败？
3. 我国的公司治理应该从中吸取哪些经验和教训？

# 第二篇 内部治理

第三章 股东权益：谁是治理主体

第四章 董事会与监事会：单层制还是双层制

第五章 独立董事：实质重于形式

第六章 高层管理者：激励与约束

## 第三章 股东权益：谁是治理主体

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 解释股东权益的概念及其与债权人权益的差异；
2. 理解中小股东维护机制；
3. 区分普通股权与优先股权、不同股东的权利内容；
4. 明确股东大会的职能；
5. 掌握股东利益至上理论和利益相关者理论及二者的不足；

### 本章关键词

股东权益      股东利益      利益相关者

对现代企业所有权与经营权相分离问题的研究，早期有经典的股东至上理论。近年来，利益相关者理论逐步兴起。该理论认为，公司不仅要考虑股东的利益，还应考虑职工、经理、债权人、供应商、用户以及所在社区等的利益。虽然如此，股东权益仍然是我们对代理问题进行深入分析的逻辑起点。股东权益是股东基于其对公司的投资依法享有的权力和利益，股东按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。只有维护了股东的基本权益，才可能谈得上维护其他利益相关者的利益；否则，利益相关者的利益将是无源之水。

## 第一节 股东权益及其特征

### 一、股东权益的概念

从法律的角度来讲，权益是指当事人依法享有的权利和利益，表示当事人由于付出某种代价，可对关系自身利益的行为施加影响，并且依法从该项行为的结果中取得利益。股东是指依法持有公司股份的人，股东按其所持有股份的种类和数量享有权利、承担义务。持有同一种类股份的股东，享有同等权利，承担同种义务。我国《公司法》规定，公司股东按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。公司则享有由股东投资形成的全部法人财产权，依法享有民事权利，承担民事责任，依法自主经营、自负盈亏。这样，股东权益就是股东基于其对公司投资的那部分财产而享有的权益。

股东权益的存在要以向公司提供资产为基础。股东一旦将自己的资产投入公司，这部分资产就与公司原有的资本融为一体，共同形成公司的法人资本，由公司占有和使用。也就是说，投资者将资产投入公司之后，他就成为了公司的股东，随之也就不再拥有原来意义上的财产所有权，而代之以不能将资本撤回的投资者所有权——股东权益。某些人之所以被称为权益持有人，是因为他们向公司提供了资产，于是就在公司里有利益可以分享，有权力可以施加。股东权益的性质由法律和公司章程规定，不受股东投入公司资产的形态和用途的影响。

### 二、股东权利的种类

#### （一）普通股股东的权利

普通股是股份公司发行的无特别权利的股份，也是最基本的、最标准的股份。一般情况下，股份公司只发行一种普通股，所有的普通股股东都享有同样的权利和义务。普通股股票的票面价值是股票票面表明的金额，其大小通常由公司章程规定。票面价值的主要作用是确定每股股票占公司股本总额的比例。我国法律规定，股票必须有票面金额，不允许公司发行无面额股票<sup>①</sup>。

普通股股东享有的权利可以概述如下：

##### 1. 剩余收益请求权和剩余财产清偿权

在公司持续经营的条件下，作为公司的投资者，普通股股东有权按照其出资比例从公司获得投资收益。但是他们的收益请求权只有在所有其它生产要素提供者（包括公司的供应商、债权人、员工、经营者等等）的收益请求权以及国家的税收要求得到满足之后才能实现，即他们的投资收益是公司经营收益这块大蛋糕被所有其它利益相关者分割完毕后的剩余部分，故称为剩余收益请求权。

在公司因故解散清算的条件下，普通股股东有权按照其出资比例分得公司的剩余财产。

---

<sup>①</sup>《公司法》第一百三十二条(1993年12月29日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过，根据2004年8月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》修正)。

同样，这种清偿权也是要在所有其它有关人员的清偿要求得到满足之后才能实现，故称为剩余财产清偿权。

正是由于普通股股东的剩余收益请求权和剩余财产清偿权的特征，加大了投资的风险，普通股股东必然要求较高的报酬率。所以，普通股的资本成本一般是最高的。

## 2. 监督决策权

由于普通股股东享有公司剩余收益请求权，其投资收益的高低完全取决于公司经营业绩的好坏，是公司经营风险的主要承担者。因此，他们必然要拥有对公司重大经济行为的监督权和决策参与权。这种监督权和决策参与权是多方面的，包括对选举公司董事、公司利润分配、公司合并分立等重大事项依其持有的股份行使表决权，是普通股股东“用手投票”的途径和体现。

## 3. 优先认股权

这方面的权利主要体现为在公司增发新股时，普通股股东有权按其持股比例优先认购一定比例的新股。普通股股东的这种优先认股权，主要是为了在公司扩股时使他们有机会保持自己对公司的控股比例不受侵害，即不稀释控制权。当然，普通股股东可以根据自己的意愿转让甚至放弃这一权利。

## 4. 股票转让权

公司的股东有权按照自己的意愿随时转让手中的公司股票。其中，上市公司的普通股股东可以在证券交易所进行转让，而非上市公司的股东只能在场外交易市场上转让手中的股票。转让股票是普通股股东“用脚投票”的途径和体现。

# （二） 优先股股东的权利

我国各公司发行的都是不可赎回的、记名的、有面值的普通股，只有少数公司过去按照当时规定发行了一些优先股。优先股这种融资工具在我国证券市场上还有很大的发展空间<sup>①</sup>。

优先股是不同于普通股的一种股票类型。优先股制度是有关优先股的一系列规范安排。优先股的根本特征在于优先股股东在公司收益分配和财产清算方面比普通股股东享有优先权。与这种优先权相伴随的是，优先股股东一般不享有股东大会投票权。

从公司资本结构上看，优先股属于公司的权益资本，是介于公司债和普通股之间的一种筹资工具。优先股股东对公司的投资在公司成立后不得抽回，其投资收益从公司的税后利润中提取，在公司清算时其公司财产的要求权也排在公司债权人之后，这些都表现出了优先股的股票性质。

另一方面，与普通股相比，优先股股东在利润分配和财产清算方面又优于普通股股东。在利润分配方面，公司要在支付了优先股股利之后才能向普通股股东支付股利。当公司因故解散清算时，在偿清全部债务和清算费用之后，优先股股东按照股票面值先于普通股股东分配公司的剩余财产。这些优于普通股的权利使优先股又具有一定的公司债的性质。

优先股的权利主要包括以下几个方面：

## 1. 利润分配权

优先股股东在利润分配上有优于普通股股东的权利。在利润分配方面，公司要在支付了优先股股利之后才能向普通股股东支付股利。其中，优先股股利通常是按照面值的固定比例支付的，无特殊情况，不随公司的经营业绩的波动而波动。一些国家的股份有限公司章程规定，在公司未发放优先股股利之前，不得发放普通股股利。有时，为了保护优先股股东的权利，公司还规定某些特殊情况下不得发放普通股股利。例如，有些公司规定，当流动比率低于某一临界水平时，不得发放普通股股利，以使公司保留较多的经营资金。

## 2. 剩余财产清偿权

---

<sup>①</sup>优先股具有收益凭证和产权凭证的双重属性。国内不少学者认为优先股制度是实现国有股流通、国有企业产权改革的一种有效方式，如楼远（2001）。

当公司因经营不善而破产时，在偿还全部债务和清理费用之后，如有剩余财产，优先股东有权按票面价值优先于普通股股东得到清偿。

### 3. 管理权

优先股股东的管理权是有严格限制的。通常，在公司的股东大会上，优先股股东没有表决权。但是，当公司研究与优先股有关的问题时有权参加表决。当然，有表决权的优先股股东有权参与公司的管理，能够参加股东大会并选举董事，但是这种优先股在实践中并不多见。

### （三）中国上市公司的股权结构及其权利特征

我国上市公司的股权，按投资主体的不同可分为：国有股、法人股和流通股。

#### 1. 国有股

国有股是指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份，包括以公司现有国有资产折算成的股份。由于我国大部分股份制企业都是由原国有大中型企业改制而来的，因此，国有股在公司股权中占有较大的比重。

#### 2. 法人股

法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可经营的资产向公司投资所形成的股份，可细分为国有法人股和非国有法人股。目前，在我国上市公司的股权结构中，法人股平均占 20% 左右。根据法人股认购对象，可以将法人股进一步分为境内发起人股、外资法人股和募集法人股三部分。

国有股、法人股与流通股有着不同的特点，它们基本上属于投资性极强的股票，不可能在允许上市之时会和个人股一样有很高的换手率。如上市公司对战略投资者配售的股票应在配售协议中约定持股期满后上市流通，该期限不能少于 6 个月；对一般法人配售的股票，自该公司股票上市之日起 3 个月后可上市流通。

#### 3. 流通股

流通股是相对于不流通的国有股和法人股而言的，也可称为公众股。公众股是指社会个人或股份公司内部职工以个人合法财产投入公司形成的股份。公众股有两种基本形式：公司职工股和社会公众股。公司职工股，是本公司职工在公司公开向社会发行股票时按发行价格所认购的股份；社会公众股是指股份公司采用募集设立方式设立时向社会公众（非公司内部职工）募集的股份。目前，我国已取消上市公司发行内部职工股的规定。股份公司公开募集股份时，除了由发起人认购一部分股份（不少于公司拟发行股本总额的 35%）外，其余部分应该向社会公开发行，其数量不得少于公司股份总数的 25%；公司股本总额超过人民币 4 亿元的，向社会公开发行股份的比例不少于 15%。

国有股、法人股和个人股都属普通股票，应该同股同权、同股同价、同股同利。但是，在我国试行股份制和建立证券交易所以来，由于各种原因，形成了国有股、法人股和个人股之间同股不同权、同股不同价、同股不同利的特殊状况。严格来讲，按照投资主体分类并不是股票的类别差异，而是股权持有者的差异，这种差异一般不会导致其所持股票本身的权利义务关系上的差异。国有股、法人股、个人股和外资股，是从投资主体性质来划分的，只能说明投资主体结构，不应是同种股票不同权利、不同价格和不同利益的依据。如果按股票权利与义务的不同，只能划分为普通股票和优先股票两大类。这一特殊情况是特定经济和历史环境的产物。

## 三、股东权益与债权人权益的比较

公司在经营过程中的全部资产有两个来源，一是自有资金，即所有者权益；二是借入资金，即债权人权益。所有者权益和债权人权益都是公司资金来源的途径，它们都是公司资金的所有者，目的都是希望能够从与公司的交易中获得收益。但是公司债权人和公司股东又是两种性质不同、权利义务有别、法律地位迥异的利益主体。公司股东是公司的所有人，具有

所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。公司债权人则被公司法看作是契约法上的一种请求权人，他们除了依据与公司的契约上所规定的权利之外，对于公司的事务不得享有更多的权利<sup>①</sup>。具体而言，股东权益和债权人权益的差别主要体现在：

1. 股东权益与债权人权益在公司经营中所处的地位不同。债权人与公司之间只是存在债权债务关系，他们无权参与公司的日常经营活动，我们可以将债权人权益称为“不参与权益”。而股东凭借其所拥有的权益可以直接参与公司的经营管理，也可以委托他人间接进行经营管理，我们可以将股东权益称为“参与权益”。

2. 股东权益和债权人权益各自承担的风险不同。从财产求偿权来看，债权人权益优先于股东权益。债权人权益是以公司全部资产为要求对象的，而股东权益是对全部资产扣除负债后的净资产的所有权，是一种剩余权益。另一方面，在公司的解散清算过程中，债权人权益也排在所有者权益之前。与风险承担相吻合，债权人权益要求的报酬率一般低于股东权益要求的报酬率。不管公司经营状况如何，债权人的权益报酬率是相对稳定的，除非公司资不抵债。而所有者权益的报酬率则随着公司经营业绩的变化而变化：当公司经营业绩好时，所有者权益的报酬率就高，反之则低或者为零，甚至会损失初始的投入资本。

3. 两种权益的偿还期限不同。股东权益在公司经营期内除依法转让外不得抽回资金，股东权益只有在清算后尚存剩余财产时才有可能补偿投入资本。而债权人权益有确定的偿付日期，公司到期必须足额偿付利息和本金，否则将面临破产清算的风险。

## 第二节 股东大会及中小股东权益保护

### 一、股东大会的基本形式及其运作机制<sup>②</sup>

股东大会的基本形式和运作机制在公司间存在着一定的差别，但是从总体上看却存在着很多共性。另外也要看到，公司法作为一部约束企业运行机制的根本大法，其间包含着各个企业都必须遵守的基本规则，因而，不论公司的组织形式表现有何区别，其股东大会的形式和运作机制存在着很多共性。

根据《公司法》规定，公司实行权责明确、管理科学、激励和约束相结合的内部管理体制。公司设立由股东组成的股东会（股东大会），股东大会是公司的权力机构，行使决定公司重大问题的权力，决定公司关于合并、分立、解散、年度决算、利润分配、董事会成员等重大事项。股东大会按照股东持有的股份进行表决公司设立的董事会，是公司的决策机构。

股东大会是权力机构，因此，如果法律没有保护小股东的特别条款，拥有绝对控制权的大股东便可以在任何时候任何条件下绝对地控制公司。即在大股东的绝对控制之下，董事会与股东大会的效果是完全等价的，董事会完全按照大股东的意愿履行决策职能，小股东通常只能听任，股东大会自然成为大股东履行法定手续的“橡皮图章”。因此，在股权集中的公司，大股东通过董事会直接对公司进行监管，股东大会只是可以利用的法律工具。在资本市场不完善的状况下，为了保护小股东的利益，并维护市场的健康成长，国家需要借助于法律的手段。在小股东无法通过股东大会表达意愿的情况下，市场的有效性也就无法维护小股东的利益，当小股东利益受到大股东侵害时，小股东可以借助于法律来维护其合法权益。因此，在健全的法律制度下(包括立法和司法制度)，对于小股东而言，股东大会也没有经济上的实际意义，而只有法律手续上的意义。

<sup>①</sup>公司股东责任有限性原则的确立使得债权人不能对股东的个人财产提出请求，因此现代公司法一直十分注重对公司债权人的利益保护。我国公司法关于公司债权人利益保护的基本方式有三种：公司重大事项公开性原则、公司资本保全原则以及公司清算规则。

<sup>②</sup> 李维安、武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社 2002 年版，第 79—83 页；夏冬林，2000：“我国上市公司股东大会功能分析”，《会计研究》第 3 期。

几乎每个公司都将定期召开的普通股东大会与不定期召开的非常股东会议有所区别。定期召开，且通常是每年举行一次的股东会议称为普通股东会议，也称为股东年会。非定期的、应临时急需而召开的股东会议称为非常股东会议，或称特殊股东会议。对公开招股的股份公司而言，还存在第三种类型的股东会议，称为法定股东会议或法定会议。法定会议是指当一个初建公司邀请公众认购股份时，所举行的第一次会议，该会议必须在公司开业后一至三个月内召开。在上述三种类型的股东会议中，法定会议通常比较少见，原因是：对非公开招股的公司来说，没有举行法定会议的必要；即便对公开招股的股份公司来说，在公司的寿命期内此类会议只举行一次；再者，公开招股的股份公司大多由非公开公司转化而来，此类会议通常可以免除。所以，股东会议的形式主要有两种——普通股东会议和非常股东会议。

### （一）普通股东会议

普通股东会议每一个日历年举行一次，正是因为如此才又被称为股东年会。股东年会的间隔期虽然以一个日历年为单位，但也有一定的弹性，不过通常不得多于 15 个月。

股东年会所要议定的议题，一要取决于章程中所规定的股东会议的权限，二要取决于股东会议应履行的这些权限在多大程度上是以一个日历年为单位周而复始地循环发生的。股东年会所要议定的议题主要有：公司的年度财务预算、决算；公布股息；听取和审议董事、监事的年度报告；重新任命监事，讨论决定监事的年薪；补充或罢免董事等等。

股东年会是股东会议或股东们行使权力的具体空间形式。只有在这个场合股东们才有机会与董事见面，听取董事的报告，向董事咨询他们所关心的问题，请董事介绍公司当前的运营态势以及发展远景规划等等。每过一段时期就有一些董事离任退休因而需要增补，也有一些董事因为履职不得力而遭罢免，股东年会是股东们通过重新选举董事以控制董事会，进而真正实现对公司实施终极控制的具体所在。只有在这个场合才能真正体现出股东会议是公司的最高权力机构。此外，股东年会也为股东们对公司发展陈述己见提供了一个良好的机会。当然，股东们的妙计良策也可以通过非常股东会议的形式来表达，但是，中小股东受股权数量的限制，其召开非常股东会议的请求往往难以实现。股东年会是一种法定会议，不管董事们和管理者们是否愿意都必须如期召开，因而对股东们尤其是中小股东们来说，显得越发有价值 and 值得珍视。

应当指出的是，股东年会议定的议题并非仅仅局限于以上陈述的几方面。股东年会是股东会议的一种表现形式，任何在股东会议上可以讨论的问题都可以在股东年会上讨论，非常股东会议也是股东会议的一种表现形式，所以，任何可以在非常股东会议上讨论的问题也都可以可以在股东年会上议定。

### （二）非常股东会议

非常股东会议指除普通股东会议以外的、非定期或因临时急需而召开的股东会议。按这一定义要求，公开招股股份公司所举行的法定会议也视为是非常股东会议。按历史顺序划分，召开非常股东会议的条件大致分为以下几种情况：

第一种，也是公司史上最早的非常股东会议，大多由董事们视公司的具体经营状况决定是否召开。这种做法有很多弊端：非常股东会议是股东会议的一种表现形式，股东会议是公司的最高权力机构，但最高权力机构召开会议与否却要由董事们来决定，这显然颠倒了权力配置关系；股东会议是一个对董事会具有约束力的公司机构，其会议召开与否若由董事们决定，则股东会议对董事会的约束作用便无从发挥；在多数情况下董事们都不愿意召开非常股东会议，由董事们决定召开非常股东会议使董事们逃避约束合法化；董事们乐于召开非常股东会议之日，往往正是他们极力摆脱经营责任之时。

第二种是，由某些股东倡议召开非常股东会议，且附议的有表决权的股本一经超过某一比例，则董事会必须通知全体股东召开此类会议。附议股本的比例没有一定之规，譬如在英国，附议股本的最低比例为十分之一。当附议股本超过法定比例而董事会未能召集非常股东



会议时，如果附议股本的比例较高，倡议者可以自行召开此类会议。会议的费用或由公司支付，或从读职董事的工资中扣除。这种做法的弊端是，如果股本或股东比较分散，倡议者要想召集到足够多的附议者以使股本达到法定比例以上，就是一件很难而且召集成本也很高的事情。所以，常常使股东们意欲召开非常股东会议的愿望落空(中国的《公司法》规定由监事会决定是否召开非常股东会议，可以克服这一弊端)。召开非常股东会议的倡议书上应当清楚地陈述召开会议的目的；会议通知书上应当明确地列举拟讨论和表决的议题，除非章程另有规定，未列入会议通知书上的议题不得在非常股东会议上进行讨论和表决。

第三种，是由法院主持召开或介入的非常股东会议。法院主要在两种情况下介入公司的非常股东会议：一是董事读职未能按期举行普通股东会议；二是莅会的股东人数低于法定人数。凡是称得上会议者，与会的人至少在两人以上。但有些私人公司却可能只有一个股东；也有些公司由一个绝对控股的大股东和一些持股量微不足道的小股东所组成，大股东惟恐小股东届时全部缺席，以致与会者达不到法定人数，产生的决议难以具备法律效力。

第四种，当公开招股股份公司的净资产等于或低于公司全部股本金的一半时，董事们应当在知情后的一个月內召开非常股东会议，讨论和议定应采取的紧急措施。

### **(三) 股东会议的表决制度**

股东会议的决议是通过一定的表决制度形成的，所以，某种决议能否获得通过以及通过的决议是否科学、正确，关键取决于股东会议表决制度的选择与安排。股东会议的表决制度通常有三种：

第一种是举手表决。股东会议议案的表决在多数情况下是采用一人一票的举手表决制，获多数票的议案得以通过。举手表决制又称按人头表决，与股权的占有状态没有联系，就是说不论股本的持有量是多少，一律一人一票。采用这一表决制度，委托投票的受托人不论其受托的票数有多少，也只能投一票。举手表决制将股权的多少与议案的表决割裂开来，弱化了大股东的表决权限，加之受从众心理的影响，其表决结果一方面有悖于公平、公正、公开的投资原则，另一方面也未必能够准确地反映广大股东们的真正意向。举手表决制的优点是操作简便、节省时间，所以，只适用于那些无关宏旨的象征性表决，或比较琐碎，不大容易引起争议的议案。但是，有些议案看似简单，在付诸表决时却极易引起争议。有争议的举手表决议案经某些股东提议后，可以通过投票表决方式重新审议。如果董事会所提议案被举手表决制否决，董事会成员或会议执行主席可以要求以投票表决方式重新议定。采用举手表决制值得注意的一个倾向是，在多数情况下，对某项议案持反对意见的股东往往容易亲身莅会，因而采用举手表决制议案被否决的可能性不可低估。所以，随举手表决制而来的另一个很重要的问题，就是如何确定以投票表决方式复议业已被举手表决通过或否决的议案。

一般说来，会议执行主席所提出的复议要求是具备法律效力的。这主要是突出董事会在股东会议决策过程中的作用，使董事们能有更多的机会按自己的意愿以投票表决的方式，充分行使投票表决权。一般股东提出的复议要求，一方面要求复议的人(仅限于有表决权的股东)不能太少，另一方面要求复议的股东股本比例也不能太低。这样做一方面是为了保护少数持不同意见股东的投资权益，使他们有机会充分行使投票表决权；另一方面也会遏制大股东的控股位势，譬如为简化起见，假设某公司只有5个股东，采用举手表决制表决时，4个持股量仅为一股的股东纷纷举手附议，唯有持股量为96股的、绝对控股的大股东持反对意见，这样，尽管大股东持不同意见并提出以投票表决重新复议的要求，但是，他的复议要求(因为附议股东只有1人)是无效的，而举手通过的决议仍然是有效的。但是，应当再强调一遍，会议执行主席所提出的复议要求往往是有效的。

复议要求生效后由会议执行主席决定在何时、何地再进行投票表决。在有些情况下投票复议是当即进行，但投票结果的统计和验证要占用一些时间，因而会期会略有延长；在有些情况下，会议执行主席也可以宣布投票表决向后顺延进行；在多数情况下是投票表决如期进

行，但投票结果却在休会后的某一日公之于众。

第二种是投票表决。投票表决可细划为两种，一种是法定表决制度，一种是累加表决制度。法定表决制度是指当股东行使投票表决权时，必须将与持股数目相对应的表决票数等额地投向他所同意或否决的议案。譬如某股东的持股量为 100 股，表决的议题是选举 5 个董事。法定表决制度规定，一股股票享有一票表决权，有效表决票数等于持股数目与法定董事人选的乘积，这样，该股东的有效表决票数就等于  $500(100 \times 5)$ ，该股东必须将有效表决总票数分成 5 份等额地投向他所选定的每一董事，即他所选定的每一董事都从他那里获得 100 张选票。这种表决制度对控股的大股东绝对有利。头号股东的持股比例一旦达到 50% 以上，便可绝对操纵董事人选，便可绝对控制某项议案的通过和否决权，其他股东不论其持股比例高低都只能任由头号股东摆布。

当然，在股本分散的条件下持股比例低于 50% 也可形成控股位势。正是因为这一点有人提出，我国在构造现代股份公司过程中可适当降低国有资产构成比重。降低国有资产构成比重在我国目前的股份公司改造中已经不乏可操作的实例。虽然在实践中具有一定的可行性，但是在理论上将立足点建立在法定表决制度基础之上，却会产生许多问题。第一，国有资产构成比重反映的是所有制性质，而控股位势反映的是参与管理的程度。二者不能混为一谈。第二，随股权易手，各产权主体的持股比例必将发生变化，持股价位势如水上浮萍。当然，解决这一问题也可采取限制持股比例或交易的措施，但随之而来的问题是，股票市场竞争不充分，股价扭曲，以致影响证券市场的正常运作。第三，法定表决制度对大股东有利，对中小股东不利，因而以此为立足点试图降低国有资产构成比重只会强化国家对股份公司的控制作用，越发难以实现“政企分离”和“两权分离”。

累加表决制度与法定表决制度既有相同之处，也有不同之处。相同之处在于，二者都规定：一股股票享有一票表决权；有效表决总票数等于持股数目与法定董事人选的乘积。不同之处在于，在累加表决制度中，股东可以将有效表决总票数以任何组合方式投向他所同意或否决的议案。仍以在法定表决制度中选举董事的数据为例，在累加表决制度中，该股东的有效表决总票数也是 500，但他可以以任何组合方式将有效表决总票数投向他所选定的董事，譬如将 500 票一并投在一个董事的名下，以 400 票和 100 票的组合方式投在两个董事的名下，以 300、50、50、50、50 票的组合方式投在五个董事的名下等等。与法定表决制度相比，累加表决制度既可以充分调动中小股东行使投票表决权的积极性，并在董事会中谋得一个或几个董事席位，借以提高自己在公司决策过程中的参与和影响力，提高公司决策民主化的程度，同时也可以降低大股东的控股位势，弱化其在股东会议决策过程中的控制和干预作用。

在欧洲，法定表决制度占主导地位。在北美，法定表决制度和累加表决制度并存，但大公司多半采取累加表决制度，累加表决制度呈渐次流行的趋势，有些股票交易所甚至规定，采用法定表决制度公司的股票不得公开上市交易。一方面，累加表决制度确有许多长处，代表着股东会议表决制度未来的发展方向；另一方面，在我国的股份公司中个人股所占比重低、股本比较分散，而国有股持股比例高，呈绝对控股的位势，所以，我国股份公司的股东会议应采用累加表决制度。

第三种是代理投票制。代理投票制是现代股份公司会议表决的一个重要组成部分。按常规，参加会议或投票表决必须本人亲自完成，但是，由股东委托代理人代为投票，长期以来在全世界范围内一直是各公司所认定和遵从的投票表决习惯。早期的代理投票大多是股东间相互委托，而且许多公司的章程中都规定，这种委托只能发生在本公司的股东间，就是说代理人也必须是本公司的股东。股东间的相互委托有两个局限性：第一，早期的公司股本比较集中，股东人数少，加之股本的分布带有明显的地域色彩，所以就活动空间范围而言并不存在相互间的委托障碍。但是，随着生产集中程度的不断提高，公司的规模越来越大，股本越来越分散，股东也越来越多，股东间的相互委托已经越来越困难。第二，当大多数股东对会

议议案持赞同态度时，少数持反对意见的股东很难找到“志同道合”的代理人。所以，股东间的相互委托逐步地落在了时代的后面，而董事会却逐渐成为不愿莅会的股东们行使投票表决权的委托代理人。股东们委托董事会行使表决权的凭证是委托书。委托书通常由董事会连同会议通知书一并寄出，上面附有回复的地址并加盖邮资已付的邮戳，其费用由公司支付。西欧国家召开股东会议的日期刚性较大，所以委托书必须于会议召开之前寄回，以便确认委托书的有效性。而在美国，召开股东会议的日期具有一定的弹性，在很多情形下董事会为了获得足够多的委托支持票，常常将股东会议拖延几日召开。

代理投票制貌似民主、公允，但在实际操作过程中一方面存在着许多欺诈现象，另一方面也会强化董事会的独裁作用。有鉴于此，英国许多股票交易所规定，上市公司寄发的委托书必须采取双项选择制。所谓“双项选择”制是指股东既可以委托董事会对某项议案投赞成票，也可以对该项议案投反对票，而不是像最初的代理投票制那样实行“单项选择”，即只有当股东们附议董事会的提议时才委托董事会行使投票表决权。双项选择制限制了董事会 in 股东会议决议形成过程中的控制作用，使股东会议的终极控制权限有所加强，对于调动中小股东积极行使投票表决权具有重要作用。

但是，双项选择制对于削弱董事会的控制位势只能起到一部分作用。原因是会议通知、会议说明等准备文件均出自于董事之手，他们处于“先发制人”的有利地位。尽管委托书采用双项选择制，但股东们都是在看了会议准备文件，即接受了董事们的影响甚至是蛊惑以后，才确定选择意向和填写委托书的，因而，往往是附议董事提议的人多，反对董事提议的人少。另外，先入为主，容易形成一种定势，持反对意见的股东即使观点正确，但由于孤掌难鸣也难成“大器”。

## 二、中小股东及其权益

中小股东一般是指在公司中持股较少、不享有控股权，因而处于弱势地位的股东，其相对的概念是大股东或控股股东。在上市公司中，主要指社会公众股股东。

中小股东权益是上市公司股东权益的重要组成部分，上市公司的中小股东往往也是证券市场上的中小投资者。我国《公司法》第一百三十条规定了“同股同权、同股同利”的股份平等原则，每一股份所享有的权利和义务是相等的。因此，中小股东与大股东在法律地位上是一致的，都是公司的股东，都享有内容相同的股东权，中小股东权益与大股东权益本质上是是一致的。

但是，由于中国证券市场是从计划经济环境中产生的，因而从其诞生的那一天起，在制度设计方面就存在某些局限性。而股权分置状况的存在，导致大股东和社会公众股股东客观上存在利益矛盾和冲突，社会公众股股东利益的保护难以真正落到实处。如上市公司再融资时，“大股东举手，小股东掏钱”的现象还较为普遍。大股东对小股东侵害行为的根源主要“一股独大”和法律制度上的欠缺。一方面，国有股（或法人股）一股独大，对控股股东行为缺少有效制约，中小股东的权益得不到有效保护，投资者和经营管理层之间有效约束机制难以建立。国家所有权的代理行使缺乏妥善措施，上市公司往往出现内部人控制的现象。内部人控制下的一股独大是形成大股东对中小股东侵害行为的直接原因。另一方面，我国《公司法》对表决权的規定比较简单，基本原则为股东所持每一股份有一表决权；股东可以委托代理人行使表决权。一股一票表决权在使大股东意志上升为公司意志的同时，却使小股东的意志对公司决策变得毫无意义，使股东大会流于形式，从而出现小股东意志与其财产权益相分离的状态，这在一定程度上破坏了股东之间实质上的平等关系。

为了促进我国证券市场的良性发展、切实保护中小股东的权益，我们应该切实解决上述两个根源性问题。

“一股独大”是证券市场设立初期制度上造成的特殊现象，它使得国家股、法人股上市

流通问题成为我国证券市场“牵一发而动全身”的历史遗留问题。这个问题之所以迟迟未能解决，其症结主要在于：(1)国家股、法人股历史存量太大。证券市场发展的十多年来，二者合计占总股数的比例一直维持在 60%-70%左右；(2)国家股、法人股的上市会影响国家的控股地位，容易导致国有资产的流失和国有经济控制力的丧失。

### 三、中小股东权益的维护

纵观世界各国，维护中小股东合法权益的举措大致有以下几种制度。

#### 1. 累计投票制度

累积投票权制度作为股东选择公司管理者的一种表决权制度，最早起源于美国伊利诺伊州《宪法》的规定。19 世纪 60 年代，美国伊利诺伊州报界披露了本州某些铁路经营者欺诈骗小股东的行为，该州于 1870 年在州宪法第 3 章第 11 条规定，任何股东在法人公司选举董事或经理人的场合，均得亲自或通过代理人行使累积投票权，而且此类董事或经理不得以任何其他方式选举。该州随后即在《公司法》第 28 条规定了累积投票权制度。随后，美国各州也纷纷步其后尘，或在州宪法、或在公司法、或兼在州宪法和公司法中规定了累积投票权制度。到 1955 年，美国有 20 个州在其宪法或制定法中规定了累积投票权制度。最初，美国的《公司法》对累积投票权采取的是强制主义态度，1955 年后改为两种平行的可选择性的立法：一是强制主义累积投票制，二是许可主义累积投票制。

日本 1950 年修改的《商法典》赋予小股东累积投票权制度，其第 256 条之三规定：“(1)为选任 2 人以上的董事而召集股东大会时，除章程另有规定外，股东可以向公司提出累积投票的请求。(2)前款请求，应于开会日 5 日前以书面提出。(3)有第一款请求时，对于选任董事的决议，各股东每股有与应选董事数相同的表决权。于此情形，各股东可以只向 1 人或向 2 人以上投票而行使其表决权。”我国台湾地区《公司法》也规定了累积投票权制度。

按照适用的效力不同，累积投票权制度可以分为两种：一是强制性累积投票权制度，如美国阿肯色、加利福尼亚、夏威夷、伊利诺伊等州和我国台湾地区《公司法》所采用的模式，就是公司必须采用累积投票权制度，否则属于违法。二是许可性累积投票权制度。许可性累积投票权制度又分为选出式和选入式两种，前者是指除非公司章程作出相反的规定，否则就应实行累积投票权制度，如美国阿拉斯加、明索托、北卡罗来那、华盛顿等州以及 1974 年修订后的《日本商法典》规定的模式；后者是指除非公司章程有明确的规定，否则就不实行累积投票权制度，如美国密西根、新泽西、纽约等州所采用的模式。尽管目前美国有些州仍然对累积投票权制度实行强制主义，但其大多数州的现行公司法已趋向许可主义。1950 年和 1974 年《日本商法典》的两次修订也反映出其经历了由强制主义向许可主义的转变。这表明累积投票权制度的立法政策随着现代企业制度的成熟与公司治理结构的完善而呈现渐趋宽松的发展趋势。

2002 年我国证监会颁布的《上市公司治理准则》规定：“控股股东控股比例在 30%以上的上市公司，应当采用累积投票制。采用累积投票制度的上市公司应在公司章程里规定该制度的实施细则。”中国证监会以规章的形式肯定了累计投票制，是对这方面法律空白的填补。目前我国已有许多上市公司在公司章程中添加了该细则。

#### 2. 强化小股东对股东大会的请求权、召集权和提案权

(1) 请求权的强化。我国《公司法》第 104 条规定，持有公司股份 10%以上的股东请求时，董事会应当召集临时股东大会。从目前看，此比例过高，建议将 10%的持股比例降至一个合理的程度，如 5%或 3%。

(2) 自行召集权。我国《公司法》规定，股东有召集请求权，但没有规定董事会依请求必须召开股东大会，也没有规定董事会拒绝股东的该项请求时应如何处理，故法律还应规定小股东有自行召集股东大会的权利。

（3）提案权。股东提案权是指股东可就某个问题，向股东大会提出议案，以维护自己的合法权益，抵制大股东提出的或已通过的损害小股东利益的决议。股东提案权能保证中小股东将其关心的问题提交给股东大会讨论，实现对公司经营决策的参与、监督和修正。

### 3. 类别股东表决制度

类别股指在公司的股权设置中，存在两个以上的不同种类，不同权利的股份具体区分包括发起人股、非发起人股；普通股、优先股；无表决权股份，特殊表决权股份（如双倍表决权）；不同交易场所的股份，如在香港联交所、伦敦交易所、纽约交易所上市股份；关联股东股份、非关联股东股份等等。进行股东类别区分的实质是限制优势股东的优势，保护弱势股东的利益。类别股东大会在我国尚未有明确的规定，但实际上已存在国有股、法人股、个人股或从主体角度划分的发起人股和社会公众股。

类别股东表决制度，是指一项涉及不同类别股东权益的议案，需要各类别股东及其他类别股东分别审议，并获得各自的绝对多数同意才能通过。如，根据香港公司条例的规定，只有获得持该类别面值总额的四分之三以上的绝大多数同意或该类别股东经分别类别会议的特别批准，才能通过决议；欧盟《公司法》第五号指令第 40 条、台湾地区的公司法 159 条也有类似制度的规定。第五号指令第 40 条就明确指出，如果公司的股份资本划分为不同的类别，那么股东大会决议要生效，必须由全体受该决议影响的各类股东分别表决并同意。这样，中小股东就有机会为自身的利益对抗大股东的不公正表决。

但是，我们应该清醒地看到，“类别股东投票”也有其自身的局限性，不能过分强化股东的分类，应注意不能过度使用。否则，会造成各类股东代表过分追求自身利益的最大化，致使冲突升级，从而影响公司的稳定发展。为了稳定有效地推行“类别股东表决制度”，我们认为：（1）“类别股东表决制度”要逐步推行。对于类别股东投票制度的实施是有成本的，同时，还需要相关配套条件作支撑，即会带来治理成本的增加，虽然从长期来看，这种投资是适宜的，但在目前流通股东参与较少，网上投票、征集投票权尚未实行的现实情况下，公司实行这种制度时还应量力而行。（2）平衡各类股东的利益是实施成功的关键。在我国国有非流通股“一股独大”的现实情况下，流通股股东的合法权益难以保障，已是不争的事实。完善并推广类别股东表决机制无疑是治“病”的一剂良药。但是，我们采用类别股东投票机制来保护中小股东利益，并不是要削弱或否定非流通股股东的控制权，不是要减弱或影响他们正常的决策权利，干预公司高层的日常管理，而是要在大股东单独做出决定之前，给中小流通股股东能代表自身利益说话，尊重他们的意见，即兼顾和平衡非流通股股东和流通股股东的权益，实现公司价值的最大化。（3）完善配套制度是制度保障。关于“类别股东表决制度”的具体实施，还需要一系列配套制度的支持。类别股东大会的召开形式无非是三种：传统的现场形式、通讯形式、网上投票。专家指出，通讯形式方式较难控制，选票的有效性容易引起纠纷，建议不予采用。目前应该大力推出网上投票，让更多的流通股股东参与投票。流通股股东网上投票机制可以极大方便分散在各地的流通股股东不能及时到达会场参加股东大会的缺陷，尽可能促使更多的中小股东关心自身的利益。（4）加强投资者关系管理是基础。公众股东要有效地参与表决，首先要对将要表决的事项有较准确、详细的了解，这些都需要公司大力加强与公众股东的沟通与交流，即加强投资者关系管理，这是“类别股东表决机制”成功实施的基础。

我国证监会于 2004 年 12 月 7 日，分布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，规定要求我国上市公司建立和完善社会公众股股东对重大事项的表决制度。

#### 4. 建立有效的股东民事赔偿制度

我国现行法律为股东民事赔偿提供了实体权利根据，只是程序法上的诉权领域尚有空白。《公司法》第 63 条规定：“董事、监事、经理执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损害的，应当承担赔偿责任”。《公司法》第 118 条规定：“董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程，致使公司遭受严重损失的，参与决议的董事对公司负赔偿责任”。根据上述规定，一旦我国建立了股东代表诉讼制度和投资者集体诉讼制度，完全可以将蓄意侵犯股东利益特别是中小股东利益的公司董事、监事、经理及其他管理人员告上法庭，那些以身试法者必将付出沉重的代价。

#### 5. 建立表决权排除制度

表决权排除制度也被称为表决权回避制度，是指当某一股东与股东大会讨论的决议事项有特别的利害关系时，该股东或其代理人均不得就其持有的股份行使表决权的制度。这一制度在德国、意大利等大陆法系国家得到了广泛的应用。如韩国商法规定：对于股东大会的决议有利害关系的股东不能行使其表决权。我国台湾地区和香港地区的立法也采纳了表决权排除制度。确立表决权排除制度实际上是对利害关系和控股股东表决权的限制和剥夺，因为有条件、有机会进行关联交易或者在关联交易中有利害关系的往往都是大股东。这样就相对地扩大了中小股东的表决权，在客观上保护了中小股东的利益。通常认为，在涉及利益分配或自我交易的情况下，股东个人利益与公司利益存在冲突，因此对利害关系股东实施表决权排除是必要的。

我国公司法没有规定股东表决权排除制度。中国证监会 2000 年 5 月 18 日修订的《上市公司股东大会规范意见》中确立了关联交易股东表决权排除制度，其中规定：“股东大会就关联交易进行表决时，涉及关联交易的各股东应当回避表决。上述股东所持表决权不应计入出席股东会有表决权的股份总额。”这一规定是对公司法的有益补充。在对《公司法》进行修改时，可以考虑将表决权排除制度纳入《公司法》，形成一种制度规定，从而对中小股东的权益进行保护。

#### 6. 完善小股东的委托投票权

委托投票制是指股东委托代理人参加股东大会并代行投票权的法律制度。在委托投票制度中，代理人以被代理人的名义，按自己的意志行使表决权。我国《公司法》第 108 规定：“股东可以委托代理人出席股东大会，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。”《上市公司治理准则》第 9 条规定：“股东既可以亲自到股东大会现场投票，也可以委托代理人代为投票，两者具有同样的法律效力。”但我国现实中，委托代理制被大股东用作对付小股东的手段，发生了异化。各国公司法立法的宗旨是为了保护小股东，国际上近来对此采取比较严格的限制措施，意大利公司法规定，董事、审计员、公司及其子公司雇员、银行和其他团体不得成为代理人。

#### 7. 引入异议股东股份价值评估权制度

异议股东股份价值评估权具有若干不同的称谓，如公司异议者权利、异议股东司法估价权、异议股东股份买取请求权、解约补偿权或退出权等。它是指对于提交股东大会表决的公司重大交易事项持有异议的股东，在该事项经股东大会资本多数表决通过时，有权依法定程序要求对其所持有的公司股份的“公平价值”进行评估并由公司以此买回股票，从而实现自身退出公司的目的。该制度的实质是一种中小股东在特定条件下的解约退出权。它是股东从公司契约中的直接退出机制，导致了股权资本与公司契约的直接分离。

各国《公司法》对异议股东股份价值评估权制度适用范围的规定各不相同，但一般都适用于公司并购、资产出售、章程修改等重大交易事项，并允许公司章程就该制度的适用范围做出各自的规定。从而，中小股东对于在何种情况下自身享有异议者权利有明确的预期，并做出是否行使异议者权利的选择。

目前,我国异议股东股份价值评估权制度的引入尚处于萌芽阶段,《公司法》中无相关内容,其他法规中仅有《上市公司章程指引》以及《到境外上市公司章程必备条款》中有极少泛泛的规定。结合目前我国公司立法与公司治理结构的现状,以下几方面的配套改革对于发挥异议股东股份价值评估权制度及中小股东利益保护的功能有着重要的现实意义。(1)网络股东大会与股东电子投票权技术的实施。近年来股东对于电子文件传输、在线授权代理投票权以及在线参与股东大会的需求成倍的增长,这充分说明网络股东大会与电子投票权的实施不仅可以降低股东大会的会议成本,而且可以唤醒个人投资者积极参与公司治理的热情。

(2)公司资本制度向授权资本制度的改革。异议股东股份价值评估权制度的本质是中小股东在利益受到潜在侵害情况下的退出权,异议股东收回资本的退出行为以及公司为维持正常运营而补充资本的需求,必将导致公司资本的增减变化,这就要求公司适用灵活的资本制度。英美法系国家实行的授权资本制度适应了这一要求,从而为异议股东股份价值评估权制度的实施奠定了基础。而我国目前实行的是以法定资本制度为主的混合资本制度,即内资企业实施法定资本制度、外资企业实行授权资本制度。法定资本制度中“资本三原则”对于公司资本要求过于僵化、缺乏弹性的时代局限,客观上不能适应《公司法》引入异议股东股份价值评估权制度后公司资本灵活调整的需要。在国际范围内,公司资本制度由法定资本制度向授权资本制度的变化是各国公司立法改革的普遍趋势,我国目前的《公司法》修改应顺应这一改革趋势,尽快实施公司资本制度由法定资本制度向授权资本制度的改革,为异议股东股份价值评估权制度的真正实施创造必要的前提条件。

#### 8. 建立中小股东维权组织

建立专门的维护中小股东和中小投资者权益的组织、机构或者协会,为中小股东维护合法权益提供后盾和保障。中小股东的权益受到侵害时,往往由于其持股比例不高、损害不大而且自身力量弱小、分散的特点而怠于寻求救济和保护。在这方面,我们可以借鉴德国、荷兰、我国台湾等的股东协会制度或中小投资者保护协会制度,由协会代表或组织中小股东行使权利。这样可以降低中小股东或者中小股东行使股东权利的成本,减少中小股东因放弃行使权利而导致大股东更方便控制股东大会、董事会及公司经营的情况。应该说,我国现在越来越多的中小股东有维权意识,但是没有一个组织提供有效的帮助。

### 【网络连接 3-1】 中华网遭遇股东集体诉讼

或许是因为上市较早的原因,中华网是我国在美上市的门户网站最早面临股东诉讼的网络公司。中小股东控告中华网的理由是:中华网在上市过程中存在私下协议没有向公众披露,同时存在涉嫌操纵股价的行为……

资料来源:孙永祥,《公司治理结构:理论与实证研究》,上海人民出版社 2002 年版,第 77-78 页。

## 第三节 公司治理主体的选择

### 一、股东利益至上理论及其局限性

#### (一) 股东利益至上理论

根据古典的资本雇佣劳动理论,资本家出资购买设备、原材料,雇佣工人从事生产经营活动的目的就是实现资本增值,因此,资本的投入者即是企业的所有者,企业是资本投入者的企业,企业经营以股东的利益最大化为目标,即股东利益至上理论的基本观点。科普兰认

为<sup>①</sup>：一群人在面临稀有资源竞争的情况下完成某一项任务时，有些人会选择企业经营某项专门业务，相应地获取相对固定的报酬和雇佣契约保护；有些人会向企业投入临时资本，保留资本所有权，让渡资本使用权，享有企业现金流量优先权，并受到限制企业行为的法律的保护；有些人需要向企业注入资本，资本转化为企业大量的厂房、设备等专用性资产，这些资产一旦挪为他用，就会遭受价值损失；并且，这些资产又可作为企业债务危机的抵押资产，企业经营的风险由拥有这些专用资产的资本提供者承担，因此，资本投入者被赋予经营控制权和收益分配权，并承担剩余风险，即企业所有者的权益。作者这里顺序涉及了雇员、债权人、股东三组利益主体，前两者都是通过契约获取相对固定的收益和自身利益保护，而只有股东承担剩余风险，因而被赋予最终控制权。

从企业是所有者——股东的企业角度出发，公司治理的主要问题是解决所有者（股东）与经营者（经理层）之间的委托代理关系。股东利益至上理论的基本理念是管理者服务于股东，股东是公司剩余风险的承担者，股东拥有使用、处置、转让其产权的权力，管理者的目标就是追求股东利益最大化。

## （二）股东利益至上理论的局限性

从理论上，股东利益至上理论关于企业所有者权益及相应的制度安排，在工业化时代是合理的。但在现代经济环境中，随着企业股权结构的变化、企业之间相互参股的增加、企业战略合作伙伴关系的发展，以及知识资本对于企业经营的日益重要，企业仅是资本所有者的企业以及股东是公司剩余风险的唯一承担者的理论假设存在着一定的局限性，这主要表现为以下几方面<sup>②</sup>：

1. 企业价值增值的来源不仅仅是股东最初投入的物质资本要素，企业的非物质要素，如企业的商誉、各种专利技术、劳动者的技能、组织的运营效率等日益构成企业价值增值的重要要素。在现代企业中，有形资产与无形资产的相对比例发生了变化，无形资产占公司总资产的份额日益提高，知识资本发挥着重要的价值增值作用。

2. 人力资本是企业价值增值的重要资源，企业职工也与股东一样承担了与企业经营效益相关的风险。以股东利益为导向的代理理论认为，企业职工劳动获取事先约定的工资，企业经营失败时可以转移其劳动力资源，职工不承担剩余风险。然而，在现代经济环境下，职工的劳动技能从过去的普适性演变为较强的专属性和知识性，其投入的时间、精力、资金而形成的劳动力价值与企业价值密切相关。

3. 股权的分散和流动降低了股东承担的风险，其关注企业的积极性减弱。资本市场的发展使股东可以通过投资组合来分散风险，股东与企业之间的利益纽带关系逐渐弱化。

4. 经营环境的变化使越来越多的个人和群体的利益受到企业业绩的影响，企业越来越演变为“社会的企业”。受企业经营状况的影响，承担剩余收益和风险的不仅仅是股东，而是涉及更为广阔的社会层面。

在 20 世纪 80 年代，美国曾经兴起一股公司之间的恶意收购浪潮。在“股东利益至上”逻辑的指导下，恶意收购者高价购买被收购公司的股票，然后重组公司高层管理人员，改变公司经营方向，并解雇大量工人，被收购公司的股东大多获得超额收益。这种短期获利行为显然与企业的长期发展相违背，引发了人们对“股东利益至上”的质疑。在这一背景下，美国 29 个州相继修改了公司法，要求经理人员对企业各利益相关者负责，而不仅仅是对股东负责<sup>③</sup>，从而赋予经理拒绝恶意收购的法律依据。公司法的修改引发了理论界的激烈争论，也促进了利益相关者理论的完善和发展。

<sup>①</sup>Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrinn, 1995, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company Inc.

<sup>②</sup>李苹莉：《经营者业绩评价——利益相关者模式》，浙江人民出版社 2001 年版，第 47—49 页。

<sup>③</sup>崔之元：“美国二十九个州公司法变革的理论背景”，《经济研究》，1996 年第 4 期。



## 二、利益相关者理论及其不足

### （一）利益相关者理论

利益相关者理论的基本论点是企业不仅要要对股东负责,而且要对与企业有经济利益关系的相关者负责。公司是相互依存的社会体系中的一部分,公司不可能脱离其他个人和团体而存在,因而,公司应该对这些主体负有社会责任。布莱尔认为,企业的目的不能仅限于股东权益最大化,而应该同时考虑企业其他参与者(包括职工、经理、债权人、供应商、用户以及所在社区)的利益。股东利益最大化不等于财富创造的最大化,各利益相关者的利益最大化才是现代企业所追求的目标,它将社会公平和经济效益结合起来<sup>①</sup>。根据利益相关者理论,职工、经营者、供应商和用户与股东一样,都对企业进行了专用性资产投资,都承担了风险,所不同的只是股东投入的是物质资本,而职工和经营者投入的是人力资本。随着资本市场的发展,股东变得分散而消极,且更容易在资本市场上“用脚投票”来转移风险,对企业承担的责任日益减少;相反,企业利益相关者与企业的利害关系更为密切,企业的倒闭意味着人力资本的损失,企业职工更关心企业的发展。因此,企业各利益相关者都应成为企业的所有者,公司治理不能仅限于协调股东与经理之间的关系,董事会中除了股东代表之外还应有其他利益相关者的代表。

利益相关者的提法最早出现于1963年斯坦福大学一个研究小组的内部文稿,是指那些没有其支持组织就无法生存的群体,包括股东、职工、顾客、供应商、债权人和社会。20世纪70年代,哈佛商学院进行了一项关于公司社会责任的研究,其中的一项成果是公司社会反应模型。提出的问题是公司如何对日益增加的来自社会变革的压力作出积极的反应?通过关注于反应而不是责任,他们将社会因素的分析 and 传统的战略、组织联系起来,这些鼓励利益相关者更多地参与公司治理,在80、90年代引起了理论和实务界的极大反应,对各国公司治理结构的发展、相应法律法规的修正产生了很大影响。

利益相关者理论的要点主要体现在以下几个方面<sup>②</sup>。

1. 以布莱尔为代表的学者认为,在现代公司中,所有权是一个复杂的概念,讨论公司治理以所有权为起点“是彻底错误的,是高水平的误导”,股东并不是惟一的所有者,他们只能拥有企业的一部分。传统理论把作为所有者的一切权利和责任赋予股东,并非出于社会科学的规律,而仅仅是一种法律和社会惯例而已。

2. 并不是只有股东承担剩余风险,职工、债权人、供应商都可能是剩余风险的承担者,所有利益相关者的投入都可能是相关专用性资产,这部分资产一旦改做他用,其价值就会降低。因此,投入公司的这部分资产是处于风险状态的,为激励专用性资产进入公司,需要给予其一定的剩余收益,应该设计一定的契约安排和治理制度来分配给所有的利益相关者一定的企业控制权,即所有的利益相关者都应该参与公司治理。

3. 该理论还对对企业发展的贡献上说明了重视非股东的其他利益相关者的必要性。在现代经济生活中,绝大多数资本所有者只是小股东,只不过是市场上的寻利者,大多只会“用脚投票”,而放弃“用手投票”权,对企业承担的责任日益减少;真正为企业的生存和发展操心的,是与企业利害关系更为密切的经理人员和广大职工。公司治理结构不能仅仅局限于调节股东与经理之间的关系,董事会等决策机构中除了股东代表以外还应有其他利益相关者的代表。

4. 该理论还从产权角度论证了其“新所有权观”的合理性。出资者投资形成的资产、公司经营过程中的财产增值和无形资产共同组成公司的法人财产,法人财产是相对独立的,

<sup>①</sup> Blair Margaer, 1995, Ownership and Control—Rethinking for Corporate Governance for the Twenty first Century, Washington D.C.: The Brookings Institution, 195-203.

<sup>②</sup>李传军:“利益相关者理论共同治理的理论与实践”,《管理科学》,2003年第16卷第4期。

不同于股东的资产。因此，即使从这一角度来看，忽视股东以外的其他利益相关者对公司财富的创造也是不利的。

《上市公司治理准则》第 81 条规定：“上市公司应尊重银行及其它债权人、职工、消费者、供应商、社区等利益相关者的合法权利。”这就为利害相关者参与公司治理，有效维护自己的利益，表达自己的意愿铺平了道路。

## （二）利益相关者理论的不足

然而，利益相关者理论也不是完美无缺的，企业代理理论的奠基人之一，詹森对利益相关者理论提出如下质疑：<sup>①</sup>

1. 利益相关者理论将股东利益至上的企业单一目标转向服务于满足相关利益主体的多目标，实际上将导致公司无目标。多重目标也就等于没有目标。当管理者被告知同时满足最大化公司利润、股票价格、职工工资、社会福利及任何相关利益主体提出的要求时，公司经理不可能制定出合理的决策，这导致公司管理者无目标可循。

2. 企业所有的利益相关者参与的公司治理成本高，决策效率低。由于利益相关者之间存在利益差异和利益冲突，例如增加工资满足职工的利益，必然影响股东的剩余收益，加之各利益相关者之间信息的极不对称，各利益相关者参与企业治理必然导致大量的协商和讨论，极大地影响公司决策的正确制定，贻误商机。

3. 强调满足各利益相关者的利益，要求企业管理者对所有的利益相关者都负责任，相当于让他们对谁都不负责任。没有给企业管理者提供用于判断决策优劣的经营目标和业绩评价标准，利益相关者的多目标会是政府所追求的目标和所关心的问题与企业所追求的目标和所关心的问题相混淆，会使管理者为完不成企业目标、逃脱经济管理责任、政府部门干预经济提供借口。这也是利益相关者理论得到公司经理层和政府部门青睐的重要原因。

詹森进一步强调，200 年来经典的经济学和财务学理论研究证实，只有当经济总体中每一个企业都能实现自身价值最大化时，整个经济才能最有效运行，利益相关者理论所言及的社会福利才能最大化。

在如此复杂的系统中，既没有具体的标准来判断利益相关者各自的利益标准是什么，不知道如何把这些标准融入模型中，又很难把代表模型含义的联立方程组全部构建出来，更要命的是，同时实现多个目标的最大化事实上是不可能的，因此，利益相关者理论所确定的“平衡利益相关者的利益”目标只是提出了一种美好的梦想，但却没有告诉人们如何去实现它。缺乏可操作性是利益相关者理论的致命缺陷<sup>②</sup>。

近年来，由于劳动力成本和马克汇率原因造成的高成本，以及国际竞争的压力，以利益相关者利益为主导的德国公司也开始裁减雇员、在美国上市，从而使利润目标优于其他目标，兼顾各方利益的政策正在被放弃。同时，银行也开始出售长期持有的公司股份，使单一主银行——股东模式发生转变。同样，在日本，以三菱为首的一些最大的贸易公司已把注意力转移到股本的收益上，终身雇佣制被运用于关键雇员，“提升和离开”的制度被引进银行，这一切表明，德国和日本的企业似乎也看到了股本资本主义的价值。

## 三、谁是公司治理的主体

### （一）公司治理主体的选择原则

公司治理主体，即谁参与公司的治理，是股东还是包括股东在内的所有的利益相关者？根据股东至上理论，股东是理所当然的所有者，股东的所有者的地位受到各国的法律保护，公司存在的目的就是追求股东利益最大化；然而，根据利益相关者理论，现代经济是物质资

<sup>①</sup> Michael C. Jensen, 2001, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, Journal of Applied Corporate Finance, Fall.

<sup>②</sup>周清杰、孙振华：“论利益相关者理论的五大疑点”，《北京工商大学学报》社会科学版，2003 年第 18 卷 5 期。

本与人力资本并重的社会经济,包括管理者、职工在内的企业利益相关者都是企业的所有者,公司应以满足各利益相关者的利益为目标。那么,公司治理主体如何在股东至上和利益相关者至上之间做出选择呢?这里首先要明确公司治理主体选择的原则。

1. 公司长期市场价值最大化原则。公司治理主体的选择应该确保公司的长期市场价值最大化,这样才能避免股东和管理者的短期行为,既满足了股东利益的利益,又满足了各利益相关者的利益,这样的公司治理主体才是最优配置的。

2. 公司治理结构有效运营的原则。公司治理主体的选择应该保证公司的决策层能够有能力和激励做出有利于提高公司经营效率的正确决策,单纯股东或者要求所有的利益相关者参与的公司治理都是有成本的。

## （二）公司治理主体的选择

近 20 年的实践表明,股东利益至上的英国和美国实际上与利益相关者主导的日本和欧洲大陆的经济之间的差距逐渐在减小,美国公司治理模式越来越倾向于关系投资模式,越来越重视股东以外的其它利益相关者,强调经营者对全体利益相关者而不仅仅是对股东的责任;与此相对应,德日公司越来越重视股权多元化和资本市场的作用,推崇股东利益导向,这是否意味着股东利益至上理论与利益相关者理论的接拢或交叉?因此,单纯股东利益至上或者利益相关者利益至上的公司治理恐怕都不是最优的选择。

从公司治理主体选择的原则导向,我们认为,设计一套双重公司治理模式,即以股东利益为主导、兼顾各相关利益主体利益的治理模式应该是未来的发展方向。

### 【网络链接 3-2】 共同决策对企业行为的影响

德国、荷兰以及斯堪的纳维亚地区的欧洲国家已经采取了某些形式的共同决策,但是,它们的经验并没有提供任何结论性的成果。一些观察家曾认为,尽管这种制度并没有给予员工足够的权力去彻底改变企业的行为,但是它们的确发挥了信息窗口的作用。不管从企业到员工,还是从员工到企业,它们都提供了一个可靠的信息源以支持工会的集体谈判和劳资联合委员会的决策,而这恰好是工人发挥他们影响的地方。因此共同决策可以作为传统契约安排的有效补充……

资料来源:斯道延.坦尼夫、张春霖、路.白瑞福特,《中国的的公司治理与企业改革》,中国财政经济出版社 2002 年版,第 45 页。

## 【本章小结】

如何选择合适的公司治理主体,提高公司治理效率,对于公司的长期发展具有重要影响。股东权益是股东基于其对公司的投资依法享有的权利和利益,股东按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。

传统的公司法以市场没有缺陷、具有完全竞争性假定为基础,公司在追求股东利益最大化过程中,就会实现整个社会的帕累托最优。然而在现代经济环境下,人力资本和知识资本越来越发挥着重要的作用,以管理者、职工为主的包括供应商、债权人、社会等相关利益主体对公司的发展具有重要影响。因此,在以公司股东利益为主导的前提下,兼顾各相关利益主体的治理模式应该是未来公司治理主体选择的取向。

## 【复习思考题】

1. 如何理解股东权益的概念及其构成?

2. 如何区分股东权益与债权人权益？
3. 如何评价股东利益至上理论及其局限？
4. 如何评价利益相关者理论及其不足？
5. 公司治理的主体是谁？

## 【案例讨论题】只有董事长一人参加的股东会议

从小到大，不知参加了多少会议，却从未参加过一人会议，不要说参加，连听都没有听说过，然而，一个人开会的咄咄怪事，却在我国股市发生了。2000年9月11日，一家叫“伊煤B”的上市公司，其举行的股东会议出席的股东就只有1人，创下中国股市（恐怕也是世界股市）股东会议人数的最低纪录。

别看股东只有一个，代表的股权却不少，原来出席者就是公司国有股股东伊煤集团，代表股权20000万股，占总股本的54.64%，因此会议“总表决票数”超过了出席会议股份总数的1/2，“符合《公司法》及《公司章程》的有关规定，合法有效。”当然，参加股东会议的自然人远不止1人，包括9名董事、7名监事，还有鉴证律师，全部到会，因此，会议还是开得像模像样。在惟一的一名股东，也就是现任董事长代表国有股投票时，照样有“一致推举”的一名股东代表（又是董事长，因为除他之外谁也没有资格）、两名监事，担任投票表决的监票和清理工作，自己投票，自己监票，相信又是世界会议史的吉尼斯纪录。当然，所有议程都是“一言堂”、“一致通过”。闭起眼睛一想这一切就像是一部讽刺小说。

伊煤B的这次“股东会议”，共有两项议程：一项是给予董事每人每月1000元津贴，给予监事每人每月600元津贴，自己开会给自己津贴，当然无异议；第二项是审议董事会及高管人员年薪报酬的议案，包括基础报酬的效益报酬，也有具体的计算公式和发放方式，毫无疑问，也是百分之百股权一致同意。相信这两项议程在一个月前董事会开会时已作过认真的讨论，递交股东会议审议只是走走形式而已，谁知一切形式都摆好了，内容只是重复一遍，真可谓“形式”到家了。

伊煤B自1997年8月上市以来，出席股东会议的股东及股东代理人从来就没有超过10人，尽管据去年年报披露股东人数也有4000多人。如1998年股东年会，出席股东5人，1999年股东年会出席股东3人，这次干脆少到不能再少的1人！显然，公众股东对明知一切都由大股东说了算，自己只是充当摆设的角色，已彻底不感兴趣了。事实上，公司1997年上市时，当年净利润还有1.13亿元，上市后的第二年，便迅速滑落到2112万元，下降81%，第三年，再降61%，滑落至650万元，第四年，即今年中期，又同比下降58%，每股收益从上市那年的0.31元，如自由落体般地跌至0.01元。所有这一切，在股东会议公告中从未见股东们说过什么，说到底，公众股东除了出资之外，压根没有任何权利，这样的股东会议，还要自己掏钱到内蒙古“一切自理”，谁会有兴趣参加？

-----资料来源：李维安、武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社2002年版，第84页。

### 讨论问题：

1. 伊煤B的股东权益能否得到维护？应该如何改进？
2. 伊煤B出现这种股东大会的根源何在？

## **第四章 董事会与监事会：单层制还是双层制**

### **本章学习目的**

通过本章学习，你应该能够：

1. 掌握董事会制度的起源；
2. 了解董事会的性质、董事的权利与义务以及议事的规则；
3. 把握董事会的单层制与双层制及其各自的成因与发展趋势；
4. 明确监事会的设置差异以及我国公司治理制度中监事会的功能定位。

### **本章关键词**

董事会 监事会 单层制 双层制

董事会是公司治理的核心，因此董事会的组织结构对于公司治理意义重大。对于董事会结构，既有一元制董事会，只有董事会，没有监事会，如英美法系的单层制；也有二元制董事会，既有董事会，又有监事会，如大陆法系的双层制。但是，其治理机制的设计本质是一致的，都必须有决策、执行、监督、评价、奖惩等一系列相互制约机制存在。其中任何一种机制的失效，都有可能导致公司治理的失败。为了保证董事会的作用发挥，董事会必须具有科学、合理、完善的运作程序，包括会议通知发出的时间、会议地点的选择、会议前向董事提供的信息材料、会议议程的确定程序、会议备忘录等具体内容。对于二元制董事会，监事会对于董事会的运作程序起着监督作用，以保证董事会决策过程的科学性和合理性，进而保障股东的经济利益。

## 第一节 董事会的起源、特征与职能

### 一、董事会制度的起源

董事会是现代企业制度发展到一定阶段的产物。企业制度是指以产权制度为基础的企业组织和管理制度，其实质是企业内在运行规律的外在形式。企业制度是在漫长的经济历史社会中形成和发展起来的，经历了业主制企业（又称单入业主制企业或独资业主制企业）、合伙制企业和公司制企业（简称公司）三种形式。

业主制企业是最早出现的企业制度形式。这种企业是由业主个人投资兴办的，一般由业主自己经营，也可以委托或雇人经营。业主对债务需承担无限连带责任。这类企业的规模一般都不大，只有少数企业能使资本迅速扩张。为了解决个人财产有限的问题，由任何两个或两个以上的人合资，共同创办企业的形式——合伙制企业就应运而生了。合伙制企业是共同投资、合伙经营、共享利润、共担风险、共负责任的，其投资规模和经营规模一般比业主制企业大，但企业成员须以他们的全部财产承担公司债务。为了克服业主制企业和合伙制企业大规模投资和现代化生产经营的局限性，人们逐渐探寻到一种新的企业制度形式——现代公司制企业。在 19 世纪初期，以资本为核心、具有现代意义的股份有限公司制度开始在英美等国家发展起来。<sup>①</sup>由于其特有的优势，股份有限公司的制度形式在出现后得到了广泛的采用，并迅速成为最普遍的企业组织形式，它与有限责任公司一起构成公司的主要形式。

与古典企业（即业主制企业与合伙制企业）相比，公司制企业具有以下几个明显的特点：公司是一个独立于出资人的法律虚拟体，公司的生命在理论上可以永续；股份可以自由转让；出资人承担有限责任。企业制度发展到 20 世纪初产生了一个深刻的变化，即高度分散的公司股权导致了公司的所有权与经营权的高度分离（Berle & Means, 1932）。随着股份有限公司相关法律制度的建立，企业开始能够脱离某个具体的所有者而存在，具有了法律意义上的“人格”，成为与出资者相分离的“法人”。所谓“现代企业制度”，是指在现代社会经济条件下，以规范和完善的法人制度为主体，以股份有限公司和有限责任公司为主要形式，以两权分离、有限责任和股权可转让为基本特征的企业制度。

随着公司规模的不扩张，股东越来越多，业务日益复杂。由于股东人数众多，加之股东管理能力、管理经验与时间、精力等种种客观条件的限制，不可能由所有的股东共同参与公司的日常经营管理。随着市场的扩大和生产、经营技术的复杂化，在企业大规模从事多方面经营活动的情况下，企业的经营管理只能由专业经营人员（即经理层）来负责。

---

<sup>①</sup>于东智编：《董事会与公司治理》，清华大学出版社，2004 年版，第 8 页。

这就使企业所有权与经营权产生分离。企业（此处指公司）所有权归全体股东所有，经营权归经理层所有。由于股东人数众多，受管理成本的限制，只能每年举行为数不多的几次股东会，而无法对企业的日常经营做出决策，因此公司需要一个常设机构来执行股东会的决议，并在股东会休会期间代表股东对公司的重要经营做出决策。这个机构就是董事会。从委托—代理的角度看，在股东与董事的关系中，股东是委托人，董事是代理人；在董事与经理的关系中，董事是委托人，经理是代理人。而股东与经理之间是双层的委托—代理关系。然而，在股东、董事及经理的委托—代理关系中，股东（委托人）关心的是自己财产的安全、保值和增值，董事、经理（代理人）却有着自己的利益目标（比如奢华的在职消费等）。如果没有有效的约束和监督，他们很难站在股东的立场上追求企业资产的有效使用。当董事、经理自身的利益与公司的利益发生偏离甚至冲突的时候，他们可能牺牲公司及股东的利益来追求自己的最大利益。由此而导致的决策不当、滥用权力乃至中饱私囊等行为必然引起公司及股东利益的损失，这种损失就是“代理成本”。

“代理成本”理论的提出，把如何在保证公司经营管理者拥有一定权力的条件下，对其进行有效的监督约束，以减少代理成本和控制代理风险的难题摆在了各国立法者面前。在这种背景下，公司监事会制度孕育而生（主要是大陆法系国家<sup>①</sup>），并通过各国公司立法的发展逐步趋于成熟与完善。

## 二、董事会的性质<sup>②</sup>

### （一）董事会的形式

NACD（全美董事联合会咨询委员会）将公司治理的目标定义如下：公司治理要确保公司的长期战略目标和计划被确立，以及为实现这些目标而建立适当的管理结构（组织、系统、人员），同时要确保这些管理结构有效运作以保持公司的完整、声誉，以及它的各个组成部分负责任。

NACD 的这个定义实际上是将公司的董事会看作治理结构的核心，针对不同形式的董事会功能而言的。NACD 根据功能将董事会分成四种形式：

1. 底限董事会：仅仅为了满足法律上的程序要求而存在。
2. 形式董事会：仅具有象征性或名义上的作用，是比较典型的橡皮图章机构。
3. 监督董事会：检查计划、政策、战略的制订、执行情况，评价经理人员的业绩。
4. 决策董事会：参与公司战略目标、计划的制订，并在授权经理人员实施公司战略的时候按照自身的偏好进行干预。

从公司演化的角度看，董事会也可以分为如下四种形式：

1. 立宪董事会。强调董事会是依照一定的法律程序，在某个权力主体的批准下成立的。政府颁布的公司法对公司而言就是一部宪法，董事会遵照法律规定成立，仅具有形式上的意义。公司要么由创始人控制，要么由 CEO 控制。在规模小、技术水平低的私有公司中，这类董事会比较多。

2. 咨询董事会。随着公司规模扩大和经营复杂程度的提高，CEO 需要更多的专业人员帮助，他需要技术专家、财务顾问、法律顾问等。通过招募这些人进入董事会，CEO 将得到他们的帮助。如果这些人是公司外部的专家，则董事会可称之为“外部人控制型”，如果这些人是来自公司内部的人员，则为“内部人控制型”。在这个过程中，董事变得越来越高素质，越来越称职，越来越独立。当前绝大部分美国公司的董事会属于这一类型。

<sup>①</sup>大陆法系，又称为民法法系，法典法系、罗马法系、罗马—日耳曼法系，它是以罗马法为基础而发展起来的法律的总称。它首先产生在欧洲大陆，后扩大到拉丁族和日耳曼族各国。法国和德国是该法系的两个典型代表，此外还包括过去曾是法、西、荷、葡四国殖民地的国家和地区，以及日本、泰国、土耳其等国。

<sup>②</sup> 李维安等著：《公司治理》，南开大学出版社，2001 年版，第 64～65 页。

3. 社团董事会。随着股权分散化、公众化程度的提高，董事会内部将形成不同的利益集团，意见差别通过少数服从多数的投票机制解决。这样的董事会需要经常召开会议，且董事们必须尽量出席会议，否则董事会可能通过不利于某一集团（或董事）的决议，决策过程往往由于会议的拖延而不得不发生中断。一些大型的公开上市公司存在这样的董事会。

4. 公共董事会。董事会成员包括政治利益集团代表，仅在公有制或混合所有制的公司中存在这种董事会。

对一个公司而言，具体董事会类型的选择受制于占统治地位的社会环境，而社会环境又是社会政治经济力量共同作用的结果。一个需要企业、革新和股份的社会将不断孕育出适当的治理机制。下图从四个方面对四种董事会类型进行了对比，这四个方面是：董事会起因、授权形式、决策者和董事会在决策中的作用：

表 4-1 董事会形式

形式 特征	立宪董事会	咨询董事会	社会董事会	公共董事会
董事会起因	法律	经济	社会，经济	政治
授权形式	自动	寡头	技术官僚	行政官员
决策者	CEO	CEO 或董事会	董事会	中央计划当局
决策参与程序	接受	咨询	限定	适应

来源：Stanley C.Vance. *The Corporate Director: A Critical Evaluation*. Homwood:

Dow Jones-Irwin,1968,p233

### （二）董事会的职能<sup>①</sup>

董事会的职能就是公司的战略决策与监督管理，或者说就是管理职责与忠诚职责。以美国为例，商业圆桌会议（The Business Roundtable）（企业总裁协会之一）代表美国大公司对董事会职责的描述如下：

1. 挑选、定期评估、更换首席执行官（如果需要的话）；决定管理层的报酬；评价权力交接计划。

建立科学、公正、合理的人才选聘机制，为公司选择经理等高级管理人员，是董事会的一项重要职责。董事会还对高级管理人员的工作做出评估，以决定其报酬及奖惩。

2. 审查、审批财务目标、公司的主要战略以及发展规划。

董事会掌握着公司战略决策与控制的实际权力，并且要审查公司财务状况，审批公司财务目标。这是董事会一项重要职责。

3. 为高层管理者提供建议与咨询。

董事会的职能就是公司的战略决策与监督管理。它通过向公司高层管理者提供建议来影响公司的具体经营业务。董事会决定公司高层管理者的任免、报酬与奖惩。公司高层管理者对董事会负责。

4. 挑选董事候选人并向股东会推荐候选人名单；评估董事会的工作绩效。

董事会负责召集股东会，向股东会报告工作。如果董事会人员需要增减，要向股东会报告增减董事名单，由股东会决定。

5. 评估公司制度与法律、法规的适应性。

董事会要确保公司章程与制度符合国家的法律、法规；监督公司的活动，确保其遵守国家的法律、法规。同时，要不断熟悉国家新的法律、法规，以法律手段回避不利于本公司的法律、法规，使用有利于本公司的法律、法规，如合理避税问题。

<sup>①</sup>李维安、周建等译，[美]罗伯特·蒙克斯、尼尔·米诺著：《公司治理》，中国财政经济出版社，2004年版，第145～146页。



其他一些机构也提出了与此类似的内容。下面我们以美国法律研究所对董事会职责所做的描述为例：

1. 遴选、评估以及在恰当的时候解雇主要的资深经理人员。
2. 以发展的观点监督公司的商业行为，公司资源管理是否始终如一（在法律和道德允许的情况下增加股东收益，同时又为公众福利和人道主义事业做出贡献）。
3. 审查与批准董事会和主要高级经理人提出的公司发展规划及行动。在董事会注重的会计准则中，这些计划及行动是董事会与主要高级经理人要考虑的大前提与变革。
4. 执行其他一些职能，如法律规定的职能、或者董事会根据公司准则制定的职能。

以上这些所列举的董事会职责尽管各有侧重，但总的来说已经涵盖了董事会的基本职责。在这些董事会的职责定义之中，包含了董事会要关注的无数细节问题，包括季度报告和下一季度的经营计划；公司长期战略目标；资本结构；债务融资；资源分配；买卖资产的要求；股息政策；公司竞争对手的情况；公司全球发展前景。

我国《公司法》对董事会的职权也有如下相应的规定：

第一百一十二条 股份有限公司设董事会，董事会对股东大会负责，行使下列职权：

（1）负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；（2）执行股东大会的决议；（3）决定公司的经营计划和投资方案；（4）制订公司的年度财务预算方案、决算方案；（5）制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；（6）制订公司增加或者减少注册资本的方案以及发行公司债券的方案；（7）拟订公司合并、分立、解散的方案；（8）决定公司内部管理机构的设置；（9）聘任或者解聘公司经理，根据经理的提名，聘任或者解聘公司副经理、财务负责人，决定其报酬事项；（10）制定公司的基本管理制度。

另外，《公司法》在第四十六条对有限责任公司董事会的职权也有相似的规定，除了第七种职权为“拟订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案”以外，其它都相同。

### 三、董事会的组成

董事会是由股东大会选举产生的，由符合法律规定人数的董事组成。

#### （一）董事及其分类

董事就是董事会的成员，是由股东会选举产生的。由于公司并无实际的形态，其事务必须由某些具有实际权力和权威的人代表公司进行管理，这些人称为“董事”。董事是公司内部治理的主要力量，对内管理公司事务，对外代表公司进行经济活动。不仅自然人可以担任公司董事，法人也可以担任公司董事。但是在法人担任公司董事时，需要指定一名符合条件的自然人作为其法定代表人。

我国公司法在规定董事资格时，作了消极规定，规定了5种情形不得担任公司董事，包括：无民事行为能力 and 限制民事行为能力；经济犯罪执行期满未逾5年，或剥夺政治权利执行期满未逾5年；担任董事、经理或厂长的企业破产清算并负有个人责任的，破产清算完结之日起未逾3年的；担任因违法经营被吊销经营执照的公司、企业法定代表人，并负有个人责任的，该公司或企业被处罚之日起未逾3年的；个人所负数额较大债务到期未偿还的。另外，我国公司法还规定了国家公务员不得兼任公司的董事、监事、经理。

董事按照其与公司的关系可分为执行董事和非执行董事（独立非执行董事是它的一种特殊形式）。执行董事执行业务并从事内部经营管理，一般是公司内部人士，所以又被称为“内部董事”。他们一般关注公司发展，对公司业务和行业背景极为了解，能够为董事会提供重要的决策信息，但是往往受到环境限制，容易为了切身利益而忽视了公司整体的长远利益。非执行董事一般由其他公司执行董事或前董事担任，大都具有丰富的专业知识、其他行业或公司的经验和相对独立的判断力，能够促进公司从整体和更加长远的角度考虑问题。独立非

执行董事简称独立董事。对于独立董事，各国实践中的解释相当自由，其共同点是：独立董事应该具有超然独立的地位、独立的态度和判断。非执行董事和独立董事又统称“外部董事”。

董事会人员结构的优化要求非执行董事占有适当的比例，这样才能更好地约束公司董事会中“内部人”行为，提高董事会运行绩效。如果非执行董事比例过低，则其只能充当配角，起不到应有的监督、制衡作用。一般认为，董事会中至少应该有 1/3 的董事为非执行董事。公司规模越大、股权越集中，则非执行董事比例也应越大。

## （二）董事会的规模<sup>①</sup>

通常的假设是：随着公司规模扩张董事数量是增加的。然而，迄今为止，还没有证据表明公司董事会规模与公司的资本总额、净资产或销售量成比例增加<sup>②</sup>。影响董事会规模的因素包括：

第一，行业性质。例如在美国，银行和教育机构董事会人数较多。

第二，是否发生兼并事件。当兼并刚刚发生时，一般不会大规模解雇董事，此时两个公司的董事合在一起组成董事会，董事会规模达到最大。随着一方渐渐控制了公司，另一方的董事将不得不离开董事会，董事会规模趋于缩小。

第三，CEO 的偏好。为了减少董事会的约束，CEO 采用增大或减少董事人数的办法加强对董事会的控制。

第四，外部压力。随着要求增加外部董事、少数民族董事、妇女董事的社会呼声日渐提高，董事会呈扩展之势。

第五，董事会内部结构设置。设置多个下属次级委员会的董事会要比单一执行职能的董事会规模大。因为每一个下属次级委员会要行使职能，组成人数必须达到一定数量（法律规定），因此下属次级委员会越多，职能划分越细，董事会人数越多。

一些学者对董事会规模进行了经验研究。1935 年，全美 155 家最大公司董事会的平均人数是 13.5 人；1947 年，一项类似的关于 101 家全美大公司的调查，结果是 12.3 人；1985 年，Korn & Ferry 对全美 200 家最大公司的董事会规模进行了调查，结果是 13 人-14 人之间。自 2003 年度以来，南开大学国际商学院进行的我国上市公司治理指数评价中，对 931 家上市公司做了调查研究，结果发现董事会的平均规模为 11 人，我国上市公司董事会的规模跟行业、控股股东性质等都有一定的关系，我国《公司法》对董事会规模的上下限做出明确规定，股份有限公司董事会成员为 5 到 19 人，有限责任公司的董事会成员为 3 到 13 人。

需要注意的是，并不是所有的公司都设董事会。我国《公司法》第五十一条规定：有限责任公司，股东人数较少和规模较小的，可以设 1 名执行董事，不设立董事会。执行董事可以兼任公司经理。执行董事的职权，应当参照本法第四十六条规定，由公司章程规定。有限责任公司不设董事会的，执行董事为公司法定代表人。

## （三）董事的权利、义务及免责

### 1. 董事的权利

我国公司法对董事会的职权有集中的规定，但对董事的权利无集中规定。此类内容，可散见于有关董事的条款。主要是：其一，出席董事会会议。依公司法规定，董事会会议，应由董事本人出席。董事因故不能出席，可以书面委托其他董事代为出席董事会，委托书中应载明授权范围。其二，表决权。董事在董事会议上，有就所议事项进行表决的权利。其三，董事会临时会议召集的提议权。公司法只规定董事会可以召开临时会议，而未规定如何召集。当然，董事长可视其情况主动召集，也可以根据一定人数的董事的提议而召集。由后者产生了董事对召集董事临时会议的提议权。其四，通过董事会行使职权而行使权利。无疑，董事

<sup>①</sup> 李维安等著：《公司治理》，南开大学出版社，2002 年版，第 68 页～69 页。

<sup>②</sup> Paul Betts. “Heads Begin to Roll at Fiat”. Financial Times. Paris, June 18, 1980, P18.

会的职权不是董事个人的职权，因而不能由董事分别行使。但是没有董事的参与，董事会无法行使其职权。并且，董事作为董事会的成员，可以通过行使决议权而影响董事会的决定。

## 2. 董事的义务

我国公司法对董事义务（在不少书中也称为勤勉义务与诚信义务）虽无专条规定，但比对董事权利的规定集中。主要有：

第一大方面是善管义务。董事在执行职务中应尽善管人的注意义务。尤其在公司所有权与经营权分离的情况下，董事对公司的正常运转负有责任。所以，强化董事的善管义务是十分必要的。董事的善管义务可以分为以下三条：

第一，董事必须忠实于公司。董事的这一忠实义务是对善管义务的具体化，它对董事的要求是：遵守公司章程，忠实履行职务，维护公司利益，不得利用在公司的地位和职权为自己谋取私利；不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入，不得侵占公司的财产；除依照法律规定或者经股东大会同意外，不得泄露公司秘密。公司董事应当向公司申报所持有的本公司的股份，并在任职期内不得转让。

第二，董事必须维护公司资产。公司资产是公司业务活动的前提，维护公司资产是对董事会这个业务执行和经营决策机关组成人员的最基本要求。为此，董事应该做到：不私自挪用公司资金或者擅自将公司资金借贷给他人；不将公司资产以其个人名义或者以其他个人名义开立账户存储；不以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保。满足这些要求，可以防止将公司资产转为个人资产，保证公司财产的安全。

第三，董事在董事会上有慎审行使决议权的义务。董事不仅负有上述对公司的善管义务，也承担因未尽到义务而应负的责任。董事不得从事损害本公司利益的活动。否则，公司可对其行使归入权，即将从事上述活动的所得收入归公司所有。董事执行职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损害的，应当承担赔偿责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程，致使公司遭受严重损失的，参与决议的董事应对公司负赔偿责任。按照监事会的职权，当董事行为损害公司的利益时，监事会有权要求董事予以纠正。如监事会纠正后，董事仍拒不赔偿公司损失，则会酿成以公司为原告以董事为被告的损害赔偿诉讼。

第二大方面是竞业禁止义务。所谓竞业禁止，即竞业行为的禁止，指特定地位的人不得实施与其所服务的营业具有竞争性质的行为。在股份有限公司中，董事是具有特定地位的人之一。依公司法规定，董事不得自营或者为他人经营与其所任职公司同类的营业。这里，其行为要素是董事自营或为他人经营的营业与所任公司的营业同类。董事违反上述竞业禁止义务，公司可以依法行使归入权。公司法之所以做出这些规定，主要是基于这种行为对公司的危害性。董事从事上述竞业行为，极有可能夺取公司的交易机会，还可能利用对公司秘密的了解，对公司造成损害。无疑，公司法对董事竞业禁止义务的规定尚需进一步完善：一是要明确董事实施此种行为应向股东大会说明其重要事实，取得股东大会的认可；二是仅应禁止股东大会未认可的上述行为；三是要确认公司行使归入权的程序和时效；四是如果上述行为给公司造成损失，应进行赔偿。

### 【案例 4-1】 董事的义务

原告和被告都是泛美航空公司驻原西德的飞行员，1977 年 4 月，两个人在美国的俄勒冈州成立了一家名叫“柏林空运”的公司，由被告担任总裁，原告担任副总裁，两人还同时担任董事。公司的股东除原告和被告外（各占 33%），还有 lelco 公司（由被告郎德格伦及其家人拥有，占柏林空运的 3.3%）及柏林空运的律师（占公司股份的 1%）。在成立公司时，原告和被告曾试图争取与一家柏林旅行代理集团签署一份盈利前景看好的合同。1977 年 11 月，原告和被告与该集团的代表进行了会晤。自此，所有后来与该集团的接触都是通过被告或其授意的雇员进行……

-----资料来源：李维安，武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社 2002 年版，第 175 页。

第三大方面是私人交易限制义务。所谓私人交易，指特定地位的人为自己或为他人而与公司进行交易。在股份有限公司中，董事是特定地位的人之一。公司法规定，董事除公司章程规定或者股东大会同意外，不得同本公司订立合同或者进行交易。这表明，私人交易是受到公司法限制的。具体地说，董事欲与公司订立合同或进行交易应有公司章程的规定作为依据。如公司章程无此规定，董事应向股东大会说明事实，取得股东大会的同意。如果股东大会同意，则可进行此种交易，否则不能进行。如果董事在股东会不同意的情况下执意进行交易，则该交易在法律上无效。公司法做出这一规定的目的，是防止董事为谋私利而牺牲公司利益。

### 3. 董事的法律责任与免责

#### (1) 董事的法律责任<sup>①</sup>

董事因没有履行以上应尽义务，导致股东和公司利益遭受损失，一方面股东在获知董事违反义务时，可以向法院提出诉讼，禁止董事不当地行使权力，公司也可以在发现董事签订不适当合同或以公司名义从事与其有利益关系的交易时，撤销有关合同或交易；另一方面，对董事因违反义务而造成的损失、获得的收益和流出的资产等，公司可以要求返回或恢复原状。比如，董事因其受贿而在公司不知情和同意的情况下向公司出售资产，或以其它方式给公司造成损害的，应负赔偿责任；接受贿赂或秘密佣金的董事要向公司交出不当得利；董事挪用公司资产，应当予以填补，或赔偿相应的价值损失。

一些国家对董事承担的责任作了强制性规定。如英国规定，董事作为公司受托人，只要参与甚至知道引致渎职、疏忽或违反信托的行为，即使公司章程规定可以免责也要承担责任。日本对董事必须负担赔偿责任的情形作了规定，包括：(1)违反法律和章程规定给公司造成损失时，应对公司负连带赔偿责任；(2)违反规定分配盈余或公司资产时，应负有偿还全部违法分配额责任；(3)贷款给其它董事时，应对未偿还金额负有偿还责任；(4)即使是得到董事会许可的私人交易，只要给公司带来损失也要赔偿。另外，董事还有对公司负有使资本充实的责任。有的国家规定，公司和一般股东可以请求法院要求董事承担有关赔偿责任，也有的国家规定，只有持有一定比例股份如 10% 或 5 % 的股东才可以提出诉讼。监事会也可以代表公司向董事提出赔偿诉讼。

我国公司法中，对董事责任也作了原则性规定。除规定董事在违反法律的情况下承担刑事责任外，公司法还规定，董事会决议违反法律、行政法规或者公司章程，致使公司遭受严重损失的，参与决议的董事对公司负有赔偿责任。但是，我国公司法对于董事未能真正履行勤勉和诚信义务，疏忽或进行关联交易而形成的损失，公司法和公司章程指引中均未予以明确规定董事的赔偿责任。

#### (2) 董事的责任免除

尽管在选举董事时，股东可以对候选董事的能力、专业背景进行选择，但是董事在履行职责时，不可以对其提出超过常人太多的要求。特别是随着公司业务发展的多样化，董事的专业背景也不可能完全适合任职公司的要求。所以，美国的示范公司法和州公司法规定了董事义务的一般条款，作为对董事履行义务的基本要求。这些要求包括：(1)以诚信的方式；(2)应当以普通谨慎之人，处于类似的职位、在相似的环境中，能够做到的那种注意处理事务；并且(3)按照一种他合理地相信符合公司最佳利益的方式行事。如果董事履行了诚信义务和勤勉义务，按照法律和公司章程的规定，在某些情况下可以不承担个人责任。美国示范公司法中规定，只要董事的行为是在高级雇员、独立会计师和其它人员的帮助下为公司最高利益而忠诚地进行的，则可免除个人责任。英国、法国等则在公司法中没有规定董事免除责

<sup>①</sup>李维安，武立东编著：《公司治理教程》，2002 年版，第 107 页。

任,在公司章程中可以规定由股东会免除董事在某些事务上的个人责任。

我国公司法虽然已对董事的义务与责任做了较充分的规定,但对于其免责却没有提及。本书认为,对于董事责任同样也要给予其相应的豁免,方能体现法律的公平,但在我国目前的法制环境下,免责范围不宜过宽。

另外,随着要求董事作为公司看门人对公司行为负责的呼声的提高,越来越多的公司董事也认识到对有可能针对自己的反对行动进行保险的重要性。公司可以针对公司董事的大多数形式的民事行为进行保险,对他们作为董事或受托履行董事职责时因过失、违约以及玩忽职守而产生的责任进行赔付。但是,许多民事案件中的责任,包括不诚实、欺诈、诽谤、诬蔑、腐败、违反职业操守、非法获利以及所有刑事责任,通常都被列为非保险责任。<sup>①</sup>

## 四、董事会的特征

### (一) 董事会的独立性

董事会的独立性是董事会进行客观经营决策和客观评价与监督的基础,是关系到董事会有效运行的首要问题,因而也是衡量董事会质量高低的第一个指标,主要体现在以下两点:

#### 1. 董事长与总经理或首席执行官(CEO)的两职状态

董事长与总经理(或首席执行官)两个职务的分离情况,即这两个职务由一人担任还是由两人担任,一方面反映公司董事会的独立程度,另一方面反映公司执行层的自由程度,是关于公司内部治理的一个重要指标。

董事长和总经理兼任在中国企业中是较为普遍的现象,但在上市公司中这种兼任已呈明显下降趋势。南开大学国际商学院在1997年通过对104家上市公司的调查显示,董事长和总经理兼任的公司占28.57%,2002年对931家上市公司的调查结果则显示为两职兼任的公司比例明显下降。当然,并不是说两职兼任肯定会对董事会绩效产生非常消极的影响,这跟公司的内外部治理环境密切相关。在93%的美国大公司中,就存在首席执行官兼任董事会主席的情况<sup>②</sup>。与美国相比,英国只有1/3的大公司存在执行官与董事会主席合一的情况。<sup>③</sup>

#### 2. 外部董事在董事会中所占的比例

董事会的独立性强弱表现为董事会中外部董事的多少,以及外部董事在审计委员会、提名委员会和报酬委员会中的比例,他们从公司领取收入的多少,他们与公司的关系等。关于董事会的独立性,美国《商业周刊》规定的得分条件为:执行董事(内部董事)不超过2名,董事会的审计委员会、提名委员会和报酬委员会中没有执行董事(内部董事),外部董事不直接或者间接从公司领取咨询费等费用,以及不存在连锁董事资格等。对于那些外部董事定期与公司总裁会面的公司,给予额外加分。

### (二) 董事会的激励与约束

激励机制的主要内容包括:报酬激励机制、经营控制权激励机制、声誉激励机制、聘用与解雇激励机制。其中物质方面的激励主要包括公司董事的年度报酬、持股权比例、股票期权、奖金、养老金计划等诸项内容。我国上市公司的激励机制通常包括年度报酬、股票期权、奖金等内容,持股权激励机制也逐渐被一些公司采用。对于董事的激励机制设计主要考虑如下几个方面:董事为公司提供服务的价值、政府税务部门认为合理的工资标准、同行业的薪酬标准、公司的财务状况等。

公司治理的实践要求制定明确的决定董事报酬的程序,将董事的报酬与董事的能力、参加董事会的实际工作情况(如参加董事会的次数)、公司的绩效等因素相联系,科学地确定

①李维安、牛建波等译, [英国董事协会]托尼·兰顿、约翰·瓦特肯森著:《公司董事指南:职责、责任和法律义务》,中国财政经济出版社,2004年版,第241页。

②柯恩/费里国际机构:《董事会与董事,第二十个年度研究课题》,1998年。

③牛津分析:《董事会与公司治理:八国未来10年的发展趋势》,1992年9月,第65页。

董事的薪酬。董事的薪酬是公司运作成本的一部分，为了保证这项开支的合理性，董事会应该充分披露董事的薪酬资料。对此，相关管理部门都有明确规定。

约束机制是指公司的利益相关者（包括股东、债权人、公司职工、顾客、供应商、社区、政府等）针对公司经营者的经营行为、决策、结果所进行的一系列客观而及时的审核、监察与督导的行动。因而公司治理的约束机制包括利益相关者通过公司内部实施的监督与通过公司外部进行的监督两方面的内容。其中前者是公司治理内部约束机制，后者是公司治理外部约束机制。

### （三）董事会的行为

董事会的行为特征具体体现在：

#### 1. 董事会的年度会议次数、董事的出席率

董事会作为公司的权力机关，其权力主要体现在对于公司重大事项的决策上。而董事会的年度会议次数，在一定程度上体现出董事会对于公司的实际控制能力。需要注意的是，第一，董事会的年度会议次数并不是越多越好。董事会的年度会议次数过多，一方面会对董事履行职责产生不利的影响，另一方面也会使公司经理工作的独立性受到影响；第二，董事会的年度会议次数，应根据公司的规模大小而有所不同。美国证券监督委员会建议董事会的年度会议次数平均是七次，小公司（资产总额小于 5000 万美元）一年不超过 4 次，大公司（资产总额超过 1.5 亿美元）应在 8~13 次。

#### 2. 决定公司经理的任免

董事会是否能够独立决定任命或撤换公司经理，是董事会真正发挥作用的核心问题，也是董事会的权威之所在。我国《公司法》规定，有限责任公司和股份有限公司设经理，由董事会聘任或解聘。

针对企业经营者的任用制度,2001 年中国企业家调查系统在全国范围内组织的第八次中国企业经营问卷跟踪调查中，涉及了“经营者任现职的途径”和“现阶段经营者任职的最佳途径”两个方面。调查结果显示,80%以上国有企业经营者的现职都是由组织任命的,非国有企业由组织任命的占近30%,59.2%的上市公司经营者是组织任命的。从期望的任职方式看,几乎所有类型企业的经营者(99.2%)都没有把组织任命当作是理想的选拔任命方式。2004 年的调查结果虽然有了明显的好转，但是当前经营者的任免形式与经营者期望的任免形式以及公司治理所要求的董事会任免之间存在着较大的差距。

### （四）董事会的人员

#### 1. 董事的年龄

公司提名委员会必须考虑的两个问题是：（1）候选人担任公司董事的最低年龄。这一问题与董事的经历、经验有关。一般未成年人（小于 18 岁）是不适宜担任公司董事的。（2）董事的退休年龄。这关系到董事的许多切身利益，如退休福利、长期激励计划设计等。

普通法中没有对董事年龄作最高或最低的限制。1984 年香港公司条例中明确规定未成年人不得担任董事。法国的商事公司法将董事年龄的限制授予公司章程，“章程应规定担任董事职务的年龄限制，或适用于所有董事，或适用于一定比例的董事。章程未明确规定的，超过 70 岁的董事人数不得超过在职董事的 1/3”。对于董事年龄的最高限制，一直存在不同看法。有的人认为，许多公众公司由其创立者或与公司有长期联系的人拥有并控制，可能更有利于公司的稳健经营，所以，董事最高年龄限制最好由公司自己决定。

我国公司法中未对董事最高年龄做出限制，对于最低年龄的限制则在董事消极资格中作了规定，即“无民事行为能力或者限制民事行为能力”的人不得担任董事，从而排除了未成年以前担任董事的可能性。

#### 2. 董事的知识结构与管理经验

董事的知识结构对其履行职责具有特别重要的意义，特别在知识经济时代，董事的知识

结构成为其能够履行职责的基本条件之一；另外，董事的管理经验也是其能够履行职责的一个重要条件。因此，现代社会具有高级专业知识背景的董事，相对来说能够更好地发挥作用。

一般的公司法中，除了对董事消极资格予以强制性规定以外，较少规定董事的积极资格，而将选择董事的权力留给股东。但是，股东在选择董事时，由于缺乏董事候选人的足够资讯，因此，实际上股东选择董事的能力受到了约束。为了维护市场的信心，对于公众公司来说，一些证券交易所通过制定上市规则的办法，对公众公司的董事的能力和专业知识提出一定的要求。比如，在香港联交所上市的公司的董事，需要额外地满足联交所关于董事资格的积极规定。我国证监会制定的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中就规定，上市公司的独立董事应当具备与其行使职权相适应的任职条件之一是“具有五年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验”，并对其独立性的要求做了详细规定。

3. 董事的任免

董事的任职时间反映董事会的稳定性，是公司治理的一个重要指标。在董事会规模不变的情况下，董事的频繁更迭，反映公司治理可能存在着一定的问题。

纽约州公司法和特拉华州公司法中规定，如果董事不尽职或不称职，只要半数以上股东投不信任票就可以罢免董事。纽约州公司法规定，监察长或持有 10% 以上股份的股东均可以要求法庭下令罢免渎职董事的职务。在股东会闭会期间，董事可能因为辞职、死亡、罢免和其他无法履行职责的原因而离职，对于这类在董事会席位总数不变的情况，美国的“模范公司法”中允许董事会任命董事，补缺董事离职后的剩余任职期限。

我国《公司法》规定，董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。董事任期届满，连选可以连任。董事在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。而对于董事的罢免以及补选没有实质性的规定，以至于有些公司的董事想辞职都很困难，因为由于该董事辞职造成的空缺如果无法迅速填补有可能造成公司董事会低于法定最低人数。我国的公司法应该对此加以修订，规定董事在任期届满前可以辞职，董事辞职后应尽诚信义务并办理有关的离职交接手续后方能离职，董事无故辞职给公司造成损害的应对公司负赔偿责任。同时应该规定股东大会决议可以随时解任董事，但在任期届满前无正当理由将其解任时，该董事可向公司请求赔偿因此所造成的损害。董事缺额达到总数的一定比例，应该补选。<sup>①</sup>

第二节 董事会的模式与运行

一、董事会模式的分类

各国的董事会制度一般可以分为三种模式：

一是单层制董事会，单层制的董事会由执行董事和独立董事组成，这种董事会模式是股东导向型的，也称为盎格鲁撒克逊治理模式。美、英、加、澳大利亚和其他普通法国家一般

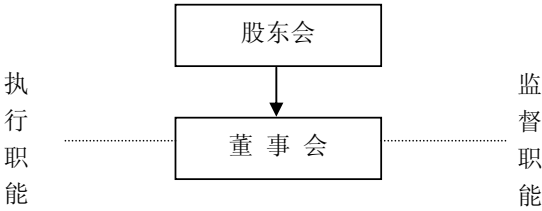


图 4-2 英美模式的董事会结构

都采用这种模式。

二是双层制董事会，一般来说由一个地位较高的董事会监管一个代表相关利益者的执行董事会。这种董事会模式是社会导向型的，也称为欧洲大陆模式，德国、奥地利、荷兰和部分法国公司等均采用该模式。处于较高地位的监事会(Supervisory Board)全部由非执行的成员组成，包括主席，而执行董事会则由全部由执行董事组成，主席是 CEO。监事会具有聘任、监督和必要时解聘执行董事会成员的权力。

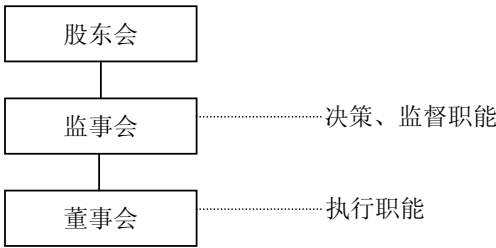


图 4-3 德国模式的董事会结构

三是业务网络模式(business network)，或者说日本模式，特指在日本公司的治理结构。日本公司治理的特点是，公司之间通过内部交易、交叉持股和关联董事任职等方式形成非正式的网络关系，公开上市公司的董事会规模非常大，30—35 人也不少见。通常董事会中包括了 4、5 个等级组织。大公司的董事会一般执行仪式化的功能，而其中的权力掌握在主席、CEO 和代表董事手中。当然，日本的公司治理模式现在日益面临着来自国际机构投资者要求增加外部独立董事的压力。

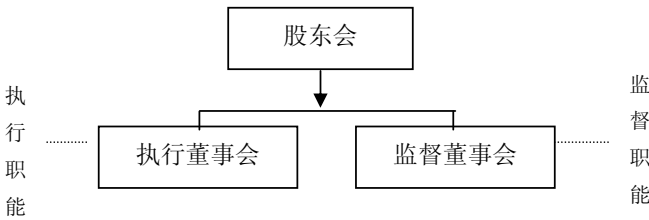


图 4-4 日本模式的董事会结构

区分董事会单层制与双层制的基本依据在于监督职能与执行职能的关系。当监督是董事会的基本职能时，双层制的董事会结构就产生了；而当执行职能更为重要时，单层制的董事会就符合这一要求。

## 二、双层制董事会的特征

真正意义上的双层制董事会以德国模式为代表，它建立在“共同决定”原则基础之上，并以监督职能为中心构建董事会。由股东代表和工会代表共同组成第一层董事会——监督董事会。它的监督是完全意义上的监督，包括制订政策目标，挑选人员执行政策目标，监督目标的执行过程，对执行结果进行评价。监督董事会提名决定第二层董事会——执行董事会的

① “公司法修改”研究小组：《中国公司法修改草案建议稿》，社会科学文献出版社,2004，280 页。



人选，并对其进行监督。德国公司之所以具有双层制的董事会，是因为：

（1）历史传统的影响。战前德国大公司就有监察员的设置，它是代表政府对大企业进行财务监督、税收稽征的机构。人们普遍认为，公司的成立必须经国家许可，必须处在国家的严密监督之下。同时，自魏玛共和国的民主制度开始，德国的社会民主主义风潮一直没有停止过，工人参与决策已经成为了长期存在的实践；

（2）德国证券市场不发达，股东缺少制约执行董事和高级经理人员的有效外部武器，因此加强内部监督是必然选择；

（3）作为大股东，主银行在德国公司中具有很重要的作用，它能够对执行董事和高级经理人员实施有效的监督。

英美等国的公司实行单层董事会制度，为防止董事滥用权力和违背股东利益，通过设立外部董事或独立董事的办法进行监督。而实行双层制董事会国家的公司则将监督权和执行权分设，如德国、奥地利等，股东会选举产生监事会，监事会任命经理和董事会成员，并决定其报酬，但监事会成员不能干预董事会的经营决策。法国和荷兰的公司权力结构比较特殊。法国的商事公司法中规定，公司可以选择单层董事会或双层董事会，采用何种体制由公司章程规定，并且可以由一种体制转变为另一种体制。不过，多数的法国公司采用单层董事会制度。荷兰的公司权力体制与法国相似，中小型公司可以在单层董事会和双层董事会制度之间进行选择，但是大型公司必须采用双层董事会。

从我国公司法对董事会和监事会的职权规定来看，尽管与典型的双层董事会制度存在一些区别，如监事会不能任免董事会，但是监事会被赋予了在某些特定情况下可以提议和召集股东会的权力，并具有根据公司章程规定或股东会授权的其它职权，从而在法律和理论上可以获得更多治理公司的权力。从这一意义上来说，我国公司的权力结构类似于双层董事会制度。但是，从实际的公司治理情况来看，监事会基本上不能有效地监督董事会，不具有实质性权力，因此我国公司权力结构又类似于单层董事会制度。特别是近年来我国公司已经开始引入外部独立董事，更强化了向单层董事会制度发展的趋势。

本书认为，从治理角度分析，中国公司董事会模式应根据实际情况分门别类进行选择：

1. 国有企业——特别是大型国有企业改造成公司的董事会应采用双层委员会制比较合适。理由：其一，这类上市公司大部分股权是国有或国家法人所有，当资产为少部分人控制使用时，防止资产流失，保持资产保值增值特别重要，在双层董事会没有建立之前，加大监督的方式主要是引入独立董事或国家派入监事员或督查员。在这类上市公司中加大监督非常重要。其二，“一股独大”或“几股独大”上市公司使用单层董事会模式，在法规不健全、股票市场不成熟、不规范的情况下，不能凭借资本市场来完成对董事会治理；此外，非流通股比例大，法人流通股比例大的状态下，还会导致对股市的操纵而损害小股民的利益。其三，上市公司内部大部分都处于建制、完善机制和管理转型的过程，依赖于监督而保持上市公司的稳定尤其重要。

2. 鼓励以中小型国有企业、民营、私营及外资小型企业为主体改制的上市公司采用单层委员会模式，一方面保护创业者利益，另一方面将其置于证券市场监督管理之中，促进该公司的社会化。

3. 探索适于中国文化和社会主义市场经济规律的董事会模式。随着上市公司投资的多元化、国际化、机构化和一体化，业务网络型董事会模式为适应投资变化后的上市公司的治理，必然得到进一步改良和完善，并广泛地应用于公司治理。

### 三、单层制董事会中的次级委员会

单层制的董事会由职能细化的委员会组成。英国的公司法对审计委员会的设置进行了规

定，美国大多数州的公司法都对次级委员会的设置进行了规定，且详细划分了董事会对次级委员会的授权范围。次级委员会的设置依公司的规模、性质而有所差异，但在大部分英美公司中，多数公司都设置了下述次级委员会：执行委员会、审计委员会、提名委员会、报酬委员会、公共政策委员会等。见下图 4-5：

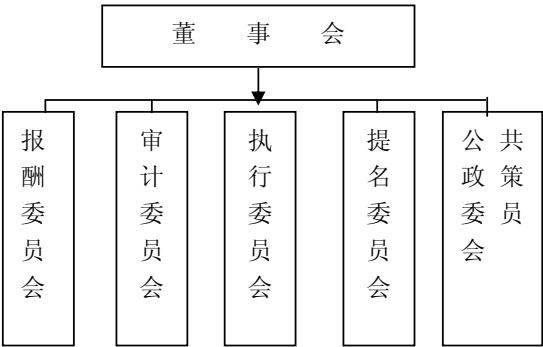


图 4-5 常见的单层制董事会结构

次级委员会的职责划分一般是由公司章程规定的，不过也有的委员会（如审计委员会）职责是由公司法律框架体系规定的。

【网络链接 4-1】主要国家公司治理原则对专门委员会设置的规定

公司治理原则、准则	审计委员会	报酬委员会	提名委员会	执行委员会	公司治理委员会	其他
美国商业圆桌会议	✓	✓	✓			
美国 CalPERS 治理原则、指南	✓	✓	✓			✓
美国 CII 的《核心政策》	✓	✓	✓			
美国 TIAA-CREF 的治理声明	✓	✓	✓			
通用汽车公司	✓	✓	✓	✓		✓
英特尔公司	✓	✓	✓	✓	✓	
Hample 报告	✓	✓	✓			
澳大利亚投资总经理协会指南	✓	✓	✓			
爱尔兰投资经理协会指南	✓	✓				
德国股东协会	✓	✓				
日本公司治理论坛最后报告	✓					
荷兰《比特报告》	✓	✓	✓			
法国《维也纳特报告》	✓	✓	✓			

-----资料来源：根据南开大学国际商学院“中国公司治理原则”课题组编译各国公司治理原则整理。参见李维安等著，《美国的公司治理：马奇诺防线》，中国财政经济出版社 2003 年版，第 19-20 页。

下面对次级委员会的情况进行简要介绍：

1. 执行委员会。执行委员会由公司的执行董事和非董事的高级经理人员组成。公司的 CEO 就是执行委员会的主席。从性质上讲，执行委员会一直处于公司控制的核心，在董事会休会期间代表董事会行使权力。执行委员会的会议召开频率远远超过其他委员会，因为执行董事是公司的专职人员，他们需要作出公司的日常决策。

2. 审计委员会。1938 年,美国证券交易委员会(SEC)针对 Mckession&Robbins 公司丑闻案的调查结果,首次提出应在公司中设置独立的审计委员会建议,但在当时并未引起注意。1968 年,纽约州法院在审理 E.Scott & V.Barchris 建筑公司案件时,强调董事会应该对误导和错误性的财务信息负责任,这使审计委员会的设置问题再次引起了注意。其后,美国注册会计师协会提出,上市公司董事会应该设置全部由独立董事组成的审计委员会。[美国证券交易委员会](#) 1972 年进行的一次调查显示,753 家样本公司中,45%在董事会中设置了审计委员会;而[美国证券交易委员会](#)在 1967 年的一项类似的调查结果却显示,855 家公司中,仅有 19%在董事会中设置了审计委员会<sup>①</sup>。

批注 [h5]: 缺主语

批注 [h6]: 缺主语

据调查,1970 年至 1980 年这十年间,有 400 多家美国公司涉嫌财务犯罪,其直接的后果是 1977 年美国国会通过了“与腐败无关联法案”<sup>②</sup>。1978 年纽约证券交易所正式要求在该交易所上市的 1600 家公司必须在董事会中设置审计委员会,并规定,审计委员会至少有 3 名成员,独立董事应该占多数,它的职责包括:经股东会批准,负责提名公司的会计师和审计人员;在公司外部审计人员提供审计服务之前,对其服务范围进行界定;评价管理人员对由外部和内部审计人员提出的重要控制建议的反应;在每年的财务年报和其他会议报表发表之前,对其进行审查;帮助公司董事会其他成员更好地理解公司的会计核算体系、内部控制财务报表、商业伦理政策;在公司董事、独立的注册会计师、内部审计人员、公司财务经理之间建立通畅的交流渠道。审计委员会的出现并不能降低公司内部审计人员的重要性。实际上,当前一个日益明确的趋势是:越来越多的公司内部审计人员对审计委员会(而不是经理人员)负责。在美国公司财务丑闻发生后,为了严惩经济犯罪,美国政府和国会加强了对会计行业的监管,其标志是于 2002 年出台了《萨班斯—奥克斯莱法案》。美国证券交易委员会(SEC)于 2003 年 4 月 1 日通过一项新规定,要求美国的全国性交易所和证券商协会制定相关的管理制度,该规定要求交易所和证券商协会修订《企业上市审查准则》,明确规定上市(包括拟上市)公司必须成立审计委员会,以与《萨班斯—奥克斯莱法案》相配套。该项法案的主要内容包括对公司财务欺诈人员实行刑事处罚和设立一个独立委员会来监督会计公司。

随着我国经济的发展,审计委员会制度逐步受到重视并逐渐引入我国。中国证监会发布的《上市公司治理准则》第 52 条规定“上市公司董事会可以按照股东大会的有关决议,设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成,其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人,审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。”第 54 条也对上市公司审计委员会的职责做出了明确要求。这表明审计委员会制度在我国已得到了相关机构的高度关注。

### 3. 报酬委员会

报酬委员会的主要职能是对公司高级管理人员的报酬提出建议,其次是制订一般管理人员的报酬,第三是管理股票期权计划。

随着有关董事报酬的争论越来越成为公众关注的焦点问题,一些与此有关的外部规制体系开始建立。在美国,1985 年 SEC 要求所有公司都要公布其 5 个最高管理人员的报酬,而且要分基本薪金、股票期权、股票升值收入、年金等细目列出。这在以前是不可想象的,因为最高管理人员的收入是公司最大的秘密。在英国,1992 年 Cadbury 报告提出的《示范行为准则》明确提出,公司管理人员的报酬应该由独立董事组成的报酬委员会来确定。

### 4. 提名委员会

提名委员会的职责是向董事会提出有能力担任董事的人选,同时也包括对现有董事会的

① Corporate Directorship Practices:The Audit Committee. TheConferenceBoardReport,NO.766,1979.

② Elliot M.Schnitzer. “Foreign Corrupt Practices Act”. *Board Practices Monograph*. National Association of Corporate Directors No.14, April 1981.

组成、结构、成员资格进行考察，以及进行董事会的业绩评价，具体包括：

(1) 对担任董事的资格条件进行说明。(2) 对董事会下属各次级委员会的组成人员提出方案。(3) 对空缺的董事职位提出候选人名单。(4) 评价董事会业绩，包括评价 CEO、董事个人及董事会全体。(5) 对执行董事与独立董事的人选提出方案。(6) 处理股东提出的董事人选提案。

#### 5. 公共政策委员会

1970 年美国通用汽车公司最先在董事会中设置了公共政策委员会，其职责是对政府进行院外活动，争取政府制订出有利于提高美国汽车厂商竞争力的汽车行业保护条款。公共政策委员会尽管产生很晚，但发展却相当迅速。之所以发展这么快，是因为：

(1) 大公司跨国经营需要公共政策方面的帮助。一是本国公共政策的支持，二是对投资国公共政策的了解。(2) 政府公共政策的变化可能为大公司提供不可多得的商机，而对这一商机的把握是建立在周密的调研与详尽的准备基础之上的。(3) 政府公共政策的变化可能对宏观经济环境的运行产生影响，进而影响到企业。因此董事会需要对此变化趋势做出预测分析，以调整公司长期发展战略。

对中国企业而言，政府公共政策更具有特殊的意义。首先，虽然现在市场经济，但计划的作用仍被许多高层政府官员所笃信，公共政策对经济的直接调节对经济环境的影响仍十分巨大；其次，政府运用公共政策间接调控经济的手段、方式运用得不是很灵活娴熟，不确定性十分明显；再次，政府是国有企业的股东，而国有企业又构成了整个国民经济的支柱，所以政府公共政策对国民经济的影响是十分巨大的；最后，在市场经济下，企业仍需要政府在公共政策上予以扶持帮助，同进入中国市场的外国公司竞争。据调查，绝大部分中国上市公司董事会中没有设立公共政策委员会，但个别的公司曾聘请卸任的政府官员作为独立董事，如仪征化纤、湖北兴化等。

## 四、董事会的运行<sup>①</sup>

董事会的模式不同，其运行的机制也就不尽相同，本书主要以单层制董事会为例，来看看其董事会是如何有效运行的。

### (一) 会议准备

只有经过精心的准备，才有可能召开有效的董事会会议。但一些人认为，把管理层用于准备董事会会议的时间花费在业务管理上，效果可能会更好一些。如果董事会会议只是一种经过精心准备的展示与演讲，这一观点也许是正确的。但是，鉴于优秀的管理层已正将注意力集中到董事会的深层利益上，因此在董事会会议上就他们计划与结果进行汇报时，不需要付出额外的努力。对于整个管理层来说，定期暂停管理工作以反思，并将计划归纳总结，对管理层而言是有益处的。对结果或计划进行准备以及对结果或计划所做的探究问题做出反应，有助于磨练思维、加强理解，并在论证中找出缺陷，而这些对于所有相关者来说都是有利的。

### (二) 所需信息

向董事会提交的信息是非常重要的，并且与董事的技能和勤勉义务的履行相关。董事需要也有权获得公司内的所有可以获得的完全、准确和合适的信息，以保证他们职能的正常发挥。因此，董事有权检查公司的会议记录，例如，他们应该有权查看所有相关的记录，以确定公司是否成功履行了其法律义务，因为董事要公司的违规行为承担责

<sup>①</sup>本部分内容主要参考以下两本书，个别地方作者做了适当调整。李维安、牛建波等译：[英国董事协会] 托尼·兰顿、约翰·瓦特肯森著：《公司董事指南：职责、责任和法律义务》，中国财政经济出版社，2004 年版，第 74～75 页；李维安等译，[美]小约翰·科利、华莱士·斯科蒂纽斯、乔治·洛根、杰奎琳·道尔著：《公司治理》，中国财政经济出版社，2004 年版，第 92～96 页。

任。如果没有持续的信息提供，董事应该主动把它们找出来。只有采用这种方式，董事会才可能保证公司的最大利益，并履行他们作为董事的责任。缺少信息不应被当作董事没能对公司尽责的充分理由。

提交给董事会的信息应该结构合理，并且包括了趋势分析和判断基准等内容。另外，董事需要在会议之前就能获取资料，并且保证他们有充分的时间阅读。遗憾的是，提交给董事会的信息经常难以达到这个要求。

董事会主席应该意识到执行董事与非执行董事在关于公司经营和相关问题上的知识存在着较大的差距。后者掌握相关和及时的信息对于他们的正常工作是至关重要的。因此，董事会主席应该特别关注非执行董事的信息需求。否则，非执行董事就会处于不利地位，董事会也不能从他们的才干和经验中获益。

倘若董事没有合理的理由来认定经理层所提供信息是误导或错误的，他们还可以依靠这些信息进行决策。但是，他们不能自动认为这些提供的信息是正确无误的。对这些信息的来源和出处进行调查，以检验是否存在可疑之处，通常是一种合适做法。对向董事提供的关于董事会会议的财务信息进行抽样检查也是正当合理的。

每个董事都应坚持要求的基本信息（通常由董事会秘书负责分发）包括：1. 会议议程：虽然法律上没有规定必须把董事会将要讨论的事项提前通知，但是，向董事提供一份议程是一项好的实践。2. 备忘录：董事有权收到前一次董事会会议的备忘录，这样他们可以在下一次会议召开之前对有关情况仔细考虑，并检查备忘录，以核实是否对至少包括上一次董事会会议所做出的决定等内容进行了正确地记录。3. 财务信息：在董事会会议之前，董事应该从财务董事（或者公司财务负责人）那里收到财务信息，籍此以对公司的绩效进行监督。4. 非财务信息：有关任何质量问题、顾客满意和员工短缺等情况。这类信息可能会非常重要，但经常被淹没在提交给董事会的大量财务数据中。5. 政策信息：与董事会会议上将要讨论事项有关的任何文件的复印件。同时，执行董事的定期报告，使董事能够注意到公司的一些主要特征或问题。

### （三）制定决策

从技术角度来看，董事会层次的决策只能从董事会内部开始。实践中，决策经常是从董事会之外发起，因为事件可能在公司内部，也可能发生在公司外部，进而促使董事会制定决策。如果经理层没有使董事会注意分析企业的风险和机会，那么他们就没有做好他们的工作，因为大量的日常经营管理工作，使他们熟悉企业的情况，可以辨识出各种可供选择的方案以及（可能的）优先选择的方案，以提交给董事会。最重要的是，当董事会认识到需要做出决定时，能允许足够的准备时间，决策前提供有关信息，然后在合适的时间内做出决策。在董事会内部，在警告董事会需要做出决策，并以决策可以形成的方式组织讨论方面，董事会主席通常起关键性的作用。

如果董事会的观点不统一，这种意见的不一致性通常用投票的方式来解决。董事会是讨论和形成一致性观点的重要机制。在运作良好的董事会中，很少需要进行投票决策。如果董事会经常进行投票，说明董事会的分裂趋势明显，公司所努力追求的和谐可能会消失。实际上，如果董事在关键问题上存在分歧的话，最好推迟决策，以进行更多的咨询和收集更丰富的信息，而不是利用投票来决定。成功的董事会合作愉快，不成功的董事会则会由于派别的存在和成员间的敌对状态而分裂。

一般来说，董事会的大量工作都是由各个委员会来完成的。基于每个人的个人专长，董事被委派到各个委员会，这一作法可以使董事会有最佳的能力来应对决策中任何特定的问题。董事会各个委员会必须能够在其职责范围之内，接触公司的主要管理人员，同样在需要的时候也能接触外部专家。因为各个委员会只是董事会较小的组成部分，因此其成员全面参与富有成效的董事会讨论是比较容易实现的。所有董事的这种积极参与，

加强了董事会的凝聚力与有效性。

#### **（四）会议机制**

董事会会议的召开次数因公司而异，对一家公司来说还要取决于该公司所处的环境，或者取决于公司的规模、所要面对的问题，或者取决于竞争环境的变化。

出席董事会的成员必须达到法定人数，以确保事务处理的有效性。一个被正式任命的董事有权也有责任出席董事会会议，如果他经常不出席的话，就可能会失去这个职位。在 1985 年的英国《公司法》关于组织的范例中规定，如果一个董事连续六个月没有出席会议，就失去这个职位，并且董事会可以投票将其解雇。一个不正当地被拒绝参加会议的董事可以进行起诉，并寻求以后不会再被拒绝。然而，这种情形不太可能发生。在实践中，尽管董事并不必须参加所有的董事会会议，但是，他们必须尽可能地多参加会议。他们的出席和贡献是决策制定程序的重要组成部分，特别是在他们拥有一些特殊技能的情况下，譬如财务董事。

董事们的地理分布以及其他责任同样也是影响因素。如果绝大多数董事分布在公司总部附近，那么董事会会议的召开次数会更频繁，开会的时间会更短。与此相反，如果董事们要经过长途跋涉才能见面，董事会会议一般召开的次数会更少，开会的时间会更长一些。现在出现了一种发展趋向，那就是通过远程电信会议召开董事会会议，有的时候借助视频方式，取代了董事们在长途跋涉上花费的时间与费用。这种安排常常看起来是高效的，但是事实上却不如把每一位董事都集中到同一个房间中有效。而且，有的时候远程电信会议比的费用比长途跋涉的费用还要高。

#### **（五）会议备忘录与集体责任**

董事会秘书应该就每一次会议过程准备好详细的备忘录。备忘录记录了董事会的全部正式活动，包括投票表决，记录了投反对票或者弃权票董事的名字。备忘录应该是关于在会议上所做出决策的真实记载，在一些情况下，董事可能会希望对他们做出决策的原因进行记录。对备忘录的记录应该做到简明扼要、准确、客观，并且没有丝毫的模糊和不确定。在两次董事会会议之间，应该誊写备忘录，并使之成为正式文件。在董事会召开下一次常规会议的时候，也许通过信件或者传真方式对备忘录进行表决通过，抑或把备忘录保存起来以备说明和获得董事会的批准。董事应该仔细阅读备忘录，并认识到一旦备忘录获得通过，那就成为了董事会所有审议与活动的正式记录。如果对董事会活动或其监督的有效性表示密切关注或者产生不同意见，这些备忘录就变得异常重要了。原因很简单，如果董事以某种方式批准了董事会的备忘录，那么董事就很难推卸掉，他们对所做出的任何决定而应承担的集体责任。与会议备忘录意见不一致时，董事应该把他的意见在第一可能的时机提出以免除个人责任。如果反对意见没有被记录的话，持有不同意见的董事，应根据事情的严重程度，最好寻求其他一些可能的文件方式，以记录他的观点，他也可能需要寻求一些专业性的建议。在极端情况下，如果一个董事认为董事会批准的一些行动事项是违法的或者不道德的，他应该拒绝同意这个集体决策并辞职。董事是对公司，而不是对董事会负有诚信义务，辞职可能是解除这种义务或免除个人承担决策责任的最佳方式。

1985 年英国《公司法》规定，必须保存所有董事会会议的备忘录。保存备忘录通常是董事会秘书的职责，但这不是法律所做出的规定。我国也是由董事会秘书负责董事会会议的记录与保存。普通法赋予了董事查看备忘录的权力。公司审计员也有法定权力使用董事会备忘录。然而，公司股东和其他人则没有这样的权力。

第三节 监事会的设置与运行

带格式的：缩进：首行缩进：4 字符，编号 + 级别：1 + 编号样式：一，十，百... + 起始编号：3 + 对齐方式：左侧 + 对齐位置：2.92 厘米 + 制表符后于：4.87 厘米 + 缩进位置：4.87 厘米

一、监事会设置的国别差异

虽然各国公司治理结构中都有履行监督职能的机构或人员，但这些机构或人员是设在董事会内部，还是在董事会之外另设专门的监督机构监事会，在国际上并无统一的模式。是否设立这一机构，与一国董事会的模式和构成有十分密切的关系。依据董事会的模式，监事会的设置在国际上有以下三种类型。

（一）公司内部不设监事会，相应的监督职能由独立董事发挥

这种董事会模式即上一节所讲的单层制董事会，以美国为代表（见图 4-6）。在这种模式下，董事会既有监督职能又有决策职能。董事会下设的主要由独立董事构成的审计委员会、报酬委员会及提名委员会，可以看成是公司内部履行监督职能的机构。从对管理层的监督来看，由于独立董事在董事会中占多数，他们不参与决策的执行，相对于管理层的独立性强，因此能够从制度上保证董事会履行其监督职能。在这种情况下，就没有必要在董事会之外再设专门的监督机构来对董事会和管理层进行监督，否则会引起机构职能的交叉和重叠。

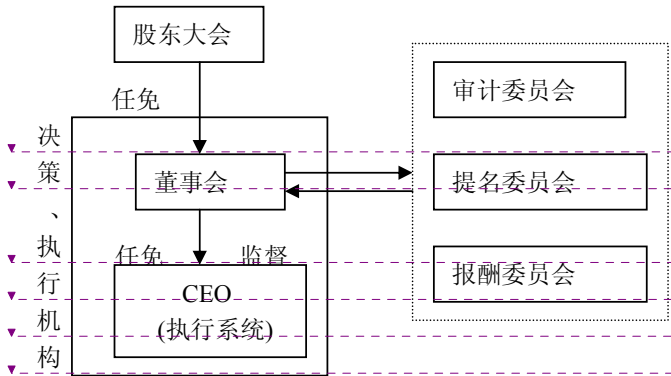
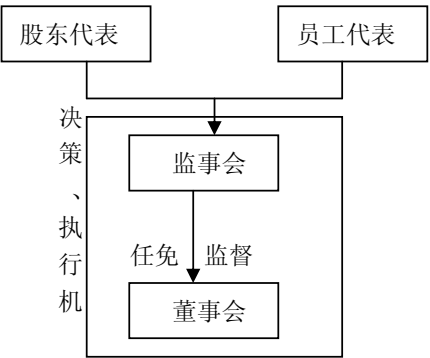


图 4-6 美国公司治理结构模式

- 删除的内容:
- 删除的内容:
- 删除的内容:
- 删除的内容:
- 删除的内容:
- 删除的内容:

（二）设立监事会，且监事会的权力在董事会之上

这种董事会模式即上一节说的双层董事会，以德国为代表。德国主张员工参与公司治理，法律规定员工在 2000 名以上的大企业，监事会成员由股东代表和员工代表构成，各占一半，其中员工代表由员工选举，股东代表由股东大会选举。在这种模式下，监事与董事不能兼任，从而使监督权与执行权从机构上明确分开，而且监事会具有任命和监督董事会成员的权利。这种类型的治理结构可用图 4-7 表示。



构

图 4-7 德国公司治理结构模式

### （三）设立监事会，但监事会与董事会是平行机构，也叫复合结构

这种董事会模式以日本最为典型（见图 4-8），在我国大陆和台湾地区、韩国，以及东南亚的一些国家也采取类似模式。这种模式下的董事会具有决策职能，但由于董事会大都由执行董事构成，因此同时具有执行智能。为了避免监督者监督自己，法律规定由股东大会选举法定审计人（statutory auditors）或监事，对董事和经理层进行监督，其中审计和财务监督是其主要职责。我国大陆在这方面的不同之处是，公司法要求股份公司设立监事会，而且监事会必须有职工代表。职工代表由职工选举，股东代表由股东大会选举，这一点又与德国的监事会有相近之处。

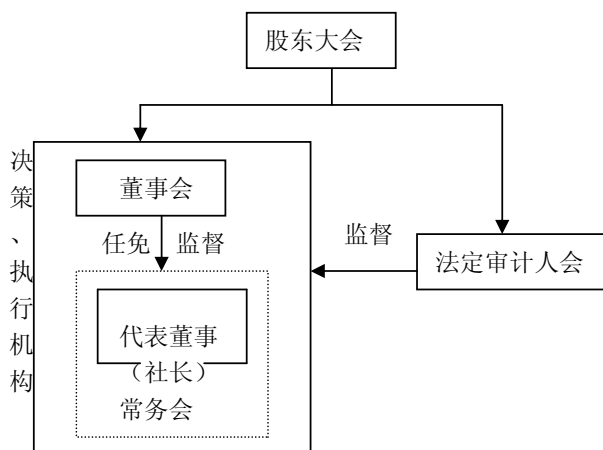


图 4-8 日本公司治理结构模式

在设立监事会的国家或地区，法律赋予监事会的实际职能和权力也有很大差异。在德国，监事会制度已有 140 多年历史，法律规定监事会是公司的最高权力机关。其权力主要包括：（1）董事会成员任免权；（2）公司财务活动的检查、监督权；（3）公司代表权；（4）公司章程中规定的某些业务的批准权；（5）股东大会的召集权等。可见，德国公司的监事会实际上与美英国家的董事会履行相似的职能。尽管它也叫监事会，但与日本和我国公司中专司监督职能的法定审计人会或监事会有本质不同。

日本商法规定，所有上市公司都必须设定法定审计人。它不是公司外部的独立审计人，也不是公司内部的审计人，通常由几个人组成，习惯上称为法定审计人会。法定审计人会作为股东委托的对董事进行监督的机构，其职能是：一是确保公司的经营符合法律、公司章程和股东的利益；二是向股东大会报告公司的经营是否正常，以及由董事会向股东大会提出的议题是否合适；三是参加董事会和其他重要的会议，并从公司经营层得到经营报告和财务报告，对公司包括子公司的运作进行实地检查；四是接受独立审计人会和内部审计机构审计报告；五是如果发现董事做出有损于公司的决策，必须立即向董事会提出建议，并要求停止这类活动。中国的监事会与日本的法定审计人会在职能上十分接近，都是专司监督职能的机构。

## 二、我国监事会的相关规定

### （一）我国《公司法》所表述的监事会

《公司法》第五十二条规定：有限责任公司，经营规模较大的，设立监事会，其成员不得少于 3 人。监事会应在其组成人员中推选 1 名召集人。监事会由股东代表和适当比例的公司职工代表组成，具体比例由公司章程规定。监事会中的职工代表由公司职工民主选举产生。



有限责任公司，股东人数较少和规模较小的，可以设 1 至 2 名监事。董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

《公司法》第一百二十四条规定：股份有限公司设监事会，其成员不得少于 3 人。关于监事会组成和人员产生方式的要求与有限责任公司相同。

## （二）《国有企业监事会暂行条例》所表述的监事会

国务院颁布的《国有企业监事会暂行条例》（2000）第二条规定：国有重点大型企业监事会由国务院派出，对国务院负责，代表国家对国有重点大型企业的国有资产保值增值状况实施监督。

我国各地在《国有企业监事会暂行条例》的框架下对国有企业监事会的人员有各自不同的要求。例如《上海市国有企业监事会管理暂行规定》中要求：（国有公司）监事会成员的数目应为不少于 3 人的奇数。监事会成员一般应包括以下人员：一是出资者的代表（或股东代表）；二是有关方面的专家；三是职工代表。

## （三）《公司法》第五十四条规定：监事会或者监事行使下列职权

1. 检查公司财务；
2. 对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督；
3. 当董事和经理的行为损害公司的利益时，要求董事和经理予以纠正；
4. 提议召开临时股东大会；
5. 公司章程规定的其他职权。

监事列席董事会会议。

在以下特殊情况下，监事会有权代表公司：一是当公司与董事间发生诉讼时，除法律另有规定外，由监督机构代表公司作为诉讼一方处理有关法律事宜。二是当董事自己或他人与本公司有交涉时，由监事会代表公司与董事进行交涉。三是当监事调查公司业务及财务状况，审核账册报表时，代表公司委托律师、会计师或其他监督法人对公司相关情况进行审查。

## 【网络链接 4-2】多了一双“火眼”——上市公司设立独立监事

与去年仅有宝钢股份、仪征化纤、ST 东北电等 5 家上市公司聘请了独立监事的情况不同，今年到目前为止，已经有广州浪奇、安源股份、罗顿发展、南京熊猫、ST 红光等 31 家上市公司聘请了独立监事（据全景网络数据）。这说明继独立董事制度之后，独立监事制度正为越来越多的公司青睐，成为规范公司治理、查错止损的又一双“火眼”……

独立监事制度和独立董事制度作为上市公司治理结构中重要的一种制衡手段，有着不同的特点和权责范围。独立董事由于具有投票权，参与经营战略制定，因此具有“事前监督、内部监督与决策过程监督”的特点。而监事会则表现为“日常、事后、外部监督”的特点，独立监事作为外部监事，可以更好地保障监督的独立性，这是改变目前一部分公司监事会形同虚设的重要手段。

-----资料来源：刘昕：《证券时报》，2002 年 7 月 19 日。

## 三、中国监事会运行机制

在日本，法定审计人通常由公司退休的董事或员工担任，其实际作用与公司法或公司章程的规定存在很大的差别，主要弊端是“只具形式，不具内容”。大多数公司的法定审计人不是按法律的要求发挥作用，而只是走走形式，即使他们非常专心工作，对董事会和经营班子也只能起一定的威慑作用，而很难有实质上的制衡作用。在韩国，很多公司的法定审计人只有一人，连机构都没有，更是“形式重于内容”。<sup>①</sup>

在我国，由于很多上市公司的股权结构中国家股占控制地位，因此股东代表出任的监事

①何家成：《公司治理比较》，经济科学出版社，2003 年版，第 86～87 页。

由控股公司任命，职工代表出任的监事也是如此。在实践中，一方面监事处于党委书记、董事长的领导之下，很难独立地开展监督工作；另一方面，大部分监事并不很熟悉财务、会计、审计和法律知识，也不可能有效地发挥监督作用。近几年来我国公司治理改革的一个重大举措是引入独立董事制度。由此产生的一个问题是，怎样认识及协调监事会与独立董事之间的关系。不少人认为，引入独立董事之后，监事会与董事会在监督职责上会出现交叉或重复，大量引入独立董事会使得监事会的存在成为多余。而本书认为，在我国现有的治理结构下，独立董事与监事会既存在职能交叉或替代的一面，也存在互补的一面。要想使二者相互协调，有效发挥作用，关键是要构造适合中国国情的公司治理监督机制。

### （一）监事会的监督主体

在发达市场经济国家公司治理模式中，以会议体形式出现的监事会（如德国和日本的监事会），是与其以证券市场不发达、管理层在企业中居于支配性地位为基本特征的公司治理制度相适应的。在以内部人控制为特征的治理制度中，设立作为独立监督机构的监事会，能够在董事会外部对管理者形成有效的权力制衡，保护利益相关者的利益。在我国公司法律框架中，监事会不具有德国监事会对董事会那样全面的监督责任。因此，在目前管理层和控股股东控制董事会的情况下，明确监事会的监督主体应该是公司除控股股东以外的其他利益相关者，具有特别重要的现实意义。在公司除控股股东以外的其他所有利益相关者当中，中小股东、公司职工和银行的利益与公司的利益相关性最大，最具有参与监督的动机和能力，监事会应集中代表他们的利益。

明确监事会的监督主体，强化公司内部监督机制，主要应做好以下几方面的工作：（1）为中小股东参与监事选举提供高效、便捷和低成本途径。例如规定公司在财政上对中小股东征集监事选举投票进行补贴，规定代表中小股东的监事必须达到一定数量（通常为1名或2名）等。（2）保证职工利益在监事会中得到充分体现。证监会《上市公司章程指引》规定“公司职工代表担任的监事不得少于监事人数的三分之一”，另外，“董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事”。（3）支持其他利益相关者参与监督。为了能够更好地代表其他利益相关者的利益，在近期内可以优先考虑选任由来自银行的代表担任监事。

值得指出的是，这里讨论的监事会，并不适用于自然性垄断或政策性垄断行业中的国有企业。目前，国家对某些大型国有企业，采取外派监事会负责财务监督、上级党组织负责高层管理者人事任免、管理层负责战略决策的三权分治的作法进行治理，从实践效果看，三方面的监督作用还没有很好地结合在一起。从发达国家的经验看，国有企业由于股权结构的单一性和适用法律的特殊性，多采取董事会和管理层合一、国家通过监事会进行外部监控的治理模式。因此，监事会主要代表着国家所有者的利益，显然，这种监事会和普通股份公司的监事会有着根本的区别。

### （二）监事会的监督内容

1. 在监督重点方面，我国监事会监督和董事会监督的侧重点是不同的

就董事会的职能而言，一个重要的部分是对管理层的决策进行监督，监督重点是决策的科学性，即企业的“风险经营”上。而监事会主要代表除控股股东外的其他利益相关者利益，监事会的监督重点是决策的正当性，即企业的“正当经营”，具体表现为：审查公司决策程序是否合法；公司董事、经理执行公司职务时有无违反法律、法规、公司章程或损害公司利益的行为；对董事会、董事及高级管理人员的尽职情况等事项进行监督，并向股东大会提交专项报告；代表公司参与诉讼。所谓决策的正当性，即决策的制订程序和执行结果不会对除控股股东外的其他利益相关者的正当利益造成损害，在实践中，监事会通常着重对员工工资及福利、利润分配及重大投资、资本结构和经营内容的重大调整等特定决策进行监督，特定决策的范围和内涵应在公司章程或监事会章程中明确规定。

2. 在监督范围方面，监事会的首要监督任务是财务监督，但不应局限于财务监督

从有效保护除控股股东外的其他利益相关者利益角度出发，监事会的首要监督任务是对公司财务的监督，具体监督的相关内容见表 4—9。<sup>①</sup>

**表 4—9 监督公司的财务**

监事会的任务		应采取的行动	所需要的知识、技能与权利	备注
具体内容	(1) 检查公司的财务（包括财务预算和决算、财务会计报告及相关资料的真实性、合法性）	监督财务工作过程、阅读财务资料、召开财务听证会	会计专业知识以及要求公司董事会和经理层及财务部门提供有关财务会计信息的权力	见《上市公司指引》和《上市公司治理准则》第六十四条
	(2) 审核董事会提交股东会财务报告的真实性和完整性	亲自审核或聘请外部审计机构审核。	审计专业知识或聘请外部审计机构的权利	见《上市公司治理准则》第六十条
	(3) 在年报中发表独立意见，对会计师事务所出具的审计意见及所涉及事项做出评价	阅读审计意见和财务报告。列席董事会、经理层会议或阅读会议纪要。调研	审计专业知识和审查公司财务状况的权力	见《上市公司治理准则》第六十条

监事会不应仅仅限于对公司财务进行监督。以日本为例，1950 年的商法明确规定监事会有会计监察权，但是在 1964 年至 1965 年的经济萧条中，大量颇具实力的股份公司由于“粉饰决算”而纷纷倒闭，其原因主要是董事会内部缺乏制衡和决策失误，但这些公司的监事会制度也成为众矢之的。因此，近几年日本商法修订的重点，就是扩大和加强监事会的业务监督权。实际上，明确了监事会的监督重点是与除控股股东外的其他利益相关者利益紧密相关的特定决策，就不难推出监事会应对这些决策享有业务监督权。

### 3. 在监督手段方面，应强调构造监事会的事前、事中、事后全程监督机制。<sup>①</sup>

(1) 信息获取机制。及时、全面、真实地掌握信息，是监事会有效参与决策的前提。除列席董事会、经理层会议，阅读相关文件外，应鼓励监事根据工作的需要直接收集信息，例如《中国上市公司治理的原则和标准》中规定：“监事有了解和查询上市公司经营情况的权利，按规定向董事会秘书和财务部门质询”，“监事会可以召开听证会，就公司的财务状况、董事和经理执行公司职务时的行为以及其他可能对公司利益和股东利益产生重大影响的事项向公司有关负责人进行质询”，“监事会可在必要时另行委托会计师事务所独立或协助审查上市公司财务”。

(2) 决策影响机制。监事会保护除控股股东外的其他利益相关者利益，必须落实到具体的决策制订过程中。较为切实可行的决策影响途径，首先是列席董事会会议和经理会议，陈述意见；其次是在公司章程中明确规定监事会对特定决策拥有否决权；再次是赋予监事会对公司重大决策的停止请求权，例如日本商法规定“董事超出公司目的范围的行为、或违反其他法令或章程的行为，使公司有发生显著损害的危险时，监事得要求董事停止其行为”；最后是强化监事会的临时股东大会召集权，例如《上市公司股东大会规范意见》规定，“监事会提出建议后，董事会必须召开股东大会”。

(3) 绩效评价机制。在公司建立正式而透明的监事和监事会绩效评价的标准、程序的

<sup>①</sup>参考李维安、武立东：《公司治理教程》，上海人民出版社，2002 年版，和李斌、孙青芬的内部论文《监事会的任务与考核》。

<sup>②</sup> 李维安、张亚双：《如何构造适合国情的公司治理监督机制——论我国监事会的功能定位》，《当代经济科学》，2002 年第 2 期。

基础上,应明确规定,在股东大会前,监事会应向股东提供监督工作报告草案,在股东大会上接受股东质询,并做出令人信服的答复,股东大会审议并批准监事会的工作预算;其他利益相关者通过对代表监事的质询,决定是否进行人事更换;监事会的工作报告应公开披露,为市场评价公司的治理状况提供基础。

## 【本章小结】

企业制度是指以产权制度为基础的企业组织和管理制度,其实质是企业内在运行规律的外在形式。企业制度是在漫长的经济历史社会中形成和发展起来的,经历了业主制企业(又称单人业主制企业或独资业主制企业)、合伙制企业和公司制企业(简称公司)三种形式。

董事会是现代企业制度发展到一定阶段的产物。

法律上没有对公司设立董事会做出强制性的规定。在实践中,大多数公司都把董事会当作公司治理的主要机构。大多数公司章程都会包含这样一项,即阐明公司将由董事来管理,他们将会行使所有这些权力。这样,执行权力作为一个整体就归属到董事会。

董事会在各国的公司治理中都发挥极其重要的作用,而每一国家的具体公司又都有自己的董事会特点。可以说任意两个公司的治理结构都不是完全相同的,但是可以用单层制和双层制来划分。

单层制也叫一元制模式,即公司只设董事会,不设监事会。董事会集执行职能与监督职能于一身,对公司运行的监督由董事会和审计等专业委员会承担,其中监督职能在很大程度上是通过独立董事制度来实现的。

所谓双层制,也叫二元制模式,即公司既设董事会,又设监事会,执行职能和监督职能是分开的。董事会负责执行职能,监事会负责监督职能,监事会对董事会有制约作用。

董事会运作程序是保障董事会决策科学、合理的一系列董事会会议的制度安排。

在双层制董事会中,监事会的任务,是代表股东会对于董事会会议程序等是否科学、合理进行监督。

## 【复习思考题】

1. 简述董事会的起源。
2. 董事会与监事会的职能与关系分析。
3. 论述我国公司的内部监督机制。
4. 董事会的发展趋势如何?怎样有效运作?
5. 如何理解董事与监事的义务?

## 【案例讨论题】 未及时披露信息 ST 黄河科技董事会做检查

2000年11月,公司第一大股东与他人达成国有法人股股权转让协议,在该协议尚未被批准前,为解决公司2001年1月底资金急需,通过受让方工作,深圳市中达邮轮有限公司愿出面融资3800万元,借与公司使用,但需公司为此笔贷款提供担保。公司董事会认为该公司资信状况良好,为其提供担保风险不大,且此笔贷款与我方利益关系密切,故做出了为其提供担保的决定。为控制风险,在公司要求下,中达邮轮公司向公司出具了反担保协议。

但由于ST黄河科技近年来经营业绩较差,资信状况不佳,仅由公司担保的这项贷款迟迟不能落实,后由中达邮轮有限公司同时以自身资产为抵押,方才从银行贷到金额为3000万元的款项。公司为其提供的担保期限为2001年3月31日至2002年3月31日。当贷款到

达中达邮轮有限公司后，有关各方在这笔贷款的具体使用方式上发生分歧，且有关股权转让协议无法继续执行，此笔贷款也未能如原先设想那样借给公司使用。

根据《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》第一条规定，公司董事会应及时披露上市担保事项，但 ST 黄河科技董事会并没有这样做。对此，董事会在公开检查中所做的解释是：公司原想在贷款到位后予以披露，但此项贷款落实过程较长，且中间发生一系列曲折，致使公司董事会延长了该项信息披露的时间。公告称，这是公司董事会法制观念不强的表现。目前，为了解除上述担保对公司可能带来的风险，公司正与对方积极联系协商，对方领导也已表示将以提前还贷等方式予以妥善解决。

-----资料来源：<http://finance.sina.com.cn> 2001 年 6 月 2 日 13:45 上海证券报网络版。

**讨论问题：**

1. ST 黄河科技董事会为什么要延长信息披露的时间？
2. 上市公司怎样才能及时披露信息？

## 第五章 独立董事：实质重于形式

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

- 1、了解国内外公司独立董事制度的基本发展历程；
- 2、区分一般独立性和特殊独立性、名义独立性和事实独立性两组概念的不同涵义；
- 3、了解不同治理模式下独立董事的“独立性”差异；
- 4、以当前中国上市公司为例，分析哪些主要因素制约独立董事发挥作用。

### 本章关键词

独立董事 独立性 名义独立性 事实独立性

本章围绕独立董事制度的两个基石—独立性和决策参与展开，从独立董事的引入、独立性的层次、不同治理模式下的特征，以及强化董事会的制度设计等多个角度论述独立董事在整个公司治理体系中的功能和作用。缺乏独立性将导致独立董事难以有效监督执行董事和经理人员，保护股东利益。无法有效获取信息和沟通不足阻碍独立董事为董事会的重大决策提供有价值的依据和建议，从而使独立董事成为摆设的“花瓶”，面临无所作为的尴尬境地。对中国公司而言，股权集中导致的大股东对公司的过度控制，既是独立董事制度设计所针对的目标，又是妨碍独立董事制度发挥作用的主要羁绊。

## 第一节 独立董事制度的产生与发展

由于市场经济发展阶段和经济体制等方面的差异，国内外公司独立董事制度的产生动因存在比较大的差异。一些推动英美国家公司聘请独立董事的基本因素，如平息投资者对经理人员高薪酬的抱怨、降低诉讼风险等，在中国公司中的作用并不明显。而保护流通股股东的利益免受非流通股股东的侵害，这一中国上市公司引入独立董事制度的主要动因，在英美国家并不存在。

### 一、独立董事受到关注

在英美国家，独立董事是指不在公司担任除董事外的其他职务，并与所受聘的公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。

独立董事制度是现代公司制度的衍生物。在现代公司产生的初期，董事会基本上由非执行董事组成。由于大部分公司章程规定董事不能是公司的雇员，也不能从公司领取报酬，所以非执行董事主要从股东中挑选。由股东担任董事的另一个重要原因是持有公司的股份被认为提供了足够的激励尽职尽责。

19 世纪后期，随着通讯技术的发展和交通条件的改善，许多公司开始从事跨地区、跨行业的多元化的经营。公司的决策和计划功能逐渐转移到执行董事手中，董事会开始分工，执行董事与非执行董事的职责区别由此产生。

随着公司规模扩大，公司运作的复杂程度不断提高。在很短的时间内，大部分公司的董事会都被执行董事控制。执行董事最初多是从公司内部产生，后来逐渐过渡到由职业经理人员担任。

这一发展趋势所产生的问题显而易见：拥有决策权的经理人员（执行董事）如何能够自我监督？当经理人员的利益与所有者利益发生冲突时，谁来保护股东的利益？

二十世纪 50 年代以后，由于经理人员薪酬的过快增长和公司面临法律诉讼压力的增加，上述问题开始显露并受到普遍关注。

#### 1、经理人员的高薪酬引发争议

股东普遍对与日俱增的经理人员（主要指 CEO 和其他高级管理人员）报酬感到不满。股东的抱怨主要来自于三个方面：一是如果把经理人员的薪酬决策比作分蛋糕，切蛋糕的刀

子掌握在打工者（经理人员）而非老板（股东）的手中；二是且不说经理人员的报酬并不总是与公司盈利的增长相联系，即使是相联系，公司盈利的增长也很难仅归因于经理人员的工作努力，因为许多影响公司盈利的因素不受经理人员控制；三是经理人才市场的竞争程度不足以成为经理人员获取高薪的正当藉口。

据统计，1957 年整个美国只有 13 个公司的 CEO 薪水达到 40 万美元，到 1970 年，美国 500 家大公司的 CEO 平均年薪是 40 万美元。而到 80 年代初，美国大公司 CEO 年薪超过百万美元的比比皆是。1985 年，美国年营业收入在 50 亿美元以上的大公司，所有经理人员的平均年薪在 40—67 万美元之间。1988 年，美国最大 300 家公司的 CEO 的平均年薪是 95.2 万美元，克莱斯勒公司 CEO 艾柯卡的年薪创记录的达到 1200 万美元。

与美国的情况类似，同期英国公司经理人员的薪酬增长率也非常高。但英国公司经理人员薪酬的绝对量要低于美国，这主要由薪酬结构差异引起。美国公司的高级经理人员拥有本公司股票的绝对额要比英国公司的董事多，其来源于股票红利的收入自然要高得多。

从理论上讲，经理人员与股东的关系是委托代理关系。作为代理人，经理人员有其自身的偏好目标，因此为了使他们的目标与最大化股东收益的公司目标相一致，对他们进行激励是必要的，而工作报酬则是主要的激励手段。而在实践中，由于分散持股，大多数股东并不直接介入确定经理人员报酬的决策过程，他们所主要关注的问题则是支付多高的报酬才能对经理人员产生激励？哪些报酬是不必要的？向经理人员支付不必要的高薪在多大程度上损害了所有者的利益？

受地域、行业、规模等诸多因素的限制，上述问题很难有确切具体的答案。因此，股东与经理人员之间关于薪酬的产生争议不可避免。如果经理人员薪酬增长过快，上述争议会更加激烈。经理人员常以公司利润正在增加为藉口要求高薪。但股东却认为，公司利润的增长幅度远低于经理人员薪水的增长幅度。1981 至 1990 年 100 家英国大公司经理人员的报酬增长了 351.5%，而同期这些公司的盈利增长只有 106.8%。

经理人员薪酬的快速增长还造成了经理人员与普通员工之间报酬差异的增加。1980 年美国 500 家最大公司经理人员与普通员工的平均薪金之比为 50 比 1。1990 年，二者的平均薪金之比提高到 120 比 1。经理人员认为其所从事的工作需要较高的能力、经验和知识，承担较大的风险，普通员工的工作却不具有相同的挑战性，所以他们应该获得高薪。

但股东却认为，管理活动的复杂性并不能成为经理人员要求高薪的正当理由。美国和日本公司的经理人员都从事复杂的管理活动，但薪金的绝对额却相差颇大。1988 年，日本 1000 家大企业社长的平均月薪为 185 万日元，按当时汇率折算，年收入约 23 万美元。其中 100 家最大企业的社长平均年收入约 37 万美元。而同期美国最大 300 家企业 CEO 的平均年薪是 95.2 万美元。值得强调的是，当时日本企业无论是在增长速度，还是在竞争力方面，做的都要比美国企业好。

经理人员认为，与其他国家的经理人才市场相比，美国的经理人才市场是一个充分竞争的市场。为了防止“猎头公司”挖走经营有方的人才，保持公司自身对高能力经理人员的吸引力，并与同行业其他公司争夺人才，公司需要支付高薪招募或留住人才。然而，股东却认为，既然经理人才市场是高度竞争的市场，就应该存在均衡价格（也就是经理人员的平均薪酬）。均衡价格的形成应该是管理活动人力资本的需求方（股东）和供给方（经理人员）之间讨价还价的结果，而不是由经理人员单方面的力量所决定。

总之，股东与经理人员关于薪酬的争议最终的落脚点是由谁来决定经理人员的报酬。持股分散的股东由于投票成本很高不适于直接充当这一角色。经理人员由于自身利益冲突也不适宜于担任这一角色。在这种情况下，独立董事的作用得以突显。请看案例 5-1。

#### **【网络链接 5-1】 强生公司 CEO 薪酬引起争议**



强生公司是位于美国新泽西州的一家制药公司。1994 年该公司董事会确定的上一经营年度经理人员报酬情况是：CEO 的年薪为 138 万美元，其他经理人员为 10.6 万至 60 万美元不等。这一方案提交股东会讨论时引起了很大争议。

许多股东认为这一薪金太高了。因为无论公司的规模和业务复杂程度有多高都无法与国家相比，甚至还比不上政府中的一个下属机构。而作为美国政府的首脑，美国总统的年薪只有 20 万美元，部长及国会议员的年薪也只有 10 万美元左右。与他们相比，公司经理人员近百万美元的年薪太高了。考虑到企业不同于政府的诸多性质，年薪 40 万美元作为上限足以激励任何人做好本职工作。公司经理人员只是雇员而非公司的主人，但是从报酬支付看，他们却领取数百万美元的年薪，外加股票期权和其他报酬，显然是贪婪和滥用权力。公司的盈利事实上与经理人员的报酬也没有直接的相关关系，甚至在利润下降时，他们的报酬仍在增加。这说明董事会已经成了自我永续的集团……

——资料来源：作者根据有关文献整理而成。

## 2、股东诉讼事件大量增加

不仅经理人员的报酬越来越高，独立董事获得的津贴数额也在大幅度增加。1985 年，美国 500 家大公司的独立董事的平均年津贴收入是 4 万美元，每次出席董事会议的会议费为 700 至 850 美元之间。一些独立董事因在多个董事会兼职，收入更高。例如，美国前总统福特在 1980 年总统选举失败后，开始进入商界，先后担任了 AMAX、21CENTURY—FOX、GK 等七个公司的独立董事。他每年来源于此的收入达到了 80 万美元，包括聘请费 12.5 万美元、咨询费 32.5 万美元、公共形象费 30 万美元、津贴 5 万美元。

“没有免费的午餐”，更高的报酬意味着更高的责任。独立董事们发现他们不再是无所事事，只担任荣誉性、象征性的工作。他们必须专注于公司的经营，为股东的财富增值尽心尽力。否则，一旦被确认失职，将面临股东的诉讼，败诉后不得不向股东赔偿损失。据统计，美国 1000 家大公司中，二十世纪初没有一家涉及股东诉讼赔偿案。1978 年有不到十分之一的公司的非执行董事和经理人员卷入了股东诉讼。1979 年有九分之一的公司的非执行董事卷入了股东诉讼。1985 年有约六分之一的公司的非执行董事和经理人员卷入了股东诉讼赔偿案。股东诉讼要求赔偿的数额也越来越大，1966 年威斯汀豪斯电气公司 37 个董事和经理人员涉嫌股东诉讼的金额是每人 13.7 万美元。1974 年，PENN CENTRAL 公司的董事和经理人员被要求赔偿的金额是每人 100 万美元。1977 年 IIBT 公司的 21 位董事和经理人员被要求每人赔偿 650 万美元。1985 年，WTG 房地产公司的 22 名董事每人被要求赔偿数额创记录的达到 1 至 8 亿美元。

值得指出的是，只在美国，股东诉讼事件才时有发生，而在英国，诉讼起的作用并不大。例如，近十几年整个英国仅发生了两起较大的涉及衍生行动的诉讼案件。

随着经理人员损害股东利益事件的增加以及许多大公司的倒闭，投资者不得不重新评价董事会与非执行董事的作用，开始将非执行董事视为股东权益的主要保护者。非执行董事有效行使职能的前提是具有独立性。顺应公司历史发展的趋势，独立董事制度自然而然的出现并逐渐引起了广大投资者的重视。

## 二、引入独立董事制度的意义和作用

引入独立董事制度的根本意义在于，通过独立董事对公司重大决策过程的参与，监督经理人员，促进科学决策，从而最大限度的增加公司价值。这表现在以下几个方面：

第一，对于一名独立董事而言，在公司治理中发挥作用的基础在于独立性派生出的客观性。当公司与经理人员存在利益冲突时，客观性能够帮助独立董事做出相对准确的判断；

第二，如果公司已经持续经营很长一段时间，经理人员很容易形成关于市场状况的错误认识，导致他们对本行业今后的发展趋势做出错误的判断。独立董事由于能够置身于公司繁杂事务之外，可以从不同的角度来分析问题，因而能够帮助经理人员识别市场发出的预警信号，认识到公司可能面临的潜在危机和商业周期的影响；

第三，许多公司选择独立董事的一个重要原因是由于他们在管理大型项目、设计和实施股票期权计划、安排国际国内贷款等方面具有丰富的经验和特殊的知识和才能。另外，独立董事还可以在公司处于上市、退市、接受重大贷款、并购、CEO 继任等重要阶段时，帮助公司渡过难关。例如，如果公司想整体出售，一个较好的办法是任命一名具有公司并购经验的独立董事负责与各方谈判，而经理人员则集中精力增加公司的价值；

第四，当公司由一个强有力的 CEO 控制时，独立董事可以避免其过度一手遮天，及时识别和限制不当行为；

第五，当前投资者对公司的社会责任要求越来越高，来自社会各方的压力促使董事会必须将公司的社会责任问题提到董事会的议程上来。许多公司为此专门聘请了擅长处理社会责任事务的独立董事负责监督公司的行为是否符合社会道德规范。

在英美国家，独立董事被看作一个站在客观公正的立场上保护股东利益的重要角色。人们普遍预期独立董事能够承担发现公司经营的危险信号，对公司的违规或不当行为提出警告的责任。如果独立董事没有事先发现公司的违规或不当行为，就会受到股东和社会的谴责，甚至面临诉讼。另外，独立董事由于不依附于任何利益集团，他们可以在监督公司经营管理、提高公司绩效、保护股东权益等方面发挥更多的作用。

### 三、我国公司引入独立董事制度的历程

中国公司最主要的委托代理问题就是大股东剥削小股东。大股东及其经理人员（大股东的代理人）控制董事会和公司的经营管理，导致公司治理结构严重失衡，缺少监督，损害中小股东利益的现象时有发生。大股东控制还直接导致了我国公司行为短期化以及公司与控股股东之间的不正常关联交易，甚至出现公司成为控股股东的“提款机”。在这种情况下，独立董事的引入被寄予厚望，希望其能够部分解决公司内部制衡缺乏的问题，并弥补部分监事会的监督作用。

独立董事制度在我国股份公司的引入，首先是从赴境外证券交易所上市的公司中开始的。由于纽约证券交易所、香港联交所等境外证券交易市场都要求上市公司必须建立独立董事制度，因此，为达到境外证券交易所的上市标准，境外上市公司根据有关的要求聘请了独立董事。例如，1993 年青岛啤酒发行 H 股，并按照香港联交所的有关规定设立了两名独立董事，从而成为第一家引进独立董事的 H 股公司。

中国证监会于 1997 年 12 月 16 日发布的《上市公司章程指引》中第 112 条首次提出“公司根据需要，可以设立独立董事”。该条款规定独立董事不能是：公司股东或股东单位的任职人员；公司的内部人员（如公司经理或公司雇员）；与公司关联人或公司管理层有利益关系的人员。但是，该条款为选择性条款，不要求上市公司强制执行。

国家经贸委、中国证监会于 1999 年 3 月 29 日联合发布的《关于进一步促进境外上市公司规范化运作和深化改革的意见》中，也对境外上市公司如何建立健全独立董事制度提出了要求：公司应有 2 名以上的独立董事；独立董事所发表的意见应在董事会决议中列明；公司的关联交易必须由独立董事签字后方能生效；2 名以上的独立董事可提议召开临时股东大会；独立董事可直接向股东大会、中国证监会和其他有关部门报告情况。

在 2000 年 4 月召开的全国企业改革与管理工作会议上，国家经贸委明确提出，今后要在大型公司制企业中逐步建立独立董事制度。

上海证券交易所于 2000 年 11 月制定了《上海证券交易所上市公司治理指引》就上市公

司建立独立董事制度作了较为详细的规定：公司应该至少有两名独立董事，且独立董事应占董事总人数的 20%。当公司董事长由控股公司的股东的法定代表人兼任时，独立董事占董事总人数的比例应达到 30%。当公司决策面临内部人控制和同控股股东等之间存在利益冲突时，独立董事可征求外部独立顾问的咨询意见，公司应为此提供条件。独立董事应保证投入足够多的时间履行其职能，并应获得与其承担的义务和责任对应的报酬。独立董事在就职前应其是否有足够的时间和精力履行职责向董事会做出声明。

2001 年，中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求 2003 年 6 月 30 日前各上市公司董事会成员中至少应包括三分之一的独立董事。其后，国务院国资委等部门也下发文件，在国有控股公司中推行独立董事制度。

#### 四、与强化独立董事制度相适应的治理体系调整

针对经理人员薪水增长过快、股东诉讼案件大量发生的现状，为了更好的保护投资者和公众的利益，防止执行董事及经理人员滥用权力的事件发生，英美各国的公司治理体系都发生了相应的变化：成立了专门的治理机构，颁布了详尽的规章制度和条款，从强化内部自律和外部监督两个方面推动独立董事充分发挥作用。

##### 1、美国公司治理机构的相关规定

美国是实行独立董事制度的最早的国家之一，1934 年颁布的《证券交易法》就涉及到了“非雇员董事”（Non-Employee Director）。1940 年《投资公司法案》对投资公司中独立董事的比例做出了要求，规定在该类公司中独立董事的比例不低于 60%。自此以后，许多机构和公司根据自身的特点和要求对独立董事做出了各式各样的规定。

第一，美国证券交易委员会（SEC）的规定。SEC 成立于 1934 年，最初的目标是保护投资者和公众在证券交易中的利益。SEC 发布了许多有关独立董事制度规则：

1980 年，SEC 要求上市公司董事会向其汇报 3 个最高收入的经理人员的报酬。1985 年，SEC 又做出修改，鉴于汇报报酬未能充分反映公司经理人员的整体收入情况，因此公司应该向其汇报 5 个最高收入的经理人员的总收入。又鉴于许多公司把经理人员的基本薪金与股票收益分开汇报而可能导致的误导，1987 年，SEC 要求公司汇报的经理人员报酬不仅要包括总收入，还要在下面列明具体事项（基薪、股票收益、长期收入等）。

进入九十年代，SEC 要求独立董事应该在制定经理人员报酬计划中发挥主导作用、公司董事会中必须设置由独立董事组成的审计委员会。SEC 还要求所有被指控违反法律的公司必须改组其董事会，加入更多的外部董事，以使外部董事在董事会中占优势。例如，当菲利浦石油公司被控进行了 150 万美元的国内外政治捐款后，SEC 要求其由 3 个独立董事和 8 个执行董事组成的董事会改组成由 9 个独立董事和 8 个执行董事组成的董事会。

第二，美国法学研究所的指引。独立董事应该与公司及其经理人员没有任何“实质性”关系。“实质性”关系包括过去两年曾被公司雇用，是公司雇员的亲属，过去两年曾经从公司取得超过 20 万美元的收入，是公司聘请的律师或投资顾问等。

第三，商业圆桌会议（BRT, Business Round Table）的规定。独立董事的“独立性”可能受到许多因素的影响，包括独立董事个人与公司的关系、独立董事的职业与公司的关系，等。如果存在这些关系，董事会应该做出适当判断以确定对“独立性”的影响。

##### 2、英国公司治理机构的相关规定

1992 年英国“公司治理委员会”提出了《示范行为准则》，该准则由 Cadbury 爵士领导制订，故称 CADBURY 报告。共分“董事会”、“独立董事”、“执行董事”和“报告制度与控制”

四个部分。其主要内容如下：

(1) 董事会的主要职责是对公司实施完全的、有效的控制，并对公司经理人员实施监督。董事会内部必须建立明确的分工与制衡体系，任何单个董事均不得享有不受约束的决策权。在董事长同时兼任总经理的情况下，董事会成员中应当设立独立董事召集人。董事会成员中必须包括一定数量、经验丰富的独立董事。董事会必须制定正式的决策程序以确保董事会的决策权不致旁落，并有助于每个董事发表独立的、专业性的见解。董事会秘书的职责是保证董事会议符合程序性规则，为董事提供有关公司运行的信息和建议，解除董事会秘书职务必须经董事会议讨论通过。

(2) 独立董事必须对公司战略规划、资源配置、重大经营决策、关键职位的任命和行为准则的确定等问题做出客观的判断。独立董事中的大多数成员应当独立于管理层，应当与公司没有任何会影响其做出独立判断的业务关系。独立董事津贴必须体现他为公司工作的时间和努力程度。独立董事的任命必须有特定的任期，重新任命不得是自动的。独立董事的选任必须经正式的程序。

(3) 经理人员的服务契约未经股东会批准不得超过 3 年。经理人员的全部报酬必须完全公开，董事会须分别就各项报酬与业绩之间的关系做出说明。经理人员的报酬应当由独立的独立董事主导制定。

(4) 董事会有义务对公司状况做出公正的、可理解的评估。董事会与审计人员之间的联系应是客观的、职业性的。董事会应当设立不少于 3 名独立董事参加的审计委员会，并对他们的职责和权力做出明确的书面规定。审计人员做出审计报告之前，董事会须就他们对准备财务账册的职责做出说明。董事会应当报告公司内部控制体系的有效性。

(5) 董事会至少应该有 3 名独立董事，独立董事应该具有独立性，董事长可由独立董事担任。

(6) 在任命董事的时候，应该向他提供一份董事会具体决策事项的安排表，这个安排表由该董事保存到任期终止，必须包括的内容有：有关公司及其下属部门的资产处置及兼并事项；投资、资本计划；授权程度及债券政策及风险管理政策。

(7) 董事会应该订立决策规则，并就决策程序达成一致。已确立的决策规则和程序应以董事会决议的形式正式表达出来。

(8) 应该由董事会（而不是某个或某些成员）判定独立董事是否具有独立性。对于董事可能获得的个人利益信息应在董事会公报中予以表述。

(9) 为了确保独立性，独立董事最好不要介入公司的股票期权及养老金计划。

(10) 对独立董事的任命书要载明职权、任期、津贴、评价标准等内容。

(11) 独立董事应在提名委员会中占有优势（表决权），提名委员会主席应由独立董事担任，或由董事长兼任，提名委员会应有例行的选拔程序和报告制度。

(12) 在董事会报告中应对报酬委员会成员的资格进行说明。报酬委员会主席应在每年的股东会上就执行董事及高级经理人员报酬的制订原则、执行情况回答股东的提问。

(13) 在董事会报告中陈述的事项应有相应的财务报表提供数字支持，应从优势和劣势两方面陈述公司的业绩和前景，表述应该明确简捷能被股东所理解。

(14) 报酬委员会应主要由独立的独立董事组成，如果该委员会主席不是董事长兼任的话，应由独立董事担任。关于报酬的决策应该由那些不由他们的建议中获取好处的入做出。由公司领取全部报酬的执行董事不宜进入报酬委员会，报酬委员会成员从公司获取的收入只能是津贴性质的收入。

(15) 在报酬委员会召开会议进行决策时，有关的执行董事不能参加；在确定下属人员的报酬时，总经理有权参加会议并提出建议：对于董事长，无论是否兼任 CEO，其报酬应由独立董事确定。

(16)针对有些公司在董事会章程中用具体条款规范报酬委员会职责,而有的公司仅在董事会议记录中对报酬委员会的成员资格及责任进行描述的现状,建议董事会应对报酬委员会的职责、权限进行正式的确认,并付诸于文字条款。

(17)董事会所有成员都应该清楚谁是报酬委员会成员,他们的职责是什么。报酬委员会的工作是在实施董事会有关报酬的决议的前提下展开的,这些董事会决议将确认:与同行业公司类似人员相比较,本公司执行董事的报酬处于什么样的位置;公司希望经理人员与工人的报酬保持一种什么样的关系;在公司从事跨国经营的时候,执行董事的报酬决定应在怎样的程序上考虑到其他国家的生活费用;对于具有优秀的管理才能,很容易被其他公司“挖走”的执行董事应规定怎样的例外原则。

(18)报酬委员会应对构成执行董事报酬的所有部分的确定负责任,这些部分包括:基本工资,与业绩相关的利润分享计划;股票期权;津贴及其他收入。至于这些部分之间的相互比例,根据公司所处的行业地位、财务状况、公司规模等条件决定。

(19)报酬委员会应对执行董事的薪酬进行公开,公开的内容包括:分别公布薪金收入与业绩收入;对确定业绩收入所采用的原则及其适用期限进行说明;对长期激励计划要做出具体说明,包括享受这一计划的执行董事的资格、数量,公司的财务状况达到什么程度才适用这一计划,这一计划将对公司的股票价格产生什么影响。

(20)对审计委员会提出如下要求:

审计委员会是董事会下属的次级委员会,它向董事会汇报,对董事会负责。它应该具有关于成员资格、权限和职责方面的详细规定,每年至少开二次会议。

审计委员会至少应有3名成员,这些成员应该是独立董事,其中具有独立性的独立董事应占多数。

审计委员会召开会议时,公司外部审计人员、公司内部审计负责人、公司财务经理应参加,其他董事也可列席。

审计委员会每年至少要召开一次没有执行董事参加的会议。

审计委员会应由充分的权力执行所司的职责,应有充足的经费保证,应该获得充分的信息。为了获得外部资源,必要时,审计委员会可聘请公司外部专业审计人员提供帮助。

在董事会报告中应对审计委员会成员资格进行说明,审计委员会主席应在每年的股东大会上就其所司职责回答股东的提问。

(21)审计委员会成员职责包括:

在公司财政年度结束时,对该年度的损益状况做出公正的评价并提供相应的财务资料。承诺在提供财务报告时遵循会计准则、谨慎判断和理性的原则。

证实公共会计准则已经被执行,附加必备的解释。

为了防止造假和违规事件的发生,保护公司的资产,应保存足够的会计记录。

## 第二节 独立董事的独立性

“独立性”是独立董事制度的基石。现代经济理论主要从契约及委托代理关系的角度来论述与“独立性”有关的相关概念。根据契约和委托代理关系的性质,“独立性”存在一般独立性和特殊独立性、名义独立性与事实独立性的区分。

### 一、“独立性”的不同层次

#### 1、一般独立性与特殊独立性

从理论上,如果将企业看作是“一系列契约的集合体”,则“独立性”可以划分为一

般独立性和特殊性。

一般独立性描述一个具有对称信息、完全流动性的经济主体（个人或企业）根据自身的偏好目标，选择进入或退出某一契约的自然状态。而特殊独立性描述一个具有非对称信息、不完全流动性的经济主体（个人或企业）根据自身的偏好目标，基于已有信息和流动性状况，选择进入或退出某一契约的自然状态。

所谓对称信息，是缔约双方对订立契约所需要的条件、所造成的结果有着全面的、一般的了解。非对称信息则是指缔约一方具有另一方所不了解的私人信息，利用这一优势，具有私人信息的一方可以对缔约过程进行操纵，从而取得对自身更为有利的结果。

完全流动性是指缔约方进入或退出某一契约不会受到任何条件限制。不完全流动性则是指缔约方进入或退出契约要受到限制，只有在支付一定成本的情况下，才能进入或退出契约。

董事会可以看作是由执行董事（经理人员）和独立董事订立的一组契约。执行董事的偏好目标是报酬最大化，独立董事的偏好目标是股东收益最大化<sup>④</sup>。通过订立契约，双方找到相容目标，既能最大化股东收益，以能使执行董事获得较高报酬。

在一般独立性的前提下，独立董事具有关于公司运行的所有信息，能够对执行董事所有的决策活动进行判断，并进而做出“支持”或“反对”的决策。例如，面对执行董事制订的公司长期发展战略，具有一般独立性的独立董事能够迅速提出“支持”或“反对”等意见，因其对公司的外部环境、内部资源和管理体制有着完全的了解。

在特殊独立性的前提下，可以区分两种情况。第一，独立董事可能不具有关于公司运行的所有信息，只能够对执行董事决策活动某一方面的合理性做出判断，但在提出“支持”或“反对”意见时却不会受到任何流动性的限制。例如，如果一个独立董事因为具有技术特长能提供专业知识而成为公司董事会的一员，当面对执行董事制订的长期发展战略计划时，他能够就该计划在技术上的可行性迅速做出判断，并提出“支持”或“反对”意见。但独立董事的意见并不具有完全的权威性。战略计划涉及公司运行的各个方面，技术只是其中的一个因素，董事会关于战略计划的决议只能是考虑了各方面因素的综合结果。当董事会的决议与独立董事的意见相左时，独立董事面临两种选择，退出董事会或改变自身看法接受董事会决议。前者，他的独立性得到了充分体现；后者，他失去了独立性。

第二，独立董事具有关于公司运行的比较完全的信息，能够根据自身的偏好目标对执行董事的决策活动进行判断，但对提出“支持”或“反对”意见时却受到流动性的限制。例如，如果一个独立董事是公司的前任 CEO 的下属，面对现任 CEO 制订的公司长期发展计划时，基于对公司的了解，他们能够对该计划的合理性与可行性做出迅速的判断，但在表述意见时却羁绊重重：如果是前任 CEO，他不能否定过去，因为那样做等于否定自己。如果是现任 CEO 的下属，他们在表述意见时就要慎重，因为那样做可能会激怒现任 CEO 而产生于己不利的结果。如果他们能够完全根据自身偏好目标提出意见，则具有独立性，否则，就失去独立性。

从定义上看，一般独立性只是理论上的抽象，在具体的公司治理模式中并不存在。它的作用不在于解释现实，而在于勾画出未来努力的方向。从信息对称的角度看，独立董事因其在行业背景、任职经历、工作时间等方面的劣势，不可能具有与执行董事完全对称的信息。特殊独立性的意义在于：首先，它指明了独立董事独立性的基础，减少利益关联，保持流动性。其次，它强调了即使存在利益关联，独立董事也可存在一定程度的独立性。

## 2、名义独立性与事实独立性

在公司实践中，“独立性”有名义和事实的区分。名义上的“独立性”是指担任独立董

---

<sup>④</sup>作为股东的代理人，独立董事与股东之间存在目标偏好上的差别，这里假设股东可以设计出某种机制，实现二者目标的相容。

事的人员符合市场监管部门有关独立董事“独立性”的相关规定，具备担任独立董事的资格。例如，大多数国家的公司治理原则都明确提出独立董事不能从上市公司获取除津贴之外的其他报酬。如果一个独立董事获取了其他报酬，他就失去了名义上的“独立性”，也就丧失了独立董事的资格。

事实上的“独立性”是指独立董事在公司重大决策参与方面能够做出独立判断并发挥相应的作用。由于独立董事代表股东的利益，独立董事面对公司重大决策时，能够对决策的性质和影响做出独立判断，基于股东的利益采取相应行动。例如，公司经理层提出将公司一部分优质资产分拆出去，形成另外一家新的公司。通过相应的股权设计，控股股东对这家新的公司仍然具有控制权。其他股东则会由于公司优质资产“流出”而利益受损。在这种情况下，具有事实上的“独立性”的独立董事应该根据对此种交易性质的判断提出“反对”意见，保护其他股东的利益。否定，他就失去了事实上的“独立性”，但这并不意味着他会丧失独立董事资格，因为是否具有事实上的“独立性”很难如名义上的“独立性”那样能够直接做出判断。

### 【案例 5-1】“花瓶” 独立董事：状告监管机构

“郑百文事件”作为中国股市的标志性事件曾给出了太多悬念—虚假上市、虚增利润、信达收购、三联过户。其独立董事状告证监会也引发了对独立董事制度的第一次全面思考。

郑百文弄虚作假事件披露后，2001 年 9 月 27 日，中国证监会做出决定：对郑百文董事长和副董事长分别处以 30 万元和 20 万元罚款；对包括独立董事在内的全部董事处以 10 万元罚款。这在我国证券市场开了先河，使得我国独立董事的尴尬处境被凸显放大：一方面可能成为“摆设”，另一方面又因“摆设”而被市场“打板子”。

接到行政处罚决定书后，该公司独立董事向中国证监会提出了行政复议，要求免除罚款。证监会却做出维持原处罚决定的行政复议决定，认为独立董事应当对董事会决议通过的有关上市申报材料、年度报告的真实性、完整性负责。不能以不在公司任职、不参加公司日常经营管理、不领取工资报酬或津贴等理由主张减免处罚。之后，该独立董事向北京市一中院起诉证监会被以“超过法定诉讼期限”为由驳回。该独立董事不服，提出上诉。法院却做出终审裁定维持原判。

在这起案件中，该独立董事不服中国证监会行政处罚的主要理由就是对于自己在郑百文公司“董事”身份的认定。中国证监会认定其担任的是董事，应该对郑百文公司违规行为承担直接责任的董事。该独立董事则一再宣称自己实际担任的是完全独立于公司管理层、不参与公司经营管理、不拿任何报酬的“独立董事”、“花瓶董事”。

## 二、不同治理模式下独立董事的“独立性”

公司治理模式反映了公司治理体系的整体特征。独立董事制度是公司治理体系的重要组成部分。由于公司治理体系的不同组成部分之间以及不同治理机制之间存在交互作用，独立董事制度作为治理机制的有效性受到不同程度的影响，具体表现为他们在“独立性”方面的存在差异。

### 1、英美模式

在英美模式下的“单层制”董事会中，独立董事主要指的是董事会中的外部董事。担任外部董事的人员通常是具有专业知识、管理经验、社会影响力的人员。在成为董事之前，外部董事一般不能持有公司的股份。在成为董事之后，外部董事可以持有公司股份。外部董事

的“独立性”源于他们与公司内部人之间利益关联较少，能够根据自身的偏好目标对公司的重大决策做出判断，并提出“支持”或“反对”意见。外部董事的“独立性”受限于外部董事与公司内部人之间的信息不对称，在很多情况下，他们所做的判断在客观性与准确性方面并不充分。

## **2、德日模式**

在日德模式下的双层制董事会中，独立董事主要指的是代表公司主要利害关系者利益的非执行董事（或监事）。担任独立董事的人员通常是公司的前任经理人员、互相持股的关联公司代表等。独立董事的人选经常受公司 CEO 的暗中操纵。独立董事的“独立性”源于对公司业务的了解，与公司内部人之间信息非对称程度低。独立董事的“独立性”主要受限于他们的流动性，由于利益关联，独立董事很难对公司内部人的提议提出反对意见。

## **3、东南亚模式**

在东南亚国家和地区的上市公司中，独立董事数目众多，但独立性较差。因为这些上市公司的一个最突出的特点就是大股东对公司具有超强的控制力。董事会的重要决策，包括独立董事的提名和更换，基本上由大股东决定。独立董事既受限于信息不对称，又不具有流动性，很难在公司治理中发挥有效作用。

# **三、不同国家公司法对“独立性”的界定**

从最广泛的意义上，独立董事的“独立性”涉及到公司运行整体框架的构建。这个框架由法律体系，参与人之间的契约和社会道德规范组成，其中法律体系居于主导地位。下面是一些国家公司法对独立董事“独立性”的界定。

## **1、英国公司法**

独立董事非经股东大会批准不得从公司购买大额资产。大额资产是指超过 5 万英镑的现金或超过公司总资产 10% 的非现金资产。

独立董事可以持有公司股份，但必须无偿取得。独立董事在买进或卖出公司股份时，需公开披露。

独立董事一般不能从公司获取报酬。独立董事的津贴、差旅费用等应在公司财务报告中加以反映。

独立董事不能向公司贷款，或要求公司提供贷款担保。

## **2、特拉华州公司法（美国）**

独立董事可以持有公司股份。

担任独立董事的人员不能与公司存在“重大”利益关联。不存在重大利益关联是指在过去的两年中未受雇于公司，不是公司主要经理人员的亲属，未与公司发生总额超过 20 万美元的交易，不是受聘于公司的律师或投资顾问。

## **3、密歇根州公司法（美国）**

担任独立董事的人员在过去 3 年内不得是公司的雇员，未与公司发生总额超过 100 万美元交易。

独立董事的任职时间不得超过 3 年。如超过 3 年，可以作为董事留任，但失去独立董事资格。



#### 4、中国公司法

独立董事不得自营或者为他人经营与其所任职公司同类的业务或者从事损害本公司利益的活动。从事上述活动所得收应当归公司所有。独立董事除经公司章程或股东大会同意外，不得与公司订立合同或进行交易。

### 四、公司治理章程对“独立性”的指引

除公司法之外，一些国家和地区的证券交易所等市场中介机构推出的公司治理章程对独立董事的“独立性”提出了具体的指引意见。

2003 年，纽约证券交易所明确将聘用某人担任独立董事的公司和此人所就职公司之间的财务关系作为判断独立董事“独立性”的标准。如果两家公司之间存在资金往来，且两家公司中的任一家总收入的 2%以上来自对方公司，或来自对方公司的收入达到 100 万美元，其员工若在对方公司担任董事则不能被视为独立董事。另外，如果董事及其直系亲属在从公司离职前的五年中每年所获的报酬较公司付给董事的正常报酬高出 10 万美元的话，他们将被视为不具独立性。如果独立董事每年获取的报酬超过 10 万美元，董事会应对其独立性进行评价。

香港联交所《上市规则》对独立董事提出如下要求：一是诚实与善意地以公司的整体利益为重行事；二是为适当目的而行事；三是对上市公司资产的运用或滥用负责；四是避免实际及潜在的利益同其职能冲突；五是全面及公正地披露与上市公司订立的合约中的权益；六是以应有的技能、谨慎和勤勉行事，并具备相当的知识及经验。

香港公司治理委员会从四个方面评价独立董事的独立性。第一，是否持有上市公司已发行股本总额百分之一或者以上的股权；第二，是否在上市公司或者它的附属公司的业务中拥有任何财务或者其他权益；第三，是否与上市公司的关联人士有联系；第四，是否在上市公司集团内担任重要管理职责。

如果一名独立董事有以下情况，其独立性就应受到质疑：第一，他持有公司任何类别已发行股本 5%以上的股份。第二，他曾经从公司或者公司的关联人士通过馈赠或者其他财务资助方式取得公司证券的权益。第三，他是某专业咨询公司的董事或者合伙人，而该专业咨询公司现在或者在过去两年内曾提供服务予公司。第四，他在涉及公司、控股股东或者附属公司的业务活动中获取重大权益。第五，他与某一股东或者某一些股东关系密切。第六，他在董事会是特定为保障某些人士的利益，而这些利益与整体股东的利益并不一致。第七，他现在或者在过去两年内曾与公司任何董事、行政总裁或者大股东有关联；第八，他现在或者在过去两年内曾是公司、公司集团内任何成员公司、或者公司的关联人士的行政人员或者董事；第九，他作为公司及其控股公司或者附属公司的董事收取薪酬，并以此为主要收入来源。

中国证监会于 2002 年底发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》对独立董事的独立性做出诸多限定。第一，独立董事及其直系亲属、主要社会关系不得在上市公司及其附属企业任职。第二，独立董事及其直系亲属不是直接或间接持有上市公司已发行股份 1%的股东，也不是上市公司持股比例前十名股东。第三，独立董事及其直系亲属不在直接或间接持有上市公司已发行股份 5%以上的股东单位任职，也不在上市公司前五名股东单位任职。第四，独立董事在最近一年内不具有上述三项所列情形。第五，独立董事不是为上市公司及其附属企业提供财务、法律、管理咨询、技术咨询等服务的人员。

英国公司治理委员会于 2002 发布的报告提出，为了确保独立性，独立董事不应该介入公司的股票期权和养老金计划。独立董事不应从公司获取除津贴及旅行费用之外的其他报酬。董事会应该就独立董事的独立性状况做出整体评价。

### 第三节 独立董事作用及其决策参与机制的设计

引入独立董事制度的主要目的是解决上市公司存在的委托代理问题，实现股东价值最大化。然而，许多人对独立董事是否真正具有“独立性”持怀疑态度，甚至明确提出独立董事是“花瓶”董事，看上去很美，但不具有实用价值。例如，美国安然（Enron）公司有多名独立董事，其中不乏财务专业人士，从董事会结构看，应该能够实现有效的公司治理。然而，公司的财务“丑闻”不仅导致自身破产清算，还使世界上最大的会计师事务所之一的安达信（Arthur & Anderson）倒闭。“德隆系”、“郑百文”等中国证券市场丑闻中也不乏对独立董事的抨击之声。独立董事能否在公司治理体系中发挥作用？发挥多大作用？等等这些问题都需要做出深入探讨。

本节首先分析当前中国上市公司中制约独立董事在公司治理体系中发挥作用的因素，其后针对这些因素，提出在实践中应主要从哪些方面评价独立董事的作用，最后探讨强化董事会、提高独立董事决策参与能力的制度设计。

#### 一、制约独立董事发挥作用的主要因素

前文已经指出，中国上市公司存在的主要委托代理问题是“内部人控制”和“大股东剥削小股东”。这两个问题既是引入独立董事制度所针对的目标，又是制约独立董事发挥作用的基本因素。具体而言：

##### 1、过度集中的股权结构导致独立董事缺乏流动性

一方面，由于许多上市公司是由国有企业转制而来，国有股权比重很高，政府作为大股东和国有资产受托管理机构混为一体，股份有限公司固有的治理结构被打破，政府可以越过公司法规定的法人治理结构直接聘用和解聘董事长和总经理，股东大会在制约董事会和经理层方面很难发挥直接作用。另一方面，股权结构过度集中使控股股东有绝对的力量来控制董事会和经理层，独立董事的提名和更替均受到控股股东的操纵，流动性不足导致独立董事很难在董事会中对控股股东的代理人产生制衡。

##### 2、治理机制不相容限制了独立董事的影响力

当前，上市公司“股权分置”，导致了許多依赖于市场自动调节发挥作用的治理机制失效。由于大量的国有股和国有法人股不流通，用脚投票、兼并收购和代理权争夺等外部治理机制难以发挥作用。作为一个完整体系，公司治理的实际效果取决于不同治理机制之间的交互作用。在外部治理机制缺乏的情况下，作为内部治理机制的独立董事制度无法得到相容的外部治理机制的支撑，效果肯定会大打折扣。

##### 3、上市公司经理人员缺乏聘请独立董事的动力

国外上市公司聘请独立董事除了满足法律规定之外，还具有其他方面的考虑。一方面，公司聘请独立董事表明公司愿意接受社会的有效监督，可以降低公司的筹资成本。另一方面，在面对股东诉讼时，管理层可利用独立董事来保护自己。在公司的管理层进行利益冲突的交易行为时，可以利用独立董事的批准来避免股东的诉讼。在中国当前的市场环境下，尽管存在一些股东诉讼案例，但是，管理层面临的诉讼风险并不大。中国的公司法并未规定股东可以起诉管理层的自我交易行为，也没有规定公司管理层可以得到独立董事批准为由，来对抗这种诉讼。上市公司聘请独立董事基本上是迫于监管部门和股东的外在压力，而不是期待能够获得相应的收益，所以动力不足。

#### 4、独立董事能力欠缺

当前许多上市公司的独立董事是来自于高等院校和科研机构的专家学者。他们与公司较少利益关联，具有较强的独立性。他们在各自的领域可能具有较深厚的专业知识，但对于上市公司所处的行业背景、竞争环境、业务运作可能并不完全了解，在很多情况下，难以为董事会提供战略决策支撑。加之许多独立董事忙于自身专职工作，无暇顾及公司事务，无法真正参与公司运作，即使有能力也不能为公司发展做出更大贡献。从公司的角度看，独立董事难免给人以“华而不实”的感觉，聘请独立董事的意愿自然大打折扣。

#### 5、独立董事受制于诉讼风险

和一般的董事一样，独立董事在行使权力的同时，是要承担风险的。如果中小股东认为董事会的一项决议损害了投资者利益，在查阅董事会的记录后，那么投票赞成这项决议的董事就可能被卷入诉讼。因此，独立董事在决策的同时承担了一定的风险，为了维护独立董事自身的利益，就需要有一种风险转嫁机制来分散独立董事可能面临的风险。如果这种风险转嫁机制缺乏，独立董事将通过减少参与决策来回避风险，他们在公司治理体系中的作用自然被削弱了。

## 二、独立董事作用评价

独立董事制度是当前上市公司治理改革的重点内容。中国证监会于 2001 年出台了“上市公司建立独立董事制度的指导章程”对独立董事的人数、专业素质、报酬等内容做出了详细规定。然而，如果仅仅基于独立董事的人数、来源等一些描述性的统计特征去推断独立董事的作用，结论并不完全令人信服。例如，安龙（Enron）公司有多名独立董事，其中不乏财务金融领域的专家，但这些独立董事不仅未制止经理人员虚构财务业绩的做法，反而在某些方面起到了推波助澜的作用。大量的实证研究结论表明，在董事会规模与公司财务业绩、信息披露质量之间并不存在显著的正相关关系（例如，Yermack(1995), Core et al (1999)）<sup>⑤</sup>。即使个别例证表明二者之间存在某种联系，我们也无法对这些联系的性质做出判定：是业绩好的公司主动扩充董事会，还是独立董事的增加促进了公司业绩上升，抑或是二者之间的交互作用促成了这一联系？

为了详细考察独立董事在公司治理体系中的作用，必须深入到董事会决策过程，关注独立董事如何获取信息及基于这些信息如何做决策。基于此，本书提出从独立董事提名、来源、数量、兼职情况、信息获取能力、信息非对称程度、报酬、工作内容、内部人评价等 9 个方面评价独立董事的“独立性”及其在解决公司主要委托代理问题中的作用。

#### 1、独立董事提名

独立董事的提名在一定程度上反映了不同公司治理主体之间争夺董事会代表权的斗争。控股股东希望完全控制独立董事提名以减少来自于其他公司治理主体（尤其是中小股东）的监督。中小股东和公司其他利害相关者则认为控股股东提名的独立董事由于具有“利益关联”而失去独立性。通过考察独立董事提名可以间接判断独立董事与控股股东之间的“利益关联”程度。

---

<sup>⑤</sup> Yermack ,D. 1995. Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics* 39: P237-270.

Corn, J ., Holthausen , R., Larcker , D. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51:P371-407.

## 2、独立董事来源

“独立性”并不是独立董事在董事会决策中发挥作用的唯一条件。一方面，就监督作用而言，如果独立董事对董事会所要做出的重要决策的性质和内容一无所知，难以有效监督。另一方面，独立董事的作用不仅仅在于监督，他们还需要利用其具有的专业知识为董事会决策提供咨询和参考。通过考察独立董事的来源可以判断独立董事的专业素质及可能的决策咨询作用。

## 3、独立董事人数

如果独立董事人数过少，受董事会集体决策机制的限制，独立董事很难对董事会决策过程施加影响。通过考察独立董事的人数可以判断独立董事对董事会决策过程的影响力。市场经济发达的主要国家公司治理原则中对独立董事人数或比例的规定如下表 5-2 所示。

表 5-2 主要国家公司治理原则中对独立董事人数或比例的规定

公司治理原则	独立董事人数或比例
英国 Hamble 报告	大多数非执行董事应为独立董事
美国商业圆桌会议	独立董事应占实质性多数
美国 CalPERS 的治理原则、指南	实质性多数应为独立董事
美国 CII 的《核心政策》	至少 2/3 为独立董事
通用汽车公司	独立董事应占多数
英特尔公司	独立董事应该占据董事会的多数
澳大利亚投资经理协会	大多数董事为独立董事
日本公司治理论坛最后报告	1/2 以上为独立董事
法国《维也纳特报告》	独立董事至少占 1/3
比利时《卡敦报告》	至少 2 名独立董事

## 4、独立董事兼任

独立董事兼职多家上市公司存在两个方面的效应。一方面，如果兼职多家公司，限于时间，独立董事很难专注于一家公司的事务，工作努力程度可能不足。另一方面，独立董事可能由于具有特殊的专业才能而受到多家公司的青睐，这些专业才能很可能对提高董事会决策效果具有显著影响。通过考察独立董事兼职其他公司董事会的情况可以间接判断独立董事的工作努力程度和专业素质。

## 5、独立董事如何获取信息

任何决策活动的支撑平台都是信息。如果不掌握上市公司的经营环境、运作情况、员工士气等具体信息，独立董事很难在董事会决策时提出有价值的建议。通过考察独立董事获取信息的渠道可以了解独立董事所基于的决策支撑平台，以及相应的决策参与程度。

## 6、独立董事与执行董事的信息非对称

如果独立董事与执行董事之间存在明显的信息非对称，董事会集体决策的效果就会大打折扣。当执行董事基于其拥有的私人信息提议进行某项董事会集体决策时，独立董事既可能盲从执行董事的提议而不能起到应有的决策监督作用，也可能会固执反对执行董事的提议而坐失决策良机。通过考察独立董事获取信息的能力可以了解董事会成员之间的信息非对称程度，判断其对董事会决策效果的影响。

## 7、独立董事报酬

独立董事报酬是一个非常敏感的问题。如果独立董事从公司获得较高的报酬，那么他们的独立性就令人怀疑。然而，如果独立董事是一项无任何回报的“义工”，那么他们的工作努力程度就会打折扣。国外上市公司实践表明，既存在以获取报酬为目的“专职”独立董事，也存在不取任何报酬的“义工”。大部分国外上市公司是以津贴的方式支付独立董事的报酬，津贴可高可低，并没有统一的标准，这也是独立董事的作用受质疑的主要原因之一。通过考察上市公司独立董事的报酬，并与相应的公司描述性统计特征，如规模、业绩、股权结构等相联系，可以在一定程度上判断“适度”的独立董事报酬区间，从而对独立董事的工作努力程度和独立性做出评价。

## 8、独立董事工作内容

独立董事在上市公司董事会中的作用主要体现在两个方面：监督与决策参与。通过考察独立董事的主要工作内容可以了解独立董事在董事会决策过程中的地位和影响力。

## 9、独立董事作用的主观评价

由于缺乏独立性、工作努力程度不足、没有报酬激励等原因，独立董事的作用常常受到公司外部人的质疑。然而，公司外部人与内部人之间存在明显的信息非对称，外部人的观点受信息源的限制常常有失偏颇。公司内部人了解董事会的决策环境和决策程序，他们的意见从某种意义上更具价值。通过了解公司内部人对独立董事在董事会重大决策中所发挥作用的评价，并与公司外部人的意见进行对比，可以发现源于信息非对称的对独立董事作用的主观评价差距，进而分析这一差距对董事会决策效果的影响。

# 三、独立董事决策参与机制的设计

作为公司治理体系的重要组成部分，独立董事制度在解决“内部人控制”和“大股东剥削小股东”等委托代理问题方面可以起到一定作用。通过强化董事会，设计有效的决策参与机制，可以完善独立董事制度并促进其在公司治理体系中发挥更大作用。

## 1、强化董事会

强化董事会是指独立董事在监督公司管理层、参与公司战略决策方面发挥更大作用。强化董事会可以从三个方面增加公司价值，包括监督经理人员、参与公司战略规划、协调公司所有利害相关者。监督经理人员是为了防止公司管理层滥用权力而造成股东资产损失，确保股东资产的保值增值。参与公司战略规划有助于增强独立董事的荣誉感和参与精神，促进独立董事对公司所处的经营领域和行业状况进行了解，对经理层提出的建议及时检查、修正，推动公司战略计划的实施。

协调公司所有利害相关者与公司的社会责任有关。公司对与之相关的所有利害相关者都承担一定的责任，而利害相关者之间存在冲突，公司不可能同时满足所有利害相关者的要求，因此必须由这些利害相关者选出一些代表组成团队，它的任务是订立出能够为所有利害相关者所接受的、能够测度公司社会责任的标准，这个团队就是董事会。董事会所订立的价值判断标准界定了公司行动的范围，此称之为“公司生存空间”。强化董事会能帮助公司迅速确立它的生存空间边界，当发生目标冲突时，帮助公司为目标重新设置权重，确定轻重缓急的处理顺序，有效调节利害相关者之间的冲突。

强化董事会的压力主要来自于机构投资者。机构投资者希望独立董事成为其在董事会中的代言人，在公司治理中发挥更大作用，他们在强化董事会的过程中将给予独立董事强有力的

的支持。再者，许多市场中介机构（如评级机构）将公司治理和公司竞争优势联系在一起，督促公司在完善独立董事制度方面做出更大努力。最后，关于经理人员薪酬过高的争论也是促成强化董事会呼声日渐高涨的直接动因。投资者相信，解决这一问题的有效途径是使独立董事在经理人员报酬确定方面负更多责任。

强化的董事会具有如下特征：（1）独立董事在董事会中占有数量优势；（2）董事会具有合适的规模，标准是形成一个有效率的工作团队，所有成员都明白团队的目标，并愿意花费时间和精力实现它。同时独立董事也应该认识到，他们的基本职责是监督公司的管理和业绩，而不是直接管理公司；（3）董事会成员具有丰富的行业经验和领导经历，能用自身的专业知识为公司面临问题的解决提供帮助；（4）董事会成员能够在董事会议上自由交流信息和观点；（5）独立董事应该推举一个召集人，这个召集人与董事长共同计划董事会的行动；（6）董事会中的重要次级委员会，如审计、报酬、提名等，应该由独立董事组成，或至少独立董事应该在数量上占有优势。独立董事既要与执行董事定期协商公司战略问题，也要进行没有执行董事参加的内部交流；（7）独立董事能够得到关于公司财务和经营状况的较全面的信息。

## **2、独立董事战略参与**

传统的公司战略决策过程是由经理人员控制的，因为他们是战略计划的主要实施者。独立董事由于缺乏必要的行业背景、专业知识和操作能力，在每个月工作仅有几个小时的情况下，不可能比全日制工作的经理人员更有能力处理战略实施过程中遇到的难题。

随着市场竞争的日益激烈，要求独立董事积极参与公司战略的呼声日渐高涨。独立董事战略参与是强化董事会的主要措施。不同公司独立董事战略参与的程度存在差别，有的公司将独立董事的职责限定为讨论、审议并通过经理人员的战略提案。有的公司则要求独立董事在战略规划提出、制订、选择和实施等多个方面全面参与。这种差别是由董事会结构、内部工作程序以及独立董事的个性等多种因素所造成的，其中董事会结构起着至关重要的作用。随着公司外部环境不确定性的增加、规模扩张和投资分散化效应的加强，公司业绩不断提高，公司董事会结构相应发生变化，变化的趋势是董事会规模扩大，独立董事人数增加。这种变化导致独立董事对公司战略有了更多的参与，并最终提高了公司的业绩。

## **3、独立董事战略参与的具体措施：战略审计**

虽然标准的战略规划程序是管理层将战略规划草案提交给董事会审议通过，实际上仍然是管理层对公司战略制订起着决定作用。为了使独立董事在公司战略参与方面发挥更大的作用，一项具体措施就是在董事会中设置战略审计机制，由独立董事对这一机制的设立和运作负主要责任。

公司管理层与独立董事在公司战略上有着不同的目标。管理层的目标是将战略付诸实施。独立董事则是负责将股东的观点在公司战略中得到反映，并对战略实施过程提出质询。独立董事对现有战略进行评价的依据不仅仅是公司当前业绩与过去业绩的对比，当前业绩与行业竞争对手业绩的对比等，更重要的，是当前实行的战略可能带来的收益与其它可行的战略带来的收益的对比。

简而言之，独立董事的责任是评价战略，确保公司战略符合股东的利益。管理层的责任是将战略目标转化成公司行动。战略的制订则是由独立董事和管理层共同完成的。

战略审计包括如下基本要素：

### **（1）选取测度指标原则**

被测度的指标应该是常见的、容易理解的、广泛被接受的财务指标。要能反映出股东长期投资的回报率，要涵盖机会成本，要能使当前的收益与过去的收益进行对比。要反映经济学的基本原理，即股东对公司的忠诚来自于公司对他们投资的回报率。

## （2）备选测度指标

投资利润率（Return on Book Investment）：销售利润率、资金利润率、每股净资产等 3 个指标的合成指标。

投资现金流回报率(Cash Flow Return on Investment)：反映净现金流状况的财务指标，它有助于进行多种投资机会成本的比较。

年度净经济附加值(Net Economic Value Added From Year to Year)：反映股东投资收益超过投资成本绝对量的财务指标。

股东收益率(Total of Shareholders Return on Investment)：测试股东投资于公司所获得的全部收入（股息、红利、资本升水）的财务指标。它的主要缺陷在于短期波动较大，过分看重它容易产生短视行为，最好作为其它 3 个指标的补充指标。

## （3）数据设计和保存

独立董事不仅要战略审计的原则进行规定，而且要对数据的获取过程进行控制。传统的由经理人员提供数据的方法并不科学，因为经理人员可能对数据进行过滤，或者对数据进行加工，这些做法都会破坏审计过程的完整性和一致性。因此由谁来代表独立董事收集、保存数据就成了一个非常关键的问题。公司内部的雇员因为存在潜在的利益冲突（对总经理负责）而不适合担任这一角色。一个处理办法是由董事会聘请注册会计师，由其进行数据设计、搜集和保存，董事会通过雇佣合同对注册会计师进行控制。另一个处理办法是将公司内部审计部门划归董事会管辖，由其负责战略审计。

## （4）指定负责的次级委员会

由独立董事控制的审计委员会具体对公司的战略审计负责，包括确定审计原则、监督财务数据的设计和保存、检查审计过程等。同时该委员会将负责把审计结果通知经理层，并安排例行的处理战略问题的董事会议。根据行业性质、技术条件、市场状况、竞争激烈程度等的不同，董事会可在 1—3 年内召开一次有关战略审计的独立董事会议。

## 【本章小结】

本章围绕独立董事制度的两个基石—独立性和决策参与展开，从独立董事的引入、独立性的层次、不同治理模式下的特征，以及强化董事会的制度设计等多个角度论述独立董事在整个公司治理体系中的功能和作用。

第二节通过分析当前中国上市公司中制约独立董事在公司治理体系中发挥作用的要素，其后针对这些要素，提出在实践应主要从哪些方面评价独立董事的作用。最后探讨强化董事会、提高独立董事决策参与能力的制度设计。

## 【复习思考题】

- 1、请解释区分“一般独立性”与“特殊独立性”、“名义独立性”与“事实独立性”对独立董事制度的意义？
- 2、比较不同治理模式下的独立董事的“独立性”？
- 3、谈谈应从哪些方面评价独立董事在公司治理体系中的作用？
- 4、战略审计包含哪些要素？

## 【案例讨论题】“伊利风波”与尴尬的独立董事

伊利股份是在上海证券交易所上市的公司，主要业务为牛奶制品的生产和销售。2004

年4月,“伊利股份”的独立董事俞伯伟与公司管理层发生了矛盾冲突。伊利股份声称,俞伯伟于2002年6月22日股东大会被选举为公司独立董事。以俞伯伟近亲为法定代表人的上海承祥商务有限公司分别于2002年9月4日、2003年3月4日、2003年5月24日与公司签订合同金额分别为130万元、180万元和200万元的咨询项目合同。对于该笔业务,俞伯伟事先没有按照相关规定向伊利股份进行通报并履行相应回避表决程序。这种行为与其对公司应担负之诚信义务相违,与其作为公司独立董事应具备之独立性相冲突。因此,伊利股份于6月16日召开临时董事会宣布俞伯伟已经不适合继续担任公司独立董事职务。

俞伯伟则对临时董事会决议免去其独立董事的程序和理由提出质疑,认为既非法又缺乏公正。俞伯伟提出,1999年,在他担任亚商咨询副总期间即为伊利股份做咨询业务。2002年之后,他受聘为伊利股份独立董事,便不直接从事与伊利股份相关的业务了。他认为,导致其独立董事资格被罢免的真正原因是他对公司国债投资项目的质疑。但作为独立董事,俞伯伟认为他就国债投资所提出的质疑、声明与报告,是基于独立董事的职责,完全符合公司章程第103条第11项的规定,不存在违规披露问题。他同时强调,独立董事依法履行职责的权利,应该得到尊重和法律保护。他认为6月16日临时董事会决议审议通过的罢免议案违背了法律和公司章程的规定,存在着损害公司和股东权益的风险。公司业已进行的巨额国债投资属于非理性和非正常的投资,直接威胁到股东,特别是中小股东的权益,而且它可能与公司高管层的收购或者挪用公司资金,甚至经济犯罪有关。俞伯伟说,作为独立董事,他“有理由表示质疑和关注”,并再次强调和坚持“应由独立董事聘请专门的审计机构和律师事务所对公司国债投资进行专项审计和合法性调查”。基于审计机构和律师事务所的调查结果,根据章程和指导意见的规定,公司届时应及时召开董事会和临时股东大会,依据审计和律师调查的结果,做出相应的处理决定。

独立董事与公司冲突的焦点是国债投资项目。伊利股份曾经于3月9日发布公告,称根据2002年10月18日召开的公司四届四次董事会关于“公司利用部分闲置资金购买国债事项”的决议及公司内部审批程序,公司在闽发证券北京所属营业部开户,进行国债投资,总额约3亿元。这项投资在公司公开披露的财务报表中以“短期投资”的形式加以反映。

俞伯伟则表示,在伊利股份3月9日的公告之前,公司3名独立董事对国债投资一事完全不知情。在3亿元国债投资被媒体曝光和上交所质疑后,伊利股份才发布公告并卖掉了一部分国债。在5月26日的董事会上,独立董事对此提出质疑,大额国债资金投入,没有经过董事会合理授权,在国债持续走低并出现大额变现损失时,却同时又大量买入国债,明显损害股东利益。独立董事们的质疑并没有得到公司管理层的合理解释。

资料来源:根据相关资料整理。

#### 讨论问题:

1. 通过“伊利风波”剖析经理层与独立董事之间矛盾冲突的性质,及其对董事会治理效果和股东价值有何影响?
2. 独立董事质询公司经理层做出的投资决策是正当要求,但却面临临时董事会罢免的尴尬局面,反映当前中国上市公司独立董事在公司治理体系中发挥作用的现状如何?
3. 你对该公司现在的治理状况有何看法?



## 第六章 高层管理者：激励与约束

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解高层管理者的激励与约束机制理论依据、概念及主要内容；
2. 掌握激励机制与约束机制之间的关系；
3. 把握国内高层管理者激励与约束机制的现状和对策；
4. 尝试构建高层管理者激励约束长效机制设计的框架。

### 本章关键词

高层管理者    激励机制    约束机制    长效机制    股票期权

在知识经济社会，高层管理者是公司的核心和灵魂，是国家和社会的宝贵财富，是稀缺的生产要素。公司的长远发展关键取决于高层管理者的素质。剖析目前中国企业家的“59岁现象”、“于志安现象”、“褚时健现象”，除人生价值观发生滑坡这个根本因素外，重要原因之一就是我国缺乏有效的高层管理者激励与约束制度。

公司治理制度的核心内容之一就是高层管理者的激励和约束机制。我们从狭义方面理解的公司治理，是指所有者、主要是股东对高层管理者的一种监督与制衡机制。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与责任关系。公司治理的目标是保证股东利益的最大化，防止高层管理者对所有者利益的背离<sup>①</sup>。公司的激励与约束机制实质是以公司经营状况为标准决定对高层管理者奖惩的制度，是搞活公司、保证所有者权益的重要机制。面对新世纪的机遇与挑战，在市场经济条件下，在拥有大大小小 800 多万个企业的当代中国，造就高素质的高层管理者队伍，已成为具有战略意义的重大工程，其关键就是建立和健全高层管理者的激励机制与此相应的约束机制。

关于中国高层管理者的实证研究也证明了激励约束机制建设的重要性。李维安等在对中国上市公司经理层治理状况进行指数化评价后发现，公司经理层在任免制度、执行保障及激励约束制度三个方面得分有较大的水平差异，任免制度和执行保障的平均得分分别为 63.07 和 61.77，而激励约束机制的平均得分只有 33.02，说明我国上市公司在经理层治理的激励约束的制度建设方面存在着较大不足，为了激发我国上市公司经理层的工作积极性，加强激励与约束变得尤为重要。<sup>②</sup>

## 第一节 高层管理者的激励机制

### 一、高层管理者激励机制的理论依据

公司治理中的代理成本与道德风险问题仅靠监督与制衡不可能解决，关键是设计有效的激励机制。高层管理者激励机制是解决委托人和代理人之间关系的动力问题，即委托人如何通过一套激励机制促使代理人采取适当的行为，最大限度的增加委托人的效用。因此，激励机制是关于所有者和高层管理者如何分享经营成果的一种契约。激励相容性原理与信息显露性原理为设计这种激励机制提供了理论基础<sup>③</sup>。

#### 1. 激励相容性原理

由于各利益主体存在自身利益，如果公司能将各利益主体之间合作中产生的外在性内在化，克服合作成员的相互偷懒与“搭便车”的动机，就会降低每个成员的努力程度，影响经营绩效。如果管理者的监督程度会因为与被管理者的利益和动机相同而降低，一种有效的安排就是在管理者和被管理者之间形成利益制约关系。即使管理者的收益决定于被管理者的努力程度，双方产生激励相容性。被管理者利益最大化的行为也实现了管理者利益最大化。被管理者越努力，管理者所得剩余收入越多，监督与管理动机也就越强，从而激励管理者加强对其他成员的监督。

财产的激励与利益的激励合理组合、相互制衡是使公司内各所有者之间实现激励相容的关键。其中财产的激励是以财产增值为目标来激励其行为。这种激励表明管理者本人即是公司财产的所有者。而利益的激励，对公司内非财产所有者的其他成员来说，激励其行为是其个人利益的实现。财产激励与利益激励相互制约，利益激励不能脱离财产激励，而财产的

<sup>①</sup> 李维安、武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社 2002 年版，第 39 页。

<sup>②</sup> 李维安、牛建波：“中国上市公司经理层治理评价与实证研究”，《中国工业经济》，2004 第 9 期，第 57～64 页。

<sup>③</sup> 李维安、武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社 2002 年版，第 39 页。

激励依赖于利益的激励来实现。

## 2. 信息显露性原理

获得代理人行为的信息是建立激励约束机制的关键。这是由于委托人与代理人之间的信息分布具有不对称性，遇到的普遍问题是当委托人向代理人了解他们所属类型的信息时，除非通过货币支付或者某种控制工具作为刺激和代价，否则代理人就不会如实相告。因此要使代理人公布其私人信息，必须确立博弈规则。依据信息显露原理，对每个引致代理人扯谎的契约，都对应着一个具有同样结果但代理人提供的信息完全属实的契约。这样不管何种机制设计把隐蔽和扯谎预计得如何充分，其效果都不会高于直接显露机制。这样，显露原理大大简化了博弈过程，把未来需要运用动态贝叶斯博弈方法来分析其均衡解的一个多阶段对称信息的博弈机制设计，运用显露原理使委托人通过代理人之间的静态贝叶斯博弈即可获得最大的期望收益。<sup>①</sup>

为使期望收益最大化，作为机制设计者的委托人需要建立满足一些基本约束条件的最佳激励约束机制。而最基本的约束条件通常有两个，首先是所谓刺激一致性约束。机制所提供的刺激必须能诱使作为契约接受者的代理人自愿地选择根据他们所属类型而设计的契约。如果委托人设计的机制所依据的有关代理人的类型信息与实际相符，那么这个机制给代理人带来的效用应该不小于其他任何根据失真的类型信息设计的机制所提供的效用。不然代理人可能拒绝接受该契约，委托人无法实现其效用最大化。其次是个人理性约束，即对代理人的行为提出一种理性化假设。它要求代理人做到接受这一契约比拒绝契约在经济上更合算，这就保证了代理人参与机制设计博弈的利益动机。如果配置满足了刺激一致性约束，那么此配置就是可操作的；如果可操作的配置满足个人理性约束，那么该配置可行，从而保证激励约束机制处于最佳状态。

## 二、高层管理者激励机制的主要内容

公司对高层管理者激励方式主要有物质激励和精神激励。传统的精神激励更注重提升公司高层管理者的社会地位，使他们在得到社会尊重的基础上，解除其后顾之忧，全身心投入工作，提高业务技能和管理水平，更好贡献自己的才智。传统的物质激励是指高层管理者所得的工资和奖金，这种结构已不能够完全适应现代公司的经营机制。

激励的核心是将经理对个人效用最大化的追求转化为对公司利润最大化的追求。激励机制的主要内容包括：报酬激励机制、剩余支配权与经营控制权激励机制、声誉激励机制、聘用与解雇激励机制<sup>②</sup>、知识激励制度。

### （一）报酬激励机制

对高层管理者的报酬激励一般由固定薪金、股票与股票期权、退休金计划等构成。其中，固定薪金优点在于稳定可靠无风险，能作基本保障，但缺乏灵活性和刺激性。奖金和股票与其经营业绩紧密相关，对经营来有一定风险，也有较强激励作用，但易引发经理人员短期行为。退休金计划则有助于激励高层管理者长期行为。

在西方发达国家，高层管理者的薪酬激励较为成功和典型的是美国。为了防止各级经理只追求短期利益或局部利益，美国公司中按照长期业绩付给的激励性报酬所占比重很大，其形式采取延期支付奖金、分成、购股证和增股等。经营班子的薪酬通常由年度薪酬、长期激励薪酬和其他薪酬三大部分构成，从沃尔玛的治理案例中可窥见一斑。2002 年该公司经营班子成员薪酬具体情况请见表 6-1。现代公司雇佣高中层经理，包括总经理、事业部或子公司经理，一般采取激励性合同形式，其报酬金额可达雇员平均收入的几十、几百到几千倍，

<sup>①</sup>范黎波、李自杰著：《企业理论与公司治理》，对外经济贸易大学出版社 2001 年版，第 165～173 页。

<sup>②</sup>李维安等著：《美国的公司治理：马奇诺防线》，中国财政经济出版社 2003 年版，第 171～172 页。

总经理的固定薪金比重较小，奖金等报酬形式同公司效益挂钩的部分比重大，其年收入甚至可达到上千万美元。

表 6-1 2002 年沃尔玛公司薪酬最高 5 名经营班子成员薪酬情况<sup>①</sup> 单位：美元，股

姓 名	年 度 薪 酬			长 期 报 酬		所 有 其他薪酬
	基本工资	年度奖金	其他年度 报 酬	限制性 股 票	股票期权	
H. L.Scott, Jr.	1 123 077	1784 750	94 682	5 000 000	521 634	133 328
T. M. Coughlin	885 769	935 929	45 410	875 000	220 175	152 193
J. B. Menzer	717 308	838 927	0	1000 000	179 212	72 928
T. M. Schoewe	561 529	499 720	0	900 000	102 407	45 047
M. T. Duke	519 616	458 843	0	750 000	102 407	64 428

在根据公司绩效增加高级管理人员报酬的时候，要认真分析所增加报酬的边际价值，是否我们所支付的一部分报酬不仅没有发挥积极的激励约束作用，反而抑制了经理人员作为公司管家、提高公司绩效的积极性？即要考虑心理契约对高级管理人员行为的影响。<sup>②</sup>

在我国公司中，建立健全高层管理者的利益激励首先应当把他们作为独立的利益主体对待，将其利益和一般职工利益区分开来，适当拉开收入差距，逐步提高收入。其次，必须改变高层管理者收入形成的方式。在国有控股的股份制公司中，董事长、总经理和董事的工资标准和奖励办法应由有关政府部门决定，其他经理人员的工资标准和奖励办法应由董事长、总经理提出方案，由董事会批准。高层管理者的收入可由三个部分组成：一是工资。工资形式既可以是月薪制，也可以是年薪制。工资要进入成本。二是奖金。它要与高层管理者的经营绩效挂钩。奖金只能从公司的利润中开支，没有利润不能发给奖金。三是股份收入。通过一定方式，高层管理者有优先认股权，可通过股份或股票升值获得收入。

不同形式的收入对高层管理者起着不同的激励与约束作用，以保证高层管理者行为长期化和规范化。结合我国公司实际情况，高层管理者的报酬激励机制应加强以下两个方面工作：

#### 1. 年薪制

在西方国家年薪制实际上是对高层管理者施行的俸薪制度，是保健性制度。但在社会主义初级阶段的中国仍是行之有效的激励制度。目前，全国各地试点公司的年薪收入大体上由基本收入和风险收入组成，我们认为还应包括第三项，即其他奖罚。基本收入应体现高层管理者人力资本的价格。应当以公司职工平均工资为基数，以公司规模结合其他因素来确定高层管理者基本收入系数。高层管理者在完成国有资产的保值和增值的任务后，将获得基本收入。风险收入是对高层管理者超额贡献的奖励，从机会成本的角度来讲，也是高层管理者决策失误时分担经营风险的形式。在公司高层管理者的年薪收入中还应加入一定奖罚指标加以修正。奖罚指标可分两类：一类是对公司效益有重大影响，但短期考核指标上反映不出来的事项，如重大投资决策失误等；另一类是后果及影响不反映在考核指标上的事物，如高层管理者严重违反财经纪律等。根据奖罚指标的考核，对高层管理者的奖罚可是一次性，按基本收入百分比计算或精神奖励与物质奖励相结合等多种形式。

#### 2. 股票期权

实行股票期权制度可以使高层管理者更关心所有者的利益和资产的保值增值，使高层管

<sup>①</sup>何家成：《公司治理结构、机制与效率：治理案例的国际比较》，经济科学出版社 2004 版，131～133 页。

<sup>②</sup>牛建波：“CEO 报酬、心理契约与企业绩效”，《经理管理—新管理》，2004 年第 16 期，第 27～33 页。

理者的利益与所有者的利益结合得更紧密，目前全球排名前 500 名的大公司有 89.4% 实施股票期权制度。因此应大胆在完成股份制改造的国有企业试点并推行。具体操作时，公司可与高层管理者签定契约：如果公司当年每股一元，高层管理者有权用一元购买 100 万股，期限三年，高层管理者先交 10% 的定金。如果三年后公司资产增值，每股涨为 5 元，高层管理者仍有权以一元一股的价格购进再抛出；如果公司资产贬值，每股降为 0.5 元，高层管理者自然放弃股票期权，10% 的定金随之丧失。这样高层管理者要想获得高的回报，自然想方设法搞好公司经营，而且把高层管理者的利益同国有企业的长远发展直接联系起来，有利于克服高层管理者行为的短期化。

### 【网络链接6-1】美国股票期权：有效的管理者激励途径

股票期权始于上世纪 70 年代，是西方近二十年来兴起的一种用来激励经理人员的报酬制度。以期权计划为代表的长期激励机制在美国已得到广泛的推行，股票期权创造性的以股票升值所产生的差价作为对公司经营人员人力资本的一种补偿，成功地将经营人员的个人目标与公司的长期利益结合起来。

Motorola 公司 1993 年提出了一个包括其 CEO 在内的高级管理人员最小股票持有指引方案，该指引方案规定，如果 CEO 所拥有的股票少于其基本工资的 4 倍，或者其他高级管理人员所拥有的股票少于其基本工资的 3 倍，则这些高级管理人员必须保留 50% 从 1993 年 12 月起开始行权所获得的股票。直到达到指引方案规定的最小持股标准。Motorola 的最小持股标准为：elected officers 所持有的股票不能少于 5000 股，而 appointed vice-presidents 则不少于 1000 股……

-----资料来源：孙习祥、陈政华：“股票期权：企业家激励与约束手段”，《宏观经济管理》，2001 年第 6 期

### （二）经营控制权激励机制

按照产权理论的分析框架，企业的契约性控制权可以分为经营控制权和剩余控制权，经营控制权是指那种能在事前通过契约加以明确确定的控制权权力，即在契约中明确规定的契约方在什么情况下具体如何使用的权力。在创业企业中，特定控制权通过契约授权给了创业企业家，这种特定控制权就是高层经理人员的经营控制权，包括日常的生产、销售、雇佣等权力。经营控制权对高层管理者通常会产生激励作用，使其拥有职位特权享受职位消费，给高层管理者带来正规报酬激励以外的物质利益满足。因为高层管理者的效用除货币物品外，还有非货币物品，如豪华办公室，合意雇员、公务观光风景名胜地等。

### （三）剩余支配权激励机制

剩余支配权激励机制表现为向高层管理者大幅度转让剩余支配权。对剩余支配权的分配，表现为如何在股东和高层管理者之间分配事后剩余或利润，这影响到对高层管理者的激励。如果契约能产生最大化效率，那么这种契约无疑是一种最优化的选择。如果公司得到的剩余越接近高层管理者开创性努力，激励效果越好；如果公司缺少剩余权或剩余权很小，就会往往因为忽略对创造剩余的直接承担者的激励，而不能实现这种最大化效率。剩余控制权则是指那种事前没在契约中明确界定如何使用的权力，是决定资产在最终契约所限定的特殊用途以外如何被使用的权利。剩余控制权一般由所有者的代表董事会拥有，如任命和解雇总经理、重大投资、合并和拍卖等战略性的决策权。剩余控制权决定了经营控制权的授予。

可删去随后一段：

### （四）声誉或荣誉激励机制

除物质激励外，在公司治理中还有精神激励。公司高层管理者一向格外重视自身长期职业生涯的声誉。良好的职业声誉作为激励高层管理者努力工作的重要因素，一是声誉或荣誉激励，使高层管理者获得社会赞誉及地位，怀有成就感和心理满足。二是声誉、荣誉会带来明天货币收入。高层管理者预期货币收入和声誉之间有着替代关系

删除的内容：对剩余支配权的分配，即如何在股东和高层管理者之间分配事后剩余或利润，影响到对高层管理者的激励。如果契约能产生最大化效率，那么这种契约无疑是一种最优化的选择。如果公司得到的剩余越接近高层管理者开创性努力，则激励效果越好。如果公司缺少剩余权或剩余权很小，因为忽略对创造剩余的直接承担者的激励，这种最大化效率一般就不能实现。

尽管许多国有企业高层管理者对激励现状很无奈，但强烈的事业成就欲以及由事业成功而得到的良好的职业声誉，社会荣誉及地位依然是激励他们努力工作的重要原因。各级政府和行业主管部门以往都比较强调精神鼓励，也常常授予经营有方的厂长、经理“优秀企业家”，“五一劳动奖章”等荣誉称号，但这些称号过于空泛，评选的标准不一，难以真正体现高层管理者的能力与业绩。应由国有资产管理部门出面制定全国范围内有较大影响力的国有企业高层管理者评级体系，对国有企业高层管理者能力，素质和业绩进行评定，分别授予不同级别企业家的称号。高层管理者级数的评定并非固定不变，每两年调整一次。如果高层管理者经营的公司出现亏损，级数自动下调，反之亦然。这样高层管理者自然会努力争取更高级别的荣誉称号，声誉激励机制作用也得以体现，同时为公司选拔高层管理者提供了依据。

**（五）聘用与解雇激励机制**

尽管货币支付是作为用来对高层管理者行为进行激励的主要方法，但资本拥有者对高层管理者人选的决定权也是另外重要的激励手段。聘用和解雇对高层管理者行为的激励，是资本所有者通过经理市场竞争自由选择经理人才来实现的。对已被聘用的经理既要承受外部经理市场的竞争压力，又得应对公司内部下级的竞争威胁，这种竞争使已聘用的经理面临被解雇的潜在危机。声誉往往是经理被聘用或解雇的重要条件，高层管理者对自身声誉看得愈重，聘用和解雇的激励作用就愈大。

**（六）知识激励制度**

培养作为经理劳动的管理劳动需要大量的投入，而维护这种管理劳动的声誉、提高管理劳动的素质，也需要坚持不懈的投入。在知识信息快速更新、繁衍的新经济时代，不断进行充电，防止知识老化，对担负着创新职能的高层管理者变得尤其重要。因此，必须自始至终地为国有企业高层管理者继续提供知识更新和获取新信息的机会，以提升其业务能力，增强自信心。如定期输送他们到大专院校深造，提供与各类同行专家和学者教授交流学习的机会，建立高效率信息情报网络，订阅有关书报杂志等。

**第二节 高层管理者的约束机制**

所谓约束机制，是指公司的利益相关者针对高层管理者的经营结果、行为或决策所进行的一系列客观而及时的审核、监察与督导的行动。因而公司治理约束机制的内容包括所有者通过公司内部实施的监督，与通过公司外部进行的监督两方面的内容，前者是公司治理内部约束机制，后者是公司治理外部约束机制。

从内部约束来看，一是公司章程。公司章程是公司的宪法，章程可以约束公司高层管理者的行为。二是合同约束。任何人服务于公司，必须签订合同，合同必须非常严厉。三是偏好约束。并非所有的高层管理者都爱风险，或者都为金钱而努力，或者都有“高尚情操”等。因此偏好约束显得非常重要；四是机构约束。把公司的董事会建立成真正的能对公司经营和各个方面发挥作用的机构；五是在激励中体现着约束。

从外部约束来看，首先是法律约束。公司法对公司的整体行为有约定，但对公司主要的利益主体没有约束，因此应该建立关于人力资本的有关法律，职业经理人、企业家是很重要的社会群体，必须有相应的法律来约定与调整；其次是市场约束。要完善人力资本的市场，高层管理者的招聘选拔必须有明确的标准和界定的范围；其三是道德约束。任何高层管理者必须有职业道德；最后是新闻媒介的约束。但一定要选择好切入点，最终目的是保证公司的发展，而不是为求得某种新闻效应。

公司高层管理者约束机制主要内容有：完善的监督机制（股东与股东会的监督机制、董事会的监督、监事会的监督）、外部约束机制，对权力的约束，对渎职者采取的惩罚措施。

**一、高层管理者约束机制建立的理论基础**

高层管理者约束问题是随着公司所有权与经营权的分离而逐渐突出起来的，成为现代企

带格式的：缩进：首行缩进：4 字符，编号 + 级别：1 + 编号样式：一，十，百... + 起始编号：2 + 对齐方式：左侧 + 对齐位置：2.48 厘米 + 制表符后于：4.46 厘米 + 缩进位置：4.46 厘米



业制度条件下普遍存在的现实问题。包括发达国家的公司界和学术界，也都在不断地探索解决这一问题，并取得一些有借鉴价值的成果。为了理解公司约束机制的逻辑联系，有必要追根溯源，探索其赖以存在的理论基石。

### **（一）现代公司理论：公司产权与委托代理中的利益冲突、非对称信息**

#### **1. 产权理论**

该理论认为，“剩余索取权”即对公司货币收入支付的各项成本、费用之后的剩余索取权，由公司所有者拥有。与剩余索取权相对应的公司控制权包括两个部分：一部分是在公司契约中明确规定的权利，称为特指控制权；另一部分是在公司契约中没有明确规定的权利，称为剩余控制权。特指控制权通过契约委托给高层管理者行使；剩余控制权则由公司所有者拥有，以保证其利益不受侵犯。在公司所有权和经营权两权分离的情况下，所有者和高层管理者都有自己的目标效用函数，并追求各自效用的最大化。很显然，两者的利益很难趋于一致。由于在高层管理者目标效用函数的诸变量中，公司剩余索取权的分配形式是一个极其重要的变量，公司的分配体制直接影响着高层管理者的决策行为。因此公司的分配体制是否合理，能否起到有效的激励作用，关键是公司是否建立了有效的剩余索取权与控制权的配置机制。作为代理人的高层管理者拥有部分控制权（特指控制权），就理应拥有部分剩余索取权，否则公司的高层管理者就会利用掌握的特定控制权来侵蚀公司的剩余资产。

#### **2. 委托代理理论**

根据现代公司理论，公司通常被视为人与人之间的交易关系，公司行为是其所有成员及公司与公司之间博弈的结果。在现代公司尤其是股份制公司中，产权制度安排更多地表现为公司所有权与经营权的分离。在公司的所有权和经营权两权分离的情况下，公司的所有者通过与高层管理者签订一系列或明或暗的契约，授予高层管理者代表其从事经营活动的某些权利。这样，在公司的所有者和高层管理者之间就形成了一种委托代理关系。资本所有者必须建立对代理人的激励与约束机制，其理论基础是所有者与高层管理者追求目标的不一致性和委托代理过程中非对称信息的存在。

公司所有权与经营权的分离不可避免地产生所有者与高层管理者之间的权利冲突。公司所有者作为委托人拥有剩余索取权，即扣除其它生产要素报酬之外的公司盈余，其所追求目标是资本增值和资本收益最大化；高层管理者作为所有者的代理人，同样追求自身的利益，他追求的是自身效用的最大化，他希望拿到高工资、高奖金，能获得较高的社会地位和荣誉，且增加更多的闲暇时间又没有风险。

#### **3. 非对称信息理论**

在这种委托代理关系中，公司的所有者和高层管理者所获取的有关公司经营情况的信息是非对称的，资本所有者作为委托人在与高层管理者即代理人博弈的过程中，常常只能观测到经营的结果，而不能直接观察到高层管理者行为本身的努力程度。由于信息不对称，所有者和高层管理者之间签订的只能是一种不完全契约，因为契约无法规定未来所有情况下高层管理者应采取的行为。在契约无法完全约束的情况下，所有者的投资是否面临风险在很大程度上依赖于高层管理者的“道德自律”。然而作为理性经济人，高层管理者往往做出有利于自身利益最大化的决策，从而使所有者面临“道德风险”（如偷懒习性、短期行为、在职消费、保守行为等）和“逆向选择”（如公费出国旅游、购买豪华汽车、公款娱乐等）。

由于信息的不对称性和两者目标的不一致，资本所有者为防止代理人背离自己目标，以实现预期效用最大化，通常会通过订立合约形式来监控代理人行为，从而产生代理成本。正是由于存在代理成本，委托人必须设计有效的激励与约束机制，使高层管理者竭尽所能，完全将所有者的利益当作其奋斗的最高目标，既能降低代理成本，又能实现自身效用和公司效益最大化，让不是所有者的高层管理者从自身的利益出发来选择对股东最有益的行为。

### **（二）公司监督机制原理：内部权力的分立与制衡**

设计公司约束机制的理论基础是公司内部权力的分立与制衡原理。公司权力制衡与监督原理强调公司内部各方利益的协调与相互制约。为了保护所有者的利益,作为所有权与控制权分离的典型公司组织形式的现代公司,以法律方式确立一套权力分立与制衡的法人治理结构,这种权力相互制衡实际上是权力的相互监督。公司制企业最大特点就是公司财产的原始所有者远离对高层管理者的控制,他们享有独立的法人财产权,并由此产生各项权利,拥有这些权利的权力主体接受多层面的监督和制约也就成为一种客观的要求。<sup>①</sup>

1. 因为所有权与控制权的分离,作为财产最终所有者的股东不能直接从事公司经营管理。股东远离公司直接治理而又必须关心公司经营绩效,作为出资者表达其意志的公司权力机关——股东大会的成立旨在对公司管理层进行约束与监督,确保股东利益。

2. 现代公司股东众多,股东会又不是常设机关,这使得股东会不可能经常地直接监督和干预公司事务,所以股东会在保留重大方针政策决策权的同时,将其他决策权交由股东会选举产生的董事组成的董事会行使,于是公司治理权力出现第一次分工。董事会在公司治理结构中权力巨大,对内是决策者和指挥者,对外是公司的代表和权力象征。当董事会将公司具体经营业务和行政管理交其聘任的经理人员负责时,董事会作为高层管理者的公司权力出现了第二次分工。董事会为保证其决策的贯彻,必然对经理人员进行约束与监督,防止其行为损害和偏离公司经营方向。

3. 董事会虽然拥有任免经理层的权力,然而经理层的权力一旦形成,或许会事实上控制董事会甚至任命自己为董事长或 CEO。另外还可能存在董事与经理人员合谋的道德风险难题。因此有些公司成立出资者代表的专职监督机关——监事会,对公司董事会和经理层进行全面的、独立的和强有力的监督。

## 二、当前我国高层管理者约束机制方面存在的突出问题

国有企业在传统体制下并非没有约束机制,在某种程度上可以说对国有企业的监督还比较“完善”,既有来自政府、上级机关的监督,也有来自党委、纪检、监察部门的监督,还有来自职代会的监督等等,然而一种监督也未能真正落实到位。当前主要存在以下突出问题:

### 1. 约束主体社会化

在实践中,不仅有上级主管部门作为投资人代表监控和约束作为高层管理者的行为,而且,在公司外部还有审计、税务、银行、工商、计委、纪检委、监察部门、组织部、人事部、大型国有企业工委等众多的党政部门监控和约束其行为。在公司内部则有董事会、监事会、党委、工会、职代会等对高层管理者的监控和约束以及一般管理者和普通员工的监督和制约。在高层管理者周围草木皆兵。这种约束制度与不规范并且缺少刺激的激励制度形成明显落差,难免会激发高层管理者的逆反心理与不规范的经济行为。对于高层管理者的正当约束毕竟应当建立在内在的经济利益关系基础上。

### 2. 约束对象扩大化

在实践中,不仅作为公司法人代表的高层管理者,而且以经理甚至党委书记和工会主席身份出现的诸多管理者都归入高层管理者的约束问题的范围,实际上把高层管理者与管理者、党务工作者、员工代表混同一体。公司中可以有高层管理者监督、管理者监督、党务工作者监督、员工监督等多方面监督问题,约束对象太宽泛。

### 3. 约束原则绝对化

除社会监督外,我国高层管理者的约束问题的突出特点是求全责备,实际上要求他们为人处事必须尽善尽美。这不仅有悖常理,而且在实践中把道德水准置于经营能力之上,也有违委托代理人关系下企业家的基本特点。这种情况导致“不检点”的能人纷纷落马,平庸无能却没有明显过错的公司领导人比比皆是,“不求无功,但求无过”的观念长期盛行。应当保持高层管理者激励机制和约束机制的对称性,只强调约束而不重视激励,或只强调激励而不重视约束,都不适当也行不通。

### 4. 约束形式简单化

<sup>①</sup>李维安等著:《美国的公司治理:马奇诺防线》,中国财政经济出版社 2003 年版,第 171~175 页。



在实践中，高层管理者约束的形式过于偏好行政约束、道德约束和员工约束，相对忽视正当自我利益约束、财产关系约束、组织关系约束和市场约束；过于注重“人”的约束，相对忽视制度和环境的约束；也没有把约束形式与激励形式结合起来。其实对高层管理者约束应当是建立在公司内部各种利益关系相互制约基础上的博弈行为，是实践性很强的制度建设，而并非相关约束形式的轻率比较和简易抉择。

### 【案例6-1】上海船用设备公司：激励与约束机制的失衡

上海船用设备公司有14个事业部，每个事业部分别从事23个船用产品的生产与经营。该公司对各个事业部采用利润分成的方式，激励各个事业的发展，分成比例在最后阶段达到50%，而同时关于业务管理等各项制度却非常粗略，合同管理、生产管理、采购管理等方面均缺乏实质性的约束，属于典型的“强激励、弱约束”组合模式。后来随着各事业部越来越熟悉了各种机会性的做法，导致公司的业务量虽然在整体增加，但公司的利润率却越来越低，以至于公司提存的利润总额不足于支付各项管理费用……

资料来源：王岩诗：经营者持股网，《中经研究》，2003年第7期。

## 三、我国高层管理者行为约束机制的设计

对公司高层管理者的约束制度应包括公司内部约束和外部约束两大类。

### （一）公司内部约束机制

内部约束主要包括组织制度约束和管理制度约束。

#### 1. 组织制度约束

规范的公司治理结构中的股东大会、董事会和监事会制度本身就是一种约束机制。股东大会对经理人员的约束通过对董事会的信任委托间接进行。董事会通过对公司重大决策权的控制和对经理人员的任免、奖惩进行直接约束。监事会对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程以及损害公司利益的行为进行监督。组织制度约束是公司内部约束机制的核心。

组织制度监督约束有效的关键是：董事会真正代表股东的利益；监事会具备检查公司财务的权力和能力。为此要加强组织机构建设，在合乎规范的公司体制下，由公司股东大会、董事会、监事会“三会”与经理班子组成一套分工明晰、权责明确、协调配合、互相制衡的公司领导机构，从而起到组织约束的效应。

#### 2. 管理制度约束

监事会的约束多属事后的检查监督，而科学的管理制度，尤其是严格规范的财务制度则是经常性的、事前的约束，是有效防止高层管理者挥霍公款、过度在职消费、贪污转移国有资产的重要的制度保证，也是组织制度约束的基础。目前，不少国有企业内部管理混乱，且财务部门往往在经理人员的完全控制中，虚报、瞒报现象普遍。改变这种状况的办法是，在决策层与执行层职务分离的前提下，由董事会主持制定公司财务制度，并委派财务总监，使财务部门具有相对独立性，以保证公司财务报表的真实性，为所有者及时了解公司经营状况并实施监督提供依据。充分发挥财务审计部门的监督作用，增强收入的透明度，尤其要注重对企业家的职位消费进行有效的约束。

### （二）公司外部约束机制

国有控股公司中国家股在股东会占压倒的优势，其他投资者持有的股份比例小，没有多大积极性也没有多大权利直接监督公司经理的行为。而国家股代表的监督由于动力不足又不可能是完备的。因此，来自公司外部的监督约束更显得重要，公司外部约束机制包括市场约束、债权人约束和法律法规约束。

#### 1. 市场约束

经理人员的行为要受到来自商品市场、股票市场和经理市场三个方面的约束。公司经营好坏首先在商品市场上表现出来。产品在市场上的竞争情况在一定程度上反映出高层管理者的能力和努力程度。要强化媒体约束功能，使其最大程度地接受社会公众的监督和约束。股票市场是通过信息披露制度和公司的市场价值的涨跌反映经理人员的能力和努力程度的。由于国有控股公司中国家股的绝对优势，其他股东很难在股东会发挥作用，而股票市场对国有企业上市公司的约束作用更大些。经理市场的优胜劣汰机制，以成败论英雄的市场无情性形成对高层管理者的硬约束。我国目前最缺乏的是经理市场约束。国有企业厂长经理任命制是经理市场形成的最大障碍，应当尽快建立经理市场。要通过完善和规范企业家市场，在促进企业家生成和有效流动的同时，运用市场机制来约束其在经营中的不规范行为。

## 2. 债权人约束

债权人通过对公司偿还能力的考核和监督，以保证其按期还本付息，实现对公司的约束。公司在很大程度上依赖银行，银行已是国有企业最大的债权人，可以在较大程度上监控公司的运行。面对已形成的公司负债率高，不良资产比例大的现状，实行银行监督已经开始推行的途径是：将一部分负债实行债权转股权，银行通过这部分股权可以股东身份监督公司行为。实行主办银行制度，改变国有企业多处开立账户、银行无法监督的混乱状况，便于关注公司资金流动情况，及时发现财务问题，并采取行动。债权人约束机制的影响因素是银行商业化进程，公司和银行都是自负盈亏的市场主体，银行才会真正关心贷款使用情况，才有动力监督公司。

## 3. 法律法规约束

市场经济是法制经济，完备的法律体系是市场经济正常运行的保证，以法的形式规定高层管理者的职责权利，限制经理人员滥用权力侵害国家财产的行为，对违法者依法追究其责任。从强度上说，法律法规约束是最有力的约束，也是其他约束机制生效的最终保证。公司内部约束机制与外部约束机制分别从不同角度产生对高层管理者直接的和间接的约束力，约束机制设计应较好地二者联系形成合力，达到有效地规范高层管理者行为的目的。政府对公司的监控主要是通过董事会及主要经理人员的任命来实施其监督管理权。

# 第三节 高层管理者激励与约束的长效机制

高层管理者激励和约束机制是公司治理制度的关键所在。完善的激励机制是推进公司蓬勃持久发展的动力之源，而良好的约束机制则是确保公司健康有序运行的必要条件。内在激励与外部约束两者不能截然分离，惟有彼此相互对称和协调一致，所形成的机制才会高效可行。如果此硬彼软，就会导致激励机制的扭曲失衡，约束机制的懦弱无力。通过激励约束机制可促使代理人——经营者努力工作，降低代理成本，避免偷懒、机会主义等道德风险行为。但公司治理中的代理成本与道德风险问题仅靠监督与制衡难以解决，同时还要设计有效的激励机制。为了避免和预防片面强调其一而忽略其二，造成权力滥用、谋求私利和消极敷衍的不良后果，以及公司资源流失、低效亏损的严重危害，必须立足公司可持续发展战略，建立健全科学合理、相互匹配的高层管理者激励约束长效机制。

所谓长效机制是为克服公司代理人(经营者)的低效激励与约束所引起的短期行为问题，把未来的收益与企业发展和股市紧密结合起来，使经营者对个人效用的追求转化为对企业利润最大化的追求，催生职业经理市场，以弥补“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”这一现代企业制度未能根本上解决企业家激励约束手段的不足，最终给企业改革的成功提供激励与约束的长期有效保证，从而建立的一种制度抉择。

## 一、西方国家在高层管理者激励与约束机制方面的经验借鉴

公司的领导活力决定公司竞争力,而若干个公司竞争力之和则形成国家竞争力。设在瑞士洛桑的国际管理发展学院 2000 年初发表《世界竞争力年鉴》。这项一年一度调查结果显示,美国和新加坡仍是世界上竞争力最强的国家,分居第一、第二,日本居第 17 位,中国居第 31 位。建立我国社会主义市场经济条件下的企业家激励约束机制,借鉴国外成功经验是非常必要的。

### **(一) 美国:发达完备的经理市场环境**

高度分散化的个人产权构成美国现代企业制度的所有制基础,也同样构成公司所有者对高层管理者激励约束的重要基础。美国现代公司所有者都有明确的产权份额以及追求相应权益的权力与承担一定风险的责任。

美国现代公司采取固定年薪和奖金、股权(或股票期权)以及退休金计划等结合的激励方式,来激励公司的高层管理者在追求其个人收入最大化的同时,促进公司所有者个人收益的最大化。企业家作为货币收入主要形式的固定年薪从数万美金到数十万、百万美金不等。除此之外,资本所有者还通过给付货币收入的其它形式如奖金、股权和退休金计划来激励企业家。奖金可根据资本所有者掌握的有关高层管理者行为的信息经常变化,激励企业家提高公司经营业绩。股权(或股票期权)和退休金计划可弥补单纯奖金易诱导短期行为的缺陷。股权带给企业家的收入与企业家的能力和努力保持密切联系,这种给付方式更能激励企业家与公司长久荣辱与共,而且退休金计划也具有长期性。

美国市场经济高度发达,市场体系十分完善,公司更多地通过发达的要素市场配置资源,组织产销,这也决定资本所有者可依托市场来约束企业家行为,使之不致于滥用权力或对资产的经营不负责任。这种约束主要体现在两个方面:经理人市场和股票市场。在发达的经理人市场,公司根据自身利益和市场原则选择经理,个人也可根据自身特点和市场原则选择公司。职业经理是用自己的人力资本投资和职业生命来承担公司破产倒闭的责任,形成对其经营行为强有力的约束。同时,在股票市场上,股东可以通过买卖股票(用脚投票)的方式来评价高层管理者的绩效,当股东对公司经营业绩或对高层管理者行为不满时,就会抛售该公司股票,如果许多股东都这样,公司股票价值就会大幅下跌,使公司面临系列困难和危机,甚至破产,或被其他公司收购。而公司破产会对其高层管理者的人力资本投资和职业声誉造成损害。因此,这种间接控制也是一种对高层管理者行为的约束。

### **(二) 新加坡:卓有成效的国有企业监管方式**

新加坡按市场经济管理,国有企业无一亏损。新加坡的国有企业目前有 500 多家。新加坡政府对国有企业的管理,有两个基本原则:一是按市场经济规范管理国有企业。国有企业在经营活动中,不享有任何特权,如果国有企业在竞争中失败,面临亏损,只有让其倒闭,退出市场。二是公司有充分的经营自主权。政府委派高级公务员进入公司董事会,指派人员担任这些公司的经理。所有公司都必须提供月度、年度财务报告。这些报告须经公共会计师审计签署后,报给指定的政府部门及注册局、税务局。政府可对国有企业随时进行不定期的审查和检查,社会公众也可对其进行监督。所有公司的经营资料都存放在注册局,任何人都有权索取。国有企业有完全的自主经营权,但公司经理必须对自己的决策负完全的责任。经理及职工的工资、奖金和其他经济利益,与公司经营的好坏直接挂钩。公司依法纳税,税后利润的分配、分红,均由董事会决定,政府和控股公司不得干预。

### **(三) 日本:富有特色的升级提干标准**

企业家激励机制,不是以物质激励为主,而是以高层管理者等级晋升为主。总经理的选拔很像马拉松比赛,则是相同年功和阅历的同事的角逐。公司升级提干同时利用两种评价标准:“年功序列制”;“评价查定制”。新职工进入公司后,一般要经数个岗位的轮换培训。而公司经理是按其对公司所做贡献被评价和挑选的,各级经理都要受到同事和下属的监督,任何一级经理如不能树立自己的声誉,并得到下属支持,他在公司中的影响就会被削弱,失去

晋升机会。只要努力工作，人人都是候选人。这种追求社会承认的渴望是日本企业家的内在驱动力，是不同于物质激励的有效的激励机制。

维持长期雇佣关系使得高层管理者难以流动，为扩大升级提干机会，就必须竭尽全力以追求公司的永续发展为己任。因此不需要更多的物质激励，寻求自身发展的需求本身就是强有力的激励，也有利于公司注重长期发展战略。

日本公司突出特点是其以法人相互持股、交叉持股为主体的公司产权制度。对公司高层管理者的约束并非来自于所有者，并且高层管理者的权力和自由度相当大。法人股东交叉持股使股东的影响力相互抵消，实际上就是不同法人公司股东的法定代表人——高层管理者之间的相互持股，成为支持公司高层管理者的强大力量。所谓成对高层管理者的约束，只不过是高层管理者彼此相互约束和自我约束，而作为最终所有者的个人股东则完全被架空。

日本公司的法人股东相互持股，以银行法人和公司法人相互持股为主。与欧美等国有企业相比，公司对银行金融资本的依赖程度很高，自有资金比率低，对贷款依赖程度高。银行作为公司资金的主要供给者，往往握有公司股票，对公司的监督和约束较多、较强。银行不仅派董事进入公司董事会，还委派专业干部参与公司财务与经营管理，所以对公司高层管理者的监督和约束主要来自于银行机构。

#### （四）欧美当代重大财务舞弊案例带来的重要警示<sup>①</sup>

帕玛拉特、安然、世通、施乐等财务丑闻，虽发生在欧美，却震动并影响着全球。欧美上市公司频频爆发财务丑闻的直接原因是上市公司的利润率下降，导致股价低迷，不仅直接影响经理层的丰厚利益，而且可能引发公司的财务危机以至破产。所以他们必须编造虚假的经营业绩和良好的财务状况来欺骗投资人，力求稳定资本市场。深层次的原因在于美国的经济制度和公司制度。美国上市公司的财务作假终于引起了美国资本市场的诚信危机。

##### 1. “检查一制衡”机制缺失：公司屡屡舞弊的根本原因

美国废品管理公司在组织设计方面，还未真正建立防范舞弊所需的“检查一制衡”机制。林斯投资基金首次投资废品管理公司时，发现该公司董事会中与公司没有直接重大利益关系的只有三人，其余的不是废品管理公司的前雇员、现雇员等内部人就是与公司有其他直接利益关系的“准内部人”，董事会中外部人士的比例仅为 25%。而且，管理当局屡次漠视机构投资者提出选举新董事、改组董事会的要求、提议，避重就轻地试图化解问题。再次，有效“检查一制衡”机制的缺乏，使公司预算制度名存实亡、高管人员结成权力模块为所欲为、毫无忌惮地粉饰会计报表，捏造经营业绩，大肆攫取不正当利益。

许多管理实践表明，高管人员适当的职责分工且相互制衡，可有效地缩小舞弊的时间、空间范围，提高发现和防范舞弊的机率。而没有这种有效的内部制衡机制，很容易形成集体舞弊，舞弊者所冒的风险也因制衡机制的瘫痪而大大降低。

##### 2. 诚信教育与商业伦理：制度安排和公司治理的“守护神”

当前美国或其他国家，不同程度上都存在会计造假，都是诚信缺失的具体表现和违反会计伦理、职业道德的行为。证券市场是充满机会和诱惑的博弈场所，需要通过制度安排对参与者和监管者进行制约和威慑。然而，如果证券市场的参与者和监管者不讲正直诚信与商业伦理，制度安排将显得苍白无力。当巨额的经济利益与严肃的道德规范发生碰撞时，只有潜移默化的诚信教育，才能使天平倾向于道德规范。因为市场经济首先体现为竞争经济，其次体现为法制经济，还体现为伦理经济，讲究仁义礼智信，依靠义务、良心、荣誉、节操、人格来建立相互交往的友好关系，以确保社会成员的行为合法合情合理。<sup>②</sup>

作为对包括安然和世通等系列公司财务丑闻的回应，美国颁布一些新的法律、法规，并对原有公司法做出修改和补充，其中代表作就是萨班斯(Sarban-Oxley)法案。近来美国商界

<sup>①</sup>黄世忠：《会计数字游戏：美国十大财务舞弊案例剖析》，中国财政经济出版社 2003 年版，第 9 页。

<sup>②</sup>叶陈刚著：《会计道德管理》，中国地质大学出版社 2003 年版，第 3 页。

显现出一种新趋势，即公司的商业伦理状况正日益受到商业伙伴的重视。明显的征兆是，越来越多的审计公司由于不赞成客户的商业伦理表现而拒绝继续合作。美国商业技术和伦理研究所(IBTE)主任艾里斯曼教授为健康的公司伦理概括出应该具备的八种品质：开放性和保持谦卑；负责任；担风险；“正确处理事务”的坚定承诺；容忍错误；诚实；具备合作精神；勇对困难。为了实现这些品质，他提出了高水准的商业道德领袖应该遵从以尊敬方式与雇员平等交流；财务往来公平；沟通中保证诚实等十项行为原则。<sup>①</sup>

### 3. 激励机制：提高经营绩效与诱发财务舞弊的双重动因

安然等公司的案例说明，部分美国公司在激励约束机制方面存在激励过度、约束不足的问题。此前美国侧重于采取经济手段来激励公司管理层努力工作，为股东创造更多的价值。其中最为著名的是管理层激励性薪酬制度，即所谓的管理层以财务业绩为基础的奖金和以股价表现为基础的期权(包括股票期权和股票增值权)制度。20世纪90年代以来，以股票期权为代表的基于绩效的激励机制备受证券市场追捧，也给公司管理层带来天文数字的薪酬收益。这种激励机制客观上激发了高管人员的高昂斗志和开拓创新精神，为美国经济的持续繁荣和综合竞争力的全面提升做出了不可磨灭的贡献。然而，这种急功近利的激励机制也为美国上市公司大面积的财务舞弊埋下隐患。

### 4. 财务报表重述制度：上市公司财务舞弊的“照妖镜”

美国财务报表重述制度虽然由来已久，但直至最近刮起舞弊风暴才倍受各界关注。美国的财务报表重述制定规定，如果上市公司因舞弊、严重违反公认会计准则或发生重大会计差错，导致其过去对外公布的财务报表存在重大误导，一经发现，上市公司的管理当局有义务予以纠正，重新编制和公布纠正后的财务报表，并详细披露各种舞弊手法或重大差错对财务状况、经营业绩和现金流量的影响，以便让投资者和社会公众了解上市公司的舞弊伎俩、会计差错及其影响，评估上市公司的内部控制及其管理当局的正直诚信。

### 5. 职业道德：弥补制度先天缺陷必要性的非制度因素

制度的先天性缺陷是无法遇见到现实中可能出现的所有情况。所以制度体系，包括内外部公司治理机制，隐含地依赖制度执行者这些有心人的职业道德作为自己存在理由的基础。假若制度执行者在有能力规避、放大制度内在缺漏时，不受道德制约地规避、毁损制度，制度终不过是虚设。废品管理公司的舞弊者和安达信的相关审计负责人，都是道德上应受批判者。他们人性中贪财、慕名、恋利丑陋的一面，强烈腐蚀和侵害了制度。道德本身不是能够纯粹依靠制度强化的东西。因而有必要在制度之外，再创造能够使制度约束对象自动关注或者被迫讲求职业道德的社会环境。提升职业道德水准，明显可缓解很多制度目前正在承受的压力，监管者不仅呼吁相关专业人士讲求诚信，SEC更是借助最原始的“保证书”形式，将道德诉求于带点宗教意味的发誓形式，确实是无奈之举。在法律高压失去作用时，最简单也是较为现实可行的方法便是以德治理会计信息失真，用道德规范教育人<sup>②</sup>，注重灌输、培养人们的职业道德意识。营造提倡职业道德的大环境，在公司内部增设评价相关人员的职业道德的机构，将这项工作纳入现有工作范围，结合自我评价作为形式上的约束。此外，还应在职业团体、公司内部开展有关职业道德的宣传、研究活动。

### 6. 外部监督：激励约束并重时更要借助外部监督

从美国公司治理的发展历史和此次公司治理改革法案可以看出，良好的公司治理必须激励和约束并举。“激励”与“约束”事实上只是一个问题的两个方面，激励本身就含有约束的意思，某种机制的激励作用越大，则其约束作用也就越大。这是由于在高层管理者时间、精力既定的条件下，激励安排激励、诱导高层管理者的某些行为可以替代约束安排去限制约束高层管理者的其他行为；此外激励安排产生强大利益诱导，会增加高层管理者机会主义行

<sup>①</sup>李琰：“商业伦理挑战公司”，《财经》，2004年9月第18期，第144页。

<sup>②</sup>于玉林著：《现代会计哲学》，经济科学出版社2002年版，第225页。

为的机会成本，从而起到“约束”作用。激励与约束不能分开，只有两者相对称，所设计机制才可能高效。否则，一软一硬，就会造成激励机制“阴阳”失调。<sup>①</sup>

公司的激励机制本质上体现股东对于管理层价值的认可，作为经济手段，合适的公司激励机制有利于调动公司管理层的积极性，为公司的组织、管理和技术创新提供长期动力。但其基本前提是在股东充分认可管理层价值的同时，公司管理层也应该尊重股东的价值。新规定的所有上市公司董事会中独立董事应该占多数，董事会中的审计、提名和薪酬委员会应该全部由独立董事组成，目的就是为增强对公司管理层的约束力，强化约束机制。

企业家约束应主要依靠外部力量。因为在目前仅靠公司内部的制衡是无法抵制公司的“内部人控制”，没有自然而清晰的契约约束，企业家则可能像脱僵的野马走向犯罪的泥潭。这点从最近屡屡发生的中美公司财务舞弊丑闻中可以得到证实。对公司管理层的监督如果依赖于有关主管部门，则比较容易产生上下互相串通的“共谋”弊端。内部监督的效果是十分有限的，必须依靠经济约束、产品市场约束、破产约束、兼并重组约束等外部监督。针对企业家身上出现的“动力不足”和“法人专制”这两种倾向，既应加强激励机制的建立，同时仍应完善企业家的约束机制。

## 二、经理股票期权：高层管理者激励约束机制的重要实现形式

### （一）股票期权的涵义及其利弊

经理股票期权（Executive Stock Option，简称ESO）源于美国20世纪70年代公司最富有成效的激励制度，是从员工持股计划中分离出来的，在国外取得了很大的成功。ESO作为金融衍生工具，是指买卖双方按约定的价格在特定的时间买进或卖出一定数量的某种股票的权利，也是公司股东（或董事会）给予高级管理人员的一种权利。高层管理者在与公司所有者约定的期限内享有以某一预先确定的价格购买一定数量本公司股票的权利，这种股票权是公司内部制定的面向高级管理人员等特定人员的不可转让的期权。这种制度比现金方式的奖励有更大的激励作用，将未来的收益与公司发展和股市紧密结合起来，有利于激发公司高层管理者进行经营管理的能动性。ESO主要可理顺三种关系：高层管理者与股东之间的委托—代理关系；对称的收益与风险关系；个人收益与资本市场的关系。同时，由于它将公司高层管理者与公司的利益紧紧地“拴”在一起，因而也是一种约束机制。因此，公司高层管理者在任期和行权期内比较重视优化决策，减少短期行为，提高效率和创新，这种行为对公司有正面作用，从而使激励显效，部分解决“59岁现象”，有利于激励国有企业高层管理者的长期化行为。

股票期权曾一度被誉为美国激励机制的创举，甚至被称为“自公司制之后资本主义的第二次制度革命”，许多公司治理专家认为这是有效解决委托代理问题的利器。股票期权的推广运用，在美国20世纪90年代经济的持续高速发展中功不可没。在多数情况下，这种激励机制通过让高管人员分享剩余收益，能够有机地协调高层管理者与所有者之间的利益关系，激励高管人员创造优异的业绩。未来美国公司将继续鼓励管理层的报酬与股票期权等长期性激励计划挂钩，但会更加强调激励的长期性，尽可能反映管理层对公司成长的长期性影响。

然而，在承认股票期权激励先进性的同时，也必须正视股票期权潜在的负面影响。

1. 股票期权激励机制的广泛运用，不仅加大了高管人员与普通员工之间的报酬鸿沟，而且诱导少数上市公司的高管人员过分关注股票价格的波动，甚至不惜采取激进的会计政策以抬高股价。

2. 股票期权激励机制有可能滋生“报喜不报忧”的氛围，使高管人员不能及时、如实地向投资者报告公司的经营状况。如甲骨文(Oracle)公司的首席执行官劳伦斯·爱利森(Laurence

<sup>①</sup>席西民，赵增耀主编：《公司治理》，高等教育出版社2004年版，第189页。



J. Ellison)因在 2001 年行使股票期权赚取了 7.06 亿美元后才准许公司发布业绩预警,而倍受投资者和监管部门的质疑和责难。

3. 股票期权激励机制可能使董事会将太多时间精力耗费在薪酬事务,忽略了对公司财务报告系统真实性和可靠性的监督,客观上助长了高管人员伪造账册,掩盖真相,通过股票期权牟取暴利。

总之,股票期权可以是激励源泉,但若缺乏强有力的约束机制,其背后蕴涵的巨大利益驱动,足以促使上市公司的高管人员采用激进的会计政策,甚至可能成为财务舞弊的动因。股票期权是否应当作为费用进行会计处理,最近在美国的争论随着安然事件和世界通信等财务丑闻日趋白热化。我们认为,如果要求上市公司将股票期权确认为费用,固然会一定程度上弱化股票期权的激励作用,但将极大地遏制财务舞弊屡禁不止的势头,从源头上根除高管人员的财务舞弊动机。

## (二) 我国实行股票期权制过程中应注意的问题

相对而言,股票期权计划这种西方国家普遍流行的公司激励机制已受到我国公司界重视,我国公司亦已开始对股票期权进行实践性的尝试,北京、上海、深圳、武汉等地还制定了对国有企业高层管理者实行股票期权制度的办法。因为使股权激励发挥最佳效果的很多条件,目前尚未具备,目前上市公司实施股权激励过程中出现的一些问题亟待解决,如股票期权的股票来源问题,公司治理结构的不完善,高管人员持有的股票的变现,税收、会计制度的不明确,公司内部绩效考核不科学,缺乏股票期权信息披露规则等,都还有待于业界深入探讨和研究。

从试行情况看,股权激励依然是有效的,也是公司改革的方向。股票期权的实施应该是一个透明的、充分市场化的操作,完全由公司内部完成,其公正性值得怀疑。因此可以考虑借助一些有操作经验和专业技能中介机构的力量。此外还需要改良其实施方法,严防在实施中出现不良激励或负向激励。在这方面值得中国借鉴的是,美国公司治理改革要求上市公司对相关股权激励方案进行更多的信息披露、甚至所有基于股票期权的计划都要经过股东大会审议的改革措施。

如何借鉴国外成熟的经验,结合自己的国情,探索我国的高层管理者持股激励机制,对于现阶段培育经理人市场,造就高素质企业家队伍,有十分重要的现实意义。根据我国的公司制度特点以及资本市场等相关因素,实施股票期权制度主要应考虑如下内容:

1. 确定受益对象。应突出“激励性”而非“福利性”,重点面向小范围的公司高级管理人员,包括总经理、副总经理等少数几位高级经理人员,以及个别技术骨干。
2. 确定授权期权数量。应根据公司的规模、资本结构以及所处的行业等来确定适当的数量、比例。
3. 确定行权价格。行权价格与市场价格之间的差是股票期权计划的激励所在,而我国目前的股市还不完全是有效市场,这样可以考虑设置一套评价指标体系,包含净资产收益率、收入增长率、利润增长率等指标,综合评价后确定行权价格;
4. 确定行权期。授予时机可选择受聘、升职、年度评定等时机,其实施期限以三到五年为比较合适。

## 三、我国培育高层管理者长效机制的建议

高层管理者激励约束等治理安排实际上就是委托人(在此为董事会)如何通过合理的激励手段设计,使代理人(即高层管理者)与其目标函数最大程度地保持一致,从而最小化代理成本、最大化经营绩效的一整套制度安排。高层管理者激励约束的实质就是董事会通过对高层管理者的合理选任、适当激励和有效约束,实现有效的监督制衡,尽可能保证高层管理者行为与公司股东及其他利益相关者的利益一致。

完整的高层管理者激励约束安排并不仅仅包括激励和约束两个方面的内容。激励和约束要解决的是高层管理者能力既定条件下的公司经营效率问题,而选任机制直接决定了高层管理者个人才能的大小,从而也对公司最终经营结果有着很大的影响。因此,对高层管理者的治理制度一般包括高层管理者的选任、激励和约束安排三个方面。

### （一）高层管理者选任治理的制度安排

高层管理者选任安排主要解决的是如何挑选出有能力的高层管理者的问题,它是激励、约束安排能够有效发挥作用的前提条件。高层管理者选任安排的核心是由谁、以何种方式选择高层管理者。根据选任主体、选择方式的不同,可以区分两种类型的高层管理者选任安排。一种是通过竞争机制在公司内外部经理市场进行考核选拔、择优选聘,可以称为“竞争选聘安排”;另一种是由公司中掌握实际控制权的人直接指派任命,可称为“指派产生安排”。

竞争选聘安排的好处是显而易见的,即能够通过相对公开、透明的形式,选择真正有能力的人出任高层管理者。而计划经济或转轨条件下的国有企业,一般是由上级主管部门指派公司高层管理者。从高层管理者能力的角度而言,竞争选聘安排显然优于指派产生安排。李维安等(2003)通过对经理层任免制度的评价研究后也发现,经理层任免的行政程度与公司绩效显著负相关,总经理市场化选聘方式也与公司绩效显著正相关。<sup>①</sup>中国上市公司经理层任免机制经历着由行政性、制度化到市场化的转移过程,当前经理层任免的制度化进程加深,单纯的行政任命减少,但同时市场化程度不高,经理层任免制度的市场化及制度化的加强对公司绩效的增加有益。<sup>①</sup>

### （二）高层管理者激励的制度安排

激励安排的核心是将高层管理者对个人效用最大化的追求转化为对公司利润最大化的追求,按照激励安排发生作用的机理和依赖的市场环境,激励安排可以具体细分为报酬激励、控制权激励、声誉激励和市场竞争四类。在现代公司中,董事会通过契约授予高层管理者特定控制权,也就是经营控制权,包括日常的生产、销售、雇用等权利,同时保持剩余控制权,对高层管理者行使适当的控制权进行制约。既能适当约束高层管理者,又起到应有的激励作用。从经济人利益最大化的假设出发,高层管理者追求声誉的目的是为了获得长期收益。对于职业经理人,良好的职业声誉与业绩排名会使其在经理人市场上更具讨价还价的资本,会起到激励约束的作用。市场竞争的优胜劣汰机制对高层管理者的机会主义行为的惩罚是致命的。生存压力本身就是对高层管理者的激励,促使高层管理者必须努力工作避免解聘的威胁。

最优报酬激励安排的设计与选择应根据公司情况和行业特征进行合理组合,达到最优激励效果。以上四种激励安排绝非孤立的,而是存在着一定替代和互补的关系。比如货币报酬和由控制权产生的在职消费之间存在某种替代关系,货币报酬如果很低,只要保证较大的在职消费,该职位仍然具有很强吸引力;声誉激励安排和市场竞争安排则存在着互补关系,声誉是市场竞争的结果,而良好声誉有利于高层管理者在市场竞争中的地位。

### （三）高层管理者约束的制度安排

高层管理者约束在此特指董事会、监事会等基于公司治理结构框架的对高层管理者的经营结果、行为或决策所进行的一系列审核、监察和督导的行动,这种约束是法律法规所确认的一种正式制度安排,具体可以包括对高层管理者的监督问责机制、业绩考核安排、罢免安排以及重大事项的决策机制等。

董事会、监事会对高层管理者的监督问责机制是基础的约束机制。为了保证自己的决策得到贯彻、利益得到保证,董事会就必须建立严格的监控制度,对高层管理者进行监督、约束,一旦其行为损害公司利益、偏离公司经营方向,能够及时采取有效措施进行纠正。为

---

<sup>①</sup>李维安、牛建波:“中国上市公司经理层治理评价与实证研究”,《中国工业经济》,2004年第1期,第57~64页。



了强化这种监督问责机制，设立代表出资者利益的专职监督机构——监事会，对包括董事会在内的高层管理者进行全面的、独立的监督。董事会对高层管理者的监督也必须建立在事实和综合、全面考虑的基础上，因此必须有一套符合公司运营情况的、行之有效的、业绩考核机制。高层管理者在面临可能被董事会罢免的情况下，也会调整自己的利益取向、更为努力地工作，这也在事实上约束了其行为。

除上述约束安排之外，还有一些特殊条件下的高层管理者约束安排。如在中国，行政上级或国有资产管理部门作为国有资产的代表，目前对高层管理者也具有直接的约束职能，对国有企业高层管理者的选拔、任免、业绩考核和监督都具有最终的发言权。这种约束安排虽不规范，实践中效果也不理想，但现阶段仍是重要的高层管理者约束安排。

### 【网络链接 6-2】公司科学发展战略观：要适应两个“上帝”

.....为了实现公司可持续经营，我们必须在适应产品市场中“顾客”这个上帝的同时，适应资本市场上的“投资者”这第二个“上帝”。适应“顾客”这个“上帝”，确保了我们的公司能够有效完成商品和服务的供需交易；而适应“投资者”这个“上帝”，可以保证我们的公司象一艘在市场经济的海洋中破浪航行的战舰。因为，适应了“投资者”这个“上帝”，就意味着公司能够获得源源不断的资本：供给能量。有了适应这两个“上帝”的能力，公司就能在下游的产品市场和上游的资本市场上百战不殆。

由此不难看出，公司科学发展的战略观，不仅要在产品市场上强调顾客关系管理的作用，而且还要在资本市场上持续强调基于公司治理的投资者关系管理的重要性。

——资料来源：李维安：《南开管理评论》，2004 年第 2 期，主编寄语。

### 【本章小结】

本章通过对激励机制与约束机制原理及其相互关系、我国现实困境与对策路径的分析，对高层管理者激励约束这一重要的内外部治理机制进行了综合探讨。强化激励约束机制是公司治理中的重要环节，需要通过资本市场、商品市场和证券市场来进行，在此过程中，公司制度安排与商业伦理、道德诚信等非制度因素均发挥着重要的作用。企业家行为的激励应包括有形资产报酬和无资产报酬两类，而企业家行为的约束应包括内部人控制(公司内部约束)和社会约束(公司外部约束)两部分。激励机制与约束机制必须相匹配，相辅相成，两者并行，缺一不可。厚此薄彼，一硬一软都会产生消极的危害和恶果。从实践来看，虽然世界许多国家的公司继美国之后，都纷纷效仿卓有成效的期权制度。但在认可股票期权激励积极作用的同时，必须注意股票期权负面的隐患性。

此外，本章通过对国外先进成功经验的比较和借鉴，结合对最近美国系列财务舞弊案例的剖析，给我国建立与健全高层管理者激励与约束机制提出了宝贵的警示。在对企业家价值进行理论分析和实践探讨的基础上，也对构建高层管理者激励约束的长效机制提出了一些应对举措，如怎样提升企业家价值和增强高层管理者社会责任感与伦理道德等。

### 【复习思考题】

1. 当前为什么要建立高层管理者激励与约束机制？
2. 为何说高层管理者激励机制的理论依据是激励相容性与信息显露性？
3. 谈谈公司高层管理者约束机制的基本原理和实施方式。
4. 如何理解股票期权是激励约束机制的重要实现形式？

## 5. 如何认识激励机制与约束机制之间的关系？

### 【案例讨论题】新 59 岁现象：国有企业老总改制情结与新心病

改制是国有企业老总最渴望的事，越是临近退休，改制的愿望越强烈。无论是谢幕的长虹倪润峰，还是退休的三九集团总经理赵新先，都有一个难舍的情结——渴望改制。这种现象可称为“新 59 岁现象”。有案例表明，一些国有企业老总把改制当成“最后的晚餐”，既能以最少成本捞到可观的股权，又能保住自己的位置。

“急”是“新 59 岁现象”的最大特征。经过十多年的探索，国有企业改革已真正触及公司制度问题，人们对改制——产权制度改革的认识及改制的环境、气候、政策等条件已逐渐成熟，而一些为公司奋斗多年甚至奉献终生的国有企业老总们却又临近退休，这个情形有点像一位站在已驶入终点列车上的人，急于跳上另一列刚刚启动的列车。

一位已经完成改制的原国有企业老总这样解释“新 59 岁现象”：改制前，公司高层管理者的任免完全由上级决定，不管你能力有多强，精力有多旺盛，只要到点必须退休。而改制后，只要不是国有控股，公司高层管理者的任免就由出资人与董事会决定，而且任免规则是市场化的，只要高层管理者有能力和精力，就不会受 60 岁退休的规定所限。

希望改制没有错，但操之过急就会出问题。“新 59 岁现象”的成因是那些即将退位的国有企业老总希望通过改制持股甚至持大股，而高层管理者持股的最大难题是如何筹措资金。长期低收入的高层管理者如果急于持大股，只有几种可能：要么做小蛋糕（做亏、低价评估），要么隐匿资产，要么转移利润，要么空手套白狼，要么资金来路不明，显然，这些做法都是违规甚至违法的。所以，在国有企业老总激励机制尚未健全的今天，高层管理者持股应是长期行为。

一些睿智的 59 岁左右的国有企业老总在推动改制时，不选择“一口吃成胖子”的办法，而是会选择一条易于操作的现实之路，如保留部分国有股，吸引部分外来投资者，融进部分职工股。只有当他具有足够的能力左右局势时，他才会坚定地选择 MBO 或 ESOP，其目的很明确——在所剩无几的时间完成改制。

由此看来，仅几年的功夫，高层管理者的心态发生了很大的变化，由褚时健引发的“59 岁现象”已发生变异——如果褚时健所代表的“59 岁现象”是“恋钱症”的话，那现今流行的“新 59 岁现象”则是“恋岗症”。

在“59 岁现象”刚浮出水面时，经济学家周其仁的“我们拥有世界上最昂贵的公司制度和最便宜的企业家”这句话广为流传，人们认为造成“59 岁现象”的主要原因就是国有企业老总的激励和约束机制不足。于是，年薪制、期权、期股等办法相继出台，就连国家国资委也概莫能外，从 2004 年起对中央公司老总实行了年薪制。“新 59 岁现象”的出现证明，“钱”和“岗”不是一回事，靠激励和约束不能全部解除国有企业老总的心病。

“新 59 岁现象”的出现有一定积极意义。改制后，出资人到位，公司必将建立起一套完善的治理结构，公司高层管理者选择、投资决策等重大事项都将由治理结构（董事会、股东大会）决定，这样中国的国有企业才能真正脱胎为规范的、市场化的公司。

改制的核心不在于股权，而在于把高层管理者与公司的联系从一纸“红头文件”变成了产权联系，这样就必将摒弃过去那种“人选择人”的做法，建立起一种按市场化规则选择和决策的制度。

——资料来源：朱霖：<http://www.gzii.gov.cn>，2004 年 7 月 21 日。

#### 讨论问题：

1. 巨额期权赠与是到底说明什么问题？为什么不合理？
2. 在这种方式中，在报酬和业绩之间有何关联？这能显示出董事会是代表“选举”了他们的股东吗？

## 第三篇 外部治理

第七章 证券市场与控制权配置：跟庄时代的终结

第八章 银行治理：从治理者到被治理者

第九章 机构投资者的治理：从幕后到台前

## 第七章 证券市场与控制权配置：走向成熟

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解证券市场与公司治理的关系、证券市场与控制权配置的联系；
2. 明确公司并购与公司剥离、证券市场监管、强制性信息披露的基本涵义与主要内容；
3. 把握我国证券市场外部治理的特点及发展方向；
4. 掌握证券市场对上市公司的公司治理发挥作用的基本机制。

### 本章关键词

证券市场 控制权配置 市场监管 信息披露

在前文对内部治理深入分析的基础上,从本章开始,本书转入对外部治理的探讨。而在公司治理体系中,证券市场在外部治理中占有重要的地位。可以说,中国的公司治理发展历程,与证券市场的发展是分不开的。

本章主要对公司治理中的证券市场与控制权配置进行剖析,共分为四个小节。首先,我们从整体上研究证券市场与公司治理的关系。之后,我们用三个小节的篇幅,对证券市场中的三个重点问题进行深入分析,即公司并购与公司剥离、证券市场监管与强制性信息披露,这些对于资本市场的庄股时代终结都很重要。在政府监管一节中,我们将美国针对证券市场的一些改革进行了分析,并指出它们对我国的启示。

## 第一节 股票价格、资本市场与控制权配置

通过证券市场进行控制权配置是公司外部治理的重要方式之一。它对于公司技术进步、产品结构调整、竞争能力提高以及生产要素的优化组合都具有重要的意义。

### 一、证券市场在控制权配置中的作用

证券市场是证券发行和买卖的场所,它是金融市场的重要组成部分。证券市场是资金调节和分配的枢纽之一,它集社会上的闲散资金于市场,使得资金所有者能根据有关信息和规则进行证券投资。在一个有效的证券市场,经营业绩优良的企业能够吸引较多的资金发展企业,提高企业的价值。而经营业绩较差的企业难于吸收更多的资金发展企业,企业价值随经营业绩的下降而下跌。利用证券市场进行控制权配置是公司外部治理的重要方式之一。

控制权配置是以市场为依托而进行的产权交易,其本身也是一种资本运动,它的完成必须借助于证券市场。发达完善的证券市场是企业控制权有效配置的必要条件。国外企业并购浪潮之所以一浪高过一浪,并对经济发展产生重大影响,正是发达的证券市场发挥了重要的推动作用。主要表现在:

1. 证券市场的价格定位职能为企业控制权配置主体的价值评定奠定了基础。企业控制权配置成功的先决条件是双方达成合理价位。资本市场上同类上市公司的价格则是并购价位的极好参照。在非上市公司的价值评估中,也往往参照同行业、同等规模的上市公司的市场价值。准确的价位为控制权配置的顺利进行奠定了基础,使得控制方通过资本市场价格看到控制权配置的必要性和可能性,也看到应该控制何种企业。

2. 发达的资本市场造就了控制权配置主体。一个企业为取得对另一个企业的控制权,往往需要大量的资本投入。发达的资本市场则为企业获得资本提供了充分的条件。例如,企业可以通过发行股票、债券等扩大资本规模,以便具备控制另一家企业的资本实力。同时,由于资本市场的发展,使一些夕阳产业的企业、陷入经营困境的企业、面临挑战的企业,能够从资本市场的价格变化情况看出自身的不足,使它们产生联营或变现的愿望。同时,发达的资本市场也使得企业产权流动极其方便。

3. 资本市场上投资银行等中介机构的职能多样化为企业控制权配置提供了重要推动力。近年来,投资银行等中介机构在企业控制权配置中扮演着重要的角色,成为企业控制权配置业务的重要操作者。在发达的资本市场,中介机构的经营范围朝多角化方向发展,从单一的融资,到审计、评估、咨询等,业务范围在不断扩大,但基本上是围绕着企业控制权配置这一主线。从控制权配置计划的确定、寻找买方与卖方、评估企业价值、谈判、投标以至到最后交割,基本上都是在投资银行等中介机构的主持下进行的。这种中介机构既为企业控制权

配置提供了方便，省去许多繁琐的工作，同时也保证了控制权配置的科学性和合理性。

从中国的证券市场来看，由于我国企业股份制改造的途径一般是存量折股、增发新股和国有股、法人股不参与市场公开流通，这样就形成了股权的二重构造，一方面占股权总量绝对份额的国有股、法人股不能流通，处于超安定的状态；另一方面可流通的占股权总量较少份额的个人股东处于超非安定性状态：

(1) 由于股份中占绝对份额的国有股、法人股不能流通，并购交易行为无法通过股票市场展开，支配权转换十分困难。由于股份集中，造成大多数上市公司的股东大会、董事会基本由国家股东和法人股东把持，阻碍了股市对公司治理影响的基本途径；

(2) 公司上市复杂的审核制度，加上上市公司相当一部分股份不能自由流通，破坏了股市自动均衡的调节机制，产生了高抬股价的效应。这种异常高价难以实现股票市场的信息传递功能，股票市场外部治理机能受到扭曲，极大地影响了公司治理的效率。

另一方面，由于证券市场已建立了较为完善的具体会计准则、信息披露规范、章程指引等规范体系，日益透明的运作环境要求公司经营业绩的改善更多地依赖于内部管理的改进或外部力量的介入。公司重组是其中的一种重要方法。

公司重组具体方式主要有三种形式：①政府主导型重组；②控股公司或支配股东主导型重组；③外部优势公司主导型重组。其中，第一第二种方式较为常用，第三种方式日渐增多，在这三种方式中，国有股、法人股协议转让是公司重组的主要方式。这与我国证券市场股权结构的实际状况密切相关。

在公司治理的意义上，资产重组为股权二元结构下的治理机制重构提供了有效的通道，以国有股、法人股为主体的协议转让为主要形式的资产重组缓释了股份的过度安定状态，使国有股、法人股内部由于所运营资产的效率不同而产生竞争机制，保持、争夺股市融资的潜在激励驱使拥有优良资产的资产运营者替代经营不佳的管理者，注入新的资产和治理机制。

## 二、股票价格与公司业绩

美国芝加哥大学教授法玛（Eugene Fama）将市场效率划分为三种形式：弱式、半强式和强式。三种形式的划分在于假定了不同的相关信息被渗透到证券价格中。其中，弱式效率（Weak Efficiency）是指证券价格反映了过去的价格和交易信息，即仅仅使用历史价格进行图表和技术分析无助于发现那些价值被低估的股票；半强式效率（Semi-strong Efficiency）是指证券价格不仅反映了历史价格所包含的信息，而且反映了所有其他公开的信息，即通过使用和处理这些信息进行投资决策无法找到被低估的股票。强式效率（Strong Efficiency）是指证券价格反映了所有信息（包括公开信息和内幕信息），即任何投资者都不可能持续发现价值被低估的股票。

有效市场理论意味着证券市场价格是合理的，股票价格反映了所有与公司价值有关的公开信息，它说明，我们可以通过在其他条件不变的情况下，通过测度每一决策对股价应有的影响来完成使股东财富最大化的目标。

国外许多学者对股票价格与公司业绩的关系进行了研究。相关研究成果表明，股票价格总是很快地、且以一种公正的方式对各种事项（例如公司宣布进行股票分割、宣布发放股利，以及宣布中期或年度报表）做出反应，对公司公布收益信息的研究显示，股票价格甚至在公布日前的数月即已有所反应。根据科普兰（Kaplan, 1992）等人的研究，证券市场中的股票价格波动，往往是综合了许多信息的结果。例如，研究结果显示，公司发生会计变更后，即使新采用的会计方法比原来的会计方法能产生更高的报告收益，其股票价格也不会因此而有所上涨；相反，证券市场好像已经“洞悉”公司的收益数据是采用不同的会计方法计算出来的，并不受报告数据的“蒙骗”。

可见，尽管股票市场的涨跌和股价的高低不时受到诸多主、客观因素的影响，但随着投

投资者的日益成熟和股票市场的日益理性化，个股股价的高低最终将取决于其内在投资价值，亦即公司的盈利水平和风险状况。

但也有研究表明<sup>①</sup>，证券市场存在着反常行为，这些市场反常行为与诸如公司规模、市盈率和价格/账面价值比率等系统因素有关，也和时间有联系。这些市场反常可能是市场非有效性的反映。

如上所述，大量研究表明，股票价格最终将取决于公司的盈利水平和风险状况。但是，从某一时期来看，股票价格可能会背离其内在价值而大起大落。因此，公司应进行股票价值评估，并将评估价值与公司股票的市场价值进行比较。如果股票市场价值低于所估算的价值，管理层就需要改进与市场的沟通，以便提高市场价值。如果情况相反，那么认识上的相反差距可能意味着公司是一个潜在的被收购目标，需要通过改进对资产的管理来缩小差距。

缩小认识上的相反差距，途径之一是进行内部改进，即通过利用战略上和经营上的机会，实现其资产的潜在价值。途径之二是确定增值有无可能来自外部机会，即通过资产剥离缩小公司规模或者通过并购扩大公司规模。或者同时采取以上两种措施。

### （一）估计内部改进的潜在价值

估计内部改进的潜在价值，关键是找出影响公司现金流量的价值驱动因素。价值驱动因素是指影响公司价值的任何变量。

找出价值驱动因素后，企业应按照一定的管理程序推行以价值为基础的管理。首先，公司应制定使公司价值最大化的战略；其次，公司从价值驱动因素的角度，将战略转化为长期和短期绩效指标；再次，制定行动计划，以确定在未来年度为实现这些指标应采取的步骤；最后，确立绩效指标和激励制度，根据指标来检测绩效，并鼓励职工实现其目标。

### （二）估计外部改进的潜在价值

一旦公司已进行了所有可能的内部改进，并进行了结构调整，就应考虑外部改进的可能性。外部改进包括资产剥离和寻求并购。资产剥离泛指通过出让资产改组公司的方法，它可以指出售具体资产，例如房地产；也可以指出售整个经营单位。有关外部改进的基本内容，我们将在本章的后面部分予以说明。

## 三、资本结构、资本市场与控制权配置

资本市场具备一个与银行相同的功能，就是为企业融资，尤其是提供长期资本。因此，资本市场的发展与公司资本结构变化关系密切，进而影响公司的控制权配置。

### （一）资本市场与资本结构

任何公司融资结构和融资方式的选择都是在一定的市场环境背景下进行的。公司融资的方式一般可分为内源融资与外源融资。由于各个国家的市场化程度不同，特别是经济证券化程度不同，不同类型国家的公司融资的模式是不同的。从发达国家的情况来看，目前发达国家公司的融资方式的选择一般地遵循所谓的优序理论，又称“啄食顺序理论”（The Pecking order Theory），即遵循：内源融资→债务融资→股权融资的顺序。这一融资顺序的选择反映了在公司资本结构中内部融资（留利和折旧）占最重要地位，其次是银行贷款和债券融资，最后是发行新股筹资。

在典型的市场经济国家，通常情况下，公司主要通过发行公司债券和股票方式从资本市场上筹集长期资本。公司最主要的融资决策通常是在股票和债券之间进行选择。因此，公司的资本结构决策所要解决的问题，就是要选择、确定一个最优的股票和债券结构。

比较两种不同的融资方式，可以看出二者之间存在重要差别。简单地说，增发股票意味着公司自有资本的增加、所有权的分散和风险的减低。对于现有股东来说，股东权益是对公

---

①（美）Aswath Damodaran 著，朱武祥译：《投资估价》，清华大学出版社 1999 年版，第 130-153 页。

司剩余的索取权，所有权的分散意味着股息收入的耗散和降低，因此，增发股票虽然有利于公司本身的发展，但常常会受到股东们的反对。从公司治理角度分析，发行股票不仅会造成监督动机的削弱，而且会增加代理成本。增发债券则不同，它一般不会导致权力的分散，但是，却会造成公司风险的提高。

无论是选择使用债务，还是选择使用所有权，都会产生相应的成本，公司决策者必须在两者之间做出权衡，这种权衡导致了最优资本结构。

从历史上看，公司的发展与资本市场的联系日益密切。公司已经步入资本结构管理时代。例如，与早期的资本市场的发展状况相联系，早期公司的资本以股权资本为主。一直到二次大战前，世界各国企业的主要融资渠道是股票市场。股权为主的公司资本结构又经历了一个从初期阶段的股权相对集中到后期的分散化、多元化的演变过程。

在公司制企业发展早期，企业只有少数的个人股东，即股权结构相对集中。但是，伴随着企业规模的扩大，也伴随着资本市场的发展，公司的股权结构逐步分散化，大量的公司股票分散到社会公众手中。而最近二十年来，一些国家进一步出现了新的机构持股的情况，特别是美国，机构持股得到快速发展。需要说明的是，尽管机构投资者快速发展，但这些机构大多实行分散投资，机构投资者投资于单个企业特别是大企业的比重并不高，因而使得企业的股权结构高度分散。

## （二）资本结构与公司治理

从上面关于公司资本结构的分析中，我们已经看出，公司的资本结构是负债和权益的组合。这样，权益资本市场（即证券市场）就作为一种重要外部力量对公司治理产生着深远的影响。

在公司内部，股东对公司的控制——即内部控制主要是通过股东大会来实施的。内部控制的有效与否是与股票的集中程度、股东性质和董事会及有关法律等方面的情况有关。在股权分散化的情况下，大量的、持有股权数量微不足道的小股东有一种“搭便车”(free riding)的自然倾向。在此情况下，改善公司业绩，约束公司经理人员的行为，只能借助于外部市场的力量和作用。股票市场向股东提供了对公司实行外部治理的手段，因为股票价格可以反映公司管理者工作的效率优劣。低股价会对管理者产生一种实际的压力使其改变行为方式，忠于职守。

在资本市场上，分散性股东对公司和对经理人员的约束主要是通过“用脚投票”的方式实现的。如果公司股东对公司经营状况不满意或对现任管理层不信任时，就可以在股票市场上抛售所持的股票。股东在股票市场上大量抛售股票的结果，使得该公司股票价格下跌，而股价的大幅下跌则会使公司面临进一步的困难和危机。通常，当公司股价大幅下跌时，经理人员通常就要引咎辞职，或者董事会便会认为经理表现不佳而将其撤换，这就是“用脚投票”对公司经理人员的约束机制。

### 【网络链接 7-1】 发展能够给予好的公司治理以奖励的资本市场

要使中国的资本市场具有奖励好的公司治理结构的功能，机构投资者是一个关键因素。它们具有识别、要求和期待好的公司治理(包括对重大事件及时披露、董事会构成合理、素质高等)的能力。另外，由于机构投资者能够更加有效地使用股东权利，能够使用代理投票制度并有利于收购机制作用的发挥，它们有望在提高公司治理方面发挥直接的作用。机构投资者还有望为国有股和法人股的逐步减持提供其所需的额外资金。通过这种方式，也有望降低市场上的过度投机和不稳定性。

-----资料来源：“周小川表示要大力发挥机构投资者的作用”，《深圳特区报》，2004年6月23日。



## 第二节 公司并购与公司剥离

控制权配置包括兼并收购和资产剥离两种形式。本节将结合现代企业理论，研究控制权配置的两种形式，并结合公司内外部控制机制说明兼并与收购的防御。

### 一、公司兼并与收购

公司兼并与收购是指在市场机制作用下，企业通过产权交易获得其他企业的产权，并获得其控制权的经济行为。

#### （一）企业并购战略

按照西方的并购理论，企业采用的并购战略通常有以下三种：

##### 1. 波士顿法

波士顿咨询公司强调两大思想：一是学习曲线；二是业务组合。学习曲线认为，企业掌握的累计性生产经验越多，其生产成本相对于竞争对手就越低。企业通过并购活动，不但获得了原有企业的生产能力和各种资产，还获得了原有企业的经验。业务组合认为，同时经营多种业务，进行业务组合，就是试图将有吸引力的投资部门（明星）与产生现金的部门（现金奶牛）结合起来，并且清除那些前景暗淡的部门（瘦狗）。可见，波士顿法强调了混合并购的重要作用。混合并购往往涉及新的经营领域，在这些领域中，经验往往是一种有效的进入壁垒。通过混合并购，混合一体化的各部分可以实现经验共享和有效业务组合，形成一种强有力的竞争优势。

##### 2. 波特法

美国著名管理学家迈克尔·波特(Michael E. Porter)强调，企业并购活动应当以存在市场进入壁垒或市场份额稳定的行业或业务领域作为突破口。主要的战略选择有：选择一个有吸引力的行业或选择同时经营多种产品；重点放在降低成本以扩大销售或谋求提高质量以巩固市场份额；在产品创造的重要环节进行控制时，必须占据有利位置；强调目标企业与企业的经营业务上的相关性。

##### 3. 适应法

适应法(Eclectic Approach to Strategy)强调战略决策的步骤和顺序，即强调决策的过程，而非任何特定的目标。它认为正是通过周而复始的圆周运动，新思想才不断得以产生和精确。这种方法认为，究竟是强调生产能力还是投资与固定资产规模，是关注技术发展还是客户需求等构成了并购战略的基本问题。在环境不确定和竞争对手的行为和反应不确定的条件下，把资源和投资机会匹配起来。适应法的一个重要思想是承认产品变化、产品的多样化和产品差异的价值。美国经济学家鲁梅尔特(Rumelt)指出：“这种思想的本质是，企业的竞争地位是由一组独一无二的资源和关系所确定的。而且，一般性管理工作的任务是，当时间、竞争和变化侵蚀了这些资源和关系的价值时，就对它们进行调整和更新。”<sup>①</sup>

上述战略分析法至少在一定程度上涉及产业多样化问题。当企业以现有经营能力或组织力量为基础制定多样化战略时，必须考虑以下问题：一般管理功能是否有效？公司能否在广泛的业务领域内提供专业技术人才？公司的财务计划与控制能力是否具有广泛通用性？公司在研究、市场营销和生产等方面是否拥有特殊能力，使得公司能够向更广泛的领域扩展？等等。公司通过对上述问题的分析，可以明确自身的强项和不足。为了弥补不足，公司必须

---

① R.B.Lamb, Englewood Cliff . Competitive Strategic Management . Prentice-Hall, 1984.

明确它应当寻求的特殊新能力。

（二）并购活动成功的保证

美国著名管理学家彼得·德鲁克在 1981 年 10 月 15 日《华尔街日报》的编辑导言中，提出了成功并购的五条法则。<sup>①</sup>这五条法则是：

删除的内容：<sup>②</sup>

- 1. 收购必须有益于被收购公司
- 2. 必须有一个促成合并的核心因素
- 3. 收购方必须尊重被收购公司的业务活动
- 4. 在大约一年之内，收购公司必须能够向被收购公司提供上层管理
- 5. 在收购的第一年内，双方公司的管理层均应有所晋升

美国学者韦斯顿等认为，<sup>②</sup>德鲁克法则的精髓可归纳为两点：（1）并购双方的业务必须具有一定程度的相关性和互补性。因此，在满足投资机会或生产能力之后还有现金流或管理能力剩余的企业便可以有效地并购那些由于财务或管理资源匮乏而无法实现其行业领域中的良好成长与盈利前景的企业。（2）必须同时向两个企业的管理层实行精心设计的激励或奖惩制度，以使并购产生效果，减轻企业合并后的调整过程所带来的混乱。

删除的内容：<sup>③</sup>

韦斯顿同时指出，并购中存在着许多事与愿违的风险。并购失败的主要原因有：

- 1. 对市场潜力估计过于乐观
- 2. 对协同作用估计过高
- 3. 收购出价过高
- 4. 并购后整合不利。

（三）公司防御与应变

1. 公司接管防御

在并购过程中，收购方的行为对目标公司可能会引起两种不同的反映：同意或者反对。如果反对，将会产生并购的防御行为。从所有权结构角度看，主要从以下几个方面考虑防御问题：

删除的内容：

首先可以考虑投票权结构配置。不同的投票权结构（如一股一票或不同股份投票权不同）会对并购者产生不同的潜在影响，相应地也会影响公司控制权市场的竞争状况。

其次可以考虑反接管条款。它是指采用修改公司章程等合法手段来防止敌意并购。在西方，反接管条款有以下几种类型：

（1）绝对多数条款。这一条款要求，包括控制权转移在内的所有重大交易活动，必须取得三分之二甚至百分之九十股东的同意。

（2）公平价格条款。所谓公平价格就是在某一特定期间内标购者支付的最高价。有时还要求该价格必须超过目标公司的会计收益或账面价值所决定的水平。

（3）董事会轮换制。董事会轮换制可以在接管后推迟控制权的转移。即使并购者并购成功，还需要冒另外一个风险：尽管已拥有目标公司一半以上的股票，却无法控制企业，权力仍掌握在对立的董事手中。

（4）授权发行优先股。公司董事会授权发行优先股。在发生控制权争夺时，将优先股发行给对公司现有管理层持友好态度的其他机构。

公司也可以考虑资本结构调整。为减少目标公司的吸引力，目标公司可采取以下措施进行资本结构调整：（1）增加负债比例，用尽借款能力，并使股票相对集中于支持管理层的股

<sup>①</sup> Ducker, Peter. F. "Five Rules for Successful Acquisition". The Wall Street Journal, october15, 1981.p28.

<sup>②</sup> 韦斯顿等著，唐旭等译：《兼并、重组和公司控制》，经济科学出版社 1998 年版，第 100 页。

<sup>③</sup> 孙永祥：“所有权、融资结构与公司治理机制”，《经济研究》，2001 年第 1 期。

东或控股公司手中。(2)增加向股东支付的股利,从而减少现金余额。(3)在贷款合同中作出规定,被接管时要提前偿还贷款。(4)证券组合应具有流动性,多余现金要减少;营运中不断取得的现金应投放于能产生正净现值的项目或返还给股东。(5)多余的现金流量可用于收购其他公司,尤其是袭击者不希望要的企业。(6)对那些脱离母公司后并不影响其正常现金流的子公司,应该让其分立。或者为避免大量的现金流入,可让其独立。(7)通过重组或分立等办法,实现被低估资产的真实价值。

## 2. 公司应变

上述防御策略一般在并购成为既定事实之前运用,但并购行为一旦启动,目标公司就处于更为不利的地位。为赢得主动,目标公司必须及时采取应变措施。主要的应变措施包括:

(1) 诉诸法律。目标企业的经营者为了阻止公开收购,经常提起诉讼。因为一旦提出诉讼,收购者就不能继续执行要约。而从提出诉讼到具体调查、审理,往往需要一段时间,这就给目标公司赢得了时间。

(2) 定向股份回购。定向股份回购常被称作“绿色铠甲”。其含义是指目标公司通过私下协商从单个股东或某些股东手里溢价回购其大部分股份。溢价回购的目的同样是要消除其他公司的敌意接管威胁。

(3) 资产重组与债务重组。目标公司采用资产重组的目的在于减少公司的吸引力,增加并购公司的并购成本。目标公司或是购进并购方不要的资产或部门,或是忍痛出售并购方看中的资产或部门,使并购方失去兴趣,达到反并购的目的。

与资产重组一样,目标公司进行债务重组的目的也是增加并购方的成本。通过对债务的重新安排,使并购方在并购成功后会面临巨额的债务负担。例如,目标公司可以将以前的债务重新安排偿还时间,使并购方在并购后立即面临还债的难题。

(4) 毒丸防御。~~毒丸策略~~一般是由企业发行特别权证,该权证载明当本企业发生突发事件时,权证持有人可以按非常优惠的价格将特别权证转换为普通股票,或是企业有权以特别优惠的价格赎回特别权证。毒丸防御策略增加了收购目标公司的成本,从而增强了目标公司抵御接管标购的能力。

删除的内容: 毒丸防御策略要求兼并的一方必须事先吞下毒丸,方可实施兼并。

## 二、公司剥离

与公司并购相对应的行为是公司剥离,即依照法律规定、行政指令或经公司决策,将一个公司分解为两个或两个以上的相互独立的新公司,或将公司的某个部门予以出售的行为。

### (一) 公司剥离的方式

公司剥离主要有部门出售、股权分割和持股分立三种形式。

#### 1. 部门出售 ~~删去~~

部门出售是指将公司的某一部分出售给其他企业。部门出售的主要目的或是为了取得一定数量的现金收入,或是为了调整企业的经营结构,以集中力量办好企业有能力做好的业务。美国的学术研究一般表明,出售资产的公司和收购与自己有关行业的公司,会造成股票价格提高,但收购与自己行业无关的公司,股票价格不会提高。

批注 [h7]: sell-offs?

删除的内容: (Sell-off)

#### 2. 股权分割 ~~删去~~

股权分割又称资产分割,是将原公司分解为两个或两个以上完全独立的公司。分立后的企业各有自己独立的董事会和管理机构,原公司的股东同时成为分立后的新公司的股东。股权分割的动机与部门出售相似。但股权分割后,别的企业不会经营该分割出的单位,因此,不会出现公司重组中的协同效应。有可能的是,在不同的管理手段下,该经营单位作为一个独立的公司比原来经营的更好,股权分割就可能获得经济效益。但应注意的是,股权分割也是有成本的;相对于一个独立的公司,有两个独立的公司又有新的代理成本。

批注 [h8]: 核实英文拼写

删除的内容: (Spin-offs)

#### 3. 持股分立 ~~删去~~

持股分立是在将公司的一部分分立为一个独立的新公司的同时,

批注 [h9]: 核实英文拼写

删除的内容: (Equity Carve-outs)

删除的内容:

以新公司的名义对外发行股票，而原公司仍持有新公司的部分股票。持股分立与股权分割的不同之处在于：在股权分割时，分立后的公司相互之间完全独立，在股权上没有任何联系；而持股分立的典型情况是，持股分立后的新公司虽然也是独立的法人单位，但原公司继续拥有新公司的部分权益，原公司与新公司之间存在着持股甚至控股关系，新老公司形成一个有股权联系的企业集团。

### （二）公司剥离分析

公司剥离分析始于对现有公司的市场价值进行评估，在此基础上加上从公司分立所获得的回报（即经营单位作为独立的实体，分立后的市场价值与由现有母公司继续经营的市场价值之差，以及未划拨总部成本的预期减少），并减去公司分立所产生的纳税负担和失去目前公司这一保护伞提供的保护（如减税）所造成的预期损失。如差额为正，则公司分立是可行的；反之，则不可行。

美国财务学家科普兰(T. Copeland)教授指出，在分析公司分立时，必须注意以下几个相关的问题：（1）分立后，经营单位劳动合同的预期成本是提高、降低，还是未变？（2）管制因素是否有变化？如有变化，对现金流量有何影响？（3）税赋有何变化？（4）进入资本市场的成本有何变化？资本成本是否会受到影响？（5）若经营单位由另一公司拥有，经营上的变化是否会导致现金流量增加？（6）公司分立是否是一项应纳税交易？如果是，能否改变其结构，以减少纳税？（7）公司分立能否导致管理上更好的刺激因素并因此增加价值？为什么？

### 【案例 7-1】美国世通公司由内部审计牵出假账大案

——访国际内部审计师协会执行主席威廉·毕绍普

毕绍普主席告诉我们，世通公司的一个内部审计员叫辛西亚·库伯的女士，在一次例行审计中发现公司财务中有故意造假行为，她向当时的首席财务官报告，而首席财务官其实就是参与欺诈的人之一，他让库伯停止审计，但库伯又向审计委员会的主席报告。在美国公司审计委员会包含有独立董事，他们不受雇于公司，所以库伯女士越过高管将内幕报告给审计委员会，于是调查扩大了，发现了超过三十亿美元的假账……

毕绍普主席说，内部审计主要与公司运营有关，即公司资产是否得到足够的保护，信息是否得到准确及时的处理。在一个单位中，内审人员与董事会和审计委员会一起确认经营风险评估内部控制的程度。内审人员应该直接向董事会，审计委员会以及非财务的主管部门报告。这种汇报方式有助于内部审计的独立性和公正性。

——资料来源：<http://fol.math.sdu.edu.cn> 2001 年 11 月 10 日

## 第三节 证券市场监管

政府对证券市场和上市公司的监管只能是事后的，但它却是最强有力的，主要包括相关机构的监管（如中国证监会）和法律监管（如对存在欺诈嫌疑的上市公司高管进行司法惩罚）。政府对证券市场的监管可以在一定程度上纠正证券市场失灵现象（包括“庄股”现象）。

### 一、中国证券市场的发展、监管与公司治理

在我国证券市场的发展过程中，公司治理也得到了同步的发展，公司治理提升会促进证券市场的发展，而证券市场的发展也是促进公司治理改进的重要因素之一。特别是从中国的具体情况看，证券市场监管对公司治理的发展起到了相当明显的作用。

在中国，1984 年第一家股份制公司“上海飞乐音响有限公司”成立。大约从 1987 年开

始，中国资本市场进入萌芽阶段。1989年，上海证券交易所成立。1990年，深圳证券交易所成立。这一时期资本市场开始出现，但其运作尚不规范，基本属于试验性质。大约从1992年开始，中国资本市场开始进入初步建立阶段，资本市场的建设速度有了明显加快。总的来看，我国资本市场发展有以下四个特点：起点高、速度快、不均衡、资本市场发展与经济改革（特别是国有企业的公司制改革）关系密切。

资本市场帮助企业进行融资活动，有力地支持企业优化资本结构，有利于企业的股份制改造。同时，资本市场在一定程度上优化了资源配置，减少了资源浪费。在调整国有资产存量、统一分割性市场为全国市场方面，资本市场也发挥了巨大作用。但是，资本市场本身也存在一些问题。

中国资本市场现存问题主要有：

（1）规模小。虽然我国资本市场已经初具规模，但与其它国家比较起来，资本市场的规模仍显偏小。规模小直接导致了过度投机、操纵交易等问题。

（2）市场分割，运作不规范。股票市场多股并存，法人股、国家股不流通，资本交易程序不规范，资本交易收入处置不规范，上市公司行为不规范等等。另外，金融产品缺乏流动性。正是由于以上两方面的问题，中国证券市场上出现了一定程度的庄股现象。

（3）资本市场交易工具品种单一，市场结构不合理。这主要是指各类资本市场发展不协调，有的发展超前，有的严重滞后，不能发挥资本市场的整体优势。

（4）资本市场法规不完善，政策缺乏稳定性。同时，监管水平有待进一步提高。

总的来看，上市公司治理的有效性，在很大程度上取决于资本市场的有效性。从中国证券市场的发展实践来看，它对完善和改进公司治理起到了积极的作用，在促使上市公司及时披露真实准确的信息、保护中小股东的利益以及提供有利于公司竞争的良好治理机制等方面取得了不同程度的进展。

一个有效的资本市场，对公司治理的作用主要体现在以下几个方面，一是资本市场的融资机制，使投资者有权选择投资的对象，从而改善和提高公司的治理结构；二是资本市场的价格机制，可使出资者了解公司经营信息，降低了股东对管理层的监控信息成本，降低了公司治理的成本；三是资本市场的并购机制，可以强制性纠正公司治理的低效率。

### 1. 融资机制

资本市场的重要功能之一是融资功能。无论债务融资还是股权融资都会对公司治理产生影响。尽管股权融资相对于债务融资没有还本付息的压力，但融资的大小受到公司业绩的影响，投资者会根据公司的业绩进行投资的选择。为获得融资的机会，公司经营者会通过改善公司管理，提高公司的营运水平、提供优质的产品和服务来改善公司的业绩。同时，融资结构还可以对经营者的经营激励、对公司的并购产生影响，进而对公司治理产生影响。<sup>①</sup>

### 2. 价格机制

在有效的资本市场中，公司股票的市场价格提供了公司管理效率的信息，反映了公司经营者的经营水平。出资者通过对公司市场价格的观察和预期，可以评价公司经营者的管理水平，降低了代理成本中的监督成本。资本市场的价格提供了投资者对公司的评价，同时也提供了对公司经营者的评价。公司的股价波动会给经营者带来相当的压力，促使经营者尽职尽责，并通过努力工作用良好的经营业绩来维持股票价格。由于前文已经对此进行过分析，此处不再重复。

### 3. 并购机制

资本市场对公司治理产生影响的实质是公司控制权争夺，主要通过并购来实现。并购除能实现协同效应外，还能强制性地纠正公司经营者的不良表现。在有效的市场中，即使公司的股票价格正确反映了公司经营状况及财务状况，但企业仍然存在着经营不善的倾向和情

删除的内容：证券



况，当公司的股价下跌时，公司的经营者一般情况下不会主动提出辞职，但公司的经营并未得到改善，因此通过并购使得外部力量强制进入公司，介入公司经营和控制，重新任免公司的经营层。通过并购机制，使得经营者面临“下岗”的威胁，为此经营者会在股价下跌时，不断改进公司的经营。在股价下跌时，中小投资者通过出卖股票减少损失，此时容易出现恶意收购。恶意收购具有强烈的排挤效应，排挤效应的潜在威胁迫使公司经营者为股东的利益努力工作，改善公司经营管理，以避免恶意收购的发生。

## 二、中国的证券市场监管

在现代市场经济，仅仅依靠市场的自发调节作用（亚当·斯密“看不见的手”）很难达到资源的最优配置，证券市场也不例外。因此，世界各国的通行做法是：让政府对市场运作进行干预（“看得见的手”），纠正市场缺陷，作为社会公共利益的代表，提供公共产品为社会服务。对于证券市场而言，由于其影响面较广，因此政府的监管就更是不可或缺。

在我国证券市场上，监管部门主要是**中国证券监督管理委员会**，它承担着证券市场的监管者和证券市场投资者（特别是中小投资者）保护屏障两大功能。

证券监管部门的监督作用，主要是中国证监会依据国家有关法律、法规、政策，对新股发行和配股进行事前形式审核；对上市公司定期报告和临时报告进行形式审核；中国证监会及其派出机构对上市公司改制、运作情况进行监督检查，对投资者投诉进行核查和对涉嫌违法、违规行为立案稽查。我国深圳证券交易所已经建立了上市委员会，其主要职责是审核上市公司退市，对其实行监督权。这是我国证券监督工作和国际接轨的一个重要标志。

中国证监会的主要职能是依靠法律、法规和行政手段对上市公司的运作进行规范，促使上市公司提升公司治理水准，合规地进行公司治理决策，及时完整地进行信息披露。从国际上看，证监会都是公司治理运动的倡导者和主要推动者。在我国，证券监管部门是公众公司良好治理行为的主要推动者和监管者，中国证监会已经制定并推出了《中国上市公司治理准则》（相当于其它国家的公司治理原则）。

公司治理制度安排的核心，是解决所有权与经营权分离情况下保证所有者最终控制权的问题。因此，规范公司治理的动力来自股东。如果股东没有为维护自己权益而积极参与公司治理的热情，那么内部人则更希望为保持自己的控制权而维持现状；但是，如果控股股东由于公司治理结构被扭曲而可以得到好处，那么控股股东就没有完善公司治理的积极性，中小股东的权益也就无法保证。目前，中国公司治理中最为突出的问题就是控股股东与上市公司的关联交易、对广大中小股东等其他利益相关者的利益损害。所以现阶段监管工作的重点是如何规范控股股东与上市公司的行为，以保护广大投资者的利益。

在法律方面，《公司法》是市场监管的重要法律。1993年12月，第八届全国人大常委会第五次会议通过了《中华人民共和国公司法》（1999年进行了修订，目前正在修订），它以法律的形式对公司法人治理结构作了规定，确定了股东大会、董事会、经理和监事会的地位和职责，明确了所有者、经营者、监督者的权利和义务，为公司建立健全完善的治理结构提供了法律保障。

另外一部比较重要法律是《证券法》。1998年12月29日，第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过了《中华人民共和国证券法》（2004年8月28日进行了修改）。《证券法》是规范证券市场发展的基本法，主要是调整和规范证券发行与交易行为，它确立了证券市场在我国经济发展中的法律地位，奠定了我国证券市场规范发展的基本法律框架。

从我国证券市场的监管实践来看，政府的政策对中国证券市场和上市公司的公司治理影响巨大。随着监管的深化以及股市规模的扩大，投资者中的跟庄现象正在迅速减少。中国股市和政府的监管政策有着千丝万缕的联系，政策性因素对于股价波动、公司融资、公司治理

都有着很大影响。但是，随着股市的规模扩大，以及投资者逐步对监管者政策思路的了解，政府政策的效应正在逐步减弱。

下面，我们对中国监管部门比较重要的两项政策作一简要说明。

1.2001年8月16日，中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，希望通过在上市公司建立独立的外部董事制度，来进一步完善上市公司的法人治理结构，促进上市公司规范运作。

主要内容：

- 上市公司应按照规定建立独立董事制度。独立董事应该独立于公司、经理层、和控股股东。独立董事应当就其独立性发表公开声明；
- 独立董事对公司及全体股东负有诚信与勤勉义务。独立董事认真履行职责，维护公司整体利益，关注中小股东的合法权益不受侵害；
- 独立董事兼职不能超过5家，以确保有足够的时间和精力有效地履行独立董事的职责；
- 上市公司应向独立董事提供必要的信息资料；
- 公司应提供独立董事履行职责所必需的工作条件。独立董事行使职权时，上市公司应当积极配合，所需的费用由公司承担。公司可为独立董事购买责任保险。

2.2002年，中国证监会和国家经贸委等部门制定了《中国上市公司治理准则》。

为提升我国上市公司的质量，使我国的上市公司治理尽快与国际接轨，我国制定了《上市公司治理准则》。此准则是评判上市公司是否具有良好的公司治理结构的主要衡量标准，对公司治理存在重大问题的上市公司，证券监管机构将责令要求其整改。

准则主要内容：

- 平等对待所有股东，保护股东合法权益；
- 规范控股股东行为及其与上市公司的关系；
- 强化董事的诚信与勤勉义务；
- 建立健全绩效评价与激励约束机制；
- 保障利益相关者的合法权利；
- 强化信息披露，增加公司透明度。

## 【网络链接 7-2】史美伦的监管新政

自从史美伦担任中国证监会副主席（2004年9月离职）以后，她就在中国证券市场上掀起了一番监管风暴，史美伦的就职被认为是监管时代的开始。

史美伦的监管箴言是“不畏不惧、无偏无倚”。她认为，加强监管才能增强市场信心。在证监会分管发行、上市公司监管工作期间，保荐人制度的推出就是一项重要监管政策。此项政策强化了券商的责任，让券商承担了保荐责任，其目的是防止包装上市，强化承销商的尽职调查。在行业不规范的情况下，推行保荐人制度不仅可以提高保荐人的素质，也可以从源头提高上市公司的质量。

与此同时，史美伦强调：要以强制性信息披露为中心，完善“事前问责、依法披露和事后追究”的监管制度，发行监管工作要着力从证券市场的“入门关”和“源头”上奠定现代公司治理的基础。同时还要加强对中介机构的监管。监管者不可能杜绝问题的发生，要做的是保证市场的健康运作和发展，提高违规违法行为的成本，让违规者对其行为负责，使投资者利益得到一定的保障……

-----资料来源：综合参考以下资料：

于宁、康伟平：“史美伦：监管的关键是决心”，《财经》，2004年第18期。

“史美伦：监管应事前问责、依法披露、事后追究”，《上海证券报》，2002年3月18日。

“史美伦：监管就是要提高违规成本”，《人民日报》，2001年12月22日。

“史美伦表示：监管的目的是要保持市场健康发展”，《证券时报》，2003年7月14日。

### 三、美国的监管改革与启示

2001 年，美国安然、世通、施乐等公司相继出现财务丑闻，之后，美国政府进行了重要的监管改革。其改革主要涉及三方面：中介机构、证券市场（含上市公司）、法律。

#### （一）中介机构监管改革

在公司治理中，中介机构是完善公司治理的外部保证。加强对中介机构的监管，是美国公司治理改革的一个重点。

美国加强中介机构监管的主要规定有：（1）禁止会计师事务所为被其审计的公司提供咨询服务；（2）设立会计行业的公共独立监管机构，即美国会计监管委员会，该机构有权查处财务报告中的不正当会计行为，对承担大公司审计业务的会计师事务所和审计人员进行监管，有较强的监管权力，该机构有权对注册会计师的独立性、职业道德和工作质量进行审查，对违法的会计事务所及审计人员拥有调查、执法和惩罚权，必要时可以调离接触客户的工作以及吊销为上市公司提供审计服务的从业资格。

显然，成立独立的会计监管委员会的直接目的是对会计行业进行更加严厉的监管。这也标志着美国会计业由行业监管走向独立监管的开始。

总的来看，其基本思想是值得我国国家参考的，即将审计业务直接置于公众监督之下，强化注册会计师对公众的责任意识。<sup>①</sup>

#### （二）证券市场监管改革

纽约证券交易所和纳斯达克（NASDAQ）对上市规则部分进行了修改并获得了美国证券交易委员会的批准。这是在安然等公司的问题发生之后，美国资本场所做出的重大调整，这种重大的公司治理标准更新将直接影响美国上市公司规则的未来走向。

改革方案中至关重要的是增加独立董事的数量和提高独立董事的独立性，以及加强对公司管理层的监督等。例如，根据规定，纽约股票交易所将给上市公司两年的时间将公司董事会转换成独立董事占多数。纽约股票交易所还提出 SEC 应加强对注册会计师行业及公司 CEO 的监管。

总的来看，证交所的这些改革方案提升了公司上市的门槛，更加强调事先控制，特别是对上市这一关的控制。这次改革将本已很高的上市门槛再次提高，严格控制上市公司的质量，以便增强投资人的信心。

另外，美国还出台了很多救急性的监管措施。例如，面对压力，美国证券交易委员会规定，全美 2001 年营业收入超过 120 亿美元的 945 家大公司，CEO、CFO 必须以书面形式承诺其向 SEC 提交的财务报表和其它披露性法律文件的真实准确性，并且各大公司的 CEO 要在上面亲笔签字。此举意味着：签了字的 CEO 要承担的不仅是诚信责任，而且要承担法律责任。

#### （三）法律调整

为了严惩企业中的经济犯罪，美国政府和国会于 2002 年 7 月联手制定了《财会行业改革法》，也称《公司治理改革法案》或《萨班斯—奥克斯莱法案》。

从内容上看，这是一项加强会计监督、强化信息披露、完善公司治理、防止内幕交易的法案。这项法案的主要内容包括对公司财务欺诈人员实行刑事处罚和设立一个独立委员会来监督会计公司。

这部法案对美国公司财务造假犯罪的惩罚加重了。例如，这部法案将新设立证券欺诈罪最高刑期定为较长的 25 年。而对犯有欺诈罪的公司的罚金最高可达 2500 万美元。

此外，该法案规定，公司管理层在财务报告不实的情况下返还业绩报酬：CEO/CFO 在违

---

<sup>①</sup>李雪颖、陆颖丰、李若山：“查找舞弊是注册会计师的天职——从‘艾迪·安达’案说起”，《财务与会计》，2002 年第 3 期。



规报告发表之后的 12 个月内获得的一切业绩报酬和买卖股票的收益都必须归还公司，并返还给投资者。此举彻底断绝了管理层采用虚增利润的方法获得巨额绩效收入的现象。另外该法案还规定：没有建立内部审计的公司，必须设立内部审计委员会，并且由与公司不存在“实质”关系的独立董事组成。原来在美国十分流行的公司董事和经理向公司借款的行为（贷款主要还是用于管理者持股）也被法案禁止了。公司改革法案宣布：一切公众公司不得直接或者通过其子公司向董事或者经理提供贷款。

总的来看，这项法案对未来企业运作、证券市场、审计体制设置了种种严格的规定，强化了会计监管及透明度，从而使打击公司欺诈活动、加强对财会业实行监管措施变成了法律。

## 第四节 强制性信息披露

强制性信息披露制度，是世界各国政府对其证券市场进行规范、管理的最重要的制度之一，信息披露制度已经成为各国证券市场(包括控制权市场)有效运行的基础。证券市场的有效性信息披露的质量有密切的关系（具体内容请参考本章第一节的相关分析）。经合组织（OECD，1999）《公司治理原则》明确指出，信息透明度（information transparency）是公司治理机制的重点之一。

### 一、信息披露理论

根据现代企业理论，公司治理中存在道德风险（如操纵财务信息）和信息不对称现象，它们会对公司的股东（特别是外部中小股东）造成利益损害。而信息披露正是纠正这些问题的重要措施。强制性信息披露可以提高信息质量，并使证券市场逼近最优效率状态，同时，它还可以节约交易成本。从实践中看，全球各国普遍越来越重视对信息披露的监管。

#### （一）信息披露的必要性

从理论上分析，一般而言，公司并没有进行信息披露的动力。原因有二：（1）公司管理层缺乏主动披露的激励。公司的信息公布会使竞争对手、供应商、客户等了解公司的运营情况，使潜在收购者更容易对公司进行评估，选择适合的收购时机，减少收购风险和收购成本。如果披露的信息是公司的坏消息，会影响管理层在经理市场的形象，也会影响企业的产品销售，甚至导致股价大幅度下跌，公司被恶意并购。（2）信息披露是有成本的（根据信息经济学，信息的供给存在信息成本）。在信息披露公开化的情况下，还容易出现争执和分歧，甚至引起股东诉讼。这就是信息披露的外部性。因此，各国大多采用强制性信息披露方式（部分国家辅以自愿性披露）。但是，即使是在强制性披露的情况下，上市公司还是有一定的披露弹性，如披露程度的详略、披露时间的迟早、表外披露还是表内披露等。

#### （二）信息披露的价值

信号理论（signaling theory）认为，在信息不对称情况下，质量较好的公司有较高标准的公司治理信息。

公司治理好的公司，将及时披露该公司绩效信息。管理当局为降低股东和债权人的疑虑，主动披露信息作为信号，以传递其并未产生支出偏好或偷懒行为而降低公司价值的信息，进而解除代理责任或获得市场资源。信号功能在于，从多个方面向信息使用者提供公司状况的信息。通过直接披露的信息，了解公司治理结构、资本结构、股利政策、会计政策选择等，判断公司价值、公司破产可能性、会计政策稳健性等。如果经营者提供的反映公司价值的信息存在虚假成份，信号的显示功能就会对公众发出警告。

公司披露信息的动力在于获得资源的低成本，真实、完整、及时的信息可以增强投资者

的信心。Partha Sengupta（1998）研究认为，债权人和承销商在预测企业的拖欠风险时通常考虑的因素是信息披露政策。信息披露质量由以下几个方面决定：季报、年报的详细和明晰程度，能否获取公司管理层与财务分析师的讨论结果，通过媒体发布信息的频率等。实证发现，当公司在上述几个方面的表现较好时，公司债务的筹资成本较低。债权人和承销商评价拖欠风险的因素之一是公司隐瞒不利信息的可能性，当公司过去的信息披露质量较高时，债权人和保险商认为公司隐瞒不利信息的可能性很低，因而要求的风险报酬也更低。当公司面对的市场不确定性越大时，公司信息披露质量和债务筹资成本的反向关系越明显。公司为了获得社会资源，就必须满足资源提供者对信息的需求。

### （三）信息披露的目标

提升信息透明度是信息披露的目标所在。契约理论认为，企业是一系列契约的集合。例如企业与债权人之间，所有者与经营者之间，企业与供应商、销售代理商之间，企业内部高层管理者与其下属之间，企业与员工之间的契约。如果市场是有效的，某一契约当事人的机会主义行为均有可能损害另一方当事人利益，因而存在自愿降低信息不对称性，提高信息透明度的要求。契约动力将驱使公司管理当局提供所有与契约履行相关的信息，信息披露及评价是契约当事人内部协调的结果。如果参与契约签订的人数众多，契约就可能失效，因为此时契约签订成本太高。由于经营者、所有者、债权人委托代理关系的存在，且由于信息处理处于经营者控制之中，信息质量和披露质量被利益相关者所关注。考虑到不同信息需求者的需求，经营者与其他利益相关者不得不就信息需求达成一致意见。

## 二、信息披露制度

信息具有外部性、垄断供给、不对称性特点，信息使用者借助于信息披露制度等获得所需的信息，由于多种因素的存在使得信息供求矛盾依靠非市场因素来调节。信息披露制度是外部调节机制的一部分，这一机制有助于缩短上市公司自愿信息供给与信息需求者期望之间的差距，改善信息质量。

### （一）信息披露的作用

一般而言，信息披露制度有三方面的作用：（1）有利于保护投资者，使股东全面了解公司情况，做出科学决策。同时也有利于减少关联交易、内部交易等行为的发生。（2）加强对经营者的约束和激励。在信息公开披露的情况下，经营者受到证券市场的强大约束，大大降低了其滥用权利的可能性。另一方面，许多上市公司高管人员的报酬都是与股价挂钩的，典型形式即股票期权。而信息披露（特别是在公司业绩较好时）有助于提升股价，加大对经营者的激励。当然，这种做法是一柄双刃剑，也有经营者为了高收入而操纵信息披露的。（3）信息披露促进了控制权市场的发展。控制权市场发挥作用的基础是充分、准确的信息。强制性信息披露有助于收购者获得更多信息。如果信息不充分，就可能会影响收购的正常进行。在公司经营状况不佳时，信息披露会导致股价下跌，增加公司收购的可能性，促进控制权的优化配置。

### （二）世界各国的信息披露改革

20 世纪 90 年代以来，世界各国对信息披露、信息透明度问题普遍关注。在初期，各国主要关注财务信息披露。美国财务会计准则委员会（FASB）于 1978 年对财务报告的目标规定为，财务报告应该提供对决策有用的信息。该委员会在 1980 年财务会计概念公告第 2 号《会计信息的质量特征》中，提出信息质量的两个标准是相关性（及时性、预测价值和反馈价值）、可靠性（如实反映、可核实和中立）。国际会计准则委员会（1989）《关于编制和提供财务报表的框架》关于财务信息的四项质量特征是，可理解性、相关性（具有重要性）、可靠性（真实反映、实质重于形式、中立性、谨慎性、完整性）、可比性。我国《企业会计准则》（1993）提出，信息质量特征是真实性、相关性、可比性、一致性、及时性、明晰性、

重要性七项。

随着资本市场的发展,信息披露的内容扩大了,已经不局限于对财务信息披露评价,非财务信息主要用来评价公司经营状况、公共政策、风险预测、公司治理的有效性。公司治理结构的状况是信息披露的重要组成部分,市场监管机构已经重视这部分信息的披露,投资者也关注公司治理信息披露。例如,成立于1992年LENS投资管理公司,从财务评价和公司治理评价两个方面寻找价值被低估和可以通过公司治理提高价值的公司予以投资。美国注册会计师协会(AICPA, 1994)发表《改进企业报告一面向用户》,概括了信息使用者所需的五种类型信息,即财务与非财务数据、管理部门对财务与非财务数据的分析、预测信息、关于股东和管理部门的信息、公司背景。1999年由纽约证券交易所(NYSE)和全美证券交易商协会(NASD)资助成立的“蓝带委员会”提交的研究报告强调信息披露的清晰性、一致性、完整性、如实表述、可核实性和中立性。

### (三) 我国的信息披露

中国证券市场的信息披露,主要是通过对信息披露的内容和行为进行强制性规定来予以保证。与此相关的主要法规有:《证券法》(全国人大制定,1999年实行)、《股票发行与交易管理暂行条例》(国务院证券委员会制定,1993年实行)、《公开发行股票信息披露实施细则》(中国证监会制定,1993年试行)、《上市公司信息披露行为指南》(上海证券交易所制定)、《上市公司信息披露管理规定》(深圳证券交易所制定)。

中国上市公司信息披露包括三类:(1)上市披露(对一级市场的招股说明书;对二级市场的上市公告书),上市阶段的信息披露在公司完成上市以后就结束了。(2)定期披露(年度报告、中期报告)。公司年度报告基本上包括了所有最重要的、正式的应披露信息。上市公司的信息披露,主要采取定期披露方式。(3)临时披露(重要事件公告、收购与合并公告等)。后两类信息披露在上市公司运营期间长期存在。

#### 【案例 7-2】 江苏琼花信息披露不当遭谴责

江苏琼花科技股份有限公司(江苏琼花,002002)是中小企业板块首批上市企业之一,在《首次公开发行股票上市公告书》中没有如实披露有关委托理财事实,违反了国家有关法律法规及《深圳证券交易所股票上市规则》的规定,深交所对它进行了谴责,并指出:公司董事长于在青、董事兼总经理敖吟梅未能履行诚信勤勉义务,对违规行为负有直接责任。江苏琼花上市不到20天,便因信息披露违规而遭谴责,创下两市被公开谴责的最快纪录。据悉,经深交所查实,江苏琼花有以下事实未在2004年6月18日刊登的《首次公开发行股票上市公告书》中如实披露:(1)2002年7月25日,公司将1500万元资金给德恒证券有限责任公司进行委托理财,该项委托理财于2004年8月4日到期;(2)2003年4月24日,公司将1000万元资金给恒信证券有限责任公司进行为期1年的委托理财,委托期届满时未收回资金;(3)2004年6月17日,公司将上述两项委托理财权益转给扬州德龙化工有限公司,后者向公司出具了代德恒证券有限责任公司和恒信证券有限责任公司偿付委托理财资金的承诺函。2004年7月1日,在有关媒体对江苏琼花国债投资风险提出质疑后,深交所向该公司发出了问询函。7月6日,约见了该公司董事长和董事会秘书。7月7日,约见了闽发证券保荐代表人,进一步了解并核实有关情况。7月9日,江苏琼花按深交所要求刊出《关于国债投资情况的公告》,同日深交所作出关于对江苏琼花及其董事长于在青、董事兼总经理敖吟梅予以公开谴责的决定。

-----资料来源:王轲真:“深交所公开谴责江苏琼花 保荐机构诚信责任受关注”,《深圳特区报》,2004年7月12日。

### 三、信息披露质量及其发展方向

## （一）信息披露的质量

信息披露的质量，主要可以从四方面考察：一是财务信息，包括使用的会计准则、公司的财务状况、关联交易等。二是审计信息，包括注册会计师的审计报告、内部控制评估等，审计及信息披露评价当前比较注重审计关系本身的合规性、独立性。三是披露的公司治理信息是否符合相关规定，目前虽具有较高的定性标准，但缺乏具体的量化标准；四是信息披露的及时性，公司应建立网址、网站，便于投资者及时查阅有关信息。

总的来看，信息透明度的核心是完整性、真实性、及时性。

### 1. 信息披露的真实性

真实性是指一项计量或叙述与其所要表达的现象或状况的一致性。真实性是信息的生命，要求公司所公开的信息能够正确反映客观事实或经济活动的发展趋势，而且能够按照一定标准予以检验。一般情况下，作为外部人仅通过公开信息是无法完全判断上市公司资料真实性的，但是可以借助上市公司及其相关人员违规历史记录等评价信息披露真实性。从信息传递角度讲，监管机构和中介组织搜集、分析信息，并验证信息真实性。

### 2. 信息披露的及时性

信息的及时性是指在信息失去影响决策的功能之前提供给决策者。信息除了具备真实完整特征之外，还要有时效性。由于投资者、监管机构和社会公众与公司内部管理人员在掌握信息的时间上存在差异，为解决获取信息的时间性不对称性可能产生的弊端，信息披露制度要求公司管理当局在规定的时期内依法披露信息，减少有关人员利用内幕信息进行内幕交易的可能性，增强公司透明度，降低监管难度，有利于规范公司管理当局经营行为，保护投资者利益；从公众投资者分析，及时披露的信息可以使投资者做出理性的投资决策；从上市公司本身来看，及时披露信息使公司股价及时调整，保证交易的连续和有效，减少市场盲动。

### 3. 信息披露的完整性

信息披露完整性要求上市公司必须提供公司完整的信息，不得忽略、隐瞒重要信息，使信息使用者了解公司治理结构、财务状况、经营成果、现金流量、经营风险及风险程度等。公开所有法定项目的信息，使投资者足以了解公司全貌、事项的实质和结果，披露的完整性包括形式上的完整和内容的完整。

特别需要指出的是，完整、准确、及时地披露上市公司内部控制及其运行、股权结构及其变更情况是信息披露的重要内容。包括公司治理结构信息在内的非财务信息在信息披露中占有重要地位，是必须予以披露和评价的。普华永道国际会计师事务所总裁（Samuel A. Dipiazza, 2002）提出“公司透明度的三级模式”，倡议计量和报告信息的准则应该具体到各个行业，需要建立具体的公司信息指南，如战略、计划、风险管理、薪酬政策、公司治理与绩效评价等信息。管理层编制信息报告时遵循的六个目标是：完整性（completeness）、信息的符合性（compliance）、一致性（consistency）、评价性（commentary）、明晰性（clarity）、沟通性（communication）。只有当公司以一种整合的方式传递信息，包括市场机会、战略、价值驱动、财务成果等，投资者才能从中受益。

批注 [h10]: 添加英文，  
(communication??)

## （二）信息披露的发展方向

提高信息披露透明度，是我国证券市场发展的的重要举措之一。其主要发展方向有：

### 1. 我国上市公司应当保证真实、准确、完整、及时地披露与公司有关的全部重大问题

为保证公司披露所有与公司有关的重大问题，公司应当披露的重要信息至少包括：

- 公司概况及治理原则；
- 公司目标与政策。这些信息能帮助投资者更好地评估公司的未来收益，有助于利用该方面的信息在资本市场上做出科学判断和决策；
- 经营状况。经营状况是潜在投资者及利害关系者进行经济决策的重要依据；

- 股权结构及其变动情况。出资者有权利了解企业股份所有权的结构、投资者的权利以及其他股份所有者的权利。公司也应提供关联方之间的交易信息，即使该公司与关联方不存在交易，也应披露关联方所持股份或权益变化；
- 董事长、董事、经理等人员情况及报酬。投资者和其他信息使用者要求得到董事会成员和主要执行人员的个人信息以便评估他们的资格；
- 与雇员和其他利害关系者有关的重要问题；
- 财务会计状况及经营成果。财务会计状况和经营成果一直是公司治理信息披露的核心内容，也是信息使用者最为关注的焦点；
- 可预见的重大风险。随着市场竞争激烈及不确定性的加强，为维护出资者的正当利益，公司应预测重大风险并及时予以披露是必要的。

从以上分析可以看出，非财务信息将被广泛地披露。

## 2. 提高公司治理信息披露质量，建立信息披露监管系统

为真正使公司治理信息披露规范化和科学化，监管机构可以采取提高公司治理信息披露质量，建立全方位的公司治理信息披露监管系统。目前可从以下方面入手：

(1) 我国公司治理信息披露应扩大范围、缩短时间，采用现代化电子手段。传统的信息披露一般只包括财务会计信息，而按目前科学决策的要求，公司治理披露的信息应包括公司治理结构状况、经营状况、所有权状况、财务会计状况等。在信息披露的时间上，各国普遍主张采用定期与不定期相结合的方式。应信息使用者的需求，公司经常主动披露信息，一般披露次数和内容比制度规定的要多。在信息披露的手段上应提倡和鼓励采用现代化的通讯技术，如公司在互联网上设立网页，通过互联网进行披露。

(2) 将公司治理信息披露纳入法律法规体系，加大处罚力度。同时完善公司治理信息披露的监督控制机制，加大对公司风险信息的披露，采用高质量会计标准、审计标准和金融标准披露公司治理信息，以保证公司治理信息披露的可信度。

(3) 加强对会计行业的监管，改革审计制度。例如：年度财务会计报告不得长期由同一会计师事务所和注册会计师进行审计，强制性更换注册会计师，或由股东直接提名注册会计师等，以保证公司治理信息披露的高质量。

## 【本章小结】

本章通过对证券市场与外部治理的关系、公司并购与公司剥离、证券市场监管、强制性信息披露的分析，对证券市场这一重要的外部治理机制进行了综合探讨。控制权配置是公司治理中的重要环节。而控制权配置需要通过证券市场来进行，在此过程中，公司重组与强制性信息披露（如要约收购）均发挥着重要的作用。证券市场作用的发挥，离不开政府的有效监管和干预（在证券市场监管一节中，我们介绍了美国近期监管改革的实践）。中介机构（本章只是略有涉及，并未过多讨论）、证券市场、政府监管构成三位一体的外部治理体系，分析了跟庄时代终结的若干措施。

另外，本章在对证券市场进行理论分析和实践探讨的基础上，也对其未来发展提出了一些方向展望，如怎么发展能够给好的公司治理以奖励的证券市场、如何提升公司信息披露的透明度等。

## 【复习思考题】

1. 如何通过股票价格来判断资本市场效率？为什么要进行股票价值评估？
2. 兼并与收购的含义是什么？企业有哪些主要的并购战略？
3. 企业有哪些防止敌意接管的策略？
4. 我国应如何加强证券市场监管？



## 5. 怎样建立中国的强制性信息披露制度?

### 【案例讨论题】 大港油田的买壳上市

大港油田是一家隶属于中国石油天然气总公司的特大型石油天然气勘探开发联合企业，下有三家关联企业，即天津练达集团有限公司（简称练达集团）、天津大港油田重油公司（简称重油公司）和天津大港油田港联石油产业股份有限公司（简称港联股份）。1998年，大港油田已具备了买壳上市的条件。

#### 一、买壳过程

- 1、1998年7月1日至7月17日大港油田、练达集团、重油公司先后三次举牌通过上证所交易系统购入爱使股份普通股。

举牌次数	购入时间	购入股份	持股比例	购股价（元）	购股成本（元）
1	7月1日	6065370	5.0001%	7.10	43064127
2	7月3日	2426140	2%	16.80	40759152
3	7月17日	2426170	2%	15.80	38333486
合计		10917680	9.0001%		122156765

2、对于大港油田能否入主爱使股份，双方就《爱使股份公司章程》的有关条款发生了争议。爱使股份认为，根据《爱使股份公司章程》第67条，进入爱使股份董事会必须具备两个条件：其一，合并持股不低于10%；其二，持股时间不少于半年。有根据《爱使股份公司章程》第93条，规定董事会由13人组成，目前已满额，在董事任期届满之前，不得解除其职务。为了保证买壳成功，大港油田所属三家关联企业进一步增持爱使股份的股份，截止7月31日，总持股比例达10.0116%，达到了《公司法》所规定的提请召开临时股东会的10%的要求。

#### 二、买壳后的调整

- 1、10月31日召开临时股东会，修改公司章程。
- 2、重新调整了爱使股份经营机构，来自大港油田的5名管理人员分别担任董事长、总经理、副董事长、副总经理、董事会秘书职务。
- 3、12月2日，大港油田的港润石油高科技有限公司以70%的股权置换爱使股份5192.25万元。并重定主营业务方向。

#### 三、买壳后的效果

- 1、融资效果较好。2000年2月爱使股份获得了6年来的首次配股资格，融资3亿元的资金，计划用于建设天津市宽带多媒体城域网项目和上海市汽车加气站清洁能源环保项目。而大港油田买壳成本为1.6亿元（包括四次购股成本和恢复配股资格的成本）。
- 2、获得税收优惠。上市公司的所得税为15%，而一般企业为33%，相差18%，按每年税前利润2700万元，每年可获486万元的税收优惠。
- 3、股份增值。通过注入优质资产，爱使股份股票已上升24%。
- 4、显著的广告效应。
- 5、调整了公司的产业结构。公司的主营业务逐步转型为信息、环保、能源等产业。

——资料来源：李维安，武立东编著：《公司治理教程》，上海人民出版社2002年版，第193-197页。

#### 讨论问题：

在公司治理的外部治理机制中，通过外部接管改造经理层，进而改变公司业绩，是一个重要的内容。大港油田通过买壳上市，实现了资本的扩张，提高了业绩。

1. 公司业绩的提高是不是表明了中国证券市场的外部治理机制在有效地发挥作用？

2. 如何使证券市场这一外部治理机制发挥作用？

## **第八章 银行治理：从治理者到被治理者**

### **本章学习目的**

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解商业银行在公司治理中的独特作用及其全球范围内的差异性特征；
2. 理解和把握商业银行公司治理的一般模式和现实特点；
3. 能结合实际从宏观和微观两个层面分析商业银行公司治理问题

### **本章关键词**

商业银行 银行治理

在 20 世纪 90 年代中期之前,虽然银行一词频繁地与公司治理联系在一起,但人们更多的是从一般公司治理的角度将银行作为公司治理的重要监督力量加以论述。但 1997 年开始的东南亚金融危机增加了人们对银行业的关注,银行与公司治理的关系也发生了微妙的变化。危机原因的分析 and 危机过后的恢复调整越来越使人们认识到稳健的银行体系的重要性,而这又与银行的治理结构密切相关,由此银行业自身的治理问题成为关注的热点。从一般公司的“治理者”转变到被治理对象的“被治理者”(或者二者并重)是商业银行公司治理问题的主要特征,由此本章包括两部分的内容,一是商业银行作为债权人对公司治理的参与,二是商业银行自身的治理。按照一般的公司治理理论架构,商业银行(“治理者”的角色)是重要的外部治理机制之一,但是对于银行治理(“被治理者”角色)而言,又是一般公司治理理论在商业银行这一特殊的金融中介的应用。为服从全书的体系完整和总体安排,上述两部分内容放在一起作为一章进行阐述。本章的结构安排如下,第一节阐述商业银行对一般公司治理的参与,即商业银行的“治理者”角色;第二节研究商业银行公司治理的有关问题,即商业银行的“被治理者”角色;第三节专门介绍中国的商业银行治理问题。

## 第一节 商业银行与公司治理

### 一、商业银行在公司治理中的角色

在公司治理中的作用大体上可以分为以下三种类型:

1. 专家式债权监督。在既定的公司所有权结构下,由于监督成本的不可分摊性和监督收益按股份均摊的特点容易导致股东的“搭便车”行为,使管理人员的机会主义行为缺乏必要的监督,结果往往是股东的利益遭受损失。而债务的硬预算约束特点和独特的破产制度可以给经理人员不同于股权的压力,使债权监督在一定程度上能弥补这种单纯依赖股权监督而导致的此类公司治理问题,从而赋予商业银行在公司治理中的独特地位。Grossman & Hart (1982) 最早提出了通过债权而不是股权促使经理人员努力工作的崭新观点;1984 年, Diamond 首次建立了债权人监督模型;1985 年, Fama 提出了“拜托债权人(Enlist the Bondholders)”的概念,指出债权人(尤其是大债权人)专家式的监督可以减少股东的监督工作,并使监督更有效率;Jensen(1986)认为,债务支出减少了公司的自由现金流,从而削减了经理人员可以自由支配的现金流的数量,也相应减少了公司低效投资的可能性。正因为如此,青木昌彦和钱颖一(1995)将商业银行作为中国公司治理改革的主要依托而进行论述。

2. 市场评价式监督。公司治理的市场评价式监督主要依赖资本市场中的中立机构(如会计师、审计师、税务师事务所和证券公司、各类型基金公司、投资银行等投资咨询机构)客观公正的评价和相应的信息发布活动而对经理人员产生监督效果。其中前三类事务所在开展业务的过程中有正常的渠道了解和掌握客户公司的财务资料,从而有可能对公司经营绩效和经理人员业绩做出最贴近现实的评价,并能在此基础上利用特殊的审计机制产生监督经理人员的客观效果,最后起到减少代理成本,提高公司治理效率的作用。证券公司等非银行金融机构出于提高投资组合业绩的需要,必须通过证券分析师等专业人士对公司财务资料等相关信息进行全面深入的分析,也能起到三种事务所相同的监督作用。John Doukas 等人(2001)对证券分析师所跟踪的 7000 家公司 1988~1994 年的数据资料进行系统研究后认为,证券分析师的活动能有效降低因所有权与控制权相分离而引致的代理成本,尤其是对专业化公司经理人员非价值最大化行为方面有更加明显的效果。

3. 作为公司股东而参与公司治理。从商业银行的角度看,各国的具体情况有所不同。在美国,商业银行被禁止直接持有公司股份。而日本的主银行不仅可以相互大量持有公司股票,而且在公司遇到财务危机或经营困境时会进行干预,发挥着类似美国控制权市场的作



用。德国的全能银行虽然持有公司股份比例较日本低，但通过特殊的委托投票制度安排而拥有公司很大的控制权。至于非银行金融机构，虽然有一些限制，但基本上在各国都可以作为机构投资者身份参与公司治理。随着近年机构投资者的兴起，非银行金融机构在公司治理中的作用也越来越大。总之，对于一般公司而言，金融机构是以治理者的身份出现的。

## 二、银行作为债权人对公司治理的参与

### 1. 银行作为债权人的约束作用

债权市场的约束机制的作用主要体现在以下三个方面：（1）债权的现金流约束和期限约束。与股权不同，债权的利息支付和本金偿还都有严格的现金流和期限约束，到期必须还本付息的特点使得债权具有独特的硬预算约束功能。这种硬预算约束机制会使经理人员感受到一种特殊的压力，即最低限度要保证还本付息，从而减少了经理人员的机会主义行为，也减少了代理成本；（2）债务契约的限制。债权人为了保护自身利益和减少贷款风险，往往在债务契约中规定一些严厉的保障条款。这些特殊的具有针对性的条款会对公司和经理人员的行为形成程度不同的限制，从而使债务契约成为一种对于经理人员的约束机制；（3）破产机制的作用。如果公司（债务人）突破现金流和期限约束的底限，债权人可能就要启动破产程序，公司的控制权也要随之由股东转移给债权人，原有的经理人员也要面临被解职的危险，这是经理人员最不愿看到的。为了避免以上情形的发生，经理人员只有努力工作以不断提高公司绩效，这就是破产程序的约束作用对于公司治理的效果。

### 2. 银行作为债权人的监督作用

在某种意义上，债权市场监督作用的发挥主要依赖于债权人尤其是债权银行的监督。银行对其客户公司的监督权威主要来自两个方面：一是债务契约所授予银行的监督权力；二是因为银行往往为客户公司提供周转性的短期贷款，这种业务上的便利不仅使银行可以获取第一手资料信息，同时也使客户公司存在接受银行监督以提高自身声誉的激励。

由于不同国家对债务融资的依赖程度不同，也由于制度、法律、文化传统等的差异，银行往往在不同的公司治理模式下发挥着角色有别、程度不同的作用。在英美模式下，公司主要依赖股权融资，银行在公司治理中发挥作用的的空间不大，监督作用也比较有限；而在德日模式下，债务融资是公司融资的主要形式，银行对公司治理有实质性的参与，此时银行的监督作用是非常重要的。在这方面，日本是比较好的例证。日本将某企业接受贷款最多的银行称为主银行。从资本结构的角度看，日本企业维持着过高的负债率，从而决定了银行在公司治理中的特殊位置，使主银行在日本公司治理中扮演了一个至关重要的角色，特别是主银行可以利用其所处的特殊位置而获取信息并及时发现问题。而德国实行的是称之为“全能银行制”的特殊体制，使银行对公司治理有比日本更广泛的参与。

## 三、银行作为股东对公司治理的参与

表 8—1 将 27 个发达国家最大 10 家公司控股股东（持股 20%以上为控股）按性质划分为股权分散、家庭、政府、金融机构、公司和其它六个类别。实证分析结果表明，36% 的公司没有控股股东，30% 的公司由家庭控股，18% 的控股股东为政府，公司、金融机构

表 8—1 27 个发达国家最大 10 家公司控股股东的性质 单位：%

国家/地区	股权分散	家 庭	政 府	金融机构	公 司	其 他
阿根廷	0	65	15	5	15	0
澳大利亚	65	5	5	0	25	0
加拿大	60	25	0	0	15	0
香港	10	70	5	5	0	10
爱尔兰	65	10	0	0	10	15
日本	90	5	5	0	0	0

新西兰	30	25	25	0	20	0
挪威	25	25	35	5	0	10
新加坡	15	30	45	5	5	0
西班牙	35	15	30	10	10	0
英国	100	0	0	0	0	0
美国	80	20	0	0	0	0
奥地利	5	15	70	0	0	10
比利时	5	50	5	30	0	10
丹麦	40	35	15	0	0	10
芬兰	35	10	35	5	5	10
法国	60	20	15	5	0	0
德国	50	10	25	15	0	0
希腊	10	50	30	10	0	0
以色列	5	50	40	0	5	0
意大利	20	15	40	5	10	10
韩国	55	20	15	0	5	5
墨西哥	0	100	0	0	0	0
荷兰	30	20	5	0	10	35
葡萄牙	10	45	25	15	0	5
瑞典	25	45	10	15	0	5
瑞士	60	30	0	5	0	5

资料来源: La Porta et al., Corporate ownership around the world, Journal of Finance, 1999, Vol. 55, p492.

和其它股东分别控制 5% 的公司。其中, 墨西哥几乎全是家族控制企业, 中国香港的家庭也控制了 70% 的公司, 阿根廷的家庭控制比例也高达 65%。另外, 奥地利政府控制了 70% 的大公司, 新加坡政府控股比例高达 45%, 以色列和意大利也超过了 40%。Shleifer and Vishny (1986) 发现 20 世纪 80 年代初《财富》杂志 500 强 456 家样本公司中有 149 家公司是家族控股, 约占样本公司的 1/3, 金融机构只控制 117 家, 比家族控制型少了 32 家。另据英国《金融时报》2000 年 10 月 30 日文章, 意大利最大的 100 家公司中有 43 家家族企业, 法国最大的 100 家公司中有 26 家家族企业, 德国则为 17 家, 工业化国家的家族公司雇佣了 50%—60% 的劳动力。

对东亚国家(地区) 股东性质的研究也得出了类似结论, 据对 9 个东亚国家(地区) 2980 家上市公司控股股东构成的分析, 家庭和政府为两大控股股东, 其中家族控制了 50% 以上的东亚公司。相比较而言, 日本公司公众化程度较高, 香港和印尼公司主要被家族控制(分别达 71.5% 和 67.3%), 菲律宾、泰国、新加坡、中国台湾、马来西亚家族控制也很明显, 新加坡、马来西亚、泰国、韩国和印尼的政府控股则很突出, 其中新加坡高达 40.1% (见表 8—2)。

表 8—2 东亚公司控制权结构

国家(地区)	公司数	分散股份	家族	国家	公众金融公司	公众化公司
香港	330	7	71.5	4.8	5.9	10.8
印度尼西亚	178	6.6	67.3	15.2	2.5	8.4
日本	1240	85.5	4.1	7.3	1.5	1.6
韩国	345	51.1	24.6	19.9	0.2	4.3
马来西亚	238	16.2	42.6	34.8	1.1	5.3
菲律宾	120	28.5	56.4	3.2	8.4	13.7

新加坡	221	7.6	44.8	40.1	2.7	4.8
台湾	141	28	45.5	3.3	5.4	17.8
泰国	167	8.2	51.9	24.1	6.3	9.5

资料来源: Claessen et al., Who controls East Asian corporations? World Bank, Working Papers, 1990, P30.

上述研究表明,虽然金融机构在不同国家或地区对公司所有权存在差异,但是金融机构作为重要的股东类型则是一个不争的事实,这一特点尤其在得日模式表现得更为明显。

与一般公司不同,更主要从经济安全和金融体系稳定考虑,政府往往控制了银行的控制权(见表8—3)。

表8—3 全球范围内商业银行的国家所有权

分 类	1970 年的国家所有权	1995 年的国家所有权	20%水平上的国家所有权	50%水平上的国家所有权	90%水平上的国家所有权
英国法系平均	34.53	28.16	33.50	29.16	18.82
英国法系中位数	20.89	12.33	20.99	9.93	3.54
法国法系平均	65.37	45.45	49.40	44.77	39.83
法国法系中位数	70.44	35.79	41.76	36.15	24.09
德国法系平均	43.59	33.67	44.02	40.70	16.87
德国法系中位数	51.17	30.89	39.51	29.56	11.76
斯堪的纳维亚法系平均数	43.44	35.54	45.87	40.58	26.16
斯堪的纳维亚法系中位数	32.06	30.65	30.65	30.65	12.07
社会主义国家平均	100.00	61.76	75.83	63.43	46.15
社会主义国家中位数	100.00	59.99	85.14	70.03	51.03
包括社会主义国家在内的全球平均	58.89	41.57	47.98	42.47	32.71
不包括社会主义国家在内的全球平均	52.72	38.54	42.28	33.04	19.73
包括社会主义国家在内的全球中位数	57.09	33.36	42.23	33.04	19.73
不包括社会主义国家在内的全球中位数	53.00	29.99	37.28	29.68	18.07

资料来源: La Porta et al. Government ownership of banks, Journal of Finance, 2002, pp. 272—274, Table I. 此表列有全球 92 个国家的银行的国家所有权以上指标的详细数据。

## 第二节 商业银行治理的一般性分析

### 一、商业银行为什么需要治理

1997 年开始的东亚金融危机增加了人们对银行业的关注。银行与公司治理的关系也发生了微妙的变化。危机原因的分析 and 危机过后的恢复调整越来越使人们认识到稳健的银行

体系的重要性，而这又与银行的治理结构密切相关，由此银行业自身的治理问题成为关注的热点。这样，银行不仅是一般公司治理的重要参与力量，而且成为了公司治理理论应用的对象之一。Anderson 在对 1977~1996 年 20 年间日本银行的治理结构进行系统研究后认为，低效的治理结构加重了日本银行危机，并且延缓了后来的重组，其主要原因是银行的外部治理机制没有给日本银行高层管理者足够的重组激励。Benny Simon 认为，东南亚金融危机暴露了印度尼西亚银行业公司治理的系统性缺陷。

巴塞尔委员会更是在其发行的一系列专题文件中强调了商业银行治理结构的重要性，这些文件包括：《利率风险管理准则》（1997 年 9 月）、《银行机构内部控制系统框架》（1998 年 9 月）、《增加银行的透明度》（1998 年 9 月）和《信用风险管理准则》（1999 年 7 月），它们均强调一个稳健的银行治理结构应该包括以下内容：（1）设立清晰的银行战略目标；（2）确立银行价值至上的理念；（3）全行各岗位的权责界定明确并得到实施；（4）确保董事会成员胜任其职并能独立工作；（5）确保董事会对高级管理层、高级管理层对其下属的有效监督；（6）充分发挥内部与外部审计人员的监控作用；（7）确保薪酬制度与银行的价值理念、经营目标和战略以及管理环境相一致；（8）增强银行治理状况的透明度。

1999 年 9 月，巴塞尔委员会专门就商业银行的治理结构问题颁发了《加强银行机构公司治理》的指导性文件，将商业银行治理结构问题推到了从未有过的历史高度。其主要内容包括：（1）公司治理及其重要性；（2）银行公司治理的内容；（3）稳健的银行公司治理的实践；（4）确保稳健的银行公司治理所需的宏观环境；（5）监管者的作用。

如果说 20 世纪 90 年代中期之前，公司治理是指非金融机构公司治理的话，那么在 90 年代中期之后，公司治理无疑已经进入了非金融机构公司治理和金融机构公司治理并重的新阶段。若要对刚流行不久的公司治理进行阶段划分的话，这也许是一个比较合适的划分标志。从表面上看，金融机构公司治理是由一系列触目惊心的风险事故引发的，实际上金融机构公司治理兴起的背后有着深刻的理论和现实背景。这些内容可以归结为以下两个方面：

首先，金融机构最大的风险是治理风险。仔细研究不同国家、不同时期金融危机的历史，我们不难发现为什么那些当时显赫一时、堪称国际一流的金融机构在一夜之间突然垮台，其根本的原因并不是我们习惯上所认为的金融风险，而是在于公司治理的缺陷。正是因为公司治理缺陷的日积月累，最终以风险事故的形式爆发，进而导致了其自身的倒闭。以我们现在还记忆犹新的巴林银行倒闭案为例，内部控制机制的缺陷和高管人员的渎职被理论界公认为两大根本性原因，而这两方面都是现代公司治理理论所强调的内部治理机制的重要内容。再例如，1997 年 11 月日本四大证券公司之一的山一证券宣布自行停业（等同于破产），震惊了日本和全球的金融业，其主要原因在于向带有黑社会性质的总会屋提供利益补偿的丑闻使公司丧失了信誉，导致股价大跌并难以从金融市场筹得资金。最新的研究表明，企业信誉是受到公司治理机制约束的，由此可以推论，山一证券的根本问题还是在于公司治理的缺陷。从广一点的范围来看，有多项研究表明，引发东南亚的金融危机的主要原因之一是公司和银行在公司治理上的缺陷，金融机构和公共部门的结构性弱点也加重了危机。

其次，完善公司治理是金融机构提升品牌、树立公众信心的重要举措。东南亚金融危机的主要教训是让我们认识到商业银行薄弱的治理结构和内部控制会引发储蓄和信贷危机，从而带来巨大的金融风险；良好的治理结构和内部控制则会给银行良好的回报。正是从这个意义上讲，防范和抵御金融风险的根本性举措是完善金融机构的治理结构。此后，各国政府和金融机构都采取了一系列措施来完善金融机构的公司治理，以重新树立公众信心，防患于未然。如新加坡金管局要求商业银行必须设立提名委员会；印尼银行规定在每家银行内部必须任命“合规稽核官”，直接负责审计商业银行是否符合印尼银行审慎性规定，合规稽核官必须具有独立性并承担责任。一些发达国家为加强银行监管也推行了一系列完善公司治理结构的举措。如美联储要求加强商业银行公司治理结构的监管；英国金融服务局对商业银行的高

级管理人员制定了任职要求。在国内，建设良好公司治理机制也被认为是全面提升金融机构经营管理和服务水平，以扎实过硬的“内功”来迎接加入 WTO 后日益激烈的市场竞争的重要举措。中国银行将建设良好的公司治理机制视为其长治久安的根本出路，他们将公司治理机制归结为六个主要内涵（即清晰的发展战略；严格的科学的决策系统；审慎的会计原则；严格的目标责任制、问责制及与之相应的激励约束机制；面向未来培养和造就人才；健康负责的董事会），并落到实处。

## 【网络链接 8—1】从治理者到被治理者：

### 金融机构公司治理的角色转换

对于非金融企业公司治理而言，金融机构是作为公司治理的重要监督力量的“治理者”。20 世纪 90 年代中期之后，金融机构的这种单一角色有了改变，主要原因在于，东南亚金融危机使我们认识到商业银行薄弱的管理和治理结构会引发储蓄和信贷危机进而产生巨大的金融成本，从而使银行业自身的治理问题成为关注的热点。1999 年 9 月，巴塞尔委员会专门就商业银行的治理结构问题颁发的《加强银行机构公司治理》和 2002 年 6 月 4 日中国人民银行发布的《股份制商业银行公司治理指引》及《股份制商业银行独立董事和外部监事制度指引》两个商业银行公司治理方面的指导性文件，将商业银行治理结构问题推到了从未有过的历史高度。这样，银行不仅是一般公司治理的重要参与力量，而且成为公司治理理论应用的对象之一。从一般公司的“治理者”转变到“被治理者”，是金融机构公司治理问题的主要特征，也将公司治理理论带入非金融机构公司治理和金融机构公司治理并重的新阶段。

…… ———资料来源：李维安，《南开管理评论》，2003 年第 3 期主编寄语

## 二、银行治理的特殊性<sup>①</sup>

与一般公司不同，商业银行具有诸多的自身特殊性，这些特殊性导致了其治理结构与一般公司治理结构存在差异，需要我们在研究商业银行治理结构时引起足够的重视。这种特殊性主要表现在以下方面：

### 1. 商业银行有特殊的经营目标

一般而言，金融体系的重要性主要表现在两个方面：作为资源配置重要机制的金融体系要确保资本这一最稀缺的资源配置到效率最高的领域；与此同时，金融体系的脆弱性又可能引发金融危机，并对经济造成严重的破坏。这两个特征也充分说明了商业银行经营目标的特殊性——既要在融通资金的同时实现效益的最大化，又要追求金融风险的最小化。

### 2. 委托—代理关系复杂

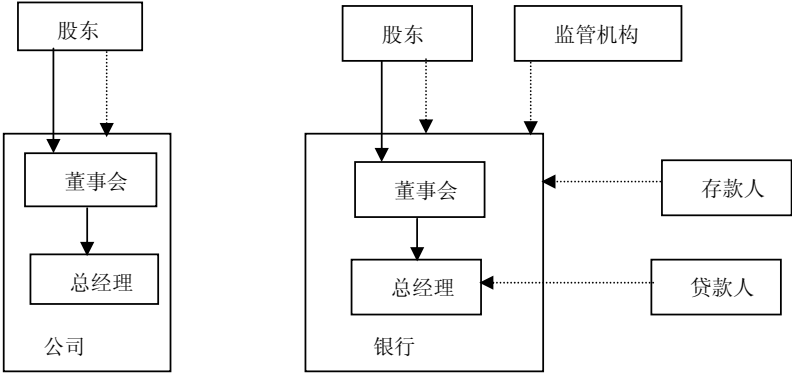
对于一般公司而言，信息不对称主要表现在股东与持股公司之间，委托—代理关系表现

<sup>①</sup>这类研究的目标主要是确立适合于商业银行的公司治理架构，并以此作为研究各国商业银行公司治理问题的基准。所遵循的基本思路是从商业银行与一般公司相比较所体现出的特殊性着手来研究商业银行公司治理问题，Ciancanelli and Gonzalez(2000)、Macey and O'Hara(2001)、Caprio and Levine(2002)、Arun and Turner(2004)等都是如此。应该说上述 4 篇文献代表了目前商业银行公司治理理论研究的前沿水平，它们都试图从商业银行的金融契约、金融产品、银行产业等方面的特殊性出发来总结商业银行公司治理的一般规律。

在股东与董事会、董事会与经理层之间。公司治理的主要目的是要消除股东与公司之间的信息不对称，强化董事会的功能，对经理层进行监督、激励、约束，以实现决策的科学化。而商业银行在信息不对称方面要复杂得多。这种复杂性主要是监管者和存款人与贷款人的存在而引致的。简单而言，商业银行的信息不对称表现在以下四个方面：即存款人与银行之间、股东与银行之间、贷款人与管理者之间、监管者与银行之间都存在不同程度的信息不对称问题。由此导致商业银行的治理结构较一般公司治理困难程度大大加强。除一般公司治理所需解决的问题之外，商业银行的公司治理还须解决贷款人、存款人、监管者与银行的信息不对称问题，从而防范和化解金融风险，实现商业银行的稳健经营。

3. 存款保险制度的负激励

为了有效控制金融风险和提高金融体系的安全系数，各国都建立了较完善的存款保险制度。简单而言，存款保险制度的基本功能是在个别商业银行遭遇风险事故时能保护广大存款人的利益，并尽量减小金融风险的波及范围和破坏力。但从公司治理的角度看，存款保险制度会产生以下两方面的负面效果：（1）有大量研究表明，公司股东——债权人代理问题的主要表现是：拥有剩余索取权的股东会偏爱一些高风险的投资项目而侵害只享受固定回报的债



图例：

——> 委托—代理      - - - -> 信息不对称

图 8—1 公司与银行的委托—代理关系对比

权人的利益，而存款保险制度可能会增加商业银行股东和管理者的这种风险偏好。因为存款保险可以在一定程度上弥补商业银行的高风险行为可能带来的损失。一旦这种高风险行为成功，就可以给商业银行股东和管理者带来丰厚的回报；相反，存款保险制度会提供相应的补贴。这会诱使商业银行的股东对高风险项目过度投资的偏好，从而损害作为固定收益要求权的存款人和其他利益相关者的利益，加大相关的代理成本；（2）在没有存款保险制度的条件下，存款人会非常关心存款银行的风险状况和经营效果，因为一旦存款银行倒闭就会给存款人带来直接的经济损失，此时存款人存在监督商业银行管理者和日常经营的激励。但在存款保险制度实行以后，存款人的这种监督激励就不复存在，因为即使存款银行倒闭，也不会给存款人带来损失。而存款人外部监督机制的丧失，极大地弱化了商业银行的外部治理机制。

4. 市场及竞争程度的特殊性

与一般公司赖以生存的产品市场不同，商业银行所在的银行业市场由于多种原因很难达到产品市场的规范和公平竞争的要求，从而弱化了产品市场的公司治理功能，使商业银行外部市场治理机制的作用发挥减弱。

5. 管制的影响

世界金融市场发展的历史告诉我们，政府管制是一种普遍存在的现象，只不过在不同的

国家（地区）和不同的时期（阶段）政府出于不同的目的而采取的管制政策或措施不同而已。管制作作为一种增加的外部力量必然会对商业银行及其管理人员产生影响。尤其需要说明的是，管制不同于市场，它既在微观领域，又在宏观领域发挥作用，管制较市场更注重公共利益的特点，也对商业银行的治理结构产生重大的影响。Stephen Prowse (1997) 认为商业银行的管制也许能在一定程度上替代弱化的公司控制机制，但是管制往往被认为是更高成本的替代机制，主要原因有官僚主义、监管机构之间因为功能差异而引致的政治问题、市场机制的最大化股东利益的目标也与监管机构所追求的最小化系统性风险的目标也存在差异。他还采用美国 234 家银行控股公司 1987—1992 的样本的实证研究发现，银行控股公司最重要的公司治理机制是监管部门的干预，如果认为这是对公司控制的市场机制的高成本的替代，那么就可以得出银行控股公司的治理问题比一般公司要严重得多的结论。

#### **6. 商业银行资本结构的特殊性**

资本结构作为一种公司融资比重的选择不仅会影响公司价值，而且其所包含的股权与债权融资的不同比例，也往往意味着股东和债权人对公司的不同控制力和在公司治理中不同的角色与作用，如日本公司的高负债率是日本公司治理独特的主银行模式的现实基础。对于一般公司而言，债权融资的比例虽然决定了银行参与公司治理的不同形式和银行在公司治理中的不同地位，但银行始终是一支当然的外部重要监督力量，也是公司治理理论研究的重点内容。在这方面，商业银行与一般公司截然不同，商业银行的运作资金大部分来自储户的存款，它所拥有的资本金所占的比重很低（按照巴塞尔协议的规定，商业银行资本金充足率为 8% 即可满足要求）。债权融资的情形和比例也很少，这使得在商业银行的治理结构中债权约束的作用甚微，也不存在一般公司治理的银行外部监督。所以，缺少一个公司治理的银行外部债权的专家式监督是商业银行治理结构特殊性的重要方面。

#### **7. 银行业的并购成本大大超过一般公司**

这是因为银行业的并购更多地发生在金融危机的过程当中或之后，它往往与商业银行经营不善或信用危机联系在一起，这些都可能要支付巨大的社会成本。由此，在商业银行控制权市场的建立和并购机制作用发挥方面，应持特别审慎的态度。有限的控制权市场和并购威胁是商业银行区别于一般公司治理的又一特殊表现。

#### **8. 银行合约的特殊性**

存款人并不知道银行贷款组合的真实价值，因为银行贷款组合具有高度的可替代性，和信息不可获得或者高昂的信息成本。作为这种信息不对称问题的最终结果，银行管理者存在投资与原有承诺风险更高的投资项目。银行的不透明性质也使得存款人通过债务合约约束银行管理者的成本变得高昂。这些都使得理性的存款人在他们将存款放进银行之前要求某种形式的担保。政府通过或明或暗的存款保险可以鼓励存款人将他们的财富存放在银行，政府通过这种形式实际上承担了一定比例的道德风险的成本。然而，即使政府提供存款保险，银行的管理者仍然存在增加风险的机会主义的激励，所不同的是现在主要是增加政府支出。这种众所周知的道德风险问题可以通过一些经济调控政策的运用而得到缓解，如资产限制、利率上限、保险和投资银行业务与商业银行的分离、储备要求等。这些政策的运用可以起到限制银行管理者过度负债或者从事过高风险投资的效果。

所以银行的特殊性要求对存款人的利益免受管理者的机会主义行为侵害。然而银行的特殊性质也影响到股东和管理者的关系。例如银行资产的不透明使得分散的股东通过签订和执行激励和约或者使用他们的投票权影响公司决策的成本加大；更进一步，存款保险的存在使得银行向大的、存在获取控制权的非保险的投资者融资的需求下降 (Capiro and Levine, 2002)。

一个更深层次的问题是股东与监管者的利益冲突。银行股东可能会因为追求自身的价值最大化而违背政府监管者的利益，股东会要求管理者从事高于社会最优风险的投资，而监管

者出于整个金融体系稳定性考虑往往要求管理者从事较低风险。股东往往采取激励性薪酬计划鼓励管理者按照他们的意愿行事,但是监管者往往认为这种激励计划应该限定在不鼓励银行从事高风险的界限之内。

当其他公司因为信息不对称问题而困扰时,银行更加不透明。这使得外部人评估和监督管理者变得更加困难。分散的股东和债权人鉴定和执行有效的激励和约、行使投票权以影响公司决策、或者通过债务和约约束管理者变得更加困难。而管理者和大股东操纵董事会和获取控制私利却变得更加容易。更严重的是不透明使得管理者转移财富的行为变得更加快捷和巨大。

### 9. 银行产品的特殊性

与其他的產品或服务不同,贷款质量不能马上就观察到,而且可以隐藏相当一段时间。因为贷款不能在有效、具流动性的二手市场进行交易,使得银行的不透明性质更为严重。银行还能够比其他行业更快地改变资产的风险构成。而且银行可以通过对不能履行债务合约的客户放松条件而很快的隐藏问题。在其他行业,产品的堆积往往被视为负面信号,但是银行资金的大量积累则很难判断究竟是负面信号还是管理者对风险环境做出的谨慎反应。

## 三、银行治理的一般模式

通过以上分析,我们可以看出商业银行的公司治理存在诸多特殊性,不能简单地拿一般公司治理理论来套商业银行的公司治理。我们在研究商业银行的治理结构时,要充分考虑到这些特殊性。从以上所述的商业银行公司治理的特殊性出发,我们可以得出商业银行公司治理的一般模式:

### (一) 商业银行的公司治理应更多地关注利益相关者的利益

在公司治理领域,公司应为股东利益最大化服务还是应该更多地考虑利益相关者的利益的争论由来已久。主流的公司治理观点认为,股东是公司的所有者,公司控制权自然属于股东所有,这种理论逻辑往往被称为“股东至上主义”。在股东至上主义之下,实行的是以股东为主体的委托人模式。这种委托人模式的公司治理主要研究所有者与经营者、债权人与股权人的相互关系问题,这些讨论都是建立在股东在董事会决策中的权利和天赋特权基础之上的。新兴的利益相关者理论则认为“所有权”是共同的,公司应尽可能地照顾到利益相关者(stakeholders)的利益,股东只是利益相关者中的一员。利益相关者理论的主要依据是:

(1) 与股东一样,债权人、职工、供应者、客户及社区都承担了公司的相应风险,故应分享公司的所有权;(2) 股东,特别是分散和被动的股东在一个大型公司里通常是处于劣势地位,但其他的利益相关者,特别是职工却可能会处于一个优势地位来行使与所有权相关的权利和职责。基于以上原因,该理论将企业理解为利益相关者的合约,并由此将公司目标理解为公司价值最大化。与利益相关者理论相联系的是“受托人模式”。该模式认为大型公司是社会机构而不是私人合约的产物,公司董事会应看作为公司有形和无形资产的受托人,其职责是在它的控制下、使公司资产的价值得到保护和不断增长,并使资产在不同的利益相关者之间得到均衡的分配,也即受托人不仅应考虑现有股东的利益,而且应平衡现在和将来利益相关者的利益。在利益相关者理论和受托人模式下,公司治理问题可以更广泛地理解为一种法律、文化和制度性安排的有机整合。这一整合决定上市公司可以做什么,谁来控制它们,这种控制是如何进行的,它们从事的活动所产生的风险与回报是如何分配的。

如果说股东至上主义和利益相关者理论的争议在一般公司治理领域还难分高低的话,那么在商业银行公司治理的问题上我们应支持利益相关者理论的观点。原因在于作为国民经济重要支柱的商业银行,如果仅仅追求股东利益的最大化而至广大存款人、贷款人的利益于不顾,显然是不合适的。从更广泛的意义上说,商业银行的经营状况直接关系到国民经济的宏观运作,特别是商业银行的风险损失以及由此引发的巨大金融风险会严重威胁社会经济生活



的各个方⾯，所以商业银⾏的公司治理应更多地考虑利益相关者的利益。正如巴塞尔委员会所言，银⾏业公司治理应解决以下问题：①确立明确的银⾏目标；②确保每天正常的业务运转；③充分考虑利益相关者的利益；④在司法与监管体系下确保银⾏安全、稳健地运行；⑤确保储户的利⾯。

上述问题也可以从公司治理的概念演进得出同样的结论。狭义地讲，公司治理是指保证股东利益不受管理者侵害的机制，从Adam Smith 开始，人们就认识到管理者并不总是从股东利益最大化出发。这一问题在分散的股权结构条件下变得更加严重，因为更加分散的股东使得公司的所有权与控制权出现了分离，所有权与控制权的分离使得管理者按照自己的利益而不是股东利益管理公司的代理问题随之出现(Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983)，保护股东利益不受管理者侵害成为狭义的公司治理的目标。然而广义的观点则是将公司治理看作为资本供给者为了资本不受侵蚀和获取投资回报而控制管理者的方法(Shleifer and Vishny, 1997)，此时公司治理的目标在于保护投资者利益，使资本不受侵蚀和获取投资回报

银⾏的特殊性质意味着更加应该接受广义的公司治理定义。正如Macey and O' Hara (2001)所指出的因为银⾏独特的合约性质，公司治理机制应该兼顾股东和存款人的利益，由此银⾏公司治理应该从广义的定义出发。正像我们将要指出的，银⾏的特殊性质不仅要求采纳公司治理的广义观点，而且限制银⾏管理行为的政府干预也应该考虑在内。亚洲金融危机的教训表明，公司治理的目标不仅在于保护投资者的利益，而且在于减少市场系统风险和保持金融体系的稳定(ADB, 2001)

## **(二) 商业银⾏公司治理的目标应包括商业银⾏本身的安全和稳健**

商业银⾏不仅是工商企业重要的融资渠道和全社会不可或缺⽀付体系，而且还要在特殊的市场条件下提供信贷和流动性⽀持，因此商业银⾏作为国民经济的关键部门往往被纳入政府安全体系⽽成为政府调控的重点目标。从经营目标来看，商业银⾏与⼀般公司存在着巨大差异。公司经营的目标是实现公司价值(尤其是股东财富)最大化；⽽商业银⾏作为国民经济特殊行业的重要部分，除追求⾃身利益最大化之外，还应兼顾到宏观经济的稳定和金融体系的稳健。

## **(三) 治理机制设计应偏重内部治理机制，审慎运用外部治理机制**

根据前⾯的论述，商业银⾏的外部治理机制存在以下缺陷：(1)不充分的市场竞争会削弱产品市场竞争机制作为外部治理机制的基础性作用；(2)在公司治理⽅⾯，债权具有与股权不同的独特作用，⽽商业银⾏特殊的资本结构所导致的债权人监督的缺位，使资本市场的外部治理机制作用无从发挥。(3)巨大的并购成本也会限制控制权市场的外部治理机制作用。并购机制作为⼀种特殊且比较有效的资源配置⽅式，其主要作用有：①并购会给收购⽅股东带来巨大的财富，所有的研究⼀致表明，目标公司的股东获得了合并的收益。代理权争夺的实证研究也表明，无论代理权争夺的结果如何，股东财富在此期间总是增加的；②长期来看，任何主张和限制恶意收购的主张，结果可能会削弱公司作为⼀种企业组织的形式，并导致⼈类福利的降低；③并购作为公司控制权的主要⼿段，能给经理⼈员持续的外部压力，促使他们更加努力地⼯作；④被接管后的目标公司所背负的高额债务将使新的经理⼈员面临着⼀种硬约束；⑤在某种程度上，并购可以看作⼀种迅速集中所有权的机制。在典型的恶意收购中，购并公司能通过成功地接管股权分散的目标公司⽽成为大股东，进⽽改造公司的管理层或采取公司价值最大化决策。以上 3~5 项并购机制的作用能有效改善公司治理；也⽽⼀系列的理论和实证研究表明，并购机制能解决公司治理问题。最新的研究表明，英美模式与德⽇模式的主要区别并不是以往我们所认为的股权结构集中度的差异，⽽是资本市场公司治理机制发挥作用的程度，尤其是控制权市场活跃程度的不同。由此可见，并购机制在公司治理机制中的重要性。缺陷的控制权市场会进⽽弱化商业银⾏的外部治理机制，在⽆有活跃

的公司控制权市场的情况下，发动重组的内部激励力量令人质疑。以上治理机制不完善的情况说明，外部治理机制在商业银行治理体系中不能发挥主要的作用。

总之，由于商业银行的诸多特殊性而导致其外部治理机制中的产品市场、并购市场、资本市场机制的发挥都较一般的公司治理机制欠理想，考虑到外部治理机制的若干争议和不同公司治理模式对于外部治理机制重视程度的差异，在研究商业银行的治理机制时，有选择地审慎运用外部治理机制是符合理论规范的，再加上我国转轨经济和市场体系建设的渐进特点，这样的考虑也符合现实的理性选择。

根据以上分析，我们可以构建商业银行的一般治理架构（图 8—2）

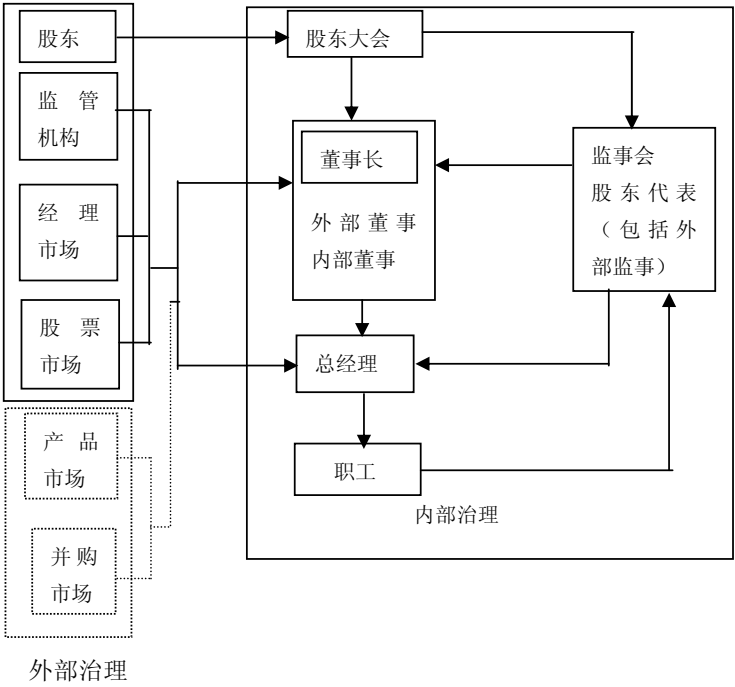


图 8—2 商业银行公司治理的一般架构图

以上架构既是我们分析商业银行公司治理所遵循的一般模式，也是构建我国商业银行公司治理模式和指导我国商业银行治理结构改革的理论思路。

### 第三节 我国的银行治理及其改进

#### 一、我国商业银行治理结构的现状考察

##### （一）我国商业银行体系的主要构成

1984 年 1 月 1 日，中国人民银行独立行使中央银行职能，1983～1992 年四大国有银行逐步完成了由专业银行向商业银行的转变。与此同时，股份制银行也从无到有，成为我国银行业的新兴力量，多元化的金融机构体系日益形成。到目前为止，我国共有建行、工行、农行、中行四家国有商业银行，深发展、民生、浦发、招商、**华夏**五家上市商业银行，交通、中信、光大、兴业、**华夏**、**广发**六家未上市股份制银行。1995 年，国务院决定在对城市信用社清产核资的基础上，吸收地方财政、企业入股，组建城市商业银行。截至 1999 年底，全国共有 90 家城市商业银行挂牌营业。2003 年底，国务院决定首先选择中国银行、中国建设银行进行股份制改革试点，向两家银行注资 450 亿美元，提出力争用三年左右时间将两家

批注 [h11]: 华夏——上市商业银行？ 华夏是上市商业银行

批注 [h12]: 华夏——未上市股份制银行？疑有误。

银行改造成为符合现代企业制度要求的、具有国际先进水平的股份制商业银行。2004 年 8 月 26 日和 9 月 21 日，中国银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司先后成立，国有独资商业银行股份制改造拉开大幕。在农村信用社改革方面，国务院 2003 年决定在 8 个省、市进行农村信用社深化改革试点。2004 年 9 月，农村信用社改革试点扩大到 29 个省、市、自治区。农村信用社改革的总体要求是“明晰产权关系、强化约束机制、增强服务功能、国家适当支持、地方政府负责”，改革的重点是改革产权制度和管理体制。中小金融机构改革也取得明显成效。从 1986 年 7 月重新组建交通银行至今，中国已成立了 13 家股份制商业银行（包括不久前新开业的浙商银行）。截至 2004 年 8 月，股份制商业银行资产总额 4.28 万亿元，占商业银行资产总额的 19.5%。从 1979 年开始，各地陆续成立了数量众多的城市信用社。进入 20 世纪 90 年代以后，为规范经营行为、防范金融风险，在清理整顿、联合重组的基础上，城市商业银行开始组建。截至 2004 年 8 月，全国共有城市商业银行 112 家，存贷款总额分别达到 1.25 万亿元和 8594 亿元。此外，中国还设立了信托投资公司、财务公司、金融租赁公司、资产管理公司、汽车金融公司等一大批非银行金融机构。中国银行业已形成以国有商业银行为主体，其它银行业金融机构互相并存，功能齐全、形式多样、分工协作、互为补充的多层次机构体系。

批注 [h13]: ? 年 2003 年

删除的内容: 去

## （二）国有银行改革的最新进展

虽然商业银行稳健经营提出了完善公司治理的必要性，但是真正促使理论界从公司治理的视角去审视商业银行则是 1997 年开始的亚洲金融危机。银行体系的脆弱性和金融危机的巨大危害不仅促使商业银行公司治理的研究不断深化，而且更快地进入了实践层面和政策推广阶段。1999 年 9 月巴塞尔委员会发布的《加强银行机构的公司治理》无疑加快了这一进程，使得商业银行公司治理问题成为全球理论界、银行界和各国政府的共识，在一定意义上还将此作为恢复市场信心、重塑品牌和重蹈危机覆辙的重要举措。亚洲开发银行(2001)更是将商业银行公司治理目标界定在减少市场系统风险和保障金融体系稳定的战略高度。

在国内随着商业银行改革成为金融体制改革的重点，商业银行的公司治理问题也备受关注。政府近阶段陆续出台的政策措施始终将完善商业银行公司治理摆在突出的位置，2002 年 6 月中国人民银行颁布的《股份制商业银行公司治理指引》和中国银监会新近制定的《关于中国银行、中国建设银行公司治理改革与监管指引》等文件意味着公司治理已经深入到我国商业银行改革的实践领域。在某种意义上，公司治理的完善已经成为国有银行改革成功的重要标志和近阶段的主要工作之一。中国建设银行的改革比较具代表性。2004 年 1 月 6 日，国务院公布了中国建设银行和中国银行实施股份制改造试点的消息，引起海内外舆论瞩目。2004 年 9 月 21 日，中国建设银行股份有限公司举行成立大会，标志国有商业银行股份制改造又迈出重要一步。中国建设银行由国有独资商业银行改制为国家控股的股份制商业银行。中国建设银行股份有限公司设立后，还将引入战略投资者，进一步实现股权多元化，完善公司治理结构。建行股份董事会下设 5 个委员会，包括战略与提名委员会、审计委员会、风险管理委员会、薪酬与考核委员会和关联交易控制委员会。董事会成员主要由汇金公司和建银投资两方面人员组成，建行股份现任高管仅占董事会成员数量的 1/3。

## 【网络连接 8—2】银行改革不是账面游戏

在中国人民银行任职多年的谢平一直是银行改革风口浪尖上的人物。今年 9 月他出任汇金公司总经理的消息传出后，甚至被业界视为汇金公司“由虚转实”的标志。

国有商业银行改革的实质突破在哪里，在国有商业银行改革的重大变局中，汇金公司和谢平本人究竟担任什么样的角色，成为业界十分关注的问题。10 月 18 日，谢平接受了《财经》杂志的独家专访……

银行的改革为建立公正、公平、公开、统一的监管框架有很大作用。例如对资本充足率

的统一监管、对信息披露的统一监管、对高管人员任职资格的统一监管等方面，逐步实现国有银行和非国有银行监管标准真实统一，这对中国商业银行到海外设立分行、开展海外业务，把中国银行真正纳入金融全球化的轨道是有决定性意义的。

----资料来源：张小彩，《财经》，2004 年 11 月 2 日

### （三）股份制商业银行公司治理

商业银行的信息不透明和由此导致的相关研究数据的难以获得是开展实证研究的主要障碍。对于我国而言，这一问题更为突出，一是因为披露信息较多的上市银行较少；二是受体制转型和整体环境的影响，我国商业银行数据披露较发达国家的银行要少。可喜的是，近年来各大商业银行陆续公布的年报使得商业银行信息披露现状有了很大改观并为相关研究提供了可能。基于此，本书将收集到的国内股份制商业银行年报作为数据来源对我国股份制

表 8—4 样本情况表

类型	银行名称	2001	2002	2003	合计
全国股份制银行	华夏银行			√	1
	招商银行		√	√	2
	福建兴业银行			√	1
	民生银行	√	√	√	3
	光大银行			√	1
	浦东发展银行	√	√	√	3
	交通银行			√	1
	深圳发展银行	√	√	√	3
区域性商业银行	上海银行		√	√	2
	南通市商业银行			√	1
	深圳市商业银行		√		1
合 计	11	3	6	10	19

商业银行公司治理情况及其效率进行实证分析。需要说明的是，年报的收集主要采用登陆各个银行网站的方式来获得，收集的范围包括 10 家全国股份制银行和几十家大的区域性股份制商业银行（城市商业银行）。在此基础上考虑到本研究的特点，作者对收集到的年报进行了筛选，筛选的标准是，从样本银行看，10 家全国股份制银行中，广发银行没有年报公布，中信实业银行虽然年报公布的比较理想，但是基本没有披露公司治理情况，所以最终纳入本研究样本的是除去以上 2 家银行以后的 8 家全国性股份制银行。此外作者收集到了上海银行、深圳市、南京市和北京市商业银行等 4 家区域性商业银行的年报，但由于南京市和北京市商业银行年报披露的公司治理情况不充分而没有采用，最后本研究采用的样本银行为 11 家，其中全国股份制银行 8 家，区域性股份制商业银行（城市商业银行）3 家。从年报的时间跨度来看，由于各商业银行基本是在 2001 年以后开始披露公司治理情况，所以本研究将样本的时间跨度确定为 2001-2003。根据以上两个标准，最终筛选出 2001-2003 年 11 家股份制商业银行的 19 份年报作为研究的数据来源，详细的样本情况请参见表 8—4。

#### 1. 股份制商业银行的股权结构特征

表 8—5 列示了样本银行股权结构的 5 个方面指标的统计特征。从中可以看出，样本银行第 1 大股东持股比例平均数为 14%，最大值为 34%，最小值为 6.44%，方差 9.07；第 2 大股东持股比例的均值、方差、最大值和最小值分别为 7.93%、3.82、21.39 和 3.97；反映第 1 大股东和第 2 大股东持股比例的第 1 大股东控股能力指标的最大值为 29%，最小值 0.29，均值为 6.06，方差 8.99。从股权集中度来看，前 5 大股东持股比例之和最高达 56.35，最

低仅有 21.81，均值和方差分别为 35.35 和 10.47；前 10 大股东持股比例的上述四项指标分别为 69.84、25.99、47.39 和 13.78。

表 8—5 股权结构统计

项目	均值	中值	最大值	最小值	方差
第 1 大股东持股比例	14.0	8.29	34	6.44	9.07
第 2 大股东持股比例	7.93	7.24	21.39	3.97	3.82
第 1 大股东控股能力	6.06	1.44	29	0.29	8.99
前 5 大股东持股比例	35.35	33.88	56.35	21.81	10.47
前 10 大股东持股比例	47.39	47.03	69.84	25.99	13.78

### 2. 股份制商业银行的董事会特征

我们从年龄、性别和一般结构 3 个方面对样本银行董事会进行了统计分析，从表 8—6 可以看出，在统计的 17 家股份制商业银行中，董事年龄绝大部分在 35 岁以上（35 岁以下董事只占全部董事的 1.47%），其中 46—55 岁的董事最多，高达 113 人，占全部董事 272 人的 41.54%；其次是 36—45 岁的董事有 61 人，比重为 22.43%；56—60 岁的董事 48 人，占全部董事的 17.65%；此外 60 岁以上的银行董事有 46 人，占全部董事数的 16.91%。

表 8—6 董事会的年龄结构

年龄段	35 岁以下	36—45 岁	46—55 岁	56—60 岁	60 岁以上	合计
董事数	4	61	113	48	46	272
比例 (%)	1.47	22.43	41.54	17.65	16.91	100
样本数	17					

从银行董事的性别构成来看，在全部样本中，男性董事为 265 人，占全部董事的 88.9%，女性董事仅有 33 人，占比 11.1%（见表 8—7）。

在统计的样本银行中，平均有独立董事将近 3 位（平均数 2.69），独立董事占全部银行董事的比例为 16.93%；样本银行平均有将近 3 位的执行董事（平均数 2.6），执行董事占全部董事的比例为 16.6%；从董事的兼职情况看，在 14 个统计样本银行中，有在股东单位兼职的董事 127 人，占全部董事 226 人的 56.19%，这说明，我国股份制商业银行中，有一半以上的董事在股东单位仍然保留职务。另外我国股份制商业银行平均每年有近 3 位（平均数 2.69）的董事被替换，被替换的董事比例占全部董事的比例为 17.59%。

表 8—7 董事会的性别结构

分类	数量	平均	占比 (%)
男董事	265	13.9	88.9
女董事	33	1.8	11.1
样本数	19		

表 8—8 董事会的结构特征

项目	数量	样本数	平均	样本银行董事总数	占比 (%)
独立董事	43	16	2.69	254	16.93
执行董事	39	15	2.6	235	16.60
在股东单位兼职董事	127	14	9.07	226	56.19
当年替换董事	35	13	2.69	199	17.59

### 3. 股份制商业银行的公司治理特征

表 8—9 公司治理机制统计

项目	均值	中值	最大值	最小值	方差
----	----	----	-----	-----	----



董事会规模	15.68	15	19	11	2.56
董事会会议次数	7.17	6	13	3	2.98
高管平均薪酬	37.27	33.26	80.38	14.90	18.28

James Booth 等人（2002）发现，美国大型银行业董事会的平均规模为 16.37。从董事会的规模看，本书的样本银行平均有近 16 位董事（平均数 15.68），最多的有 19 位董事，最少的也有 11 位，这一发现基本与 James Booth et al（2002）相近；此外样本银行董事会平均每年召开 7.17 次董事会（包括通信会议），最多的要召开 13 次，最少的仅召开 3 次。在所有从样本银行领取薪酬的高管人员中，平均薪酬为 37.27 万元，其中最高的高达 80.38 万，最低的也有 14.9 万。

总之，上述统计结果表明，我国股份制商业银行集中型股权结构的特征比较明显，第一大股东的控股能力较强，董事会规模、独立性以及其他结构特征方面较为合理，高管人员的薪酬水平较高，但是兼职董事的比例较高，这有可能影响董事会的治理效率。

## 二、我国商业银行治理模式的运作环境分析

在未来几年内，我国商业银行经营的环境特点主要表现在以下方面：

### （一）加入 WTO 以后外资银行分阶段进入

中国加入 WTO 时在银行业方面的承诺是，5 年内外资银行获得充分的市场准入，地理限制和顾客限制在 5 年内撤消，准入后 2 年外资银行可与中国企业进行人民币业务往来，5 年后可进行人民币业务的自由往来。这些承诺无疑将极大地改变银行业的现存市场格局，激烈的市场竞争在某种程度上将成为中国银行业体制变革和治理结构改革的催化剂。

### （二）我国的混业经营相关政策可能会作出调整

1999 年 11 月 12 日，美国《金融服务现代化法案》获得签署，该法案的通过意味着在美国实行了 70 年并由美国传播到世界各地的分业经营制度走向终结。这也对我国自 1993 年开始的分业经营体制提出了挑战。在金融一体化和金融工程的时代背景下，面对加入 WTO 后金融业更为激烈的竞争格局，我国的相关政策可能会有相应调整，并由此改变银行业的经营环境，而对商业银行的公司治理提出了新的要求。

### （三）各种体制性矛盾可能对银行治理产生巨大的影响

这种影响主要表现在：企业经营的体制性风险在商业银行的过度集中可能导致商业银行经营绩效的继续下滑，分阶段完成股权分散化改革后，持有银行股权的法人自身存在不同程度的代理问题会对商业银行的治理结构产生负面影响。这些都是我们研究商业银行治理结构改革时需要认真考虑的。

## 三、我国商业银行公司治理模式的选择

为了更好地推动我国商业银行治理结构改革，我们认为，首先应该构建中国商业银行的公司治理模式，然后再设计有关改革的清晰思路。当前，有必要在以下问题上取得共识：

### （一）如何看待股权结构改革和商业银行治理结构改革的关系

理论上我们可以把公司治理结构理解为所有制结构的具体安排，股权结构也确实对公司治理结构有重要的影响。一个产权明晰的股权结构是完善的公司治理结构的前提之一。但另一方面，股权结构与公司治理的关系又非常复杂，争议也很大。根据对 1968 年以来国际上比较著名的杂志的不完全统计，研究股权结构与公司绩效关系的文献共有 84 篇，这些文献可以按照股权结构与公司绩效关系的不同研究结论划分为正相关、负相关、非单一和不相关等四种类型，支持以上四种论点的文献数分别为 35 篇、13 篇、11 篇和 25 篇，争论的激烈程度由此可见一斑。根据 David L. 等人的研究，不同类型的股东监督管理者的意愿和能力可能随其收益权和使用权的多少而变化，即股东是不同质的。陈晓和江东通过对我国上市公

司的实证分析，也得出了不同类型的股东在公司治理结构中发挥的作用是“状态依存”的结论。其次从股东构成来看，股权结构改革会使商业银行的股东由国家变成国家、企业、居民的组合或全部是企业与居民的组合。虽然国家持有银行的股份确实有很多弊端，但企业持有银行的股份同样也会有缺陷。日本的主银行制度和银行与企业之间的相互持股已经为我们提供了很好的例证。由此我们认为对于商业银行治理结构的改革，股权结构固然很重要，但它并不是改革的全部，建立完善的商业银行治理结构的关键在于治理结构的制度安排。

## （二）如何看待商业银行治理结构改革的“上市论”

当前，很多研究认为完善商业银行治理结构必须首先让其上市，关于商业银行究竟如何上市的争议也很大。的确，公司上市以后可以利用股票市场的一些准则规范上市公司的行为，从而起到促进和完善公司治理结构的作用。但我们必须认识到，股票市场本质上还是一个资本市场，而不是治理结构市场。我们关注上市公司较多的原因是上市公司的信息获取更加方便。与大量上市公司并存的还有更多数量的非上市公司。我国很多的国有企业完成股份制改造上市以后，也建立了相应的公司治理结构，但问题仍频频发生，原因在于没有建立完善的公司治理机制。对于商业银行治理结构的改革也是如此。总之，从公司治理的角度而言，上市并不等于完善公司治理机制的构建。上市本身并不是目的，目的在于通过上市建立完善的公司治理机制，而目前我们恰恰忽视了这一点。

## （三）在一系列关系到商业银行公司治理的重大问题上如何抉择

这些问题主要包括：(1)在多大程度上引入竞争机制。具体而言，是保持现有四大国有银行的垄断地位还是相反？外资银行可以在多大范围内与内资银行展开公平竞争？(2)实行混业经营还是维持现有的经营格局不变；(3)国家将在多大程度上实施对银行业的管制，在多大程度上允许并购机制在银行业发挥作用。以上三个方面的问题显然都超出了公司治理的范围，但不可否认的是它们对商业银行治理结构及其改革会产生巨大的影响。从长远的观点看，我国商业银行公司治理模式的构建取决于以上问题答案的综合结果。

# 四、我国商业银行治理结构的改进

在以上问题未解决之前，我们可以采取一些具体的措施逐步完善商业银行的治理结构，中国人民银行颁布的《股份制商业银行公司治理指引》就是一个有力举措。当前，应努力创造条件逐步推行以下完善商业银行治理结构的改革措施：(1)强化董事会的职能。董事会是内部治理制度安排的核心，强化董事会的职能会明显改善我国商业银行的治理结构。这方面的主要工作有：增强董事会的权威性和独立性，尤其重要的是引进一定数量的独立董事；建立董事评价制度，明确董事的职责；完善董事会的内部组织结构，建立董事会下设的风险管理委员会、提名委员会、薪酬委员会及审计委员会；(2)健全激励机制，尤其是要尽快强化商业银行高级管理人员的激励手段；(3)强调监督和约束。这方面的改革包括两项具体内容，一是建立和健全内部和外部的监督体系，并保证这些监督机构的公正性和客观性；二是促进信息公开，特别是各个商业银行的会计报表应尽可能的公开，以便接受广泛的社会监督；(4)改革商业银行高级管理人员的任免和考核体制，逐步尝试市场化的运作机制。

## 【本章小结】

对于一般公司治理而言，商业银行可以作为债权人、市场评价和股东的不同身份而参与其中，并由此赋予了商业银行对于公司治理的重要意义，尤其是商业银行凭借独特的优势而赋予的专家式监督被大量的研究所推崇。另一方面，银行体系的脆弱性和金融危机的巨大危害显示了公司治理的重要性并直接导致了商业银行公司治理研究在全球范围内的兴起。银行体系的重要地位和与身俱来的诸多独特之处决定了商业银行公司治理的复杂性和特殊性，如

何综合考虑上述因素以确立商业银行公司治理的理论架构,并在此基础上结合不同国家和地区的实际研究商业银行公司治理的目标范式和改革取向是此领域的重要研究目标。

### 【复习思考题】

1. 商业银行对于一般公司治理的参与主要有哪些方式? 这些方式在全球范围内又有哪些区域性特点?
2. 商业银行公司治理与一般公司的公司治理主要有哪些不同? 为什么?
3. 如何从公司治理的角度评价我国正在进行的商业银行改革?

### 【案例讨论题】住友银行: 本部分权制

住友银行创建于 1877 年, 是日本住友财团的主要支柱, 在日本金融界具有很大的影响力。特别是在财团内, 它不但是各相关企业的主要股东, 而且还是其主要融资贷款者, 具有督导企业经营的责任, 被誉为“日本银行第一”。

然而, 当 1977 年 6 月, 矶田一郎出任总经理时, 住友银行却面临着严峻的形势: 它的纯利润收入已降为日本高收入企业的第五位, 落在富士、三菱、第一劝业、三和银行的后面, 而且没有任何复苏的迹象。造成这一危机的主要原因是: 1973 年以来爆发的石油危机, 使世界各国经济陷入长期不景气, 银行业自然也难于幸免。况且, 前任堀田在职期间把手伸得太长, 留下严重的后遗症: 要扶持与住友关系密切的东洋工业公司(现为马自达)摆脱困境; 要妥善处理“安宅产业案”, 就会净损 2000 万日元, 相当于 7—8 年的纯利润总和。这就削弱了银行抵抗经济波动冲击的能力。难怪日本财界普遍认为, 住友银行能保持现有位置不继续下降就不错了。矶田的看法却不是这样。在一次员工大会上, 他郑重宣布: 一定要在 3 年内, 把“第一银行”的地位夺回来。但是仍有不少人抱着怀疑的态度。

矶田深知, 要实现自己“3 年内夺回第一”的誓言, 仅有决心是不够的, 按常规办事也是不行的, 必须进行大刀阔斧的改革, 以增强内部的活力, 尤其是住友银行的组织机构和日本有些大企业一样, 都是沿用明治维新时期建立起来的模式, 二三十个部平行设置, 权力上彼此相等, 财政上吃大锅饭, 结果出现了主次不分、人浮于事、山头林立、互相扯皮、责任不明、争权夺利等现象。组织机构弊病不除, 住友银行这部机器的运转就不会灵, 竞争力就不能提高。而且, 国际经营环境的巨大变化也促使住友银行加速其组织变革。70 年代以来, 金融自由化的浪潮由美国传向全世界。美国政府对日本严格限制的金融业提出开放门户的要求。日本企业向世界各国市场的扩张, 使日本金融机构的海外业务也急剧增加。在这一趋势下, 日本大藏省发表了《金融自由化及日元国际化的现状与展望》报告, 其主要内容是: ①利率自由化; ②扩充金融、资本市场; ③重新评估业金融机构, 放宽银行、信托、证券等之间的业务限制。对此, 银行必须采取相应对策。

1978 年 5 月, 住友银行聘请美国马金赛企业管理咨询公司为其提供诊断服务。在美国, 企业委托咨询公司作诊断并不少见, 但对拥有大量企业机密的日本银行, 却属罕例。马金赛公司诊断报告指出: 住友银行(日本其他银行情况也大致相同)继承了传统商业银行的组织结构——以存款、贷款、外汇等职能为主的体制, 在石油危机之后, 已无法适应经营环境的剧烈变化。结论非常明显。马金赛企业管理咨询公司提出了在常委会下设 6 个总部的改组方案, 但这 6 个总本部是不分主次的平行制。矶田断然否决了提案; 认为仍未跳出旧体制的框框, 对住友无济于事, 并提出了颇有创见性的改革方案。

(1) 建立主次分明的组织机构, 即第一线和第二线制。第一线是企业的核心部分, 包括业务、营业、国际三个总本部。在一般情况下, 它的决定具有指令性。第二线是协作第一线完成任务的机构, 包括企划、第一管理、第二管理三个总本部。



(2) 实行总本部经济独立核算制，以调动各总本部的积极性。

(3) 总经理权力下放。6 个总本部的部长分别由 2 名副总经理和 4 名常务董事长兼任。这 6 名总本部部长都拥有相应的自主权，实际上是行使总经理的部分权力。日常例行业务到总部即可完结，只有跨部门或高难度的事项才交由董事长、总经理，各总本部长共同参加的经营会议裁定。矶田规定，总本部部长只有批 50 亿日元以下的权，没有批 50 亿日元以上的权，本部长只有批 20~50 亿日元的权，相互之间不能越权，谁出问题谁负责。

总之，这一改革的核心是：第一次将总本部制(相当于制造业的事业部制)引入银行业，将职能型组织改换成市场导向型组织，并倾全力强化国际业务的开发。

到 1981 年，住友银行的组织改革使之充满了活力，创造了非凡的业绩：顺利度过安宅产业破产难关，使陷入困境的东洋工业公司复兴，兼并了融资不当而陷入危机的平和相互银行，购买了瑞士葛塔德银行。无论是总收入、税前利润还是纯利润，住友在日本各银行中都居第一位，这在世界金融史上是罕见的。为了表彰矶田所取得的业绩，美国国际金融学会授予他 1982 年度“世界最佳银行家”的荣誉称号，并向他颁发了勋章和奖金。矶田成为第一个获得这一殊荣的日本银行家。

-----资料来源：李航主编：《有效管理者》，中国对外经济贸易出版社 1998 年版，第 218-220 页。

#### 讨论问题：

- 1、住友银行的本部分权制有哪些优越性？
- 2、住友银行公司治理的现状如何？对我们有什么启示？

## 第九章 机构投资者治理：从幕后到台前

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 掌握机构投资者的含义、种类和特点；
2. 了解机构投资者参与公司治理的发展历程及其机理；
3. 明确国内机构投资者状况及促使我国机构投资者参与公司治理的途径。

### 本章关键词

资本市场    机构投资者    参与    公司治理

资本市场是公司治理的重要外部条件之一。从资本市场中投资者资金的多寡来分，资本市场的投资者可以分为机构投资者和个人投资者。一般个人股东不会直接去监督企业家，而是让企业家提供详尽的财务数据，并且要求证券市场管理者制订规则确保信息通畅及时发布和公平交易。更多的时候，个人股东是“用脚投票”（即卖出股票），卖掉其不满意的公司股票。对于机构投资者来说，当其所持股票占上市公司全部流通股票的比例较小时，它们可以在该上市公司经营管理不善时采用“用脚投票”（即卖出股票）方式，但是当其所持有的该公司股票数量庞大时，要想顺利出售该股票而又不影响该股票的价格，从而不影响自身的市场表现，几乎是不可能的，即“用脚投票”的成本会变得很大，这时，对机构投资者来说是一种困境。但是，由于机构投资者资产规模巨大，持股量多，因而其监督成本与监督收益的匹配程度较好，因此，机构投资者较之个人股东更有积极性去监督企业家，介入公司的经营管理。这样，机构投资者就开始改变其被动接受上市公司经营不善的现实情况，转而采取主动策略，积极参与公司治理，帮助完善上市公司的治理结构，积极寻求改善上市公司经营状况的方式和方法。逐渐地，机构投资者在公司治理结构的舞台上真正从幕后走到台前，从而成为公司外部治理的一个重要因素。

## 第一节 机构投资者的种类和特点

### 一、机构投资者的含义

机构投资者，是指用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构，包括证券投资基金、社会保障基金、商业保险公司和各种投资公司等等。

与机构投资者所对应的是个人投资者，一般来说，机构投资者投入的资金数量很大，而个人投资者投入的资金数量较小。

### 二、机构投资者的种类

机构投资者又有广义和狭义之分。狭义的机构投资者主要有各种证券中介机构、证券投资基金、养老基金、社会保险基金及保险公司。广义的机构投资者不仅包括这些，而且还包括各种私人捐款的基金会、社会慈善机构甚至教堂宗教组织等。

以美国为例，机构投资者主要包括如下机构：商业银行、保险公司、共同基金与投资公司、养老基金等。

目前中国资本市场中的机构投资者主要有：基金公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、社保基金、保险公司、合格的外国机构投资者（QFII）等。其中在目前可以直接进入证券市场的机构投资者主要有证券投资基金、证券公司、三类企业（国有企业、国有控股企业、上市公司）、合格的外国机构投资者等，其中证券投资基金的发展最为引人注目。

比较而言，美国资本市场发展比较成熟，也具有代表性，因此我们主要介绍美国资本市场中的机构投资者。

#### （一）商业银行

早在 1863 年美国颁布的《国民银行法》赋予了国民银行有限的权力，却没有包含让其持有股票的权利，特别是 1933 年通过的格拉斯—斯蒂格尔法（Glass—Steagall Act）强制性地将商业银行的活动与投资银行的活动分开，从而使商业银行不能从事证券业务。后来美国对银行的管制逐步放松，才使一些大的银行获得了证券交易商的资格或开始从事证券中介经纪业务。银行可以通过它们持有股票的公司来规避格拉斯—斯蒂格尔法的一些限制，后者被准许购买一家非银行企业超过 5% 的有表决权的股票，但要求这些股票的持有者必须是被

动的投资者 (Passive Investors)。

另外,多年来银行一直是大公司借贷周转资金 (working capital) 的主要来源,20 世纪 70 年代后,由于商业票据 (commercial papers——CP) 市场获得了进一步的发展和完善,从而使大多数公司可以通过公开证券市场发行和销售短期 CP 来筹措周转资金。当银行变成这些公司的主要借贷者时,银行面临着次公平 (Equitable subordination) 的麻烦,这个麻烦限制了银行通过贷款的作用来试图控制公司经营管理的程度。例如:当一家公司不能履行还贷协议并申请破产保护时,任何一个被认为曾对该公司经营决策产生过有效影响的债权人将会发现,它在该公司的破产清算中对该公司拥有的债务索取权是“次要的”。如果此案处理过程中有事实表明银行为了自己的利益而操纵了该公司,那么,银行也将对其它债权人负有赔偿损害的责任。

可见,美国对持有股票的法律限定与债务索取权潜在的次要性的结合,削弱了银行在公司治理中所能发挥的作用。

## (二) 保险公司

美国的保险公司共拥有资产 2.7 万亿美元,是美国全部金融资产的 5.8%。保险公司由州一级进行管理,而各州的法律都对保险公司投资于公司股票的额度进行限定,虽然各州对其限制的内容各有不同,但共同点都规定保险公司在公司股票上的投资只能是其总资产的 20%,并且,通常只能将其中的一少部分(例如:纽约州规定其总资产的 2%)投资于一家单个公司的股票,并且财产和灾害保险公司也不能去控制非保险公司。

保险公司往往投资于一些大公司的债券,但债券的持有者除了该公司不能履约还债或申请破产保护之外,实际上对该公司没有什么控制权。而且,即使该公司不能履约还债或已申请破产保护时,债券持有者也无法对该公司施加更多的影响,或者向银行一样,对该公司的债务索取权只能排到所有索取权的末端。因此,保险公司与银行很相似,在公司中基本上是完全被动的投资者。

## (三) 共同基金与投资公司

共同基金即是结合众人的金钱,交给投资理财专业经理人进行投资、规划与执行。这种方式在投资理财观念及环境成熟的欧美地区,是极受欢迎的投资工具,在美国平均就有 43% 的家庭投资于共同基金。

虽然大部分共同基金都将它们主要资本用于投资公开上市的股票,但它们在运用其投资对公司施加影响方面也面临着许多限制。在 1940 年通过的《投资公司法》中指出,当共同基金或投资公司宣称它们自己是多样化经营的投资公司时,法案只允许该共同基金将自身资金的 25% 或以下用于同一投资方式,如果它对意见公司的股票持有份额达到或超过 5%,那么,这一被投资的公司将被认为是该共同基金的一个“成员”(affiliate)。并且这些限制还扩展为:第一,共同基金在未获得 SEC 的事先批准之前,不能与其“成员”公司进行任一确定类型的交易;第二,所有其它投资公司或在该公司拥有超过 5% 股票的投资者也均被认为是共同的成员;一家共同基金不能与其它成员合伙选择或选举该公司的一名董事,或者以其它方式对此施加影响;也不能在未得到 SEC 批准之前与其成员进行任一确定类型的交易。这一规则同时扩展到禁止公司的行政官员、董事或其它人与共同基金合伙利用共同基金从事自利性交易。这一规则的重要作用在于阻止共同基金集团试图对一家公司实行操纵控制。例如,当 10 家原非成员集团共同基金分别对一家既定公司的股票持有份额超出了 5% 时,这 10 家共同基金便形成了一个集团,在没有得到 SEC 批准之前,该集团不得对这家公司实行控制性操纵。

共同基金和其它投资公司也同样受到 1976 年通过的 Hart—Scott—Rodino Act 的制约,该法案要求任何一家公司主动投资于另一家公司时,都必须向司法部和联邦贸易管理委员会备案,如果它们的目的“只是投资”,它们就必须服从于这一法案的要求而接受审查,通过

这一审查的要求是：它们必须是完全被动的投资者；同时，被投资的公司也必须接受特定范围的审查。

从主要内容上看，这些法案已经限制了共同基金主动监控和试图对它们所投资的公司施加影响的活动，但一些共同基金还在继续审视着这些禁令的限制，并企图寻找不违法而又有机可乘的方式。例如：1986 年 Fidelity 所属的 Magellan Fund 曾为了对其所投资的一家公司施加控制影响，请求它的股东批准修改基金章程以消除对该公司投资的限定。Magellan Fund 基金总裁在申请基金代理权时对此解释说，这只是为了寻求被投资的公司董事或经理人员的变动、寻求该公司领导层的变化、寻求转让一家公司或其部分资产的权力、参与接管或反对接管。但这并没有“倾向于将自身卷入对被投资公司控制或对其日常决策运作的管理。”事实上，被投资公司的经理们相信 Magellan Fund 的总裁已有资格去开展上述活动。

#### （四）养老基金

养老基金被认为是四类金融机构中受限制最少的一种机构投资者，养老基金自身的特点使得它与其它的机构投资者有所区别。

首先，养老基金具有预知性的进入和退出的措施，对于它们来说，资产的流动性比其它金融机构显得更为重要。历史上，许多养老基金的受托管理者都曾以努力增加回报为目的，将其资产的一部分交给那些实际中买进和卖出股票的基金经理们；但越来越多的迹象表明，当所有的交易费用都是正常的情况下，这种投资策略难以始终如一地抓住市场的均衡。结果，一些大型养老基金便会采取了“定向投资（indexing）”的策略，这样，便迅速降低了其资产投资的分散程度并延长了它们持有股票的平均周期。公共的养老基金一般执行长期的投资策略（平均周期是 12 年），因而他们对公司的长期经营管理比一般的投资者更感兴趣。

其次，养老基金已经变得非常庞大，所持有的股份在市场变化中举足轻重。养老基金比其它类型的机构投资者持有更多的公司股票，即养老基金可以持有股票份额是全部上市公司的股票总额的 25% 以上。并且即是对所持的股票进行调整，实际上也只是在极小的范围里做些边际上的调整。

因此，从资金量和证券占有量上看，他们是机构投资者的主体，同时也是机构投资者中最沉默、持仓时间最长的部分。此类机构投资者受资金来源主体的限制，投资目的以获取长期稳定的收益为主，由此决定了此类机构投资者参与公司治理的积极性。

### 三、机构投资者的特点

机构投资者作为资本市场中一个重要的市场主体，具有自己的特点：

第一，机构投资者在进行投资时追求的是具有中长期投资价值的股票

一般来说，作为机构投资者多是长期投资者，在进行投资时追求的是具有中长期投资价值的股票，特别关注公司的经营稳定性和上市公司的未来业绩，因此，机构投资者更加重视上市公司基本面的情况及其长期的发展情况、更加重视公司所处行业的发展前景。

第二，机构投资者都拥有行业及公司分析专家、财务顾问等，具有人才优势

机构投资者为了在股票投资中取胜，特别重视对行业及其公司基本面的研究，因此，他们相应地都拥有行业及公司分析专家、财务顾问等，具有人才优势，利用这些专业人士对上市公司及其所处行业基本情况和发展前景进行分析研究，从而选择行业发展前景好、公司基本面好的上市公司作为他们的投资对象。

第三，机构投资者可以利用股东身份，加强对上市公司的影响，参与上市公司的治理

作为机构投资者，是所持股票公司的股东，因此就有影响上市公司的权利和义务，就可以利用股东身份，加强对上市公司的影响，参与公司治理。例如：机构投资者可以发起对所持股票上市公司的改革倡议和活动，也可以给公司出谋划策、提出建议、想办法，或者给上

市公司施加压力让其改善经营状况、提高管理水平，从而提高公司盈利能力，改善和提高公司的社会形象，最终实现公司价值最大化，作为股东身份的机构投资者的价值也得到提升。

### 【网络链接 9-1】机构投资者不该靠天吃饭

目前，我国股票市场中机构投资者无论在规模上还是在数量上都在增加，机构投资者在股票市场中的作用越来越大，机构投资者对股票市场的影响也越来越大。但是我们的机构投资者还没有发挥其应有的作用，特别是其机构投资者的股东地位也没有充分发挥出来，人才优势也没有充分发挥。可以说，我国的机构投资者的投资理念和小散户一样：还在靠天吃饭，所持股票涨，就赚钱；所持股票跌，就等着赔钱。

——资料来源：田书华：《证券时报》，2004 年 5 月 17 日第 7 版。

## 第二节 机构投资者参与公司治理的机理分析

机构投资者并不是一开始就积极地参与到公司治理活动中的。事实上，早期的机构投资者作为公司所有者的色彩非常淡薄，它们只是消极股东，并不直接干预公司的行为，并且非常倾向于短期炒买炒卖从中牟利，因此，早期的机构投资者在公司治理结构中的作用是微弱的。但是，到了 20 世纪 90 年代，大部分机构投资者都放弃了华尔街准则——用脚投票，在对公司业绩不满或对公司治理问题有不同意见时，他们不再是简单地把股票卖掉，“逃离劣质公司”，而是开始积极参与和改进公司治理。

### 一、早期的机构投资者：用脚投票

以美国资本市场为例，早期的机构投资者由于所持股票占上市公司全部流通股票的比例较小、投资高度分散化，由此导致两个直接后果：第一，由于分散持股，加之持股上限的限制，机构投资者持有单一公司的股票份额很小，基本无法做到有效控股；第二，持股分散化导致机构投资者的证券组合中股票种类极多，并且由于有效地分散化必须倾向那些预期持有期收益受到变化着的经济和金融市场条件不同影响的公司股票，也就是说持股须分散于不同行业不同企业，因而机构投资者由于缺乏时间、精力和专业知识，几乎没有可能深入了解每一家公司。机构投资者分散投资的间接后果是，被投资公司根本没有把他们视为本公司的股东，而只是当作短期买卖的股市炒手，因而从未考虑在公司董事会为机构投资者留一席之地。因此早期的机构投资者在公司治理结构中的作用是微弱的。

早期的机构投资者所持股票占上市公司全部流通股票的比例较小、投资高度分散化的原因主要有两个方面。一是法律制度方面的制约，二是分散风险的内在需要。

首先是法律制度方面的制约。美国法律对于机构投资者介入公司经营管理设置了种种限制。例如，早就涉足公司治理的人寿保险公司在 1906 年就被禁止持股，后来当共同基金也积极渗透到公司治理结构时，1940 年的投资公司法要求机构投资者所持的股票必须分散化，持有单一公司的股票不得超过全部股份的 50%，如果它们派代表进入公司董事会将会受到惩罚。这种针对机构投资者的非常严厉的歧视性法规，渊源于美国人对财富集中的反感，而政治家们也很乐意迎合大众情绪，通过制定法律来控制财富的集中，从而限制机构投资者参与公司的治理。

其次是分散风险的内在需要。现代证券资产组合理论以有效市场理论为基础，认为在存在风险的条件下必须通过分散持股来降低资产组合的整体风险。该理论指出，任何证券资产除了具有收益性外，还具有波动性即风险。证券风险包括系统风险和非系统风险两种。系统风险归因于共同的因素，对所有股票的影响是相同的，系统风险并不因证券分散化而消失，但是投资者可以通过改变持有的股票组成比例增加或减少平均系统风险。非系统风险可归因于一些特定的事件如火灾、罢工等，这些事件只影响个别公司，可能通过证券分散化来消除。

分散化就是将风险分摊在许多公司、行业的证券中或者其他形式的投资上。可分散的风险随着证券数量增加而逐渐降低,一般当证券种类增加到9个时,几乎所有可以分散的风险都排除了,而且收益在证券数达到8或9种之前急剧增长,此后的增长就变得缓慢了。现代证券资产组合理论在美国商界影响很大,美国大公司和机构投资者都运用证券资产组合的方法指导自己的投资。美国机构投资者一般都规模巨大,所以持有的证券组合种类极多,例如,共同基金一般投资于60家或更多公司的股票,其平均收益已经接近于随机抽取的股票组合。

## 二、资本市场的发展促使机构投资者积极参与公司治理

到了20世纪90年代,大部分机构投资者都放弃了华尔街准则——用脚投票,在对公司业绩不满或对公司治理问题有不同意见时,他们不再是简单地把股票卖掉,“逃离劣质公司”,而是开始积极参与和改进公司治理。

促使机构投资者从被动变为主动的一个基本原因是,机构投资者在美国股票市场的份额越来越大,这是资本市场发展的结果。美国资本市场在过去40年中尤其是进入90年代以后,发生了巨大的变化。在60年代以前,美国股市主要是散户持股,机构投资者在股市的控股比例不超过13%,由于散户很难行使法律赋予的监督权,股市对企业的经营业绩只能做事后的被动反应;70年代以后,美国的机构投资者在股市的控股比例不断上升,80年代初达到34%,90年代末达到48%,机构投资者随之成为左右资金市场的关键力量。一些大机构投资者持有几百只公司股票,并且持有量很大,如果出现公司治理问题就抛售股票,机构投资者就会遭受很大损失。卖给谁,什么价格卖,抛售之后又能去买哪家尚未涉足的公司股票?可以说,这个问题对机构投资者尤其是养老基金来说,就成了一个难题,他们不可能用传统的抛售股票的“华尔街方式”来保护其资本的价值,因为他们所持有的大量股份不可能在不引起股价大跌的情况下抛出。这就导致了机构投资者套牢之后必须开口说话。许多机构投资者面临进退两难局面之后采取了通过私下沟通、代理投票和提出股东议案等方式把其对公司治理问题的关注传达给管理层,直至机构投资人转而采取积极干预的办法,向董事会施加压力,迫使董事会对经营不善的公司,用更换总裁的办法,彻底改变公司的根本战略和关键人事,以确保新战略的迅速实施。当然,相关法律、法规的放松也为机构投资者参与公司治理提供了外部环境。这样,机构投资者,尤其是养老基金,就从被动的投资者变为主动的所有者,成了公司治理的一个重要参与者。

## 三、机构投资者参与公司治理的途径

机构投资者主要可以通过以下两种途径参与公司治理、改善上市公司治理结构:

### (一) 行为干预

这里所说的行为干预其实就是机构投资者作为投资人有参与到被投资公司的管理的权利。发现价值被低估的公司就增持该公司的股票,然后对董事会加以改组、发放红利,从而使机构投资者持有人获利。因为上市公司首先是由于价值的低估而导致交易清淡,不被市场所认可,从而形成公司长远发展投融资渠道的闭塞,对公司长远的价值提升造成障碍。机构投资者有可能通过干预公司实行积极的红利政策调整,从而调动市场的积极反应,达到疏通公司与市场沟通渠道的效果。另一方面,作为上市公司的合作伙伴,机构投资者一般遵循长期投资的理念,公司运作的成功需要机构投资者更积极的参与。

### (二) 外界干预

机构投资者还可以直接对公司董事会或经理层施加影响,使其意见受到重视。例如,机构投资者可以通过其代表的代言人会对公司重大决策如业务扩张多元化、购并、合资、开设分支机构、雇佣审计管理事务所表明意见;机构投资者可以通过向经理层信息披露的完全性、可靠性提出自己的要求或意见,从而使经理阶层面临市场的压力。同时公司业绩的变化也迫

使经理层能够及时对股东等利益相关者的要求作出反应,这样就促使经理层必须更加努力地来为公司未来着想,以减少逆向选择和道德风险。

而在潜在危机较为严重的情况下,机构投资者可能会同其他大股东一起,更换管理层或寻找适合的买家甚而进行破产清算以释放变现的风险。当然机构投资者也可以通过将公司业绩与管理层对公司所有权的分享相结合,从而使管理层勤勉敬业在公司成长中获得自身利益的增值,公司其他利益相关者也获得利益的增加。

#### 四、机构投资者参与公司治理所需要的外部条件

当然机构投资者在公司治理结构中发挥作用还需要一系列外部条件,美国的经验说明至少需要如下条件:

首先,严格限制机构投资者参与公司治理的法律环境渐趋宽松。20世纪80年代中期,美国联邦政府决定鼓励持股人参加公司投票选举;1992年,美国证券交易委员会新规则允许持股人之间互相自由地串联,互通消息,这样就大大降低了机构投资者收集“选票”的成本,更容易取得对公司的控制权。

其次,机构投资者成长很快、规模不断扩大。由于机构规模很大,使其被“免费搭车”的成本降低,即使其他的持股人从机构的行动中免费搭车了,机构投资者就整体而言仍是得大于失。机构投资者规模巨大导致的另一重要的后果是,机构投资者作为整体持股量占整个资本市场的一半以上,因而无法像一般个人投资者那样方便地卖出持股,而只能是在不同的机构之间相互转手。因此对于其不满意的经营管理不尽如人意的公司,不再能够轻易地用脚投票卖出股票,只能是积极地利用其大股东的身份介入公司管理,敦促企业家改善经营。

再次,以“股东至上主义”为核心的股权文化的盛行。股权文化是指公司具有的尊重并回报股东的理念,是公司治理的最高境界。它包括公司重视听取并采纳股东的合理化意见和建议,努力做到不断提高公司经营业绩,真实地向股东汇报公司的财务及业务状况,注重向股东提供分红派现的回报等。这就要求加强对企业家的监督和约束、保障出资人的权益的客观需要。80年代后期发达国家资本市场上针对经营不善公司的敌意接管逐渐减少,但是公司治理依然问题重重,公司的企业家机会主义行为有增无减,客观上需要一个主体替补敌意收购留下的空白,加强对企业家的监督和约束,保障出资人的权益,而机构投资者正好可以填补这个空白。

机构投资者在公司治理结构中发挥作用正是在这样的大背景下应运而生的。

#### 【案例9-1】加州公共雇员退休基金(CalPERS)

在美国,机构投资者参与公司治理的活动最早是由加州公共雇员退休基金(CalPERS)于1986年首先发起的。Calpers是美国最大的养老基金,麾下1500亿美元的资产分布在1800家企业。但他在基金界老大的地位不仅仅是因为他名下有一笔数额庞大的资产,更因为他们擅长攻击业绩不佳的上市公司,迫使其厉行改革。

CalPERS早在1984年就组织创设了机构投资者委员会,作为机构之间的结算中心,并负责提供经营不善的投资对象的有关信息;到1993年中期,该委员会成员的总资产已达6000亿美元,为了给积极股东行动创造良好之外部条件,CalPERS还积极参与政府公共政策的制订和有关的立法过程,1992年美国证券交易委员会修改委托投票法案的有关规定,其直接起因就是CalPERS于1989年提出的动议。该法规的修改为机构投资者参与积极股东行动减少了法律上的障碍。

机构投资者采取积极股东行动时选取目标公司的标准基本是统一的,但是在不同时期的侧重有所不同,CalPERS都是在其证券组合中选取目标公司。1987~1988年期间,主要以公司治理结构为选择依据;1989~1993年期间,则主要以公司股价市场表现为首选标准;1986



年秋，CalPERS 从其证券组合中选出了 47 家未经股东授权即实施了毒丸计划的公司，再从中筛选出 10 家机构持股较多(超过 60%)的公司，然后对这些公司采取行动，要求其取消毒丸计划；1987 年秋，CalPERS 进一步拓展了其选择标准，把向袭击者支付“绿邮讹诈”以及股东投票体制不健全的公司也纳入其中；1988 年，由于选择标准开始侧重于公司业绩，选取目标公司的过程更趋复杂，CalPERS 按照 5 年中股票回报率对公司排序，选出最差的 250 家，然后剔除内部股东持股比重较高的公司，最后选出约 12 家目标公司，CalPERS 根据公司治理结构不合理之处向这些公司发难，其主要改革建议包括要求公司设立股东咨询委员会，调整董事会成员，以及修改企业家薪酬计划等。

——资料来源：叶丽雅：“假账丑闻不断 美国养老金不堪重负”，2002 年 8 月 2 日。  
<http://www.dzwww.com/caijing/caijingxinwen/200208020784.htm>;

陈乐天：“论资本市场对企业家的监控与约束机制”，2002 年 2 月 5 日。  
<http://www.e521.com/ckwk/zhengquan>。

### 第三节 我国机构投资者：不再沉默

#### 一、早期的机构投资者没有发挥应有的功能

与美国公司治理结构中机构投资者发出的越来越响亮的声音相比，我国的机构投资者多是沉默的，并没有像美国的机构投资者一样成为公司治理结构调整的主力军。

尤其是在 2001 年以前，中国证券市场明显由“交易者”主宰，股价的升降中主要因素是“炒作”，其背后是庄家和联合坐庄等行为。多数上市公司股票均因坐庄炒作而高于其真实价值(这一点可从当时中国股市市盈率远远高于其它国家市盈率以及 A 股市盈率远远高于 B 股、H 股和 N 股市盈率这两个方面反映出来)，公司股票的价格和公司的实际业绩相背离。在这样的市场里，国内的机构投资者选择了做“沉默的大多数”，并没有在公司治理结构的改进中发出应有的声音。

这样就导致国内机构投资者的投资策略基本上是被动投资，很少通过执行一种以公司治理为导向的积极投资而盈利(这在不少基金的招募说明书也有类似表述，如“不谋求对上市公司的控股，不参与所投资公司的管理”等)。机构投资者或通过基本分析、数据分析及财务状况来选择投资对象，一旦对目标不满时便采取抛售股票的方式来“用脚投票”；或通过联手做庄的炒作方式赚取低买高卖的差价，而漠视公司的治理结构建设。

例如：证券投资基金、证券公司、三类企业(国有企业、国有控股企业、上市公司)是我国的主要机构投资者，但是，这些机构投资者不但没有发挥应有的功能，而且还成了我国证券市场中的违法、违规者，成了市场操纵者的代表。

##### (一) 证券投资基金

证券投资基金作为我国机构投资者的主力军，在证券市场中的作用不容忽视。1994 年中国证监会为了扭转暴跌不止的中国股票市场，提出的四项救市措施中就有两项是关于投资基金的，试图把投资基金作为证券市场的稳定力量。

然而，在以后的几年里，中国的证券投资基金并没有成为证券市场中的稳定力量，他们在操作中违法、违规，甚至是几家基金联合操纵几只股票，最后把老百姓给套牢。

另外一个值得注意的问题是基金管理公司自身治理结构的不合理。由于我国的证券投资基金多是由证券公司发起，其独立性较差，不同程度地存在着与其发起人共同建仓的行为。由于我国证券投资基金都是以证券公司为母体，基金与发起人的关系过分密切，公司的决策

人员主要来自于券商的高层，交易经理大多来自于券商自营盘的操作人员。这种自身结构上的不够健全导致基金经理们在投资时对上市公司治理结构的淡漠和远离，只致力于短期的盈利。

## （二）证券公司

证券公司是中国出现的最早的一类机构投资者，其发端甚至早于证券交易所的成立。证券公司的传统业务主要有投资银行、经纪、资产管理等三大块。证券公司利用承销业务为国有企业上市筹资服务，通过经纪业务和资产管理业务活跃市场，并从中获取一定的利润。证券公司的资产管理业务主要包括两个方面：自营业务和客户资产委托管理。前几年，自营业务一直是证券公司的主要利润来源，客户资产委托管理则是证券公司最近几年才开始开展的新的业务，那时，在证券业内一直有一句话，叫做“经纪业务养家，投行业务挣钱，自营业务挣钱”，可见自营业务在证券公司业务之中的重要地位。但是证券公司方面从来都是对自营业务讳莫如深，这样做的原因一方面可能是保密原则的需要，另一方面则可能是有些是属于灰色地带不可触及，严重者甚至违规坐庄。

表面上看，坐庄行为起到了活跃市场的作用，但 1996 年、1997 年机构对大盘进行透支炒作，直接后果是 1997 年下半年到 1999 年的两年熊市调整，妨碍了资本市场资源配置、价格形成与发现的功能；随着出货阶段的到来，中小机构和众多的散户深套其中。同时，由于违规坐庄行为通常涉及到商业银行的资金往来，而资本市场中股票价格的扭曲随之放大银行的运营风险，直接影响到金融和经济的安全。

## （三）三类企业

有一种理论认为，三类企业入市的目的、动机、方式将不同于证券投资基金和券商，证券投资基金和券商入市的主要目的是取得证券投资收益，而企业是否入市则取决于是否能有效提升其实业投资效率，股票投资收益至多是其主业利润的补充。但是前几年中国的资本市场上，企业尤其是民营企业非常活跃，并购活动非常频繁，但购并者和战略投资者的进入并没有有效地改善公司的法人治理结构。这些战略投资者完全违背了战略投资的原则，投机本性显露无疑，主要体现在持股时间越来越短，例如，最初发行的首钢、三九医药的战略投资者持股都在 1 年以上，而后发行的公司其战略投资者持股期越来越短，普遍缩短为 6 个月，一般法人配售的持股期只有 3 个月。另一方面，还体现在到期就抛售，对市场造成较大冲击，例如，宝钢股份向证券投资基金和一般法人投资者配售的近 9.4 亿股股票上市日的股票价格走势充分说明这一点。三九医药配售给部分战略投资者的新股上市也同样引发很大的抛盘，且经过一段大幅震荡，价格节节走低。虽然，机构投资者持有三九医药部分股票上市时的价格波动和宝钢股份的走势并不完全一致，但机构的共同操作倾向是抛售。

战略投资者进行配售的目的应该是进行股权投资而不是进行股票投资，但是从表现来看并没有战略投资的意思，违背了管理层推出战略投资者的这一政策的初衷，而且从目前企业踊跃参与认购，持有期越来越短，持有期满之后，纷纷抛售的情况看，机构主要目的是获取股票的投资收益，提高企业的实业投资效率目的不明显。

由于我国的证券市场在特定的历史条件下设立，所以 90% 的上市公司都是国有企业，民营企业在很长的时间内没有上市融资的渠道，所以借壳上市几乎成为民营企业上市的专利。民营企业借壳上市的主要方式是通过收购上市公司的国家股或法人股股权，之后得以控制上市公司，这种收购完成之后，是否就使资源合理配置了呢？而且这种收购都是有成本的，民营企业收回成本的方式是否是通过收购后扩大实业投资规模来实现呢？我们对这些问题进行了考察之后发现，民营企业主要收回投资的方式是：第一，与国有大股东盘剥上市公司和中小股东的手法一样，通过关联交易、担保、借款等方式侵吞财产，例如四砂股份和棱光股份就是很好的例子；第二，通过在二级市场操纵上市公司的股价，从中获利收回投资成本。有的公司通过第二种方式收回成本之后，突然发现这种方式是一种获取暴利的方式，所以干

脆以收购公司炒做股票为公司的主业。

通过以上分析，可以发现他们无论是作为战略投资者还是并购者进入市场，对证券市场的稳定和实现资源配置功能都没有起到人们预期的作用，其在公司治理结构改进中的表现更是差强人意。

当机构投资者在中国的市场上选择了做庄炒作时，带来的结果是自然是他们腰包的鼓胀和在公司治理结构中的“沉默”。自身定位的不准确和投资理念的倾斜理所当然地导致了无法在公司治理中发挥出应有的作用。

## 二、机构投资者参与公司治理初露端倪

随着我国证券市场的发展，近年来，我国的机构投资者正以崭新的面貌出现在证券市场上。特别是 2002 年以来，随着我国资本市场中机构投资者数量的增加、规模的扩大，以及投资者教育活动的开展，法律法规的健全，投资者觉悟的提高，投资理念开始改变，机构投资者在资本市场中的地位不断提高，在公司治理中的作用也显现出来，机构投资者参与公司治理的行为初露端倪。例如：2002 年中兴通讯(000063, SZ)增发 H 股的事项中，机构投资者的表现就显示出了我国机构投资者参与公司治理的积极性，“中兴事件”大大改变了资本市场对机构投资者的态度，“中兴事件”是大股东与流通股股东之间的博弈，传递出了一个积极的信号：机构投资者开始在公司治理中发挥作用。之所以发生这样的变化，是因为我国资本市场已经具备了机构投资者参与公司治理的必要性和可行性。

首先，解决国内上市公司治理中的“内部人控制”问题需要机构投资者的介入。我国上市公司基本上脱胎于国有企业，改制的“路径依赖”导致国有股和法人股一直占绝大多数。这一现状导致以下问题悬而未决：股权结构过于集中，股权流动性差；董事会机构性质不明，权责不清，独立性不强；监事会形同虚设，“内部人控制”现象严重。上市公司的治理已经成为一个紧迫和严重的问题，直接影响公司的经营状况，影响公司的业绩，从而影响其股票价格，这当然会引起包括机构投资者在内的社会各个方面的广泛关注。

其次，包括基金在内的机构投资者正面临着转变投资理念、开辟新的投资途径的任务。近年来随着证券市场的规范，机构投资者再像过去那样操纵股市的可能性已经不存在，特别是在近年来中国证券市场的大幅震荡和长期低迷，这种市场环境，对习惯于持续大牛市的机构投资者形成了严峻的挑战，参与公司治理、通过提升公司价值以获取长期回报不失为当前机构投资者“战胜市场”的新途径。

最后，以证券公司、基金公司为代表的机构投资者拥有人才、资金和政策优势，这也为机构投资者参与公司治理提供了可能性。

## 三、借鉴海外经验，发挥机构投资者在公司治理中的作用

虽然我国机构投资者开始在公司治理中发挥积极的作用，但是与美国公司治理结构中机构投资者发出的越来越响亮的声音相比，我国的机构投资者所发挥作用还是微弱的，还没有起到应有的作用，并没有像美国的机构投资者一样成为公司治理结构调整的主力军。美国证券市场中的机构投资者积极参与到公司治理活动中，对完善公司治理也发挥了积极的作用。因此我们有必要学习和借鉴美国机构投资者参与上市公司治理的经验，促使我国机构投资者在公司治理中发挥更大的作用。

学习和借鉴美国机构投资者参与公司治理的经验，应从多方面入手，总的来说，我们应该从以下几个方面着手。

### （一）要完善法律体系，加强执法力度

与海外发达市场相比，显得过于年轻的中国证券市场面临着上市公司质量不高、法规制度不完善、信息披露透明度不强、司法救济制度不健全等问题。因此，加快立法进程、规范机构投资者的投资行为是当务之急。目前我国基本形成了以《公司法》、《证券法》、《基

金法》、《信托法》为核心、行政法规和部门规章为补充的证券法律体系，特别是《基金法》的出台，对机构投资者的规范运作提出了更严格要求。

但是目前我国国家的这些法律还不够完善，一些法律或规章的操作性还不强，因此有必要加快法制建设步伐，对法律进行必要的修改和完善，主管部门要根据法律制定操作性较强的行为规范和准则，规范各类基金管理公司、信托投资公司的内控制度和法人治理结构，树立机构投资者的良好信誉和社会责任。从而发展一批“投资部门设置完整、内控机制健全、专业人才充足、投资理念科学”的专业化机构投资者。

另外，要形成良好的公司治理文化，为此必须提高上市公司的质量，推进上市公司治理机制的改革和完善，包括引入独立董事制度、规范信息披露行为等，为机构投资者进行长期投资并参与公司治理提供扎实的市场基础。

同时，还要加强培育规范的会计师事务所、审计师事务所、律师事务所等各类市场中介机构，为机构投资者加强上市公司的财务监督提供翔实的信息披露。

建立完善的法律体系后，还有待于认真的执行这些法律，不然，制定的这些法律也没有用途，因此要加强执法力度，做到有法必依，执法必严。

## （二）顺应机构投资者的发展规律，培育多元化投资主体

从美国的经验看，不同类型机构投资者的资金来源、入市顺序和发展规律都不一样。有鉴于此，发展我国的机构投资者，不仅要在存量上调整和扩充现有机构投资者的规模，更要在增量上全方位引入全新的机构投资者。一是培育更成熟的机构投资者，扩充现有证券投资基金的规模，大力发展开放式基金。二是培育新的机构投资者，积极推动公益基金入市，使之成为主流的机构投资者。三是通过多种方式，引入更多的合格的外国机构投资者（QFII），进一步优化机构投资者队伍，规范投资行为。

### 1. 培育更成熟的机构投资者

成熟的机构投资者应该具有以下三个特征：（1）更专业。只有在未来发展起更多“投资部门设置完整、内控机制健全、专业人才充足、投资理念科学、投资目标清晰”的更为“专业性”的机构投资者，运用科学的投资方法、投资工具，通过组合投资，以获取较为稳定收益为投资目标进行运作，才能够更好地促进市场发展。（2）更理性。上市公司股价与公司基本面“脱节”是目前我国内地证券市场与海外成熟市场的一个重要不同之处，在美国，一般上市公司都会预测下一季度的业绩，如果不能实现，一开盘这些股票甚至会下跌 50%以上；反过来，如果每季度都完成或者超过预测，股票的价格就会攀升。只有当市场有了一批对上市公司基本面变化真正敏感的投资人，这个市场才会更趋理性，在培育这样的市场时，机构投资者尤其是有专业分析与研究能力的机构投资者逐步成长无疑可以发挥积极的作用。（3）更守法。中国证券市场未来的机构投资者应该是守法的机构投资者和内控机制更完善的机构投资者，“守法”运作文化的形成还有赖于一整套完整的内控机制来支撑。

### 2. 培育新的机构投资者

发展机构投资者不仅要在存量上对现有机构投资者进行大规模扩容，而且要在增量上全方位引进新的机构投资者。从美国经验看，养老基金和保险基金具有持股周期长、追求长期稳定收益的特征，而从国内资金结构的演化方向看，随着社保改革的深入，公益基金的潜力巨大，在条件成熟的情况下，应逐步引入包括养老基金、保险基金、社保基金以及退休基金等在内的各类社会公益基金，增加长期投资者的比例。

#### （1）积极推动公益基金进入股市

随着我国社会保障制度改革的不深入，以养老基金和保险基金为代表的社会公益基金必将有一个飞跃式发展，是未来股市最具潜力的机构投资者。我国应借鉴国外经验，在条件成熟的情况下，逐步引入包括养老基金、福利基金、社会保障基金、退休基金等各类社会公益基金进入市场，增加长期投资者比例。

### （2）扩大证券投资基金的规模

不仅要有封闭式基金，还要有开放式基金，不仅要有公募基金，还要有私募基金，同时，配合国家投资体制、金融体制改革，在基金品种上优先考虑发展产业基金、国债基金等。

### 3. 通过多种方式，引入更多的合格的外国机构投资者（QFII）

从 2003 年开始，我国已经引入了合格的外国机构投资者（QFII），因为 QFII 来自发达国家或地区成熟的资本市场，因此 QFII 的引入将会带来新的投资理念，有助于我国资本市场的发展，也有助于国内机构投资者的学习和效仿，从而向国际上先进的机构投资者靠近。从我国经济发展的前景来看，我国证券市场面临着发展机构投资者的大好时机，在这种情况下，一些国际上知名的机构投资者纷纷把目光投向了中国证券市场。不过目前我们对进入中国证券市场的外国机构投资者要求的条件较高，我们认为应该适当降低门槛，通过多种方式，引入更多的合格的外国机构投资者。

### （三）按照循序渐进的原则，引导机构投资者逐步参与公司治理

我们引导机构投资者参与公司治理的过程中，应该根据中国证券市场的现实情况，引导机构投资者参与公司治理既要促进国内资本市场的发展和完善，又要保证国内资本市场的稳定，所以必须坚持循序渐进的原则，分阶段实施。从成熟资本市场机构投资者参与公司治理的历史演变过程来看，机构投资者参与公司治理的领域是逐步扩大的，最后渗透到公司治理的各个方面。我们可以借鉴海外成熟资本市场的经验，引导机构投资者分阶段逐步参与公司治理，推进中国证券市场的渐进式发展。这样做的好处是，国内机构投资者参与公司治理的经验不足，不可能一步到位，应该循序渐进，逐步深入，这样对机构投资者也是一个锻炼的过程。

在具体的做法上，先是涉及一般性的公司治理，主要是股权转让、关联交易、信息披露等方面的财务评价等；然后是着重于监督公司内部治理结构以及管理决策等。在机构投资者参与公司治理的领域里，我国机构投资者目前应该关注的重点是上市公司的投票权问题、董事会结构问题、内部人控制问题、大股东滥用控制权从事某些关联交易和进行担保的问题、中小股东保护问题、信息披露问题、资产重组问题、公司收购中的反收购措施的正当性问题，以及股东、董事、经理层及各利益相关者之间的关系协调问题；在机构投资者参与公司治理的对象选择上，重点放在对两类公司的治理上：一类是流通股份额较大的上市公司；第二类是一些绩差却有潜质可挖的上市公司；在机构投资者参与公司治理的方式上，应该主要通过股东大会这种正式途径来参与公司治理。

## 【案例 9-2】中兴通讯增发 H 股事件

在 2002 年中兴通讯(000063, SZ)增发 H 股的事项中，机构投资者的表现就显示出了我国机构投资者参与公司治理的积极性。

中兴通讯(000063, SZ)是深沪两市赫赫有名的蓝筹股，2002 年该公司准备增发 H 股的消息导致股票以 24 元多暴跌至 18 元以下，创一年来新低，流通市值为此蒸发 12 亿元之多。

2002 年 8 月 20 日，尽管遭到众多基金和中小股东的强烈反对，中兴通讯临时股东大会仍以 90% 以上的赞成票通过了 H 股发行计划。会场上大股东与流通股股东针锋相对，股东大会在表决时曾一度中断。有机构投资者表示，如果公司以 15 港元的价格发行 H 股，他们不能接受，他们的心理价位是 30 港元。他们认为这是中兴通讯在贱卖公司的财产。以汉唐证券为代表的流通股机构投资者要求进行两次表决：到场所有股东表决和流通股股东表决，但是最终未能成事。不过，虽是大局已定，汉唐证券、申银万国、长盛基金等数十家机构投资者联名上书证监会要求审慎看待中兴通讯发行 H 股，保护中小投资者的利益。众多的基金公司之所以反对中兴通讯的增发 H 股方案，是认为该公司增发 H 股导致现有股东的股东权利

全面摊薄，侵害了现有股东的权利。

机构投资者的这次发难并不是完全没有效力，事实上，中兴通讯新闻发言人曾表示“中兴这一次感受到的基金经理们的压力之大是前所未有的，中兴不能不考虑他们的态度，希望用股本转增方案补偿此前中兴暴跌给中小股东带来的损失。”

“中兴事件”大大改变了资本市场对机构投资者的态度，8月28日上港集箱(600018)召开了“上港集箱2002年上半年业绩推介会”，就是主要针对证券公司、投资公司、基金公司等机构投资者所关心的问题面对面的交流，上港集箱高层领导在会上向40多家机构投资者详细介绍了公司上半年的经营状况，就公司目前是否需要募集资金、公司周边港的竞争能力大小等热点问题进行了进一步沟通和交流。

“中兴事件”是大股东与流通股股东之间的博弈，传递出了一个积极的信号：机构投资者开始在公司治理中发挥作用。

——资料来源：董华春：“浅析机构投资者在改进公司治理结构中的作用”，2003年3月26日，<http://www.studa.com/newpaper>。

## 【本章小结】

本章阐述了机构投资者的含义、种类和特点，以美国资本市场为背景分析了机构投资者参与公司治理的机理，介绍了国内机构投资者参与公司治理的情况，并探讨了促使我国机构投资者参与公司治理的途径。包括以下几个部分：

机构投资者，是指用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构，包括证券投资基金、社会保障基金、商业保险公司和各种投资公司等等。与机构投资者所对应的是个人投资者，一般来说，机构投资者投入的资金数量很大，而个人投资者投入的资金数量较小。

机构投资者并不是一开始就积极地参与到公司治理活动中的。事实上，早期的机构投资者作为公司所有者的色彩非常淡薄，它们只是消极股东，并不直接干预公司的行为，机构投资者在公司治理结构中的作用是微弱的。但是，到了20世纪90年代，开始积极参与和改进公司治理。

与美国公司治理结构中机构投资者发出的越来越响亮的声音相比，我国的机构投资者多是沉默的，并没有像美国的机构投资者一样成为公司治理结构调整的主力军。尤其是在2001年以前，中国的机构投资者选择了做“沉默的大多数”，并没有在公司治理结构的改进中发出应有的声音。近年来，我国的机构投资者正以崭新的面貌出现在证券市场上，机构投资者参与公司治理的行为初露端倪。

国内上市公司治理中的“内部人控制”问题需要机构投资者的介入，投资理念的转换也需要机构投资者参与公司的治理，并且机构投资者拥有人才、资金和政策优势也为机构投资者参与公司治理提供了可能性。

## 【复习思考题】

1. 机构投资者有哪些特点？
2. 为什么机构投资者要参与公司治理？
3. 机构投资者是如何参与公司治理的？
4. 中国机构投资者的现状如何？
5. 如何学习和借鉴美国经验，发挥我国机构投资者在公司治理中的作用？

## 【案例讨论题】美国机构投资者炮打“司令部”

“一只 500 磅重的大猩猩会坐在哪儿？”这并不是一个“脑筋急转弯”的问题，而是美国的一句谚语，答案是：“它想坐在哪儿就会坐在哪儿！”

近来，在很多美国大型上市企业如可口可乐、花旗集团、苹果电脑等公司管理层的眼里，重量级的机构投资者——掌管约 1670 亿美元资产的“加州公务员退休基金”（California Public Employees' Retirement System 简称 Calpers），就是一只很难缠的 500 磅重的大猩猩，它的屁股往股东席上一坐，往往就是公司麻烦的开始。

作为全美最大的养老基金，Calpers 近年来频频扮演“改革先锋”角色。在购买了大量公司股份并成为大股东后，Calpers 就开始旗帜鲜明地向所投资公司的企业治理“开炮”，他们前一段时间最辉煌的战果是：与迪斯尼公司创始人之侄罗伊·迪斯尼（Roy E. Disney）联手，在 3 月 3 日召开的迪斯尼年度股东大会上，令现任董事长兼 CEO 迈克尔·埃斯纳（Michael Eisner）颜面丢尽，被迫辞去了董事长职务。

日前，Calpers 又准备故伎重新演，被列入“炮击黑名单”的企业多达十余家，其中已经被正式曝光的除上述几家公司外，还包括美国运通公司、强生公司、军火商洛克希德·马丁公司、通讯商南贝尔公司以及电脑外设制造商利盟公司等多家知名企业。

**1. 撞翻可口可乐。**上周末，Calpers 通过全美最大的共同基金经理人代理投票顾问机构——机构股东服务公司（Institutional Shareholder Services 简称 ISS）发表声明称：在 4 月 21 日召开的年度股东大会上，他们将提出不应由同一人同时担任可口可乐的董事长与 CEO 职务的提案。同时，他们将不支持可口可乐公司现任的 6 名审计委员会董事连任，这其中包括著名的“世界第二富豪”沃伦·巴菲特。Calpers 表示，反对他们连任的原因是该 6 人委员会批准可口可乐公司的会计师事务所从事与审计无关的业务，如税务建议、规划、并购咨询等。Calpers 认为，这将影响到会计师事务所的公正性。

**2. 欲拔“花旗”。**在 4 月 20 日即将召开股东年会的花旗集团也受到了 Calpers 的搅局困扰。本周初，握有接近 2670 万股花旗股票的该基金公开表示：将反对花旗现任董事长威尔（Sanford Weill）、CEO 查尔斯·普林斯（Charles Prince）以及其他 6 位董事留任。该基金认为，威尔应该为花旗集团在财务方面的一些不当行为遭调查招致巨额的费用损失、投资研究部门和投资银行部门之间存在利益冲突等问题承担全部责任，威尔不但应该“下课”，而且最好找一位真正的独立董事来担任花旗董事长。Calpers 的提议得到了美国第二大养老基金——纽约州退休基金（New York State Common Retirement Fund）的支持，该基金资产约 1200 亿美元，共持有近 2200 万股花旗股票。本周二，纽约州退休基金发表声明说：威尔、普林斯等人的表现令花旗董事会的独立和公正性大打折扣。去年，受各种违规丑闻困扰的华尔街十大金融机构与美证交会最终达成了和解协议，并“委曲求全”地支付了 14 亿美元的“天价”和解金，仅花旗集团一家就掏出了 4 亿美元。威尔作为花旗董事长，却在去年得到了 4470 万美元的报酬，其中 3000 万美元是以现金形式支付，这也使得他成为了去年全美领取现金报酬最多的企业高管。普林斯去年也拿到了 2900 万美元，另外还有传言说：普林斯的妻子任职的会计事务所与花旗存在业务往来关系。

**3. 刀捅“苹果”。**本周四，“惟恐天下不乱”的 Calpers 又狠狠捅了苹果电脑公司一刀。去年，在 Calpers 的支持下，一项要求在苹果年度财报中把股票期权作为开支处理的提案正式出台。苹果公司却一直在极力反对该提案。他们争辩说，由于给雇员的报酬很大一部分是股票期权，把股票期权作为开支会降低公司的利润。他们还称，准确地评估股票期权的价值是很困难的，而且为了保留工程师和其他中级雇员不被竞争对手挖走，股票期权是必须要给的。眼见苹果公司对自己的要求无动于衷，掌握 148 万股权的 Calpers 在 4 月 15 日威胁说，他将拒绝支持任何一位苹果董事会成员。

4. **“找茬儿”乐而不疲。**安然等重磅企业丑闻近年来横扫欧美金融市场，给投资者带来巨大损失，企业治理问题特别是其董事会是否公正独立愈发成为投资者普遍关注的焦点，维护股东权益之风也随之甚嚣尘上。最近，越来越多的美国机构投资者对其投资的企业治理加强了监管，但对企业来说，这意味着庞大的改革压力。很多公司高层也被迫纷纷下马。投资者普遍相信，好的企业治理能够带来公司好的业绩，从而提高股东的投资回报率。

以 Calpers 为代表的政府养老基金由于连年亏损，也不得不调整投资策略，开始更直接地介入被投资公司的管理中去。对 Calpers 的做法，业界也存在不同的看法，很多人拍手称快，认为机构投资者对被投资公司施加压力是期盼已久的事情；但也有人对此表示担忧，他们觉得公司一般都不喜欢外来投资者过分就企业治理指手画脚，担心 Calpers 的举动会引发公司的强烈抵触。Calpers 则表示，要带头维护投资者的权益，并要用自己的举动，使得改善企业治理成为美国各行各业上市公司的浪潮。

——资料来源： 陈晓刚：《中国证券报》国际版，2004 年 4 月 19 日。

**讨论问题：**

1. 美国机构投资者为什么要“炮打司令部”？你对他们的行为有何评价？
2. 美国机构投资者自身存在哪些问题？



## 第四篇 新兴治理

第十章 集团治理：揭开法人的面纱

第十一章 跨国公司治理：文化对接的瓶颈

第十二章 网络治理：公司治理的延伸

## 第十章 集团治理：揭开法人的面纱

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 把握集团治理的本质、特点及主要内容；
2. 掌握母公司如何既能有效地控制子公司又能保持其活力；
3. 理解关联公司间如何通过有效合作降低交易成本；
4. 熟悉母公司采取滥用交易行为侵害其他利益相关者利益的动机与手段；
5. 理解对子公司利益相关者保护的效率分析及相关机制。

### 本章关键词

集团治理    关联交易    利益相关者

企业集团在当今世界经济运行中发挥着重要的作用。企业集团中错综复杂的企业间关联使得企业运营行为已经超越了企业的“法人边界”，这样，以法人治理结构为基础的治理机制已经难以与这种行为相匹配，于是产生了集团治理问题。

## 第一节 集团治理的概述

### 一、企业集团

#### （一）企业集团的定义

##### 1. 国外学者的定义

企业集团这一概念最早源于日本，在 20 世纪 70 年代初，日本公正交易委员会把纵向资本系列的结合称作“企业集团”，把横向大企业间的相互结合称作“企业组合群”，这是最早出现的企业集团概念。总结日本学者对企业集团概念的界定主要有两种观点：狭义的企业集团观和广义的企业集团观。

狭义的集团观以奥村宏为代表，他赞成日本公正交易委员会上述观点和所定标志，强调日本仅存在具有垄断特征的六大企业集团。奥村宏明确指出：“仅就企业间关系的功能一面来分析，就有种种的企业间关系，如商品的售出和购进、资金的贷借、或者技术的提供与引进等，从这方面是无法理解企业集团这一实体的。企业集团的关键在于它是战前财阀历史的延续，是历史形成的实态，企业集团的本质是大企业之间在资本上的相互结合。”

广义的集团观以宫崎义一、今井贤一为代表。按照宫崎义一的界定，日本除了六大企业集团外，还存在若干独立系企业集团。如以大型重化工业企业为核心的康采恩型（广泛网络关联公司），或托拉斯型（仅局限一个产业部门）的企业集团。这种定义较为宽泛，不仅包括跨国公司、美国的垄断财阀、德国的康采恩，还包括早期的垄断组织卡特尔、辛迪加等。而今井贤一、小宫龙太郎指出“所谓企业集团，就是为了共同避免市场失败、组织失败而采取的制度创新”，在这里企业集团的范围进一步拓宽，成为介于市场与层级组织之间的中间组织形态。

在欧美学术界，美国学者凯特尔指出“日本企业联合的最重要形态，并不是以单一市场控制力为轴心展开的，而是以相关产业和相关市场的整个领域中垄断力为轴心展开的。因此，为了理解日本企业集团的经济力，必须精通错综复杂的企业间的持股、市场和信用关系”。英国学者斯考特认为：“所谓企业集团，是通过股份相互持有、融资关系、交易关系、以及连锁董事而形成的企业结合体，这些企业形成一个群体”。这两个概念进一步明确地把“企业间相互关系”作为企业集团的研究重心。

##### 2. 国内学者对企业集团的解释

我国企业集团尚处于发展阶段，对企业集团的概念众说不一，归纳一下主要有四种类型：

一种是强调企业集团的层次性、成员企业的独立性和经济性，并强调核心企业的作用和影响，称企业集团是经济联合体。比如，在沈柄熙所著《中国企业集团及其战略》一书中，将企业集团定义为：“企业集团是一个以少数大企业为核心，以一批具有共同利益、受这个核心不同程度控制或影响的企业为外围，通过各种不同联合方式而构成特殊的经济联合体”。

第二种是强调企业集团的资产纽带，在股份制的基础上通过参股、控股的方式结成企业集团，特别强调集团内部的联结手段是资产。在曹凤岐主编的《中国企业股份制的理论与实践》、肖森林所著的《中国企业集团的理论与实践》和刘研所著的《跨国公司与中国企业国际化》等著作中，都把企业集团定义为：“建立在企业法人股份制基础上”，“以资产联合组成的现代企业群体组织，它不同于一般以生产经营联合契约制约的经济联合体，它是以资产

联合的纽带把企业成员结成一个紧密联合体，并以金融控制为中心，形成相互持股、控股，呈现明显的层圈结构”。

第三种是强调企业集团内部各成员企业间的内在技术经济的联系性，在徐金发和顾家麟主编的《企业集团的组织与管理》和迟树功所著《企业集团学》等著作中，指出：“企业集团是以一个或几个大型骨干企业为主体，由多个有内在经济技术联系的企业、科研设计单位组成的经济组织”。

第四种强调企业集团的法人性。比如，在朱镇邦等著《中国企业集团管理》和王河所著《中国特色的企业集团》等著作中，认为企业集团是“以实力雄厚的一个或几个大型骨干企业为核心，以名优产品为龙头，在生产、技术、经营上有关联的生产企业、关联单位、经营组织，在平等自愿、互惠互利的基础上，形成资金合并，组织具有法人资格的经济实体。”

上述对企业集团概念的解释中，为我们理解企业集团的内涵奠定了很好的基础，但是，前三种实际上是从三个不同的方面来说明企业集团所具备的层次性、股权关系、经济技术联系的特征，并不是全面完整地对企业集团内涵的揭示。第四种解释强调企业集团的法人资格主要是针对中国目前企业集团中“集而不团”的现象，而提出的企业集团实体化的构想，但这种解释更适合于“集团公司（母公司）”，而不是一般意义上的企业集团。

### 3. 企业集团概念的界定

企业集团是作为独立法人的市场交易主体在长期交易中为了克服市场失灵与组织失灵、更有效率的实现交易，通过产权或战略性契约的连接而形成的中间型组织。这个概念具备三层含义：一是企业集团是企业集合体，企业集团是由多个企业通过有机的经济连接（产权和战略性契约）形成的企业(法人)集合；二是企业集团是相对稳定的组织形式，企业集团是基于各成员企业长期的交易关系而形成了共同的目标和规范的集团框架；三是企业集团具备多样的企业间形态，企业集团有机的实现了市场与组织的结合，在不同的交易条件下形成了不同的企业间形态。

#### （二）子公司的界定

在法律层次上，当一个公司拥有另一个公司相当多的股份而能够对其加以实际控制时，则称前者为母公司、后者为子公司，目前理论界对子公司没有统一的概念和标准。早期公司法理论对子公司主要从资本控制的角度来加以界定，并依据资本多数原理从单纯的数量标准开始的，认为持股超过公司股本 50%，就足以对所持股的公司施加支配性影响，可以认为被控股公司是子公司。随着公司发展，这种单纯依据资本多数标准逐渐被实质性标准所替代。

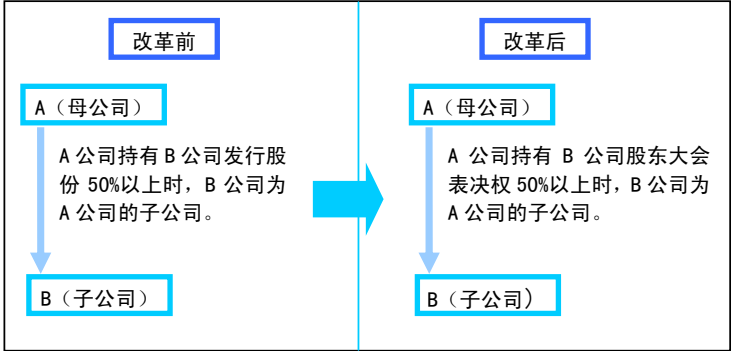
##### 1. 认定标准的国际比较

美国法律协会起草的《公司治理原则：分析与建议》1.10 条从形式和实质两个标准对子公司做出界定，形式标准为：被 A 公司或透过第三人持有 B 公司具有表决权股份超过已发行股份总数一半时，B 公司为 A 公司的子公司；实质标准为：纵不符合形式标准，但实质上 A 公司对 B 公司就公司事业经营或特定交易有行使支配的事实时，也应认定 B 公司为 A 公司的子公司。因此，A 公司自己或透过第三人，持有 B 公司具有表决权之发行股份总数 25%以上时，推定 A 公司对 B 公司事业经营具有控制权。因此，美国理论界通常认为，“被持有半数股权”并非成为子公司的绝对要件，若从实质性标准来看，如 B 公司被认为已被 A 公司控制并处于其代理人地位，或沦为 A 公司的经营工具者，即为 A 公司的子公司。

德国法同样是采用实质性标准，规定如果一个公司直接或间接地受到另一个公司的施加的控制性影响，那么该公司就被称为具有附属性的子公司。

尽管认定子公司的实质性标准理论是公司法理论和实践的发展，但该标准的操作性较差。从实务的角度出发，传统的数量标准作为认定母公司与子公司的主要标准，虽然易于操作，但容易漏掉“事实控制”。因此，学者们提出应以数量标准为主，将实质性标准作为辅助标准来适用。日本 2001 年的商法改革也体现了这个思想，把以“发行股份总数”改革为以“股东大会表决权”作为标准，但仍属于传统的界定标准（参见下图）。

图 10-1 2001 年日本的商法改革



-----资料来源：作者参照日本《商法》整理而成。

按照《国际会计准则》的规定，母子公司应包括：

- (1) 母公司及其全资控股的子公司；
- (2) 公司 Y 及其拥有 50% 以上表决权的公司 X，包括直接或间接拥有；
- (3) 公司 Y 拥有公司 X 50% 以下表决权，但具备下列条件之一：
  - 通过与其他投资者的协议，掌握一半以上的表决权
  - 根据章程或协议，公司 Y 有权统驭公司 X 的财务与经营战略
  - 公司 Y 有权任免公司 X 的董事会和类似权力机构的多数成员
  - 公司 Y 在公司 X 的董事会或类似权力机构的会议上有多数投票权<sup>①</sup>

我国《公司法》并没有对子公司进行明确的界定，在对母公司与子公司的概念做出明确规定的是国家工商行政管理局制定的《企业集团登记管理暂行规定》（第 4 条第 2 款）：“母公司应当是依法登记注册，取得企业法人资格的控股企业。”，“子公司应当是母公司对其拥有全部股权或者控股权的企业法人。”从该规定可以看出，母公司是控股公司，子公司是被控股公司。但对出资公司的出资占被出资公司注册资本多大比例，才是控股，现行的法律、法规和部门规章对此没有规定。可以把《公司法》修订草案中的关于集团的部分内容

## 2. 关于子公司的定义

界定子公司应遵循三个原则：一是主动原则，即要有支配公司的意思；二是控制原则，即对公司主要的经营活动实施控制，通常表现为对公司的重大经营决策施加影响和控制，以贯彻母公司的经营战略；三是持续原则，对公司的控制是永久和强力的，即有计划而持续，并非偶然而暂时的。基于上述三原则，我们给出一个关于子公司的描述性定义：当公司 A 绝对控股 B 公司，或没有处于绝对控股状态但却控制其董事会，使得公司 A 的意志能够在 B 公司的决策中得到充分的体现，则称公司 B 为公司 A 的子公司。

### （三）关联公司的概念

据美国财务会计准则委员会（FASB）于 1982 年发布的 SFAS57《关联方披露准则的附录》中，关联公司的定义为：一公司如直接地或通过一个或多个中介间接地制约某公司，或受某公司制约或与某公司处于同一公司控制之下，这些公司即为关联公司。

<sup>①</sup>转引自朱元午等：《企业集团财务理论探讨》，东北财经大学出版社 1998 年版，第 132—133 页。

英国的会计准则委员会于 1995 年颁布的 FRS8《关联方披露》中的关联公司定义为：在某财务期间的任何时候，如果符合下属四个条件之一，即为关联公司：一公司能对另一公司实施直接或间接的制约；各公司受同一公司的控制；一公司能对另一公司的财务和经营决策所具有的影响达到这样的程度，以至于另一公司可能无法在任何时候全力追逐其自身的独立利益；进行交易的各公司受同一公司的影响达到这样的程度，以至于进行交易的公司放弃其自身的独立利益。

国际会计准则委员会（IASC）于 1984 年公布的 IAS24《对关联者的披露》中的关联方是指：在制订财务或经营决策中，如果一公司有能力和控制另一公司，或对另一方施加重大影响，且二者非母子公司，则认为它们是关联的。

我国财政部于 1997 年初发布的《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》中指出：在企业财务和经营决策中，如果一公司有能力和直接、间接控制或共同控制另一公司或对另一公司施加重大影响，且二者非母子公司，本准则认为二者是关联的；如是两方或多方同受一方控制，本准则也将其视为关联的。可以看出各机构或组织所下的定义均涉及到“制约”、“控制”和“重大影响”，都没有达到母公司对子公司的影响程度。

基于上述机构对关联公司的认识，我们对关联公司做出如下定义：

公司 A 以少数股权参股 B 公司，且公司 A 在 B 公司的董事会中只有发言权，其意志在公司 B 的体现程度取决于 B 公司董事会成员间讨价还价的结果，这样，我们称公司 B 为公司 A 的关联公司；或者公司 A 和公司 B 同为一公司的子公司，则二者为关联公司。

【网络链接 10-1】松下集团组织关系图



## 二、集团治理与企业治理

## （一）集团治理

治理机制的本质在于对事后租金的讨价还价，阿尔钦和德姆塞茨提出公司是一组契约关系，缔约主体包括股东、供应商、顾客以及公司的经营者等等，在缔约方之间要针对租金的分配而进行的各种约束性的机制设计。集团治理则是在企业集团各成员企业之间进行的关于准租金分配的机制设计，来协调企业间的关系，以更好地实现企业间交易。

企业集团作为一种中间型组织形式，其成员之间既包括层级型母子公司形态，也包括水平型关联公司形态。由于各成员企业具备法律意义上的独立性，且成员企业间信息的不对称，因而，在母子公司之间产生基于股权关系的“代理问题”；而在关联公司间，由于成员企业间存在着难以复制的独特性资源而产生“信任”、“合作”等问题。这些问题的解决，要取决于以母公司为主体的集团治理机制的培育，即一系列关于准租金讨价还价的制度安排，来协调企业间的关系，实现企业集团中各成员企业目标取向的一致性、行为的协同性，发挥网络的联合效应。另外，在企业集团中存在着象母公司这样的大股东与中小股东等其他利益相关者之间的“代理问题”，母公司的自利行为往往会损害这些人的利益。这一特点就决定了集团治理的复杂性，既要保护母公司的利益，同时又要对其行为进行制约来保护其他利益相关者的利益。

## （二）集团治理与企业治理的区别

集团治理的特征来源于“有组织的市场”、“有市场的组织”这种复杂的企业间关系产生的复杂的交易形式。是在单个企业治理基础之上形成的，旨在协调企业间关系、更好实现企业间交易的制度安排。因此，集团治理的边界已经超越了法人边界，母公司的意志不仅可以在子公司的行为中得到体现，同时还可以对关联公司施以影响，是在不同治理主体之间的权利、责任的配置。因此，在集团治理中的主体、客体都是“法人”，承担的是一种“法人”间的“说明责任”，而非一般的企业治理中的自然人意义上的主体与客体。这也是“揭开法人面纱”的立法基础。

## 第二节 母公司的行为：控制、合作与利益转移

母公司的行为对于子公司的其他利益相关者而言是一把“双刃剑”，既有正效应也有负效应。正效应在于其他利益相关者可以在公司治理中“搭便车”，来节约对子公司经营者的监督成本；负效应在于母公司的一些行为会侵害他利益相关者的利益。本节将在分析母公司行为影响因素的基础上，对母公司的行为方式进行系统阐述。

### 一、母公司行为的影响因素

母公司与子公司之间是一种控制与从属的法律关系，这种关系不仅体现在母公司对子公司及其董事会战略层面的指挥权上，也体现在日常的经营中。当母公司与子公司存在着原材料及商品买卖、资金借贷、业务及信息提供、知识产权转让等交易时，即使交易条件对子公司不利，子公司也必须接受，这种关系也体现在子公司与关联公司（或其他第三方）的交易上。即当母公司为了集团整体利益需要子公司做出牺牲的时候，子公司及其董事会是很难拒绝的。母公司作为子公司的大股东，同样承担着子公司的利益损失，然而当关联交易的收益大于这种损失时，就会对母公司的行为产生激励，更何况成本是由其他小股东共同承担的。

而当母公司对子公司控制权与现金流量权不对称的时候，同样会对母公司的行为产生影响。母公司是以利益最大化为行为目标的理性人，其收益主要有两个方面：一是直接的现金流量收益，即股息收益；二是由于控制权带来的收益，即基于对子公司、关联公司资源再配置的权利而产生的收益。当母公司拥有较多现金流量权时，任何伤害公司价值的行为都会给自己造成较大的损失。因此，现金流量索取权越大，母公司的利益与公司的利益就越一致，

就越致力于提升公司价值的动力就越大。

母公司的现金流量权越大，公司的价值就越高（La Porta 等，1998）。控制权与现金流量索取权偏离的程度越大，母公司越有动机侵害中小股东的利益，损害公司价值（Claessens，2000）。因为母公司拥有越多的控制力，就越有能力侵占与转移公司资源，而较小的现金流量索取权则降低了母公司的侵占成本。

在正常的股权结构下，母公司对子公司的现金流量权与控制权是一致的，当在企业集团中出现金字塔形控股、交叉持股等形式时，就会出现控制权与现金流量索取权的偏离。

## 二、母公司对子公司的控制

对子公司权力的配置，一个极端是子公司可能仅仅为管理上的需要或基于一种长期发展的考虑，其董事会在治理上没有任何实权；另一个极端是子公司可能有很大的自主决策权，其董事会可以依据公司章程负责公司指挥、经营管理、监督和说明责任，母公司实际上像一个距离遥远的外部股东。在这两个极端之间存在着广泛的选择范围，概括一下，我们可以把母公司对子公司的控制行为纳为三种：间接控制、直接控制、混合控制，至于采取哪一种行为有效率，取决于母公司的治理目的和子公司的资源禀赋及战略地位。

### （一）间接控制

间接控制是指母公司只是通过子公司的董事会对子公司的经营活动进行控制，母公司的控制力仅在董事会这一层次体现出来。在这种模式中，母公司与子公司的联系是董事会，母公司通过取得董事会的人数优势或表决优势继而取得控制权，在子公司重大经营活动及总经理和重要管理层人员的聘用上通过董事会起控制作用，在子公司的董事会中，来自母公司的董事均为非执行董事。其优势在于：（1）由于母子公司之间完全以资本为纽带，使母公司的退出或融资机制非常有效，子公司发展得好，母公司可以通过上市、重组等方式使子公司增设股东、增加资本，推动子公司发展，子公司发展不好，母公司也可以通过资本市场将子公司出售以减少损失；（2）母公司是子公司的资本所有者，而产品经营权完全下放在子公司，这使得母公司可以完全专注于资本经营和宏观控制，有利于母公司的长远发展，减少管理成本，同时也减少了母子公司之间矛盾；（3）由于子公司股东是多元化的，这使母公司可以选择一些与子公司业务方向有关的企业共同投资入股子公司，加强对子公司经营支持和帮助。

在直接控制中，必须对子公司的财务监控，由于代表母公司的董事均为非执行董事，因此，加强对子公司财物的外部监控就显得尤为重要。同时，建立快速信息反馈渠道，母公司应通过派人进驻子公司，经常听取子公司的汇报，要求子公司定期书面报告等形式，增加子公司的信息来源渠道，并建立快速的反应机制，及时解决相应的问题。

### （二）直接控制

母公司对子公司实施直接控制，就是指子公司的董事会成员均为来自母公司的执行董事，且由母公司董事会直接提名子公司的高管层，母公司的职能部门对子公司的相关职能部门实施控制和管理。母公司对子公司的财务、人事、经营活动进行全面的控制。子公司的主要产品和经营方向由母公司指定，子公司的决策由母公司决定。其优点在于：（1）控制距离较短。由于实施母公司对子公司的直接控制，使母公司的经营决策在子公司能够得到最迅速有效地实施；信息完全，控制反馈及时。由于母公司的职能部门与子公司相应的职能部门的控制关系，使母公司能够及时得到子公司的经营活动信息，并及时进行反馈控制；子公司的经营活动得到母公司的直接支持，母公司能够最有效地调配各子公司的资源，协调各子公司之间的经营活动，对发挥母公司与子公司的整体经营能力，有良好的组织结构基础。

运用直接控制机制时应处理好母子公司集权与分权的关系，母公司应着重于宏观决策，研究制定公司的总目标、总方针、总政策，将业务经营权下放到子公司，同时要完善对子公



司管理层的激励机制，使子公司管理层能够与母公司保持目标一致，调动他们的积极性。

**（三）混合控制**

就是指母公司让子公司的管理层人员参股子公司成为子公司的股东，子公司的管理层人员进入子公司的股东会及董事会等决策机构，这样，母公司与子公司的管理层人员在经营决策及子公司的经营总目标制订方面共同进行研究决策。子公司的董事会为母公司与子公司管理层相互协商共同决策提供了有效的机制，公司的重大经营决策在董事会上作出决定，由子公司的管理层人员负责实施，子公司的信息可以及时反馈到董事会。其优点在于：（1）子公司的管理层人员参股子公司，成为子公司资产的所有者，母公司与子公司管理层人员的目标完全一致，子公司管理层人员通过股份分红取得相应的收益，使子公司管理层人员有强大的动力全力投入子公司的经营；子公司管理层人员同时也是子公司的资产所有者，使子公司的盈亏与之切身相关，有效地避免了“内部人控制”的现象；由于子公司管理层人员参股子公司，促使他们专注于子公司的长远目标和发展潜力，而非追求短期利益，这对于子公司的长远发展有积极的意义。

运用混合控制应特别注重培育子公司董事会和谐的气氛，协调子公司管理层人员与母公司董事人员目标的一致性，防止子公司各自为政，对母公司整体利益漠不关心，同时，应注意协调子公司之间的关系，使子公司之间能互相协作，共同关注母公司发展，发挥整体优势。

**（四）比较及使用范围**

上述三种母公司对子公司的控制，各有其优缺点，特点也各自不同。所以，我们有必要将三种控制机制详细地加以比较（请见表 10-1）：

**表 10-1 控制的项目比较**

比较项目 \ 机 制	间接控制	直接控制	混合控制
管理层次	中等	最多	中等
管理跨度	中等	最大	中等
风险承担	子公司	母公司	母公司/子公司
组织复杂性	中等	最复杂	中等
组织正规化	低	高	低
组织集权化	子公司	母公司	母公司/子公司
适用规模	大	较大	中等
命令链强度	弱	强	中等
信息对称性	小	大	中等
子公司激励	中等	弱	强
决策过程	分权	集权	相对分权
目标制定	子公司	母公司	母公司/子公司
环境适应性	强	弱	较强
如何解决冲突	股东会	行政命令	股东会/董事会
利润中心	子公司	母公司	子公司
主要适用范围	综合性集团 多元化经营	产业性集团 集中化经营	高技术集团对子公司能动性技术性较为依赖

-----资料来源：葛晨、徐金发：“母子公司的管理与控制模式”，《改革》，1999（6）。

从上表我们可以看出，不同的控制机制必须要结合不同的组织结构、组织规模及经营战略。对于间接机制更适用于实施多元化战略的综合性企业集团；直接控制机制比较适用于产业型集团或实行集中化经营的集团；混合控制机制常常适用于高科技企业集团，因为在高科技企业集团中，子公司的学习能力对母公司来说是至关重要的。

**【案例 10-1】 合资企业中的非股权控制**

中日合资天津富士通天电子有限公司是由日本富士通天株式会社持股 60%、天津真美电

声器材公司持股 35%、日本丰田通商株式会社持股 5%组成的合资企业。日本富士通天株式会社不仅承担了合资企业绝大部分资金需求,而且包销合资企业的全部产品,为合资企业提供技术支持,结果合资企业在资金、销售渠道、技术等方面严重依赖日方母公司,自己没有销售渠道,也不设立研发部门,因而在运营上不得不接受日方的控制。中美合资津美公司的情况也如此类似,津美公司 50%的资金由可口可乐公司提供,技术全部来自可口可乐公司,主要来源于可口可乐公司设在日本的一个科研机构,津美公司的许多重大决策也是在可口可乐公司的支持下作出的,津美公司的各品牌产品通过可口可乐公司设在全国各地的销售网络进行生产和销售。

-----资料来源:来自南开大学课题组对天津开发区中外合资企业公司治理的调查,调查结果在 2001 年 11 月 24-25 日公司治理国际学术研讨会上发表。

### 三、关联公司间的合作

#### (一) 信息交流

在关联公司之间,可以通过董事长会议进行信息的交流与沟通。董事长会议就是各关联公司的董事长、总经理组成的协调彼此关系的委员会(在日本又被称为社长会)。该委员会定期举行会议,交流科技、经济、政治情报。通过董事长会议使分布在不同产业部门或不同国度的高级管理者掌握的信息互通有无。并将分别掌握的经营经验、管理技巧等软资源彼此交流。董事长会议还可协商高级管理者的人事任免调整,以及针对其它竞争者在战略上采取协调行动。

在日本的六大企业集团的社长会中,成员数 1997 年度平均达到 32 家/会,第一劝业的银行社长会—三金会,其成员数达 48 家;成员数最少的是住友集团的白水会,成员数也达 20 家。各会股份相互持有平均比率都在 10%以上,三菱集团的金曜会股份持有比率高达 27.31%。各个社长会的议题主要是交换信息、相互间关系的协调。

表 10-2 六大企业集团社长会概况表

集团		三井	三菱	住友	芙蓉	三和	一劝
名称		二木会	金曜会	白水会	芙蓉会	三水会	三金会
成员数（家）		25	28	20	28	43	48
设立时间		1961 年 10 月	1954 年左右	1951 年 4 月	1966 年 1 月	1967 年 2 月	1978 年 1 月
代表者		（常任干事） 樱花银行 三井物产 三井不动产	（代理人） 三菱重工董事长	干事轮流制 （1 个月）	（干事） 富士银行	（召集人） 三和银行	（第一召集人） 第一劝业银行 （第二召集人） 伊藤忠商事
出席者		社长	会长、社长	社长	社长	会长、社长	会长、社长
会议情况	时间	每月 1 次 第 1 个星期四	每月 1 次 第 2 个星期五	每月 1 次 第 4 个星期三	每月 1 次 第 4 个星期一	每月 1 次 第 3 个星期三	每年 1、4、7、10 月第 3 个星期五
	场所	“関”大厦	三菱大厦	东京、住友会馆 大阪、住友大厦	富士银行总部	东京、三和东京大厦 大阪、三和银行总部	第一劝业银行总部
	议题	情报交换 相互间关系协调	商谈交易案件 专家学者讲演	情报交换	意见、情报 交换	情报交换 专家学者讲演	研讨会
凝聚力	股份相互持有平均比率	15.11%	27.31%	22.23%	15.52%	15.79%	11.29%
	金融机构融资平均比率	19.82%	19.30%	20.33%	14.35%	16.30%	14.26%
规模实力	员工(万人)	27	23	14	28	36	42
	总资产(兆日元)	104	147	115	98	115	115
	销售额(兆日元)	33	27	20	30	35	52
	销售收入(亿日元)	5,822	4,449	3,732	1,492	2,708	6,914

-----资料来源:“六大企业集团的最新动态”,《东洋经济周刊》(日),1999(12)。

## （二）高级管理者互派

在企业集团内部,高级管理人才的横向调动是分配关联公司间的拥有的经营管理人材资源、促进成员公司稳定的关联关系的重要手段之一。关于高级管理人员的派遣,是指同一企业集团的高级管理者或骨干职工被派遣成为其它关联公司的高级管理者。这里所说的高级管理是指董事长、总经理、董事、监事等一切要职人员。在关联公司中,除派遣高级管理者之外,各成员公司的高级管理者还可以通过彼此兼职,以直接施加影响力,来巩固彼此间的关联关系,促进协作的长期发展。在美国、德国等国,企业高级官员兼任的现象亦很普遍,但它不是在相互持股型企业间关联关系的基础上的兼任,而是个人之间的关系、或暂时的融资关系的兼任。在欧美诸国,特定的兼职高级管理者一旦死亡或者退休,那么企业之间高级管理者的兼职关系就随之而消失。而在相互持股型关联公司中,首先是因企业之间关联关系的长期存在,而人的关系的相互结合是为这种企业之间长期存在的战略关系服务的,是通过人员组带来加深彼此间的了解与沟通,以减少磨擦成本,促进协作效率的提高。

根据日本公正交易委员会调查,在日本 1987 年向集团内其他关联公司派遣高级管理者的企业比率,平均高达 67.69%。其中财阀系的三大集团这一比率为 64.13%,而银行系的三大集团则为 71.25%。在企业集团全部企业的高级管理者的总数中,从集团内其他关联公司派遣高级管理者数的比率为 7.13%。1997 年,在六大企业集团内相互派遣的人员达 6000 余人。

表 10-3 六大企业集团向集团内上市公司派出人员表

	三井系	三菱系	住友系	芙蓉系	三和系	一劝系
董事长、副董事长	23	19	32	31	29	27
总经理、总裁	77	57	55	85	89	119
副总经理、副总裁	29	20	31	26	23	39
专务董事	67	53	64	64	77	104
常务董事	160	135	128	194	174	223
董事	281	311	206	359	379	481
顾问董事	4	5	8	4	2	9
专职监事	80	104	66	112	92	123
监事	172	147	136	192	221	301
合计	893	851	726	1067	1086	1436

-----资料来源:“六大企业集团的最新动态”,《东洋经济周刊》(日),1999(12)。

## （三）关联交易

关联交易是指母公司或其子公司与在该公司直接或间接拥有权益、存在利害关系的关联公司之间所进行的交易。在国外,关联交易是在跨国公司、母子公司制及总分公司制得到广泛运用时出现的。由于关联交易所具有的降低交易成本、优化资源配置、实现公司利润最大化等优越性,使上市公司在扩张和资本运营过程中普遍采用这一形式。

由于关联公司间的交易较外部的市场交易更具有稳定性、长期性、持续性,所以,它又进一步巩固了成员公司间的关联关系,成为关联公司间重要的协作机制。随着信息化、计算机化的发展,更有让这种交易关系固定化的趋向,随着企业网络的建成及完善,在关联公司间会形成对物流、现金流的统一管理、更为简单的计算机结算,这一切会更加大幅度降低交易成本,带来效率的提高。

在西方发达国家,关联交易常常用于节约交易成本和合理避税。在亚洲的一些家族企业和官营企业中,关联交易则被用作在母公司与子公司之间转移利润或掩盖亏损。在我国关联交易常常发生在上市公司及其母公司、关联公司间,由于我国正处在经济体制转轨过程中,上市公司关联交易较其他市场经济国家更复杂,更频繁。

## 四、母公司滥用关联交易形式

由于关联交易发生在有关联关系的特定主体之间,交易一方能够通过这种关联关系控制或影响另一方的决策行为,从而造成交易双方地位的实质不平等,使关联交易的公正性受到质疑。因此,在企业集团中出现的滥用关联交易规避法律、侵害他人利益现象层出不穷,形式更是多种多样。

#### **(一) 产品买卖中的滥用关联交易**

在经营中,母公司与关联公司串通,高价向子公司供应原材料或以低价购买子公司产品,在交易中获得超额利润,并使子公司利益受损,或虚增子公司的利润。

#### **(二) 转让、置换和出售资产中的滥用关联交易**

为了转移上市子公司的利润,子公司调高租金价格,或母公司以远高于市场价格的租金水平将资产租赁给子公司使用,或将不良资产和等额的债务剥离给子公司,金蝉脱壳,以达到降低财务费用和避免不良资产经营所产生的亏损或损失的目的,有的上市公司将从母公司租来的资产同时再转租给母公司的其他子公司,转移利润。

#### **(三) 资金拆借中的滥用关联交易**

母公司通过资金拆借中的费用的转移,来对子公司进行盈余管理,以此来保住子公司作为母公司“提款机”的资格。上市子公司和母公司存在着产销和服务关系,在改组上市前,双方需签定有关费用支付和分摊标准的协议。当上市子公司利润水平不理想时,母公司或调低上市公司应交纳的费用标准,或承担上市公司的管理费用、广告费用、离退休人员的费用,甚至将上市子公司以前年度交纳的有关费用退回,从而达到转移费用、调高上市子公司利润水平的目的,不利于上市子公司盈利能力的培育。

另外,母公司往往可以利用企业间的资金拆借,大量的占用上市公司的资金。特别在上市公司发行股票或配股融资后,母公司往往无偿或通过支付少量利息而占用上市公司资金,轻则影响了上市公司对新项目投资,严重的导致公司破产。

#### **(四) 托管经营中的关联交易滥用**

在我国目前的证券市场上,由于缺乏托管经营方面的法规规定及操作规范,托管经营往往成为转移利润的形式,具体做法有:一是母公司将不良资产委托给子公司经营,定额收取回报。这样,母公司既回避了不良资产的亏损,又凭空获得了一块利润。二是子公司将稳定、高获利能力的资产以低收益的形式由母公司托管,直接成为母公司利润。

#### **(五) 贷款担保中的关联交易滥用**

我国《公司法》、香港地区的《公司条例》及联交所上市规则都明确规定:董事、经理不得以公司资产为本公司的股东或者其个人债务提供担保。否则公司自身的债权人的利益会因之受到影响。然而在行政干预或母公司的支配下,许多上市子公司违背自己的真实意愿为其关联公司提供担保,这不但使上市子公司多一层经营风险,也给中小股东、债权人带来利益受损的威胁。一旦被担保人出现偿债障碍,上市子公司必须履行偿债义务。

#### **(六) 债务充抵中的关联交易滥用**

在民法理论上,债的混同是指债权人与债务人合为一体时可实行债的抵销,而在现实中常常出现母公司用自己的债务与上市子公司债权充抵,而上述行为将股东与公司混同,明显违背了股东与公司相独立的原则,它侵害了中小股东、债权人在公司中的应得收益。

#### **(七) 无形资产的使用和买卖中的关联交易滥用**

母公司或关联公司向上市公司收取过高无形资产使用费,或无偿、低价使用上市公司无形资产。在无形资产转让中,母公司或关联公司往往从上市公司攫取利润。

### **第三节 子公司的利益相关者保护**

在强调公司社会责任的今天,其他利益相关者保护的问题越来越受到人们的重视。保护中小股东立法的呼声日益高涨,但是,也有学者指出不能因为保护中小股东的利益而损害大

股东正常治理公司的利益，这实际上是一个如何在保证效率的前提下实现公平的问题。有限责任制度作为推动生产力发展的法律杠杆，随着经济活动的日趋复杂，也受到人们的质疑。本节将就其他利益相关者中中小股东及债权人保护的问题进行探讨，以期引起我们的思考。

## 一、中小股东保护：效率与公平

在股份公司中遵循“资本多数决”的原则，作为大股东的母公司事实上独占着对子公司董事会的控制权，拥有对子公司的人员录用解雇指挥命令的权限、公司资产购入处置的权限、资金调配方法选择的权限等等。拥有着这些权限的母公司在支配子公司从事对自己有利的交易时，存在着榨取中小股东利益的事实上的可能性。很多学者从法学的角度提出采取必要措施来保护中小股东，实现公平。然而，也有些学者认为这一公平的实现是以牺牲效率为代价的。

所谓效率，就是指社会资源的配置符合“帕雷托最优”的效率标准，当经济社会中每个个体在不损害别人现有利益的原则下都达到了他的最大效用，那么这个经济就达到了帕雷托最优。公平又分为事前公平（机会平等）与事后公平（结果平等），这里的事前事后是指签订契约的前后，在探讨中小股东保护方面是中小股东在取得公司股份前后出现的问题。

### （一）事前激励原则

多数的经济学者认为“如果能够确保事前公平，也就不会产生事后是否公平的问题”<sup>①</sup>，也就是说如果给与的机会是平等的，结果是否一样并不重要。机会平等实际上是对行为人提供的事前激励。而现实中法律意义上的公平往往指的是结果的平等，仅从法律意义上的公平出发，就难以对行为人产生激励并阻碍效率的提高。

从庇古税到科斯定理表明人们对公平与效率的认识在不断的发生变化。但经济学者并非不重视“公平”这一概念，而是将其与“自由选择”的理念结合起来，提出了“选择责任”。即就算事后结果不平等，但它只要是个人事前自由选择的结果，就不存在不公平之处，个人要承担选择责任<sup>②</sup>。重视选择责任的立场就是指购买上市子公司股份的中小股东要对母公司可能的榨取行为自己负责，因为中小股东通常是以反映这种风险的折扣价格来购买股份的，事先已经知道这种潜在风险的存在（尤其是知道这家公司存在着母公司）仍然购买股份的话，就应承担起选择责任。如果母公司事先做出的不会采取榨取行为的承诺对中小股东的购买产生影响，即使以后母公司改变了方针采取榨取行为，中小股东也可以以退出“赌局”（用脚投票）来惩罚。此时，为了防止因公司资产缩水而对中小股东利益的侵害，应赋予中小股东股份买卖请求权，而这一做法也引起了较大的争论。

事前激励原则告诉我们保护中小股东不能简单地追求结果的平等（就像在体育竞赛中，第一名和第十名的奖金是一样的），否则就会扭曲对大股东专用性投资的激励。

### 【网络链接 10-1】庇古税与科斯定理

当个体的经济行为直接影响到其他个体的经济利益，就存在经济的外部性。对外部性问题传统的经济分析源自庇古（Pigou），他认为，外部性存在导致市场价格扭曲，政府应该纠正这种扭曲，可以向厂商增税来实现。如某工厂的烟尘给邻近的财产所有者带来有害的影响，则工厂主对烟尘所引起的损害负责赔偿，或者根据工厂排出烟尘的不同容量及其所致损害的相应金额标准对工厂主征税，或者最终责令该厂迁出居民区……

——资料来源：蒋殿春：《高级微观经济学》，经济管理出版社 2000 年版，第 391—394 页。

### （二）不完备契约与中小股东保护

近年来随着母公司榨取中小股东行为的增加，为了维护公平、强调保护中小股东立法的

<sup>①</sup> 宋戸善一、常木淳.法と経済学—企業関連法のミクロ経済学的考察.有斐閣.2004.p165.

[删除](#)

删除的内容：<sup>②</sup> 神戸伸輔.株主間利害対立.会社法の経済学.東京大学出版会.1998.p318.

重要性的呼声日益高涨。<sup>①</sup>对于一般的投资者而言,如果不能确知将来会从大股东那里得到什么待遇的话,会影响他投资股份的积极性。因此,大股东就要做出不榨取中小股东、保证其投资收益的承诺。问题在于大股东和中小股东之间作为一种契约关系,因无预见将来发生所有情况,也就不可能把与这些事项一一对应的针对中小股东的特定条款写到契约里去。这样,大股东要取的小股东信任就变得困难,因为契约难以形成对大股东行为的约束。因此,作为大股东行为约束的替代,保护中小股东的立法就有其存在的价值。在现实当中也存在着许多强制性的法规,例如,在公司章程中制定一些保护中小股东的规定,且不能随意变更,会发挥对大股东约束的作用。

### (三) 中小股东保护的基本原则

为了实现社会资源的有效配置,防止母公司滥用权力保护中小股东利益是必要的,但是不能够因为中小股东而损害大股东的正常利益,企业价值创造的主要源泉毕竟来自大股东,母公司是子公司资产风险的最大承担者。因此,如何在一致的规则框架下来寻求对中小股东的保护,应该是解决问题的逻辑起点,这也是带给同学们去思考的一个问题。为了探求在满足效率的前提下实现公平的规则,来保护中小股东,遵循以下基本原则是必要的:

- (1) 尊重当事人事前的选择,尽量控制使用强制性的规则;
- (2) 应避免制定扭曲承担企业主要经营任务的大股东激励、以结果平等为指向的规则;
- (3) 为了不扭曲对中小股东投资的激励,应制定使未来事项更加明确化的规则;
- (4) 由于契约的不完备性,审慎地制定不损害效率的法律规则(主要是针对大股东的恶意行为),来维护一定的事后公平是必要的。<sup>②</sup>

关于中小股东保护的具体规则可参见第三章的相关内容。

## 二、债权人保护:法人资格否定

债权人作为外源资金的提供者,是子公司重要的利益相关者。在正常经营的情况下,子公司在贷款契约的约束下对债权人负有还本付息的责任,母公司的行为不会对子公司的债权人产生负的外部效应。当子公司面临破产时,由于母公司对子公司的资产只承担有限责任即使破产财产不能抵补贷款本息,债权人也不能向母公司追索,母公司的权利受到法律的保护。问题在于如果母公司利用有限责任制度,通过关联公司间的交易,恶意转移子公司的资产,通过破产来侵害子公司债权人的利益,此时,就产生了保护债权人利益的问题。

### (一) 对有限责任的反思

#### 1. 有限责任制度

有限与无限是以民法主体是否以其全部的财产承担相关债务作为标准的。有限责任就是指股东仅以其出资额为限对公司债务负责,从而使公司以股东出资形成的公司法人财产独立承担责任。有限责任制度保障了企业的投资者在其资本投入之外不再承担企业的债务责任。有限责任制度同样适用于企业集团,即母公司对子公司的债权人承担有限责任。有限责任制度保证了公司法人人格的独立,将股东的责任限制于其投资范围之内,使股东与公司债务隔离,使得现代公司制度在社会价值创造发挥着重要作用。

#### 2. 对有限责任的反思

从有限责任存在的环境来考察,有限责任赖以存在的前提条件是公司应具有独立的人格,何谓独立的法人人格?这里至少要具备两大要素:一是独立的意志;二是独立的财产<sup>③</sup>。然而,在企业集团情形下,由于控制因素的存在,子公司虽然在法律形式仍然保持着的

带格式的: 缩进: 首行缩进: 0.35 厘米, 编号 + 级别: 1 + 编号样式: ①, ②, ③ ... + 起始编号: 1 + 对齐方式: 左侧 + 对齐位置: 0.32 厘米 + 制表符后于: 0.48 厘米 + 缩进位置: 0.48 厘米

批注 [h14]: 请与页下注核

删除的内容: <sup>②</sup>

批注 [h15]: 请与页下注核,本段没有问题

删除的内容: <sup>②</sup>

批注 [h16]: 请与页下注核

删除的内容: <sup>①</sup>

删除的内容:

<sup>①</sup> 神戸伸鋪, 株主間利害対立, 会社法の経済学, 東京大学出版会, 1998, p318.

<sup>②</sup> Rafael La Porta, et al., *Legal Determinants of External Finance*, 52 *Journal of Finance* (1997) .P1131.

<sup>③</sup> 施天涛: 《关联企业法律问题研究》, 法律出版社 1998 年版, 第 220 页。

① 王利明: “公司的有限责任制度的若干问题”, 《政法论坛》, 1994 年 2 期



“独立存在”，但是事实上，子公司的独立性是受母公司的意志左右的。

首先，出于对企业集团整体利益的需要，母公司能够掌握子公司的决策权，使母公司直接或间接参与其子公司的治理或经营管理成为可能。事实上，在企业集团中，子公司很大程度上要以母公司或集团整体的利益为自己的利益，以母公司或集团整体的意志为自己的意志，如果母公司需要它这样做的话。第二，企业集团中，子公司的财产也存在失去真正意义独立的可能。在大多数情形下，母公司具备这样的能力处理子公司的财产就象处理自己的财产一样，子公司的独立人格自然也就丧失了物质上的保障。所以，在企业集团中当母公司精心策划去损害子公司债权人的利益时，有限责任制度对债权人保护不足的弱点暴露无遗。

尽管有限责任制度在保护债权人利益方面存在不足，但这不是制度本身的问题，它的产生是为了解决分散投资风险、降低投资交易成本，正因这一功能，有限责任制度促进了经济的自由竞争和飞速发展。法律的发展在于进一步完善有限责任制度，因此，公司法人人格否认制度的产生不是偶然的，它与公司有限责任是辩证统一不可分离的两个方面，保证了有限责任制度不会走向自我否定的反面。

### 【案例 10-2】萨洛蒙诉案

公司法史上，英国的萨洛蒙诉案，可以说是为股东牟取法外利益开了先河。当时萨洛蒙公司仅有 7 位股东，分别为萨洛蒙及其妻子和 5 个儿子，公司董事由萨洛蒙及其两个儿子担任。……该判例确立了这样一个原则：只要依照法律规定设立公司，该公司便依法取得独立人格，即使公司的控制权仅操纵于控股股东手中，其余股东对公司仅具有象征性利益，亦不影响公司的独立地位。由于该原则使公司财产独立，股东仅负有限责任的思想在法律形式上获得了最高体现，使得萨洛蒙诉案成为公司法上为数不多的里程碑之一。然而正是基于同一原因，该判决也经常被视为一个后患无穷的不幸判决，它为控股股东牟取法外利益提供了机会，对公司的债权人则有失公平。

-----资料来源：刘大洪：《公司有限责任制度负面效应的法律思考》，2004 年 11 月 26 日，<http://www.privatelaw.com.cn>。

## （二）法人人格的否认：揭开法人的面纱

日益复杂社会经济活动，使得将每个公司都看作独立法人的传统观点与企业集团构筑起来的商业王国的现实之间存在着矛盾。因此，揭开公司的面纱理论在有限责任原则和企业集团这种大型经济组织现实之间找到一种相对的平衡，为在立法和司法实践中限制母子公司间的有限责任、解决母公司滥用权力行为所产生的问题提供了新的思路。

### 1. 揭开法人的面纱原则

在英美法系国家，揭开法人的面纱理论是法院用来处理企业集团中母公司对子公司承担责任的重要方法。指当母公司滥用子公司的独立法人人格，损害公司债权人和社会公共利益的时候，法院将抛开子公司的独立法人人格，将子公司的行为视为隐蔽在子公司背后、具有实际支配能力的母公司行为，母公司将对子公司债权人承担相应的债务责任，并不仅以投资额为限。有人对它的作用做了一个形象的比喻，即在分离实体论(separate entity)的观点支配下，揭开公司面纱理论相当于一个安全阀(safety valve)，随时可以使法院在认为必要的情况下，动用这种例外，截去隔在母子公司之间法人面纱，对母公司施加债务责任。

### 2. 适用揭开法人面纱原则的行为界定<sup>①</sup>

#### （1）规避契约义务行为

第一，负有契约上特定的不作为义务的当事人，为回避这一义务而设立新公司，或利用旧公司掩盖其真实行为。

第二，负有交易上巨额债务的母公司，往往通过抽逃资金或解散子公司或宣告子公司破

删除的内容：<sup>②</sup>

产，再以原有的营业场所、董事会、顾主、从业人员等设立另一子公司，且经营目的也完全相同，以达到逃脱原来公司巨额债务之不当目的。

第三，利用子公司对债权人进行诈欺以逃避合同。

### **(2) 回避法律义务行为**

是指受强制性法律规范制约的特定主体，应承担作为或不作为之义务，但其利用新设子公司，人为地改变了强制性法律规范的适用前提，达到规避法律义务的真正目的，从而使法律规范本来的目的落空。例如，出租车行业为防止公司业务之不法行为可能导致的巨额赔偿，将本属于一体化的企业财产分散设立若干子公司，使每一子公司资产只达到法定的最低标准，并只投保最低限额的保险，因而难以补偿受害人之损失。或者利用子公司形式逃避税务责任、社会保险责任或其他法定义务。

### **(3) 资产混同行为**

在单一公司情形下，公司的财产是独立的，只有财产独立公司才能独立地对外承担责任。然而，在企业集团情形下，母公司在处理子公司的财产时就象处理自己的财产一样。虽然它们之间的资产关系在形式上是很清晰的，但在现实的经济生活中，子公司处于母公司的实际控制当中，二者资产很容易混同，或者干脆在账目上混为一体。资产的混同很容易导致母公司的一些不法行为，如隐匿财产、非法移转财产、逃避债务和责任。

### **(4) 资本不足行为**

公司在从事其经营活动时要有足够的资金来源，以便对经营过程中可能出现的损失予以填补。一般而言，资本额是否适当，应以资本额是否足以清偿公司在正常业务范围内所可能发生的债务为标准。该标准表明随着公司业务风险的增加，资本也应相应地增加，但对这一标准却没有明确的法律规定。在企业集团中，母公司则可以利用这一点，让子公司承担与其注册资本不匹配的业务活动，来转嫁经营风险。

## **【本章小结】**

首先，本部分介绍了企业集团及集团治理等相关概念，进一步指出集团治理的特征来源于“有组织的市场”、“有市场的组织”这种复杂的企业间关系产生的复杂的交易形式，是在单个企业治理基础之上形成的、旨在协调企业间关系、更好实现企业间交易的制度安排。

然后，对母公司的目标与行为进行了分析，指出母公司的行为对于子公司的其他利益相关者而言是一把“双刃剑”，既有正效应也有负效应，这种外部性在其控制、合作与利益转移行为中体现出来。本部分在分析母公司行为影响因素的基础上，对母公司的行为方式进行了系统阐述。母公司对子公司的控制行为分为间接控制、直接控制、混合控制，如何选择取决于母公司的治理目的和子公司的资源禀赋及战略地位。关联公司间通过信息交流、高级管理者互派及关联交易等形式进行合作，来降低交易成本。文中还介绍了母公司滥用关联交易的形式。

最后，针对中小股东保护的效率与公平问题、子公司债权人保护问题进行了探讨。文中从事前激励原则、不完备契约与中小股东保护两方面论述了既要保护中小股东的利益、又不能损害大股东正常治理公司的利益，提出了在逻辑一致框架下中小股东保护的基本原则。在子公司债权人保护方面，分析了有限责任制度应用于企业集团中产生的问题，并对揭开法人的面纱原则及其适用行为进行了分析。

## **【复习思考题】**

1. 集团治理与单个企业的治理有何异同？



2. 母公司如何选择对子公司的控制？
3. 母公司权利滥用的在现实中表现为哪些方面？
4. 如何看待子公司利益相关者保护的效率与公平问题？

## 【案例讨论题】集团母公司掏空上市子公司：“猴王”变空壳

1993 年，猴王焊接股份公司从猴王集团中“剥离”出去，改组为猴王股份公司上市，猴王集团公司成为猴王股份公司的第一大股东。但此次资产重组实际上只是一种形式上的“剥离”，猴王集团和猴王股份从未在人员、资产和财务上实施真正意义上的分开剥离。这也就为后来的猴王集团破产以及猴王股份演变为“空壳”公司埋下了祸根。

猴王股份公司上市以来，经营状况江河日下，1999 年开始出现亏损，财务报表也显示出不同寻常的高额应收账款和长期负债。当初的一块优质资产沦落到如此凄惨境地，而公司过去披露的信息根本无法自圆其说，怎不让人疑窦丛生？迫于强大的舆论压力，猴王股份公司 2000 年 6 月 15 日公布了其与集团公司的债务往来：自 1994 年以来，借贷给猴王集团的长期借款高达 8.91 亿元，到目前为止未还款数额为 5.9 亿；自 1998 年 4 月以来，为集团公司及其下属企业提供信用担保金额 45862.4 万元，由于日前猴王集团突然宣告破产，将有近 3 亿元的担保金额血本无归。这两项数额累计达近 9 亿元。而根据猴王公司 2000 年度中期报告的数据，猴王公司的总资产总共才 93408 万元。也就是说，随着猴王集团的破产，猴王股份已经变成了一家空壳公司，几乎没有什么净资产可言了。广大中小股东此时才方知真相，连呼“中计”。

从实质意义上讲，无论是猴王公司的董事会，还是其经营管理层，都只是猴王集团的一个“橡皮图章”，公司经营决策权以及激励、监督权都掌握在集团公司手中。二者在人员、资产以及财务上的千丝万缕的联系，为猴王集团恶意控制股份公司创造了条件。猴王集团本身企业负担重、创利能力差，只能指望上市公司猴王股份不断为其输血。如此一来，不但造成了国有资产的流失，也将猴王股份广大中小股东的命运捆绑到了与其并无直接联系的猴王集团的滚滚下坠的车轮上。猴王集团经营不善，无以为继，只好鲸吞猴王股份的资产，自然严重的损害着猴王股份的广大中小股东的利益。

猴王集团和股份公司的不正当关联交易，仅有一个“橡皮图章”式的董事会还远远不够，只有避开证监会和广大利益相关者（尤其是猴王股份的广大中小股东）的监督，才会实现上述的恶意控制行为。那么猴王集团及猴王股份又是怎么做的呢？

2000 年 8 月份，猴王集团就开始秘密着手一系列破产准备工作。

2001 年 1 月 9 日，猴王集团召开职工代表大会，讨论同意企业申请破产。1 月 11 日猴王集团主管部门——宜昌市经贸委同意猴王集团申请破产。1 月 18 日猴王集团正式向宜昌市中级人民法院提出破产申请。2 月 27 日猴王集团破产案开庭审理，猴王集团宣告破产。直至当日，《湖北日报》才用小篇幅文章予以了报道。2 月 28 日，猴王 A（0535）发布董事会公告，称公司原第一大股东猴王集团已宣告破产，公司巨额债务面临严重坏账风险。

在长达半年多的时间里，猴王股份的广大中小股东并不知晓内情，因为公司从未发布正式信息披露此事。而在此期间，财政部批准猴王集团所持有的全部猴王 A 国家股 7234.9924 万股无偿变更为宜昌市夷陵国有资产经营公司持有。其根本用意在于避免猴王集团的破产而带来的国有资产的流失，可广大中小股东却被蒙蔽其中，他们的资产在白白流失却无人保护。

——资料来源：李维安、武立东：《公司治理教程》，上海人民出版社 2003 年版，第 229 页。

讨论问题：

1. 如何防止母公司对上市公司的恶意控制？
2. 中小股东的利益如何得到保证？

## 第十一章 跨国公司治理：文化对接的瓶颈

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解跨国公司治理体系的特点；
2. 对跨国公司母子公司的治理机制有深入理解；
3. 掌握跨国公司的治理机制及其特点；
4. 明确跨国公司外部治理对跨国公司行为的影响，以及跨国公司的应对策略。
5. 理解中国企业跨国经营的公司治理特殊性、治理难点与展望

### 本章关键词

跨国公司治理      跨国并购      国际化

在经济全球化不断深化的今天,跨国公司已经成为全球国际生产体系的最重要的组织者和最主要的推动力量。跨国公司的全球战略使得各国市场不可避免地成为跨国公司全球市场的组成部分。国内市场的国际化和国内竞争的国际化已成为现代企业生存和发展的基本环境。随着中国加入 WTO, 中国企业将不可避免地融入到国际化的浪潮之中。因此,除了需要学习跨国公司的先进技术和管理经验以外,也要重视跨国公司的公司治理和控制方式,特别是跨国公司处理不同文化对接的经验。

第一节 跨国公司治理内涵与现状

删除的内容: 和特征

跨国企业作为一种内部网络组织,既具有一般企业的公司治理特征,又具有跨越国界和地域的更加突出各种利益相关者受托责任的新内涵,跨国企业的公司治理是公司治理在网络组织中的扩展。中心议题就是有关公司决策权力如何在这种内部网络组织中的合理、科学地配置,是一种基于母子公司的网络治理模式,治理目标是提升企业的战略领导力。

删除的内容: 的

一般国内企业的公司治理都是建立在特定的法律框架基础之上的,公司治理结构往往是由公司法所规定的。同时,外部市场机制会对公司行为产生制约作用。经理市场会对公司的高级管理人员形成竞争压力;证券市场随时会对公司的价值做出评判,并为股东“用脚投票”提供了便利;公司控制市场则会对管理不善的企业进行接管。公司治理结构和外部市场机制的相互作用,在一定程度上弥补了公司内部治理机制的不足,减轻了信息不对称和代理风险。

跨国公司治理从根本上超越了一般国内企业的治理框架。在跨国公司的治理体系中,并不存在一般国内企业的内部治理结构,同时,由于国际市场的不完全性,经理市场、证券市场和公司控制市场在国家之间存在重大差异,难以形成对跨国公司有约束力的外部监督机制。这在一定程度上使跨国公司处于超然的地位,从而迫切要求在国际层面建立对跨国公司的监督与约束机制。

目前,跨国公司治理现存问题主要体现在以下三个方面:

删除的内容: 的内涵和特征大致

一、 缺乏适用于跨国公司治理的法律框架

从整体上看,跨公司并不具有自己的法人资格,因此,它也就不具有正式的国籍。跨国公司的组成部分可能是子公司、合资公司或分公司。分公司很少拥有重要的自主权,法律将其视为所属公司的一部分。而子公司与合资公司确实拥有某些自主权并且大都作为独立法人实体在东道国运营。每个子公司都具有所在国的国籍,但是,由于受控于国外母公司,子公司又具有某种国外性。

东道国确定跨国公司的特定公司的国籍是为了处理以下几个普通的法律问题:公司是否依照适当法律组建;它们是否具备了签约、起诉和被起诉的资格;根据何种法律规则管理公司的内部结构及其组织功能。有关公司结构与职能的法律条文试图从保护少数股的股东、确定债权人的权利以及明确与公司打交道的所有人士的身份等方面对公司的具体行为加以规定。然而,对于跨国公司的法律管辖权仍然没有普遍适用的评判标准。在英美法系中,公司组建国是主要的国籍评判标准。而在多数大陆法国家以及受该法系影响的国家里,评判公司国籍的标准却是公司“中心”的所在地,即公司指导与管理所在的国家。当公司条例明确规定

的中心地即是组建地的时候，上述两种评判方法经常得出相同的结论；而当条例所说的中心地与公司实际指导所在地并不相符的时候，很多大陆法系国家均以“真实中心”所在地作为公司国籍的评判标准。另一种评判标准是“控制”评判法，以公司的实际控制者所在的国家作为评判公司国籍的标准。

然而，上述评判标准都很难得到东道国法律的承认。而且，随着跨国公司一体化程度的加深，跨国公司正在发展成为特定工作的责任分属不同单位的网络体系，由更加复杂的公司内分工所带来的相互依存性正在日益降低所有参与实体的自主权。在管理与决策分散于同一跨国公司的若干部分的情况下，尽管每个单位属于哪个公司系统仍很清楚，可要分清“母公司”是谁却变得越来越困难。当跨国公司的各个单位在不同的国家运营和管理，甚至由不同国籍的股东拥有或者通过契约性安排相互联系的时候，判断一特定子公司的国籍归属可能遇到实际上的困难。更为重要的是，这种归属可能只与现实情况具有有限的相关性。

为了赋予跨国公司以真正的国际身份，国际社会在制定关于跨国公司组建的国际公司法方面进行了数十年的努力，但是，除了 1977 年《国际权利研讨会》<sup>①</sup>中的有关讨论之外，至今仍没有突破性进展。这一计划的主要长处是将跨国公司视为一个统一整体，这将从国际层次上填补法律规定的空白。国别法只有在各国司法管辖权权限之内才具有完全的法律效力，它们不能处理所有真正跨国公司的跨国活动，而且由于政策或法律措施的不同还要冒司法管辖冲突的风险。建立跨国公司的国际组建安排将有助于制定国际公共政策并简化特殊问题的法律解决程序。然而，要实现这一计划需要具备先决条件，即各国的公司组建和运营机制与稳定的公司法条款均以政策上的一致作为基础。目前要达成这种一致还存在很大的困难，一方面是各国的公司法还存在巨大的政策差异，另一方面，当事各方还缺乏采取一致行动的意愿。所有主要的投资母国和东道国表示不愿接受这一框架的约束，而跨国公司更是对此表示一致的反对。

## 二、国内部门无力监管跨国公司的内部关联交易

在一般国内企业的公司治理中，公司控股股东及其关联企业之间的关联交易往往成为大股东侵害中小股东和其他利益相关者利益的重要手段，因而也是公司治理的重点之一。然而，在跨国公司内部，关联交易是其全球经营活动的一种常态，而且随着跨国公司一体化程度的提高，关联交易呈现出不断增加的态势。

跨国公司内部的跨国交易包括三种类型：母公司对国外子公司的销售；国外子公司对母公司的销售；一国的子公司向另一国子公司的销售。这些交易不完全取决于市场的力量，也不一定根据市场价格来成交，它们的价值是根据跨国公司协调全球竞争活动和以海关报关为目的的转移价格来确定的。转移价格可以使跨国公司体系内部的有形资产、无形资产、服务以及金融交易以灵活的方式实现全球的最优配置，以巩固跨国公司的竞争地位，实现全球战略的目标。同时，转移价格又可以便利地将国外子公司的利润转移到母公司，或者通过各

---

<sup>①</sup> UNCTAD, World Investment Report 1993: Transnational Corporations and Integrated International Production, United Nations publication, Sales No. E. 94. 11. A. 14.

种避税安排实现全球税负的最小化。

跨国公司利用转移价格进行竞争、转移利润或逃避税收的行为使各国的监管部门处于无能为力的境地。虽然公平交易原则可以作为衡量跨国公司内部交易合理性的标准，然而，这一标准在检验跨国公司内部交易时往往面临很大的困难，特别是那些涉及技术转让，如专利、诀窍、工业设计、商标、版权等的交易，其适用性极为有限。因为这类交易通常是跨国公司内部一个、几个相关公司研究开发活动的产物，其研究开发过程中风险很大，结果不确定，并且需要长期的高额费用投入。这种具有独特性的交易活动几乎不可能找到可以作为比照的公平市场交易作为参照物。同时，在跨国公司内部，单个企业可能会得到来自其他企业的新工艺、新产品或现有工艺产品改进方面的服务；或者从雇用、培训、工资发放、会计、审计、销售、控制以及现金管理等方面得到管理性服务。母公司通常还提供与其股东身份有关的诸如股东年会、红利分配、年度报告以及其他类似服务。这些服务通常是要付费的，但要确定这种收费是否公平，往往是一件极为困难的事情。在跨国公司一体化的国际生产体系中，研究与开发活动日益分散，母公司和子公司在研究与开发活动中可能会承担不同的职能，因此，很难确定跨国公司内部成员在无形资产创造中的作用和贡献。目前，越来越多的跨国公司正在通过一个或几个国际中心为其他成员单位提供咨询、法律、会计、研究与开发、金融管理以及数据处理等职能服务，原本属于母公司的职能也可能分散到不同的国家。在这种情况下，如何结算这些职能性服务的价值以及如何在各国之间分摊这些服务的成本，也成为摆在各国监管部门面前的难题。

### **三、对跨国公司的社会责任缺乏有效的监督机制**

在国际范围内，没有一个权力机构能为跨国公司颁发全球通行的特许证，也没有一个就跨国公司的社会责任进行全面界定的单一社会合约。但这并不等于跨国公司无需对其行为承担社会责任。跨国公司通过其跨国组织所获得的竞争优势使它能够国际和公司内部配置资源，从而使公司总体获益。在这个意义上，跨国公司发展和促进了公司组织、目标和战略的一致性，赋予组织与内部决策体制相关联的共同特征。因而从社会责任的角度应将跨国公司视为一个一体化的企业，而不是单个国家内部的企业单位。

实际上，跨国公司确实拥有超越母国或东道国政府控制范围的经济权力。为了追求公司利益的最大化，跨国公司可以极为便利地逃避政府的监管，因而许多经济政策和法律法规对跨国公司行为缺乏应有的约束力。对于那些经济规模较小的发展中国家而言，一个发达国家的跨国公司就能影响整个国家的经济能力。而对于严重依赖单一产品出口，在自然资源部门接受外国直接投资的发展中国家而言，跨国公司往往是其实现出口增长和保持外汇平衡的关键所在。在转轨经济国家，由于缺乏有效的竞争和管理机制，跨国公司行为有可能对市场结构和竞争环境产生不良影响。随着跨国公司各种非股权安排的增加，跨国公司同国外供应商之间建立了越来越紧密的联系，相应地，跨国公司也拥有了影响国外供应商某些经营条件的潜在能力。这种关系需要跨国公司关注和了解长期分包商、特许经销代理人、许可证接受

方或其他商业伙伴在诸如产品和加工工序的安全、环境保护、雇用条件，包括可能使用童工或犯人方面的做法。

跨国公司的影响已远远超过了单个国家所能控制的范围，要规范跨国公司的行为必须依赖于国际监督。1976年6月，经济合作与发展组织（OECD）在巴黎发表了一项“关于国际投资和多国企业的宣言。”宣言强调对外直接投资能对经济、社会发展作出积极贡献，并提出应当给予跨国公司子公司国民待遇，改善投资环境，减少其跨国经营的困难。宣言提出：为了促进跨国公司对各国发展目标和世界经济增长做出积极的贡献，并控制和消除其消极的影响，跨国公司应当：①定期公布企业重要的财务和经营状况；②满足劳动条件和劳工法规的标准，防止就业上的歧视；③禁止通过滥用产权力量的支配地位阻碍竞争的行为；④考虑一国的国际收支及财务活动中的信贷目标；⑤提供有关征税用的充分资料；⑥有利于国家科技发展目标，允许技术迅速扩散。宣言同时指出，跨国公司遵守上述指导方针是自愿的，各国在执行指导方针有争议时应互相协商。

由于跨国公司对世界经济的发展起着越来越重要的作用，同时，对国际关系的影响也与日俱增，联合国认为需要拟订一个平衡的、稳定的、明确的跨国公司行动守则，以使跨国公司和有关政府的权利和责任得以明确，并自愿遵守。1982年，联合国跨国公司中心提出了跨国公司行为守则草案，但由于发达国家态度比较消极，过分强调“平衡”和反对“约束力”，未能达成协议。1985年，在联合国纽约特会期间，以德里布什(F. Dribbusch)为首的部分专家综合各方意见，提出了一个案文<sup>①</sup>，受到多数成员国的欢迎，认为可以作为进一步磋商的基础。但是，由于发达国家缺乏达成协议的政治意愿，结果仍遭搁置。

## 第二节 跨国公司的内部治理

虽然跨国公司在法律意义上不是一个独立的企业，然而跨国公司的内部治理却是客观存在的。实际上，跨国公司的治理关系已经突破了独立企业内部治理的边界，实现了跨国公司内部独立企业之间的治理。跨国公司治理的一个重要特点就是将其体系内部的所有独立企业，纳入到统一的治理模式之内。虽然跨国公司的各国子公司具有独立的法人地位和完整的公司治理结构，但是，这种治理关系是由位于国外的母公司所控制的。母公司直接插手子公司的治理安排，并以其整体利益的最大化来确定子公司的活动范围和方式，因此，跨国公司国外子公司只在形式上具有独立的治理结构，而在实质上是受控于母公司的。母公司成为子公司的真正的委托人，子公司的全部机构只是作为代理人的身份行使职能，一切重大活动都必须听命于母公司。

跨国公司之所以能够将分散在全球范围内的分支机构纳入统一的治理体系，根本的原因是跨国公司体系控制了具有创造能力的核心资源。这些资源包括技术、品牌、专利、诀窍、资金、管理能力、经营模式等等，离开了这些资源的共享，国外分支机构将难以独立生存与

---

<sup>①</sup> UNCTC, TNCs in World Development, Trend and Prospects, Acknowledgements, United Nations publication, 1988.

发展。核心资源的共享使下属企业依附于母公司，从而使母公司获得控制全球活动的能力。跨国公司将其价值创造活动分散到全球的各个区位，建立全球范围内的公司内部的分工体系，以更好地利用公司的核心资源和各地的区位条件，实现公司整体价值的最大化。在此情况下，跨国公司的下属分支机构往往只是跨国公司全球分工体系的一个环节，虽然貌似一个独立的企业，但职能残缺不全，离开了跨国公司全球体系的支持往往难以生存。由于跨国公司的核心资源更多地表现为一种组织能力，而不仅仅是资金，这使得传统意义上的股东在跨国公司治理中的作用大大下降，而高级管理人员的作用则明显上升。

此处突兀，适当过渡并不存在一个标准的或最优的跨国公司母子公司治理模式。跨国公司母子公司的治理深受母公司治理传统的影响，并随着跨国公司一体化程度的不同和公司战略的变化而呈现出多种形态。

## 一、母公司的治理传统

分析跨国公司母子公司治理关系的第一个维度是母公司的治理传统。从公司治理的模式来看，美国、日本、德国的公司治理模式代表了国际上三种主要的公司治理模式。与此相对应，美国、日本、欧洲跨国公司的母子公司治理关系也呈现出明显不同的特征。

### （一）美国模式：两级中心

美国跨国公司母子公司治理的一个显著特点是实行两级中心模式，并通过正规化的授权来明晰母子公司的权利和责任。

在两级中心模式下，跨国公司的母公司拥有一个庞大的总部，并将业务活动划分为两大板块：国内部门和国际部门。国际部门行使国外分支机构总部的职能，对非本土市场的经营活动负有协调与控制的职责。这一模式是建立在正规的体系、政策和标准之上的，它同时减少了总部和分支机构的权力，在子公司拥有较大的自主空间下，增加集权及协调程度。这一模式允许公司管理者控制运营和有权指挥其他管理者对所指派的任务负责，强调职业管理者的作用，借助于一套独立于总部或分支机构利益动机之外的客观政策来规范决策，实现了较大范围的职责授权。

### （二）日本模式：集权制

大多数日本跨国公司采取的是一种集权制的模式，母公司高度集权，子公司对母子公司高度依赖。在总部集权模式下，公司的资产和专门技术集中于总部，母公司通过直接指挥和总部管理层干预的方式来进行国际协调。母公司不断向国外派驻人员，子公司的关键职务都由母公司直接指派，大多数决策和活动都是由一个拥有多年经验和专业技术的核心人物来处理，国外子公司只拥有极为有限的决策权。总部的管理人员频繁地往来于国外分支机构和总部之间，对所有重要决策活动进行控制，并完全地参与到子公司的决策过程之中。

### （三）欧洲模式：分权制

欧洲跨国公司的一个共同特点是强调母子公司之间的分权，子公司被授予很大的自主权，母公司尽量避免对国外子公司的整合式管理。欧洲跨国公司往往由一个本土总部和几个运作非常独立、总部几乎没有多少控制的非本土分支机构组合而成。国外子公司的最高主管通常是总公司的资深主管或其亲戚。子公司的总经理通常和公司的最高主管有着某种程度的非正式关系，而且经常直接向其报告。子公司的自主权通常很大，主要的控制来自于子公司总经理与最高主管的直接沟通。总部人员精简，与国外子公司的互动及信息交换的频率很低，各子公司之间只有十分有限的协调或知识、经验的交换。欧洲跨国公司强调对国外子公司主要决策者的仔细挑选和培训，使其适合公司的文化。对国外子公司的协调主要基于这些人对公司目标的认同，以及他们与总部之间亲密的人际关系。因此，欧洲跨国公司通常依赖精心

挑选的外派人员来传播知识，并建立与总公司的价值观和目标都相同的海外分支机构。公司通过招聘、评估、培训和灌输公司思想的过程，使国外子公司的管理人员认同公司的价值观和目标。公司内部刻意避免使用“总部”和“分支机构”之类的称谓，而代之以“中心”和“各国公司”，以免引起不合适的等级之分和自卑感，营造一种类似“俱乐部”的内部环境。

## 二、跨国公司不同发展阶段的母子公司治理

分析跨国公司母子公司治理关系的第二个维度是跨国公司的发展阶段。尽管不同国家跨国公司在控制和协调模式上具有不同的特点，但从总体上看，这些特点只具有相对的意义。更为普遍的现象是，各国跨国公司在母子公司治理方面往往存在许多共同的特点。这些特点通常是由跨国公司国际扩张中的若干关键因素所决定的，其中最为主要的因素是跨国公司的发展阶段和公司战略。从跨国公司的发展阶段来看，跨国公司母子公司的治理一般会经历早期的集中控制——分权倾向——再集中的演变过程，在不同的发展阶段，母子公司的治理关系呈现出明显不同的特征。

### （一）第二阶段：集中控制

从跨国公司海外业务发展的逻辑顺序上看，早期的海外业务是从出口开始的。当一家公司通过出口初次进入外国市场时，它可能会委托独立的出口代理公司来代理其出口业务。出口代理公司对国外市场信息及特征非常熟悉，并在进出口业务方面具有较强的专业知识，因此，出口规模不大的企业选择出口代理公司是一种较为有效的制度安排。随着产品在国外市场的销售量的不断增长，企业将组建自己的出口部并任命公司中层管理干部为出口部经理。如果出口占公司销售额的比例很大，而且公司希望对出口经营实施更大控制时，出口部将会由公司高层管理人员（总经理或副总经理）直接领导。出口部负责公司所有产品的所有国际客户，控制对国际市场的产品定价或促销，协调公司与当地代理商或分销商的关系。

跨国公司早期的集中控制往往难以持续。随着公司进入越来越多的外国市场，越来越多的国外子公司在经营环境存在重大差异的国别市场进行竞争，总部的集中控制逐渐显得力不从心。由于总部管理人员没有能力详细地了解 and 掌握为数众多的国际市场的经营环境和特点，一部分决策权开始向国外子公司下放。国外子公司的独立性随之增强，大部分经营活动需要自负其责。国外子公司可以大量发展与当地供应商和分包商的联系，自行雇用当地工人和管理者，通过当地金融中介进行借贷，并从事和其他国家的国际贸易。

在这一阶段，跨国公司开始遭遇集权和分权的冲突问题。一方面，国外子公司的经理人员由于对当地市场有较深的了解，他们希望被授予较大的自主权，以对市场需求作出快速的反应；另一方面，总部管理人员认为国外子公司经理缺乏全球战略眼光，对他们过多授权会影响公司的整体效率，并使协调活动变得更为困难。集权和分权的需要将会长期困扰跨国公司，权衡这一问题需要顾及众多的因素。

### （二）第二阶段：分权

在企业国际化过程中的一个短暂阶段，分权与顺应本土的需要可能会显得更加突出，这时候，许多企业可能会改变总部的集权模式，对国外子公司进行某种程度的分权。随着国外子公司自主权和独立性的增强，跨国公司组织开始向独立子公司的模式演变。

在独立子公司结构中，每一个子公司都可以直接向母公司总经理或董事会汇报业务，而不需要通过管理上的中间环节。在某些情况下，子公司经理也可以请示本公司的董事会。尽管这一结构赋予国外子公司以很大的自主权，但国外子公司仍然不可能真正地独立。技术和资金等关键资源仍然牢牢地控制在母公司手中，国外子公司通常不具备研发能力，在产品开发上严重依赖于总部。

除了欧洲跨国公司之外，独立子公司结构在其他国家或地区的跨国公司中只是一个过渡阶段。即使是欧洲跨国公司，纯粹意义上的独立子公司结构也是少之



又少。大部分跨国公司会根据业务的性质和不同行业的特点对海外业务进行不同程度的协调,企业的研发、制造、销售、服务等功能会在母子公司间进行适当分配,对一些重要活动的监督和控制也会在母公司董事会、总经理和子公司董事会之间进行明确的安排。

### （三）第三阶段：再集中

当一个企业的规模大到可以在世界的不同地区进行经营时,这个企业就会被置于全球竞争之中。全球竞争要求企业必须制定一项面向全球的、综合性的经营战略,统一协调企业在全球的价值创造活动。这意味着跨国公司的国际组织将再度走向集中,母公司不得不采取新的形式加强对国外分支机构的协调与控制,分权倾向也将被新的集权倾向所取代。

这一阶段跨国公司的组织形式将会沿着两个方向发展:一些扩大了国外生产规模和销售量但未显著增加产品多样性的公司一般会采取全球地区结构;而另一些通过增加在国外销售产品的多样性来进行扩张的公司则趋向于采用全球产品结构。

在跨国公司的地区分部结构中,总公司负责全球经营的计划与控制,地区经理负责企业世界某一特定地区的经营活动。每一个地区总部均具有企业的所有主要职能,可以在主管的区域内协调销售、生产和财务等方面的工作。地区分部结构充分重视了国外公司作为利润中心的作用以及销售组合在国外市场上的适应性问题,在简化最高管理层对全球业务的管理方面向前迈进了一大步。这种组织结构特别适用于那些对销售组合适应当地情况所需技术程度不高的企业。

在全球产品结构中,企业的经营目标和战略由总部制定,各产品分部经理负责该产品在国际市场上的经营。公司内部应用相同技术及具有相似消费者的产品或服务被归并在一个产品分部中,不同的产品分部为公司的全球市场提供不同的产品与服务系列。每一个产品分部都是一个相对独立的战略业务单位和利润中心。产品分部的经理负责本部门产品的生产和市场营销工作,包括规划与协调产品生产和市场营销活动,监测与控制部门的经营绩效与收益。每一个产品分部都具有较为完备的职能,与本部门产品相关的一切生产、销售、研发、人事及财务决策权都归口于产品分部经理。总公司根据公司预算控制下属公司的业务活动,根据统一的绩效评估系统对下属公司的经营绩效进行评估,并在此基础上行使对下属公司的人事任免与调整权。产品分部结构最适合于三种类型的跨国企业:①企业产品种类繁多;②企业产品的最终用户市场之间存在着较大的差异;③那些需要具备较高技术能力的企业。这种结构把经营的重点放在产品市场和技术诀窍上,把全球作为目标市场,这将有利于公司利用全球市场机会,并对国外市场上的竞争威胁作出快速反应。

为了平衡地区分部结构与全球产品结构的利益,协调混合的产品与地区性下属单位,有些跨国公司建立了全球矩阵结构。全球矩阵结构是一种对称性的组织,它在产品分部和地区分部两个方面具有相同的授权路线;地区分部注重国别的反应能力,产品分部注重全球效率。处于产品分部和地区分部结合点位置上的国外子公司经理被称为“双重领导的经理”,他们同时拥有来自母公司产品方面的上司和地区方面的上司。产品上司们倾向强调诸如效率和世界产品等目标,而地区上司则倾向于强调适应当地市场的调整。对这两个方面的强调意味着公司试图在全球效率和地区适应性方面寻求一种平衡,从而克服单一的产品结构或地区结构的缺陷。

许多跨国公司采取了一种混合型的组织模式。一些产品多样化的跨国公司选择了以产品结构为基本形式的组织模式,同时在具有显著地区差异性的区域设立部分地区协调机构;一些以地区结构为主的跨国公司则针对某些重要产品设立跨地区的协调机构,以有效地进行新产品开发,灵敏地进行产品分销。跨国公司组织开始偏离理想的结构模式,向着更能解决实际问题的方向演进。

## 三、跨国公司战略与母子公司治理

分析跨国公司母子公司治理关系的第三个维度是跨国公司的战略。跨国公司的战略可分为四种基本形式，即国际战略、多国战略、全球战略和跨国战略。实施不同战略的跨国公司，其母子公司关系具有明显不同的特征。

### （一）国际战略条件下的母子公司治理

具有某种核心能力的企业往往会采取国际战略向海外扩张。核心能力是一个企业所具有的竞争者无法轻易赶上或模仿的技能。这些技能可能存在于生产、营销、研究开发、人力资源、管理等诸多价值创造活动中的任何一种活动中，并以一种独特的方式体现在其产品或服务之中。具有核心能力的企业可以通过把自己的技能和产品投放到国外市场而获得巨大的收益。当企业拥有的能力和提供的产品独具特色，当消费者认为产品物有所值，当国外市场上具有相似能力和产品的竞争者寥寥无几时，企业采取国际战略将最具价值创造的潜力。

采用国际战略的跨国公司关注于在全球范围内利用自己的核心能力，并使用所有不同的方法来实现这一目标。总部设在大的技术领先国家的跨国公司通常采用这一战略，例如在美国跨国公司中这一战略就很常见，宝洁、卡夫、辉瑞、通用电气、IBM、波音等公司就长期采取国际战略。国际战略强调利用母国创新来提高海外子公司的竞争地位，因此，实施这一战略的企业通常将研究与开发和制造活动集中在母公司，以形成规模经济并确保产品的高品质。实施国际战略的跨国公司试图销售全球性产品，并在世界范围内采用相似的营销方法。虽然国外子公司拥有一定的生产和营销功能，并可根据当地情况对产品和营销方式进行适当调整，但这种调整的程度是非常有限的，母公司始终保持对国外子公司的战略、营销、财务和生产活动的严格控制，国外子公司仅仅是母公司生产与销售机构的“微型复制品”。

### （二）多国战略条件下的母子公司治理

多国战略来源于跨国公司顾及地域差别的压力。顾及地域差别的压力是与跨国公司的跨国经营活动结伴而行的，但并不是所有的跨国公司都会因为这种压力而改变经营战略。只有当顾及地域差别的压力足以影响跨国公司国外子公司的生存和发展时，跨国公司才会以多国战略的形式来处理这种压力。顾及地域差别的压力主要来自四个方面：一是不同国家消费者品位和偏好存在重大差别；二是各国之间在基础设施或者传统惯例方面存在重大差别；三是不同国家分销渠道方面的重大差别；四是东道国政府的限制或要求。

顾及地域差别的压力意味着跨国公司不能将与自己核心能力有关的技能和产品完整地从一个国家转移到另一个国家。为了适应当地的条件，跨国公司必须对自己的产品或营销方式做出重大调整。

多国战略将当地反应置于首要的位置，子公司的发展是为了有能力吸收母公司的技术并使最终产品适合当地的条件和偏好。子公司为其所在国的市场制造产品。为了使产品在当地市场更有吸引力，子公司会对母公司提供的产品线、广告、包装、销售渠道及定价等作出适应当地标准的调整。在跨国战略中，跨越国界的是技术和工艺，而不是产品。对于在许多国家拥有生产和销售单位的大型跨国公司，采用多国战略意味着将其海外子公司作为独立的业务来对待，总部仅控制一个底线，而将每个国家作为一个利润中心。每个国家的子公司可以根据需要自主管理自身的经营，但它必须创造利润，这样才能从总部取得资源。除了拥有自己的当地生产设施、营销战略和分销体系之外，子公司通常利用当地的原材料来源并雇用主要来自东道国的人员。

### （三）全球战略条件下的母子公司治理

跨国公司的全球战略主要是为了应付日益增加的成本压力。在贸易自由化、通信技术的进步以及全球金融服务和资本市场的推动下，许多产业正在向全球性产业演变。产业的全球化意味着全球范围内普遍的顾客需求的增长，以及技术的快速扩散和产品的标准化。在全球性产业，企业面临着越来越大的降低成本的压力。为了应付这种压力，企业必须在世界上最有利的区位大批量生产某种标准化的产品，以此降低生产成本，实现区位经济和经验曲线

经济。

实行全球战略的跨国公司会采用一切方法来实现其产品在成本和质量上的最佳定位。它们通过在低成本国家生产，利用世界范围的设备生产标准化产品，开展全球一体化经营等手段，来提高全球效率。整个企业从一开始就基于全球市场来构思和设计产品。处于重要市场上的子公司通常会对产品设计提出建议，但是，一旦母公司推出一项新产品，那么子公司的角色就转变为执行者。全球化的产品通常是依赖于各国的相似性，而不是文化差异来销售的，因此，营销战略一般由母公司统一制定。全球战略是许多日本跨国公司如丰田、佳能、小松制作所、松下等公司采用的经典方法，许多欧美公司如英特尔、德州仪器、摩托罗拉、福特、大众等也都采用全球战略。当降低成本的压力很大而顾及地域差别的压力较小时，全球战略将有助于提升企业的竞争优势。

#### （四）跨国战略条件下的母子公司治理

采取跨国战略的跨国公司需要超越国际战略、多国战略和全球战略的局限，重新对公司的资产和能力进行组合。这些公司认识到，每一种传统的方法都是不完整的。为了获得全球竞争优势，成本与收益必须同时管理，效率与创新同样重要，并且创新是双向的，它并不是由母公司流向子公司，而是可以在组织的不同部门产生。因此，跨国公司不能将目标集中于单一方面，而应该充分利用不同的目标和方法的组合，来提高效率、灵活性和学习能力。

实施跨国战略的跨国公司通常将那些最重要的资源和能力集中在母公司运营，这不仅仅是为了实现规模经济，更为重要的为了保护特定的核心竞争力和实现对全体管理人员的必要监督。例如基础研究、核心技术和财务职能一般集中在母公司，以保证战略的安全性和竞争能力的集中。另外，一些具有明显规模经济效应和区位优势的资源也会集中使用，但这种集中可能分布在国外的子公司。例如，生产劳动密集型产品的世界规模的制造工厂可能建于低工资国家；为了利用世界范围的研发力量，一些美国跨国公司可能会在德国、日本或印度设立研究开发中心。其他一些具有市场敏感性的资源则会在地区或国别基础上走向分散。例如营销活动需要更加贴近当地市场，尤其是当不同地区的需求情况具有明显差异时，营销职能将向国外子公司分散。当某些区域的独特性足以影响公司产品的重新设计和重新定位时，公司也会建立地区性的研发和生产设施，以适应当地的需要，尽管这样有可能牺牲规模经济效益，但是只要这种当地化的收益大于潜在的规模经济效益，跨国公司仍然会采取这种灵活性的策略。

#### 【网络链接 11-1】国内中外合资企业的公司治理

中外合资企业是中国企业与跨国公司进行战略合作的一种典型形式。不过，合作动机的短期性和双方长期发展目标的冲突，使得这种合作关系面临各种机会主义行为的威胁。如何有效地防止机会主义行为对合资企业的侵害，更好地协调合资双方的利益，是中外合资企业公司治理机制所要解决的首要问题。我们以南开大学课题组对天津开发区中外合资企业的调查为基础，分析中外合资企业公司治理机制的特点。

- 一、中外合资企业董事会的构成与职能
- 二、中外合资企业高级经理人员的角色
- 三、中外合资企业对经理人员的考核与监督
- 四、中外合资企业的控制权。

.....

调查中发现，合资企业的外方母公司不仅重视在股权安排上对合资企业进行控制，而且还非常重视通过非股权安排的方式达到控制合资企业的目的。外方母公司通过资金、核心技术、关键管理技能和营销网络等要素的投入，使合资企业的经营决策和日常运行严重依赖外方母公司。除了通过股权和非股权安排实现对合资企业的控制之外，合资企业的母公司还

非常重视对合资企业的人事和财务监控。<sup>①</sup>

-----资料来源：此项调查涉及天津开发区 200 家投资额在 1000 万美元以上的三资企业，由南开大学国际商学院院长、博士生导师李维安教授主持。调查结果在 2001 年 11 月 24-25 日公司治理国际学术研讨会上发表。

### 第三节 跨国公司的外部治理

跨国公司的外部治理超出一般国内企业外部治理的范围。跨国公司跨越国界的活动极大地拓展了利益相关者边界，并使公司置于全球产品市场竞争、要素市场竞争和公司控制市场竞争环境之下。这些外部因素会对跨国公司的治理结构和治理机制产生不同程度的影响。

#### 一、各国政府对跨国公司的治理

##### （一）针对跨国公司的政府政策

国际直接投资的自由化极大地削弱了诸如进入审查、国际直接投资排斥和股权限制等传统政策手段的作用。世界各国对国际直接投资的开放以及为吸引国际直接投资而展开的竞争彻底改变了跨国公司的投资环境。人们越来越清醒地认识到，虽然政府和跨国公司的考虑重点与目标存在很大的差异，但其相互间的作用是促进经济增长与发展的根本动力之一。政策制定者们面临的主要挑战是找到和实施一种既能促进政府目标实现，又能符合跨国公司目标的政策。跨国公司的目标是提高效率和竞争力，以谋取更大的利润；政府目标则包括经济增长、就业和国家安全这句话是否可放在前一句话中，很大的差异之后。虽然跨国公司对东道国的经济发展具有巨大的促进作用，但是，如果政府对跨国公司的行为束手无策，跨国公司的势力可能会给当地的经济发展造成严重的负面影响。

国际直接投资的自由化并不意味着政府作用的弱化，而是政府职能的重新定义和其它方面的强化。特别是在减少扭曲？、建立积极标准和保护市场的正常运行方面，政策作用的空间仍然十分广阔。在与跨国公司相关的限制性商业惯例、转移定价与税收、技术转让、人员聘用、环境保护等方面，许多国家的政府采取了更加积极的行动，进一步加强国际合作，以保持对跨国公司行为的有效监控。

限制性商业惯例是跨国公司的反竞争行为，其目的是垄断市场。限制性商业惯例包括四种类型：一是单一企业对市场统治地位的滥用；二是反竞争兼并与收购；三是竞争者之间限制竞争的横向协议或卡特尔；四是上下游企业之间的纵向限制。限制性商业惯例会抑制市场竞争，损害消费者福利。发达国家和越来越多的发展中国家都颁布了相应的竞争立法，希望通过竞争政策来促进竞争，以实现资源的优化配置。多数竞争法规禁止限制性横向协议、获取和滥用统治地位和大规模限制性纵向经销协议等企业反竞争行为。

对跨国公司的转移定价行为，许多国家政府也在采取积极的应对措施。通常情况下，国家的税法只规定按直接交易条件下的价格和交易条件纳税，但直接交易原则的应用存在明显的局限性，结果，跨国公司的纳税要通过国家税务当局与企业的讨价还价来确定。近年来，许多国家税务当局采用情况相似的跨国公司利润业绩可比性的方法来确定有关企业的应纳税收。此外，跨国公司与有关税务当局事先签订转移定价协议的做法也变得越来越普遍。双边避免双重征税协定和美国国内财政局不同税收辖区跨国公司审计的政府间合作的“同时审查计划”中都订有转移定价税收合作条款。美国政府间审计合作项目的主要目的在于使国际化经营企业的审计更完善，更有效。“同时审查”属于避免双重征税协定的内容，同时也是经济合作与发展组织草拟的国际税收问题指南的内容。本段能否使句子简短易懂

<sup>①</sup>此研究支持 Geringer 和 Hebert(1989)年的研究结论。他们认为，母公司倾向于选择那些被认为关键的经营活动，而不是试图控制合资企业的所有活动。他们的观点和 Glaister(1995)对 94 家英国国际合资企业和 Glaister&Wang(1994)对 21 家中英合资企业的研究成果是一致的。

## （二）各国对跨国并购的监管

跨国公司并购行为是各国政府对跨国公司监控的重点。跨国公司的并购活动容易造成少数企业的市场特权或控制地位，从而削弱竞争。为了避免跨国公司的并购行为对本国市场竞争的不利影响，许多国家在竞争法中加入了关于兼并与收购的补充条款，使兼并收购活动纳入竞争法管辖的范围；也有些国家单独立法予以管理。绝大多数兼并控制法规都允诺对不同国籍的兼并与被兼并公司一视同仁，但也有少数国家将民族利益问题也纳入竞争法的考虑之中。例如英国的公平交易法列举了一些一般竞争因素之外的其他因素：一是维持和促进英国产业布局平衡和就业的考虑；二是维持英国商品和服务生产商和供应商国外市场竞争力方面的考虑。

马来西亚的并购法规也带有比较明显的民族利益色彩。1974年，马来西亚外国投资委员会制定了有关资产或任何股权收购、公司或企业合并与接管的一套管理指南。这些指南规定，拟议的资产或任何股权收购、合并或接管：①应当直接或间接导致马来西亚人更加平等地拥有所有权与控制权；②在以下方面直接或间接带来净经济利益，如马来西亚人，特别是马来人的参与程度，所有权和管理、收入分配、增长、就业、出口、产品与服务的质量与品种、经济多元化、当地原材料的加工与提升、培训、效率以及研发活动；③不应国防、环境保护或区域发展等方面的国家政策产生负面影响。

加拿大在传统上一直严重依赖FDI中文推动经济发展。在50年代，加拿大开始测算某些工业中的外国控制程度，分析外国投资，尤其是外资收购的成本与收益。其结果是加拿大采用了一些法律和政策来对外国投资进行管理。但在80年代，除了少数法律和政策外，其中包括1986年的《加拿大投资法》，其他大多数法律和政策都被取消了。

根据《加拿大投资法》，外国收购者收购加拿大公司都要通知政府，但政府只对重大收购进行正式审查。外国收购意向书是根据其对加拿大的“净收益”进行评估的。评估净收益的因素包括：①该项投资对加拿大经济活动水平与性质的影响，包括对就业、资源加工的影响，对利用加拿大生产的零部件和服务以及对加拿大出口的影响；②外资在加拿大企业或新加拿大企业中的参与程度与意义，以及在上述加拿大企业或新加拿大企业所组成或将要组成的某个行业或某些行业中外资的参与程度和意义；③该项投资对加拿大的生产率、产业效率、技术进步、产品创新与产品多样化的影响；④该项投资与加拿大产业政策、经济政策与文化政策的兼容性，考虑到中央政府及各省立法机关制定的产业、经济与文化政策目标可能受到该项投资的重大影响；⑤该项投资对加拿大在国际市场上竞争能力的贡献。

美国是一个市场经济体制较为完善的国家，对跨国并购的控制主要侧重于维护正常的市场竞争秩序。但是，对于威胁到国家安全的跨国并购活动，美国也制定了相应的法案对其进行审查。1988年，《美国贸易与竞争综合法案》第5021段修改了1950年《国防生产法》第721节，该法案授权美国总统有权中止或禁止那些确实威胁美国国家安全的外国对美国企业的收购、合并或接管。根据该法案第721节，也称为艾克森——弗洛里奥条款，美国政府可以行使权力阻止一家外国公司收购美国公司，其条件是如果美国总统认为：有可靠的证据表明，实施控制的外国实体有可能采取威胁国家安全的行动~~删去~~。

虽然大部分控制跨国并购的法规只关注跨国公司对本国企业的并购，但也有一些国家将本国企业收购外国企业的行为纳入管理的框架之内。本国企业对外国企业的收购可能会间接地影响到本国的竞争的状况。

这种状况在跨国并购中时有发生。例如，1993年，德国通告的兼并与收购中，6%带有此类性质；英国此类收购与兼并则占19%。为了避免国内企业通过收购国外企业而间接地获取在国内市场的垄断地位，一些国家制定了相应的法规对这类并购活动进行控制。例如，德国~~联邦卡特尔管理办公室~~《对外兼并国内效应审查指南》即对此做出了规定。

德国~~联邦卡特尔管理办公室~~国内效应审查指南涉及的对外兼并内容包括：

删除的内容：①

批注[h17]：该句话的含义是？不太明确

删除的内容：：②除了《国际紧急经济权力法案》外，其他法律条款没有提供足够和适当的授权以保护国家安全

批注[h18]：机构全称为“联邦卡特尔管理办公室”还是“德国联邦卡特尔管理办公室”

批注[h19]：该指南的全称对否？是对的。

删除的内容：的



如果兼并影响国内竞争的结构性条件,兼并涉及国内企业,包括子公司和其他关联企业,在国外进行的兼并就会导致国内效应。

1. 仅涉及两家直接参与兼并交易的企业在境外实施的兼并(包括所有兼并交易,国内企业收购境外企业资产或股权,组建合资经营企业除外):

①两家企业兼并前或者直接,或者通过子公司、分公司、进口商均已在联邦德国开业,兼并就会具有国内效应;

②如果在兼并前仅有其中一家企业在联邦德国开业,兼并也可能具有国内效应。兼并后,兼并的外方与国内方因生产联系和产品联系(生产阶段前或后)很可能将向联邦德国提交商品;兼并后国内企业的专有技术明显增加,或工业产权自然增长。

2. 对于组建境外合资经营企业,国内效应主要取决于合营企业经营所涉及的商品和地理市场;合营企业活动的国内效应原则上决定于本指南第1款所限定的条件;在这方面,生产联系和/或产品联系将依据合营企业与国内投资者的关系来确定。

3. 组建境外合资经营企业可能也会具有国内效应,如果: ①合营企业的境外合作公司早在合并前就已经在合营企业经营领域与联邦德国发生联系,如果不合并,该企业也可能进入联邦德国市场。②合营企业的国内合作方因此而扩大了生产能力,明显改变国内供应能力(替代品或境外生产替代国内生产的出口品)。

应该看到,迄今为止真正能对跨国公司行为实施有效监控的国家还很少。一个国家要研制合适的政策,开发公平、有效地实施这些政策的手段需要花费相当长的时间。然而,在跨国公司对经济发展的影响不断加深的情况下,每个国家都面临着有效实施竞争政策的挑战。要改变这种状况,首先需要一部强有力的竞争法规和一个称职的竞争执行机构。这个机构应当具有广泛的权力,可以对跨国公司的行为进行调查。同时需要有一批经过良好培训的专业人员,需要开发强大的分析能力,以提高对现实或潜在的反竞争行为的判断能力。竞争管理机构的首要任务是推行公平竞争,尽可能地提高经济效率和增加消费者福利。竞争管理机构的管理条规必须经得起审查,允许起诉,包括向法院投诉。颁布和实施竞争法的决策一旦作出,竞争执行机构的决议应当免受政治干预。

## 二、国际组织对跨国公司的治理

跨国公司跨越国界的经营已经超越了单个国家市场竞争准则和政府管制的范畴,国际范围的协调显得愈加紧迫。在日益开放的世界经济环境中,跨国公司的行动、空间和权利得到了空前的扩大,对世界经济的影响力也不断增强。这意味着跨国公司需要承担更多的社会责任,接受和执行世界上普遍接受的价值观和原则,做一个良好的全球公司公民。一个良好的全球公司公民,不仅享有各个国家和国际社会所授予的从事国际经营活动的一系列权利,同时,还应承担相应的义务。跨国公司的全球活动要求国际组织制定相应的行为守则和规范,以对跨国公司引发的利益冲突进行协调。

### (一) 国际组织对跨国公司的约束

许多国际组织已经制定或正在制定有关跨国公司的国际准则和行为守则,其中较为重要的包括1976年OECD的《多国企业指南》,1977年ILO的《关于多国企业和社会政策原则三方声明》,1980年由联合国大会通过的《UNCTAD 控制限制性商业惯例公平原则和规则多边协议》,1998年OECD委员会通过的《关于反对“硬核”卡特尔有效行动的建议》,1999年《OECD 反对贿赂外国政府官员公约》以及1999年OECD部长级会议产生并签署的《OECD 公司治理原则》。

由于大多数文件只是国际组织对跨国公司行为的非约束性建议,下面仅对具有约束力的两个主要文件进行介绍。

#### 1. 《UNCTAD 控制限制性商业惯例公平原则和规则多边协议》

删除的内容: 如果

批注 [h20]: 语句衔接不上,实际要表达的意思是?

删除的内容: 对于

删除的内容:

删除的内容: 如果

删除的内容: , 如果: 冒号?

批注 [h21]: 此段表述能否再完善一下?

删除的内容: 此类未来对联邦德国提交商品交易的国内效应取决于此类或类似商品是否已经包括在两国贸易之中,或是否具有技术或管理贸易壁垒;

批注 [h22]: 条款在何处体现?

删除的内容: 本条款

删除的内容: ?

删除的内容: 此外改为3,

删除的内容:

删除的内容:

1980 年，经过近 10 年的洽商，一个由联合国贸发会议（UNCTAD）组织的、有关竞争问题的主动执行型《UNCTAD 控制限制性商业惯例公平原则和规则多边协议》终于达成。

多边协议的首要目标是保证限制性商业惯例不会阻碍或影响关税和非关税壁垒削减所带来的好处，特别是对发展中国家贸易和发展带来的好处的实现；同时，该协议还试图通过促进竞争、控制经济力量集中和鼓励发明来大幅度地提高国际生产的效率和推动发展；该协议着眼于保证和促进社会福利的提高，特别是保护消费者的利益。

协议第三部分提出了考虑发展中国家尤其是最不发达国家的具体要求，经多边协商同意的控制限制性商业惯例原则，指出：“为了保证多边协议的公平实施，各国，特别是发达国家，在其控制限制性商业惯例的过程中必须考虑发展中国家特别是最不发达国家发展、金融和贸易方面的需要，特别是（1）促进国内工业建立或发展，以及其它经济部门的发展；（2）鼓励发展中国家通过相互间的区域和全球安排促进经济发展。”

协议第四部分第一段指出：“企业必须遵守经营所在国的反限制性商业惯例法律和有关法律关于控制限制性商业惯例的条款，一旦触犯这些法律，必须接受法庭和有关管理机构的裁决。”第四部分第三、四段明确了企业必须控制使用的主要限制性商业惯例类型。关于同一跨国公司不同实体间的企业内交易，第三段限定这类交易的范围为“同一经济实体共同控制（包括通过所有权或各类导致企业不能独立行动的方法控制）下的企业间交易”。第四段指明了所有企业通过滥用，或者谋取或滥用市场统治地位限制市场进入或竞争的行为均属于限制性商业惯例，包括针对竞争者的掠夺行为、歧视性定价（非正当差别性定价）、商品或服务销售或购买条件，包括使用转移价格在子公司企业间进行的高定价策略或低定价策略。

协议第五部分要求各国颁布和有效实施合适的竞争法律，制定竞争法实施的司法和管理细则；要求在保证保密条件下交换信息和加强合作。协议第六部分还对咨询程序和对发展中国家技术援助等问题作出了具体规定。

根据协议第七部分的规定，联合国贸发会议建立了一个以政府间专家小组形式出现的协议执行监督机制，专家小组每年举行一次会议。

## 2. 《OECD 反对贿赂外国政府官员公约》

《OECD 关于反对国际商业交易中贿赂外国政府官员公约》于 1999 年 2 月 15 日实施。公约允许 OECD 国家与其他国家以合作方式行动，采取国内立法使得对外国政府官员行贿成为犯罪。29 个 OECD 成员国与 5 个非成员国（阿根廷、巴西、保加利亚、智利与斯洛伐克）签署了这一公约，12 个国家已经提交了认可、同意或批准的文件。其他国家有关公约的批准与实施的工作正在进行。

对公约批准与实施的监督分为两个阶段。第一阶段于 1999 年 4 月开始，审查已批准公约的三个国家，即德国、挪威与美国。其目的是评估参与方实施公约的法律文本是否符合条约规定的标准。这一阶段，根据对一个国家的法律体系如何实施该公约的问卷调查表的答复，进行自我评估和相互评估。第二阶段，集中于评价有效应用与实施。在此阶段，工作小组将评估每一国家在其实践中如何有效应用和实施国内法律以执行该公约。这一阶段将涉及总干事与主要审查人员的访问，以便为对有关国家进行彻底审查做好准备。第二阶段从 2000 年下半年开始，在不迟于 2005 年完成对所有参与国家的一轮检查。

有关贿赂工作小组将优先检查下列问题：①与外国政党有关的行为；②预料某人将成为外国政府官员而许诺或给予此人的利益；③对外国政府官员行贿触犯洗钱法；④外国子公司在贿赂交易中的作用；⑤离岸中心在贿赂交易中的作用。

作为工作计划的一部分，工作小组将根据从自我评估与相互评估中获得的经验，继续对这些问题进行审查。工作小组也试图就其他与国际商业交易中的贿赂行为有关的问题，如民事与行政补偿、贿赂的诱发、商业代理人的贿赂等开展工作。关于离岸中心，OECD 将与其他组织一起致力于解决国际合作中的障碍。

## （二）民间团体对跨国公司的约束

联合国是用“非官方组织(NGO)”一词来定义领域相对有限的非政府活动者，尤其是那些在发展、裁军、妇女平等以及人权等方面活跃的非官方国际组织。民间团体在一系列国际经济讨论和谈判中已经有了很长时间的参与。例如在 80 年代后期和 90 年代，许多民间团体参与联合国“跨国公司行为规则”、“消费者保护指南”、“里约热内卢首脑会议”和 GATT/WTO 的谈判。随着参与、协商和可持续发展的原则在规范国际争端方面的作用被越来越广泛地接受，民间团体逐渐成为国际经济政策制定过程中的一种力量。

加强跨国公司社会责任的积极行动最早见诸于《沙利文原则》和《色列斯原则》，这两个原则都产生了不同程度的影响力，并取得了成功。

### 1. 《沙利文原则》

《沙利文原则》是莱昂·沙利文提出来的。沙利文是费城的一名牧师，黑人公民权利活动的积极分子。该原则产生时，他是通用汽车公司董事会的成员。当时沙利文邀请了美国一些领头的大公司和他一起制定了一套原则，这些原则旨在指导公司改善黑人员工及其家庭和社区的条件。1977 年 3 月，沙利文和包括通用汽车公司在内的美国 12 家大公司的代表一起颁布了该原则。

最初的六项原则号召废除种族隔离设施，同工同酬，为所有雇员提供同样的就业机会，在工厂内为黑人提供技术培训和晋升的机会，并改善雇员工作场所以外的生活条件。

在沙利文 1987 年离开这一计划前，为了向签署这个原则的公司提出更具挑战性的目标，以及对南非所发生事件的反应，他对最初的原则进行了四次发展和补充，其中最重要的两次是 1979 年 5 月的第二次和 1984 年 11 月的第四次。前者是要求签署原则的企业对南非的集中控制法提出挑战，并允许这些公司的雇员组织工会；后者要求公司支持结束一切种族隔离法律。

根据这一计划，一家公司如果（1）对原则提出书面承诺；（2）支付年度评估费；（3）向亚瑟·D·李特尔咨询公司(ADL)每年提交完整的评估调查表，那它就有资格取得签署者地位。ADL 公司由一位资深副总裁负责监督签约公司，并草拟希望签约公司填写的年度调查表。ADL 公司每年年底都提交一份总结报告，总结签约公司在实施原则方面取得的进步，并列明每家公司当年在三个等级评比中所获得的级别。

签约公司的三个等级是：I——优，II——良，及III——需要更加积极。一家公司要取得好的等级，首先必须达到 14 项基本要求，其中包括：允许结社自由，同工同酬，对一个五口之家支付至少高于贫困线 30%的最低工资，保证公司的所有设施对所有种族的人开放，保证由雇员代表团体定期对该计划的实施和等级进行评议。

根据公司在诸如雇员培训和社区发展等活动领域的表现，如果签约公司达到了所有 14 项基本要求，就会获得及格的等级（等级 I 或 II）。在评价公司的表现时，ADL 公司主要依靠问卷调查表中的陈述，但要求公司提交完整的调查表，连同薪水总额、雇员人数、领取最低报酬的工人的工资和社区事务方面的总支出等。这些材料在提交给 ADL 公司之前，均须经过外部审计企业的审核。

最初几年，很多拥有工厂作业的签约公司都忙于废除自助餐厅和更衣室中的种族隔离设施，但随着时间的推移，该计划的重点转向培训与开发、社区发展和社会公正。例如，在 1981—1990 年期间，签约公司管理岗位上南非黑人的比例从 3%增加到 13%。

美国公司参与《沙利文原则》的一个引人注目的原因是，在《原则》面世之初，美国和国际反种族隔离运动正处于高涨阶段，许多公司需要该计划来消除外界认为其经营支持种族隔离政策的批评。与这种压力相反，《沙利文原则》的特点使其重要支持者（特别是机构投资者）拥有了信誉，这些股东已准备让他们的公司证明“建设性参与”的好处。这些公司由受到尊敬的第三方（即 ADL 公司）予以评级，评价结果公之于众；而且该计划多年来一直



是由公司外部的知名人物（沙利文）领导的。

签署该原则的母公司数目在 1985—1986 年期间增长到顶峰，超过了 180 家。随后，由于美国公司在 80 年代后期撤出南非，签署该原则的公司随之减少。到 1994 年该计划结束时，这类公司大约有 50 家。

## 2. 《色列斯原则》

《色列斯原则》于 1989 年 9 月由 15 个主要的环保团体起草和颁布。参与起草和颁布该原则的还有几家重要的机构投资者，即纽约市雇员退休保险体系、加利福尼亚公共养老金体系以及公司责任宗教团体联合会，后者代表了 200 多个新教派别和天主教团体。

色列斯十条原则包括保护生物圈、维护自然资源和减少污染量等内容广泛的声明；其他条款集中于保护能源、减少危险和销售安全产品等；最后四条原则要求公司恢复环境以纠正可能由其造成的环境破坏，披露公司经营可能造成的公害，使公司高级管理层和董事会对环境问题负起更大的责任，利用标准的色列斯报告对公司经营进行年度环境稽查并将结果公之于众。

目前，色列斯运动由 23 人组成的董事会领导，董事会代表了组成色列斯联盟的 50 多家机构投资者、公共利益团体与环境组织。联盟的执行董事长领导着一小批职员，联盟的许多工作由四个委员会和职员处理。过去十年中，有 48 家企业签署了《色列斯原则》，其中包括 19 家公众公司，它们中有通用汽车、可口可乐、美洲银行、伯利恒钢铁、宝丽来和国际电话电报公司。

加入《色列斯原则》的主要费用是每年支付的应付款（一家年销售额为 250 亿美元以上的公司，其应付款可能高达 25000 美元），并且每年要填写一份色列斯报告表。这对尚未为其他目的收集所需信息的公司来说要耗费大量的时间和精力。报告提供了公司环境方面的全面说明；许多签约公司将年度问卷调查表作为本公司的环境报告的基础。联盟鼓励但不要求公司参加色列斯召集的定期会议。一些公司非常欢迎与环境团体、投资者及其他公司在社会背景下相互交流的机会，积极参加环境和可持续发展问题的讨论。

1998 年，色列斯着手制定新的《全球报告倡议》，其目的在于建立全球范围内的、自愿的、标准化的公司可持续发展措施。该倡议已发展到包括许多全球性组织，其中包括可持续发展世界企业理事会、（英国）注册会计师协会、斯德哥尔摩环境研究所、（英国）皇家科学、技术与医学学院以及联合国环境计划署。1999 年 4 月，其成员在伦敦正式通过了《公司可持续性报告指南》草案，该指南将作为指导性公司报告项目的基础。

## 3. 其他民间团体的行动

小 1 近年来，民间团体参与国际投资问题的讨论非常活跃。例如，1999 年初，世界发展运动提出了它认为 TNCs 中文及其子公司和分包商在其所有经营活动中均应遵守的一套“核心标准”。阐明这些标准的目的是为企业界的经营提供一个稳定的、一致同意的国际框架，并且能使各国及其民众由 TNCs 经营活动所获得的利益最大化，并使其成本最小化。标准的清单并非详尽无遗；而是提供进一步讨论的基础。这些标准涉及基本人权、工作条件、平等、消费者保护、环境、地方社区、商业惯例以及国家主权和发展战略。由于在投资规则制定过程中所涉及问题的复杂性，世界发展运动的做法是提出一个管制框架，而不是提出一个单独的国际协定，以便尽可能地加强现有机制，而不是发明新的程序。

小 2 自由工会国际联盟(ICFTU)长期以来一直拥护建立一套全面的规则以管理跨国公司的活动，并且密切注意 OECD 正在进行的多边投资协定(MAI)谈判。该联盟所重申的观点是，不论是就地理范围还是就所涉及的问题而言，一个全面的方法都能取得政治上的合法性以保证建立一个有效和平衡的国际体制，对跨国公司在世界发展中的作用予以管理。因此，如果谈判是在 WTO 开始的，那么，谈判的目的应当是建立一个强有力的国际框架，以便使国际贸易和投资增长的影响最大化。这样一个框架应该包括有约束力的条款以使保证承诺能

够尊重核心劳工标准，并被《ILO 关于多国企业和社会政策原则三方声明》所了解。而且，根据 ICFTU 的观点，任何有关发展中国家的“发展条款”的讨论都应得到诸如正在 WTO 进行的定期多边评论过程的支持。对竞争和限制性商业惯例，其中包括腐败和 TNCs 的转移定价也应给予适当的注意。

小 3 国际商会(ICC)根据它为新一轮多边贸易谈判而确定的战略重点，敦促各国政府抓住新一轮谈判的机会，推动在 WTO 内创造高标准的多边准则以保护 FDI 并使之自由化。也是在 1999 年，ICC 重新修订了《反对欺诈和贿赂行为准则（1996 年修订版）》。该准则制定了企业在设计反腐败政策时应遵循的一系列原则。该准则的第一个版本是在 1977 年通过的，它反映了一个世界性商业组织为规范国际贸易和投资行为的第一次努力。该准则同时附有一份“公司实践手册”，为公司管理人员提供实践指导。手册包含案例研究、有关公司行动守则的内容和公司实践建议，其目的是根据《OECD 关于反对在国际商业交易中贿赂外国政府官员公约》和其他倡议以促进实施公司行为守则。

小 4 另一项直接以监督 TNCs 在社会责任问题上的表现为目的的创新行动是经济优先理事会(CEP)于 1997 年建立的经济优先理事会鉴定机构(CEPAA)。一个由来自工会、大学、人权团体、公司和会计事务所的代表组成的咨询委员会，参照国际企业界广泛接受的 ISO9000 质量标准，协助起草了一份社会责任标准(SA8000)。在吸取了 ILO 一些公约的条款和人权原则后，SA8000 的起草者们建立了一套具体的标准，这些标准涉及到许多劳工和工作条件问题，其中包括童工、健康与安全、结社自由、集体谈判、歧视、工作时间和工资等。对签署 SA8000 的企业可以根据该标准进行检查、审核和鉴定，如果企业符合标准，该标准将会提供标志或声誉方面的好处。一些国际会计企业与这项活动的联系很密切，有些公司已表明有意使用这项计划。<sup>①</sup>

### 三、跨国公司的反应

跨国公司往往热烈拥护使各国政府对外国投资者承担义务的国际法律承诺，而对治理其经营活动的具有约束力的国际法律标准则多少有些厌恶。尽管如此，面对来自政府和国际社会日益增加的压力，跨国公司逐渐认识到做一个良好的全球公司公民对公司发展的重要意义，许多公司开始重视自身的社会责任，建立了不同形式的全球经营准则。

#### （一）卡特皮勒公司

卡特皮勒公司于 1974 年首次出版了《世界商务行为守则和经营准则》，成为跨国公司在处理企业社会责任方面形成一套准则的典范。该准则 1992 年 8 月再版文本的主要内容包括以下几个方面：可否换成小资料的形式

##### 1. 经营使命

卡特皮勒的综合目标是促进拥有企业的股东们长期收益的增长。

这决不削弱雇员、顾客、供应商、政府和其他利益与我们的利益息息相关的各方权益，事实上也不削弱公众的权益……我们相信，我们能够通过对我们所有的顾客采取公平、诚实、明智的行为最大限度地地为股东，为实现企业长期利润服务。

##### 2. 竞争行为

公平竞争对于自由企业制度是基本的，我们支持法律禁止贸易限制、不公平做法或滥用经济实力。我们在各地都避免这些做法，包括法律并不禁止的做法。

##### 3. 公共责任

我们认为语言表达方式由经营活动产生的社会影响可基本上分为三类：

第一类是日常的经济事务，包括开发产品和服务、提供职位和培训、投资于制造业和

<sup>①</sup> UNCTAD, World Investment Report 1999.

技术设施、与供应方打交道、纳税、吸引顾客和投资者、获取利润。

第二类是企业必须以一种对社会负有责任的方式处理的经济事务。它并不足以成功地提供有用的产品和服务。例如，一种经济活动应该公平地雇用人员，并促进雇员生活水平的提高；应该保证雇员工作和产品的安全性、节约能源和其他有价值的资源，帮助保护环境质量。

第三类与经济活动以外的企业主动性相关，如帮助解决社会问题。在资源允许范围内（如果东道国或社区希望），我们将有选择地介入这些事务。每一个企业都构成其经营社区的一部分，正如个人可以从有特色的建筑、健康福利、教育和文化活动中受益，同时也需要公民尽义务来支持这些活动一样。<sup>①</sup>

## （二）皇家荷兰壳牌集团公司

皇家荷兰壳牌集团公司 1990 年 6 月出版了《一般经营原则论》，主要包括：

### 1. 应用

皇家荷兰壳牌集团公司的信誉取决于公司拥有为人理解的原则和责任，取决于在差异很大的环境中，在日复一日的实践中能持之以恒。企业可能会煞费苦心地做各种陈述来迎合社会的要求，但“一般经营原则”是皇家荷兰壳牌公司经营中追求最高行为标准的基础。

集团公司包括许多合资企业，参与合资经营的壳牌公司将有助于这些原则的应用，在企业决定是否参与合资经营时考虑这样做的能力。

### 2. 责任

责任可划分为四个方面：

①对股东。保护股东的投资，并提供一个可接受的收益。

②对雇员。为所有雇员提供良好安全的工作条件、良好的竞争条件和服务条件；促进人类智能的开发并充分利用，提供平等的就业机会；在制定计划和工作指导方面鼓励员工的介入，承认企业的成功取决于所有员工的全部奉献。

③对顾客。以必要的技术和商业技能为后盾，开发和提供在价格和质量方面都具有价值的产品和服务。不存在确定的未来：壳牌公司依靠成功和顾客的支持。

④对社会。处理经济事务要本着一个有责任心的社会企业成员的身份，遵守经营国家有关安全、环境标准和社会准则的法律。

企业责任的四个方面是不可分割的，因此管理层有责任不断地评价优先次序，在评价的基础上尽可能地履行责任。

### 3. 自觉行为原则

壳牌公司的政策符合国际上现存的自发的多国企业行为守则，即经济合作与发展组织的国际投资和多国企业宣言和国际劳工组织的三方宣言。<sup>②</sup>

## （三）丰田汽车公司

丰田汽车公司于 1992 年公开发布了《丰田指导原则》。丰田汽车公司总裁 Shoichiro Toyoda 写了“关于指导原则”的引言。引言写道：“随着 21 世纪的到来，丰田的经营活动日益具有世界性特点。我们公司正在成为国际社会的一员。比任何时候，我们更需要使人们的经营、组织、甚至文化适应我们在每一个国家和地区的雇员、合作者和邻居。

丰田公司一直致力于通过提供实用、受欢迎的产品来促进世界人民生活质量的提高。同时，丰田还十分重视各地人们共同关心的问题，如安全和环境问题。今后，我们将在以不懈的努力去帮助解决时代所面临的紧迫问题的同时，以世界公民的身份实现增长和发展。

我号召丰田的每一员工加入到将社会的美好视为一切努力的首要考虑的行列中来。”

《丰田指导原则》的主要内容包括：

<sup>①</sup> Caterpillar 公司《世界商务行为守则和经营准则》(Peoria: Caterpillar, 1992)。

<sup>②</sup> 皇家荷兰壳牌集团公司《一般经营原则论》(London, Shell, 1990)。

### 1. 成为世界级企业

坚持国际公认的企业道德标准：以一种同国际公平、开放概念相一致的方式从事经营活动；就相关问题向具有权威的第三方征求意见和建议，在制订企业政策时考虑他们的观点，执行能体现企业国际化经营特点的人事政策；鼓励每一国家的管理者理解和执行丰田哲学信条，给他们提供有意义的提高机会，包括晋升日本东京任职的机会；实施制度化方案促使派驻海外的管理人员能够以全球观点解决问题，具有介入当地社会的意识。

### 2. 通过重视安全 and 环境问题，为各地人们的生活更美好服务

在生产和经营过程中，将安全与环境置于首要考虑；开发应用性技术和基础技术，提供安全性能，降低对环境的影响；寻求一种方式，如建立新企业，分享在安全和环境方面技术进步所带来的收益。

### 3. 成为每一国家相关社区有贡献的一员

在每一个地方市场尽可能地做更多的工作：在主市场的经营活动尽力实现从产品开发、生产到销售和售后服务一条龙作业；在每个国家的经营活动采用适用技术，提供必要的培训去创造一个富有效率的世界一流水平的工作场所；对每一个国家经营活动的管理均以一种使就业和提高机会最大化，有助于发扬当地社会文化价值的方式进行；在全球范围内分配管理职能；赋予每一地区的管理者以足够的权威，以一种同当地条件和价值观念相一致的方式对经营活动实施管理；管理上，在海外经营与日本总部之间建立明确的分工；支持和促进海外当地管理职能的开展，使当地的经营对盈利负有责任。

### 4. 提倡在促进协作的同时，尊重个性的企业文化

个人创造性和集体协作的动态合会在生产率方面产生协作收益：将日本式的协作精神同西方的个人主义结合起来；以客观的能力和业绩标准来评价员工，以整体地促进汽车制造业和制造业的发展；开发新的生产体制和作业方式来适应变化的价值观念和生活方式；在产业范围（包括其它的汽车制造商和供应商）内引导一场为改进工作条件而战的运动。<sup>①</sup>

## （四）玛蒂尔有限公司

玛蒂尔(Mattle)有限公司是世界上最大的玩具生产厂家之一，1998 年该公司的销售额接近 50 亿美元。该公司拥有诸如芭比娃娃、Fisher—Price、Hot Wheels 及火柴盒等著名商标。玛蒂尔在中国、印度、印度尼西亚、墨西哥和泰国等许多国家拥有或控制着工厂。这些工厂占公司总产出的 70%以上。另外，玛蒂尔也向世界各地的供应商购买产品和服务。

1997 年 11 月，玛蒂尔宣布制定了将适用于公司自己的全部生产设施和世界各地的一级契约制造商的行为守则，即《全球生产原则》。玛蒂尔管理层关心的是，公司的产品不论产于何地，都必须符合全球质量标准；产品生产的条件要符合人道的要求；所有参加玛蒂尔产品生产的员工都应得到公平和公正的待遇，并遵守适用的国家法律和习惯。不过，玛蒂尔也承认公众和媒体已对公司在某些地方存在的违反人权、血汗工厂、雇用童工以及不卫生的工作条件等提出越来越多的批评。《全球生产原则》就是公司所采取的行动，以确保自己是一个负责任的公司公民，并在尽可能好的条件下生产其产品。《全球生产原则》的具体条款所涉及的内容有工资和工时；限制使用童工和强制性劳动以及基于种族、个人性格和个人宗教信仰的歧视；结社自由；经营活动合乎法律和道德规范；产品安全和产品质量；安全和健康的工作条件；接受评估和监督以及公开披露等。

玛蒂尔希望《全球生产原则》不是一份一成不变的文件。相反，公司希望它是一个积极的过程，能根据正在出现的社会、政治和经济条件而不断加以改善和发展。因此，玛蒂尔着手加强所有新工厂的《全球生产原则》标准，使之高于那些正在进行重大扩张或革新的工厂的现行《全球生产原则》标准。

在宣布《全球生产原则》的同时，玛蒂尔还采取了另一个对一家 TNC 来说很新颖的行

<sup>①</sup>丰田汽车公司《丰田指导原则》(东京，丰田，1992)。

动：公司自愿同意成立一个独立的监督理事会，该理事会将检查和核实公司遵守《全球生产原则》的情况，并将结果在不受公司任何限制的情况下公之于众。公司邀请了三个独立的有关行为守则、公司责任和外用童工与劳工问题的专家来建立玛蒂尔《全球生产原则》独立监督理事会(MIMCO)。玛蒂尔同意接受该理事会的建议，加强现有的旨在支持工人教育、培训和技能的系统，显著地提高工人的收入和生活条件。

只有在符合以下三个标准时，遵守《全球生产原则》的系统才是可信的：MIMCO 监督者的独立性和声誉得到公众信任；行为标准可以量化并且在客观上是可以衡量的；拥有一个全面、透明和经常性的披露程序。

为了达到第二和第三项标准，在与玛蒂尔的合作过程中，理事会采取了几项措施，以保证正常的审核能够达到标准的精确性、业绩衡量和评价的客观性、结果公开报告的透明度和清晰度等严格标准。除了商业秘密和个人隐私以外，理事会拥有最终的和不受限制的权力以决定对公众报告的内容和次数。这几项措施的主要内容包括：

①制定三阶段的审核时间表。在第一阶段，理事会将审核公司拥有的所有工厂和玛蒂尔对其产品拥有 100%控制权的工厂。在第二阶段将对公司的主要供应商进行抽样调查，在这些供应商中，玛蒂尔负责其 70%以上但不到 100%的产品。第三阶段将包括那些玛蒂尔控制其产出 40%—70%的工厂。每一组工厂都至少三年审查一次。只要因条件变化使理事会认为有必要时，理事会都有权自行决定进行另外的审查。

②在与理事会合作过程中，玛蒂尔成立了一个由 50 多位高级管理人员和技术专家组成的国际工作组。该工作组的目标是将《全球生产原则》变成可以计量以及在客观上可以最大限度进行度量的操作标准。因此，《全球生产原则》的每一条原则都变成了许多具体的、可计量的标准，必须达到这些标准才能满足遵守《全球生产原则》的要求。

③正在执行的标准应达到或超过所在国家的标准。最低标准是它们必须符合工厂所在国家强制实施的法律标准。如果国家特定的标准不可用或低于玛蒂尔的标准，当地工厂就必须符合玛蒂尔自己的标准。作为一项长期计划，玛蒂尔应尽力使工厂符合或超过在特定区域或地点通行的最佳行业惯例。1998 年，在制定了全面实地考察的操作指标后，理事会审核了玛蒂尔在亚洲所拥有和控制的所有工厂，其中中国 3 家，印度尼西亚 2 家，马来西亚 4 家，泰国 1 家。

根据理事会和玛蒂尔的协议，每个工厂管理者都有一次机会回答理事会审核组的调查，并且在适当的情况下可以对工厂经营进行必要的改变。理事会每一次审核的最终报告将公之于众。报告将说明每一家工厂遵守《全球生产原则》的情况，指出其存在的缺点并提出整改行动方案。<sup>①</sup>

### **【案例11-1】 耐克公司在东南亚的劳工难题**

1995 年以来，外包一直是耐克公司的主要生产方式。例如在印度尼西亚，耐克公司与 12 家工厂签订了承包协议，这些工厂每年生产 7000 万双运动鞋。但是有关收入和工作环境恶劣等方面的问题一直是人们关注的焦点。耐克公司对此做出的反应可以说是这些国家法令和政策的体现。

传统上，公司选择工会力量不太强或者不合法的地方。在这些国家政府的支持下，耐克可以减少劳工问题的曝光，保持成本低廉。这些工厂使耐克能以 22.5 美元的成本生产和运输，接着在美国以 90 美元的价格卖出。虽然这些举动可以使耐克盈利，但公司受到了越来越多的批评，说他们在这些工厂压榨工人的血汗。20 世纪 90 年代初，公司开始面临日益增多的虐待工人的指控，迫使公司对他们的分包商制定一些行为准则。

<sup>①</sup> UNCTAD, World Investment Report 1999.

1992 年，耐克引入了它的第一部行为准则。这部准则旨在表明，公司承诺全面改善工人的待遇。另外，准则规定管理层要尊重工人的权利，形成一个团结的集体，准则禁止管理者骚扰、辱骂、惩罚雇员……

——资料来源：作者根据有关资料整理而成。

#### 第四节 中国企业跨国经营中的公司治理

随着我国在 2001 年年底恢复世界贸易组织（WTO）成员国的地位，中国企业就已经不是传统意义上封闭于国内的企业，而是现代意义上国际化的企业了，因此，事关企业如何长期发展的公司战略及其密切相关的公司治理问题，就自然成为中国企业开展国际化经营战略的重要问题。

从前面各节不难发现，跨国企业的公司治理不是简单的国内企业公司治理的延伸，而是多种包含技术、组织和制度等因素推动的结果。由于跨国企业特有的跨国家或者地域边界的特征，如何探索这种特有的组织形式的公司治理的内涵，正在日益成为全球范围的一个研究热点问题。<sup>①</sup>

国内企业公司治理中明显的“受托责任”（accountability）问题，在跨国企业的公司治理中显得尤为重要，因为跨国企业涵盖的公司利益相关者更多时候是具有不同的制度背景的经济组织或者行为主体，从而跨国企业的公司治理具有相比于国内企业而言的特殊性甚至复杂性。进而作为 WTO 成员国的中国企业，则更加有必要在客观的国际化作用推动下，认识并强调跨国公司治理的重要意义。

#### 一、中国企业跨国经营的特殊性

中国企业在 WTO 的背景下，具有两个方面的特殊性。一是中国企业的形成机制不同与发达国家的跨国公司；二是在跨国公司自身的网络组织属性上，中国企业也不同于发达国家的跨国企业。

##### （一）发端于计划经济体制的中国跨国企业

众所周知，中国的经济改革开始于 70 年代末期和 80 年代初期，在此之前，中国企业主要是计划指令的执行者，即此前的中国企业本质上是政府指令的加工厂或者工作坊，谈不上市场经济意义上的企业。所谓市场经济意义上的企业，最核心的内涵，是指作为一种经济

批注 [h23]: 传统意义上的中国企业？广义的中国企业？以中国企业是否从事跨国经营活动来区分么？那这种表述是否妥善？

删除的内容: 广义

删除的内容: 国际

<sup>①</sup> Luo, Yadong. (2003). Special issue: corporate governance and accountability in multinational enterprises. *Journal of International Management*, 2003(9), pp: 351-353

组织，企业必须首先是以营利为行为目标的经济行为主体。但此前我国连真正意义上的全国市场都不存在，自然难以提及企业的存在问题。

从 1978 年起，我国企业就开始了寻求成为市场主体的历程。但是，这种历程不是简单的由需求拉动的结果，相反是制度变迁的产物。1978 年以前，我国企业面临的经营环境，几乎可以说风平浪静的。企业的性质完全就是社会化的结果。“大而全”、“小而全”是对我国企业内容和制度环境的概括。

所谓“大而全”是指企业的规模大，主要以人数论，而不是以实际资产的数目论。企业的成长主要得益于政府计划部门指令下的固定资产投资的增加。而且，最主要的是，企业的功能肩负着社会的功能，因此，企业就是社会，相应的，社会是由企业反映的。这样的企业，特别是大企业，实际上成为一个城市的代名词。如湖北十堰的“第二汽车制造厂”就是这样的计划指令的产物。该厂使一个偏僻的山村发展成为一个汽车城。几乎全市的市民都是该厂的工人。同样，“小而全”是指企业的规模并不影响企业的社会性质，即使是规模很小的企业，也要承担起类似社会的责任。社会化程度和企业发展的这种高度依赖性，不可避免地引发企业因为变化的环境而产生的成本危机。

所以，1978 年以前的我国企业，实际上算不上真正意义上的企业，而只是社会的缩影。企业的性质没有真正体现出来。自然，企业的战略就不可能是市场导向的，而是计划导向的。在政府行政制度主导的这种计划中，企业的战略是通过宏观经济的战略框架体现的。企业的战略等于说不存在。事实上，中国经济改革的焦点，的确也是通过解析企业的性质而从 1978 年之后全面铺开的。1978 年之后，上述的制度环境受到了来自消费者和政府两方面的冲击，从而开始了举世闻名的中国经济改革的历程。这个历程，实际上就是我国企业经营环境从量变到质变的变化过程。其中心思想是，不仅以往计划经济体制的基础要发生改变，而且企业要逐步通过市场制度作为提高资源配置效率的主要手段，切实具备国民经济发展的可持续发展的经济主体。“大而全”、“小而全”的企业笼统观念开始逐渐集中在如何分离企业的各种职能上来，企业的内涵随之发生变化。

所以，我国跨国企业的形成机制不是市场机制，而是政府主导的行政机制。这种机制在持续至今的我国经济改革过程，日益渗透到国内企业的公司治理制度的建设中。

## （二）基于行政治理和关系治理的中国跨国企业

跨国企业作为一种跨地域的经济组织，如何控制是一个事关企业长期有效竞争的主要问题。随着我国经济改革的纵深发展，我国企业不仅在形成机制上逐渐转向市场机制，而且从上

个世纪的中后期，开始参照国外发达国家的地区的企业组织形式，组建企业集团，同时尝试企业跨国经营的方式。

跨国经营的方式的效率，首先取决于对企业组织制度的深层次认识。其中最为关键的一种组织制度要素，就是如何整合集团公司和子（分）公司的资产以及控制的问题。我国企业在组建集团企业过程中，组织方式依然主要沿用了以往政府出面，将相同地区（包含不同地区）和不同行业（也可包含不同行业）的企业进行联合，形成资产组合基础上的大型国有企业。同样由于政府在集团企业组建中的主导作用，因此，集团公司的长期目标的实现基础，仍然寄托在政府的有效决策上面。此外，政府的这种在企业组织方式中的主导性进一步引发出资关系也是集团公司长期发展的关键环节。

这样一来，我国企业的逐步跨国经营的企业集团公司的建设过程中，战略性决策的决定因素是政府和关系导向的制度因素，在公司治理的范畴中，就成为企业运行中的行政治理和关系治理模式。

很显然，作为宏观经济职能部门之一的政府部门以及有利于内部决策有效性范围之外的出资关系，难以掌握集团企业的微观市场和战略经营方面的完备信息，从而，我国企业的跨国经营从一开始，就必须考虑面对不同经济制度下的制度背景应该如何兼容的严峻问题。

## 二、中国企业跨国经营中的治理难点

作为经济组织之一的企业的公司治理，目标是确保企业战略决策的有效性，包括决策的合理性和科学性，以此解决出资人和使用资产的人之间利益冲突<sup>①</sup>。在市场经济意义上，出资人的来源是分散或者多元化的，因此，介入上述基于资产应用效率的利益冲突的各方是多元化的。换句话说，在公司治理范畴内，这种利益冲突各方最终达到利益兼容，需要一套共同认可的制度规则，或者叫“游戏规则”。因此，公司治理的核心在很大程度上是关于利益相关者的一套制度安排体系。从而，企业绩效的改善，可以继续被看作是出资人依靠公司治理来建立投资信心的体现。因此，中国企业在跨国经营过程中，将不得不面对基本的两个难题。

### （一）行政型治理模式向经济型治理模式的转变

如前所述，我国企业在跨国经营的组织阶段，由于显示出比较明显的外部治理模式——行政治理和关系治理，利益相关者的边界比较模糊，除了出资关系，基本上没有体现出其他经济行为主体。由此，使得我国企业特别是率先进行跨国经营的大型国有企业出现诸多的公

---

<sup>①</sup>李维安、周建 等译 《公司治理》，中国财政经济出版社 2004 年版，第 135 页。



公司治理难点。在国有的制度框架下，国有企业的管理者逐步形成“内部人控制”（insider control）的治理格局，加剧了在跨国经营中的治理难度。

因此，中国企业特别是国有大型企业在 WTO 背景下实施“走出去”全球战略过程中，首先需要解决的是企业在国内的公司治理缺陷问题。由于行政型治理和关系型治理在国内的主导地位，就使得中国企业在跨国经营过程中，对于经济因素方面的变化信号不敏感，从而降低企业科学决策的有效性，因此，中国企业的跨国经营需要对以往占据主导地位的公司治理模式转型，强调作为营利组织的企业应有的经济利益是决策的主要对象，将企业的行政型治理和关系治理模式向经济型治理模式转化。

经济型治理模式的内容主要是以现在企业制度为框架，依据委托代理理论的科学基础，合理配置企业内部决策权力，将以往非营利导向制度安排向营利导向的制度安排体系转化。

这种转变在中国上市公司群体中，体现得比较明显。上市公司作为公众型的公司制企业，筹资范围面向社会和市场，因此，投资主体的多元化倾向明显，从而投资者（股东）—董事会—管理者的关系结构及其运行机制，是公司战略决策的核心环节，是企业可持续长期发展的制度平台。但是，经济型治理模式的建立过程不是简单的设置公司治理内部结构的问题，而是涉及到如何利用公司治理结构对上述的股东—董事会—管理者委托代理关系链条的激励兼容，在公司治理结构的基础上，突出诸如董事会治理这样的公司治理机制<sup>①</sup>。中国企业跨国经营的实践也表明，中国企业在国内的关系型治理模式的确面临跨国经营过程中，在制度上向规则型（rule-based）治理模式的转变<sup>②</sup>。

## （二）跨国经营过程中控制权力的合理设计

由于关系治理和行政治理将中国企业在国内经营的利益相关者体系主要建立在非正式的制度安排基础上，使得各个利益相关者之间的受托责任关系不清晰，进而降低公司治理的制衡和科学决策功能。当企业迈步国际化的过程中，这种利益相关者的模糊程度就趋向于扩大，加上中国和被投资国多数情况下制度环境客观的不同，最终使得中国企业在跨国经营中面临越来越显著的控制权力的合理、有效的设计问题。

中国企业在开展跨国经营过程中，和其他国家的企业并无多少差别，一般都是以公司总部—子或者分公司的组织模式作为资源配置的基础。因此，跨国企业本质上是一种内部网络组织，从而跨国企业的公司治理问题，中心议题就是有关公司决策权力如何在这种内部网络组织中的合理、科学的配置，是一种基于母子公司的网络治理模式。跨国公司治理的效率高，

<sup>①</sup>李维安，“中国企业董事会建设的途径”，《哈佛商业评论》（中文版），2002 年第 3 辑，第 32—33 页

<sup>②</sup> Li, Shaomin; Park, Seung Ho; Li, Shuhe. (2004). The transition from relation-based governance to rule-based governance. *Organizational Dynamics*, 33(1): 63-78

意味着母子公司为基础的网络组织的效率高,当然也就说明和母子公司相关的全部利益相关者的关系及其责任是明晰的,最终增强来自不同国家和地区的利益相关者的投资信心。

自 2001 年年底以来,大型中国国有企业的跨国经营实践不断在证明上述控制权力的合理、有效的设计,是一个关系到企业生死存亡的问题。四川长虹在美国因为处理不当和经销商的关系而面临巨额亏损的局面,具体情况参见网络链接的【案例 11-3】。

四川长虹号称“中国彩电大王”,是中国家电业的龙头企业之一。在中国恢复加入 WTO 以前,已经占据中国国内彩电主要市场份额,其显著的基于规模经济的低成本和差别化竞争战略是该公司在中国国内市场屡屡竞争致胜的利器。中国加入 WTO 后,长虹自然启动了其海外扩张的国际化战略,将具有庞大购买力的发达市场经济国家和地区作为主要的跨国经营场所。但中国和上述国家和地区,例如美国,固有的不同的经济制度环境,不仅使得四川长虹面临严峻的倾销指控,而且在利用处理和美国的经销商关系上,也因决策不慎出现巨额的公司亏损。长虹跨国经营的坎坷绩效和其国内市场的春风得意几乎形成了鲜明的对比。

### 三、 中国企业跨国经营中的公司治理展望

全球化的到来和技术进步的迅猛发展,WTO 成员国的地位,持续进行的中国经济改革和企业改革,这些内外因素的作用,都正在和将继续推动中国企业走出国门,积极寻求全球化的资源配置效率。因此,中国企业跨国经营的过程,本身是寻求全球资本的过程,自然也是增强全球投资者信心的过程。

公司治理作为现代企业制度框架下的一套协调和企业经济活动相关的利益相关者的制度安排,不仅对企业内部的决策权力的相互制衡,而且更是对企业战略决策向合理化和科学化迈进的过程。跨国企业作为一种内部网络组织,既具有一般企业的公司治理特征,又具有跨越国界和地域的更加突出各种利益相关者受托责任的新内涵,跨国企业的公司治理是公司治理在网络组织中的扩展。因此,中国企业跨国经营中的公司治理本质上是关于对投资国制度环境的分析,构建以公司治理理论为基础的制度交易平台,利用公司治理结构和机制,提升中国跨国企业战略决策的有效性、合理性和科学性,最终实现优化海外资源的战略决策,的过程。

中国跨国企业特别是大型国有跨国企业是中国企业跨国经营的主要力量,构建基于公司治理的制度交易平台,增强中国企业跨国经营的战略领导力(strategic leadership),正不断体现在海外融资的资本市场上。无论是在香港上市的 H 股、在新加坡上市的 S 股、在英国伦敦上市的 L 股还是在美国纽约上市的 N 股,中国企业面临的共性问题都来自于各个资本

市场相关的公司治理原则和准则的要求，从而中国企业的经营绩效实质上受到公司治理的影响。因此，中国企业跨国经营中的公司治理，目标是从内部治理和外部治理两个方面提升企业科学决策的水平。

大型国有企业中国航油集团公司（中航油）控股的中航油新加坡公司，2004 年出现高达 5.54 亿美元的巨额亏损，表面看是经营失误，但实际上是由于集团公司对控股子公司管理层控制权力设计不当，导致高级管理层违背经营原则，决策失误，给集团公司带来巨额亏损。案例 11-2 展示了中航油亏损事件中忽视公司治理的消极结果以及这家公司如何在国际原油市场铩羽而归的结果。

### 【案例 11-2】中航油事件“拷问”我国公司治理

1997 年，亚洲金融危机期间，陈久霖奉命赴新加坡接管中航油集团所属海外子公司。2001 年，中航油在新加坡交易所成功上市筹资 6000 多万美元。2003 年，中航油的净资产达 1.28 亿美元，暴涨 761 倍。2004 年 11 月 30 日，中航油宣布在投机活动中亏损约 5.5 亿美元，被迫向法院申请破产保护，陈久霖当天被临时解除总裁职务回国。2004 年 12 月 8 日，陈久霖返新加坡被当地警方扣留。后交纳保释金获释。

2004 年 12 月 10 日，国资委就中航油事件正式表态，中航油新加坡公司开展的石油指数期货业务严重违反决策执行程序。日前，国资委对中航油(新加坡)期货巨额亏损 5.5 亿美元一事做出正面回应。国资委新闻发言人表示，中航油(新加坡)开展的石油指数期货业务属违规越权炒作行为，国资委将依法追究责任人的责任。

表面上看，大多数上市公司都有一个漂漂亮亮的公司治理结构，都有一个与国际惯例毫无区别的“制约机制”——但实际上不少是“中看不中用”，一到关键时候就不管用，如同纸糊的龙王遇到下雨天。你能说中航油的公司治理结构不符合现代企业制度的要求？真要是这样，它也过不了新交所这一关啊！但它愣是在这个环节出事了，这说明了什么？

其实答案很明显：先建一个货真价实的公司治理结构再说。

.....

中航油新加坡公司因成功进行海外收购曾被称为“买来个石油帝国”，但此次豪赌石油期权市场失败，其总裁几乎在一夜之间成为公司股东的罪人，公司“外部治理”和“内部治理”双双缺位，国企治理模式再次经受市场拷问。

——资料来源：根据杨悦新：“中航油事件‘拷问’我国公司治理”，《法制日报》，2004 年 12 月 17 日；“中国航油：未来是破产还是重组”，《中国金融网》，<http://www.zgjrw.com>,

2004 年 12 月 17

在该案例中，表面看，是具有中国大型国有企业背景的中航油新加坡公司在原有期货中出现了经营性亏损，似乎不足为奇。但从中国同样不难发现，该案例是典型的问责中国大型国有企业跨国经营中的公司治理的案例。

该公司不仅是监管缺位、内部人控制的运营模式，而且面对账面亏损，国内母公司该如何控制，竟然没有引起重视。这说明中航油新加坡的内部治理效率低下。而包括账面亏损和

信息披露滞后在内的外部治理方面，也是一种缺乏有效制约、监管缺位的治理模式。上市公司作为公众公司，应及时、全面、准确的信息披露，保持经营的透明度，良好的公司治理与信息披露制度应密切联系在一起。中航油新加坡公司作为上市公司，事发前还被评为“2004年新加坡最具透明度的上市公司”和巨额亏损的东窗事发形成了鲜明的对比，严重侵犯了投资者的知情权。因而，在内外治理双双缺位的情形下，中航油经理人的“短期行为”造成重大经营失误，并非单单公司总裁个人的“认识和能力问题”，而是公司本身系统性的“治理风险”的集中爆发。

中航油事件只是中国企业跨国经营中忽视公司治理而造成经营失效的冰山一角。中国彩电业、家具业，甚至2004年年底中国的IT业，先后都跨出了海外经营的实质步伐。无论是已经面临的诸如针对四川长虹和深圳红木家具这样的反倾销，还是像联想这样的旨在通过并购战略，逐步实现成为全球PC第一的战略目标，都越来越凸现出中国企业在跨国经营中的国内决策不同于跨国决策的特殊性，从而重视公司治理对于企业跨国经营的有效性。

完善中国企业跨国经营的公司治理，任重而道远。

## 【本章小结】

跨国公司的治理关系突破了独立企业内部治理的边界，实现了跨国公司内部独立企业之间的治理。跨国公司治理的一个重要特点就是将其体系内部的所有独立企业，纳入到统一的治理模式之内。核心资源的共享使下属企业依附于母公司，从而使母公司获得控制全球活动的的能力。在跨国公司的治理体系中，并不存在一般国内企业的内部治理结构；同时，由于国际市场的不完全性，经理市场、证券市场和公司控制权市场在国家之间存在重大差异，难以形成对跨国公司有约束力的外部监督机制。国际合资企业、战略联盟和广泛存在的跨国公司分包网络创新了国际生产的组织方式，提高了跨国公司的竞争能力，但同时也模糊了传统的公司界限，引发了一系列新的公司治理问题。跨国公司必须倾听来自其他利益相关者的声音，向着更为负责任的全球公司公民的方向演变，同时要处理好跨文化对接的难题。作为WTO成员国，中国企业面临跨国经营的机会和挑战，企业跨国经营中的公司治理具有基于网络组织治理的特殊性，有助于实现多元化的跨国经营中的利益相关者价值目标。

## 【复习思考题】

- 1 作为独立的法人实体，跨国公司母子公司之间是如何实现有效治理的？
- 2 跨国公司在国际扩张中，是否存在治理模式的当地化问题？
- 3 跨国公司除了遵守当地法律之外是否应该承担社会责任？
- 4 中国企业跨国经营的公司治理内涵什么？存在哪些问题？

## 【案例讨论题】 雀巢婴儿奶粉事件

雀巢是世界上最大的婴儿奶粉、奶粉、速溶咖啡、巧克力、汤、矿泉水制造商。根据1996年11月联合国按海外销售额及资产的排名，在100多名大公司中，瑞士的雀巢食品名列第一，而在雀巢500亿美元的年收入中，97%来自海外。

雀巢的总体战略可以概括为四点：（1）思考和计划上的长远观点；（2）分权化；（3）

专心本行；（4）迎合当地口味。

作为世界上最大的食品生产公司，雀巢公司曾一度成为全球性抵制的对象。

在20多年的时间里，从泛美卫生组织（Pan American Health Organization）的一项声明开始，雀巢直接或间接地被指责与第三世界国家婴儿的死亡有关。这些指责是围绕着雀巢婴儿奶粉的销售展开的，并声称该奶粉是第三世界国家婴儿大量死亡的原因。

以下是雀巢为在第三世界销售奶粉辩解的要点：

雀巢争辩说，公司从未提倡过用奶粉代替母乳喂养，他们所有的产品上都有“母乳最佳”的声明。公司声明他们“相信母乳是婴儿最佳的食物，数十年来一直致力于在全球范围内鼓励母乳喂养”，他们还出示一本雀巢1913年开始使用的鼓励母乳喂养的教育手册“婴儿喂养与卫生”，作为证据。

1974年，雀巢公司意识到发展中国家社会形态的改变和人们接触收音机和电视机的机会越来越多之后，重新审视了以地区为基础的营销策略。由此，立即开始从一些市场中撤出婴儿奶粉的大众传媒广告，到1978年，公司在全世界范围内禁止此类广告。接着，雀巢着手实施一项更为全面的健康教育计划以确保母亲们，特别是农村的母亲能够了解他们产品的正确使用办法。

1981年，世界卫生组织118个成员国以114比1票（三票弃权、美国投了反对票）通过了一项自愿准则。这项8页的准则敦促在全球范围内禁止婴儿奶粉的宣传和促销活动，并号召向那些建议用奶粉替代母乳喂养的医生停止赠送产品样品或礼物。

1981年5月，雀巢公司声明，它将支持这一准则并期待各国通过国内准则，并付诸实施。不幸的是极少有国家通过这样的准则。直到1983年底，世界卫生组织157个成员国中只有25个建立了国内准则。

面对这种情况，雀巢的管理层决定在没有国家立法的情况下，实施该准则。1982年2月，公司向营销人员发出指令，这些指令详尽地阐述了公司对准则的最佳理解以及履行该准则的应尽行为。

另外，在1982年5月，雀巢公司建立了雀巢婴儿奶粉审查委员会（NIFAC），由前参议员穆斯基担任主席。公司要求委员会审查那些给一线员工的指令，决定该指令是否需要进一步完善，以便更好地执行该准则。与此同时，雀巢公司继续与世界卫生组织和联合国儿童基金会晤以试图获得对准则的最准确的解释。

审查委员会对指令作了一些说明，他们相信这将更好地解释准则中一些模棱两可的地方。1982年10月，雀巢公司接受了这些意见并修订了给一线员工的指令。根据世界卫生组织的建议，雀巢咨询了那些富有经验的公司和专家以确保其材料能够满足准则的要求。

1984年初与联合国儿童基金的一些会晤最后促使雀巢和国际雀巢抵制委员在1月25日发表了一项联合申明。当时，国际雀巢抵制委员宣布停止对雀巢的抵制活动，雀巢也保证继续支持世界卫生组织的准则。

-----资料来源：Philip R. Cateora, John L. Graham, International Marketing, McGraw-Hill Companies, Inc., 1999.

#### 讨论问题：

1. 雀巢公司是如何应对社会抵制？
2. 雀巢公司做法有何成功及不足之处？

## 第十二章 网络治理：公司治理的延伸

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解网络组织的产生背景、网络治理与公司治理的关系；
2. 理解网络治理的基本特征、与层级组织治理及市场交易的区别；
3. 掌握网络治理的机制体系；
4. 理解网络治理的逻辑平台与治理机制发挥作用的基础；
5. 能够利用相关知识对网络组织的治理现状、问题、对策做出分析。

### 本章关键词

网络组织 网络治理 层级组织治理

信息技术的迅速发展与广泛应用催生新型经济，也对企业组织产生深远影响。近年来有关网络组织研究的文献成倍增长，虚拟企业、战略联盟、企业集群、供应链等跨边界的合作已成为经济实践中的新亮点。

网络组织毕竟是一个新型的组织形态，它区别于传统的层级组织也不同于市场交易，实际上是界于企业与市场之间的一种制度安排，国外也有学者称之为中间组织。这一组织如何有效治理一直是学术界未能给予特别关注的问题，例如网络组织治理的必要性、治理的条件、机制、特征、平台等等，这些问题所关注的核心是如何保证网络组织有序运作，如何充分挖掘蕴藏在合作企业之间的潜在价值，如何使合作各方所希望出现的协同效应转变成现实。本章就上述问题结合已有的研究成果进行讨论。

## **第一节 从传统治理到网络治理**

### **一、网络组织的兴起**

网络组织的形成，有其特定的外部环境，亦即外在原因。网络组织是一个概括性、前瞻性的概念。网络组织的出现并不是一个突然的事情，而是一个渐进和发展的过程。从现代企业诞生之日起，企业之间就存在超越市场交易关系的密切合作的伙伴关系，可以认为这是网络组织的雏形，只不过这种组织形式比较简单原始而已。而随着外界环境的不断发展，这样一种关系不断得到加强，并且越来越引起实业界和学术界的重视。网络组织又是一个发展的概念，它的表现形式由来已久，新模式不断出现，网络组织概念外延的演进、网络组织的衍生机理，反映了网络组织作为一个复杂、开放系统环境适应性与动态演化特征。

网络组织不断发展，是整个外在环境各种因素和企业内在动因相互作用的结果。而在外界各种因素中，社会、经济和技术三种因素起到了主导作用，构成了网络组织形成的三个基本平台：社会平台、经济平台和技术平台，并将网络组织逐渐托出海面。

#### **（一）网络组织形成的社会平台**

网络组织有其特定的社会背景。面对知识社会的到来、人类文化的演进、自然资源的枯竭等社会变化，企业必须用系统的网络化的思维方式来进行思考。关于合作竞争、利益相关者、柔性与创新等思想的出现正是反映了这种思考，并极大促进了网络组织的发展。

21 世纪的社会是知识的社会，社会经济形态也将进入知识经济形态。知识经济社会对企业的经营实践带来了深远的影响，而其中有两点是非常重要的，一是组织学习，二是组织创新。人类社会不断发展的一个突出表现就是社会文化的演进，文化直接影响到企业在选择伙伴并与其进行合作时的取向。什么样的组织形式既能实现共同目标（同一性），同时又能实现各自的利益（多样性）呢？网络组织正是这样的一种组织形式，加入网络组织的各个企业成员分别拥有自己的企业目标和利益，而整个网络组织有同一的目标，这一目标的实现将有助于各个成员目标的实现，而不是与之相对立。网络组织的这一特征恰恰适应了同一性与多样性并存的现代文化取向，因而得到了促进和发展。

#### **（二）网络组织形成的经济平台**

经济环境的变化对于网络组织的发展起到了巨大的推动作用,其中比较突出的有如下几个方面:经济全球化、区域经济一体化以及网络经济的发展等。

经济全球化首先表现在国际贸易和国际投资的规模上,而战后国际化分工的发展也表现出新的特点。一方面,分工更加细密,从产品专业化到零部件专业化,再到工艺流程的专业化;另一方面,分工的范围和领域更加广泛,各个生产工序已经延伸到了几个、几十个国家和地区。国际分工发展越深入,国与国之间生产和流通相互依赖和协作的关系就越发密切。区域经济一体化的发展,首先要求企业在经营中能够迅速在区域内建立自己的优势。区域一体化后注重体内循环,必然形成对区域外公司的壁垒效应,使得这些公司难以进入该区域发展业务开拓市场。而网络组织又恰恰能够解决这一难题。以互联网为基础的网络经济的飞速发展,是20世纪末至今最为世人所关注的事情。网络经济是以信息产业为基础的经济,它以知识智慧为核心,以网络信息为依托,采用最直接的方式拉近服务提供者与服务目标的距离。网络经济是在信息化时代产生的一种崭新的经济现象,表现为经济活动中的生产、交换、分配、消费等经济活动,以及生产者、消费者、金融机构和政府职能部门等主体行为,都同信息网络密切相关。在网络经济形态下,传统经济行为的网络化趋势日益明显,网络成为企业价值链上各环节的主要媒介和实现场所。

### (三) 网络组织形成的技术平台

20世纪中叶以来,科技、知识成为生产力的主要推动力量。信息技术、网络技术更是发展迅猛,在造就了一个巨大的产业(信息产业)的同时,也使整体企业组织产生根本性的变革。随着ICT对于组织变革的影响,企业组织的扁平化与网络化、业务流程重组(BPR)、企业资源计划(ERP)、SCM(供应链管理)、精益生产(LP)、准时生产制(JIT)、客户关系管理(CRM)等管理技术和组织技术应运而生,极大推动了组织网络化的进程。

在社会、经济、技术三大力量的推动下,网络组织作为跨边界合作的新型组织就应运而生了,那么这种组织如何有效运作就自然成为人们所关注的问题,因此也就提出了网络治理这一新课题。

#### 【实例12-1】网络组织：信息与组织革命的产儿

.....

网络组织的出现,把组织内部和组织间合作的必要性推到了从未有过的高度,使单一的竞争进化为竞(争与)合(作)。存在决定认识,新世纪社会与经济领域的巨大变革也使我们的观念不得不发生从世界观到宇宙观的重大转变。21世纪启迪人类思想的最深层变化,就是要由单纯从世界看世界的世界观转变为从宇宙看世界的宇宙观。不同世界观的共同特征主要表现为对抗性,通过对抗和矛盾冲突来解决世界和人类的诸多问题,推广各自的世界观至“大同”。延伸到经济领域,主要表现为通过“你死我活”的竞争来解决问题。而宇宙观更多强调的是合作性,通过与周围环境的合作来解决地球的问题。在“只有一个地球”的基点上,不同的世界观升华为同一的宇宙观。延伸到经济领域,则主要表现为通过“共赢”的竞合策略来解决问题。

——资料来源:李维安等:《网络组织:组织发展新趋势》(前言),经济科学出版社2003年版。

## 二、网络治理的概念界定



琼斯等 (Jones et al, 1997) 在其著名论文《网络治理的一般理论》中对网络治理做了界定, 他们对理论界 9 种描述进行了综合, 认为网络治理是一个有选择的、持久的和结构化的自治企业 (包括非营利组织) 的集合, 这些企业以暗含或开放契约为基础从事生产与服务, 以适应多变的环境、协调和维护交易。进一步指出这些契约是社会性联结而非法律性联结。李维安等 (2003) 在研究公司治理的未来发展时对网络治理做了精辟概括, 认为网络治理有两条线路: 利用网络进行公司治理 (网络作为公司治理的工具) 和对网络组织进行治理 (网络组织成为治理行为的对象)。关于网络组织治理西方学者并未给出严格的定义, 拜森和克罗斯毕 (Bryson & Crosby, 1992) 认为网络组织治理是在单个组织无法独自完成各自使命的情况下, 如何设计有效的制度。梅斯内尔 (Messner, 2000) 等认为网络组织治理意味着在一定程度上相互作用的自治行为主体之间的谈判。米尔沃德和普罗冯 (Milward & Provan, 2002) 提出 (网络组织) 治理是一个与为管理规则及联合行动创造条件相关的较为宽泛的概念, 通常包括企业、非营利组织以及公共部门的代理人。

从文献所涉及到的关键词来看, 主要有战略伙伴管理、管理网络、治理网络、网络组织管理、治理网络组织、网络治理等; 从研究的内容来看, 主要涉及到对网络组织及其具体模式如何进行治理或管理的问题。

网络治理是一个复杂的系统活动过程, 具有活动的多维性和要素的多样性, 因而需要从系统的高度进行综合性概括。网络治理有两条线路: 一是利用网络进行公司治理, 网络成为公司治理的工具; 二是对网络型组织的治理, 网络成为治理的对象。本书主要是对后者进行探讨, 由此网络治理可以定义为: 以治理目标为导向、治理结构为框架、治理机制为核心、治理模式为路径、治理绩效为结果的复杂运作系统。网络治理是对网络组织的治理, 治理行为的主体是合作诸结点, 客体是网络组织这一新型组织形态, 治理过程是具有自组织特性的自我治理, 正如克奕曼和威利特 (Kooiman & Vliet, 1993) 在界定治理概念时所指出的, 它所要创造的结构或秩序不能由外部强加, 它发挥作用要靠多种进行统治的以及相互发生影响的行为者的互动。

### 三、网络治理: 公司治理的拓展

#### (一) 网络治理的提出

网络组织以其显著的协同效应引起了理论界与实业界的高度重视, 学术界对网络组织的研究也已取得了长足的进展。大量关于网络组织的研究文献都论断了网络组织具有显著的协同效应, 但是, 网络组织与协同效应之间并不是一个简单的线性关系, 网络组织并非天然具备产生协同效应的能力, 仅仅形成网络就自然地产生显著的绩效是没有道理的。网络组织的形成是取得协同效应的必要条件, 而不是充分条件。分担研发成本、分散经营风险、增强核心能力等协同效应的获得只是合作各方的心理预期, 要使这一预期转变为现实, 有效发挥网络组织配置资源的独特功效, 一个不可避免的问题就是网络组织的治理。

网络组织中的治理问题, 既应包括建立之后对经营活动进行的治理, 也应包括建立之前所存在的治理问题。本章仅讨论网络组织成立之后的治理问题。

#### (二) 重要而特殊的治理问题

根据美国麦肯锡咨询公司对 49 家战略联盟追踪调查的结果, 有 1/3 因未达到合伙人预期的目的而失败。由于构成网络合作关系的各实体单位的管理可能来自于不同的国家, 有着不同的文化背景和公司文化, 在建立之初, 它们之间很可能存在不同的目标和预期, 因此协

调与“控制”就成为网络治理成功的关键。但在这里，协调各种冲突网络组织要比单个公司更为困难，因为后者完全可以用上级命令结束内部争议，而前者只能提交给有关实体各方最高管理人员，依靠不断沟通和相互协商来解决。

当然，伙伴之间应该对网络组织的任务及性质制定明确的协议，规定清楚网络组织的工作目标和任务，为成立后的规范管理打下坚实的基础，避免日后产生误解和歧义。根据东芝公司和其他公司的经验，在网络建立的开始，各方的责任、义务、权利都应该明确地加以界定，经过仔细修订、精心雕琢的网络协议可以大大减少潜在冲突的发生。但实际上，多数网络组织并不是靠股权等法律机制来维系的。这是因为，考虑到未来的不确定性，伙伴是否能书写一份可以防止出现投机主义的契约很值得怀疑。从理论上讲，人们完全可以书写一份包含所有条款并定期进行调整的契约。但由于需要标明的各种可能的偶然事件的清单太长，事实上几乎不可能书写一份十分完全的契约。

要减少伙伴之间的冲突，就必须建立一种和谐融洽的平等关系。但这并不意味着绝对平等对等，但应该时刻牢记双方都应该能够从合作中获得好处。除了正式的沟通渠道以外，还应该加强相互之间的非正式联系，比如高层经理之间的交流，以增强信任。交易成本理论认为，所有个体都是自我本位的，并因此而呈现出机会主义倾向。尽管这种假设几乎是所有组织经济学的共同假设，但它却使得交易成本理论很容易遭到批判。如果在个体关系中存在信任，那么双方当事人就会深信，即使存在机会主义行为的可能性时，另一方也不会这样做。然而，在每个人都呈现机会主义倾向的社会里，也可以发现类似信任的行为。如果一家公司已经有了采取机会主义行动的“声誉”，其他公司不想再与它合作，从而使其处于极为不利的状况。所以，即使是公司在文化上和心理上倾向于采取机会主义行动的时候，它们对声誉可能影响未来利润的关注也可以阻止其采取这样的行动。由此可见，信任、声誉市场在网络组织治理中有着重要的地位和作用。

### （三）网络治理分析

关于网络组织的内部治理问题，麦肯锡公司建议两种方法：以一方为主进行治理，并给予完全的自主权，条件自然是看谁具有更高超的管理能力和治理基础；另一种方法是另建一家完全自主经营的公司，它只对自己的董事会负责。

海瑞根认为，联盟之所以失败，主要原因是未能使联盟有效的运作，而不是协议制定上的问题。当然不同形式的网络应该采取不同的治理方式，但不管什么形式的网络一定要考虑如下因素：需要建立一个恰当而有效的治理系统、确定没有冲突的目标、各方都应采取适当的态度。实际上，如同一般的组织治理一样，在网络治理中也包括激励、约束、协调等方面，但这些职能的具体内容与做法已不同于传统意义上的公司治理，原因就在于它是由独立企业之间相互合作而形成的联合体，在进行决策时必须考虑各方的利益与要求；在进行规划时，要考虑充分利用各方的优势资源，以获得最大利益；在确定组织形式时，要考虑新型组织的整体目标与特殊要求；组织内部会有不同国籍、不同文化背景的员工在一起工作；组织的协调工作不仅包括通常的部门之间、层次之间的协调，也包括合作伙伴之间的协调。实践表明，长期目标不一，结点定位不清、治理机制缺失、信息沟通不畅、信任不足等是网络合作失败的主要原因。

在网络治理中，虽然层级组织中的治理结构和治理机制仍可能继续发挥作用，但由于合作伙伴大都是独立的法人主体，传统的命令——控制模式受到限制。此时，网络组织特有的治理机制将会发挥特殊的作用。

网络治理不仅涉及到网络型组织的内部治理问题，也包括外部治理，即网络组织的运作环境的治理，本章着重讨论前者。

## 第二节 共同治理：网络治理的特征

### 一、网络治理的特性：比较的视角

#### （一）网络治理与层级治理的比较

治理可分为正式治理与非正式治理，前者指通过书面合约形式所决定的可观察的规则或通过权力和所有权等正式职位所决定和执行的规则，后者指通过社会关系所衍生出的隐喻，因而不可能通过书面合约获得也不必通过正式职位来制裁。正式治理反映传统观点，其假设条件是预先规定的行为模式可减少摩擦，换言之，摩擦可通过正式治理得以避免。正式治理这种特征建立在一系列基本规则之上，包括权威、法律、合约、规划文件和程序等。迈克内尔（MacNeil, 1980）将其定义为“正确行为原则”，该原则用于联结组织成员，服务于指导、控制、规范适当的、可接受的行为。在科层组织中，这种正式治理是不可替代的，然而在网络组织中，由于权威色彩的淡化与暗含契约作用的增强，企业间的交易嵌入到由紧密的、多重纽带所联结的网络之中，这些纽带不仅模糊了科层组织的边界，而且使非正式的网络治理发挥作用，并在网络中产生能够整合机械因素与情感因素来鼓励合作行为的“道德经济”。

与传统的公司治理相比较，网络治理至少存在以下4点明显区别：一是公司治理由规章、章程、制度等文件形式来明确说明，而网络治理是长期合作中演化而来的不成文的规范、规则，更多的是一种文化现象；二是公司治理是纵向的，是上一层级对下一层级的激励、约束、监督，体现相互制衡关系，而网络治理是横向的，是同一层次不同结点之间的水平联结及其相互作用，体现相互合作关系；三是公司治理的作用是单向的，是利益相关者通过层层传递针对管理者个人的，而网络治理是双向或多向的，是针对所有利益相关者（合作结点）的；四是公司治理是权力的体现，其执行是被动的、强迫的，而网络治理则淡化了权力的色彩，其执行是主动的、自愿的。

在网络组织的运行过程中，由于信息不对称和不完全契约的存在，与层级组织相比，网络组织更有利于传播隐喻知识，能实现层级组织所无法达到的经济效果。实际上，网络组织是对层级组织所不可能达到的经济结果的反映，它在企业内部要素与企业相互关系之间架起了一座桥梁。因此，网络治理主要依靠网络机制发挥作用，网络机制成为网络组织赖以运作的条件。如果说公司治理是纵向的权力制衡，那么网络治理则是横向的关系协调。当然，网络治理并不排除与否定正式机制，私人秩序总是在“法律的阴影”下运作的，只有二者之间很好的结合才能保证合作企业不同经济活动的有效整合。两种秩序（自发秩序与人为秩序）对应着两种规则（规范与规章），二者不是必然的排斥关系，只有相互一致相互支持的制度安排才是富有生命力的和可维系的。

#### （二）网络治理与市场治理的比较

哈耶克和巴纳德都认为经济组织的核心问题是调适，只不过性质不同，即通过市场的自发性调适与层级内的合作性调适。通过指令实施的双边调适是内部组织的一个显著特征。在市场上，企业之间出现争端时，法庭会按照惯例支持企业，但它会拒绝企业内部不同部门之

间发生的有关技术问题的纠纷<sup>①</sup>。既然通向法庭之路被堵死了，双方就会在内部解决它们的纠纷，这样，层级制就是它们自己的最终上诉法庭。威廉姆森认为，在市场上价格就是充分的统计手段，交易双方可以自主地调整位置。在攫取个人的净收益流时，各方都有很强的激励去降低成本与有效调适。市场之所以不能在指令方面模仿企业的原因就在于，市场交易是由完全不同的契约法来界定的。他进一步指出，市场与层级是两个极端，二者之间存在着混合模式（各种长期缔约、互惠贸易、管制、特许经营等）。需要说明的是威廉姆森意义上的混合模式与网络组织还是有区别的，网络组织是一种独立的具有稳定性的中间性组织形态，而且是组织发展的新趋势，而混合模式是一种处于两极之间的不稳定的过渡形态。不过威廉姆森也承认交易费用经济学主要考虑双边关系，而不太重视网络关系，但他又指出许多网络效应与交易成本经济学对混合型经济组织的研究非常接近。

青木昌彦在其名著《比较制度分析》一书中也对各种治理进行了比较，虽然他是从“市场治理机制”来分析的，但其中也包含了网络治理，这一点从其列举的依赖关系合同方式来调节交易的实例中可以看出，因而实际上是一般意义上的市场与网络的比较。他认为市场上的交易是随机的，在一定程度上具有匿名性质，交易者无需知道对方的细节，只需知道相对价格，欺骗行为难以克服，交易频率低下，唯一的均衡是交易不发生。青木昌彦分析到，当潜在的交易域扩大之后，交易者群体可以交纳初始会费为条件组成一个排他性的俱乐部，通过内生性的惠顾关系或俱乐部规范来调节他们之间的交易关系。这里的“初始会费”就是为建立关系所支付的专用性投资，“俱乐部”就是网络组织，而“俱乐部规范”就是网络机制所包含的信任、道德与惩罚。

综上所述，网络治理不仅区别于层级治理，也与市场交易有着明显的区别。在市场交易中，交易者以价格为中介协调各自的活动，实现彼此禀赋资源的重新配置。而层级组织可以通过设计组织规章、程序有效地利用分散的信息，通过一定的组织设计在参与人之间实现生产性任务的分工。在网络组织中，合作结点之间的交易是基于充分信任的互动合作，合作者必须遵守业已建立的行为规范和其他合作者对它的期望，指导它们行动的是网络结构所决定的行为标准。

在市场交易中，交易所得是清晰的，相对而言信任并不重要，合约的执行依靠法律来支撑；在层级组织中，沟通出现在雇佣合同背景之下，组织内部交易的方式与背景主要由个人在正式的层级权力结构中的地位来确定。然而，在网络交易中，是在互动过程中无限的序贯交易，制裁通常是规则性的而不是法律性的。如果说价格竞争是市场的核心，行政命令是层级的核心的话，那么信任与合作则是网络的核心。如果说市场治理是充分竞争的，层级治理是高度僵化的，那么网络治理则赋予了以信任与弹性为基本内容的丰富内涵。

表 12-1：网络治理与层级治理及市场治理的比较

比较内容	层级治理	网络治理	市场治理
治理基础	规章	信任	价格
核心内容	命令	合作	竞争
治理特征	高度僵化	充满弹性	充分竞争

## 二、利益相关者理论的扩展

<sup>①</sup>一些非技术性争端（安全问题、尊严问题等）也可以通过内部予以解决，如工会可能会拒绝将个人的不满提交仲裁。见奥利弗·E.威廉森，王建等译：《治理机制》，中国社会科学出版社 2001 年版，第 105 页。

共同治理的思想来源于利益相关者理论，该理论认为，企业的目标不能仅限于股东利益最大化，而应同时考虑其他企业参与人，包括职工、债权人、供应商、用户、社区及经营者的利益。共同治理是指企业的物质资本所有者与人力资本所有者共同拥有企业的所有权，一起行使企业控制权，就企业的生产经营做出决策，并一起分享企业剩余。简单来讲，共同治理就是所有利益相关者都参与公司治理，都应通过一定的契约安排和治理制度来分享企业的控制权。该理论为网络治理研究提供了理论上铺垫。然而，共同治理在网络治理中发生了几点重要异动，具体体现在以下几个方面：第一，分析的逻辑起点发生了转移。公司治理的逻辑起点是某一公司，集中在一个点上，而网络治理的逻辑起点是由诸多利益相关者所组成的网络整体，由点通过线拓宽到面；第二，利益相关者的治理向度多元化。公司治理是利益相关者对某公司的单向治理，而网络组织的合作结点互为利益相关者，是利益相关者之间双向或多向的互动治理；第三，治理行为出发点发生变化。公司治理是从关心自身利益出发强制执行合约，而网络治理则是从关心网络整体利益（协同效应）出发的自我履行合约，合作利益的分享是追求整体协同效应的逻辑扩展；第四，治理边界的变化。公司治理中的利益相关者都有参与治理的权力，理论上公司治理结构将是一个无法确定边界的结构，因而也是一个无法确定和行使职能的结构<sup>①</sup>。而网络治理中的利益相关者主要是指向网络投入专用性资产的合作结点，而不是细化到结点的利益相关者，因而不存在网络治理边界无限扩展的情形，经验也提供了足够的支持。如图 12-1 与图 12-2 所示，利益相关者参与的共同治理在传统意义上的公司治理与网络治理之间已存在明显区别。

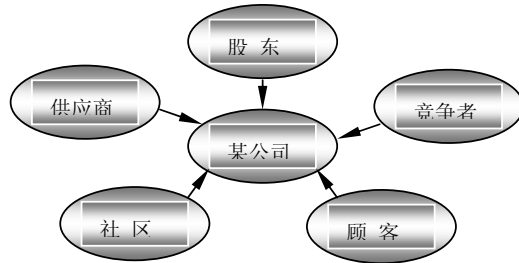


图 12-1 公司治理中利益相关者的共同治理

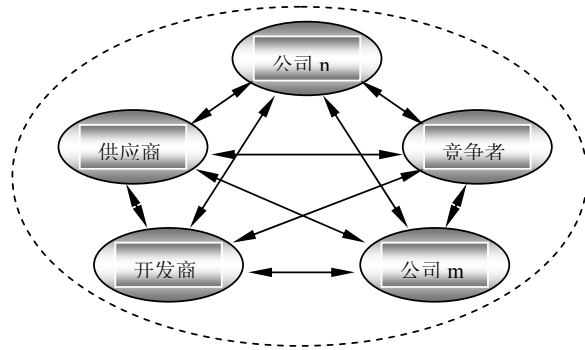


图 12-2 网络治理中利益相关者的共同治理

①黄少安、宫明波：“共同治理理论评析”，《经济学动态》，2002 年第 4 期，第 78-81 页。

尽管有关层级组织治理的研究在不断深化,有些学者已认识到协作与外部网络逐渐成为企业实现外部协调的主要方式,社会资本可能同实物资本、人力资本同样重要,并提出外部网络化趋势对层级治理结构已产生明显的影响,从而使层级治理由公司内部延伸到公司外部的利益相关者。但是,其研究的出发点是层级治理如何适应网络化发展的需要,仍未突破以单个公司为研究对象的分析框架。网络组织是介于企业与市场之间的一种独立的组织形态,网络治理的对象一开始就是网络组织整体,而不是其中的某个结点。正如组织社会学家皮罗(Perrow, 1986)所指出的,组织网的研究必需注意的问题之一是组织网分析的重点是整个组织网,不是组织网内部的某些特定的组织。可以认为,网络治理的研究丰富和发展了利益相关者理论,将单个利益相关者与公司的双边关系拓展到多元结构,探讨多层面的调节与互动关系。

从知识的分散性来看,网络中的权力随知识的不同而分散在不同的结点中,分散式的自我治理成为网络治理的必然特征。如果说“工人成为企业家的真正困难在于应对日益复杂的企业经营知识的缺乏”(马歇尔, 1997),那么合作企业直接参与网络治理的可能性则在于它们拥有相应的尤其是自身所承担的分工业务的经营知识。从相互依赖关系来看,在网络组织中,合作者将其核心资源与功能提供出来,与其他合作者协作互动,形成了一个可以共享的资源与活动的集合,其目的是获得单个行为者所不可能获得的合作收益。所以,从网络整体来看,合作结点都有内外资源相互融合的特征,客观上构成治理的共同主体,网络治理的一般模式就成为一种合作结点共同参与的共同治理模式,但由于各结点参与治理的方式与程度有所差别,因而在具体治理实践中表现为一定的差异性。布恩斯和狐雷(Buens & Wholey, 1993)发现网络组织的利益相关者可能会对网络成员接受共同规范施加制度压力。杨伟文、邓向华(2002)对虚拟企业公司治理的研究表明,在虚拟企业中所有成员为了共同的目标,将在生产、运输和使用过程中放弃部分传统以换取分享的收益。合作伙伴在一定程度上成为利益相关者,要参与虚拟企业的治理,要求实现一定程度上的共同决策与共同治理。由此可见,网络共同治理的互动特征回答了谁是网络治理主体这一问题,即诸多合作结点共同参与、联合互动创造奇迹。

### 【网络链接 12-1】由利益相关者到网络合作者

有关企业利益相关者的思想和研究,将更多的对象纳入到企业决策的考虑因素之中,企业经营的难度日益增大。为了同时实现企业自身和相关者的利益,企业必须面对更复杂的决策模式,而在经营实践中需要应对的不可控因素更多。所有这些变化,使得单个企业感到越来越难以应对,而不得不与利益相关者、与其他企业结成一种更为密切的关系,为了共同的目标协同合作。对于当今的企业来讲,特别是对于多数全球性企业来说,完全损人利己的竞争时代已经过去了。竞争是 20 世纪 80 年代企业推崇的经营策略,进入 20 世纪 90 年代以后,合作明显成为主流,在“地球是个家”、“信息地球村”、经济全球化不断深入、信息通信技术高度发达的 21 世纪,合作竞争的思想更是为大部分学者和经理所接受和采用。对于企业来讲,合作与竞争至少同样重要,甚至更重要。如果不懂得如何制定合作战略,增强合作的优势,企业便无法在当今社会中生存。在全球经济体系中,创造和维持富有成效的合作关系的能力,对于增强企业竞争力将变得至关重要。合作可以降低交易成本,减小风险,扩大生产规模,分担成本,资源互补,进而增强企业的竞争能力。一个良好的合作伙伴,一种高效协调的网络组织,无疑将成为企业极富成效的战略资源。

-----资料来源:李维安等:《网络组织:组织发展新趋势》,经济科学出版社 2003 年版,第 35-36 页。

删除的内容: 治理

删除的内容: 属于哲学里的“群众史观”,

批注 [h24]: 该表述,不宜理解其含义。能否更加贴切?

删除的内容: 了

### 第三节 治理机制：网络治理的核心

#### 一、网络治理机制的地位

由于网络组织本身的复杂性、环境的复杂性和网络组织治理所涉及环节的多样性，网络组织的治理远不是通过少数几个环节或子系统所能解决的问题，它涉及到治理的环境、边界、目标、结构、模式、机制与绩效等多个方面，而且各个方面密切联系、交互影响，因而是一个复杂的大系统，也需要系统性创新。环节与要素的多样性以及相互关系的复杂性并不排除我们抓住主要矛盾对其中最关键的内容进行研究。那么，网络组织治理最关键的要素是什么？我们认为治理机制是网络组织治理的核心，这与斯托克（Stoker，1998）的观点基本一致，虽然斯托克意义上的治理机制与这里所要讨论的治理机制存在着一定的差别。

新制度经济学通过交易费用理论对企业与市场之间的替代关系进行了卓有成效的研究，其中关于市场的研究多集中在治理机制方面。新制度经济学的代表人物威廉姆森将其一部著作直接取名为《治理机制》，并对各种治理机制进行了详尽的比较。青木昌彦的《比较制度分析》也对治理机制格外关注。计划经济向市场经济过渡的关键就是要建立健全市场机制，按市场机制的客观规律组织经济活动。由此可以看出，治理机制是市场组织的核心内容。

在层级组织与市场中，治理机制都居于核心地位。界于市场与层级之间的网络组织是否也同样如此？回答是肯定的。首先，新制度经济学并不排除对中间组织的研究，威廉姆森也承认混合模式比我们迄今所认识到的要重要的多，经济组织的许多难题引发了对事后治理机制的考察与阐释，网络组织及其治理机制也被新制度经济学纳入研究的视野之中。其次，许多企业盲目联合构建网络化协作关系，结果由于治理机制的缺位造成网络崩溃的事例也屡见不鲜，这与国企改革历史如出一辙。斯卡姆（Skyrme，1999）总结的联盟企业 11 个失败原因中就有 5 个与机制直接相关。再次，系统辩证论认为，经济组织乃至社会组织有效运行的关键在于治理机制，机制到位就会给组织的有序运作创造条件。网络组织作为具有社会特征的经济组织也不例外，治理机制为协同效应的充分发挥奠定基础，共同治理的低效率问题也随之而得以解决。网络组织能否成功运作的关键在于，其治理机制能否保证合作各方有强大的动机不去利用它们之间的信息不对称和不完全契约而谋取私利，能否保证合作成员同步互动且有序高效协作。

罗宾森赫和斯达特（Robinsonhe & Stuart，2000）认为在战略网络这种复杂交易关系中，治理机制的存在可抑制机会主义行为，而缺乏有效的治理机制，合作者的不同利益所引起的激励问题将会扭曲合作行为并使战略伙伴关系失效。帕克赫（Parkhe）对战略联盟的研究也持相同的观点，他认为互赖需要与行为不确定性的交叉联系从而产生了机会主义，由此一个重要的管理任务是创建抑制机会主义的机制。康威等人（Conway）对网络研究的分解也说明了同样的问题，他们精辟地提出网络研究分网络与相互关系两个层面，网络层面研究网络规模、多样性、稳定性和密度，关系层面研究网络的构成要素和网络活动，而网络活动则集中于其运行机制。一些学者在研究企业集群时提出了集体效率概念，斯克米茨（Schmitz，1995）认为集体效率只有在某些条件下才能出现，只有满足了这些条件，集群才能真正发挥作用。首先是贸易网络的存在，其次是有效的承诺和信任的存在。塞格烈和迪尼（Ceglie & Dini，1999）认为尽管集群企业的联合行动具有潜在的收益，企业间的合作和成功集群的其他特征并不总是自发地出现。由此可见，学术界实际上隐含地提出“治理机制是取得网络协同效应的前提与基础”的理论假设。

## 二、网络治理机制的体系构成

根据不完全统计，在相关文献中，涉及到网络组织的具体机制多达 20 多个，而且具有明显的重叠与交叉。由于网络组织及其治理的复杂性，其有效治理的机制确实不是少数几个所能解决的问题，多个机制联合发挥作用才能保证网络组织得到“善治”。但是，网络组织的治理机制研究不能泛化，不可无所不包，只有在相对条件下对其基本机制的研究才有意义，也只有在有限的范围之内才能深化。为此，本书在文献梳理的基础上，对各种机制出现的频率进行统计，以此来确定对网络组织治理起基本作用的机制。治理机制在相关文献中出现的频率由高到低依次是信任、学习、声誉、分配、创新、决策、协调、制裁（惩罚）、文化、激励、约束等。网络组织及其治理的复杂性决定了其治理机制的复杂性，因而网络组织有序运作所依赖的机制具有多样性，个别文献还谈到动力机制、风险防范机制、信息交换（沟通）机制等，动力机制属于网络组织的形成范畴，不在本书讨论之列；风险防范机制已包涵在信任、分配、制裁等机制之中，故不再单独讨论；信息交换机制与协调机制的外延基本一致，不再独立分析。由于学习与创新相连紧密，激励与约束是一个问题的两个方面，本书在后续分析中将学习创新、激励约束作为两个机制分别进行讨论。

不同的机制在网络组织运行中所起的作用不同，有些提供了一种合作的环境与氛围，从行为规范方面调节合作者的行为，有些建立了互动合作过程的运行准则，保证彼此之间有效合作和网络组织的高质量运行。为了构建网络组织治理机制的体系，需要将性质相近的机制归为一类，使得同一类中的机制具有高度的同质性，不同类之间的个体具有高度的异质性。

为此，可以将治理机制分为两类，即信任、声誉、联合制裁、合作文化属于行为规范方面的宏观机制，学习创新、激励约束、利益分配、决策协调属于运行规则方面的微观机制。据此我们构建出网络组织治理机制的体系，如图 12-3 所示。信任机制不仅是网络组织的形成机制，而且也是网络组织治理的基础。声誉在密切联系的合作关系中是一种专用性投入，快捷的信息传播使合作各方更加注重自己及合作伙伴的声誉。联合制裁及其变形规则的博弈机理的存在形成了一种对机会主义行为威慑。合作文化有助于规范合作者的行为和促进合作创新。学习创新是网络组织治理的灵魂，也是优势互补和协同发展的前提。决策协调实现了基于知识的分散决策与网络构架下的有效协调的均衡。公平有效的分配机制是网络组织存续与发展的基本保证。

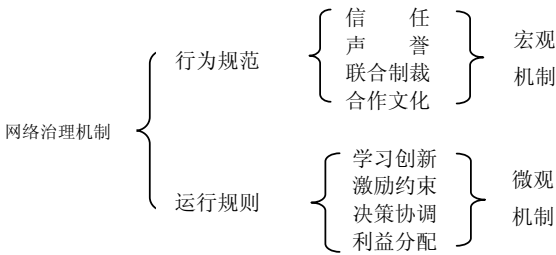


图 12-3 网络治理机制的体系构成

### 【网络链接 12-2】结构嵌入：网络治理机制的基础

……结构嵌入的四个因素对网络治理机制具有综合的作用。限制性进入是从战略的视



角来控制网络中交易者的数量，其指导思想是使网络治理达到最佳状态，使网络中的交易者尽可能地避免同状态的伙伴进行交易。限制性进入可对网络组织的交易规模进行调解，使交易者之间能减少协调成本，相对较少的合伙者能增加互动的频率，这将增大行动者之间逐渐协调的动机与能力。琼斯等深入地研究发现，进入限制的程度与网络参与者合适介入量的分布呈一倒U型关系，太少的限制会因它阻碍复杂任务的协调而降低绩效，而太多的限制则因它不能对创新提供足够的激励而降低绩效。宏观文化是指，一个在构思、价值、可比较的产业特色和职业知识上广泛共享，并能在相互依赖的基础上指导参与者的行动与创造特征性的行为。交易者在价值、思想与原则上的默认越多，则互动的频率就越高。宏观文化还是交流者交流的特色语言与原则的隐喻理解的桥梁，为在价值领域上的整合提供了先决条件。集体制裁是一种集体决定和采取的处罚行为。琼斯等指出，集体制裁通过展示违背集团的准则、价值与目标的结果来定义和强化可接受行为的参数以保护相互间的交易。同时，集体制裁还将通过甄别和惩罚低效的行动者以促进整合行为的展开。声誉是一个人的特征、技能、信任度与其它重要的属性的综合。声誉通过提供关于个人信任度与意愿度的信息来减少行为的不确定性，以增强集体或个体间互动的有效性。声誉不仅可引导整合的进行，而且作为一种无形资本，声誉可以激励交易者积聚人力资本，减少机会主义行为。而这又进一步提升交易者的声誉，但一个交易者也可能因声誉的提高造成思想僵化而阻碍创新思维的拓展。

——资料来源：彭正银：《网络治理：理论与模式研究》，经济科学出版社 2003 年版，第 117-120 页。

### 三、宏观机制在网络治理中的作用

#### （一）信任机制的作用

网络组织是由信任关系所支撑的自组织结构，合作伙伴之间的信任是维系关系的基础和产生互动的条件，缺乏信任不仅导致合作关系的失败，而且还可能出现负协同。布瑞德契和契思（Bradach & Eccles，1989）提出协调经济活动的三种方式：价格、权威和信任。网络组织的“粘合剂”既不是价格信号，也不是行政命令，而是信任。信任可使人们在社会没有权力和市场的前提下从事合作，是维系网络中成员间效能与存活的主要影响因素，为技术上和法律上相分离的企业创造了合作解决问题而不是讨价还价的条件，因而成为赢得合作行为的一种很重要的治理工具。信任是网络组织形成与运作的基础，它联结合作各方、提供必要的弹性、降低交易成本和合作关系的复杂性。信任要影响到合作者对网络关系的承诺、对突发事件的反应、冲突的解决方式等。不信任是对经济活动的一种变相“征税”，而信任必然替代昂贵的监控程序。合作伙伴间建立起信任关系，就不需要签订明确契约来规定成员的互动行为方式，非正式治理机制因此而逐渐被接受。信任水平与接受非正式合约的倾向正向相关，与网络治理的非财务绩效（质量的改进、产品面市时间的缩短等）显著正相关。

网络的维系超越了产权的约束，趋向于以信用度量作为网络紧密度的衡量标准。信任作为一种软治理，之所以能治理交易原因在于合作伙伴以此为基础能发展出一种交易规范或相互认同，从而有足够的激励抑制机会主义行为。

信任在信息交换和知识创新的社会关系中是一个重要的联结与桥梁机制，基于信任的重复交易为具有长期合作关系的合作者提供了分享机会和有价值信息的渠道，成为网络成员共

同创造价值的基础。因循守旧、等级森严的组织容易压制信任，助长内部竞争与分歧，而在网络组织中，信任成为将合作者结合在一起的情感粘合剂。信任不可能在真空中存在，必须嵌入关系网络之中，关系运作是建立和增强信任的基础，反过来信任是建立互赖合作关系的基础。关系意味着相互的义务，而义务感会使人做出值得信任的行为。

由此可见，信任不仅是合作关系形成的催化剂，也是彼此之间互动合作和取得协同效应的基础，更是网络组织健康运行不可缺少的行为路径。因此，信任机制是网络组织治理逻辑的基础性机制，它贯穿于治理逻辑的全过程。

## （二）声誉机制的作用

关于“囚徒困境”问题的一个著名的解决方式是所谓的声誉机制。博弈论认为，在重复博弈中，合作的结果有可能达到，其实现机制之一便是信誉，它为双方提供了一种良好的期望，鼓励双方的合作行为，并有利于吸引新的交易伙伴。网络合作是基于信任的长期合作，博弈是无数次重复的进行，受骗方终止未来所有与对方交易机会的“冷酷战略”，将可能遏制参与人的行骗动机。

经济学家认为，合作者不采取机会主义行为的一个重要原因是害怕自己的声誉受到损害。稳定的网络合作关系恰恰提供了一种有效的“监督”机制来强制企业维护自身的声誉。网络成员之间的强联结关系构成了一个紧密合作的网络关系，信息的流动在网络中通常是畅通和重复的，任何采取欺诈行为的信息会在网络中迅速传播，其后果是该成员受到孤立，失去成员身份和获取网络资源的资格，这就意味着未来市场机会的丧失和获利能力的下降。

在企业网络化合作中，银行往往扮演着一个重要的角色，成为网络中的一个关键结点。这一点不仅可以在日本银行对企业的深度介入中看到，而且在意大利中小企业集群与银行的关系以及美国硅谷银企关系中也较为普遍。在银企合作领域我们会看到一种实施承诺的激励，即银行对其声誉的关注。银行的未来收益取决于其良好的声誉，这会促使它采取行动以维护其声誉，如果银行不履行其救助承诺，其声誉将遭受损失，并因此失去未来有利的贷款机会，那么银行就会有恪守承诺的动机。

## （三）联合制裁机制的作用

联合制裁是对那些违背共同规范的成员予以集体处罚，它通过呈现违规的后果来定义可接受的行为，通过加大机会主义成本来降低行为的不确定性，进而对交易起到保证作用。政府可借用权力对那些违规者实现制裁，从而保证公共福利不受侵害，但政府、法庭等属于网络组织运行的外部环境。网络组织的有序运作、合作关系的顺利发展虽然离不开也不可能离开这些外部环境的制约，但本书的重点在于网络治理的内在机制，用威廉姆森的语言来说，它属于治理制度而不是制度环境。

没有制裁措施就很难把违规者驱逐出去，整个网络组织的发展与运作就会遇到致命的威胁，参与者之间的非合作博弈、追求短期利益就会带来“柠檬市场”效应。联合制裁在网络组织治理中具有不可替代的重要作用，其博弈机理不仅体现在互动的过程之中，而且形成了一种对机会主义行为实施严厉惩罚的威慑作用，使得机会主义者不敢贸然以牺牲长期利益为代价去破坏业已形成的合作关系，谋求短期的即得利益，从而保证了合作结点行为的合作性和非投机性，致使互动朝向产生正协同的方向发展。

## （四）合作文化机制的作用

网络合作文化的形成是一个漫长的过程，伴随着网络组织的形成而形成，伴随着网络组

织的发展而完善。合作结点的社会嵌入特征催生了社会资本的生成，从而为合作文化的形成提供了条件。在长期的合作交易中，具有协作创新基因的文化因素微妙地改变了合作者之间相互博弈的格局，一旦在合作结点之间形成特定的文化信念，在长期利益的驱使之下，它将会对成员行为产生深远的影响，使其具有某种路径依赖。

网络组织决定了它难以像层级组织那样实施单一的文化管理，尤其是短期合作中更不允许花费更多时间来培育十分完善的组织文化。网络结构的建立使信息传递具有直接性、广泛性、集中性、实用性和互动性，使相关信息在成员间通过交流成为集体记忆的一部分，从而奠定达成共识的基础。因而可以促进人们在工作中相互信任、沟通，并增进他们对具体事务深入、广泛的了解，在相互协调共同治理的基础上促进彼此交流，不断磨合边界内部各结点的经营理念，使其在治理过程中产生相互依赖的精神寄托，进而促进具有信任性、合作性、学习性和整体性的相互信任和协作创新的合作型文化或网络型文化的生成，促成边界内外的“文化落差”。网络合作中的对外排他性与对内锁定性的“厚内薄外”、“内松外紧”战略就是这种文化落差的具体体现。

## 四、微观机制在网络治理中的作用

### （一）学习创新机制的作用

网络学习过程的另一个特点是自组织学习。学习作为一个社会过程，共同参与提供了一个用自组织描述组织学习与理念创新的平台，亦即网络学习是自发的而不是由任何个体设计的，是在自发持续互动中实现进化。由于高质量的内部联结代表着多维的关系，它允许组织成员交换更专业化的信息，因而思想、非重叠性的理念及其应用被放大或扩展成一个自然出现的关系的一部分。不同理念的聚合产生了新的理念，反过来，新理念在网络中释放并经过再次理解与完善，一个所需要的行为共识就会逐渐出现。创新常发生在企业知识的空隙处，而当网络将企业联结在一起时，不同知识的共享就能产生新的思想。因而，不同知识与技术的叠加是创新的源泉，创新源自于叠加部分的调和与放大。丰田之所以能保持持续的竞争优势，正是因为丰田及其供应商具有动态学习能力并能比竞争者学习得更快，它们把知识岛屿连接起来成为自我组织的知识共享网络。

技术创新的网络模式观将技术创新过程设定为社会过程，而且是一个非线性的动态过程，认为一项技术创新由 11 个要素所构成，这些要素并非是一种线性组合的关系，而是一个网络化的系统，是一个在推动过程中进行有目的的交互选择的过程。通过组织化市场对内部资源进行有效组织，实现要素与“关系性租金”共享，从而保证从投入到产出的全过程的节约。因为网络组织是一种群体集约化的经营战略，能实现企业群体经营管理整体优化的效能。企业间的网络合作关系在维护与促进创新的社会系统中起着关键作用，给知识员工提供了一个没有上级强制与外部权威的宽松环境，也成为运用于增殖默会知识和技术创新的工具，水平沟通与相互义务使合作者有足够的激励去交互学习和传播信息，使交互式的叠加创新成为网络合作的重要创新来源。合作结点之间的互动过程就是学习与创新的过程，通过不断地吸取对方的知识与技术尤其是默会知识，并在不同优势资源相互叠加的基础上，实现大于独立运作的效应的协同效应。所以，学习创新机制是治理逻辑的灵魂。

**批注 [h25]:** 此段每一句话较独立，整体要表达的主题：说明学习创新机制是治理逻辑的灵魂。

### （二）激励约束机制的作用

网络组织是多元化与专业化的对立统一体。经济层面的激励使具有专精核心能力的独立利益主体之间密切协作共同进化，不仅避免了技能基础与核心能力培育的“空洞化”，而且实现了“双赢”或“多赢”，这种共赢性与共生性是“激励相容”原理在网络组织运作中的

体现。人文层面的激励为合作各方创造了一个相对宽松的工作环境，该环境没有等级的压制与功利，对人们经济的、社会的和自我实现的需求不再以职位高低为标准，而是以工作绩效为标准。交易伙伴在关心网络组织整体的经济活动的基础上追求自身利益，并分享经营成功所带来的利益。经济与人文层面的激励是推动治理逻辑由关系到互动、由互动到协同的三个环节不断转化的助推器。

彼此之间的互赖关系使合作各方的经济行为具有明显的路径依赖特征，即互赖关系强化了自我约束能力，关系本身具有约束力。尽管网络组织成员之间不一定存在隶属关系，但相互之间的经济性和社会性联结规定了成员的权利与义务，相当于对企业行为增加了新的约束。网络中一个特定企业的行为主要由它与其他企业的关系所“控制”，而不是企业的内部要素或外部要素（市场），反过来，整个网络的行为由企业联结的具体方式来“控制”。网络制约活动，反过来又被活动所定型。自我履约实际上是参与者为了避免“沉没成本”损失的自我实施的“单边协议”。参与者为了扩展利益机会，向网络投入了作为抵押品的不可回收的专用性资产，从而构成可信承诺，这种共同抵押对合作各方的行为构成了有效约束。在一定程度上讲，“道德维度的自我协调”与“规范结构”依赖的是合作者之间的暗含契约，它有效地克服了企业提高资产专用性所引起的垄断性租金和专用性准租金，具有抑制败德行为、维护长期合作关系的显著作用，是一种理性约束。

### （三）决策协调机制的作用

在信息不对称和不完全契约模型中，最优的经济效果可以通过将决策权配置给能对合作成功产生最大边际效果的代理人来实现。分散的所有权需要有分散的决策权来减轻源自信息不对称带来的代理问题并与投资激励相匹配。网络组织的财产所有权分散到各个合作伙伴之间，而不像传统公司那样集中于一个企业之内。因此，客观上要求决策权必须相应分散，是分散基础上的群体决策和分布式的决策协调；另一方面，网络组织是核心资源集成，各成员企业将自己的具有“专用性”特征的核心资源提供出来，从而通过有序叠加产生交互作用，实现聚变，创造新的价值与超常规的竞争优势。资源配置范围扩展到合作者的核心资源，是社会资源的整合，其产权特征表现为“部分让渡”。其实，与网络合作密切相连的社会资源因关系而产生，不可能被某个个体所独自拥有，其本身就具有公共物品的性质，个体可通过网络加以利用。所有权的部分让渡与共同拥有又使分散决策中的相互协调成为可能。

网络组织通过互动来实现协调，一些结点直接通过双边关系互动，而其他结点通过关系系统来互动。互动的过程就是协调的过程，协调既是互动的条件又是互动的函数。互动交易过程不仅是一个学习过程也是一个适应过程，合作成员需要相互学习适应。分散的决策保证了决策的科学性，分散基础上的协调形成了多结点共同治理的互动特征。合作结点借助先进的技术条件及时沟通，将具有专用性的信息、知识等资源提供给网络，合作结点分享这些具有“公共物品”性质的资源，并进行策援式的相机协调。

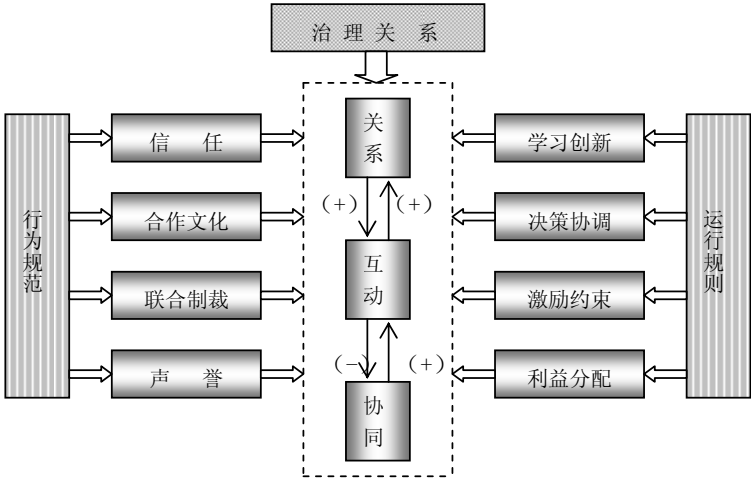
### （四）利益分配机制的作用

企业之间之所以热衷于合纵联横的网络化协作，其根本原因在于，网络化协作既可避免过渡市场竞争而陷入“囚徒困境”，又可将部分市场交易内化为协作网络内部交易而节约交易费用，更为重要的是不同合作者共同投入各自的核心能力和优势资源，形成资源共享、优势互补，并通过交互作用产生高于平均水平的协同效应。企业网络化协作是一种创造价值的协作，是一种多主体、多过程和反复进行的多向网络化合作。博弈论认为，在重复博弈中人们会选择合作行为，追求集体理性而避免个体理性。协作者共同追求网络整体利益最大化，

则各协作者都有机会获得比独自运作更多的利益，从而实现帕累托改进。协同利益的多寡客观地决定着协作的深度与广度，由于合作成员的经济实力有差异，从经济权力关系上看，企业间的作用往往并非完全对等和可逆，有可能出现经济关系不平等。但是，如果利益分配不均，合作者的投入与其所得不能匹配，就会挫伤合作者的积极性，甚至会人为地割断已有的经济联系，加剧企业间的经济摩擦和封锁。利益分配是否公平合理，直接关系到网络组织的经营成败与发展前景，许多合作最终不欢而散，就是因为相互争权夺利所致。因此，分配机制对网络组织来说十分关键，如何协调双边或多边的经济利益关系，在合作者之间合理分割网络整体利益，是网络治理中不可回避的关键问题之一。因此，利益分配机制在治理逻辑中扮演着重要的角色，发挥着不可替代的功能。

没有规矩不成方圆的古训同样适应于网络合作，行为往往发生在一定的规则框架内，规则框架为决策与行为提供了指导和合法性，为参与者对过往行为的评价提供了理性基础。协同原理的普适性与协同效应的客观存在性是不容质疑的，但协同效应的大小在现实中却有天壤之别，其中的关键就在于实现协同效应的方式方法上的差异或协同效应产生机制上的不同，在这一意义上，网络治理机制就是协调效应的产生机制，只有建立合理的治理机制才能产生功能耦合和长期的整体竞争优势。因而，正确有效的行为规范与运行规则方面的机制制约推动着关系的建立、互动合作行为的产生与协同效应的获得，为充分挖掘蕴藏在结点之间的潜在价值和有效配置社会资源提供了基本保证。

根据上述关于治理机制在治理逻辑中的作用分析，治理机制成为企业网络化互动合作的制度基础，从而使网络治理落脚到治理逻辑之上，为网络组织的有序运作提供了一个逻辑平台。由此可构建出网络治理机制与治理逻辑的关系模型，如图 12-5 所示。



图中 (+) 表示正向作用，(-) 表示负向作用

图 12-5 治理机制与治理关系模型

【本章小结】

任何组织的形成都离不开一定的社会经济背景，网络组织之所以成为经济实践的主导力

量，与其所在的环境是密不可分的。社会、经济与技术是网络组织形成的三个平台，在这些外在条件的作用下，能在大范围合理配置社会资源、实现优势互补协同效应的新型组织——网络组织应运而生，其有效治理问题也成为一个新的课题。

网络治理机制既区别于市场运作机制也区别于层级组织机制，如果说价格竞争是市场的核心调节机制、行政命令是层级的核心机制的话，那么信任与合作则是网络的核心机制。治理机制是网络治理的核心，宏观行为规范方面的信任、声誉、联合制裁、合作文化与微观运行规则方面的学习创新、激励约束、决策协同、利益分配共同构成了网络机制的体系。

合作企业之间在网络框架内协同互动、共同参与治理是网络治理的基本特征，它超越了传统意义上的利益相关者理论，可以认为，网络治理的研究丰富和发展了利益相关者理论，将单个利益相关者与公司的双边关系拓展到多元结构，探讨多层面的调节与互动关系。因而，相关研究由单向的公司治理层面延伸到多向的网络治理层面。

合作结点之间丰富而复杂的联结关系、非线性的互动以及显著的协同效应构成了网络组织治理逻辑的三维结构框架，网络组织的治理机制正是在治理逻辑的基础上发挥作用，调节合作成员的行为，保证网络组织的有序运作。

### 【复习思考题】

1. 网络组织是如何形成的？
2. 网络治理与公司治理是什么关系？
3. 为什么说治理机制是网络治理的核心？
4. 利益相关者在网络治理中的地位及作用与公司治理有何区别？

### 【案例讨论题】 某些网络组织治理现状的分析

几年前，国内彩电行业的轮番价格大战，使生产商的利润空间大大缩减，也使不少企业伤筋动骨，严重影响了企业的研发投入与核心能力的提高。面对激烈的降价风暴，2001 年国内 9 大彩电骨干企业为制止价格下滑达成“限价同盟”，形成一种同类企业之间的联盟型网络，但由于必要的机制缺失，在有企业“背叛”承诺率先降价的情况下，其他厂家别无选择，只能纷纷跟进，掀起了新一轮价格大战。虽然“限价同盟”有违反《价格法》的嫌疑，即使成立也有逼迫取缔的可能，但缺乏相应治理机制无疑为合作者提供了采取机会主义行为的土壤，这是“限价同盟”如此短命关键原因。

——案例来源：孙国强：《网络组织治理机制研究》，南开大学博士学位论文，2004 年。

进一步收集上述网络组织的资料，考察其形成历史，分析其治理现状，治理机制的作用状况与网络运作情况。

**讨论问题：**

- 1、该网络组织治理存在问题是什么？
- 2、其解决对策是什么？

## 第五篇 治理模式与评价

第十三章 治理模式：是否趋同

第十四章 转轨经济中的公司治理：路在何方

第十五章 公司治理原则与评价：没有规矩何成方圆

## 第十三章 治理模式：是否趋同

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解全球三种主流公司治理模式的产生过程、特点和缺陷；
2. 学会如何对这三种主流模式进行对比分析；
3. 掌握公司治理模式趋同的基本方向和主要表现；
4. 理解公司治理趋同的内在原因。

### 本章关键词

治理模式 外部控制主导型模式 内部控制主导型模式

家族控制主导型模式 公司治理模式趋同



由于各国经济制度、历史传统、市场环境、法律观念及其他条件的不同，公司治理模式也不尽相同。比较典型的公司治理模式有三种：一是外部控制主导型模式；二是内部控制主导型模式；三是家族控制主导型模式。近年来，随着经济全球化的发展，全球的公司治理模式正在趋同。

## 第一节 外部控制主导型公司治理模式

外部控制主导型公司治理又称市场导向型公司治理，是指外部市场在公司治理中起着主要作用。这种治理以大型流通性资本市场为基本特征，公司大都在股票交易所上市。其存在的具体外部环境是：非常发达的金融市场、股份所有权广泛分散的开放型公司、活跃的公司控制权市场。这种公司治理的典型国家是美国和英国。

带格式的：缩进：首行缩进：4 字符，编号 + 级别：1 + 编号样式：一，十，百... + 起始编号：1 + 对齐方式：左侧 + 对齐位置：1.98 厘米 + 制表符后于：3.97 厘米 + 缩进位置：3.97 厘米

### 一、外部控制主导型公司治理模式的产生

#### （一）分散化股权融资体制

融资体制是公司治理模式形成的基础。美、英是现代市场经济发展最为成熟的两个国家，在企业发展中特别强调市场的作用。以美国为例，美国有着近一个半世纪的公司发展史，作为一个移民大国，美国历来强调经济主体的自由和个人主义，与此相适应，美国形成了保护这种自由主义的分散化股权融资体制。这种融资体制有以下两个特点：

1. 股权资本居于主导地位，资产负债率低

企业资本主要来源于两个方面：股权资本和借贷资本。美国企业资本的大部分来自于股本，资产负债率较低，一般在 35%~40%。其原因在于国家对商业银行经营范围的限制。1933 年美国《格拉斯—斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act，即《银行法》)规定，投资银行和商业银行必须分开，商业银行只能经营短期贷款和政府债券，不能经营 7 年以上的长期贷款，也不得从事股票和证券业务。如果商业银行用自有资本购买公司的股票，不得超过自有资金和盈利总额的 10%，购买的证券必须是信誉等级较高的证券。虽然 20 世纪 80 年代之后美国对银行的管制有所放松，一些大银行取得了证券交易商的资格或开始从事证券中介经纪业务，银行持有的股票也超过了法律的限制，但是它们却很少是公司股票的有实质意义的持有者，这就限制了银行参与公司治理的行为。

2. 股权分散，机构投资者占据重要地位

美国是具有反垄断传统的国家，美国公众向来对财富因集中和垄断而压抑公平竞争的现象感到反感，政府顺应民意而制定了许多限制持股人持股比例的法案。与此同时，为使这些立法不至于对公司融资产生不利影响，美国政府较早就造就了相当成熟的证券市场，为公司筹集股权资本和公民购买股票创造了便利条件，也使得美国公司股权呈现高度分散化的特征。另外，美国还发展起了各类非银行金融机构，即机构投资者(institutional investors)，如各种养老金、互助基金、保险、信托公司等，这些机构投资者成为企业筹措资金的极为重要的中介机构。机构投资者持股额占上市公司股份总额的比例，从 50 年代的平均 23%，上升到了 1990 年的 53.3%。但是，为了降低风险，机构投资者的基本选择是“不把所有鸡蛋装在一篮子里”，而是进行投资的分散化和多元化，他们在每一家公司所占份额都比较小。

#### （二）分散化股权融资体制与外部控制主导型公司治理模式的关联

美、英公司股权的高度分散化势必产生以下两个问题：

第一，股东人数众多和股份过于分散使股东无法对公司实施日常控制，他们只能把日常的控制权授予董事会，董事会又授权给经理人员，即存在所有权和控制权的分离。

第二，分散的股东很少有或没有激励监督经营者，因为监督是一种公共品，如果一位股

东的监督引起公司绩效改善，那么所有的股东都能受益，而监督却是有代价的，所以每个股东都希望其他股东进行监督，而自己则坐享其成，即“搭便车”。遗憾的是，所有股东的想法相同，净结果是没有——或几乎没有——监督发生。

对于以上两个问题，有人寄希望于机构投资者。但是，机构投资者并不是真正的所有者，而只是机构性的代理人，它们是为本基金的所有者来运用资金的，因此，机构投资者常被视为“消极投资者”(passive investors)，即机构投资者主要关心的是公司能付给它们多高的股息和红利，而不是企业经营的好坏和实力的强弱。一旦发现公司绩效不佳而使所持股票收益率下降，它们的反应是迅速改变自己的投资组合，而无意插手改组公司经营班子或帮助公司改善经营，这就决定了机构投资者所持股票具有较高的换手率。另一个原因是，美国有关法律限制机构投资者干预公司的运作。如1940年美国的《投资公司法》规定，保险公司在任何一个公司的持股率不能超过5%；养老基金和互助基金不能超过10%，否则就会面临非常不利的纳税待遇，它们的收入要先缴公司税，然后在向基金股东分配收入时再纳一次税。<sup>①</sup>

针对个人股东持股的高度分散和机构投资者的“消极倾向”，美国公司治理的重心便放在了其发达的市场上，即通过股票市场、经理市场和产品市场等在内的市场体系对经营者进行约束，同时通过对经营者给予必要的激励以促使经营者加强自我约束。由于对经营者的控制以外部市场为主，故被称为外部控制主导型公司治理。

## 二、外部控制主导型公司治理模式的特点

### (一) 董事会中独立董事比例较大

董事会是公司治理的核心。美、英等国家公司多采用单层制董事会，不设监事会，董事会兼有决策和监督双重职能。董事会由股东大会直接选举产生，对股东大会负责。董事会由提名委员会、薪酬委员会和审计委员会等不同的委员会组成。董事会的监督职能主要由独立的非执行董事承担，通常报酬委员会、审计委员会等行使监督职能的委员会主要或全部由独立的非执行董事组成。

美、英等国家公司独立董事在董事会中的比例多在半数以上。由于股东在追求利益最大化时，有可能损害他人利益，其中的大股东在实现自身利益的同时，还可能会损害中小股东的利益，因此股东作为董事有一定的局限性，引进独立董事制度便成为必然。以美国为例，独立董事在美国企业中愈来愈受到重视，并且通过法律来维护独立董事的合法地位。美国公司的独立非执行董事比例一般高达62%左右。在1999年美国《财富》1000强公司中，董事会的平均规模为11人，其中外部董事为9人，占81.1%。独立董事参与公司治理的方式主要包括：董事会中全部或大部分由独立董事组成的专门委员会；明确独立董事在公司治理中的权利，如公司的关联交易必须经由独立董事签字后方能生效，两名以上的独立董事可以提议召开临时股东大会等。独立董事通过定期举行只有独立董事参加的会议来加强交流和合作。独立董事可以独立地对公司的经营做出客观的判断和科学的决策，其在董事会中的比例反映出公司治理中公司经营者受外部因素约束的状况。其比例占绝对优势的公司中，经营者所感受到的来自外部的压力明显高于公司，这就增强了管理的科学性和有效性，并最大限度地维护了各种利益相关者的利益。

### (二) 公司控制权市场在外部约束中居于核心地位

公司控制权市场主要是指通过收购兼并等方式获取公司德控制权，从而实现对公司的资产重组或公司股东及高层管理人员的更换。公司控制权市场构成对公司的巨大外部压力。在发达的市场经济国家，公司控制权的竞争是股票市场上相当普遍的现象。公司经营者的业绩大幅下降，公司股票价格就会随之下跌，当实力集团认为有利可图时，就会出现股票市场上

<sup>①</sup>高明华：《公司治理：理论演进与实证分析》，经济科学出版社，2001年版，第69～71页。

的收购现象，持股比例的变化带来公司控制主体的变化，公司股东和高层管理人员的地位也会随之改变，这种约束和激励的形式被称为收购接管机制。这种机制是来自外部的对企业经营者约束和激励的核心。相关内容可参考本书第七章。

### 【网络链接 13-1】控制权市场与公司管理层变动

美国学者莫克、施雷佛和维士尼（Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1988）对包括 1980 年《幸福》杂志 500 家公司在内的所有 454 家公开交易公司的收购接管和管理层变动进行了研究。1981 年至 1985 年间，这 454 家公司中，34 家被善意接管，40 家被恶意接管，93 家彻底改组了最高管理人员。研究表明，当公司股票收益大大低于行业水平时，公司被善意接管以及董事会撤换最高管理人员的可能性大大提高；而当全行业都发展不好时，则公司被恶意接管以及管理层完全变动的可能性大大增加。

-----资料来源：Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1988, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Anylysis*. Journal of Financial Economics, 20.

### （三）经理市场发育健全

成熟的经理人市场是对从事经理职业的这一群体有力的外部约束力量。美、英等国家都有成熟和健全的经理市场，这些人以经理为职业，为维护经理的职位而努力工作。职业经理人如果不能被聘任为经理，就会失业。聘任经理人的一个重要标准是他以往的经营业绩。如果在其任职期间，公司出现经营业绩欠佳，甚至被收购的情况，经理人的信誉就会大大下降，进而就会面临被解雇的危险。所以，经理人为维护自己的信誉将会倾尽全力经营公司。

### （四）经理报酬中的股票期权的比例较大

经理报酬支付形式很多，其中之一为股票期权。股票期权的报酬支付方式源于美国。1952 年，美国辉瑞(Pfizer)制药公司推出第一个股票期权计划，之后愈来愈多的企业开始引入股票期权制度。美国投资者责任研究中心(National Association of Corporate Directors, USA)的凯西·B·鲁克斯顿(Ruxton, Kathy B.)对美国 1997 年标准普尔 1500 家超大型企业经理报酬的研究表明，大多数公司都给总裁以期权激励，其中市值超过 100 亿美元的大型公司实施股票期权制度的比例高达 89%。<sup>①</sup>1998 年，全美 1000 家公司管理人员的薪酬中，有 53%来自股票期权。根据美国商业周刊（2000）的统计，1999 年度美国收入最高的前 20 位首席执行官获得的收入中，来自于股票升值的部分平均占总收入的 90%以上。股票期权相对于效益工资而言是一种长期的激励机制。经营者来自股票期权收益的多少完全取决于股票二级市场的升值，升值的大小与经营者长期的经营业绩直接相关，这为管理者的努力带来更大动力。

### （五）信息披露完备

信息披露作为公司治理的决定性因素之一，一般受内部和外部两种制度的制约。外部制度是指国家和有关机构对公司信息披露的各种规定，内部制度是公司治理对信息披露的各种制度要求。内部制度与外部制度对信息披露的内容、时间、详细程度等各方面的要求可能存在差异。实践证明，及时、详尽、准确的信息披露可以为投资者提供可靠的决策依据，以维护投资者的信心，并且成为吸引潜在投资者的重要条件。强有力的信息披露可以大大降低投资者决策的风险。在资本市场发达的美、英等国家，公司信息披露的外部制度相对完备，

<sup>①</sup> [美国投资者责任研究中心]凯西·B·鲁克斯顿：“1997 年经理报酬研究：美国标准普尔 1500 家超大型企业的实践”，载梁能主编：《公司治理：中国的实践和美国的经验》，中国人民大学出版社 2000 年版，第 314 页。

公司经济活动的透明度高,从而极大地减少了因信息不对称而造成的决策失误,降低了失误带来的损失。无疑,信息披露的完备为投资者“用脚投票”创造了有利条件。

### 三、外部控制主导型公司治理模式的缺陷

美国公司治理专家玛格丽特·布莱尔(Margareter Blair)指出,以美国为代表的外部控制主导型公司治理模式至少存在两个缺陷:

第一,由于公司股票的持有者分布在成千上万的个人和机构手中,每一个股票持有者在公司发行的股票总额中仅占一个微小的份额,因而在影响和控制经营者方面股东力量过于分散,股东大会“空壳化”比较严重,使得公司的经营者经常和管理过程中浪费资源并让公司服务于他们个人自身的利益,有时还会损害股东的利益。

第二,金融市场是缺乏忍耐性的和短视的,股东们并不了解什么是他们的长期利益,他们更愿意使自己的短期收益更大些。当公司强调要在研究和发展以及代价高昂的市场拓展战略等方面持续投资而延期向他们支付时,股东们就会倾向于卖出或降价出售公司的股票。在部分情况下公司是在进行低业绩的操作,因为经理人员对来自金融市场方面的短期压力太敏感。布莱尔强调,外部控制主导型公司治理模式过于强调股东的利益,从而导致公司对其他利益相关者的投资不足,进而降低了公司潜在的财富创造。<sup>①</sup>

## 第二节 内部控制主导型公司治理模式

内部控制主导型公司治理又称为网络导向型公司治理,是指股东(法人股东)、银行(一般也是股东)和内部经理人员的流动在公司治理中起着主要作用,而资本流通性则相对较弱,证券市场不十分活跃。这种模式以后起的工业化国家为代表,如日本、德国(一般指前联邦德国)和其他欧洲大陆国家。

### 一、内部控制主导型公司治理模式的产生

#### (一) 法人在公司融资中的核心作用

相对于美、英对个人自由的保护,日、德则更加强调共同主义,具有强烈的群体意识,正是这种群体意识,形成了法人(包括银行)在公司融资中的核心作用。这种融资体制有以下两个特点:

##### 1. 金融机构融资为主,资产负债率高

日本和德国公司的资产负债率高,企业多以向金融机构融资为主,公司资产负债率一般在 60%左右。这一特点是由两国的经济环境决定的。二战结束后,由于两国受到重创,资金短缺,企业一时间无法获得发展壮大所需的大量资金,证券市场又不发达,民众也没有太多的资金投资,因此企业只能向银行等金融结构求助。日、德政府既要在短期内恢复经济,又要赶超美国,在政策上也支持银行等金融机构向企业投资,从而逐渐形成了日、德企业资产负债率较高的局面。

##### 2. 法人(含银行)股占据主导地位

二战后,日本在解散财阀的过程中,出现了财阀系大银行,其财力为持股奠定了资金基础,加之个人的贫穷,法人持股比重急剧上升。1964 年,日本加入“经济合作与发展组织

<sup>①</sup> [美]玛格丽特·M·布莱尔:《所有权与控制——面向 21 世纪的公司治理探索》,中国社会科学出版社 1999 年版,第 9~12 页。

(OECD)”，为阻止资本市场开放后外国公司对日本企业的吞并，日本政府推行资本自由化政策，开展“稳定股东活动”，从市场购进股份再出售给稳定的股东，从而大大促进了持股的法人化。至此，法人股份制成为日本占主导地位的企业制度。此后，法人持股开始进入缓慢上升阶段，至1990年法人持股达到72.7%。<sup>①</sup>

德国至少从俾斯麦(Otto von Bismarck)时代起，银行就是德国公司治理的核心。俾斯麦曾通过银行促使经济增长。开始时，银行只是公司的债权人，但当银行所放款的那家公司到证券市场融资或拖欠银行贷款时，银行就变成了该公司的大股东，银行可以持有一家公司多少股份，并无法律上的限制，只要其金额不超过银行资本的15%就行。二战后，德国工业重建初期，银行成为企业资金的主要供应者，很快确立起其在德国金融体系中的核心地位。

## （二）法人核心作用的法律基础及与内部控制主导型公司治理模式的关联

日、德以法人为核心的融资体制与两个国家的法律制度密切相关。

### 1. 日、德对金融机构的管制政策较为宽松

日、德金融机构在持有企业股权方面具有很大的自由度，这是日、德模式产生的关键因素。1987年之前，日本反垄断法规定，商业银行可持有一家企业股份的上限为10%；1987年以后，这一比例尽管下降为5%，但对超过5%范围的股票处理问题，却设定了10年延缓期，这等于对银行没有限制。保险公司最多可持有一家企业10%的股份，而共同基金和养老基金在投资分散化方面则不受任何限制。德国在银行持股方面更无限制。根据德国实行的全能银行(universal banking)原则，银行可以提供从商业银行业务到投资银行业务的广泛服务(包括信贷、信托、证券投资等)，可以无限量地持有任何一家非金融企业的股份，德国银行的持股率平均为9%。德国反托拉斯法也没有对其做出任何限制。

### 2. 日、德对证券市场的限制过于严格

日、德两国传统上对非金融企业进行直接融资采取歧视性的法律监管。日本长期以来，债券市场只对少数国有企业和电子行业开放，而且债券发行委员会通过一套详细的会计准则对企业债券的发行设置了严格的限制条件。在德国，企业发行商业股票和长期债券必须事先得到联邦经济部的批准，而批准的条件是发行企业的负债水平在一定的限度以下，发行申请必须得到某一银行的支持，企业发行股票要被征收1%的公司税。由于对企业直接融资的严格监管，使得德日证券市场与英美证券市场相比，发展比较落后。

### 3. 日、德在信息披露方面规定不太严格

1989年，OECD曾对各国跨国公司合并财务报表进行了一次调查，其中在经营结果披露方面，被调查的23家日本公司中只有2家公司完全符合要求，而19家德国公司中居然无一家完全符合要求。在内部转移定价披露方面，日本公司只占10%，德国公司仍然无一家。这表明，日、德在信息披露方面的规定不太严格，结果造成外部投资者得到内部信息的机会减少，增加了信息成本，影响了投资积极性，这对企业的直接融资行为起到了阻碍作用。

日、德法人持股的目的相对于个人而言更长远，更重视企业的长期发展和长远利益。法人股换手率低，流通性差，比例高，更易于对企业的经营管理产生影响和加以控制。相对于美英等国的股东“用脚投票”方式，日、德企业股东更多地采用“用手投票”的方式来使企业的目标与投资者的目标相一致，从而形成了内部控制主导型的公司治理模式。

## 二、内部控制主导型公司治理模式的特点

### （一）董事会与监事会分立

<sup>①</sup>国家体改委、日本爱知学泉大学：《中日企业比较：环境·制度·经营》，中国社会科学出版社1995年版，第218页。

德、日企业多采用双层制董事会。在德国模式中，股东大会直接选举出监事会，监事会由非执行董事构成，行使监督职能；董事会由执行董事组成，行使执行职能；监事会决定董事会的人选和政策目标。股东大会、监事会和执行董事会分设，决策者与执行者相互独立，有利于发挥监事会对公司经营者的有效监督作用。在日本模式中，董事会和监事会均由股东大会选举产生，监事会独立于董事会而存在。董事会和高层经营人员组成的执行机构合二为一，决策者与执行人员合二为一。在以德、日为代表的内部控制主导型公司治理模式中，证券市场不发达，公司经营者在企业中居于主导地位。以日本为例，日本监事会的权利相对较小，虽然规定监事会应由股东大会选举产生，但往往是经总裁选定之后推荐，监事通常由富有经验的前任管理人员担当。选聘注册会计师的事项本应由股东大会做出决定，但也通常由财务董事直接向总裁推荐，监事会不作干预。可见，日本监事会仅相当于董事会的一个监督部门。董事会与监事会无法平行运作，事前事后、内部外部的有效监督很难实现。相对于外部控制主导型公司治理模式注重董事会的改革和增加独立董事的比例来加强董事会的监督职能而言，内部控制主导型公司治理的改革更注重监事会的完善。

在内部控制主导型公司治理模式中，职工董事的职能得到体现。在德国的共同公司法中有如下规定：职工与股东以相同的比例进入董事会，但也视企业规模的大小有所不同。日本虽然在商法中有所规定，但在日本公司中，长期以来已经约定俗成，职工通过内部晋升的竞争来加入董事会。职工参与管理在很大程度上降低所有权与管理权分离所产生的代理成本。

## （二）企业与银行共同治理

与美、英等国企业融资结构特点相比，日本与德国企业的融资途径多是通过银行，债权比例相对股权较高。银行不仅是企业的主要债权人，同时还与企业相互持股，从而兼有债权人和股东双重身份，由此在银行和企业之间存在着一种特殊的关系——主银行关系。主银行关系的内容主要包括：企业选定一家银行作为主要往来银行，并把从该银行获得贷款作为资金来源的主要渠道；银行和企业之间相互持股，银行参与企业的治理；在企业发生危机时，银行提供救助，以至破产清算时作为牵头银行。通过相互持股为基础的主银行关系，形成了银行与企业共同治理的模式，同时也排斥了公司治理结构中股东的积极作用和市场对企业行为的正常监督。

银行可以通过各种正式和非正式的途径获得企业经营活动的信息，在公司股东的群体当中，银行的监控成本最小。银行作为企业的债权人和股东，既可以通过直接管理来控制经营者，也可以运用信贷控制这一有力武器实施有效的监控。

## （三）公司之间交叉持股

在日、德等国家的企业集团中，公司之间的交叉持股现象十分普遍。以德国为例，1994年最大 100 家公司之间的资本关联关系为 11.7%。安联(Allianz)保险公司、拜尔-裕宝银行(Bayer-Hypo Vereinsbank)、贴现银行和慕切纳·拉克(Munchener Ruck)公司这 4 家公司相互持股达到 28%~42%。<sup>①</sup>日本的情况与德国相似，据日本商事法务研究会 1990 年的一项调查，在日本的实业法人中，存在相互持股关系的公司占 92%，其中，相互持股率达到 10%以上的公司占 70.3%。交叉持股意味着可以持有自己的股份，这不仅可以增强其现有大额所有权力量，还容易形成表决卡特尔。如果一方在另一方的股东大会上采取不合作态度，另一方也会在这一方的股东大会中进行抵制，这无疑会损害相互持股关系的信赖基础，因此，大企业股东一般都不随意干预持股公司的经营决策。在法人股东占据主导地位的情况下，即使个人股东不赞成公司提案，也不可能左右公司局势，各公司向股东大会提出的报告和议案总能顺利通过。再者，法人大股东持股的主要动机不在于获取股票投资收益，而在于加强企业间的业务联系，通过稳定经营增加企业的利润。他们认为为了获取短期利益而损害长期的合作关系是不值得的。

<sup>①</sup>朱羿锟：《公司控制权配置论——制度与效率分析》，经济管理出版社 2001 年版，第 113 页。

然而，相互持股带来了企业的集团化和系列化，彼此间的依赖性较强，一家企业的失误可能给整个集团或系列带来不良后果，因此，任何一家企业的经营者都不允许关联企业的经营者在经营上玩忽职守，如果经营者出现大的失误，就会在企业内部或集团内被追究责任，甚至被撤职。

### 【案例 13-1】交叉持股与经营者约束

#### ——日本三越社长冈田茂遭解职

日本三越有三百多年历史，战后加入三井集团。在三越的股东中，“三越厚生事业团”（首席股东）和“三越爱护会”是三越从业员的福利保健团体，也是三越最重要的安定股东，<sup>①</sup>这两个团体与三越的“从业员持股会”共同持有三越股票的 15%，而三井集团的其他成员企业持有的三越股票只占 10% 强。因此，三井集团的成员企业要想凭借股权去控制三越的经营是很困难的。冈田茂 1972 年就任三越社长后，培植亲信，排除异己，独断专行，在公司内可算是说一不二。促使他下台的原因主要有两个：一是他经营不善，造成企业效益连年下降；二是三越举办“古代波斯秘宝展”的展品被发现是赝品，致使企业形象严重受损。在这种情况下，三越的工会首先于 1982 年 9 月 14 日向企业领导层提出了改善经营素质、刷新经营方针的要求。随后，三井集团的社大会也于 9 月 17 日开会，一致要求冈田茂辞职，但冈田茂拒不接受。为此，由三井银行的顾问（原社长和会长）兼三越董事的小山五郎出面说服三越的全体董事，于 9 月 22 日召开董事会撤销了冈田茂的社长职务。

-----资料来源：高明华：《公司治理：理论演进与实证分析》，经济科学出版社 2001 年版，第 88～89 页。

### 三、内部控制主导型公司治理模式的缺陷

内部控制主导型公司治理模式的一个显著特点是法人之间相互持股。近年来这种相互持股的制度不断受到指责，其危害主要有以下三个方面：

第一，违反股份公司原则。公司相互持股，容易导致资本金在形式上无限扩大，而实际上并没有筹到任何真正的资金，仅仅是一张交换股票的纸片甚至是账面游戏而已，这种做法违反资本充实原则。

第二，引发公司支配权的不公正占有。实际出资人的支配权地位丧失了，而没有出资的经营者却支配着公司，从而违反了权利与义务相一致的原则。

第三，股东大会“空壳化”。相互持股公司的经营者为维护自己的利益而相互支持，而不是相互监督，即出现股东大会的“空壳化”和形式化，其结果是带来“无责任经营”或“相互放任型”经营，形成彼此之间相互都不追究责任的制度。<sup>②</sup>

公司之间相互持股的现象导致终极股东被架空，经营者把持公司，从而为其谋取私利创造了方便条件。以德国企业实行股票期权为例，1996 年之前，德国公司很少实行股票期权。其中，大公司较早实施股票期权的企业是 1996 年的奔驰公司和德意志银行，当时引起了社会各界的广泛关注。在为数不多的实行股票期权的公司，由于其经营者不受股东约束，所谓股票期权不过是换个手法为经营者增加报酬而已。德意志银行、奔驰公司和大众汽车公

<sup>①</sup>所谓“安定股东”，是指长期稳定地持有某企业股票的法人股东，这些法人股东一般是该企业熟悉和信赖的企业，其股票不随意在市场中流动。

<sup>②</sup>杨汇：“日本相互持股制度之害”，《新远见》，1999 年第 3 期。

司就是这种情况。<sup>①</sup>

### 第三节 家族控制主导型公司治理模式<sup>②</sup>

家族控制主导型公司治理是指家族占有公司股权的相对多数,企业所有权与经营权不分离,家族在公司中起着主导作用的一种治理模式。与此相适应,资本流动性也相对较弱。这种治理以东亚的韩国,东南亚的新加坡、马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾和中国香港等国家和地区为代表。

#### 一、家族控制主导型公司治理模式的产生

##### (一) 东南亚和韩国家族治理模式的产生过程

韩国家族企业产生于二战或朝鲜战争结束后至20世纪60年代前。二战后,在美国的支持下,私营家族企业进入了创业期。朝鲜战争后,政府把二战后没收的日本统治时期的公营企业和日本人的私人企业,以分散付款的方式,几乎全部以较低的价格出售给了私人企业家、军政人员和其他人员,许多家族企业因此而起家。从60年代后期开始,在家族成员控制大部股权的情况下,韩国家族财团下属的核心企业纷纷上市,企业的所有权开始社会化。同时,随着多元化战略的实施,家族财团所控制的系列企业不断增多,有亲缘关系的家族成员大量进入企业。

东南亚各国家族企业产生于20世纪50年代之前,即东南亚各国处于西方列强的殖民统治时期。这一时期,移居东南亚的华人开始在外国资本的夹缝中创办企业,创业者既是企业的所有者又是企业的经营者。二战后,东南亚各国纷纷独立,华人家族企业通过购并、控股、参股形式,控制了过去为西方资本控制和垄断的行业。同时,独立后的东南亚国家采取了大力发展经济的战略,这也为华人家族企业提供了有利的发展机会,家族企业逐步在一些国家经济中占据了主导地位。20世纪80年代以来,东南亚华人家族企业经营的产业层次不断提高,多元化经营范围不断扩大,上市公司数量不断增多,家族企业所有权出现了多元化格局,但家族成员仍然控制着企业的多数股权,企业主要经营管理权仍然掌握在家族成员手中。不过,来自家族外的高级经营管理专门人才开始大量进入企业,并掌握了部分高层管理职位。

##### (二) 韩国和东南亚家族治理模式产生的原因

儒家文化是韩国和东南亚国家家族式公司治理模式形成的共同原因。儒家文化重视家庭亲缘关系,注重“和谐”,谋求“和为贵”、“家和万事兴”,仁者“爱人”等思想观念,对韩国人和东南亚华人有较强的影响。这种家族观念引入到企业,便形成了企业的家族性,并在企业运营过程中形成了由家族成员共同治理企业的家族治理模式。

东南亚家族治理模式的形成还有其特殊原因。一是民族歧视。东南亚国家独立前,华人长期受西方殖民主义者的歧视;独立后作为少数民族又受到所在国土著人的歧视。在这种情况下,华人只能借助家族成员的力量来谋求企业发展并保持对企业的控制权。二是东南亚国家土著人文化素质相对较低,而华人一般都受到过良好的教育,文化素质较高。正是这种差距,使得东南亚国家独立后,华人和土著人的合作受到了限制,使得华人企业只能采取家族治理的方式。

韩国家族治理模式的形成也有其特殊原因。一是长期以来受儒家思想影响,工商业者的社会地位很低。因此,在20世纪60年代前,在韩国创办企业,只能主要借助家族的力量。

<sup>①</sup>原载 Ekkehard Wengner & Christoph, 1998, *German Banks and Corporate Governance: A Critical View*, in K. J. Hopt etc ed: *Comparative Corporate Governance*, Oxford University Press, UK, p521. 转引自朱弈斌:《公司控制权配置论——制度与效率分析》,经济管理出版社2001年版,第118页。

<sup>②</sup>本节内容主要来自李维安、武立东等著:《公司治理教程》,上海人民出版社2002年版,第443~462页。



60年代后,企业家的社会地位得到提高,许多大学生纷纷到父母办的家族企业工作,使家族企业的家族性得到进一步加强。二是朝鲜战争后国贫民穷,资金短缺,因此,在家族企业的创业期,由家族成员共同出资,共同创业,共同经营管理企业,便成为创办企业所需资金的主要来源。

## 二、家族控制主导型公司治理模式的特点

### (一) 所有权主要由家族控制

所有权集中于家族成员是韩国和东南亚国家公司的普遍现象。这种现象在小公司里比在大公司里更加明显,然而,即使是大公司,所有权的集中程度也超过了60%。如菲律宾和印度尼西亚全部资本市场的1/6可以最终追溯到一个家族的控制,即苏哈托家族(Suhators)和阿亚拉斯家族(Ayalas);在泰国,通过控股公司,个人和家族股东拥有大于60%的企业。

在韩国和东南亚的家族企业中,家族成员控制企业的所有权大致有以下三种情况:一是由企业初始创业者单独或共同拥有,待其退休后,交由他或他们的子女、第三代或家族成员共同拥有;二是由家族创业者与家族外的人或企业合资创办的企业,若是家族创业者或家族企业控股的,待企业股权传至第二代或第三代时,形成家族成员联合控股的情况;三是迫于企业公开化或社会化的压力而进行改造公开上市的,虽然形成家族企业产权多元化的格局,但是其所有权仍主要由家族成员控制。

### (二) 企业决策家长化

在韩国和东南亚的家族企业中,家族成员控制企业经营管理权主要有两种情况:一是企业经营管理权主要由有血缘关系的家族成员控制;二是企业经营管理权主要由有血缘关系的家庭成员和有亲缘、姻缘关系的家族成员共同控制。第一种情况如菲律宾的郑周敏集团。郑周敏集团的主要领导权由郑周敏和其十四个子女中的九个共同控制(其余五个子女正在求学)。第二种情况如韩国的韩进集团。1984年,韩国韩进集团的创始人赵重勋任集团会长,集团的三大主力企业的重要职务均由其家属和亲属担任,其胞弟任韩逸开发公司经理,内弟任韩进股份公司经理,长子任大韩航空公司专务。

由于受儒家伦理道德准则的影响,在韩国和东南亚家族企业中,企业的决策被纳入了家族内部序列,企业的重大决策如创办新企业、人事任免、决定企业的接班人等都由作为企业创办人的家长一人做出,家族中其他成员做出的决策也必须得到家长的首肯。即使这些家长已经退居二线,但由家族第二代成员做出重大决策时,也必须征询家长的意见或征得其首肯。当家族企业的领导权传递给第二代或第三代后,前一代家长的决策权威也同时赋予第二代或第三代接班人,由他们做出的决策,其他家族成员一般也必须遵从。

### (三) 经营者激励约束双重化

在韩国和东南亚的家族企业中,经营者受到了来自家族利益和亲情的双重激励和约束。对于第一代创业者而言,其经营行为往往是为了光宗耀祖或使自己的家庭更好地生活,以及为自己的子孙后代留下一份产业。对于家族继任者来说,发扬光大父辈留下的事业、实现家族资产的价值增值、维持家族成员的亲情,是对他们的经营行为进行激励和约束的主要机制。因此,与非家族企业经营者相比,家族企业经营者的道德风险、利己的个人主义倾向比较少。但这种建立在家族利益和亲情基础上的激励约束机制,使家族企业经营者所承受的压力较大,并为家族企业的解体留下了隐患。

### (四) 企业员工管理家庭化

儒家的“和谐”和“仁者爱人”思想不仅用于家族成员的团结上,还被应用于对员工的管理上,以此在企业中创造和培育一种家庭式的氛围。例如,马来西亚的金狮集团,在经济不景气时不辞退员工,如果员工表现不佳,公司会采取谈心等方式来分析和解决问题,而不

是开除。再如，韩国的家族企业都为员工提供各种福利设施，如宿舍、食堂、通勤班车、职工医院、浴池、托儿所、员工进修条件等。对员工的这种家庭式管理，不仅增强了员工对企业的成就感和忠诚感，提高了企业经营管理者与员工之间的亲和力和凝聚力，而且还减少和削弱了员工和企业间的摩擦和矛盾，保证了企业的顺利发展。

### （五）来自银行的外部监督弱

在东南亚，银行只是家族的系列企业之一，与其他系列企业一样，都是实现家族利益的工具，银行必须服从于家族的整体利益。因此，来自银行的约束基本上是软约束。而没有涉足银行业的家族企业一般都采取由下属的系列企业之间相互担保的形式向银行融资，这也使银行对家族企业的监督力度受到了削弱。在韩国，银行是由政府控制的，只有符合政府宏观经济政策和产业政策要求的企业才会获得银行的大量优惠贷款。因此，韩国的家族企业都是围绕政府的政策指向创办企业和从事经营的。在这种情况下，银行只是一个发放贷款的工具，对企业的监督和约束力度很小。

## 三、家族控制主导型公司治理模式的缺陷

韩国和东南亚国家家族控制主导型公司治理模式的缺陷主要表现在三个方面：

第一，任人唯亲。家族治理模式所具有的企业凝聚力强、稳定程度高和决策迅速等优点是以参与管理的家族成员具有相应的管理才能为条件的，如果不具备这些条件，则家族企业的上述优势不仅发挥不出来，还会给企业带来经营上的失败，甚至导致企业破产倒闭。例如，韩国国际财团曾经是一个拥有 20 个系列公司的世界性大企业，其纯利润增加幅度 1978 年居世界第 10 位。但该财团却在 1985 年突然倒闭了，倒闭的一个重要原因是该财团的领导核心是由缺乏管理才能的家族成员组成的。<sup>①</sup>

第二，家族继承的风险较大。一些家族企业在领导人换代时，由于承接领导权的人选得不到家族成员的拥护而容易导致企业分裂，甚至解体。例如，20 世纪 80 年代中期，泰国暹罗集团创业者陈龙坚把家族事业交由其女陈锦吟管理后，由于家族其他成员不满其所为，合力策动“宫廷政变”，把陈锦吟排挤出董事局，结果导致陈锦吟与其丈夫的 KTN 集团分离出去，削弱了暹罗集团的力量。<sup>②</sup>还有一些家族企业的继承人由于对企业环境、自己的经营经验和管理能力缺乏正确的认识，采取急功近利的攻击型经营，也容易导致企业破产。例如，1997 年以来，韩国破产的起亚、韩宝等 8 大家族企业都属这种情况。<sup>③</sup>

第三，家族企业社会化、公开化程度低。如前所述，韩国和东南亚家族企业（尤其是东南亚华人家族企业）受到政府的一些限制，使其企业的社会化和公开化程度较低，企业融资渠道狭窄，企业运营只能通过高负债来维持。在东南亚，华人家族企业的负债一般都超过了企业的资产。而在韩国，家族企业的负债率更高，一般企业的负债率都达百分之几百，有的甚至超过百分之一千多。当银行拒绝融资时，企业会马上陷入困境，甚至破产倒闭。

### 【案例 13-2】 帕玛拉特公司的家族治理问题

帕玛拉特（Parmalat）是意大利的一家跨国性食品加工企业，2003 年底，帕玛拉特突然申请破产保护，在意大利引起轩然大波，被称为欧洲的“安然事件”。帕玛拉特成立于 1961 年，是一家拥有 40 多年历史的家族企业，其创始人为卡利斯托·坦齐（Calisto Tanzi）。在被拘留后，坦齐承认在帕玛拉特的账面上大概有 80 亿欧元的亏空，并且他曾经将 5 亿欧元转移到了自己家庭成员所拥有的公司中。

<sup>①</sup>杨学忠等编著：《赚钱术——韩国财阀企业发家秘诀》，长春出版社 1989 年版，第 271 页。

<sup>②</sup>郑学益主编：《商战之魂——东南亚华人企业集团探微》，北京大学出版社 1997 年，第 139 页。

<sup>③</sup>闻岳青：“韩宝集团破产及对韩国社会经济的影响”，《世界经济》，1998 年第 10 期。

帕玛拉特的主要治理问题是经营层捏造虚假财务信息欺骗股东，众多股东的权益被侵害。在初步调查之后，意大利检查人员表示，在过去长达 15 年的时间里，帕玛拉特管理局通过伪造会计记录，以虚增资产的方法弥补了累计高达 162 亿美元的负债。欺诈的目的除了隐瞒公司因长期扩张而导致的严重财务亏空以外，另外一个重要目的是把资金从帕玛拉特（其中坦齐家族占有 51% 的股份）转移到坦齐家族完全控股的其他公司，掏空上市公司……

——资料来源：周伟：“帕玛拉特崩塌”，《财经》，2004 年第 2 期。以及：纪乐航：“‘欧洲版安然’惨烈上演 帕玛拉特爆财务大丑闻”，《国际金融报》，2003 年 12 月 22 日。

## 第四节 公司治理模式的趋同化

各种公司治理模式都有其产生的特殊历史背景和文化、法律和市场环境，因此都有存在的合理性。但是，自 20 世纪 80 年代以来，种种迹象表明，不同的公司治理模式正在取长补短，显示出趋同化倾向。

### 一、趋同的基本原因：市场全球化

#### （一）金融市场

金融市场的不断整合是推进公司治理模式趋同的首要力量。大多数国家的投资者越来越意识到：持有一个国际化的资产证券投资组合，比仅持有一个国内的证券组合可以有更高的回报率和更低的风险。结果是，许多退休养老基金和专业共同基金开始投资于国际权益资本市场。即使在机构投资已经很发达的国家里，也可以看到这个国际化投资组合的现象。同时，非金融企业意识到，扩大投资者范围既可降低他们的资本成本，也可减弱公司股票价格的波动性。非金融企业吸引国外投资者的主要方式是寻求海外上市和发行便于国外投资者投资的金融工具(如股票)。随之而来的是外国股东和机构(银行和机构投资者)地位的日益重要。

由于投资者和金融工具发行者都越来越希望在国际资本市场上运作，这就促进了对共同价值和标准的认同。如机构投资者设定股东价值预期目标，并要求公司实现利润目标并产生有竞争力的资本投资回报。机构投资者还坚持公司应尊重国际治理标准，尤其注重公司管理当局义务，保证大股东尊重小投资者的要求，对小投资者要有足够的信息透明度。在这种情况下，公司除了应对国内所发生的法律和制度变化，还被迫调整他们的行为以与国际资本市场相适应。

#### （二）产品市场

产品市场的全球化也促进了公司治理标准的国际性趋同，这来自于以下两个动因：

第一，竞争的加剧。在一个垄断的环境里，改善公司治理的动机较弱。这是因为，垄断企业比竞争型企业有较小的创造利润的压力，即使不改善公司治理也仍有很大的能力获得利润，这使得垄断企业更倾向于保持原有的公司组织、成本和财务结构模式。然而，随着竞争范围的扩大，企业很快意识到，为了获得更高的生产效率，必须全面改进“公司治理方法”，包括利益相关者(如雇员和供应商)与企业相互作用的方式；公司融资方式和相应的治理权利的创新等。

第二，专门供应商角色的改变。全球化及信息革命使得即使是小公司也可以简单地在世界范围内寻找供应商，这直接影响了企业与垂直线上的长期供应商建立紧密的所有权或控制纽带关系的必要性。许多国家的企业(如日本 Keiretsu 成员企业)发现，将对供应商的投资撤回并集中精力于为股东创造更多的回报，对企业更有益处。<sup>①</sup>

<sup>①</sup>斯蒂芬·内斯特、约翰·K·汤普森：“OECD 国家的公司治理模式：是否在前进中趋同”，载胡鞍钢、胡光宇编：《公司治理比较》，新华出版社 2004 年版，第 147～148 页。

## 二、趋同的主要表现

### (一) OECD 准则正逐渐成为公司治理的国际标准

顺应全球化公司治理运动,1999年5月,OECD的29个成员国部长通过了OECD公司治理准则,这是公司治理领域第一个多国的工具,其最重要的目的是建立一个全球的治理话语,藉此反映公司治理功能上的趋同。<sup>①</sup>OECD公司治理准则通过之后,拥有6万亿资产管理规模的国际公司治理网络成员(ICGN)以及主要的机构投资者如CalPERS(加州公职人员退休基金会)即对该准则表示支持。2000年3月,金融稳定性论坛(Financial Stability Forum)通过OECD公司治理准则作为完善财务系统国际核心标准之一。接下来,各国财政部长聚集墨西哥坎昆,参加第三届西方财政部长峰会。这次峰会讨论通过成立工作小组,严格按照OECD公司治理准则,对各国的公司治理绩效进行评估。OECD公司治理准则出台之后,逐渐为各国所接受,成为公司治理的国际标准,同时也是各国、各地区公司治理准则的范本,用以衡量公司治理的绩效。一些国际组织也相继运用OECD公司治理准则,衡量公司治理绩效。例如,国际会计协会创办的会计准则发展国际论坛(简称IFAD),就是用OECD公司治理准则作为分析治理和披露制度的工具。<sup>②</sup>

进入21世纪,公司治理领域出现了一些新情况、新发展,尤为突出的是接连出现了一些骇人听闻的大公司丑闻事件,如美国安然(Enron)与世界通讯(Worldcom)造假案件、日本雪印食品舞弊案件,以及中国上市公司中诸多不规范的关联交易、大股东侵占上市公司利益等案件,从而再一次引发了人们对公司治理问题的反思。在这种情况下,2002年,OECD部长级会议一致同意对OECD国家的最新发展进行重新考察,以便根据最新的公司治理发展状况对《准则》进行审查。这项任务由OECD公司治理筹划小组承担,该小组的成员包括所有的OECD成员国,还包括世界银行、国际清算银行、国际货币基金组织等观察员,为了更好的对《原则》进行评估,筹划小组还邀请了金融稳定论坛、巴塞尔委员会,以及国际证监会组织(IOSCO)等特邀观察员。2004年4月,OECD结合公司治理领域的最新发展情况,立足于宣扬公司治理的理念,公布了最新的《OECD公司治理准则》。

本次修订的《准则》不仅参考了OECD国家的经验,还参考了非OECD国家,尤其是那些参加了OECD和世界银行共同组织的公司治理地区圆桌会议的俄罗斯、亚洲、东南欧、拉美和欧亚大陆国家的经验。在《准则》的发展过程中,筹划小组进行了非常全面的咨询工作,向包括来自参加圆桌会议和其他非OECD国家的专家,以及来自工商界、专业团体、贸易协会、民权组织和国际标准制定机构等大量的利益相关方进行了广泛的咨询。因此,OECD公司治理新准则不仅适用于OECD国家,也适用于相当多的非OECD国家。OECD治理准则广泛的适用性,无疑是全球公司治理模式趋同化的重要表现形式。

### (二) 机构投资者作用加强,相对控股模式出现

传统的机构投资者与其投资的公司保持较为疏远的关系,在公司管理不善和股东价值被忽视的情况下,它们会出售股票以保护自己的利益。但近年来,随着养老基金、保险基金和投资基金等机构投资者的持股数额越来越大,它们不再像以前那样通过“用脚投票”来表达对管理层的不满,相反,越来越多的机构投资者(特别是养老基金)发现参与“关系投资”(Relationship Investing)有助于提高自己的投资组合价值,它们正日益加强和管理层的接触,在公司治理中发挥积极的作用。而且,由于机构投资者持有股份很多,使得他们难以在短期内找到足以买进这些股份的买主。加之抛售巨额股票会引起股市大跌,机构投资者自身也会

<sup>①</sup>斯蒂芬·内斯特、约翰·K·汤普森:“OECD国家公司治理模式:是否在前进中趋同”,载胡鞍钢、胡光宇编:《公司治理比较》,新华出版社2004年版,第148页。

<sup>②</sup>上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告(2003)》,复旦大学出版社2003版,第274~277页。

蒙受很大损失，这就在客观上迫使机构投资者长期持有股票，并借助投票机制直接参与公司决策以保证其权益不受损害。

另一方面，企业也越来越重视加强与投资者，特别是一些机构投资者的联系和沟通，以保持公司经营的透明度，增强公司在资本市场上的良好形象。据英国投资者关系协会对英国 200 多家大型企业高层经理的调查表明，72%的人都认为他们比三年前更重视企业与投资者的关系。而机构投资者为保证持续获利，也希望与企业建立一种长期信任的关系，通过建立机构投资者协会、分享信息、积极投票、向管理层提供建议等各种方式加大对企业的影响力。这种合作共进的治理方式，既推动了企业发展，促进了长期发展目标的实现，也使机构投资者能够持续获利，增强了长期投资的信心。

一些发达地区工会通过机构投资者(特别是养老基金)对公司治理正在发挥日益强大的作用。在英国，工会会议(TUC)在 1990 年代末发动了一项运动，动员工会的影响力，使之担当养老金股东的角色。在美国，工会在监管基金经理投票表决权方面也发挥着日益积极的作用。例如，美国劳工联盟(AFL-CIO)敦促基金经理按照工会客户的提议进行投票表决。1999 年 10 月，AFL-CIO 公布了报告，依照股东的主动性程度对共同基金进行评级。结果，美国 22 名基金经理得到了从“优秀”到“不及格”的评定级别。<sup>①</sup>

德日的机构投资者持股比例是比较高的，德日的交叉持股也主要是机构投资者之间的交叉持股。但是，德日的机构投资者持股中，近一半是银行持股。由于交叉持股的弊端已为人们所认识，交叉持股正逐渐稀释，从最高峰 1986 年的 55.8%下降到了 1997 年的 45.7%；而且下降速度在加快，由 1987 年到 1992 年的年均下降 0.5 个百分点扩大到 1993 年到 1997 年的年均下降 1.4 个百分点。交叉持股的稀释主要是银行持股下降导致的，而其他机构投资者的持股比重则下降不多。

一方面是英美等外部控制治理模式国家的机构投资者持股比重上升，另一方面则是德日等内部控制模式国家的机构投资者持股比重下降，在这种情况下，逐渐形成了一种所谓的“相对控股模式”，即股权有一定的集中度，有相对控股股东存在。这是英美模式和德日模式向“中间”状态变化的结果。

理论界从代理权竞争的角度对相对控股模式的出现做出了解释：公司拥有相对控股股东的情形可能是最有利于在公司经营不利的情况下更换经理人员的一种股权结构。原因在于：首先，由于相对控股股东拥有的股权比重较大，因而他有动力发现公司经营中存在的问题，并且对经理人员的更换高度关注；其次，由于相对控股拥有一定的股权，他有可能争取到其他股东的支持，使自己提出的代理人能够当选；此外，在公司股权集中程度有限的情况下，相对控股股东的地位容易动摇，他不大可能强行支持自己所提名的公司原经理人员。因此，就总体而言，和其他两种股权结构相比较，相对模式更有利于发挥公司治理的作用，从而能够更为有效的促使经理人员按股东利益最大化原则行事，并实现公司价值最大化。<sup>②</sup>

### （三）财务报告准则趋同

随着跨公司、跨国界投资组合，资本市场的一体化发展，以及投资者对于标准化财务报告的呼吁，国际会计准则(IAS)和美国的 GAAP 会计准则逐渐为世界各国所接受。国际会计准则与美国的 GAAP 会计准则也出现了进一步融合的趋势。长期以来，一些公司不断在国际资本市场上寻求融资机会，因此它们不得不采纳国际 IAS 或美国 GAAP 准则编制其财务报告。近年来，这一趋势不断地加速。毕马威(KPMG)会计师事务所对 16 个欧洲 OECD 成员国的大公司进行了调查，结果发现：在接受调查的公司中，对于那些还在使用国内会计准则的公司，其中 50%以上打算在今后 3~5 年采纳国际 IAS 或美国 GAAP 准则，从而与国际

<sup>①</sup>上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告(2003)》，复旦大学出版社 2003 版，第 281~282 页。

<sup>②</sup> Andrei Shleifer and Rorbert W. Vishny, 1997, *A Survey of Corporate Governance*, the Journal of Finance, No.2, June.

社会接轨。2001 年 2 月，欧洲委员会提出了一项法规建议，要求至少在 2005 年前，所有在欧盟注册的公司必须采用国际会计准则(IAS)。该法规符合欧洲委员会在 2000 年 6 月颁布的概要，这一概要旨在帮助欧盟公司进入资本市场，改善其信息透明度。欧洲委员会建议会计管理协会对会计标准委员会(IASC)制定的规则进行评估。2000 年国际证监会组织(IOSCO)取得了突破性的一致意见，决心在跨国证券发行和上市过程中坚决贯彻国际会计准则委员会(IASC)准则。

为了满足本国公司利用国际资本市场的需要，一些 OECD 成员国进行了相应改革，允许国内公司使用国际 IAS 或美国 GAAP 准则。1998 年，德国也通过了 KonTraG 立法，允许德国公司运用国际 IAS 或美国 GAAP 准则进行财务信息披露。一年之后，在 DAX 指数成分公司中，按照国际 IAS 或美国 GAAP 准则进行财务信息披露的公司比例从前一年的 17%迅速攀升到 63%。澳大利亚也出现类似趋势，自 2001 年 4 月以来，所有在主板市场和澳大利亚成长市场上市的公司，均被要求按照国际 IAS 或美国 GAAP 准则披露财务信息。在法国，市场监管者 COB 于 1999 年 1 月宣布，要求所有的上市公司按照国际 IAS 准则披露其补充财务报表。最近，韩国也成立了会计准则委员会，旨在推进韩国会计准则与国际惯例相一致。日本政府也于 1998 年通过决议，推动其财务报表制度接近国际 IAS 准则。

#### （四）利益相关者日益受到重视

公司治理的相关利益者理论认为，公司存在的目的不是单一地为股东提供回报，公司应承担社会责任，应以社会财富的最大化为目标。这种观点在 20 世纪 60 年代、70 年代和 80 年代初普遍被消费者主权的倡导者、环境保护主义者和社会活动家等所接受，并于 80 年代为部分公司经理人员用来支持其反接管政策。相关利益者理论的支持者认为，公司治理改革的要点在于：不应把更多的权利和控制权交给股东，相反，公司管理层应从股东的压力中分离出来，将更多的权利交给其他的利益相关者，如职工、债权人，或者(在某些场合还包括)供应商、消费者及公司运行所在的社区，让关键的相关利益者进入公司董事会。<sup>①</sup>

虽然目前投资界对投资的社会责任还没有达到普遍关注的程度，但在最近几年，OECD 国家对投资的社会责任越来越重视却是一个趋势。消费者与公司员工已经开始认识到，公司不仅应该遵守法律，也应该有助于提高整个社会的福利。世界上一些著名的基金组织、评估机构和投资管理公司，都已经或正在将投资的社会责任纳入自己的决策中，如美国的 CalPERS(加州公职人员退休基金会)、康涅狄格州(Connecticut)养老金系统等。

### 【网络链接 13-2】投资决策中的社会责任

美国加州公职人员退休基金会(CalPERS)作为世界上最大的投资机构之一，在其烟草销售公司股票的投资表决中，已经改变了原来的策略。这一举措是建立在以下认识基础上的，即公司的不良社会、道德纪录越多，净资产面临的风险越大，因为这类公司容易招致联合抵制、诉讼和工会反对。此外，CalPERS 董事会还决定，将在新兴市场的投资决策中运用社会标准。具体地说，基金会更多地依靠积极管理，将新兴市场上 18 亿美元的资金从指数投资组合转向积极管理投资组合。针对信息披露透明度、政治稳定性、相关法律法规(包括劳工法，如禁止雇佣童工和奴隶)，CalPERS 进行了特定的测试，并在建立财务和经济指标时考虑这些因素……

富时指数服务公司(FTSE)将要建立一系列全球指数，这些指数所包含的全是社会责任心强的公司。英国 Hermes 投资管理公司在 2001 年初的公司治理政策声明中呼吁，要求所有的公司披露社会、环境和道德因素对公司业绩的影响。这一提议得到了其他投资机构的支持，普华永道(PricewaterhouseCoopers)和 BP Amocco 也决定将其纳入公司政策中。

<sup>①</sup>刘遛：《公司治理：国际经验与中国实践》，第 2 部分，人民出版社 2001 年版。

-----资料来源:上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告(2003)》,复旦大学出版社 2003 版,第 285~286 页。

德国的“职工参与制(co-determination)”或谓“共同治理”是其关注利益相关者利益的突出表现。职工参与制是德国的历史传统,它根植于德国的政治、经济和文化土壤。目前,这种制度已延伸到欧洲很多国家。许多欧洲国家以立法方式,提供职工参与公司治理的机会。所谓“职工参与制”,是指职工依法参与公司董事会,以参与公司营运方针的制定。在德国等欧洲国家,劳动力和公司资本被等同视之,被认为是公司得以有效运作的两大要素。在它们看来,职工参与制可以提升职工对公司的向心力,降低职工因无法参与公司治理所产生的距离感。<sup>①</sup>

对比一下美国和德国,美国强调使用立法的方式,来保护包括职工在内的利益相关者的利益;而德国则是以职工直接参与公司治理的方式,来保护职工自己的利益。德国等国家认为,职工与公司兴衰具有特殊的利害关系。股东可以通过分散持股来降低风险,而职工只能为一家公司所雇用,不能通过同时受雇于几个公司来降低其失业的风险。但是,不论什么理由,保护包括职工在内的公司利益相关者的利益已形成共识,而且都在为此做出努力。

### (五) 法律的趋同

在英美等国家盎格鲁-撒克逊人的传统里,公司概念是一种股东和公司管理当局之间的基于信任的关系;而在欧洲大陆的传统里,公司具有独立的意志,对公司有利的事情可能对股东不利。这些不同可以追溯到公司法,如股东权利、董事会的义务等规定上的不同。

然而,这些不同并不像看起来那样重要,而且它们的重要性也越来越小。现在所有的国家都意识到,投资者是公司策略的最终仲裁人,剩余索取权是公司治理的核心;资本市场变得日益重要,与此相适应,有价证券规则对公司的约束作用也越来越大。

各国与公司治理相关的立法在近几年里也出现了明显的趋同。例如,德国立法已经将决策过程的控制权倾向于股东,提高账目的透明度,尤其是合并账目;在公司接管方面也采取了重要的举措。在法国,1997 年 Marini 公司法改革报告认可了法国公司法“契约”的必要性,赋予企业更多的制定财务结构的自由。在意大利,1997 年 Draghi 法大大地增加了股东的权利。以上国家都允许股份回购行为,认同企业需要更多的灵活手段返还金钱给股东的事实。<sup>②</sup>在日本,1996 年制定了彻底改革现行金融体系的计划,实行股票交易手续费完全自由化,取消了有价证券的交易税,废除了对养老基金、保险公司及投资信托业务等资产运用的限制。

另一方面,美英等国家也变得更加容忍“关系型”投资者。比较突出的表现是英美开始重视银行持股的作用。由于银行的双重身份能够在公司治理中发挥证券场所不能很好承担的“相机治理”的监督作用,因此。自从 20 世纪 80 年代以来,英美开始逐渐放松对银行的限制。如美国《1987 年银行公平竞争法案》,使商业银行开始可以涉足证券投资等非传统银行业务,商业银行与投资银行之间的业务界限趋于模糊,商业银行、储蓄贷款机构、信用社,甚至证券公司、人寿保险、养老基金等金融机构的业务差别日渐淡化。1997 年又取消了银行、证券、保险业的经营限制,使银行的能量得到进一步的释放,完善了银行持股的监管机制。1986 年,英国伦敦证券交易所实施了重大改革,允许非会员可以取得会员行号 100%的所有权,这等于允许商业银行直接参与证券业务。这次改革被称为伦敦金融城“大爆炸”。1997 年英国又对金融体系进行了全面改革,撤销英格兰银行监督商业银行的职责。<sup>③</sup>

法律的趋同不是法律折衷主义,而是不断增长的大公司选择制度环境趋势的结果,或者

<sup>①</sup>刘连煜:《公司治理与公司社会责任》,中国政法大学出版社 2001 年版,第 116~117 页。

<sup>②</sup>斯蒂朋·内斯特、约翰·K·汤普森:“OECD 国家的公司治理模式:是否在前进中趋同”,载胡鞍钢、胡光宇编:《公司治理比较》,新华出版社 2004 年版,第 149~150 页。

<sup>③</sup>李维安等:《公司治理》,南开大学出版社 2001 年版,第 229 页。

说，是大公司对开发和利用流动的、便宜的资本来源的需要。例如，大公司要在美国纽约证券交易所发行股票，就必须接受美国的有价证券规则和会计标准。无疑，这对于这些大公司所在国的规则和制度的形成具有重要影响。<sup>①</sup>

总之，世界各种公司治理模式正在相互靠近，相互补充。英美公司收敛股票的过度流动性，寻求股票的稳定性，以利于公司的长远发展。德日公司则收敛股票的过度安定性，借助股票市场的流动性，来激活公司的活力。不过，由于不同模式形成的背景的长期影响，在相当长的时期内，还会保留各自的特点，完全趋同是不可能的。

## 【本章小结】

各国公司治理模式各具特点，但比较典型的公司治理模式有三种：一是外部控制主导型模式；二是内部控制主导型模式；三是家族控制主导型模式。

外部控制主导型模式以分散化股权融资体制为基础，外部市场尤其是公司控制权市场在公司治理中具主导地位，董事会中独立董事比例较大。该模式的突出缺陷是股东大会的“空壳化”。内部控制主导型模式以法人相互持股为基础，银行在公司公司治理具主导地位，董事会和监事会分设。该模式的突出缺陷是经营者的“放任型”经营。家族控制主导型模式以家族控股为基础，所有权和经营权不分，决策实行家长制。该模式的突出缺陷是任人唯亲，社会化程度低。

自 20 世纪 80 年代以来，不同的公司治理模式开始取长补短，显示出趋同化倾向，而这种趋同主要是向美英(尤其是美国)模式的趋同。突出表现在：OECD 准则正逐渐成为公司治理的国际标准；机构投资者作用加强，相对控股模式出现；国际会计准则(IAS)和美国的 GAAP 会计准则逐渐为世界各国所接受；利益相关者日益受到重视；各国公司治理的相关立法出现了明显的趋同。

## 【复习思考题】

1. 外部控制主导型公司治理模式如何产生？具有哪些特点和缺陷？
2. 内部控制主导型公司治理模式如何产生？具有哪些特点和缺陷？
3. 家族控制主导型公司治理模式如何产生？具有哪些特点和缺陷？
4. 为什么公司治理模式偏重于向英美外部控制主导型模式趋同？
5. 公司治理模式趋同主要表现在哪些方面？

## 【案例讨论题】 日本索尼的公司治理改革

日本索尼(Sony)的公司治理存在许多弊端，因此得不到市场和全球投资人的信任。为此，索尼公司对公司治理进行了改革，包括取消法定审计人会(Statutory auditors)。<sup>②</sup>

### 1. 公司治理改革的依据

2002 年 5 月，日本颁布修订后的新《日本商法》。新《日本商法》对日本公司治理作了

<sup>①</sup>斯蒂芬·内斯特、约翰·K·汤普森：“OECD 国家的公司治理模式：是否在前进中趋同”，载胡鞍钢、胡光宇编：《公司治理比较》，新华出版社 2004 年版，第 149～150 页。

<sup>②</sup>日本公司的法定审计人既不是公司外部的独立审计人，也不是公司内部的审计人，通常由几个人组成，习惯上称为法定审计人会。法定审计人会在美国式和德国式公司治理中都不存在。法定审计人会的基本作用式监督公司的整个运作，目标是防止任何有损于公司的活动。但是，由于法定审计人通常由公司的退休董事或员工担任，他们中大部分不是按法律要求发挥作用，往往是“只具形式，不具内容”。



重大改革，其主要精神是推广美国式的“具有专门委员会的公司体制”，即在董事会中设立提名、审计和薪酬三个委员会，并设立美国式公司治理中的 CEO(即首席执行官)。新《日本商法》允许企业自愿决定是否采用这种体制。旧《日本商法》规定，董事会同时具有监督、日常经营管理两种职能。新《日本商法》的理论基础，是要把董事会现在同时具有的监督职能和日常经营管理职能区别开来，以使经营管理职能专业化和监督职能责任化。

## 2. 公司治理改革的内容

2003 年 1 月 28 日，索尼董事会决定，把目前索尼实行的公司管理改变为“具有专门委员会的公司治理体制”。新的公司治理结构的变化包括：一是取消法定审计人会、集团执行官会；二是将监督职能授权给董事会以及提名、薪酬和审计委员会；三是设立美国式公司治理中的 CEO；四是保留现有的公司执行官会，其中设公司执行官常务会(representative corporate executive officers)。

在人员组成上有如下变化：一是董事会的组成。人数规模为 10~20 人；对董事任职所应有的独立性作了规定；在目前只有 3 个外部董事的基础上增加独立董事的人数，并增强外部董事的独立性。二是董事长。董事长和执行官常务会分设。三是董事会中专门委员会的组成。提名委员会不少于 5 个董事，其中至少要有 2 个内部董事，但大多数必须是外部董事。薪酬委员会不少于 3 个董事，其中至少要有 1 个内部董事，但大多数必须是外部董事，CEO 和 COO(即首席运营官)不得参加该委员会。审计委员会不少于 3 个董事，大多是必须是外部董事，其中至少要有 1 名全职人员，其成员不承担经营管理责任，并且必须符合美国索克斯法案(即 Sarbanes-Oxley Act, 简称 SOX Act)有关独立性的要求，原则上也不得担任提名和薪酬委员会的成员。四是董事会中专门委员会的主席。提名、薪酬、审计委员会的主席，必须由外部董事担任。五是公司执行官会与公司执行官常委会。在董事会的指导下，公司执行官会负责整个索尼的管理和治理，其中设公司执行官常委会。

——资料来源：该案例引自何家成著，《公司治理比较——信息与通信业 10 家跨国公司案例》，经济科学出版社 2003 年版，第 86~90 页。

### 讨论问题：

1. 索尼公司为什么要进行公司治理改革？
2. 索尼公司改革后的公司治理结构在哪些方面类似于美国公司治理模式？

## 第十四章 转轨经济中的公司治理：路在何方

### 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解转轨经济条件下“内部人控制”的内涵与成因；
2. 熟悉“内部人控制”在各转轨国家的不同表现；
3. 理解缓和“内部人控制”问题的典型做法及其理论依据；
4. 科学辨析转轨经济中的若干重要治理命题；
5. 掌握构建适合转轨经济特点之公司治理模式的基本原则。

### 本章关键词

转轨经济    内部人控制    行政型治理    股权集中度    互补制度

二十世纪末的一件大事，就是前计划经济国家（主要包括俄罗斯、中东欧各国和中国等国）向市场经济的大规模转轨（Transition），这一进程以企业的民营化、经济的市场化为主要特征，伴随着克服转轨进程中经济波动的一整套“稳定化”措施。转轨国家的公司治理问题具有特殊性。由于在原有的计划（指令）经济条件下，既缺乏市场经济的主体——企业，又缺乏市场经济的运行条件（如价格机制、产品及要素市场、商业法律环境等），所以也就谈不上公司治理问题。因此，对于上述国家而言，在向市场经济的转轨过程当中，公司治理架构和机制的构建，是与市场竞争主体塑造、产权改革、市场环境和机制的形成密切相关，并且复杂交织在一起的。

在本章中，我们将通过理论研究和各转轨国家经验的国际比较，揭示经济转轨过程当中公司治理所存在的突出问题、一般规律和特点，以及多样化制度环境下所形成的多种治理机制、治理模式及其效率。在此基础上，总结适用于转轨国家的，能够较好适应转轨过程中复杂多变制度环境，并兼顾竞争主体形成（产权改革）和竞争环境（市场化）完善，权衡公平与效率的公司治理机制和模式。

## 第一节 “内部人控制”：转轨经济中的治理症结

### 一、“内部人控制”的内涵

#### （一）狭义的“内部人控制”

“内部人控制”（Insider Control）这一范畴，最早是由青木昌彦（1994）所提出的，按照他的界定，“内部人控制”指的是：在私有化的场合，多数或相当大量的股权为内部人持有，在企业仍为国有的场合，在企业的重大战略决策中，内部人的利益得到有力的强调<sup>①</sup>。

内部人控制（或者由管理人员，或者由工人控制）是转轨过程所固有的一种潜在可能的现象，是从计划经济制度的遗产中演化而来的。所谓的“内部人控制”，实际上是在所有者（出资人）缺位的条件下，由企业的经营者或者员工实际控制了企业的情况。这种“内部人控制”实际上是在“行政治理”（控制）与“公司治理”双重失效的前提下所产生的，它的直接后果就是，企业的发展既偏离了计划经济下的“产量或规模最大化”目标，也偏离了市场经济条件下的“利润最大化”目标，而定位在了“内部人收益最大化”之上。

#### （二）广义的“内部人控制”

公司治理涉及到的各利益主体主要包括：股东、经营者、债权人、雇员、顾客和社区等，其中最重要的是前四个主体。随着公开资本市场的建立和股权的社会化，在从古典企业向现代公司的演变过程中，普遍建立起了层级式的委托——代理关系。在公司内部，出现了股东的常驻代表机构——董事会（它往往由大股东或其代表组成），它与经营者、雇员共同构成了“内部人阶层”，而分散的小股东、债权人则变成了“外部人”。从这一角度出发，治理文献中、特别是理论文献中的“内部人”范畴，比青木的界定要宽，它不仅包括经营者和职工（雇员）群体，也包括大股东。实际上，早在1932年出版的《现代公司与私有产权》一书中，美国学者贝利和米恩斯<sup>②</sup>不仅观察到了美国大公司中普遍出现的所有权与控制权分离，支薪经理通过种种方式控制企业的现象，同样发现了作为“内部人”的大股东，通过控制董事会而为自己谋利，从而侵害中小股东权益的事例。因此，广义的“内部人控制”应当包含大股东（或其代表）在内。明确这一点对于中国特别有意义，因为直到目前，国有股“一股独大”仍是我国现阶段公司制改造后大多数国有大中型企业的基本特征，而现在我国国有

<sup>①</sup>青木昌彦、钱颖一主编：《转轨经济中的公司治理结构：内部人控制和银行的作用》，中国经济出版社1995年版，第22页。

<sup>②</sup> Berle, A. and Means, G.(1932), Modern Corporation and Private Property, New York: Macmillan, 1944.

企业公司治理中所出现的种种问题，很大程度上都与此有关。

## 二、“内部人控制”在各转轨国家的具体表现

### （一）俄罗斯

#### 1. 股权结构：“内部人控股”、“股权高度集中”和“寡头控股”

作为转轨国家的俄罗斯，其“内部人控制”在股权结构方面主要存在以下问题：

首先，“内部人控股”。如表 14—1 所示，俄罗斯“大众私有化”结束的初期，内部人

批注 [h26]: 下文还涉及“股权高度集中”，此处未体现。希望与下文对应。

批注 [h27]: 直接写首先，其次，再次有显突兀。能否在“首先”前加上一句或一段话？

表 14—1 俄罗斯工业中股份所有制的结构

股东类型	1995	1997	1999	2001（预计）
内部股东	54.8	52.1	46.2	45.5
其中：经理人员	11.2	15.1	14.7	18.2
职工	43.6	37.0	31.5	27.2
外部股东	35.2	38.8	42.4	44.9
其中：非金融的外部人	25.9	28.5	32.0	31.9
自然人	10.9	13.8	18.5	16.9
其他企业	15.0	14.7	13.5	15.0
金融外部人	9.3	10.3	10.4	13.0
国家	9.1	7.4	7.1	6.4
其他股东	0.9	1.7	4.3	3.2
总计	100.0	100.0	100.0	100.0

说明：1995 年实际调查 136 个企业；1997 年 135 个企业；1999 年 156 个企业，其中 94 个企业对 2001 年的所有制结构做出预计。

---资料来源：卡别留什尼可夫，“俄罗斯工业中的第一大股东与控股所有者”，（俄）《经济问题》2000 年第 1 期，转引自，冯舜华（2001），第 6 页。

持股的比例曾高达 54.8%，此后虽然逐年下降，但预计到 2001 年，内部人持有的股份仍略多于外部人。特别注意的是，内部人股份比例的下降，主要是由于职工股比例的急剧减少。如图 14-1 所示，1995 至 1999 年 4 年间，职工股所占比例下降了 16.4 个百分点；同时，作为“内部人”的经理人员的持股比例却上升 7 个百分点。另据资料，私有化后的 5 年里，劳动集体约出售 40% 股份<sup>①</sup>。这就说明，相当一部分职工股转移到了经理层手里。

其次，股权高度集中。根据调查，在俄罗斯的私有化企业中，拥有控股权的所有者在他们所投资的企业中平均持股份额是 53%~89%，超过绝对控股所需的规模（51%）。另外，俄罗斯经济部 1999 年的调查结果显示，为取得控制地位，管理者平均要持有投资企业 52% 的股票，而金融机构则需拥有 64% 的股票。这表明，在“内部人控制”问题严重的俄罗斯，要取得对企业的控制权，需要超出一般要求的股权份额。

批注 [h28]: 标题中未体现

#### 【案例 14—1】 对控制权的把持：俄罗斯经理们的种种伎俩

在争夺股份公司控制权的斗争中，俄罗斯的经理人员通常采取的手段和方法有：  
在商业竞标和私有化拍卖中购买股票；  
通过归其管理的分公司（基金会）购买股票；  
通过股份公司本身赎买股份公司的股票，随后再将赎买的股票出售给职工和行政管理机构等等……

<sup>①</sup>冯舜华：“俄罗斯的股份制和公司治理”，《世界经济》，2001 年第 11 期，第 3~10 页。

----资料来源：卡别留什尼可夫：“俄罗斯工业中的第一大股东与控股所有者”，（俄）《经济问题》2000年第1期，转引自，朱智文，张养志，“俄罗斯的公司治理结构”，《俄罗斯中亚东欧研究》，2003年第2期，第45页。

再次，**寡头控股**。根据世界银行1996的调查，在证券私有化终止两年后的该年，俄罗斯大中型国有企业以证券私有化方式改造的份额只有11%，而且采用这种方式的大多是一些亏损或濒临破产的包袱企业。那么，真正的“好”企业都到哪里去了呢？实际上是以极低的价格“贱卖”给了与政府关系密切的“新权贵”们。主要的方式是“抵押拍卖”：即寡头银行贷款给政府弥补财政赤字，而政府则将国企控股权作为抵押，3年后政府如不能还贷，股权就归贷款者。由于这是“一对一”的内部交易，外资与民间小资本不能竞争，加上抵押价远远低于拍卖价，因而这种方法几乎等于半卖半送，能够得到这种“优惠”的当然就是与政府官员关系“密切”的“自己人”了。从而，在“权贵私有化”的路线下，寡头们通过取得国有企业的控股权，成为大股东而实现了对企业的控制，这是前述第二种意义上的“内部人控制”（大股东控制）。

**2. 治理结构：“经理控制”与“寡头控制”**

虽然俄罗斯公司的总经理也由股东大会选举，但他不必对董事会负责。由于经理本身就是大股东，身兼委托人和代理人两种身份，国有股代表是政府委派的，他们往往被经理们所“俘获”，职工集体的股权比重虽然很大，但由于分散导致力量薄弱，因而职工和工会的代表大多被经理们从董事会排挤出去，职工股权被经理们强行代理。因此，在俄罗斯的公司中，总经理几乎可以做他想做的任何事情。

对于寡头控股的企业而言，由于“一股独大”的现实，通过“金字塔式的控股结构”来大肆转移资产和利润，成为带有普遍性的行为。例如，别列佐夫斯基1997年控制了石油控股公司“西伯利亚石油公司”，该公司拥有其子公司Noyabrskneftegaz（石油生产基地）61%的股份。在别列佐夫斯基接管前，该子公司1996年盈利6亿美元，但别氏接管后，子公司1997年盈利陡然降为零。别氏不顾子公司其他小股东和职工的反反对，将子公司盈利全部转移到“西伯利亚石油公司”。

**3. 治理效果**

我们看到，“内部人控股”和“内部人（经理）控制”双重作用的结果，就是经理完全控制了企业，由表14-2可以看出，由于经理人员本身持有的股份仍是一个相对较小的份额，从委托代理理论角度来看，他通过榨取、转移公司资产所获取的收益要远远超过正常经营所带来的利润分红，在转轨时期市场竞争和宏观经济环境恶劣、市场秩序极不规范的前提下，本来就是“无偿”（通过证券私有化）获得国有资产的经理们，就更没有动力去经营企业了，而是将主要精力放在了如何“掏空”企业之上。

在俄罗斯，以寡头控制为特点的金融——工业集团，其经营绩效要好于平均水平（参见表14-2），但这并不是因为它们的治理和经营更有效率，而是因为：一方面，它们的规模较大，竞争力较强；另一方面（也是决定性的因素），它们大多控制着俄罗斯经济中带有垄断性质的高收益部门（如能源、矿产），并获取了政府赋予的种种特权。

**表 14-2      1999 年俄罗斯最大工业公司的经营效益**

	销售额（百万卢布）		销售额增长率	赢利率
	1998	1999		
正式登记的金融工业集团的参与者（41 家公司）	169316	339250	100	24.4
正式登记和实际的金融工业集团参与者（77 家公司）	423474	999407	136	24.1

最大的 200 家公司（其中 186 家）	642685	146355	127	23.0
全国工业	1658000	2995200	80.6	14.3

-----资料来源：[俄]B·杰缅季也夫(2000):“俄罗斯经济改革战略中的金融工业集团”，《俄罗斯经济》第 11—12 期，转引自：冯舜华：“俄罗斯的股份制和公司治理”，《世界经济》，2001 年第 11 期，第 8 页。

## （二）其他中东欧国家

### 1. 匈牙利与斯洛伐克

在其他中东欧国家，由于转轨前的起点，私有化方式和相关机制的设计不同，其内部人控制的程度也体现出较大的差别，但总体来看，除了斯洛伐克之外，其他国家的“内部人控制”所造成的消极影响都没有俄罗斯那么大。以匈牙利为例，其国有资产托管局的财产有 42%是通过市场公开竞价方式售出的，而且买主多为外国企业或个人，因此，人们对匈牙利的指摘并不在于“内部人控制”，而在于“匈牙利是否还有自己的民族经济”。比如，根据统计，截至到 1997 年底，匈牙利银行系统的资本构成中外国资本已占到 61.4%<sup>①</sup>。匈牙利一些著名的银行，如匈牙利对外贸易银行 (MKB)，已成为德国 Bayerische Landesbank Girozentrale Bank 银行的分支；而布达佩斯银行 (BB)，则被美国 GE 资本和 EBRD 银行联合组成的财团控股，外国战略投资者为银行注入了优质的资产和先进的管理经验，大大提高了银行的财力和内部治理能力。

与此不同，斯洛伐克的私有化方式是经理与国家直接谈判，政府则把企业交给了与当权者有各种关系的“自己人”，这种操作思路的目的是跨越职工自由认股这个阶段，一步到位形成“自然人持大股”，但其造成的后果却是严重的社会不公，“有权”的经理们以非常低廉的价格、甚至无偿地获得了企业的股权，摇身一变成为“红色资本家”，但他们并不致力于改善企业的经营，而是谋求以更好的价格将企业“卖掉”，这样的一种“内部人控制”，同俄罗斯一样，是将职工利益排斥在外的，不同之处在于来得更为直接，所以造成的消极影响也更大。斯洛伐克 20 世纪 90 年代中从转轨国家第一阵营中的滑落，在很大程度上就与这种盛行的投机行为所造成的企业管理恶化有关。

### 2. 捷克

在中东欧各国中，捷克的“证券私有化”模式曾被认为是最彻底、最成功，也是最公平的私有化方式。1991 年至 1995 年期间，进行了两轮“证券私有化”的产权交易。捷克的私有化以平均分配为特征，因此股权的交易和再集中是必然的，在捷克，这一过程主要通过投资基金来进行。在第一轮私有化过程中，捷克成立了 264 个投资基金，参与第二轮私有化的投资基金则达到了 353 个。

捷克的问题在于，在“公平”思路指导下，过多的限制导致了所有者的“实质缺位”，从而产生了比较严重的“内部人挖空”行为。一方面，捷克法律规定企业内部管理人员和职工购买本企业的股份，最多不得超过股份总额的 10%，这虽然防止了“内部人控股”的出现，但也导致了对经营者和员工的激励不足。另一方面，对于作为大股东的私有化投资基金，捷克法律规定，投资基金持有任何一家单独公司的股份不得超过该企业股份总额的 20%。此后，最高持股比例又进一步降低。1996 年最大的一家基金在私有化公司中平均持股不到 10%。而作为投资基金的管理者——基金管理公司，其收入是所管理资产的固定比例（在捷克是 2%），因此，即使某个投资基金持有一家公司 20% 的股份，其基金管理公司在所控股公司的经济利益也仅仅是 0.4%（20%×2%），这么低的一个份额，是很难激励基金管理公司去改善企业的经营的，他最有可能采取的行为，就是利用自己的控股地位去获取收益甚至去“掏空”企业<sup>②</sup>。现实情况也确实是这样，作为大股东的投资基金不但不向企业投入资金或进行战略改组，反而不断地以收取管理费的名义向公司索款，有些企业因为拖欠管理费竟

<sup>①</sup>金雁、秦晖：《经济转轨与社会公正》，河南人民出版社 2002 年版，第 61 页。

<sup>②</sup>金雁、秦晖：《经济转轨与社会公正》，河南人民出版社 2002 年版，第 111 页。

被基金管理公司告上了法庭。

由于在相关制度设计上的问题，在捷克的转轨过程中没有“内生”出“负责任”的所有者，从而，在所有者“实质缺位”的前提下，要么是没有股权的经理层控制了企业，行“挖空”之实，要么就是控股股东的“掠夺”，这是捷克所特有的一种“内部人控制”。

## 第二节 中国案例：“内部人控制”还是“行政控制”

1997 年上半年，国家统计局企业调查队对全国 2343 家建立现代企业制度的企业进行了调查。调查结果表明，绝大多数企业实行了不同形式的公司制，股份有限公司或有限责任公司的法人治理结构已初步形成。而到今天，我国所有的上市公司已经建立起了现代公司的治理架构，如“独立董事”这样较为新颖的治理工具，也正在监管部门的推动下全面引入。但众多研究表明，在看似完善的治理结构下，改制后国有企业的公司治理，仍然存在各种各样的弊端和问题，甚至是“痼疾”，这其中最为突出的仍然是“内部人控制”。

### 一、股权结构：股权分割与国有股“一股独大”

以最具代表性的上市公司为例，从表 14—3 可以看出，直到 2004 年底，非流通股所占的比例仍高达 64%，仅比 1992 年下降了 5 个百分点，发起人股占全部上市公司股权的比例高达 59%，而我国上市公司目前的发起人股主要由国家股和发起法人股两部分组成，其中国家股占大部分，而相当一部分发起法人股也带有国有性质。另据统计，截止 2001 年 4 月底，全部上市公司中，第一大股东持股份额占公司总股本超过 60% 的仍有 890 家，占全部公司总数的 79.2%，其中持股份额占公司总股本超过 75% 的有 63 家，占全部公司总数的 5.62%<sup>①</sup>。国有及国有控股企业是我国目前的上市公司的主体，在这些公司中，国家股东和法人股东占据着控股股东的位置，而相当一部分法人股东又是国家控股的。因此，对国有上市公司而言，股权分割以及国有股的“一股独大”格局，至今仍未发生大的改变。

表 14—3 中国上市公司的股本结构

	1992	1994	1996	1998	2000	2002	2004
发起人股	54%	54%	53%	55%	57%	60%	59%
外资法人股	4%	1%	1%	1%	—	—	—
募集法人股	9%	11%	8%	6%	6%	5%	5%
内部职工股	1%	1%	1%	2%	1%	0%	0%
其他（转配股等）	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
非流通股合计	69%	67%	65%	66%	64%	65%	64%
A 股	16%	21%	22%	24%	28%	26%	28%
B 股	15%	6%	6%	5%	4%	3%	3%
H 股	0%	6%	7%	5%	3%	6%	5%
流通股小计	31%	33%	35%	34%	36%	35%	36%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：2000 年以后数字为年末数，均依据中国证监会官方网站公布的数字计算而来，参见，[www.csrc.gov.cn/cn/tongjiku/chtml/y2004/11/1200411.html](http://www.csrc.gov.cn/cn/tongjiku/chtml/y2004/11/1200411.html)，2000 年以前的数字转引自，张为国：《股权结构、关联交易和公司治理》，南开大学公司治理国际研讨会论文，天津：南开大学，2001。

一股独大意味着“内部股东控制”，它带来的问题很多。最突出的就是大股东操纵和大股东“掠夺”。在大股东操纵情况下，大股东凭借自己的股权优势，根据“一股一票”的原

<sup>①</sup>崔如波：“股权结构、治理绩效与国企改革”，《中共中央党校学报》，2002 年 5 月，第 6 卷第 2 期，第 44 页。



则控制了股东大会，使股东大会变成大股东“一票否决”的场所和合法转移上市公司利润的工具。大股东控制了股东大会以后，便选举“自己人”直接进入董事会，顺理成章地控制董事会和监事会，使之成为听命于大股东的“影子”。由于我国的上市公司往往是原有国企或集团的子公司，这时以“法人”身份“代行”大股东投票权的，往往就是母公司的经营者，在这种条件下，大股东“占用”和“掠夺”的情况非常普遍。作为大股东的母公司将上市公司视为自己的“提款机”，通过关联交易，大量侵占上市公司资源。如美尔雅、三九医药等上市公司，募集资金就大量被其母公司或控股公司所占用，再比如 2002 年沪深两市的亏损冠军 ST 轻骑，其总资产不过 10 个亿，却创下了 34 亿元的天量巨亏，其中大股东轻骑集团欠款就达 28 亿元，而这 28 亿元的大股东欠款却被上市公司轻轻一笔计提就勾销掉了。相当一批受到“掠夺”的上市公司，正是这样跌入了 ST 和 PT 的行列。

## 二、治理结构：“行政控制”下的经营者控制

我国的国有企业目前正处在由“行政型治理”向“经济型治理”的转变过程当中（李维安等，2001），在这一过程中，尽管国家在大多方面放松甚至完全取消了行政控制（如市场、投资、外贸等），但在某些方面仍然保留着行政干预的权力（如人事任命）。与中东欧国家的国家投资基金不同，我国目前的国有资产管理部門，仍然是一个有行政级别的管理部門，而非专业化的、独立的资产管理和运营机构。这样一种特殊的管理体制，导致了一系列问题的出现。

### （一）内部治理失效下的“经营者控制”

首先，**董事会的功能弱化**。一项 1998 年进行的，针对国内 406 家上市公司的调查表明：样本公司平均拥有董事 9.7 人，平均外部董事 3.2 人，内部董事 6.5 人，平均内部人控制度 67.0%。上市公司的内部人控制度与股权的集中度高度相关，而且国有股（包括国家股和国有法人股）在公司中所占比例越大，公司内部人控制就越强。在上述公司中，如果把内部人控制在 50% 以上的视为绝对控制的话，绝对控制的公司占公司样本数的 77.3%；把内部人控制在 30%~50% 的公司视为相对控制，则相对控制的公司占公司样本数的 13.3%；内部人绝对控制和相对控制之和占公司样本数的 90.6%<sup>①</sup>。可见，仅从董事来源角度看，我国国有上市公司的内部人控制是比较明显的。其次，董事会成员的任命不规范。一项针对厦门市 22 家国有及国有控股公司的调查发现：有 9 家公司的董事长及总经理是由政府部门或上级主管部门提名的，占被调查公司总数的 40.9%<sup>②</sup>。另外一项实证研究发现，在 188 个样本公司中，董事长与总经理两职完全合一的有 77 家，占样本公司的 40.4%<sup>③</sup>。“两职合一”基本上都是上级任命的结果，它导致董事会独立性的弱化。最后，董事会本身的运作缺乏规范。针对厦门市 22 家国有及控股企业的调查发现：只有少数董事会依据公司的特点制订了工作条例，规定了不同决策层次的具体审批权限。有些公司董事会在其权限范围内做出的决策还要报主管部门批准后才能执行，许多公司董事会不设日常的办事机构。有一半以上的公司董事会秘书由办公室或其他人兼任。另外，南开大学公司治理研究中心 2004 年发布的《中国上市公司治理评价研究报告》反映：在五大类评价指标中，董事会治理的得分最低，有 3/4 的上市公司董事会治理有待规范。虽然董事会的人数均符合要求，但素质普遍较低，其**董事会评价指数**仅为 22.43%<sup>④</sup>。

监事会的监督功能不足。前述针对厦门市 22 家国有及控股企业的调查表明：监事会存

批注 [h29]: ? 指数

<sup>①</sup>何浚：“上市公司治理结构的实证分析”，《经济研究》，1998 年第 5 期。

<sup>②</sup>陈少华：“我国股份公司法人治理结构问题调查”，《中国经济问题》，1998 年第 2 期。

<sup>③</sup>崔如波：“股权结构、治理绩效与国企改革”，《中共中央党校学报》，2002 年 5 月，第 6 卷第 2 期，第 45 页。

<sup>④</sup>参见，抑扬：“中国上市公司治理该打几分？——南开大学《中国上市公司治理评价研究报告》摘要”，《中外管理》，2004 年第 4 期，第 14~17 页。



在的主要问题有：首先，对监事会成员的任命不规范。有一家公司的 5 名监事是由董事会决定人选；另一家公司的 3 名监事是由国有股东兼主管单位指派；还有一家公司的 5 名监事全部由股东大会选出，其中没有职工代表；其次，监事会成员素质偏低。一项针对 100 家股份公司的调查显示：监事会成员的技术职称中，政工师占 32%，经济师占 20.5%，工程师占 13.9%，会计师占 8.1%，专业人才的比例明显偏低，且 72% 的监事会成员只有大专及以上学历，本科以上学历不到 20%<sup>①</sup>。再次，监事不能有效行使职权。针对厦门市 22 家国有及控股企业的调查显示：有一家上市公司的监事会平常不开会或很少开会，由其下设的审计室向股东大会提交报告，而审计室在行政上却受总经理领导。一家公司的监事两年未开会。还有一家公司的监事会从不开会，其提交股东大会的报告由董事会秘书撰写<sup>②</sup>。南开大学公司治理研究中心发布的《中国上市公司治理评价研究报告》则表明，我国上市公司监事会治理水平普遍较低：如果把监事会治理状况分为 6 级，则 931 家样本公司中无一达到 2 级以上，3、4 级的也很少，5、6 级合计占到 87%。而且，第一大股东持股比例越大，监事会的工作成效也越差。这说明大股东控制会影响到监事会的独立性。

由此可以看出，虽然改制甚至上市后的国有企业，普遍建立了董事会、监事会等内部治理装置，但他们对企业的经营者（管理层）很难起到监督和控制作用，在“两职合一”的情况下这一点就更明显了。而“经营者控制”的后果就是：过分的职务消费、信息披露不规范、短期行为、过度投资和耗费资产（包括盲目的产业扩张和规模扩张）、转移国有资产、置小股东利益于不顾、不分红或少分红、大量拖欠债务等等。

（二）内部治理的外部化：行政任命

正是这一点与中东欧各转轨国家存在着不同，中国企业家调查系统 2003 年发布的《中国企业经营者成长与发展专题报告》显示，通过“组织任命”获取现任职位的最多，占 45.9%，其他途径依次是：“自己创业”、“职工选举”、“组织选拔与市场选择相结合”、“市场双向选择”和“其他”。与中国企业家调查系统 2000 年同一主题报告所反映的情况相比，“组织任命”（也即主管部门任命）的比重有所减少，“自己创业”、“职工选举”和“市场双向选择”的比重有所增加。但仍可看出，目前企业经营者获取职位的途径中，市场选择的分量太少，组织任命的比重还是太高（参见表 14-4）。

表 14-4 不同历史时期经营者的任命方式

	1979 年以前(%)	1980-1984 (%)	1985-1993 (%)	1994-1999 (%)	合计
主管部门	79.5	78.4	72.2	67.7	72.9
董事会	—	4.6	12.0	17.3	10.9
职代会选举上级任命	13.9	11.4	7.8	7.5	8.9
国有资产管理部門	2.9	1.5	1.7	4.5	2.5
其他	3.7	4.1	6.3	3.0	4.8

---资料来源：“中国经营者队伍制度化建设的现状与发展”，《管理世界》，2000 年第 4 期，转引自，马连福，“中日公司内部治理机制比较分析”，《现代财经》，2002 年第 3 期，第 61 页。

直到目前，我们相当一部分国有大中型企业的经营者仍然不是纯粹的职业经理人，而是有行政级别的“准官员”，独特的“上升通道”使他们还有走上“仕途”的机会，也正因为如此，在“内部人控制”带来种种消极影响的同时，也的确还有一批拿着微薄薪金的国企经理在兢兢业业的工作，但这种“官商合一”也带来了另一个后果：那就是国企经理们的目标函数并不是单纯的利润最大化，而是混合了规模扩张、国企解困、甚至上级主管部门利益

<sup>①</sup>田志龙：《我国股份公司治理结构的一些基本特征研究》，《管理世界》，1998 年第 2 期。  
<sup>②</sup>转引自，叶祥松：“内部人控制与公司治理结构的失效——基于转轨时期我国国有公司治理结构失效的特殊原因剖析”，《西北大学学报(哲学社会科学版)》，2002 年第 3 期，第 9～15 页。

和“好恶”在内的混合体，因为这些指标都有可能成为衡量他“政绩”的标准。李维安等在对上市公司经理人员的激励、约束和任免制度等方面的实证研究为此提供了证据，他们发现经理人员的行政式任免方式对每股收益有显著的负面影响。<sup>①</sup>

### （三）治理绩效

通过前述分析可以看出，在中国国有企业现有的股权结构和治理架构下，无论是“大股东控制”，还是“经营者控制”，企业的目标都不会是利润最大化。在这样的一种治理现状下，必然后果就是企业经营绩效的下降。

仍以上市公司为例，根据 2000 年的年度报告，在上海证券交易所上市的 601 家公司的平均每股收益为 0.2217 元，比 1999 年上升了 8.68%。但剔除增资配股以及新股溢价发行等因素后，平均净资产收益率比 1999 年仅增长了 1.31%。在上海证券交易所上市的公司中有 46 家亏损。在深交所上市的公司中亏损率高达 9.3%。对 1994 年在沪、深证交所上市的 178 家上市公司的一项调查显示：在上市后三年期间，每股收益和每股净资产等指标均呈抛物线下降，出现了所谓“富不过三年”，上市越早、亏损越多的怪现象。<sup>②</sup>

### 【网络链接 14-1】企业究竟属于谁

张维迎（1996）指出，广义的公司治理结构只是企业所有权（产权）安排的具体化。布莱尔认为：公司并非简单的实物资产的集合，而是一种法律框架结构，其作用在于治理所有在企业的财富创造活动做出特殊投资的主体间的相互关系。（Blair, 1996）。

企业是一个不同产权主体所组成的利益联合体，不同主体之间的权利交叉组成了产权关系体系，这种产权关系与市场交易中两个交易主体之间的产权关系的不同之处在于：企业中各个产权主体签订的是一个不完备契约，是一个预先就留有漏洞的契约。其根源在于企业面对的是一个不确定和存在风险的世界，而利润正是产生于企业家对风险和不确定性的把握。这样，当企业在获取收入，进行分配的时候就会发现，在扣除了对所有利益主体的固定合同支付之后，还会存在一个剩余。詹森和麦克林（1976），法玛和詹森（1983）认为，这种对企业收入扣除固定合同支付之后所存余额的要求权就是剩余索取权（residual claim）。它应当赋予企业中的剩余风险承担者，只有这样才能达到最优激励。在早期，人们正是用剩余索取权来定义企业所有权的。而格罗斯曼和哈特（Grossman & Hart, 1986），哈特（Hart, 1995）进一步指出，企业所有权应定义为“剩余控制权”（residual control）。这在逻辑上是一个比剩余索取权更为基础的概念，要弥补企业合约中的“漏洞”，关键在于在事前规定谁具有在“漏洞”情况下做出决策的权力。而一旦这种权利关系确定，那么事后的剩余分配也就得到了确定。在现实中，的确存在剩余控制权与剩余索取权的非对称安排，但事实证明，这种安排只会导致高额的代理成本（费方域 1996）。因而企业所有权被理解为“企业剩余索取权和控制权”，企业所有权如何分配，即剩余控制权与索取权如何在不同利益主体间分配，是一个直接关系到代理成本的问题，在这一点上问企业归谁所有才是有意义的。

——资料来源：作者根据有关文献整理。

## 第三节 路在何方：转轨经济条件下成功治理模式的探讨

实际上，近年来，有关转轨经济中公司治理问题的讨论，已经从“内部人控制”这一“经典”问题扩展到了更为广泛的层面，许多问题，越来越体现出公司治理“一般”，而非公司治理“特殊”的特点。与此同时，各转轨国家在塑造健康市场经济主体，构架完整市场

<sup>①</sup>李维安、牛建波：“中国上市公司经理层治理评价与实证研究”，《中国工业经济》，2004 第 9 期，第 57—64 页。

<sup>②</sup>葛开明：“我国上市公司治理问题的思考”，《上海管理科学》，2002 年第 1 期，第 48 页。

体系的同时，对于转轨经济条件下的公司治理，乃至“后转轨”时代的公司治理模式，都进行了很多有益的探索，其经验和教训，在很大程度上可以提供给我们借鉴。

## 一、转轨经济所面临的若干重要治理“命题”

### （一）“股权集中度”与公司绩效是否相关

如前所述，在产权改革的过程中，转轨国家普遍面临“两难困境”，如果为了获得公众的认可而采用“平均”方式分配国有资产，会导致股权过于分散和相应的“经营者控制”问题（如捷克和俄罗斯的“证券私有化”），如果要保证“负责任的”控股股东的存在，则很容易陷入“一股独大”（如中国）和“权贵私有化”，“拥有者获得”（如俄罗斯的寡头）的两难困境之中。那么，对于转轨国家的改制公司而言，是否存在一种最优的股权结构和股权集中度呢？

许多学者对前苏联和东欧国家上市公司的研究表明，所有权集中度和企业绩效的关系是非线性的，而且这种关系与大股东类型有关。一项针对 1993~1995 年间 300 多家中国上市公司的实证分析发现：（1）法人股所占比重与公司业绩（主要用公司的市值与账面价值之比 MBR、股权回报率 ROE 和资产回报率 ROA 来反映）正相关；（2）国家股所占比重与公司业绩负相关；（3）社会个人持股（A 股）比重与 MBR 值明显负相关，在 ROE 和 ROA 回归中系数为零<sup>①</sup>。与此不同，另一项针对 1997~2000 年间上市公司数据的研究发现：中国上市公司的股权结构与公司绩效之间存在一种“U 型”关系：当国家持股比例较低时，国家股比例与公司绩效负相关，而当国家持股较多时，与公司绩效呈正相关；法人股比例与公司绩效之间也存在这种关系<sup>②</sup>，“U 型假说”得到了诸多研究的证明。而南开大学公司治理中心研究人员于 2004 年所做的最新研究则发现，在那些经理层与股东之间利益冲突水平较高的公司里，股东参与治理的积极性会更积极，因为对这类公司加强治理所带来的收益要比冲突水平较小的公司所获得的收益要多。所有权的监督角色更重要，即大股东积极监管所获得的收益会超出为此所付出的成本，因此通过安排合适的股东股权结构可以提高企业价值（增加社会收益）。在这个角度来看，股权集中（提高股东参与治理的动力）并不一定能够提高企业价值，其实际效果要视公司的具体特征而定，这就启发我们，在制定相关政策时，不应置公司特征于不顾，搞一刀切，制定统一的股权结构改革的政策。

批注 [h30]: 此句话有显突兀，  
答：没问题。

实际上，对于股权集中度和公司业绩之间的关系，国外学者已做过相当多的研究，也并未取得一致的意见。在原因解释上，Shleifer 和 Vishny（1986，1997）指出，提高大股东持股比例，使股权相对集中，可以使控股股东获得足够的激励去收集信息并有效监督管理层，从而避免了股权高度分散情况下的“搭便车（Free-rider）问题”，因而大股东的存在有利于公司价值的增长。Demsetz（1985）和 La Port 等（1999）则认为：大股东和小股东之间存在着严重的利益冲突，大股东完全可能以小股东的利益为代价来追求自身利益。Black 和 Kraakman 通过对俄罗斯的研究，以大量材料证明，在未来高度不确定的宏观经济背景下，以掠夺起家的“新所有者”将继续“掠夺”自己控制的企业，将资产转移到海外，而不是改善和发展生产。他们发现，新所有者至少有 27 种继续盗窃的方法，其中最重要的就是运用“金字塔控股结构”来控制 and 转移公司的资产与收益。<sup>③</sup>

对于转轨国家而言，股权结构与公司绩效之间的关系，既带有“公司治理一般”的特点，也混杂着转轨阶段的“公司治理特殊”问题。以我国上市公司为例，国有股“一股独大”

<sup>①</sup>参见，许小年：《中国上市公司的所有制结构与公司治理》，《公司治理结构：中国的实践与美国、的经验》，北京：中国人民大学出版社，2000 年。

<sup>②</sup>吴淑琨：《股权结构与公司绩效的 U 型关系》，《中国工业经济》，2002 年第 1 期。

<sup>③</sup>转引自，李俊江，潘龙：“俄罗斯私有化改革的制度环境与转轨经济中的企业绩效”，《社会科学战线》，2003 年第 4 期，第 89 页。

的公司，其绩效的低下可能是控股股东（国有资产管理当局或其代理人）追求非利润最大化目标所致，也可能是缘于国有资产管理当局与其它股东的利益冲突。一个例子是：当公司需要发行新股来筹资时，国有资产管理当局在董事会的代表往往持反对意见，因为发行新股会使旧股的权益分散。而这种反对意见被采纳，就会使公司失去投资机会，进而伤害长期的增长潜力。因而，对于转轨经济而言，产权结构的优化并不能完全解决治理绩效问题，其他“外在的”，互补性的制度建设至少是同样重要的。

## （二）产权重要还是竞争重要

一些经济学家认为，相对于市场结构，公司治理结构是不重要的，因为只要市场竞争很激烈，就会迫使企业选择效率最高的内部股权结构和治理结构，或改进现有治理结构，否则就会被市场竞争所淘汰。与此相反，另一些经济学家则认为，企业的所有权及其结构是很重要的，因为它影响市场发挥作用的程度。比如，Blair（1995）等人则指出，由于股权分散而过于依赖接管机制的成本很高，会造成经营者的短期行为，使股东利益压倒一切，损害其他利益相关者的权益。

在中国，这一命题体现在国有企业改革中的“产权论”和“竞争论”之争。一种代表观点是：国有企业的问题主要在于产权关系的不明晰，因而主张在企业“产权关系”上做文章（张维迎，1995，1999）；另一种代表观点则认为：国有企业的症结在于不平等竞争条件下形成的预算软约束，以及企业承担的各种“额外负担”，因而，企业改革的核心是创造市场化的竞争环境，给国有企业平等的竞争起点（林毅夫，1994、1997）。

实际上，今天人们已经认识到，虽然产权制度和维护竞争的一系列市场经济制度之间，存在一定程度上的“互替”关系，但它们在更多的时候是“互补”，并且缺一不可的。现实证明，与成熟市场经济国家不同，对于市场经济体制尚不健全的转轨国家而言，产权结构、治理结构与市场结构之间，“互补性”表现得更为明显。国内学者 2003 年所作的一项研究发现：有效的产品市场竞争对企业产出增长率具有正面效应，但是，市场竞争只有在股权较为分散和股权高度集中的企业中才能发挥正面影响<sup>①</sup>。

综上所述，转轨国家的公司治理问题，绝对不是一个单纯的产权改革问题，的确如一位俄罗斯学者所形容的那样，如果没有其他一系列包括市场竞争、法制、监管等在内“互补制度”的建设，单纯的产权改革只能是“落在坚硬干燥土壤上的种子”。

## 二、转轨经济国家的尝试

转轨过程的动态性和复杂性，各国经济政治、社会文化传统的不同，以及转轨“起点”的差异，都决定了不可能存在一个单一的“转轨经济治理模式”。事实上，在转轨过程中，各国都根据自己的实际情况进行了多样化的探索，并对出现的失误进行了纠正，它们所取得的经验，很多是可以提供给我们借鉴的。

### 1. 打破“内部人控制”与中小股东权益保护：俄罗斯

针对“内部人控制”严重问题，俄罗斯 1996 年出台了《联邦股份公司法》，在引入外部股东方面，该法规定所有拥有 500 名以上职工的公司都要委托独立的股东登记公司受理登记，这就为外部人购买公司股票成为股东提供了法律保障。从保护股东利益尤其是中小股东利益的角度来看，该法所取得的重要进展有：（1）规定拥有不少于 10% 的表决权的股东有权要求召开不定期特别股东大会；（2）规定在股东人数超过 1000 的股份公司，选举董事会时必须累计表决，同时规定高级经理不得在董事会占多数；（3）规定掌握不少于 1%（分配所得的）普通股票的股东有权就董事会成员对公司造成的损失向法院提出赔偿诉讼；（4）掌握优先股的股东在某些情况下有表决权；（5）规定实行“独立经理”制度（相当于独立董事

<sup>①</sup>施东晖：《转轨经济中的所有权与竞争：来自中国上市公司的经验证据》，《经济研究》，2003 年第 8 期，第 46～54 页。



制度)；(6) 严格规范新股发行；(7) 规定在重组、进行大型交易或修改公司章程并造成股东的权利状况恶化时，股东有权要求股份公司按照“公平”价格赎买属于他们股票；(8) 为反对外部人的恶意收购提供依据和保护；(9) 严格要求股份公司向股东们公开各种信息。

俄罗斯的新公司法以打破“内部人控制”，保护中小股东利益，加强信息披露为核心，取得了一些成效。据统计，在1995~1997年间，外部人持有的股票增幅在10%以上，其中公民持股比例上升近4%，外国投资者拥有的俄罗斯企业股票增幅达到3.4%，俄罗斯机构投资者持股增加了3%；在1997~1999年间，外部人持有的股份又增加了4%，其中公民持股增加3.4%，外国投资者拥有的股票增加了2.5%。<sup>①</sup>

## 2. 其他方面

在中东欧国家，控股股东与中小股东的冲突是公司治理中的主要矛盾。因此，中东欧国家的监管规则比欧盟各国还要强调对中小股东的保护（尽管由于司法系统本身的问题，这些规则在执行的时候往往会打“折扣”）。而在过去的几年里，随着加入欧盟进程的“提速”，为了符合欧盟的相关要求，中东欧各国在“大股东持股状况”和“关联交易”等重要信息的强制性披露方面也有了很大的进展。比如，1998年时，还只有3个样本国家（保加利亚、捷克、匈牙利）规定了10%的法定披露标准，但到了2002年，中东欧的大多数国家都已将大股东持股的法定披露标准降低到5%。<sup>②</sup>

再比如，在银行改革方面，从总体的实施效果看，匈牙利和波兰较为成功。两国政府均通过更为严格的监管法规，强化了银行的财务状况；通过推行民营化，与国外金融机构建立合作关系改善了经营，如引进国际会计标准、通过有效管理和专业坏账处理方法提高资产质量等。具体来看，通过引入外国战略投资人，匈牙利的主要国有银行几乎都成为国外金融巨头的分支机构，虽然这种“出售匈牙利”的政策受到质疑，但事实是：从1994年到1998年，银行系统中的限制性资产在总资产中的比重已大大降低，而利润率则得到了显著提高。与匈牙利不同，波兰采取了引入国外战略合作伙伴和公开上市发行（IPO）相结合的方式实现了银行系统的民营化，也取得了较好的效果。

## 三、成熟市场经济国家的经验

如前面章节所介绍的，当今的世界上存在两种最具代表性的公司治理模式。一种是英美模式，另一种是日德模式。有趣的是，虽然美、日、德三国的公司治理模式存在明显的差别，但著名的公司治理专家Kaplan却发现：这三个国家公司治理结构在“有效性”方面存在着惊人的相似之处。他研究了日本、德国和美国大公司的公司业绩和高层管理人员人事调整之间的关系。除了年龄和经理任职，他发现股票的欠佳表现和利润损失会增加日本、德国和美国的高层管理人员人事调整的可能性，日本高层管理人员更换率与公司业绩的相关性同美国和日本基本上相等，这就说明，美日德三国不同的公司治理模式和机制，对高层管理人员的监控力度基本一样。

### （一）日本在治理“内部人控制”方面的经验

从内部治理角度来看，传统的日本企业更多地表现为“经营者集团”的控制。最明显的就是董事会的构成，内部董事占绝对的优势，一般占75%左右。与英美企业不同，日本企业的内部董事是真正的内部人，他们都是从中上层管理人员中一步步提升上来的，而且作为董事的同时，并没有放弃高层管理人员的职责，董事们直接组成常务办公会议，负责公司的

<sup>①</sup>数据来源，（俄）拉迪金和艾托夫：《发展公司制经济的制度问题：所有制、公司治理和有序证券市场》，莫斯科1999年版，第138~139页，转引自，张聪明：“俄罗斯的公司治理”，《东欧中亚研究》，2002年第2期，第29页。

<sup>②</sup>世界银行，BEEPS调查：<http://info.worldbank.org/governance/bbeeps/>，转引自伯格洛夫和帕尤斯特（Berglof & Pajuste）：《逐步兴起的所有者，日见衰落的市场？—中东欧国家的公司治理》，《比较》第5期，中信出版社，2003年，第75~76页，表10。

日常经营。

在分配上,日本企业的高层经营者与普通职员收入差距并不悬殊,一般在 20:1 以内,远不及英美国家。而且其报酬也以薪金和奖金为主,经营者持股的比率很低。根据 Kaplan (1992) 所作的一项抽样调查,在 1980 年时,只有 12.2% 的日本经理持有 0.5% 以上的本企业股份,而同期美国的这一比例为 22.6%。那么,在经营者收入不高但又实质上控制了企业的前提下,采用什么样的机制,才能在调动其经营积极性的同时又避免其“损公肥私”呢?日本大公司是这样做的:

### 1. 内部经理人竞争

在日本企业中存在着一个相当长的、固定的晋升阶梯,但这个晋升阶梯是向所有的中层职员开放的。最高经营者大都经历过科长——董事——常务董事——专务董事(副社长)——社长这样一个晋升阶梯,这个过程的时间长达 30—40 年。因为每晋升一个级别,职位就会减少一半,从而这种内部经理市场上的竞争是相当激烈的。另外,一旦进入高层,可以支配巨额的“交际费”、享受各种特殊待遇,还有高额的退休金和奖金。以奖金为例,高层人员的奖金并不是平均分配的,有的企业,社长一人可以独得 30%<sup>①</sup>。内部经理市场上的竞争动力就来源于此,正是它在鞭策经营者为企业的发展绞尽脑汁。

### 2. 主银行外部治理

在内部人控制前提下,要防止经营者出现“败德行为”,就必须使其面临可置信的撤换威胁,在日本,这一点是由银行,而不是由外部资本市场和经理市场所做出的。主银行一般不介入企业经营,它只是根据自己掌握的信息对企业的盈利状况进行排序。如果一个企业的排序名次靠前,它的经营者就会得到更高的经营自主权和社会声誉,如果企业经营不善,主银行就会对其进行撤换。在日本,由于终身雇佣制的存在,“撤换”对于企业高层领导而言,几乎是一个“毁灭性”的打击,退出财界也就意味着社会地位的丧失,因而这种惩罚是相当严重的。

实际上,由于兼具大股东和主要债权人的“双重身份”,主银行在日本公司治理中的作用远远不止“撤换经营者”这么简单。它拥有对企业进行有效干预的一整套工具组合,根据不同的情况,主银行可以调整各种手段的相对力度,以取得最佳的治理效果。在经营正常的条件下,主银行一般不对企业进行干预,而只是通过结算账户和在企业中的“常驻代表”(董事或监事)对其进行监督;在企业出现暂时性的经营困难时,采取轻度手段,主要是增加信贷、减免利息、贷款掉期等金融手段帮助其渡过难关;在经营出现重大失误、财务状况急剧恶化时,则采用激烈手段,如撤换经理、改组公司、出售资产,乃至运作兼并与接管事宜。正因为如此,青木昌彦才将这种方式称为“相机治理”。正是由于日本这种“主银行相机治理”模式曾经取得的明显成效,青木曾经以此为基础设计了一种“银行辛迪加和相机治理”模式<sup>②</sup>,试图解决转轨经济中出现的,带有一定特殊性的“内部人控制”问题。

### (二)“英美模式”的做法

与日本不同,美国大企业“内部人控制”的约束,来源于发达且流动性良好的股票市场,活跃的公司兼并与收购活动,成熟的职业经理人队伍和流动机制,以及高度透明的公司信息披露机制、严格的市场监管,还有形形色色的对企业进行审查、评估与“定价”的中介机构、如会计师事务所、审计事务所、信用评级机构、资产评估机构等等,由于拥有这些众多的“互补性”工具,作为“外部人”的机构投资者、中小股东、债权人可以根据相对公允的信息对公司的业绩(也即“内部人的业绩”)进行评判,并主要通过“用脚投票”(抛售股票)的方式来“表达意见”。与此同时,自上世纪 80 年代以来,“机构投资者行使投票权”

<sup>①</sup>吴家骏著:《日本的股份公司与中国的企业改革》,经济管理出版社 1994 年版,第 14 页。

<sup>②</sup>青木昌彦:“对内部人控制的控制:转轨经济中的公司治理结构的若干问题”,参见《转轨经济中的公司治理结构:内部人控制和银行的作用》,中国经济出版社 1995 年版,第 28~33 页。

和“引入（外部）独立董事”也成为外部人“用手投票”，籍以将对“内部人控制”的控制从事后转到事中，乃至事前的重要手段。有关这一问题，前面章节有详细的论述，在此不再赘述。

## 四、适合中国国情的公司治理模式探索

青木昌彦（1995）指出，博采众长的方案可能是解决转轨经济中公司治理问题的最佳选择。在这里，我们将在尊重公司治理基本原则的基础上，借鉴各转轨国家的经验教训，结合我国的具体国情，探索适合于我国转制企业的公司治理模式。

### 1. 股权结构的优化

这方面，应当集中解决“一股独大”和“同股不同权”的突出问题。实证研究表明，我国上市公司中，法人股持股比例与公司业绩之间存在正相关关系。因此，有研究者认为，可以考虑以转变或交易的方式逐步将国有股替换为企业法人股，在股权结构模式上，通过银行持股、引入战略投资者、IPO等方式，将原来国有股“一股独大”的公司，转变为股权多元化的企业，目标股权结构是：银行、业务上有关联的并相互持股的企业法人、国家持股公司、基金组织、其他企业法人和社会公众等参与持股，且以银行和业务上有关联的企业法人持股为核心。有研究者认为，应当大力培育新的机构投资者，扩大机构投资者在资本市场上的比重。比如，积极推动如养老基金、福利基金、社会保障基金、退休基金等各类社会公益基金进入股市；继续通过 QFII 制度或者其他方式引进国外机构投资者。与此相应，应当一方面放松对基金持股的限制，另一方面建立完整的投资基金市场评价体系。

### 2. 构筑中小股东的利益保护机制

我们看到，世界各国、包括转轨国家，普遍采取累计投票、中小股东诉讼、就重大事项表决等机制来保证中小股东的利益不受到“掠夺”。在我国，社会公众股股东表决机制也已有先例可循，如有关增发新股须征得流通股股东半数以上同意的规定，有鉴于此，有研究者认为，在我国现行证券市场架构（股权分割、同股不同权）和监管体制下，应该把社会公众股股东表决机制的适用范围进一步扩大，具体来说，在涉及再融资（如溢价增发 A 股、发行可转债、发行 H 股和 N 股）、恶意分红（如一边高比例现金分红一边再融资）、擅自改变资金投向等问题的时候，应该实行社会公众股股东表决机制。还可以考虑在上市公司的董事会里面，根据公司的股本结构确定一定数量的董事由社会公众股股东选举产生，在董事会里代表社会公众股股东的利益<sup>①</sup>。

### 3. 加强监管与信息披露

李维安教授提出，政府应对上市公司加强监管，以使内部关联交易和“隧道行为”的预期风险足够大，这样才能使公司行为向“最优公司治理结构行为”收敛。与此相应，为了能够对公司行为和绩效进行真实的判断与评估，有必要进一步提高信息披露的完整性、真实性。而要做到这一点，就需要加大对信息披露、特别是相关中介机构的监管力度。比如，有必要更多地关注经理层行为，特别关注上市公司会计政策变更，关注会计师事务所变更等；有必要进一步研究是否将注册会计师审计业务和咨询业务分业经营，以提高审计独立性，进而提高信息披露质量<sup>②</sup>。

### 4. 改变对经理层的激励机制，提高经济激励力度

如前所述，我国现在的国有大型转制企业，其经营者的目标函数中，混杂了太多的非经济成份，非经济激励和“非正常”的经济激励（如高额在职消费）过度，正常的经济激励反

<sup>①</sup>参见，林义相：《以制度创新和深化改革保护社会公众投资者的合法权益》，《中国金融》，2004 年第 8 期。

<sup>②</sup>“公司治理与社会责任——中注协与 ACCA 学术研讨会综述”，《中国注册会计师》，2004 年 3 月，第 7～9 页。

倒不足。因此，为了提高经营者的积极性，在前述股权结构优化，相关“互补性”治理制度完善的前提下，应当取消国企经营者的行政级别，切断其“政治生涯”途径，建立真正的职业经理人制度，提高经理层的薪酬水平，并加大动态激励（如股票期权）、长期激励（持股）在其总收入中的比重，以激励其长期经营行为。而这就需要在相关法规方面予以配套<sup>①</sup>。

#### 5. 银行改革与银行参与治理

有研究者认为，在以间接融资为主和具备“关系型融资”传统的我国，应当借鉴日德模式，发挥银行的“参与治理”作用。而要做到这一点，首先要加快银行的产权改革。在国有银行自身的产权改革方面，各转轨国家通过引入外资战略合作者，进行局部或整体上市来实现股权结构多样化的做法值得借鉴。在银行自身构筑起合理的产权结构和治理结构之后，可以考虑放松对银行持有企业股份的限制，与此同时，通过代理投票权的方式，由银行来代替中小股东行使投票权，这样既可以发挥银行自身的信息和专业优势，有力地参与公司治理，又可以有效保护中小股东的利益。

转轨国家经验与教训的比较给我们以这样的启示：没有一个最优的公司治理模式，各国的治理模式，都是在复杂动态的转轨过程中，自我摸索、修正和相互借鉴、融合的结果，而最终产生的好的经验，一定是那些既适应国家自身特点，又符合公司治理基本规律的东西。因此，我们应当在上述各个方面大胆尝试和探索，鼓励多样化的“实验”，只有这样，才会在多种模式的“竞争”和比较中产生真正适合我们的那一种。

### 【案例 14-2】大股东“掠夺”的鲜活例子：仕奇集团

仕奇实业（600240）于 2000 年 6 月上市后，便不遗余力地为大股东仕奇集团输送资金。目前总资产才 7.5 亿元的仕奇实业，被大股东不合理占用资金达 6.67 亿元。但就在上市公司几乎被榨干前，大股东开始退居二线，将公司国有法人股 29% 的股权溢价 2.7 亿元转让给了一家 2800 万元的小企业——华业发展。新的准大股东华业发展前脚收购，后脚就把仕奇实业原本准备投资仕奇主业纺织行业的 2.57 亿元，用来收购华业发展持有的汉国华业公司的股权、债权和华业发展彩虹新都房产。这两项产权到底值多少呢？原本亏损的汉国华业其净资产只有 2500 万，华业发展拥有的部分股权只有 500 万元。今年 5 月份，汉国华业的净资产突然由 2500 万元增加到 4419 万元。而后这 4419 万元经过评估价值高达 1.98 亿元。在准大股东华业发展的主持下，按照收购比例，仕奇实业为价值 500 万元的产权掏了 8570 万元。彩虹新都房产原本净值 5796 万元，评估后价值高达 1.97 亿元。而后打了九折，以 1.79 亿元出让给了仕奇实业。说是新东家掏出 2.7 亿元买股权，实质上是上市公司自己掏钱买自己。而上市公司的钱又从何处来？只能是中小投资者的募股资金。

——资料来源：宁南，张娅：“逼空中国？——中国股市财富洗劫录”，《商务周刊》2003 年第 24 期，第 12 页。

### 【本章小结】

本章第一节介绍了转轨经济中最为突出的治理问题——“内部人控制”，界定了“内部人控制”的定义，区分了其狭义和广义内涵，在此基础上，介绍了“内部人控制”问题在俄罗斯、匈牙利、捷克等转轨经济国家的不同表现，初步解释了其成因。揭示了转轨经济过程中“内部人控制”问题的一般性和特殊性。

第二节重点考察了我国国有企业，特别是上市公司在体制转轨过程中所出现的“内部人控制”问题，指出分割的资本市场、“一股独大”的股权结构，以及仍然作为主要控制手段

<sup>①</sup>比如，许多公司早在上世纪 90 年代就实行过经理层持股、股票期权等激励方式，但由于股票或期权不能上市，其效果往往大打折扣。



的经营者行政任命，是造成我国国有企业、特别是上市公司“内部人控制”问题的主要原因，指出了我国的“内部人控制”问题与其他转轨国家在表现上的异同。

我们更进一步，重点探讨了转轨经济中具有一般性的两个治理命题，即股权集中度问题，产权结构与市场竞争之间的关系问题，得出一个重要结论：脱离了保障市场竞争和公平的一系列“互补性”制度建设，单纯的公司治理结构改革不可能成功。最后，我们介绍了各转轨国家在公司治理方面所进行的一系列有益探索，以及成熟市场经济国家克服“内部人控制”问题的已有经验，并在比较和借鉴的基础上，探讨了适合我国国情的未来公司治理模式。

### 【复习思考题】

1. 什么是“内部人控制”，它的成因是什么？
2. 我国公司“内部人控制”与俄罗斯公司“内部人控制”的不同表现及其成因。
3. 股权集中度与公司治理绩效和经营绩效之间存在何种相关关系，其联系机理是什么？
4. 怎样解决我国国有上市公司“一股独大”的问题？

### 【案例讨论题】 海尔：真诚何以到永远

没有哪个企业不明白诚信对于立企、兴企的重要性，但在具体实践中差异却很大。企业能不能在理念、模式和机制上保障并发展自己的诚信呢？

海尔有一个很著名的广告语，叫作“真诚到永远”。海尔总裁张瑞敏解释说：一个企业要永续经营，首先要得到社会的承认、用户的承认。企业对用户真诚到永远，才有用户、社会对企业的回报，才能保证企业向前发展。好像没有哪个企业不明白诚信对于立企、兴企的重要性，但在具体实践中差异却很大。企业能不能在理念、模式和机制上保障并发展自己的诚信呢？顾客永远都是对的“顾客永远是对的，”张瑞敏说：“不管在任何时间、任何地点、发生任何问题，错的一方永远只能是厂家，永远不是顾客，不管这件事表面现象看来是不是顾客的错。”一位农民来信说自己的冰箱坏了。海尔马上派人上门处理，还带着一台新冰箱。赶了200多公里到了顾客家，一检查是温控器没打开，打开温控器就一切正常了。海尔管理层却就此进行认真的反思：绝不能埋怨顾客，海尔必须满足所有人的需求，要把说明书写得让所有人都读懂才行。

1994年夏天《青岛晚报》发了一则报道，谴责本市一名出租司机把顾客买的海尔空调器拉跑了。海尔知道了这个消息后，给这位顾客送去了一台空调器。这条消息再次成为新闻，社会舆论一致赞誉海尔助人为乐，但海尔人认为：这件事真正的责任还在企业身上，如果我们把空调器直接送到顾客家里，就不会出现这样的问题了。由此，海尔酝酿推出了无搬动服务。服务是向用户买产品 售后服务环节不能产生利润，却要求企业较大的资金、人力和物力投入，因此有不少企业把售后服务视为负担，多数是借用别人的网络代理服务。

海尔投资建立了自己的维修服务体系。因为他们担心如果依靠别人的网络，很难达到海尔的质量与服务要求。更要紧的是，海尔将会因此失去与用户沟通、了解需求信息的重要渠道。海尔认为营销的本质不是卖，而是买，是海尔花钱向用户购买信息。当把服务视为企业发展战略的一个关键环节时，这种服务便成为一种自觉、一种主动和有意识的行为。因为市场永远在变，如果只是满足显现出来的需求，只能是跟在市场后面；如果能去寻找潜在的需求，就成为市场的导向。洗衣机销售淡季在每年的5月至8月。为什么夏季衣服换得勤，买洗衣机的反而少？客户反映，不是夏天不需要洗衣机，而是因为市场上的洗衣机容量都

大,一般是5公斤左右的,夏天衣物少,用起来不方便。为此,海尔开发了1.5公斤小型洗衣机,不仅在国内淡季市场大受欢迎,还大量出口。四川一位顾客反映海尔洗衣机质量不好,出水口经常被堵住。经过了解,原因是他经常用洗衣机洗红薯。技术人员得到这个信息认为太荒唐了,洗衣机怎么可以用来洗红薯呢?但海尔认为,这是一条非常宝贵的信息,说明顾客有了这个需求。后来,海尔就推出了一种既可以洗衣服又可以洗红薯、洗土豆的洗衣机。还有一桩被业界人士称颂为“用户小小遗憾,引发空调器服务革命”的故事。有位室内装潢设计师在进行装修时专门选择了海尔风管式家庭中央空调,并根据经验预留了两个出风口。实装时才发现空调出风口与预留位置有一定差异,装修留下小小遗憾。消息辗转传至海尔商用空调部,他们当即派出专业设计及安装人员上门服务,对原设计进行整修,直到用户完全满意。事后不久,海尔集团便举行新闻发布会,继开办中央空调用户学校后,又推出空调专业设计师服务模式。这些举动不仅使海尔赢得了用户的信赖,更使他们赢得更大的市场。

用机制保障真诚持久 从“顾客永远都是对的”到“用户打一个电话,剩下的由海尔来做”,从“真诚到永远”到“国际星级服务一条龙”,海尔的理念在延伸。海尔认为:所谓服务是广义的,是从了解用户潜在需求到产品的设计、制造直到送达用户的全过程。做好一个产品,做好一段时间的工作,做好一部分顾客的工作并不会很难,但要天天如此,真是太难了。怎样才能达到“真诚到永远”、“顾客满意到永远”呢?海尔在实践中提出并逐步完善了一些管理思路。

——以创新为导向的螺旋上升的三角结构。三角的一端是市场需求,一端是产品创新,还有一端是质量保证和服务体系。需求是导向创新的来源,通过主动搜集世界各地市场的各种需求来确定创新的课题。创新课题一经确立,便被纳入到质量保证体系和服务网络,保证把产品推进市场并反馈新的需求,就这样不断循环、螺旋提高。

——斜坡理论。经营中的组织好比是放在斜坡上的一个圆球,圆球随时都会滚下来,因此必须给它一个止动力,这种动力就是组织的基础管理。有一次张瑞敏到日本考察一条生产线,日本老板对他说:“这里一个真正合格的贴商标的工人需要培养两年的时间。”这使他深受启发:贴一个商标没什么难的,然而把一个简单的事成千上万遍准确地做到位,肯定不是一件简单的事,这对质量控制是非常重要的。完成一台冰箱需要经过156道工序、545道工位,他们把每个时间的每个动作都分解到位,每项指标都落实到人,从而造就了优质的生产线。实施国际化战略后,海尔提出了新的口号:创造国际美誉度。他们认为,只要有钱打广告,知名度就上来了,但顾客不一定满意。质量和服务都合乎相关法规要求,产品就有了信誉度,但却没有研究顾客真正的需求。美誉度就是在知名度和信誉度的基础上,满足顾客潜在的需求。迄今,海尔先后在欧洲、美国、亚洲等地区建立了自己的生产基地,并在海外建立18个设计中心,56个贸易中心和40000多个营销网点。他们的目标就是要在国际市场创美誉,创出国际名牌。

(资料来源:2004年7月25日 14:49:47 新华网山东频道)

补充信息:在2004年12月14日《北京青年报》A20版上,记者张钦报道:2004年“中国最有价值品牌”最新榜单昨日(2004年12月13日)公布,中国最有价值品牌的企业价值十年间增长总速度平均为12.4倍。其中海尔去年销售规模达到806亿,比1994年的31.7亿增长了23.4倍。海尔以616亿元的品牌价值连续第三年位居榜首(红塔山以469亿元位居第二)。其在家用电器领域是门类最为齐全的,目前已经拥有96大门类15100多个规格的家电产品群,而且冰箱、冷柜、空调、洗衣机,四大主导产品的市场份额均达到30%左右。

讨论问题:1. 海尔公司的发展历程与其公司治理现实状况如何?

## 2. 海尔公司取得巨大成功的根本原因何在？

# 第十五章 公司治理原则与评价：没有规矩何成方圆

## 本章学习目的

通过本章学习，你应该能够：

1. 了解中国上市公司治理原则的制订背景及层级体系；
2. 熟悉中国公司治理原则的主要内容；
3. 把握中国上市公司治理评价指标体系的内容；
4. 掌握中国公司治理评价指标模型；
5. 根据治理评价标准科学评价公司的治理状况。

## 本章关键词

公司治理原则 公司治理评价 治理指数

有效的公司治理机制不仅需要来自法律制度的规范，还需要对公司有指导作用的管理实务原则，即公司治理原则。从根本上讲，公司治理原则是改善公司治理的标准与方针政策，也是公司管理层次的实务原则。公司治理质量的优劣是公司潜在价值高低的重要标志，也是证券市场乃至国家经济发展状况的重要标志。公司治理评价，对于缓解投资者的信息不对称程度、证券监管部门的有调监管、资本市场的完善以及上市公司竞争能力的提高等方面均起着重要的作用。

## 第一节 公司治理原则：治理实务的指引

### 一、公司治理原则：指导公司治理实务的基本原则

全球经济与市场的一体化，使得资本与资源得以在全球范围内重组。由于资本在国际间流动的日益活跃，机构投资者逐步开始在国际范围内寻求资金来源与投资对象，并用严格的标准衡量投资对象的公司治理状况。为了满足机构投资者对公司治理质量的关注，各国与各组织纷纷推出公司治理原则。一方面机构投资者尝试订立自己的公司治理原则；另一方面促使不同的组织为了吸引投资者，也制定了符合国际标准的公司治理原则。同时，越来越多的国家与企业认识到，国家经济的繁荣依赖于公司的绩效，而企业绩效的高低取决于公司治理质量的优劣，因而良好的公司治理是其参与全球资源配置的关键要素。作为公司治理实务指引的公司治理原则，对于上市公司建立良好的治理结构与治理机制，起着至关重要的作用。因此，经济的全球化使公司治理原则的制定成为国家与各类组织关注的焦点。

到目前为止，国际组织和区域组织中，OECD、英联邦以及若干欧洲区域组织已经制定了自己的公司治理原则，见表 15-1：

**表 15—1 公司治理原则一览表**

公司治理原则	制定组织
《OECD 公司治理原则》	经济合作与发展组织（OECD）
《英联邦公司治理原则》	英联邦
《ICGN 全球公司治理原则声明》	国际公司治理网络（ICGN）
《欧洲公司治理建议》	欧洲政策研究中心（CEPS）
《亚太地区公司治理原则》	APEC
《欧洲证券商自动报价协会公司治理准则》	欧洲证券商自动报价协会（EASDAQ）
《国际性股东协会公司治理倡议》	国际性股东协会
《欧洲证券商协会公司治理协议》	欧洲证券商协会（EASD）

——资料来源：作者根据有关文献整理。

上述公司治理原则中，影响最大的莫过于《OECD 公司治理原则》，它对许多新兴市场和经济转轨国家制定公司治理原则具有很强的指导意义。OECD 各成员国代表组成的特别工作组于 1998 年经过广泛的咨询与磋商制定了 OECD 公司治理原则，旨在为“各成员国政府部门评价和改善影响自身公司治理的法律、制度和规则框架提供参照”。2004 年颁布的修订的 OECD 公司治理原则特别强调企业公平不仅仅应该体现在股东、董事会和管理层的授权监控和制约之间，更应该体现在对企业的全体利益相关者之间关系的处理和结构机制的安排上。同时，在企业追逐利益的过程中还应当透过形式上的治理结构安排和切实的运作行为让所有人看得到企业的社会责任和道德伦理所在。

近年来的亚洲金融危机以及随之而来的区域性资本市场的暴跌和大公司的倒闭，使政府、政策制定部门以及公司管理者深刻认识到，公司治理问题是公共经济利益的根本保证。因为，合理的公司治理原则是有效公司治理机制的基本保障。自 1992 年英国的《Cadbury 报告》以来，众多国家与组织的多种公司治理原则纷纷出台，从这些公司治理原则中可以看到，

尽管由于经济与市场的全球化和一体化,使得各种公司治理模式呈现出强烈的趋同,但不同国家的公司治理原则,毕竟根植于各国不同的法律、规范及社会文化中。尤其是,这些来自不同国家、不同组织公司治理原则,要根本上适应特定组织的特征、需要与发展阶段,并随着组织自身的成长与外部环境的变化不断进行改进。

中国正式加入 WTO,不仅会对中国的宏观经济运行体系产生深刻影响,同时也对微观层面的公司治理行为形成巨大冲击。有效的公司治理机制来自长期的市场环境的熏陶,健全的公司治理规范也应是国际惯例的一部分。中国引入国际通行的公司治理原则的过程实质上是在完成一种企业制度层次的“入世”。中国公司治理原则绝不可能游离于国际主流的公司治理原则之外,在完善我国公司治理机制的过程中,学习和借鉴国外的各种公司治理原则非常有必要。国际借鉴是创新的前提,制定中国公司治理原则过程中需要考虑自身的现实条件,在比较和借鉴中完成治理模式的创新。

由公司治理原则本身的性质所决定,公司治理原则是介于经济理论与法律之间的不具有法律强制力的实务细则,它并不谋求替代或否定有关的法律法规,而是与有关法律法规相辅相成,是改善公司治理的标准与方针政策,共同为建立有效的公司治理模式发挥作用。虽然公司治理原则不具有强制性,但对政府以及各类型的公司均具有指导意义。

基于分权与制衡的公司治理结构研究,较多地注重公司股东大会、董事会、监事会和高层经营者之间的制衡关系,这是一种静态的观念。但是科学的公司决策不仅是公司的核心,同时也是公司治理的核心。公司各方的利益都体现在公司实体之中,只有理顺各方面的权责关系,才能保证公司的有效运行,而公司有效运行的前提是决策科学化。因此公司治理并不是为了制衡而制衡,而是为了保证公司科学决策而进行的制度安排与设计。这种制度本身就是一个结构功能及其运作的集合体,所以只局限于法律意义上的以权力制衡为核心的公司治理结构的研究已经难以解决现实中遇到的一系列问题。公司治理的核心在于保证企业的决策科学和提高公司业绩,权力制衡只是手段。建立在决策科学观念上的公司治理不仅需要一套完备有效的公司治理结构,更需要一套有机联系的决策、监督和激励机制来指导企业的公司治理实务运作。公司的有效运行和决策科学不仅需要通过股东大会、董事会和监事会发挥作用的内部结构的运作,而且需要一系列通过证券市场、产品市场和经理市场来发挥作用的外部治理机制的运作,如公司法、证券法、社会审计和社会舆论等。所以,对公司治理的研究必须实现从权力制衡到效率提高、从静态的治理结构到动态的治理机制的转变。这一转变的突破口即是国有企业改革实践中最为需要的公司治理实务。

综上所述,必须对公司治理的实务运作进行深入地研究来指导企业实践,规范企业治理行为,防止出现现代企业制度改革中新的治理结构空洞化,而目前国内企业改革实践最需要的公司治理实务仍是一个空白,所以应该从制定指导公司治理实务的基本准则——公司治理原则入手来建立与完善中国的公司治理实务。总而言之,公司治理原则是公司治理实务指南,是所有、经营者形成有效制衡,实现有效的公司治理机制从而实现企业发展的迫切需要。

## 二、公司治理原则的层级体系

良好的公司治理既需要国家通过强制性的法规对治理结构进行规范,也需要制定与市场环境变化相适应的、具有非强制性和灵活性的公司治理原则。换言之,有效的公司治理机制不仅需要来自法律制度的规范,还需要对公司有指导作用的管理实务原则。

从广义上讲公司治理原则包括有关公司治理的准则、报告、建议、指导方针以及最佳做法等。从狭义上看公司治理原则是对公司治理结构安排的标准,它规定了公司的各个参与者的责任与权利分布,并且清楚地说明了决策公司事务时所应遵循的规则和程序。从根本上讲,公司治理原则是改善公司治理的标准与方针政策,也是公司管理层次的实务原则。它可以帮

助政府对有关公司治理的法律制度与监管制度框架进行评估与改进，同时，对股票交易所、投资者、公司和其他在建立良好的公司治理中起作用的机构提供指导和建议。

据统计，目前世界上已出台各类公司治理原则约 100 多个，这还不包括像英特尔、通用汽车等众多大型国际化公司所制订的董事会准则。总的来说，公司治理原则的制订者可以归纳为以下几种层次：

1. 国际性组织层次的公司治理原则

在国际性组织中，既有全球性的组织，也有区域性的组织，主要包括：经济合作与发展组织(OECD)、国际公司治理网络(ICGN)、英联邦公司治理协会、欧洲政策研究中心(CEPS)、欧洲证券商自动报价协会(EASDAQ)、欧洲证券商协会(EASD)以及国际性股东协会等。这些组织制订公司治理原则的目的，是促进其成员国公司治理与企业经营的良好标准，建立能够使这些标准得到提升与推广的制度。

批注 [h31]: 疑为“英联邦公司治理协会”？

2. 政府与各类中介组织层次的公司治理原则

目前世界上已有 20 多个国家制订了公司治理原则，但政府部门直接组织制订的国家较少，主要有德国（联邦司法部）、意大利（财政部）、日本等，这些国家有的是由政府部门直接参与制订，有的则是组成了专门委员会。而更多的国家是由其各类中介组织如股东协会、董事协会、会计师协会等组织制订。

3. 机构投资者层次的公司治理原则

在制定公司治理原则的热潮中，机构投资者扮演着重要角色，例如美国的教师保险及年金协会(TIAA-CREF)作为机构投资者，认为其有责任提倡改善公司管理及运营原则，于 1997 年 10 月出台了《TIAA-CREF 公司治理政策说明》，美国另一个著名的机构投资者——加州公职人员退休系统(CalPERS)，于 1998 年 4 月制定出《公司治理市场原则》，以此作为标准来规范和监控其投资的公司。

4. 金融机构层次的公司治理原则

金融机构主要指证券（股票）交易所和银行，它们出于管理与规范上市公司的目的，是制订公司治理原则的倡导者与促进者。著名的《Cadbury 报告》，就是由伦敦证券交易所参与制订的。

5. 企业层次的公司治理原则

一些大型的跨国企业也积极从事公司治理原则的制定，最成功的例子就是美国通用汽车公司(General Motor)，制定与实施了《通用汽车公司董事会公司治理准则》，并起到了示范效用，其他一些公司也相继制定并采用董事会准则。

【网络链接 15-1】 上市公司治理准则：

奠定中国证券市场可持续发展的制度基础

在充分酝酿和广泛征求意见之后，中国证监会终于在日前推出了《上市公司治理准则》（以下简称《准则》）。这是中国证券市场发展过程中的一件大事，标志着上市公司治理走上了规范化、制度化的轨道，为中国上市公司的可持续发展奠定了坚实的制度基础。

制定公司治理原则已经成为一个世界潮流。2000 年 11 月，南开大学“中国公司治理研究课题组”与国家体改研究会等单位联合推出了“中国公司治理原则（草案）”，在国内引发了制定公司治理原则的热潮，此后，有关证券交易所和企业先后制定了各自的原则草案。在这种背景下，中国证监会适时制定并公布实施了《准则》，必将促进上市公司治理实务的发展和完善，为证券市场的长远发展营造良好的氛围……

-----资料来源：李维安：“上市公司治理准则：奠定中国证券市场可持续发展的制度基础”，《南开管理评论》2002 年第 1 期卷首语。

## 第二节 公司治理评价：治理实践的呼唤

### 一、公司治理评价的根源：两权分离

评价的思想源远流长，可以说自从人类有了生产活动便产生了评价的意识。据美国理查德·布朗（Richard Brown）的考证，早在《圣经》中提出了在现代人看来是内部控制问题的理论，即雇员若有机会，可能会盗窃和滥用其主人的钱财，为了防止雇员盗用主人钱财的行为，主人需要采取突击的审查，这种行为就是一种评价。从近代经济发展的历史来看，真正意义上的评价是 19 世纪中后期现代公司制度出现以后，公司的所有者为了强化对其资本所有权的控制而提出来的。现代公司中的所有权与经营权的分离以及由此而产生的委托代理关系，是公司治理评价产生的根本原因。

根据委托代理理论，现代公司由两部分行为人组成：一是委托人股东；二是代理人董事会与经理人员。在二元制模式下监事会也受股东的委托，履行着监督董事会与经营者的职责。董事会处于一个特殊的位置，他既是股东的代理人，又作为委托人的身份，聘请与激励约束经营者。股东一方面因为缺乏有关的知识 and 经验，以至于没有能力来监控经理人员；或者因为其主要从事的工作太繁忙，以至于没有时间、精力来监控经理人员；另一方面由于搭便车的心理他们也没有动力监督经营者，因此其代理人董事（监事）便履行着监督经理人（董事），促使股东利益最大化的责任。作为公司的股东必然要关心其投入资本的价值以及公司的绩效。由于公司治理对公司绩效的决定性作用，现在越来越多的投资者不仅关注上市公司的业绩评价，而且更加关注作为公司价值源泉的公司治理结构与治理机制的质量。因此对公司治理的质量进行评价成为股东的客观要求。国外正是基于委托人——投资者的客观需求而产生了公司治理评价的。

### 二、公司治理评价：公司治理研究的趋势

理论研究的目的在于指导实践。纵观公司治理研究的历程，无不是由于实践的需要而引发公司治理的理论研究与探索，并反过来指导公司治理实践。国内外许多专家从不同角度探讨了公司治理的理论与实践，并对公司治理实务产生了积极的影响。公司治理的研究经历了从公司治理基础理论研究如企业性质、代理成本以及公司治理涵义的研究等；在对公司治理的基础理论进行探讨的基础上，学者们将公司治理的研究渗透到了操作层面，如对公司结构与内部治理、董事会结构、机构投资者在公司治理中的作用、跨国公司治理、网络治理、公司治理原则与准则的研究等；操作层面的研究之后，学者们将公司治理研究的重点转移到了公司治理的实证研究，如股权结构与公司价值、董事会特征与公司绩效、信息披露与财务绩效的关系等，目的是探索公司治理结构与公司治理的机制对公司绩效的关系。20 世纪 80 年代以来各国公司治理实务的发展，使得客观上无论是投资者、政府监管部门还是上市公司自身都产生了对公司治理状况进行评价的客观要求。为了适应这种需要，近几年许多学者以及研究机构将对公司治理的研究集中在公司治理的评价上，目的在于为投资者提供决策信息，并掌握各国公司治理的状况、各国治理环境对公司治理质量的影响，以探索设置怎样的治理结构与治理机制更能够提高治理效率。

### 三、国内外公司治理评价的进展

#### （一）公司治理评价在国外的实践

中外学者们对公司治理评价的关注是基于满足公司治理实务发展的需要，尤其是机构投

投资者的需要而进行的。公司治理评价萌芽于1950年杰克逊·马丁德尔提出的董事会业绩分析。最早的规范的公司治理评价研究是由美国机构投资者协会在1952年设计的第一个正式评价董事会的程序。随后出现了公司治理诊断与评价的系列研究成果。标准普尔公司于1998年推出了适合英美治理环境的公司治理服务系统；1999年戴米诺推出了适合于欧洲治理环境的公司治理评价系统；2000年亚洲里昂证券推出了适合亚洲公司治理环境的里昂公司治理评价系统；美国机构投资者服务公司（Institutional Shareholder Services）还建立起了全球性的上市公司治理状况数据库，为其会员投资者提供监督上市公司治理情况的服务；另外还有布朗斯威克（Brunswick Warburg）、公司法协会与公司治理（Institute of Corporate Law and Corporate Governance）、信息与信用评级（Information and Credit Rating Agency）、泰国公司治理评价系统以及韩国公司治理评价系统等。

由于不同的公司治理评级系统中的评价内容、评价标准以及评价方法等与公司治理的环境密切相关，因此没有一个能够适应于任何国家或地区的统一的评价系统。如标准普尔以《OECD公司治理准则》、美国CALPERS等提出的公司治理原则以及国际上公认的对公司治理要求较高的指引、规则制定评价指标体系，把公司治理评价分为国家评分与公司评分两部分。前者从法律基础、监管、信息披露制度以及市场基础四个方面予以考核；后者包括所有权结构及其影响、金融相关者关系、财务透明与信息披露、董事会的结构与运作四个维度的评价内容。关注的是宏观层面上的外部力量以及公司内部治理结构与运作对于公司治理质量的影响；戴米诺则以《OECD公司治理准则》以及世界银行的公司治理指引为依据制定指标体系，从股东权利与义务、接管防御范围、公司治理披露以及董事会结构与功能三个维度衡量公司治理的状况，重视公司治理环境对公司治理质量的影响，特别强调接管防御措施对公司治理的影响；里昂证券评价系统则从公司透明度、管理层约束、董事会的独立性与问责性、小股东保护、核心业务、债务控制、股东的现金回报以及公司的社会责任等八个方面评价公司治理的状况，注重公司透明度、董事会的独立性以及对小股东的保护，强调公司的社会责任。

## （二）中国公司治理评价的提出

机构以及学者们对公司治理评价的研究，丰富了公司治理的理论，同时对公司治理实践也具有指导意义。正如上述对国外不同评价系统的对比所看到的，不同的评价系统有不同的适应条件，中国上市公司的治理环境及其发展状况与国外有很大的差别（如典型的“一股独大”，与英、美模式不同的监事会等），因而直接将国外评价系统移植到国内必将产生水土不服现象。只有借鉴国际经验，结合中国上市公司所处的法律环境、制度环境、市场条件以及上市公司本身的发展状况，设置具有中国特色的上市公司评价指标体系，并采用科学的方法对上市公司治理状况做出准确、客观的评价，才能正确反映中国上市公司治理的状况。

目前中国公司治理理论界以及实务界迫切需要了解：中国上市公司治理的质量如何？股东及其它利益相关者的利益是否得到了有效的保护？何种治理模式更适合中国上市公司治理环境？如何规范股东大会以及怎样才能确保上市公司的独立性？上市公司的股权结构如何配置更有利于提高公司绩效？董事会如何运作才能形成完善的决策与监督机制？采用何种激励与约束机制才能有效降低代理成本、并促使代理人为公司长期发展而努力？如何建立完善的信息披露制度以及设置怎样的利益相关者参与治理的机制才有利于公司绩效的提高？决定上市公司治理质量的主要因素有哪些？公司治理的质量与上市公司绩效间的关系如何等。解决上述问题的核心是建立一套适应中国上市公司治理环境的公司治理评价系统，通过系统的运行，掌握我国公司治理的状况，观察与分析中国上市公司在控股股东行为、董事会运作、经营层激励约束、监事会监督以及信息披露等方面的现状与问题，并在此基础上



开展一系列的实证性研究。通过实证研究与规范研究，来探索中国公司治理的模式，规范上市公司治理结构以及董事会的治理行为，建立良好的高管层激励与约束机制，完善上市公司的信息披露制度，保护股东以及其他利益相关者的利益，实现良好的经营业绩。

### （三）南开大学公司治理研究中心公司治理评价研究的进展

由独立的第三方进行公司治理评价已经成为发达市场经济中的惯例，也是健全的资本市场的标志。中国资本市场经历了十几年的风风雨雨，已初具规模，然而，在上市公司治理评价方面仍缺少一种有效的机制。南开大学公司治理研究中心在李维安教授率领下，在国内较早开展了对公司治理理论与实务的研究。在理论上，初步构筑了以公司治理边界为核心范畴的公司治理理论体系，并进一步拓展了公司治理的研究领域，实现了从公司治理结构到公司治理机制，从单法人治理到企业集团治理、跨国公司治理、网络组织治理的突破。相关成果获得“蒋一苇企业改革与发展研究基金著作奖”、“孙冶方经济科学著作奖”等奖励。在理论研究的基础上，南开大学公司治理研究中心致力于开展公司治理实务的研究，从1999年起实施了公司治理评价的“三步走”战略。

第一步就是开展中国公司治理原则等公司治理实务研究，并于2001年率先提出并制定了《中国公司治理原则》，被中国证监会与国家经贸委联合推出的《中国上市公司治理准则》以及PECC(太平洋经济合作理事会)制定的《东亚地区治理原则》所吸收借鉴，该成果获“教育部第三届社会科学优秀成果奖一等奖”等奖项，为建立公司治理评价指标体系奠定了坚实的基础；在制定公司治理原则的基础上，中心研究团队经过两年多的潜心研究，在广泛研究国内外公司治理文献、国际著名机构的公司治理原则与准则、国内公司原则与准则、综合考虑《公司法》、《证券法》、《中国上市公司治理准则》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、《股份转让公司信息披露细则》等有关上市公司的法律法规及其相应的文件，并借鉴国际著名公司治理评价体系的基础上，结合中国上市公司治理环境的特点建立了中国公司治理评价指标体系。该体系从“控股股东行为”、“董事会”、“监事会”、“经理层”、“信息披露”以及“利益相关者”六个方面，衡量上市公司的治理状况，可以客观地对“好的”公司治理与“不好的”公司治理进行评价。这一方面，为开展公司治理的实证研究奠定了平台，推动了公司治理理论研究的深化。另一方面，中国公司治理评价指标体系的推出可以为证券监管部门有效监管、投资者正确投资、上市公司自我诊断与控制提供有力的工具，对促进资本市场建设以及社会信用体系的形成与完善具有重要的实践意义。

公司治理评价体系的推出，为公司治理指数的建立奠定了基础。在建立公司治理评级指标体系的前提下，中心成员经过系统的规范研究与实证研究，以相关的公司治理原则、准则、章程指引等为依据建立公司治理评价标准，并采用科学的方法构建公司治理指数模型，并以对上市公司治理状况的调查为依据，运行公司治理指数，并于2004年2月22日在人民大会堂正式推出“中国公司治理评价报告”。这标志着中国公司治理评价工作进入了实质性实施阶段。

### 【网络链接 15-2】公司治理新进展：公司治理评价

在公司治理理论与公司治理原则研究已经取得重大进展的背景下，公司治理研究和实践的焦点正在转向公司治理评价。

开展公司治理评价研究，构建衡量和诊断公司治理状况的科学的公司治理评价体系，对于投资者正确决策，保护利益相关者的利益，加强政府对上市公司的有效监管，促使上市公司质量的改善，形成上市公司声誉的制约机制和促进证券市场的发展，都具有重要的理论和现实意义。

在坚持国际标准与中国实践相结合的原则下,南开大学公司治理研究中心借鉴国际著名公司评价体系,结合中国上市公司治理环境的特点,构建了“中国上市公司治理评价指标体系(CCGI<sup>®</sup>)”。作为公司治理的“晴雨表”,它以治理指数的形式来评价公司的状况,对“好的”公司治理、“不好的”公司治理加以反映,对公司治理水准加以量化。一方面为开展公司治理的实证研究奠定了平台;另一方面也可以为证券监管部门的有效监管、投资者的正确投资以及上市公司自我诊断与控制提供有力的工具。

公司治理问题已经成为一个世界性课题。中国公司治理指数的建立,是中国上市公司与公司治理国际惯例接轨的重要举措,它将有利于展示我国上市公司的治理水平,让世界进一步了解中国公司的治理状况。

——资料来源:李维安:《公司治理的新进展:公司治理评价》,《南开管理评论》2004年第1期卷首语。

### 第三节 中国公司治理评价指标设计与应用<sup>①</sup>

#### 一、中国公司治理评价指标的作用

公司治理指数是运用统计学及运筹学原理,根据一定的指标体系,对照一定的标准,按照科学的程序,通过定量分析与定性分析,以指数形式对上市公司治理状况做出的系统、客观和准确的评价。其功能在于:

1. 加强监管。通过公司治理指数的编制及其定期公布,上市公司监管部门得以及时掌握其监管对象的公司治理结构与治理机制的运行状况,因而从信息反馈方面确保其监管的有的放矢。

2. 指导投资。及时量化的上市公司治理指数,使投资者能够对不同公司的治理水平进行比较,掌握拟投资对象在公司治理方面可能存在的风险。同时根据公司治理指数动态数列,可以判断上市公司治理状况的走势,及其潜在投资价值,因而提高其科学决策的水平。国外公司治理评价的兴起多数是源自于投资者对公司治理质量的关注。

3. 强化信用。上市公司的信用是建立在良好的公司治理结构与治理机制的基础之上的,一个治理状况良好的上市公司必然具有良好的企业信用。<sup>②</sup>公司治理指数的编制与定期公布,能够对上市公司治理的状况实施全面、系统、及时的跟踪,从而形成强有力的声誉制约并促进证券市场质量的提高。同时,不同时期的公司治理指数的动态比较,反映了上市公司治理质量的变动状况,因而形成动态声誉制约。

4. 诊断控制。对上市公司治理质量进行全面评价的公司治理指数,使上市公司可以及时掌握其公司治理的总体运行状况以及各项治理要素的运行状况,并对有可能出现的问题进行诊断,有针对性地采取措施,因而确保上市公司治理结构与治理机制处于良好控制状态中。

#### 二、中国公司治理评价指标体系

<sup>①</sup>除非特别说明,在本节中所涉及评价系统均是指南开大学公司治理研究中心于2003年推出的“中国上市公司治理评价系统”。本节中所提的公司治理指数即“南开治理指数”。

<sup>②</sup>见国家自然科学基金主任基金应急项目《基于公司治理的企业信用内部约束机制研究》报告第四部分“中国企业信用内部约束机制的实证分析”,第107—121页。项目编号70141011,课题负责人李维安。

中国上市公司治理评价指标体系的设置,必须考虑我国上市公司所处的制度环境。公司制度具有“路径依赖”性,一国的历史文化、政治制度、法律以及企业的实践等在公司制度的确立与演进中起着重要的影响。我国上市公司是在受着悠久的儒家文化传统以及长期计划经济制度遗产的环境下成长起来的。由于其成长环境的特殊性,决定了我国上市公司无论是在股权结构安排上还是在上市公司的人事安排以及关联交易上均表现出强烈的“路径依赖”性。传统体制遗留下来的计划权力配置使得上市公司的股权结构表现为明显的“股权双轨制”<sup>①</sup>与国有股“一股独大”;同时长期的儒家伦理观念与关系网络的影响,使得上市公司出现显著的连锁董事与关联交易等现象。<sup>②</sup>转轨时期法律的空缺以及市场纠错功能的限制,使得中国上市公司的治理模式表现为既不同于英美的一元制模式又不同于日德的二元制模式。中国上市公司治理评价指标体系设置基于中国上市公司面临的治理环境特点而设计。

现代的公司不仅仅是股东的公司,而是一个利益共同体,公司的治理机制也不仅限于以治理结构为基础的内部治理,而是利益相关者通过一系列的内部、外部机制来实施共同治理。治理的目标不仅是股东利益的最大化,而是要保证公司决策的科学性,从而保证公司各方面的利益相关者的利益最大化。因此,公司治理的评价要素必须考虑利益相关者参与治理的状况。同时因委托代理而产生的公司治理的实质在于股东等治理主体对公司经营者的监督与制衡,以解决因信息的不对称而产生的逆向选择和道德风险问题。因此公司治理的对象有二:一是经营者,对其治理来自董事会,目标在于公司经营管理是否恰当,判断标准是公司的经营业绩;二是董事会,对其治理来自股东及其他利益相关者,目标在于公司的重大战略决策是否恰当,判断标准是股东及其他利益相关者投资的回报率。因此对董事会以及经理层的评价是公司治理质量评价的主要内容。我国上市公司中监事会是专司监督的机构,对董事会以及经理层等起着重要的监督制衡作用。因此公司治理的评价体系中应包括对监事会的评价。公司治理评价的目的有很多,如满足监管部门的证券监管、提升上市公司治理质量以及上市公司信用等,但最重要的一点在于满足投资者的需要,通过公司治理指数的信号显示机制,降低投资者信息的不对称性程度。因此从投资者权益保护的角度设置评价内容便是重要的一个方面,如我们评价系统中的信息披露以及控股股东行为等,尤其是信息披露是公司治理中的重要约束机制,准确、及时、系统的信息披露是约束公司高管人员行为,确保利益相关者价值最大化的重要手段。

基于以上分析,本系统对公司治理评价从六个维度进行评价,分别是股东权益与控股股东行为、董事会、监事会、经理层、信息披露以及利益相关者。

### (一) 股东权益与控股股东行为

#### 1. 股东权益

从广义上讲股东的权利指股东向公司得以行使的各种权利;狭义来看股东权利指股东基于其股东资格而享有的从公司获取经济利益并参与公司治理的权利。股东权利的划分以其行使目的为准,分为自益权与共益权。此种分类方法为日本及我国学术界通常所采用。自益权与共益权是股东权最为重要的一种分类。但是两者间的界限并不是绝对的,这是由于某些共益权是作为自益权的手段而行使,从而使此种权利兼具共益权和自益权的特点,例如会计文件查阅权、会计账簿查阅权和新股发行停止请求权等即属此类。

#### 2. 控股股东行为

从控股股东代理的角度来讲,当前中国上市公司的所有权结构产生了两大公司治理问题。第一,控股股东的代理成本问题,它与所有权的集中度相关;第二,政府是实现股东价

<sup>①</sup>滨田道代等:《公司治理与资本市场监管——比较与借鉴》,北京大学出版社,129页。

<sup>②</sup>同上,135—137页

值最大化方面软弱无力的问题，它与所有者的身份有关。最近采取的绝大多数措施都是试图抑制第一个问题。相对来看，直接关注第二个问题的措施即使有也是很少的。然而，由于政府在绝大多数上市公司是直接或间接的控股股东，这两个问题实际上是交织在一起的。因此，旨在解决控制股东问题的措施也间接地影响到政府代理机构在实施他们作为所有者的酌情处置权时的能力。

### 3. 股东大会

股东大会是公司的最高权力机构。然而，中国的法律法规并没有明确规定股东的权利。虽然选举与罢免董事的权利是股东能够影响公司行为的间接方式之一，但是中国的小股东在确保董事会中有代表他们利益的董事方面的能力却很有限。新出台的独立董事制度规定独立董事应该特别关注中小股东的权利。然而，提名独立董事最少需要持有 10% 的股份的规定意味着小股东不可能有提名独立董事的权利，更不用说任命独立董事了。不给小股东提名独立董事的权利，却规定希望独立董事对小股东承担特别的忠诚义务是不可能的。在目前的所有权结构下，如果没有增加小股东选举董事机会的办法（比如，通过累积投票权的方式）作为补充，提名独立董事的权利几乎是毫无价值的。为防止大股东破坏累积投票的结果或破坏特意用来保护小股东的其他措施，应该起草有关董事罢免的条款。

基于上述分析，根据中国《中国公司治理原则》以及《上市公司治理准则》对股东权利、股东大会的规范、控股股东行为规范等的规定，我们认为评价股东权益与控股股东行为应包括股东大会、上市公司独立性、中小股东权益保护以及关联交易等四个方面。

## （二）董事与董事会

随着美国安然、世通等大公司财务丑闻的爆发，公司治理已成为全球性问题，其中作为公司治理核心机制的董事会治理更成为人们关注的焦点。在公司治理结构中，存在着股东大会和董事会、董事会与经理层两个层次的委托代理关系。其中董事会具有双重身份，既是代理人又是委托人，是公司治理结构中的重要组成部分，并在“公司治理链”中处于枢纽位置。如果董事会能有效进行决策并监督管理层的经营行为，公司的价值将充分放大，股东利益也会得到有效保护。法玛（1980）将董事会描述成为公司的最高控制系统，并认为拥有良好董事会的公司将比董事会质量较差的公司持续创造出较好的业绩。1997 年一份由 Russell Reynolds 协会委托进行的调查发现，公司董事会质量已经成为机构投资者的一个重要评价因素。2000 年，Mickensey 发表的题为“公司治理的挑战”的投资者意向调查报告指出，3/4 的投资者认为，当他们在做出投资决策时，董事会行为 (Board Practice) 至少与财务表现 (Financial Performance) 同样重要；拉美地区的投资者甚至认为董事会行为的重要性超过财务指标。

董事会的治理水平主要体现在董事行为的合法性和董事会运作的效率性。从法律赋予董事会的职责来看，由于董事会是由股东选举的数量不同的董事组成，因此董事成员及由其组成的董事会必须通过诚信尽责和有效率的工作实现股东的利益最大化。但是在现实中，董事职务归根结底要由有行为能力的自然人来担任，任何担任董事职务的自然人都会存在私人目标和职务目标之间的矛盾，如果对董事行为约束不足、监督不力，董事行为很容易放任自流，出现董事谋私和董事渎职的行为。因此对董事会行为的治理就成为公司治理的一项核心内容，而提高董事会治理效率的关键就是对董事行为的合法性和董事会的运作质量进行有效的和经常性的评价。全美公司董事联合会蓝带委员会甚至认为，只要存在一个恰当的董事会评估程序就可以提高公司业绩。因此对董事会治理水平的系统评价成为公司治理的重要内容。

董事会治理质量的评价应密切结合中国上市公司的治理环境，充分考虑法律赋予董事会的职责以及董事会的特征，从保障公司科学决策的目标出发，注重董事行为的合法性和董事

会运作的有效性。基于上述考虑我们从董事权利与义务、董事会运作效率、董事会构成、董事薪酬和独立董事五个维度，设置评价董事会治理质量的指标体系。

### （三）监事与监事会

公司内部监督机制的完善是提高公司治理质量，降低治理风险的关键。实践中，不同的市场经济国家，由于各自经济发展道路、社会文化传统和政治法律制度的不同，使得内部监督的实现形式在不同国别之间存在着显著性差异。与国外相比我国上市公司监事会在公司治理结构中具有一定的特殊性。目前国际上公认的两大治理模式中，英美公司治理模式中没有设置监事会，而是建立了完善的独立董事制度；日德模式的监督机关最为典型。但日、德的监事会与我国的监事会含义是不同的。在德国模式中，监事会由非执行董事组成，行使监督职能；董事会由执行董事组成，行使执行职能。监事会在公司治理体系中处于关键地位。日本模式中，监事会和董事会都是由股东大会选取产生，监事会作为独立的机构对董事会行为进行评价。监事会所提供的事前的董事问责制度将有效地提高公司内部监督质量。国外学者也认为，在中国特殊背景下，由于中国法庭判决的执行相对无力，监事会变得更为重要。

我国上市公司的监事会作为公司内部的专职监督机构的基本职能是以董事会和总经理为主要监督对象，监督公司的一切经营活动以及财务状况。在监督过程中，随时要求董事会和经理人员纠正违反公司章程的越权行为。对监事会参与治理的评价应该以“有效监督”为目标，注重监事的能力和监事会运行的有效性。其中监事能力保证性包括监事会成员的独立性、监督的积极性等；监事会运行的有效性包括规模上的有效性、结构上的有效性、监督权力的有效性等。

### （四）经理层

公司的社会责任使得公司经理层不仅仅要为股东的利益服务，而且要为更广泛的利益相关者服务。为了促使经理层能够有效的行使其职责，一个最基本的前提条件是要选拔优秀的经理人员。在此基础上，给予经理人员充分的权力以及有效的激励与约束都是提升其效率的关键。在中国转轨时期，经理人市场的作用极为有限，市场的选拔机制以及激励机制的作用程度很低，对经理人的选拔以及激励约束主要应通过内部治理机制实现。目前中国上市公司经理层治理实质上要解决两方面的问题：一要使经营层有能力并积极地通过自身利益的实现来最大化利益相关者的利益，从而解决管理无力和管理腐败的问题，这可以通过良好的激励与约束机制实现；二是要尽可能使有能力的经理层作出有利于公司长远发展的科学决策，这可以通过恰当的任免机制和执行保障机制实现。

因此经理层的评价内容主要包括经理层人员的选拔、执行保障以及激励与约束三个方面。科学的任免制度，对于优秀经理人员的选拔和公司的持续健康发展至关重要。这方面的内容有总经理的选聘方式评价、其他高管人员的选聘方式以及高管人员的行政度等。执行保障状况对经理层有效履行其职责至关重要，其评价内容包括对公司领导结构、经理层对日常经营的控制程序、经理层内部控制程度，以及高层经理人员在股东单位或股东单位的关联单位兼职情况等。经理层的激励决定了经理人员的努力程度，薪酬水平与结构以及经理层持股是考核经理层激励的关键要素。

### （五）信息披露

信息披露对于约束公司高管人员的行为，增强投资者的信息，提升公司治理的质量起着重要的作用。从国际上看，很多机构都对信息披露给予充分的重视。如美国财务会计准则委员会（FASB）于1978年对财务报告的目标规定：财务报告应该提供对决策有用的信息。该委员会在1980年财务会计概念公告的第2号《会计信息的质量特征》中又提出相关性（及

时性、预测价值和反馈价值)与可靠性(如实反映、可核实和中立)两个衡量信息质量的标准;国际会计准则委员会(1989)《关于编制和提供财务报表的框架》提出了可理解性、相关性(具有重要性)、可靠性(真实反映、实质重于形式、中立性、谨慎性、完整性)、可比性等四项表明财务信息质量的特征;巴塞尔银行监管委员会(Basle Committee Banking Supervision)1998年9月发布《增强银行透明度》研究报告指出,信息披露要做到透过现象看本质,必须提供及时、准确、相关和充分的定性与定量信息披露,而且这些披露必须建立在完善的计量原则之上;1999年由纽约证券交易所(NYSE)和全美证券交易商协会(NASD)资助成立的“蓝带委员会”提交的研究报告强调信息披露的清晰性、一致性、完整性、如实表述、可核实性和中立性;经合组织(OECD, 1999)《公司治理原则》明确指出,信息透明度(information transparency)成为公司治理机制的重点之一;我国《企业会计准则》(1993)提出了信息质量的七项特征即:真实性、相关性、可比性、一致性、及时性、明晰性以及重要性。可见国际组织以及我国有关部门十分重视信息披露及其评价的质量。资本市场的发展使信息披露评价的内容由传统的财务信息披露评价扩展为非财务信息评价。其中公司治理结构的状况是信息披露的重要组成部分。这主要是为了满足机构投资者的需要。

我国上市公司的治理环境与国外有很大不同,对信息披露的评价也不同于国外的系统。上市公司信息披露评价主要包括四项内容:一是财务信息,包括使用的会计准则、公司的财务状况、关联交易等;二是审计信息,包括注册会计师的审计报告、内部控制评估等,审计及信息披露评价当前比较注重审计关系本身的合规性、独立性;三是披露的公司治理信息是否符合相关规定,目前虽具有较高的定性标准,但缺乏具体的量化标准;四是信息披露的及时性等。其中信息透明度是核心,具体从完整性、真实性以及及时性三个方面衡量信息披露的质量。其中信息披露的真实性是信息的生命,要求公司所公开的信息能够正确反映客观事实或经济活动的发展趋势,而且能够按照一定标准予以检验;信息披露的及时性要求公司应在信息失去影响决策的功能之前提供给决策者。主要是由于投资者、监管机构和社会公众与公司内部管理人员在掌握信息的时间上存在差异,为解决获取信息的时间不对称性可能产生的弊端,上市公司应在规定的时期内依法披露信息,以增强公司透明度,降低监管难度;信息的披露完整性要求上市公司必须提供公司完整的信息,不得忽略、隐瞒重要信息,使信息使用者能够全面了解公司治理结构、财务状况、经营成果、现金流量、经营风险及风险程度等。公开所有法定项目的信息,使投资者足以了解公司全貌、事项的实质和结果,披露的完整性包括形式上的完整和内容的完整。

## (六) 利益相关者

在国外,在公司治理中考虑利益相关者的权益,鼓励利益相关者参与治理已经成为广为接受的观点。20世纪80年代初,以弗里曼(Freeman, 1983)为代表的一些经济学家和管理学家从公司战略管理、企业伦理等角度,对企业治理结构的主体作了较详细的分析,并研究了利益相关者现象。布莱尔(Blair, 1995)认为,公司应是一个社会责任的组织,公司的存在是为社会创造财富。公司治理改革的要点在于:不应把更多的权利和控制权交给股东,“公司管理层应从股东的压力中分离出来,将更多的权利交给其他的利益相关者”。同时,英国的《汉普尔报告》(the Hampel Report, 1998),经济合作与发展组织(OECD)于1999年6月推出的《OECD公司治理原则》,美国商业圆桌会议(The Business Roundtable)公司治理声明等重要的公司治理原则都把利益相关者放在相当重要的位置;在德国、荷兰、瑞士等欧洲国家,典型的利益相关者如员工等参与公司治理是相当普遍的。国内也有研究认为,企业的“第三种资本”(the third capital)—即环境资本(environmental capital)日益重要,它是由企业的利益相关者诸如供应商、客户、债权人、员工、政府、社区等构成企业生存和发展的环境要素所提供的。2002年初中国证监会和国家经贸委制定的《中国上

市公司治理准则》对利益相关者的范围、利益相关者在公司治理中的地位、作用和权利等方面作了框架性的规范，并指出利益相关者拥有求偿权、知情权和参与权等，他们在公司治理中起作用的主要方式是公司与主要债权人的信息沟通，职工与董事会、监事会与经理人员的直接沟通与交流等。由此可见，利益相关者的相关问题已成为现行公司治理框架中不可或缺的一部分，为了客观、全面地评价公司治理的状况，公司治理评价指标体系包括利益相关者。

利益相关者部分的评价指标是目前国内外其他公司治理评价体系所不具备的，原因在于利益相关者在整个公司治理结构中的作用还停留在理论层面，至于利益相关者如何在公司治理中发挥作用及其效果的业绩评价很难界定。但是，一个完善的公司治理评价体系必须注重关注利益相关者，这是公司治理实务发展的趋势；同时，上市公司治理准则在这方面也做出规定，因而有必要在公司治理评价体系中考虑利益相关者评价指标。我们根据利益相关者在公司治理中的地位与作用，并且考虑到评价指标的科学性与可行性，主要从利益相关者参与公司治理和利益相关者关系的和谐角度设置反映利益相关者的评价指标。利益相关者参与方面主要评价其参与公司治理的程度，较高的利益相关者参与程度意味着公司对利益相关者权益保护程度和科学决策的可能性的提高；利益相关者和谐方面主要考察公司与由各利益相关者构成的企业生存和成长环境的关系协调程度。包括公司员工参与程度、公司社会责任履行状况、公司投资者关系管理、公司和监督管理部门的关系、公司诉讼与仲裁事项等评价内容。

### 三、中国上市公司治理评价标准

评价标准是评价系统的三大要素之一，是编制治理指数的基准，明确的评价标准对于获得合理的评价结论起着决定性的作用。我国目前没有一套有关公司治理的国家标准或者行业标准，甚至世界范围内目前尚未有明确的有关公司治理的标准，比如股权结构的标准、独立董事比率的标准等。实际上依据公司治理的权变理论，在全球范围内由于各个国家的治理环境差异较大，亦不可能存在统一的标准。良好的公司治理标准应基于各国的法律、制度、文化以及市场条件等，采用权变的标准。合理的评价标准应综合国内外实证研究与规范研究的成果，以国际公认的公司治理原则、准则为基础，结合中国上市公司所处的特殊历史阶段，参考《中国公司治理原则》与《中国上市公司治理准则》以及《公司法》、《证券法》、《上市公司治理指引》、《上市公司独立董事制度指导意见》等的规定予以确定。具体各项评价指标的标准见表 15—2。

表 15-2 中国上市公司治理评价指标体系与评价标准

一级指标	二级指标	三级指标	指标说明	评价标准
股东权益与控股股东行为	关联交易	1. 同业竞争	评价上市公司与控股股东或其控股的其他关联单位的同业竞争状况	上市公司与关联方属不同行业，无同业竞争
		2. 定价依据	评价控股股东与上市公司间关联交易的定价依据，判断关联交易的规范性	上市公司应有明确的关联交易定价分析报告
		3. 资金占用	从控股股东是否无偿占用上市公司的资金，来反映控股股东行为的外部性状况	控股股东不应占用上市公司资金
		4. 贷款担保	从上市公司是否为控股股东及其他关联方提供担保，反映控股股东行为的外部性状况	不提供担保
	上市公司独立性	5. 人员独立性	衡量上市公司与控股股东在人员方面的关联状况	独立
		6. 业务独立性	衡量上市公司与控股股东在业务方面的关联状况	独立
		7. 财务独立性	衡量上市公司与控股股东在财务方面的关联状况	独立
		8. 资产独立性	衡量上市公司与控股股东在资产方面的关联状况	独立
	股东大会	9. 股东大会的参与性	衡量股东参与股东大会的状况	尽可能多的股东参与
		10. 股东大会的规范性	衡量股东大会的程序、评价股东参与股东的会的状况	股东大会纪录完整
	中小股东权益	11. 临时股东大会提案	反映中小股东的意志得到重视的程度	存在
董事与董事会	董事权利与义务	1. 董事遴选	衡量董事选拔程序的合理性	履行法规和企业章程
		2. 董事的能力考核	考核董事履行职责和参与董事会活动的情况	符合证监会对此方面的要求和积极主动地参与董事会的活动
		3. 董事年培训	评价董事能力的提升水平	培训次数越多越好
	董事会运作效率	4. 董事会规模	考核董事会规模的合理性	能够进行富有成效的讨论和确保全体股东的利益被公平、客观地代表，规模在 5-19 人
		5. 董事人员构成	考核董事会人员结构的合理性	外部董事和独立董事占多数，且具有不同的专业知识
		6. 董事会会议质量	考核董事会召开质量	全面、具体、详实，并签字
	董事会组织结构	7. 董事会的领导结构	考核董事会的权力制衡状况	履行有关法律
		8. 专业委员会的设置	考核专业委员会的设置状况	有相应的专业委员会
		9. 专业委员会运行状态	考核专业委员会运行质量	独立董事代表占多数且发表独立性的建议次数



一级指标	二级指标	三级指标	指标说明	评价标准
监 事 与 监事会	董事薪酬	10. 董事薪酬水平	考核董事薪酬水平的合理性	符合有关规定
		11. 董事薪酬形式	考核董事激励结构的合理性	董事应采用长期激励机制
		12. 董事绩效评价	考核薪酬方案制订的有效性	有效的评价程序
	<a href="#">独立董事制度</a>	<a href="#">13. 独立董事比例</a>	考核独立董事的规模合理性	独立董事应占董事会成员的 1/3
		<a href="#">14. 独立董事激励</a>	考核独立董事的工作效率	独立董事激励方式
		<a href="#">15. 独立董事独立性</a>	考核独立董事职责履行的保障状况	有关规定
	监事能力 保证性	1. 非职工代表监事候选人提名	考核非职工代表监事候选人的提名权对监事能力保证性的影响	非职工代表监事候选人的提名者应能代表广大股东的利益
		2. 监事会人员专职程度	监事会主席在公司内兼职与否及兼职类型是影响监事会独立性的重要因素	监事会主席可以在公司内适当兼职，但不宜担任与董事会与经理层密切相关的职务，以保证监督的独立性
		3. 外部监事在本公司工作时间保证	一定比例的工作时间是外部监事有效履行监督职责的基本保障	外部监事在公司内实际工作时间不得低于一定限度
		4. 外部监事薪酬水平	考核外部监事从公司获取薪酬的方式和数量，对于监事工作质量和独立性有重要影响	外部监事应该根据其尽责的程度取得相应的报酬
	监事会运行 有效性	5. 近三年来召集临时股东大会的情况	考核监事会是否就某些事件行使其应有的权力	《公司法》规定监事会可以“提议召开临时股东大会”，而公司章程可进一步赋予监事会“独立召集股东大会”的职权
		6. 监事会的结构与规模有效性	考核监事会履行监督职能的基础	应当保证监事会具有足够的经验、能力和专业背景，独立有效地行使对董事、经理履行职务的监督和对公司财务的监督和检查
		7. 监事会会议的有效性	考核监事会履行工作职能的状况	监事会应定期举行监事会会议，监事会成员应该保证出席监事会会议的次数
		8. 监事会行使监督权的有效性	考核监事会对董事会及董事、高级管理人员履行监督职责的状况	监事会有权要求相关董事、经理、财务负责人列席监事会议，并就有关问题对他们进行质询
		9. 监事会监管记录的完备性	监事会的监督记录及专项检查结果是评价董事及高管人员的重要依据	监事会的各项监督活动应被认真记录并保存完整
经理层	任免 制度	1. 总经理选聘方式	评价总经理来源的公开性与竞争程度	董事会采取公开、透明的选聘方式选聘总经理
		2. 其他高管人员的选聘方式	评价其它高管人员来源的公开性与竞争程度	总经理或提名委员会提名，采取公开、透明的选聘方式
		3. 高管层的行政度	评价政企分开的程度	实行现代企业制度的公司高层人员不兼任行政官员是政企分开的保证
		4. 总经理与董事长两权设置	评价总经理经营控制地位的相对独立性	上市公司董事长和总经理两权分离有利于董事会对经理层的监督与激励
	执行 保障	5. 决策支持	考核高管层为董事会提供决策信息的方式和性质	高管层实时、定期地为董事会提供有价值的决策信息有利于董事会决策有效性

批注 [h32]: 疑为“三级指标”。：是的

一级指标	二级指标	三级指标	指标说明	评价标准
		6. 经营控制	通过公司经理层经营控制的有效程度评价治理成效	公司经理层应对公司经营实施有效控制
		7. 双重任职	衡量高管层介入关联交易的可能性	双重任职更易发生转移价格和其它非市场交易，避免双重任职是控制关联交易的有效手段
		8. 内部人控制	通过经理层董事人数占董事会成员总数的比例评价经理层与董事会相互制约程度	应维持一定比例，比例过高会使经理层凌驾于董事会之上，造成股东会、董事会形同虚设
		9. CEO 设置	通过公司董事会代理人—CEO 的设置情况评价公司经营权的集中度	设置 CEO，并负责监督、落实董事会统管的各项经营决策
	激励机制	10. 薪酬水平	评价高管人员的薪酬在国内同行业所处的相对水平，以及与公司内其他员工薪酬的相对差异程度	高管人员相对于国内同行业较高的薪酬水平，以及相对于公司内其他员工较大的薪酬差异程度都会产生较强的激励作用
		11. 薪酬结构	薪酬的形式与构成	多样的、长短期兼顾的合理薪酬能正确引导经营者职业努力方向
		12. 薪酬动态激励	通过衡量薪酬与业绩的关系，考核薪酬激励动态化程度	薪酬与公司业绩挂钩，使薪酬具有动态激励性
		13. 持股比重	反映对经理层股权激励的强弱程度	持股比例越大越好
		14. 股权流通性	反映对经理层股权激励作用的有效程度	流通性越强越好
		15. 持股方式	持股方式的主动与被动会引发不同的激励效度	主动持有的比例越大，激励效果越好
		16. 决策报告制度	评价董事会对经理层的决策控制及授权程度，反映决策控制权激励约束程度	经理层适度比例投资决策权可起到激励作用，最大的授权前决策金额占净资产比例不超过 10%
		17. 职务消费制度	经营管理权激励约束程度	取消公司支付的货币化职务消费激励约束力最强
信息披露	完整性披露	1. 股东大会的会议决议披露状况 2. 董事会的会议决议披露状况 3. 监事会的会议决议披露状况	衡量上市公司决策、管理、监督的透明度	完全披露
		4. 财务信息披露：近三年定期报告披露状况	衡量上市公司财务信息披露透明度	完全披露

一级指标	二级指标	三级指标	指标说明	评价标准
利 益 相		5. 专题及重大事项披露（委托理财披露等）	衡量上市公司重大信息状况的披露；反映上市公司委托理财是否遵循相关的程序	上市公司应完整披露以下内容： ①会计报表附注说明会计政策会计估计及合并范围 ②募集资金使用情况 ③关联交易信息 ④或有事项信息 ⑤财务担保信息 ⑥分部信息 ⑦股价短期内频繁异动原因
	真实性披露	6. 年度财务报告被出具非标准无保留意见或者被公开批评谴责状况 7. 近三年来会计政策或会计估计变更状况 8. 近三年更换会计师事务所状况 9. 被更换的会计师事务所提出异议或做过申诉状况 10. 公司年报审计会计师事务所近三年为本公司提供其他业务状况 11. 监事会曾发现并纠正公司财务报告不实之处状况	衡量上市公司的信誉、审计师的独立性、信息披露合规合法情况和透明度	上市公司具备其中任何一项，即视为具有违规历史： 1. 被司法机关公开审理 2. 受中国证监会稽查 3. 遭到中国证监会、证券交易所的通报批评、公开谴责、责令改正等 4. 累计三次被审计单位出具保留意见、否定意见或拒绝表示意见 5. 媒体曝光、专业研究人员公开研究结果等披露的上市公司违规行为
	及时性披露	12. 年报、中报、季报披露及时性 13. 股东大会的会议决议是否及时披露 14. 董事会的会议决议是否及时披露 15. 委托理财应按要求及时披露	考核上市公司信息披露的及时性	应按照年报、中报、季报的要求定期披露，并及时披露其他信息
利 益 相	公司员工参与	1. 职工监事比例	考察职工参与治理的状况	职工监事以及职工持股比例越高，员工参与治理的程度越高

一级指标	二级指标	三级指标	指标说明	评价标准
关者	程度	2. 职工持股比例		
	公司社会责任履行状况	3. 公司公益性捐赠支出	通过公益性捐助考察上市公司对社会及所处社区的贡献	公司公益性捐赠支出越高，环境保护措施越完善，公司社会责任履行状况越好
		4. 公司环境保护措施	考察上市公司社会责任的履行情况	
	公司投资者关系管理	5. 公司网站的建立与更新	考察投资者信息披露与交流渠道的建立与通畅状况	公司应建立自己的网站并及时更新，以方便投资者及时了解公司信息
		6. 公司是否设立投资者关系管理制度	考察公司投资者关系管理设立的情况	公司应建立完善的投资者关系管理制度，以协调投资者关系
	公司和监督管理部门的关系	7. 罚款支出和收入	考察上市公司和监管部门的关系	公司罚款支出和收入越少越好
	公司诉讼与仲裁事项	8. 公司有无诉讼、仲裁事项	考察上市公司和股东、供应商、客户、消费者、债权人、员工、社区、政府等利益相关者和谐程度	公司诉讼、仲裁事项越少越好

批注 [h33]: 其“指标说明”和“评价标准”同上？ 没问题

## 四、公司治理综合评价模型及治理指数等级划分

在建立评价指标体系，确定评价标准以及评价指标重要性系数的基础上，采用综合指数法对公司治理质量进行综合评价。其基本模型为：

$$CCGI^{NK} = \alpha_1 CCGI_{BDS}^{NK} + \alpha_2 CCGI_{BOD}^{NK} + \alpha_3 CCGI_{BOM}^{NK} + \alpha_4 CCGI_{TOM}^{NK} \\ + \alpha_5 CCGI_{ID}^{NK} + \alpha_6 CCGI_{SH}^{NK}$$

式中： $CCGI^{NK}$  代表南开治理指数； $\alpha_i$  ( $i=1,2,3,\dots,6$ ) 代表各评价要素的重要性系数；

$CCGI_{BDS}^{NK}$  表示股东大会与上市公司独立性评价指数； $CCGI_{BOD}^{NK}$  表示董事会治理评价指数；

$CCGI_{BOM}^{NK}$  表示监事会治理评价指数； $CCGI_{TOM}^{NK}$  代表经理层治理评价指数； $CCGI_{ID}^{NK}$  表示

信息披露评价指数； $CCGI_{SH}^{NK}$  表示利益相关者治理评价指数。

按照上述过程编制的上市公司治理指数采用百分制形式，最高值为 100，最低值为 0。具体评价的等级为：

$CCGI^{NK}$  I：治理指数 90—100

$CCGI^{NK}$  II：治理指数 80—90

$CCGI^{NK}$  III：治理指数 70—80

$CCGI^{NK}$  IV：治理指数 60—70

$CCGI^{NK}$  V：治理指数 50—60

$CCGI^{NK}$  VI：治理指数 <50

## 五、中国上市公司治理的状况分析

### 1. 总体治理治理水平呈现正态分布趋势，公司间治理指数差异较大

通过对中国上市公司 2002 年 931 家有效样本公司总体治理状况的研究发现，公司治理评价总指数呈现正态分布趋势，公司间治理指数差异较大。观察数据显示样本公司治理指数平均值为 49.62，属  $CCGI^{NK}$  VI。公司间差异较大，最高值为 78.81，最低值为 30.79，样本标准差为 5.33。全部样本公司中达到  $CCGI^{NK}$  III 的只占 2.15%，达到  $CCGI^{NK}$  IV 的占 8.59%；达到  $CCGI^{NK}$  V 水平的占 42.75%；有 46.51% 上市公司为  $CCGI^{NK}$  VI。股东行为平均指数为 53.70，最高值为 83.33，最低值为 10.40，相差 72.93 个百分点。董事会治理的平均指数为 43.4，在各治理要素中最低。样本公司董事会治理指数最高值为 74.51，最低值为 1.56，相差 72.95 个百分点，差异很大。监事会参与治理的状况较差，平均治理指数只达 48.64，且差异较大，目前我国上市公司监事会未能有效发挥其监督控制作用。经理层的任免、激励以及执行保证程度的平均评价值为 47.44，最高 77.74，最低 11.98，相差 65.76 个百分点。信息披露的状况相对较好，其平均值为 58.44，最好者为 97.69，最差者为 4.72，样本公司间相差 92.97 个百分点。公司利益相关者参与治理的状况相对很差，全部样本公司评价价值只达到 20.52，只有部分上市公司的利益相关者参与公司治理。

### 2. 行业治理水平呈现不同的特征

中国上市公司行业间治理状况呈现不同的特征，且行业治理状况与地区经济发展水平具有一定的关联度。按治理状况偏好型、偏差型、稳定型、波动较大型四类对五大行业的治理特征进行分类的结果显示：公用事业类为偏好型，63 家样本公司的平均治理指数为 50.11，

在五大行业中为最高，较全部样本公司治理指数平均值高 1.15 个百分点。工业类为治理状况偏差型，据统计工业类 629 家样本公司的平均治理指数为 48.71，低于全国平均水平 0.25 个百分点。服务业为稳定型，综合类为波动较大型。

工业、公用事业以及农业三类行业公司治理的状况与地区分布具有显著相关性，其中工业尤为显著；但综合类以及服务业与地区的相关性不显著。工业、公用事业以及农业三类上市治理指数的比重东部沿海地区高于中部地区，中部地区高于西部地区。这表明，公司治理的状况与地区的经济发展水平具有一定的相关性。经济发达的东部沿海地区，公司治理状况好于中西部地区，但在综合类以及服务类上市公司中不明显。

批注 [h34]: ?

删除的内容: 上组

3. 股权结构以及第一大股东性质对公司治理质量产生着一定的影响

相关分析的结果显示：公司治理指数与第一大股东持股比例呈现负相关。尽管相关的程度较低，但 1% 的显著性水平意味着我国较为集中的股权结构对公司治理机制的完善存在不利的影响。公司治理指数与第二大股东、第三大股东、第四大股东、第五大股东持股比例以及第二至第五大股东持股比例之和均呈现正相关关系。这意味着公司控制权的争夺有利于公司治理质量的提高。可以说目前我国上市公司提高公司治理质量的关键是优化股权结构，强化公司控制权的竞争。

第一大股东的性质对公司治理指数产生着一定的影响。第一大股东为民企的上市公司总体治理质量好于国有企业，民营类企业的董事会治理状况、经理层、监事会以及控股股东行为等方面的治理质量均好于国有企业。尤其是民营企业的董事会治理的质量在各类上市公司中为最好。由于民营类上市公司具有高质量的董事会，因此在经理层的任选、激励以及约束等方面均好于国有企业。同时民营企业相对于国有企业而言还具有较好的监督机制，这与股权结构以及大股东性质有关。国有企业全部样本公司第一大股东平均持股比例为 75.37%，第二大股东的平均持股比例为 12.4%，第二大股东至第五大股东的持股比例之和为 24.63%。国有企业类上市公司呈现出显著的国有股一股独大的态势，难以形成对大股东的制衡机制；而全部民营类上市公司第一大股东持股比例平均仅为 57.58%，第二大股东持股比例为 22.47%，第二大股东至第五大股东持股比例为 42.42%。因此民营类上市公司由于具有较合理的股权结构，各大股东间形成有效制衡；高校以及科研机构类上市公司的总体治理状况最差，尤其是董事会治理质量较差。由于董事会治理的质量较低，使经理层的任选、激励以及约束机制的质量也较差，但监事会参与治理的质量在各类上市公司中为最好。这表明高校以及科研类上市公司强调监事会的监督与控制，但作为上市公司治理核心的董事会的决策与制衡作用却未得到应有的强化。今后高校以及科研类上市公司提高公司治理质量的关键是进一步走入市场，按市场化规范运作，强化董事会的决策与制衡作用，发挥董事会在经理层任选、激励以及约束方面的关键作用。

【实例 15-1】“中国上市公司治理 100 佳”排行榜推出

在 10 余年公司治理理论与实践研究基础上，南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组在国家自然科学基金、国家社科基金、高等学校优秀青年教师奖励基金等资助下，推出了中国上市公司治理评价指标体系——“中国公司治理指数 CCGI<sup>TM</sup>”。这是南开大学公司治理研究中心继在国内率先推出《中国公司治理原则》后取得的又一创新性成果，标志着我国公司治理评价领域已全面与国际接轨，同时，以“中国治理指数”为依据，推出“中国上市公司治理 100 佳”排行榜……

南开大学公司治理研究中心将会公司治理评价的研究工作持之以恒地做下去，并建立系统性、科学性、规范性、持续性的公司治理评价指标体系，为证券监管部门有效监管、投资

者正确投资、上市公司自我诊断与控制提供有力的工具；促进资本市场建设以及社会信息体系的形成与完善。从本期开始，《管理世界》杂志社与南开大学公司治理研究中心合作，将第一年南开大学公司治理研究中心所做的公司治理评价的研究报告和“中国上市公司治理100佳排”排行榜奉献给读者。

-----资料来源：《管理世界》，2004年第2期，目录第2页。

【本章小结】

良好的公司治理既需要国家通过强制性的法规对治理结构进行规范，也需要制定与市场环境变化相适应的、具有非强制性和灵活性的公司治理原则。换言之，有效的公司治理机制不仅需要来自法律制度的规范，还需要对公司有指导作用的管理实务原则。作为公司治理实务指引的公司治理原则，对于上市公司建立良好的治理结构与治理机制，起着至关重要的作用。经济的全球化使公司治理原则的制定成为国家与各类组织关注的焦点。到目前为止，国际组织和区域组织中，OECD、英联邦以及若干欧洲区域组织已经制定了自己的公司治理原则。

20世纪80年代以来各国公司治理实务的发展，使得客观上无论是投资者、政府监管部门还是上市公司自身都产生了对公司治理状况进行评价的客观要求。为了适应这种需要，近几年许多学者以及研究机构将对公司治理的研究集中在公司治理的评价上，目的在于为投资者提供决策信息，并掌握各国公司治理的状况、各国治理环境对公司治理质量的影响，以探索设置怎样的治理结构与治理机制更能够提高治理效率。

中国上市公司治理评价指标体系的设置，必须考虑我国上市公司所处的制度环境。南开大学推出的公司治理评价系统对公司治理评价从六个维度展开，分别是股东权益与控股股东行为、董事会、监事会、经理层、信息披露以及利益相关者。通过对中国上市公司2002年931家有效样本公司总体治理状况的研究发现，总体治理水平呈现正态分布趋势，公司间治理指数差异较大；行业治理水平呈现不同的特征；股权结构以及第一大股东性质对公司治理质量产生着一定的影响。

【复习思考题】

- 1. 制定公司治理原则的意义是什么？
- 2. 中国上市公司治理原则的内容包括哪些？
- 3. 为什么要对公司治理进行评价？
- 4. 从哪些方面对公司治理进行评价？
- 5. 中国上市公司目前的公司治理状况如何？

【案例讨论题】 2003年中国某能源类上市公司治理状况的评价

删除的内容:

- 1. 评价内容：股东权益与控股股东行为、董事会、监事会、经理层、信息披露以及利益相关者六个方面。
- 2. 综合评价。该公司治理状况的总体评价指数为65.22，公司治理的质量较好。公司治理个别要素的评价指数分别为：股东权益与控股股东行为的评价指数为57.5。连续三年实行分红派现，但股东共益权没有有效实现，上市公司没有实行累积投票制。上市公司的人员

和资产等独立性较强,但存在不规范的关联交易;董事会的评价指数为 76.25。董事会独立性强,董事会中的独立董事比例达到三分之一,并设置了战略,审计,薪酬以及提名四个专业委员会,前三名董事的报酬总额为 122 万;经理层的评价指数为 67.5。薪酬最高的三名高管人员的报酬总额为 142 万,工资总额与经济效益挂钩,但经理人员持有的公司股份较少;监事会的评价指数为 33.8。外部监事的比例高于内部监事,监事会成员没有持有企业股票。在 2003 年度内召开了 2 次监事会会议;信息披露的评价指数为 75.71,按规定的及时地披露了公司的 5 项重大信息;利益相关者评价指数为 70.8。

**讨论问题:**

1. 请结合以上评价信息,进一步讨论公司治理评价的内容包括哪些方面?
2. 公司治理评价应采用什么标准?并说明该公司治理的状况。



# 全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

## 招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元



**【授课方式】** 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课（远程函授+教学电子光盘自修+网络学院持续视频学习）



**【颁发证书】** 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》;
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》;



### 【证书说明】

1. 证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
2. 毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明；。



**【学习期限】** 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



**【收费标准】** 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是职业经理人首选的学习方式。



### 【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



### 【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习（专家、顾问24小时接受在线咨询，第一时间回答学员的提问和咨询）



### 【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



### 【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



### 【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



**【咨询电话】** 13684609885 0451--88342620 **【咨询教师】** 王海涛 郑毅



**【学校网站】** <http://www.mhjj.net> **【咨询邮箱】** [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)



### 【报名须知】

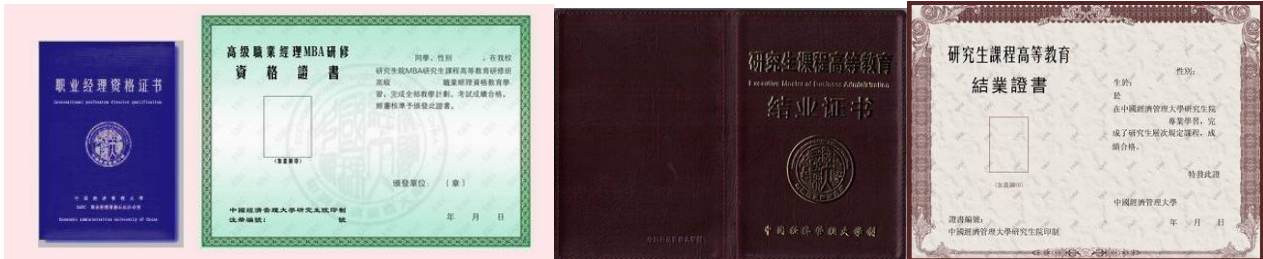
- 1、报名登记表格下载后详细填写并发邮件至 [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)（入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可）
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



## 【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



## 【学费缴纳方式】

方式一	邮局邮寄	邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室 邮政编码：150020 收件教师：王海涛 徐传有
方式二	学校帐号	学校帐号：184080723702015 开户银行：哈尔滨银行龙江支行 支付系统行号：313261018018 企业户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校
方式三	交通银行 (太平洋卡)	帐号：40551220360141505 户名：王海涛 开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心
方式四	邮政储蓄 (存折)	帐号：602610301201201234 户名：王海涛 开户行：哈尔滨道外储蓄中心
方式五	中国工商银行 (存折)	帐号：3500016701101298023 户名：王海涛 开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行

可以选择任意一种方式缴纳学费，建议使用第五种方式（中国工商银行，比较方便快捷）收到学费的当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材和考试问卷。

# 全国职业经理MBA双证班

## 精品课程 火热招生

函授学习 权威双证 全国招生 请速充电

**认证系列：**高级职业经理资格认证、人力资源总监、营销经理、财务总监、企业培训师、酒店经理、品质经理、生产经理、物流经理、项目经理、市场总监、营销策划师等学习认证系列。

**颁发双证：**通用高级经理资格证书 + MBA 高等教育研修结业证书（含 2 年全套学籍档案）

**证书说明：**证书全国通用、国际互认、电子注册，是提干、求职、晋级、移民的有效依据

1280

元

**学习期限：**3 个月（允许工作经验丰富学员提前毕业） **收费标准：**全部学费

**咨询电话：**13684609885 0451- 88342620 **报名邮箱：**[xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)

**学校网站：**[www.mhjj.net](http://www.mhjj.net) **颁证单位：**中国经济管理大学 **承办单位：**美华管理人才学校

全国招生 函授教育 颁发双证 权威有效