

国家自然科学基金项目·管理科学与工程系列丛书

公司治理优化研究

——基于自主性治理与投资者关系管理的视角

马连福 著



科学出版社

国家自然科学基金项目·管理科学与工程系列丛书

公司治理优化研究

——基于自主性治理与投资者关系管理的视角

马连福 著

科学出版社

北京

内 容 简 介

近年来,公司治理已成为全球理论界和实务界持续关注的热门话题,而如何结合公司内外部环境,优化公司治理机制成为其中的研究焦点。在中国,国有企业实行混合所有制的改革序幕已经拉开,但公司治理的“形似神不至”和“强管理、弱治理”的状况依然没有得到根本改变。因此,在公司法、证券法等法律的改革基础上,如何进一步探索公司治理的优化路径,寻求良好的公司治理,就成为未来公司竞争优势获取的决定性因素。本书在评述国内外公司治理相关研究的基础上,以信息经济学为基础,以公司治理演进逻辑为起点,揭示了从强制性治理到自主性治理的优化机理,并以自主性治理为视角,对投资者关系管理的价值创造、公司价值营销策略以及效果评价等展开了深入的理论研究,从而进一步丰富了公司治理的相关理论。

本书不仅适合于公司治理领域的理论研究者,而且对从事公司治理的实践者有重要的借鉴价值。

图书在版编目(CIP)数据

公司治理优化研究:基于自主性治理与投资者关系管理的视角 / 马连福著. —北京:科学出版社, 2016.8

ISBN 978-7-03-049650-8

I. ①公… II. ①马… III. ①公司—企业管理—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第201425号

责任编辑:徐倩 / 责任校对:李影
责任印制:徐晓晨 / 封面设计:蓝正设计

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京教图印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2016年8月第一版 开本:720×1000 B5

2016年8月第一次印刷 印张:12

字数:232000

定价:70.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

作者简介



马连福，南开大学商学院教授、博士生导师，教育部人文社科重点研究基地——中国公司治理研究院副院长，投资者关系管理研究中心主任。出版《公司治理内部机制研究》等多部学术专著，在《管理世界》等国内外期刊发表 40 余篇公司治理领域的学术论文，主持完成 20 余项国家自然科学基金、国务院国有资产监督管理委员会、上海证券交易所、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会、宝钢股份等公司治理研究项目。

前 言

2015年8月，一则新闻报道让人惊讶不已，美国伯克希尔·哈萨韦（Berkshire Hathaway）公司股价高达20万美元一股，要知道每股是20万美元！而1965年沃伦·巴菲特先生刚接管公司时，该公司的股票价格为每股22美元，现在翻了近1万倍。我们不禁要问，巴菲特是如何做到的呢？在看到一张类似著名歌星演唱会的场景图片后，答案也许不解自明。该场景图片是一年一度的哈萨韦公司的股东大会，出席人数高达5万人，地点是美国内布拉斯加州的一个小城——奥马哈，而不是大名鼎鼎的金融中心华尔街。为什么巴菲特的公司能吸引如此众多的投资者参加股东大会？股东大会参会人数与公司股价有什么关系？巴菲特每年都要亲笔撰写《致股东一封信》，其信中提到一条黄金规则“你做任何事情的时候，应该感觉到似乎你所在的公司只有一个所有者，尽管这个所有者并不在公司，但你必须对他负责，并尽你所能，用各种适当的方法推动他的长远利益发展”，这也许是吸引股东积极参加股东大会并致使许多投资者计划终身成为哈萨韦公司股东的真谛所在，即投资者是上帝。反观国内上市公司是如何对待中小股东的？股价又是如何表现的？仅从每年出席股东大会的人寥寥无几来看（当然符合监管要求），投资者是上帝的理念并未真正树立，有效吸引投资者的办法还相当缺乏，公司股价与企业业绩之间还没有太强的关联，最终受到伤害的还是广大的中小股东。因此在中国，中小投资者利益保护的任务依然艰巨。

另外，中国经济新常态的呈现及资本市场的快速发展对企业提出了新的要求。一是企业要做大做强就必须在产品市场和资本市场上同时驱动，而树立“两个上帝”（顾客和投资者）观念是前提。二是随着多层次资本市场的发展和注册制的推进，资本竞争越来越激烈，吸引资本的公司治理制度创新成为构筑企业竞争优势的制度保障。三是在混合所有制经济推进过程中充分发挥公司固有力量成为决定性因素，而公司治理优化也成为今后研究的重要课题。

鉴于公司治理面临的现实问题和研究团队多年来的相关研究成果，出版本书对公司治理理论与实践有一定的指导作用。本书是团队多年来共同研究成果的凝练，其中赵颖博士、陈德球博士、高丽博士、胡艳博士、高楠博士、刘华博士、张春庆博士、卞娜博士、沈小秀博士等做了大量的资料整理工作。在本书付梓之际，对他们表示衷心的感谢。本书从酝酿到最终完成历经多年，经多届博士研究

生观点争辩与思想传承。尽管如此，本书属于探索性研究，以期抛砖引玉，敬请读者批评指正。

本研究受国家自然科学基金项目：“基于投资者关系管理的公司治理优化研究”（项目号：70872050，结项成果为优秀）、国家自然科学基金项目“董事会非正式沟通对决策质量的影响研究”（项目号：71372093）、国家自然科学基金重点项目“我国集团企业跨国治理与评价研究”（项目号：71132001）以及南开大学商学院学科建设计划等项目的资助，特此致谢。

马连福

2015年12月于南开园

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 从金融危机的蔓延来看公司治理.....	1
1.2 从中国的实践来看公司治理.....	4
1.3 从企业成长的需求来看公司治理.....	7
1.4 从投资者关系管理的发展来看公司治理.....	10
1.5 本书的研究视角与主要内容.....	18
1.6 本章小结.....	22
第 2 章 强制性治理到自主性治理的演进逻辑	24
2.1 公司治理优化的制度基础.....	24
2.2 强制性治理与自主性治理.....	29
2.3 自主性治理的基本效应.....	33
2.4 本章小结.....	36
第 3 章 自主性治理与投资者关系管理	38
3.1 自主性治理与投资者保护.....	38
3.2 自主性治理与投资者知情权.....	41
3.3 自主性治理与信息互动沟通.....	43
3.4 自主性治理的优化机制：投资者关系管理.....	48
3.5 本章小结.....	57
第 4 章 投资者关系管理与公司价值创造	58
4.1 自主性治理与公司价值.....	58
4.2 投资者关系管理的价值创造效应.....	63
4.3 投资者关系管理的战略价值.....	66
4.4 投资者关系管理对公司价值创造的作用路径.....	69
4.5 本章小结.....	73
第 5 章 投资者行为与投资者关系管理	75
5.1 投资者行为理论发展与投资者关系管理.....	75
5.2 投资者行为影响因素与投资者关系管理.....	83
5.3 投资者关系管理对投资者行为的引导.....	92

5.4 本章小结	94
第6章 投资者关系管理与公司营销	96
6.1 营销模式的演进与公司营销的出现	96
6.2 公司营销的两种模式：保护型模式和妥协型模式	102
6.3 投资者关系管理为核心的公司营销	104
6.4 本章小结	112
第7章 投资者关系管理评价与分析	113
7.1 国内外投资者关系管理指标评价状况	113
7.2 互动沟通评价指标的设置	118
7.3 主板上市公司 IRII ^{NK} 总体状况分析	122
7.4 主板上市公司分指标评价	133
7.5 中小企业板上市公司 IRII ^{NK} 总体状况评价	156
7.6 创业板上市公司 IRII ^{NK} 总体状况评价	164
7.7 本章小结	171
参考文献	172

第1章 导 论

公司治理作为一项制度在保护投资者利益和创造公司价值方面所发挥的作用，已经在理论界和实践界达成共识，但是如同任何制度都不完美一样，公司治理制度也不是静态的、线性的，而是伴随着外部环境变化和企业内部成长的需要，在不断地自我优化，呈螺旋状上升。企业发展需要良好的公司治理，那么良好的公司治理就是在追求股东价值的过程中确保决策的制定和实施，这就需要调和两种行为，即保护股东免受不利风险（公司的责任）以及鼓励经理人承担风险以增加股东价值（即鼓励经理人践行企业家精神），前者是以信息披露促治理，后者是以价值创造促治理。因此，良好的公司治理需要不断优化，公司治理优化又是“信息披露促治理，价值创造促治理”的“双促”过程。

1.1 从金融危机的蔓延来看公司治理

公司是由多个契约关系组成的经济组织，而作为顶层制度安排的公司治理，对企业的经营效率，尤其是对相关各方利益的保护具有重要影响，并进而影响到企业的融资成本乃至国家的竞争力。随着经济全球化程度不断加剧和市场无国界化的形成，为了提高本国经济的国际竞争力，许多国家纷纷推动公司层面的改革，以完善其公司治理机制，提高企业效率。由此衍生了 20 世纪 80 年代以来旷日持久的世界性的公司治理善治运动，其中以英美治理模式和德日治理模式孰优孰劣的讨论最具代表性。当讨论结论开始倾向于富有创新机制的英美治理模式时，2001 年的美国安然公司和世界通讯公司的丑闻，以及 2008 年的次贷危机、雷曼公司的倒闭、“两房”和美国国际集团（American International Group, AIG）被美国政府接管等一系列问题的爆发，再次提醒我们，对公司治理模式优劣的判断是比较困难的，世界上不会也不可能存在一个标准的可被模仿的公司治理模式。如果无条件模仿某种治理模式，很可能导致该治理模式不能根据不断变化的环境进行调整

和创新,甚至失去制度创新的竞争优势,即“学我则生,似我则死”。但这不会影响公司治理的重要性,因为公司治理问题不仅是决定企业生死存亡的关键性因素,更是关系到全球经济金融稳定与发展的核心要素。这正如世界银行前主席 James D. Woifensohn 所说:“正确的公司治理就像正确的国家治理一样,对世界经济至关重要。”公司治理模式虽然不能模仿,但也不能僵化,否则会带来极大的风险。这可能更加彰显了公司治理的复杂性和重要性。

1.1.1 金融危机中的公司治理:未能与时俱进

2008年,由美国次贷危机演化而成的国际金融危机导致了全球经济的衰退,在这场危机背后,深层次的原因是金融机构治理风险的引爆、释放,缺乏治理保障的金融创新,最终导致了空前的灾难。Erkens 等(2009)基于2007~2008年发生信贷危机的306家全球金融公司的样本数据,研究了金融危机中公司治理的角色,他们认为,较强的公司治理能够在危机期间约束经理人的行为,并且越来越多的独立董事和较大的机构投资者持股能够降低事前的违约风险。也就是说,公司治理机制在风险承担方面发挥着主要的监督角色。Kashyap 等(2008)认为,金融机构的失败归因于公司治理的失败,如松散的董事会监督机制和多疵的高管薪酬实践引致公司承担更高的风险。并且公司治理的改革更多地被用来保持全球金融制度的稳定,如监管部门要求核查金融危机中的董事会角色,要求高管薪酬政策透明化。

此次金融危机暴露了企业风险管理的漏洞,以美国大型投资银行为代表的许多金融机构漠视风险控制,追求短期利益,缺乏制衡机制,经营者欺骗股东和社会公众,不仅给企业,也给股东带来巨大的经济损失。在此次危机中,暴露的更多问题不是金融创新过度,而是与创新匹配的公司治理的僵化,不能有效地发挥制衡监督作用,不能适应现代金融服务需求对风险控制的要求。像雷曼兄弟等大型企业虽然有自己独特的品牌和企业文化,但在具备这些独特的竞争优势的同时,容易故步自封,特别是在公司治理上不能与时俱进,缺乏自主创新的机制。例如,雷曼兄弟公司的10名董事中,有4名年逾75岁;且董事会成员任期过长,开会频率不足。然而,在这次金融危机中,苏黎世保险受到的影响不大,其董事会独立决策的公司治理创新机制成为苏黎世保险未受“海啸”冲击的重要原因^①。

如何发挥公司的主动性,形成与金融创新相匹配的公司治理创新机制,构建

^① 苏黎世保险所代表的瑞士公司治理结构的最大特点就是董事会成员与管理层完全分开,没有任何交叉。董事会成员在决策前与管理层成员充分沟通,但独立决策。其董事会认为金融衍生品风险太大,决策不参与相关业务,躲过了灾难。

和维护市场信心和公信力，保护投资者权益，切实防范金融机构治理风险，将成为金融机构的必然选择。

1.1.2 公司治理优化路径：强制性向自主性演进

20世纪90年代以来，经济的全球化，尤其是资本流动的全球化，使公司治理成为企业得以生存发展的关键因素和全球理论界研究的热点课题。麦肯锡公司于1999年至2000年对来自欧美的投资者进行了三次调查，发现投资者对治理结构好的公司愿意支付27%的溢价。公司治理是公司潜在价值的源泉，投资者愿意为治理质量良好的公司支付更高价格的原因在于，公司治理对公司价值起着决定性的作用（李维安，2005）。为了提高公司治理质量，世界各国在投资者保护、加强市场监管等方面逐渐达成共识，即从法律制度层面积极践行公司治理改革。英国1997年发表的《卡德伯利报告》（*Cadbury report*）标志着英国公司治理政策开始不断演变，随后又出台了《哈姆佩尔报告》（*Hampel report*）等一系列的报告，这些报告体现了从重视委托责任的狭义定义向更均衡的方法的转变，即认可公司治理制度需要创建结构和激励允许企业创业和不断繁荣。美国安然丑闻以及网络公司、电信公司和能源公司的股价泡沫的相继崩溃，也引发了人们不得不对现有强制性法律框架下的公司治理优化进行反思：为什么在监管较为完善的国家还存在着治理丑闻？强制性的法律是否能够持续地优化公司治理质量？近期的一些研究也表明，即使2002年的《萨班斯-奥克斯利法案》等相关法律制度所强制实施的公司治理改革也不能充分优化公司治理。也就是说，它仅仅满足监管的要求，并不能预防公司财务欺诈，因为没有什么是监管规则可以约束人类的所有相互行为，人们必须认识到合作是其共同利益。因此，在公司法、证券法等法律的改革基础上，如何进一步探索公司治理的优化路径，寻求良好的公司治理，就成为国际上公司治理理论界和实务界近期关注的重点研究课题。

公司治理机制对公司的获利性和增长性、获取资本的能力及公司价值具有重要影响。在全球化的经济背景下，公司为了提高市场竞争力，需要对公司治理进行创新和优化。在现有的公司治理优化路径研究中，大多数学者主要将法律、政治和市场流动性等外部原因作为分析依据，这种不注重内生变量的分析难以解释公司治理优化的逻辑脉络。实际上，公司治理优化的研究首先是企业当事人的博弈均衡，是企业的内生机制，目标是实现价值最大化；其次是企业在权衡成本-收益之后的公司治理的自我优化行为。公司治理优化必须基于既定条件下公司治理成本最小化或者公司价值最大化的实现。外在法律的强制性监管要求仅仅满足了证券市场上“公平”的需求，不能满足投资者对证券市场上“效率”的需求，

也无法实现公司对潜在利润的获取。虽然来自外部的监管对公司治理的优化不可缺少,但外部监管不能替代公司治理,甚至过于苛刻的监管还会使公司更有可能“复制散发”其治理结构和实务,可能会造成公司仅仅为了避免因不遵守制度而遭受制裁,便采用一种次优治理架构(即公司治理结构“有形无神”),从而抑制公司治理的创新。公司治理源于内部成长的需要,外部监管只是内生性公司治理的外延或辅助,是以“信息披露促治理”,而内生性公司自主性治理机制更多的是要求公司在满足法律监管要求的基础上,积极地发挥自身主动性,优化公司治理结构,实现从“公平”向“效率”演进,是以“价值创造促治理”。

综上所述,就公司治理优化路径而言,首先是外部法律上的强制规范,即“合规”,公司的各个层面都必须遵守,这是公司的法定义务,也是公司治理的底线;其次是公司治理需要在“合规”基础上着眼于业绩的改进,而不仅仅是被动地应付监管部门推动的规范标准,股东、董事和经理人都发挥自身能动性的空间,也更多地需要公司自主性的治理创新,使公司治理创新成为公司发展和走向卓越的一股重要驱动力。良好的公司治理既能保证对管理层的控制和向股东说明责任,也能促进企业发展那些能提高公司业绩的设计、机制和架构的组合。据此可以判断,公司治理自主优化与创新将是未来公司获取竞争优势的决定性因素。

1.2 从中国的实践来看公司治理

中国上市公司历经 20 余年的发展,公司治理结构与治理机制逐步建立起来。但从中国经济发展的要求来看,无论是外部监管,还是内部创新,公司治理质量都不尽如人意。理论界以及实务界迫切需要了解何种治理模式更适合中国上市公司治理环境,如何在既定的治理环境下鼓励上市公司建立适合自身发展的治理机制,充分发挥公司主动的治理创造性,优化治理结构,保护投资者权益,提高公司资本市场上可持续发展的硬实力。

1.2.1 中国上市公司治理现状:自主性治理不足

中国经济的高速发展和企业制度创新的不断深化,给公司治理的研究提供了丰富的素材和广泛的空间。尤其是进入 21 世纪以来,在资本流动国际化、外国投资者增加和投资者意识增强等多重叠加因素作用下,企业间竞争日趋激烈,致使原有公司治理制度均衡逐渐被打破,迎来的将是源自市场压力和公司内部需求的

自主性“创新”时代。然而与对国家层面法律制度公司治理改革的研究方兴未艾相对照，对公司层面治理创新的研究并未引起国内理论界和实务界的重视，甚至出现“强监管、弱治理”（政府监管部门始终扮演着公司治理改革主导者的角色，甚至把自愿遵守的公司治理准则变成了强制性治理）和“强管理、弱治理”（公司治理创新落后于管理创新）的局面。

2007年中国证券监督管理委员会（简称中国证监会）一项重大举措就是开展上市公司治理自查活动。根据《关于开展加强上市公司治理专项活动有关事项的通知》的要求，上海证券交易所和深圳证券交易所各上市公司对公司治理结构状况展开深入的专项调查工作，日益关注公司治理创新的实践活动。中国社会科学院公司治理研究中心对上市公司治理变化的追踪性研究发现，随着时间的推移，上市公司治理水平出现了分化的趋势。在2007年市值最大的100家公司中，综合治理评分竟然有30分的差距。这充分表明经过多年的监管努力、法规完善和学习理解之后，市场力量和企业自主性的力量开始在提升中国的公司治理水平上发挥作用了。

2007年之后，中国政府及相关监督部门连续出台了多项监管措施，加强中国上市公司治理力度，并取得一定的成效，但公司治理创新活动不足也较为明显。南开大学中国公司治理研究院课题组通过中国公司治理指数（China corporate governance index, CCGI^{NK}）对2004~2014年连续10个年度的公司治理评价样本数据的比较和分析发现：中国上市公司整体治理水平呈现逐年提高的趋势。一方面，监管机构强化上市公司的治理质量，加强监管的力度，促使上市公司完善治理结构；另一方面，投资者对上市公司的治理状况有了更高的要求，促使上市公司改进自身的公司治理状况。但整体而言，公司治理状况在不同上市公司之间的发展并不均衡，样本上市公司的治理指数处于较低水平。例如，董事会治理水平发展不均衡，“天花板”现象趋于严重；董事会专业委员会建设以及董事的激励约束等方面还有诸多问题需要进一步改善；从公司治理的其他方面看，上市公司控股股东行为不规范，经理层整体治理状况偏差，利益相关者治理机制仍然处在薄弱阶段。例如，在中国上市公司中是否引进独立董事的讨论中，最终的结果是独立董事能够发挥积极作用，而且在《中华人民共和国公司法》（简称《公司法》）中明确规定“公司设置独立董事”。中国证监会出台的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》规定，在2003年6月30日前，上市公司董事会成员中应当至少包括1/3独立董事。以此为标准，少数公司因独立董事超过一半而荣获“最佳董事会”的称号，这确实是可喜可贺之事，但我们也应当看到这与美国规定的上市公司独立董事应超过2/3的标准相差甚远。既然理论上普遍认为独立董事能够发挥积极的作用（美国又成为我们的学习标杆），那么在实践中，为什么中国上市公司独立董事的规模仅仅达到1/3就合规，而很少突破一半呢？

2015年的“股灾”，即短期内股市异常波动集中表现为暴涨和暴跌。究其原因，一方面，从制度上看，股市异常波动反映了资本市场基本制度和监管制度的缺陷，彰显了外部监管为主的强制性治理的弱势。另一方面，股市上缺少有效的现金分红机制，导致了投资者过度的投机行为，以及上市公司治理和行为规范不完善，造成了市场交易行为的扭曲，暴露了公司内部治理机制的缺乏。2016年年初中国证监会出台的熔断机制的“夭折”，再次增加了广大股东对监管政策不稳定的担忧。因此，保护中小投资者的合法权益和提高投资者未来的收益等成为中国资本市场健康发展的突出问题。

随着资本市场的发展和混合所有制经济的推进，未来中国公司治理更应该要在“合规”的基础上结合公司自身实际情况，不断摸索最适合公司自己的治理机制，积极探索“法不禁止即可为”的治理创新途径，从根本上治理“天花板”问题。同时我们也看到，中国上市公司中已经出现一些优秀的公司，它们根据自身的特点开始制定自己的公司治理原则，在“合规”的基础上，实践“一企一治”，构筑公司治理竞争优势。例如，宝钢股份董事会中有多名境外独立董事，保障了董事会的独立性。华为公司实行CEO（chief executive officer，即首席执行官）轮值制，提高了管理层的执行效率。2016年伊始，当万科处于控制权之争时，人们不禁想到了阿里巴巴公司合伙人制度，它利用美国证券市场同股不同权的制度，确保了创始人的战略构想。

1.2.2 资本市场注册制度的到来：加速公司治理的变革

股票发行制度主要有三种，即审批制、核准制和注册制。伴随着市场经济的发展，审批制已逐渐退出历史舞台，注册制成为一种普适性制度。发达国家（如美国、日本等）实行首次公开募股（initial public offerings, IPO）注册制度已有100多年的历史，注册制是指证券发行申请人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开，送交主管机构审查，主管机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度，其基本特点是以信息披露为中心。目前中国股票发行制度为核准制，即股票发行不仅要公司以真实状况的充分公开为条件，而且必须符合证券管理机构制定的若干适于发行的实质条件。

随着中国证券发行市场的逐步公平公正，政府监管更加有效，经济活动更加自由。2012年3月中国证监会对外发布的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》明确指出：“要进一步推进以信息披露为中心的发行制度建设，逐步淡化监管机构对拟上市公司盈利能力的判断，修改完善相关规则，改进发行条件和信息披露要求，落实发行人、各中介机构独立的主体责任，全过程、多角度提升

信息披露质量。”2013年11月的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，要推进股票发行注册制改革；随后，中国证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，再次强调，改革新股的市场化发行机制和强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务，是推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤。2015年12月，国务院提出在两年内实行股票公开发行注册制。注册制与IPO核准制度相比，注册制度下的政府干预更少，投资者的投资决策更加慎重，上市公司的信息披露水平更高。中国现行的法律制度框架下强制性的治理机制尤其是财务信息披露机制无法满足投资者对公司信息的需求，这使中国基于外部监管为主的公司治理开始向自主性治理机制转变。

1.3 从企业成长的需求来看公司治理

纵观全球经济强国的背后，基本上拥有一批强大的企业，如2014年世界100强企业，美国有31家，中国有16家。进入世界100强的企业具有如下特性：都是上市公司，还有许多是多地上市公司；在产品市场和资本市场两个市场上共同发展；基本上都是跨国经营。但是在这些共同特征之下，更能显示出企业自身的独特性的，还是在公司治理创新上实行“一企一治”。

1.3.1 企业成长中孕育着公司治理

从企业组织的演变来看，由业主制企业到合伙制企业，再到公司制企业。公司制企业是企业组织的高级形态，也是人类文明进步的重要体现。美国经济学家德隆的研究表明：人类97%的财富，是在过去250年，也就是在人类历史的0.01%的时间里创造的，而带来这250年财富迅速增长的机制，正是公司的力量。哥伦比亚大学校长尼古拉斯·巴特勒直截了当地宣称：“公司是近代最伟大的发明。少了它，就是蒸汽机和电力的重要性也会降低。”近代以来，不能充分发挥公司优势的国家或社会都逐渐衰落，只有借助公司推动市场经济的生产力，解放个人的创造力，国家才能登上世界舞台的中心。

在企业成长中，公司治理问题也会相伴而生，或者说没有公司，也就谈不上治理。股权结构不同的企业其治理问题及治理机制设计也不同。例如，在股权结构高度分散的公司中，治理问题主要体现为股东与经理人之间的委托代理问题，治理机制设计的重点是如何保护股东的利益；而在股权高度集中的公司中，治理

问题主要表现为大股东与中小股东之间的“隧道效应”问题^①，治理机制设计的中心是如何防止大股东侵害中小股东的利益，而这种对中小股东利益保护的主要措施是来之于法律的强制性要求，因为中小股东的投票权往往是无效的。某一企业 在企业寿命周期的不同阶段，其面临的公司治理问题不一样，这是因为存在着公司治理生命周期（图 1-1）。

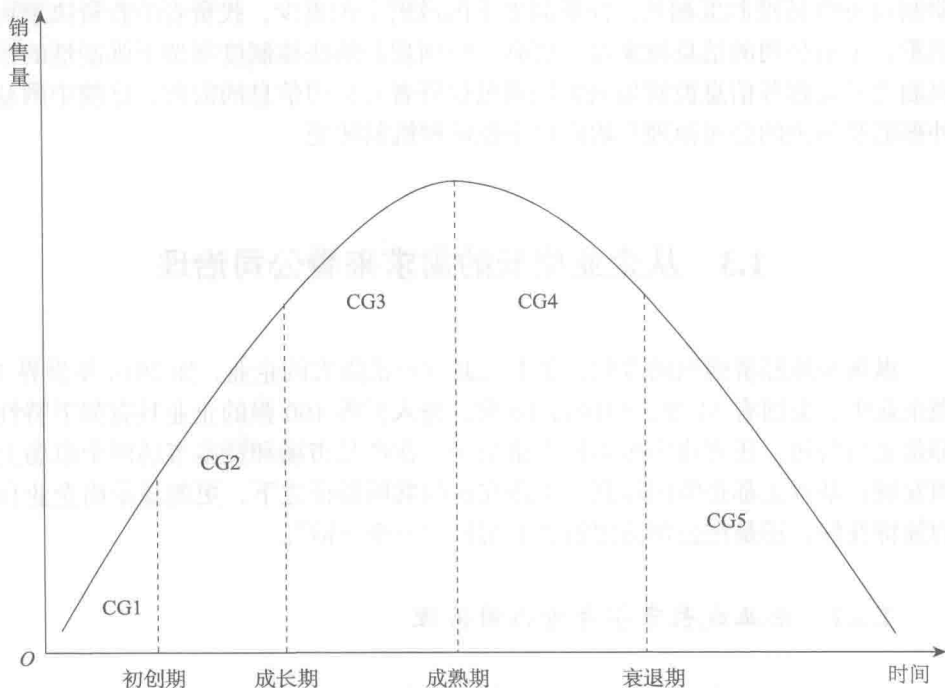


图 1-1 公司治理生命周期

例如，成熟期的董事会具备如下特征：规模较大而且更加多元化；内部董事较少；较低的行业偏好；CEO 与董事的年龄相当；董事会的会议频率较成长期较多等。在资本市场不发达的新兴市场国家中，公司治理更多的是依赖于外部的监督；在资本市场发达的市场化国家中，公司治理更多的是依赖于企业自主性的创新，主要体现在公司章程之中。

2012 年，胶片时代曾经的全球领军者柯达公司申请破产的消息引起了人们关于企业世界末日的讨论。柯达，这个曾经在胶片时代占据全球绝对主导地位的龙头和拥有 130 年历史的“黄色巨人”，在数码相机的发展洪流中陡然跌落。自 1997

^① 张维迎认为经济学家不太关心大股东怎样约束经理人，较为关心大股东可能会剥削小股东，这是一个很大的挑战。

年后，公司再无盈利记录。而柯达提交的破产重组申请文件显示，其2012年资产为51亿美元，但债务高达68亿美元，已经资不抵债。柯达的没落源自其对数字时代快速崛起的漠然，这是其偏执发展战略的必然结果。对自身技术创新的痴迷，葬送了柯达将技术优势转化成市场优势的机遇。但这些因素背后深层次的原因或许是柯达公司治理创新的僵化。

1.3.2 公司治理质量决定企业的未来

在公司治理研究领域，论述企业业绩和公司治理之间因果关系的研究成果颇丰，却仍有不一致的研究结论。有些实证研究结果显示二者之间有关系，即公司治理好，企业业绩也一定好；但也有部分研究结果显示二者之间相关性不强。究其原因，企业业绩要用财务指标来衡量，而公司治理是非财务指标。从理论上讲，非财务指标是财务指标的先行指标。公司治理在短期内不一定决定企业的业绩，但从长期来看，公司治理不完善的企业，未来业绩可持续性一定不好，而且存在着巨大的经营风险（股东处于一种不完全的契约状态）。因此，对投资者而言，公司治理是其进行投资判断的晴雨表或重要指标。国际著名咨询公司麦肯锡指出：80%的投资者在决定未来投资决策时，公司治理结构与财务指标同等重要。因此，完善的公司治理机制是企业可持续发展的制度保障。南开大学中国公司治理研究院从股东治理、董事会治理、监事会治理、经理层治理、信息披露治理和社会责任治理六个维度构筑了南开大学公司治理指数，这成为衡量公司治理水平的晴雨表，也是投资者进行投资决策的重要依据。上海证券交易所推出的180指数和深圳证券交易所推出的央视财经50指数（公司治理分指标）等也成为投资者进行投资决策的重要参考指标。从优秀企业披露信息构成来看，公司治理方面的内容，即公司治理信息披露越来越多，自愿信息披露的行为较为明显，通过差异性披露策略在资本市场中逐渐形成竞争优势。

如果说公司财务指标解释了企业过去和现在的运行状况，那么公司治理质量则可以透视公司的未来价值，这也是投资者投资公司的初衷。这也正如麦肯锡公司所言，投资者愿意为良好的公司治理支付溢价，如11%的溢价可以为公司带来10亿美元的收入。当然，里昂证券和亚洲公司治理协会的研究表明，公司治理的积极作用需要3~5年才可以显现出来，而不是短期就能见效。