

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

WILEY

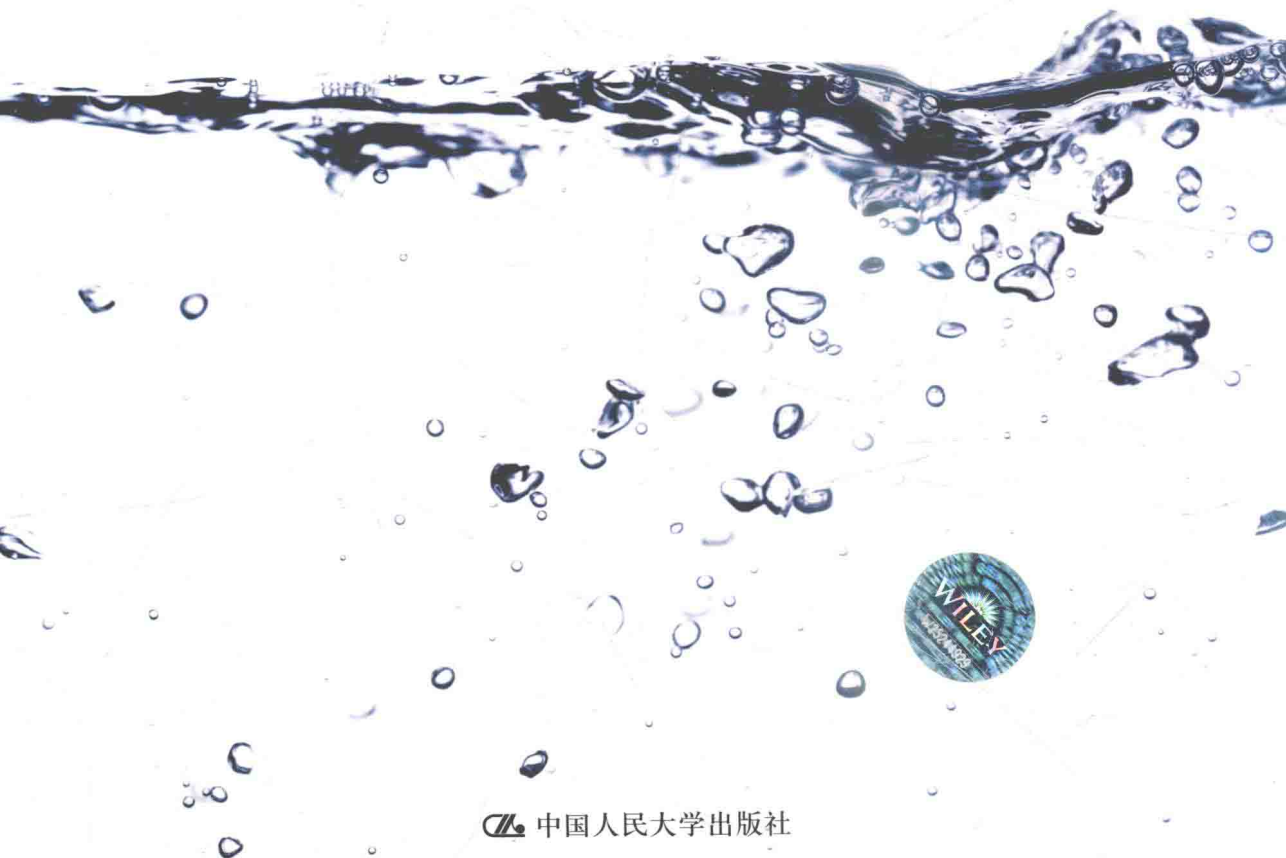
经济科学译丛

公司治理

罗伯特·A.G. 蒙克斯 (Robert A.G. Monks) 著
尼尔·米诺 (Nell Minow)

Corporate Governance
(Fifth Edition)

第五版



中国人民大学出版社

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

经济科学译丛

公司治理

罗伯特·A.G.蒙克斯 (Robert A.G. Monks)

著

尼尔·米诺 (Nell Minow)

李维安 牛建波 等 译

Corporate Governance

(Fifth Edition)

第五版



中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理 / () 罗伯特·A.G. 蒙克斯, () 尼尔·米诺著; 李维安等译. —5 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2017. 10
(经济科学译丛)
ISBN 978-7-300-24972-8

I. ①公… II. ①罗…②尼…③李… III. ①公司-企业管理 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 223895 号

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

经济科学译丛

公司治理 (第五版)

罗伯特·A.G. 蒙克斯 尼尔·米诺 著

李维安 牛建波 等 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

印 张 27.5 插页 2

字 数 619 000

邮政编码 100080

010-62511770 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2017 年 10 月第 1 版

印 次 2017 年 10 月第 1 次印刷

定 价 69.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

《经济科学译丛》

编辑委员会

学术顾问

高鸿业 王传纶 胡代光 范家骧 朱绍文 吴易风

主 编

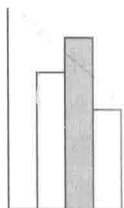
陈岱孙

副主编

梁 晶 海 闻

编 委 (按姓氏笔画排序)

王一江	王利民	王逸舟	贝多广	平新乔	白重恩
刘 伟	朱 玲	许成钢	张宇燕	张维迎	李 扬
李晓西	李稻葵	杨小凯	汪丁丁	易 纲	林毅夫
金 碚	姚开建	徐 宽	钱颖一	高培勇	梁小民
盛 洪	樊 纲				



《经济科学译丛》总序

中国是一个文明古国，有着几千年的辉煌历史。近百年来，中国由盛而衰，一度成为世界上最贫穷、落后的国家之一。1949年中国共产党领导的革命，把中国从饥饿、贫困、被欺侮、被奴役的境地中解放出来。1978年以来的改革开放，使中国真正走上了通向繁荣富强的道路。

中国改革开放的目标是建立一个有效的社会主义市场经济体制，加速发展经济，提高人民生活水平。但是，要完成这一历史使命绝非易事，我们不仅需要从自己的实践中总结教训，也要从别人的实践中获取经验，还要用理论来指导我们的改革。市场经济虽然对我们这个共和国来说是全新的，但市场经济的运行在发达国家已有几百年的历史，市场经济的理论亦在不断发展完善，并形成了一个现代经济学理论体系。虽然许多经济学名著出自西方学者之手，研究的是西方国家的经济问题，但他们归纳出来的许多经济学理论反映的是人类社会的普遍行为，这些理论是全人类的共同财富。要想迅速稳定地改革和发展我国的经济，我们必须学习和借鉴世界各国包括西方国家在内的先进经济学的理论与知识。

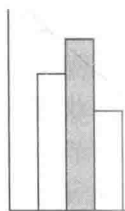
本着这一目的，我们组织翻译了这套经济学教科书系列。这套译丛的特点是：第一，全面系统。除了经济学、宏观经济学、微观经济学等基本原理之外，这套译丛还包括了产业组织理论、国际经济学、发展经济学、货币金融学、公共财政、劳动经济学、计量经济学等重要领域。第二，简明通俗。与经济学的经典名著不同，这套丛书都是国外大学通用的经济学教科书，大部分都已发行了几版或十几版。作者尽可能地用简明通俗的语言来阐述深奥的经济学原理，并附有案例与习题，对于初学者来说，更容易理解与掌握。

经济学是一门社会科学，许多基本原理的应用受各种不同的社会、政治或经济体制的影响，许多经济学理论是建立在一定的假设条件上的，假设条件不同，结论也就不一定成立。因此，正确理解掌握经济分析的方法而不是生搬硬套某些不同条件下产生的结

论，才是我们学习当代经济学的正确方法。

本套译丛于 1995 年春由中国人民大学出版社发起筹备并成立了由许多经济学专家学者组织的编辑委员会。中国留美经济学会的许多学者参与了原著的推荐工作。中国人民大学出版社向所有原著的出版社购买了翻译版权。北京大学、中国人民大学、复旦大学以及中国社会科学院的许多专家教授参与了翻译工作。前任策划编辑梁晶女士为本套译丛的出版做出了重要贡献，在此表示衷心的感谢。在中国经济体制转轨的历史时期，我们把这套译丛献给读者，希望为中国经济的深入改革与发展做出贡献。

《经济科学译丛》编辑委员会



译者序

21 世纪初，安然、世通、安达信等一系列举世瞩目的大公司的倒闭，极大地动摇了人们对美国资本市场效率的信心，无论是学术界还是实业界都开始广泛讨论并意识到公司治理的重要性。美国政府随即出台了被称为史上最严格的法案——《萨班斯-奥克斯利法案》，并在一定程度上重塑了人们的信心。然而，时隔不久，由美国住房市场泡沫破裂引发的次贷危机于 2008 年快速演变成一场全球金融海啸，大批美欧金融机构陷入困境甚至破产，作为全球金融枢纽的华尔街经历了一次大洗牌。到底是什么原因导致了波及范围如此之广的金融海啸？显然，货币政策、监管失灵、金融衍生品泛滥等都发挥了一定作用，但深入探究后，我们从微观层面发现，依然是公司治理的失败。

2002 年，一系列美国大公司的倒闭和欺诈给公众以及学术界带来的反思不可谓不深入。为什么“公司治理”这条保障公司进行科学决策和风险防范的马奇诺防线又一次失守？考察近年来一些大公司的倒闭，无论是由财务舞弊还是由金融衍生品泛滥中的不对称激励所引发，本质上都可以视为公司治理的失败。美国公司的治理症结到底在什么地方？本书的两位作者将重点放在了公司治理制衡机制的三个关键角色上：股东、董事和管理者。

现代公司的规模越来越大，其股东数量众多而且持股分散。从关注并参与公司事务的能力、个人在公司中经济利益的比例角度来看，一名现代公司的股东和传统意义上的“所有者”的含义已经迥异。在股东失去控股地位的情况下，股东大会作为代表股东利益和意志的机构必然丧失其权威，甚至成为拥有实质权利的管理层实现自身目的的工具。

美国公司董事会的根本问题在于董事会和管理层之间关系的倒置。从理论上说，董事会是管理层与广泛分布于世界各地的众多股东之间的中间人，负责平衡和调解高层管理者与众多股东之间的利益冲突。但是，由于董事会与管理层之间广泛存在的信息不对称，加之高管可以通过构筑壁垒来巩固自身的地位，CEO 能够控制董事会的议程、薪酬

和人员构成，显然他们才是美国大公司事实上的主宰者。公司的董事会既无法有效地监督管理者，也无法确管理者对公司的经营符合股东价值增值的要求。

股东们试图通过建立基于绩效波动的薪酬计划，以较少的代理成本保护自身的利益。然而，在美国公司中经常会出现高管薪酬水平与绩效水平呈负相关的现象。此外，美国公司高管薪酬的绝对值在金融海啸之前几乎一直处于暴涨的状态。显然，过高且与业绩不相关的薪酬激怒了很多，美国公司高管的薪酬没能成为解决代理冲突问题的有效措施，反而成为代理问题的一部分。此外，股东们也希望对企业继任计划建立独立、强大的监管机制。然而，在大多数情况下，美国公司的高管们试图在现实中对这一过程进行实质控制。

本书的作者不仅探究了现代美国公司治理的症结所在，而且指出了解决这些症结的一些可行途径和方法。从目前来看，这些方法或者理念可能只有极个别的机构或者公司在实践，但未来极有可能成为引领公司治理方向的先行尝试，这些尝试让我们看到了公司治理可以真正发挥作用的“光明前景”。

如何唤醒“股东”这个沉睡的巨人，取决于能否出现拥有足够股份的股东或者小股东之间能否联合形成对公司的控制权。20 世纪下半叶，大型共同基金、养老基金和其他机构投资者开始逐渐兴起，这类新崛起的股东开始逆转公司所有权分散这一格局，这些机构投资者在公司治理中开始行动。与个人投资者相比，机构投资者不仅接受信托文化，而且作为投资者和所有者，这要求机构投资者在合理的经济条件下积极行使作为所有者的权利。尽管不同种类的机构投资者也存在特有的公司治理问题，但随着机构投资者的快速成长，无意中发挥了稳定股东的作用。对于小股东而言，他们不能进行有效监管的根源在于所有权和控制权的分离以及集体选择问题使得他们与其他股东的有效沟通成为了非常大的障碍；然而，由于现代互联网技术的发展，大大降低了小股东的联合成本，所以在未来，机构投资者和个人投资者有可能充分利用新技术更加有效地监督公司的董事和管理层。

如何让董事会履行对公司的严格信托责任？董事会对管理层实施监督和控制的障碍为：第一，董事会要能选出可以完成工作的最佳高管，并能解雇表现不佳的 CEO，但现实中的董事却受制于来自管理层的提名、薪酬和信息；第二，许多董事不能或者不愿意花费必要的时间和精力来监督公司运营或对公司的成功做出财务承诺。因此，董事会高效运作的一个重要前提是董事的独立性和充分的信息保障。关于独立性的最新努力方向是，不仅要确保董事会拥有独立董事，而且要设置一个组织框架，以便独立董事更有效地实施监督职能。例如，证券交易所要求的“秘密会议”（没有管理层代表出席的外部董事会议）为董事们提供了一个较好的机会，使得他们可以就所提供信息的数量、质量和及时性进行探讨。针对董事的提名，为了防止对董事任命的内部控制，很多提名委员会转而求助于猎头公司，并限制 CEO 的参与以提高独立性，等等。技术的进步大大拓宽了董事们可以获取信息的来源，实践中，很多美国公司的董事充分利用网络来推动公司治理的革新。此外，为了保证董事们有足够的时间和精力来监督公司的运营，很多公司都对董事所能兼职的外部公司董事会的数量做了限制，有些公司甚至要求董事抽出必要时间亲身调查公司的实际运行情况来增进董事会成员对于公司的认知。另外，有些公司还提出了一些促使董事会克服现有结构的种种组织惰性以高效运作的建议，比如提升

独立董事的发言权、建立独立董事的竞争市场、加大股份或股票期权在董事薪酬中的比重，等等。

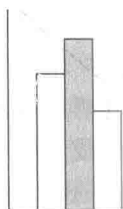
从治理的角度看，管理层的主要问题侧重于薪酬激励和继任计划。制定管理层薪酬政策时面临的最大挑战是要确保薪酬和绩效之间达到足够的平衡。实质上，股东和公司管理层目标之间最根本的冲突并不是获得薪酬的金额，而是获得薪酬的变数和风险。当我们意识到这一点，即股东和董事会对薪酬的关注重点应该是薪酬的具体构成方式、比例和条件，就可以在薪酬计划中加入可撤销收入条款，这对于解决我国目前业绩不佳上市公司的高管仍可以获得不菲薪酬的问题具有较好的启示。要想解决管理层的代理问题，股东和董事会在向高管施加压力以及更换不称职高管等方面必须发挥实质性的作用。

随着公司的影响力在全球公众生活中日益加深，如何保障公司进行持续的财富创造成为一个重要的问题。显然，有效的公司治理是保障公司科学决策和可持续发展的制度基础。世界上的每一个国家，无论是经济发达国家还是新兴经济国家，尽管对待公司的观点不尽相同，但都在推进规范的公司治理准则的建立，当然也包括中国。尽管席卷全球的金融海啸已经结束，但随后的全球经济衰退使得全球企业面临更加恶劣的经营环境。我国企业和美国一些大公司相比，更加缺乏应对重大经济危机的经验，因而在更加复杂和动荡的环境下，中国企业的公司治理无疑将面临更加严峻的挑战。然而，当考虑公司治理所面临的挑战时，我们首先要意识到：形式上的或者字面意义上的良好公司治理比较容易实现，比如独立董事的最低数量、高管薪酬的公开披露等；但是，显然这些并不能触及公司治理的实质和灵魂。正如本书的两位作者所强调的那样，公司治理是关于权力制衡的制度安排，这一制度安排要确保发现公司问题之所在，而不是一些表面上“最佳实践清单”的构建。尽管本书以美欧资本市场作为研究的背景，所指出的一些公司治理问题也是针对美欧的公司，但对于我国企业建立有效的公司治理机制同样具有重要的启示。

本书的两位作者蒙克斯教授和米诺教授在公司治理研究方面具有较好的理论研究功底和实践经验。在描述公司治理恢弘画卷的同时，对公司治理的细节描述也鞭辟入里，令人兴奋的同时也发人深省。

本书的翻译在李维安教授的统一安排下，由南开大学中国公司治理研究院的团队完成。论文初稿翻译人员为，王雪梅和吴超（引言和第6章），刘振杰（第1章），周建、王鹏程和余耀东（第2章），金慧雪（第3章），余娟（第4章），周建和余耀东（第5章）。由牛建波和李胜楠完成校稿，最后由李维安教授审定。另外，本书的翻译得到教育部长江学者创新团队发展计划（RT0926）、国家自然科学基金重点项目（71132001）、国家自然科学基金项目（71002104、71172067）等的资助，在此表示感谢。

南开大学中国公司治理研究院（原南开大学公司治理研究中心）曾与高等教育出版社、北京大学出版社、上海人民出版社、中国财政经济出版社、中国人民大学出版社等合作出版和翻译了涵盖本科、MBA、EMBA、科学硕士和博士等多个层次公司治理教育的十余部教材。为了进一步拓宽中国读者的视野，我们把这一在国外畅销的公司治理权威教材再次（2003年我们翻译了本书的第二版）介绍给大家。本书涉及多个学科的专业术语和复杂实际操作，译著中难免存在表达不准确的地方，请广大读者批评指正。



前言

约翰·戴维森·洛克菲勒有个知名的典故，他曾因偶遇一个擦皮鞋的男孩而在 1929 年大崩盘之前卖出了所有的股票。至少根据传言，在擦皮鞋男孩给出炒股技巧的时候他就知道是时候该卖了。

迈克尔·刘易斯在其著作《大空头：末日机器》（*The Big Short: Inside the Doomsday Machine*）中说道，有好几个“擦皮鞋男孩”时刻。在这一次次贷危机中，由于大量投注于次级抵押贷款及其衍生证券所引发的崩溃，也不是由富裕的实业家或其他处在金融世界中心的人首先觉察和发现的。

刘易斯讲述了四个局外人，他们看到正在发生的事情并打赌它会失败，但整个经济却不这么认为。当史蒂夫·艾斯曼发现他家的婴儿保姆居然拥有六份投资财产的时候，他突然灵光一现，经济可能是下行的时候了。迈克尔·巴里询问能否买到一种有保证的证券，他坚信投注于次级抵押贷款会失败。他不想投注于一组完全无抵押的贷款（那些申请抵押贷款的人无须提交任何显示他们有偿还能力的文件）。他想要被某评级机构评为 A 的一组证券，这些抵押贷款的申请人需要证明他们有偿还能力。他购买了这样的证券。

为什么只有他们把这些现象当作问题来看待？此外，这个问题开始时是怎么产生的？

出了什么差错？

在 2007 年年底，美国经济经历了自 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的经济灾难。美国纳税人发现自己成为整个金融服务行业的担保人，数千亿美元的资产几乎在一夜之间变成很少的不确定数额。整个经济像纸牌做的房子一样倒塌了。

这种情况本不应发生。就在 5 年前，美国通过了几十年来最彻底的改革法案，用以应对当时出现的创纪录的丑闻。从 2001 年年底到 2002 年，一些举世瞩目的大公司倒闭，包括安然、环球电讯、阿德尔菲亚、世通及更多公司在内，导致了数千亿美元的损失和

数十万工作机会的丧失。众多 CEO 入狱，新闻报道的头版甚至以穿西装走路的罪犯为插图。

2002 年《萨班斯-奥克斯利法案》的通过帮助恢复了市场信心。但是，也许恢复了太多的信心，因为人们喜欢联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘，他坚持主张无须控制如雨后春笋般出现的多种类型的衍生证券，因为他说美国需要这样的市场效率。

现在，他不再那么认为了。2008 年，他在众议院监管和政府改革委员会（The House Committee on Oversight and Government Reform）上说：我们当中那些曾经期待依靠贷款机构的自身利益来保护股东权益的人，包括我自己在内，震惊到难以置信。

那么，发生了什么？这次崩溃引起的倒闭是广泛的，此事件波及该系统的每一个要素：公司、管理者、会计人员、评级机构、证券分析师、政客、股东、记者及其他。产生了许多许多的指责，主要来自那些试图推卸自身责任的人。被指责的过错包括“货币政策”、政府赞助实体（房利美和房地美）、监管机构的监管不严。以上这些都发挥了一定的作用，但毫无疑问的是，最主要的过错在于公司治理的失败。

那份声明的论据是这本书的关键主题之一。该论据的第一个要素便是《大空头：末日机器》结尾部分的一句话：“然而，关于次级抵押贷款奇怪而复杂的是，差不多所有投机双方的重要参与人都变富裕了。”¹

它告诉了我们所有需要知道的东西——除了那个异常状况是如何发生的，这将会在本书的剩余部分讲到。这里需要注意的是，并不是市场出了差错；相反，市场准确地做了它应该做的事，它用理性的态度回应了风险和激励。其实是风险和激励被扭曲了，这就使上述现象成为可能——事实上，使它成为必然——投资双方都变富裕了。

然而，如果双方都赚钱了，必定有人要损失。问题是，交易的另一方并不是买家、卖家、订约的一方或保险公司，而是除此之外的我们。华尔街将风险转移到我们每一个人，这是一个巨大的成本转换。例如，一个叫作磁星（Magnetar）的对冲基金帮忙创造了以神秘抵押贷款为基础的证券，使它们更有风险，然后进行对赌，将消费者放在交易的另一边。

自 20 世纪 80 年代储贷危机以来，我们看到金融市场有一个相对稳定的繁荣和丑闻周期，并且一个共同的主题是经济系统外部化风险的能力。在任何情况下，该经济系统都是一个博弈，因此收益转移到一边，而损失转移到另一边。在这些情况下，市场不能有效地运作。

公司治理是关于如何组织和管理上市公司的学科。每个战略，每个产品、经营和市场的创新，每次并购和剥离，关于资产配置的每个决定，财务，合资，财务报告，制度，薪酬和社会关系——每一个决定以及彼此联系的上千个决定——是由公司治理体系的某个部分决定的。每一个决定都与股东、雇员以及社会的长期可持续价值创造或一些人不顾其他后果的短期利益保持一致。当公司治理的运作优异时，三个关键角色——管理层、董事和股东——通过提供一个透明而负责的制衡体系，实现客观决定的目标和基准。如果不是这样，那么看看以下案例：

- 一个非常成功的 CEO 想问董事会一些事情，他想要一份劳动合同。这种行为不规范但并不少见。财富 500 强公司中三分之一的 CEO 都有书面合同，主要是关于他们工作的协议，阐明他们薪酬待遇的条款以及因公司合并或终止雇佣他会受到什么因素的

影响。但是，不同寻常的是，他是在没有劳动合同且已工作3年的情况下才提出这个要求。更为不同寻常的是——事实上，史无前例的是——合同的一个特别条款指出，CEO本人被判重罪不能成为终止合同的理由，除非这项重罪对公司造成直接和重大的损失。

嗯？

你可能认为，董事会面对这样的提议会问一些问题。有人可能会问：“为什么是现在——为什么你之前不需要而现在需要这样一份书面合同？”另一人可能会问：“究竟为什么会提到重罪——你有什么事想对我们说吗？”

但是，董事会没问任何问题。如前所述，这个CEO非常成功。每个人都赚了很多钱。一些董事能从与公司的交易中得到大量的内部支付。泰科公司（Tyco）的董事会在这位CEO所要求的合同上签字了。

- 另一个非常著名公司的董事会听取了一个新的“特殊目的实体”的报告，它允许公司通过将部分债务移出资产负债表来粉饰它的财务报告。然而，有一个小问题。这份协议违反了公司的利益冲突规则，因为它本质上允许公司的内部人员、总法律顾问处于协议的两边。董事会被要求放弃公司的利益冲突规则而通过这个协议。

嗯？

你可能认为，董事会面对这样的提议会问一些问题。“为什么不找一个非内部人来处理这件事情？”“这会在表面上看起来不错，还是有些实际的好处？”

但是，董事会没问任何问题。就像上面提到的，公司非常成功。每个人都赚了很多钱。一些董事能从与公司的交易中得到大量的内部支付。安然的董事会赞成弃权——三次。

- 美国西点军校的一个毕业生，教授“责任、荣誉、国家”理论，他作为将军从军队退休，来到一家非常重要和成功的公司工作。他参观了公司的运营，这是公司专门为证券分析师准备的，它包括一个假的交易大厅，秘书在这里假装正在谈判交易，盯着没有连接任何东西的电脑屏幕，并且在电话里互相交谈。他后来承认，他知道这个交易大厅是个假象，但他什么也没说。

嗯？

汤姆·怀特，之前提到的将军，安然那年支付给他3100万美元。

- 安杰洛·莫齐洛，美国国家金融服务公司（Countrywide）的创始人和CEO，零投入获得次级贷款，当他的公司股价下降78%的时候，他却赚了5.5亿美元，从而使整个美国经济下滑。当薪酬顾问向董事会提出莫齐洛要求的薪酬计划太高时，莫齐洛用公司的钱另聘顾问。意料之中的事情，董事会同意了莫齐洛的提议。

- 雷曼公司（Lehman）的财务与风险管理委员会由一个80岁的人担任主席，在2006年和2007年每年只会见两次。公司的9位董事已退休并且其中一位已经在董事会任职了23年。有4位董事超过75岁。一位董事是女演员，一位董事是戏剧制作人，另一位董事是前海军上将。只有两位董事会成员在金融服务行业有直接经验。直到2008年，董事会中都没有人熟悉各种衍生工具，从而导致有着158年历史的公司倒闭。

- 在Indymac公司，CEO的薪酬与规模大几倍的公司CEO的薪酬一样多，包括26万美元加入乡村俱乐部的一次性入会费、缴纳税款的退还（12650美元）、资助计划（15000美元）以及其他津贴。当时，该公司造成了历史上第二大银行倒闭事件。

● 切萨皮克能源公司（Chesapeake Energy）的薪酬委员会在公司股价下降 60%、利润下降 50% 时，不仅支付 CEO 奥布里·麦克伦登 1 亿美元，增长了 500%，而且花费股东 460 万美元去赞助一支篮球队，其中麦克伦登拥有 19% 的股份；他们从餐厅购买餐饮服务，而麦克伦登恰恰是这个餐厅的半个主人；然后，基于一个顾问的估值，他们花费股东 1 210 万美元买下麦克伦登收集的古老地图，当时正是这个顾问建议麦克伦登收集古老地图。董事会为这些行为辩护说，麦克伦登因为要补充保证金而不得不卖掉价值 10 亿美元的股票、他完成了四个重要交易以及在办公室展示地图可以鼓舞员工士气。

● 苏格兰皇家银行（RBS）CEO 弗雷德·古德温说，他将考虑减少其 1 700 万英镑退休金（但直到本书出版还未这样做）。他的领导（包括对荷兰银行的灾难性收购）结束了，伴随而来的是，公司暂时解雇 2 700 人和资产账面价值减少 2 400 亿英镑，导致公司接受 200 亿英镑的紧急援助。董事会允许他将自己的离开描述为辞职而非公司终止其雇佣合同，从而使他的遣散费和退休金加倍。

● 世通公司 CEO 向他的董事会请求超过 4 亿美元的贷款。根据公开文件，贷款是用来偿还用他们公司股票抵押的债务，并且这些抵押贷款的收益被用于“非公开的经营目的”。董事会同意了。

● 霍林格国际公司（Hollinger）CEO 洛德·布莱克告知他的董事会，某收购是个错误并提出用 1 美元实行账外购买。董事会同意了。

● 琳达·瓦奇纳告诉她的董事会，她打算将公司的一部分拿来私营，而她本人则兼任两家公司的 CEO，并且分开付酬。董事会同意了。她后来提出将私有企业卖给上市公司，在盈利的同时也得到了投资银行业务费。沃纳科公司的董事会同意了。

● 有一个 CEO 给一个大机构投资者打电话说，她的公司与这个大机构投资者的母公司有过重大交易，而这个大机构投资者投票否决了她提议的公司合并。德意志资产管理公司（Deutsche Asset Management）改变了他们的投票。

下面是关于紧急援助的描述以及里根总统任用私募巨头戴维·斯托克曼担任预算主管后银行业的反应：

银行系统已经成为破坏国内生产总值和致使中产阶级贫困的代理人。无可否认，是疯狂的货币政策将它引入这个让人生厌的任务当中。在这个货币政策下，最近美联储在不到一年的时间内购买了 1.5 万亿美元国企和住房中介机构的较长期证券。这是前所未有的运用“印钞机”功能来进行市场操纵，它使银行持有的债权和其他证券价格大幅提升，允许它们从贸易和簿记收益中预支丰厚的收入。与此同时，通过将短期利率固定在接近于 0 的位置，美联储将它沉重的靴子踩在储户的脸上，因为它降低了银行的生产成本——储户资金的利息费用接近于 0。

由华尔街宣传的某一品种所导致的银行超陡峭的收益率曲线，成为金融的灵丹妙药。不久，它声称，收益率的大幅上升将修复银行的资产负债表，并将掩埋上次泡沫崩溃留下的有毒废物。但是，会吗？

为了给银行提供免费存款（事实上，零利息收益），美国的储蓄者每年损失 2 500 亿美元的利息收益。银行在收获了不应得的横财之后，很高兴地宣称它们具有偿债能力，忽略了账簿上的不良贷款。这种储备的罗宾汉式的再分配是不可持续

的，它需要廉价美元永远充斥于国际市场——下次泡沫和金融危机的后患。²

这里出了什么问题？这么多处于不同角色的人怎么会做出如此多的错误决定？公司治理是怎么由学术圈里晦涩的课题变成丑闻、新闻头条、诉讼和商学院课程资料的来源的？

2002年，一系列的公司倒闭、欺诈和其他灾难导致了股东数十亿美元的财富损失、数千个工作机会的丧失、很多高管的犯罪调查和破纪录的破产保护申请，公司治理的重要性变得格外显著。

美国历史上的12大破产案例仅2002年就有7个。像安然、泰科、阿德尔菲亚、世通和环球电讯这样的名字，让过去的大丑闻诸如全国学生营销（National Student Marketing）、股权融资和ZZZZ最佳（ZZZZ Best）黯然失色。它们如此引人注目的部分原因在于，有多少钱被卷入其中。全国学生营销六位数的欺诈用如今的标准来看似乎小得可怜。部分原因在于受害者众多，从那些已广为人知的人物像玛莎·斯图尔特和杰克·韦尔奇，到那些业务崩溃后变得众所周知的人，比如安然的肯尼思·莱和阿德尔菲亚的里加斯家族。部分原因在于惊人的傲慢——就像约翰·普伦德2003年在《越轨》（*Going off the Rail*）中所提到的：“泡沫和狂妄齐头并进。”接下来是令人难忘的细节，从在股东不知情的情况下为泰科的CEO丹尼斯·科兹洛夫斯基买下6000美元的浴帘，到用奢侈的学前教育准入来换取花旗集团针对美国电话电报公司的有利分析建议。

这些报道有影响的另一个原因是，它们是在市场下跌的背景下发生的，是从美国历史上持续时间最长、最强的牛市直线下降。20世纪90年代，在圣达特（Cendant）、李文特（Livient）、来德爱（Rite Aid）和废物管理（Waste Management）这些公司的账簿上，我们看到了数十亿美元不真实的夸大记录，但这些只是牛市中互联网公司推动下的轻微疯狂。那些日子让人如此陶醉和乐观，以至你根本不需要撒谎。诚实地公开你不知道何时会盈利也不会阻止投资者的大量涌入，他们已经准备好获得比苹果公司IPO那天更大的收益。在这种情形下，为什么要创造虚假收入呢？

然而，这些丑闻变成美国国内广泛报道的最重要原因在于，用来制衡的每一个机制均同时失效了。突然，每个人都对公司治理产生兴趣。这个词甚至在总统的国情演讲中首次提到。大量新的法案（如《萨班斯-奥克斯利法案》）由美国国会通过；就在制定法规并实施的过程中，证券交易委员会迎来了70年来最繁忙的规则制定时期。纽约证券交易所和纳斯达克提出新的上市标准，要求公司完善法人治理结构，否则不能进行证券交易。评级机构（像标准普尔和穆迪之前未能对破产企业做出预警）宣布在它们的未来分析中会加入治理因素。然而，六年后的情况更糟——通过了更多的法案，更多的规则制定工作正在进行，评级机构仍然承诺会做得更好。

公司治理现在和将来都会被恰当地理解为一个风险因素——投资者的风险，投资者的利益可能并不会受到无能的或腐败的管理人员和董事的保护；同时，公司治理也涉及员工、社区、贷款人、供应商、纳税人和顾客的风险。

就像人们总会富有想象力地、积极地运用新方法合法赚钱，也会有人用同样的才能非法赚钱，并且总会有人因为天真或贪婪而上当。诈骗者过去使用传真诱骗没经验的

人进入庞氏骗局（Ponzi schemes）和尼日利亚财富（Nigerian fortunes）。如今，他们使用电子邮件——或者，有时他们使用经审计的财务报告。

因为重大破产占据新闻头条从而导致《萨班斯-奥克斯利法案》出台的企业，是一万多家公开上市公司，并且绝大多数公司的管理人员、董事和审计人员是可敬的和勤勉的。然而，即使是在后萨班斯-奥克斯利时代，丑闻依然继续。尽管招股文件中对财务报告中的“重大缺陷”、等待调查和潜在的利益冲突做出不寻常的披露，瑞富公司（Refco）仍在2005年非常成功地完成了首次公开募股。短短几个月后，仅仅一个星期的时间，其股价就从29美元/股降到69美分/股，瑞富公司宣布破产。在2006年，上市公司中广泛存在的未公开的倒签股票期权现象并不是由监管机构或检察官揭露的，而是在学者进行的统计分析中发现的。随之而来的是次贷/太大而不能倒的混乱，政府紧急注入7000亿美元现金。在此期间，政府接管了大部分汽车行业的企业，它们曾是美国的商业先锋，似乎人们不再注意它们。

如果牛市上升的浪潮可以抬高所有的船只，那么当潮水退去时，有些船只将落在岩石之上。这就像市场在无情地执行分类整理工作。由于牛市中市场的整体振作，一些公司（以及它们的管理人员和股东）坐享其成。如果董事和管理人员是聪明的，他们会知道发生了什么事，并利用资金使用权为下一步提供帮助。如果他们不那么聪明，就会认为成功是理所当然的。如果他们非常愚蠢，就会认为这种情形将永远持续下去——并继续创造更多的基于日益脆弱的次级抵押贷款的衍生证券。

能将聪明和愚蠢的选择区分开的一个因素是公司治理。公司治理无关结构、清单和最优方法。它是指实质和结果，公司治理应被看作风险管理中的标志性元素。本质上，公司治理是指一种结构：（1）确保发现问题所在；（2）通过权衡来确保采取什么措施最有利于长期、可持续、可再生价值的创造。当结构遭到破坏时，它会变得更容易屈服于诱惑而从事假公济私的行为。

本书是关于上述诱惑的风险管理。公司治理是用来解决资本主义核心难题和代理成本问题的机制。这个问题让那些自由市场的伟大倡导者相信，公司结构是失灵的。亚当·斯密曾表示：“同行业的人很少聚在一起，若聚在一起，他们的谈话通常以针对公众的阴谋或者转为提高价格而结束。”

公司治理是我们回答下述问题的方法：

- 如何使管理者就像为自己挣钱一样，致力于创造长期的股东价值？
- 用何种方式来管理公司的价值创造，而这种方式能够最大限度地降低其成本对整个社会的外部性？

良好的公司治理需要一套复杂的制衡系统。有人可能会说，这需要一个村庄的人才能使其正常运行。在过去十年中，我们已经看到倒闭、疏忽以及委托人和代理人各种腐败的全面侵袭：管理人员、董事、股东、证券分析师、律师、会计师、薪酬顾问、投资银行家、记者和政客。本书将使用好的、坏的和非常非常丑陋的案例，并恰当地参考理论基础和现实生活案例，再结合改革方案和未来发展方向的一些想法以及全球趋同的治理标准的前景，用以探讨公司治理的理论和实践。

我们的重点将放在公司治理制衡机制的三个关键角色上：管理层、董事和股东。下面引用1999年美国最成功的CEO之一在关于伦理和公司董事会的会议演讲中提到的董

事会角色的一些想法作为开始：

一个强有力的、独立的和精明的董事会能对任何公司的表现产生显著影响……我们的公司治理准则强调“良好的品质、探索和精神、实践的智慧和慎重的判断”。我们将“品质”放在首位绝非偶然。就像任何成功的公司，我们必须有这样的董事，他们以什么是正确的作为开始，没有隐藏的动机，并且力争做出对公司最好的判断，而非对自己或其他支持者最好……

首先，我们期待重视原则的领导，包括重视原则的董事。其次，我们期待的是独立和探索的精神。我们一直在思考公司的业务以及应该尝试着做什么……我们希望董事会成员的积极参与可以改善决策的质量。

最后，我们想要拥有慎重判断的人——对自己所说和所决定的事情能够做到周到与严谨。他们的想法和行动可以得到董事及管理层的尊重及认真聆听，他们也能成为 CEO 和其他高管可信赖的顾问……本公司董事会的责任——我期望他们能够履行的一个责任——是确保公司和公司的每一个人都合法与道德的行为。这一要求并非偶然。这是我们对董事会成员的期待中最重要的事情……

CEO 从董事会中理应得到好的意见和建议，这两者都会使公司更强大、更成功——对符合公司和股东利益的投资及决策的支持；当投资和决策对公司及股东不利时的警告。

已故的肯尼思·莱，安然当时的 CEO 发表了题为《CEO 理应从董事会中得到什么》的演讲。该公司的道德准则同样令人印象深刻。在最佳公司治理实践方面，该公司几乎从每个人那里都得到了很高的评价。

该公司的董事会成员表面看起来很好：斯坦福商学院的前院长是其审计委员会的主席；另一位董事曾是英国国会上议院和下议院的成员以及能源部长；另外，董事会也包括中国香港最杰出的商业领袖之一，海湾与西方工业公司（Gulf and Western）的共同创始人及前董事长；两个美国大公司的在任 CEO；商品期货公司（Commodities Future Corporation）的前负责人，这是一位亚洲女性，拥有经济学博士学位，嫁给了著名的共和党国会议员；还有一个前经济学教授和一个通用电气公司电气业务部的前全球负责人；一个拥有数学博士学位的投资基金的高级行政官；休斯敦天然气公司的前董事长；M. D. 安德森（M. D. Anderson）的前负责人；一个主营能源和石油的企业的前负责人；财政部的前副书记，他是拥有博士学位的经济学家。

这表明，当你考虑公司治理面临的挑战时，最重要的一点是：字面意义上的良好公司治理是很容易实现的，但它无法触及公司治理的精神和实质。虽然满足结构指标清单是很有诱惑力的，但没有任何证据证明，这些直观、吸引人的条款，像独立外部董事（而非那些商业或社会关系可能引起利益冲突的人）或每年的董事选举（而非交错任期），与股东价值的创造或假公济私的预防有任何关系。

因此，本书强调，公司治理是关于确保发现问题所在和权力制衡的到位，而不是关于一些表面的或理论的建构。商学院的其他论题——分析、战略、财务、营销——都是在是否能够解决代理成本和风险管理问题的框架下制定及执行。战略计划由董事会监督，

他们或许拥有或许不拥有制定正确决策的专业知识、信息和权威。每一个激励计划或许能或许不能将薪酬与业绩联系起来。能和不能之间的区别在于公司治理。

证券交易委员会当时的主席威廉·唐纳森（William Donaldson）2003年在华盛顿经济政策会议中讲到这一点：

对于良好的公司治理，“复选框”（check the box）方法并不会激发真正意义上的道德责任感。它只能产生一系列的抑制作用，“政治上正确”使然。如果是这样，最终公司不会力争达到更高的标准，它们只会在与完成授权过程相关的新成本下努力，而这个进程只能产生很小的预期效果。它们将失去制定创新决策的自由，而这恰恰是道德良好的企业文化所需要的。

当董事会正确行使其权利，代表所有权利益时，我建议，董事会成员制定的道德文化要将公司的各个方面都包含在内。他们表达的哲学观（philosophy）不仅要与董事会对于首席执行官的选择有关，还要与精神及公司自身最根本的东西相关——从上到下和从下到上。只有在董事会满足了界定公司文化和道德这个基本义务后，董事会才能继续制定它们关于文化实施的决策。

注释

1. W. W. Norton & Co. , 2010, pp. 256 (emphasis added).

2. David Stockman, “Taxing Wall Street Down to Size,” *New York Times*, January 19, 2010.

对于本书主题词索引，请读者登录 www.crup.com.cn，在搜索本书后下载。