

学者书屋系列

跨国经营企业与 公司治理分析

李晓娣◎著



哈尔滨工程大学出版社
Harbin Engineering University Press

学者书屋系列

**跨国经营企业公司
治理分析与评价**

李晓娣 著

哈尔滨工程大学出版社

内 容 简 介

本书共分为八章。第一章介绍了本书研究的背景及意义、公司治理的国内外研究现状及动态、本书研究的思路方法和创新之处;第二章对跨国经营企业理论、公司治理理论及其研究的理论框架和公司治理评价体系等几个方面进行了相关理论的研究综述;第三章在对国际公司治理模式进行分析和比较的基础上,运用对比法和博弈分析法对三种公司治理模式进行了研究,并对国际公司治理模式趋同化进行了分析;第四章对跨国经营企业公司治理结构利益相关者进行了分析,主要分析了跨国经营企业外部利益相关者和内部利益相关者;第五章分析了母公司对子公司控制权、子公司内部治理机制、母子公司之间的管理控制与自我交易,并在对跨国经营企业母子公司治理结构博弈机理分析的基础上,对母子公司治理结构以及子公司协同治理进行了分析;第六章首先介绍了跨国经营企业公司治理结构评价的目的、原则,其次构建了跨国经营企业公司治理结构评价指标体系,最后对跨国经营企业公司治理结构评价方法进行选择;第八章根据优化跨国经营企业公司治理结构的原则,提出了优化跨国经营企业公司治理结构的对策。

图书在版编目(CIP)数据

跨国经营企业公司治理分析与评价/李晓娣著. —哈
尔滨:哈尔滨工程大学出版社,2008.4
ISBN 978-7-81133-242-1

I. 跨… II. 李… III. 跨国公司—企业管理 IV. F276.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 039691 号

出版发行 哈尔滨工程大学出版社
社 址 哈尔滨市南岗区东大直街 124 号
邮政编码 150001
发行电话 0451-82519328
传 真 0451-82519699
经 销 新华书店
印 刷 黑龙江省地质测绘印制中心印刷厂
开 本 787mm×960mm 1/16
印 张 12.5
字 数 156 千字
版 次 2008 年 4 月第 1 版
印 次 2008 年 4 月第 1 次印刷
定 价 25.00 元
<http://press.hrbeu.edu.cn>
E-mail: heupress@hrbeu.edu.cn

前 言

在中国加入 WTO,国际竞争国内化和国内市场国际化的市场竞争环境下,市场竞争愈演愈烈,市场收益率愈来愈低。知识经济、网络经济、范围经济的发展,使企业边界发生了变化,集团化的规模经济、战略协同效应、资源配置效应、科层管理的协调效应为市场竞争带来了竞争优势。随着企业改革的深入,尤其是中国企业日益面临着来自全球的竞争压力,打造大企业,建设大型跨国企业集团越来越成为一种趋势。目前,我国对公司治理的研究,基本上以上市公司为主体,而对跨国经营企业公司治理的研究有所忽视。随着企业国际化的深入,就需要解决因企业国际化的复杂性而带来的治理问题,这使得公司治理研究的内容不仅仅是单个国内企业的权力配置问题,同时也要涉及到企业在跨国经营过程中的利益平衡。所以跨国经营企业的公司治理问题是目前迫切需要解决的热点问题。

本书对公司治理结构的研究将跨越单个企业的治理边界,探索从“单体法人企业治理”到“跨国经营企业治理”研究的突破。同时,本书运用博弈论和新制度经济学理论探讨和阐明跨国经营企业的公司治理边界、跨国经营企业的母子公司治理结构、利益相关者等重要问题,并且利用模糊综合评价法对跨国经营企业的公司治理结构进行评价,为我国企业进行跨国经营构建一个有利于提升竞争力、对集团内各系统充分激励的行之有效的公司治理结构,因而具有较强的实践意义。

本书的研究首先从跨国经营企业理论、公司治理理论及其研究的理论框架和公司治理评价体系等几个方面进行了相关理论的研究综述,在此基础上,运用对比法和博弈分析法对三种公司治理模式进行了

国际比较。与此同时,还对跨国经营企业公司治理结构的利益相关者、母子公司治理结构以及子公司协同治理进行了分析。在上述理论研究的基础上,本书提出了跨国经营企业公司治理结构的评价指标体系,运用模糊层次分析法对其进行分析和评价,并进行了实证研究。最后,本书提出了优化跨国经营企业公司治理结构的对策。本书的创新之处主要有以下七点。

(1)系统综述了新制度经济学中有关公司治理的理论、观点与方法。

(2)从进化博弈角度对国际公司治理结构的演进与发展进行分析。

本文在对前人学术研究综合分析的基础上,运用博弈论的理论和方法对公司治理模式的演进进行了分析,描述了动态博弈过程,构筑了动态博弈模型,从而验证了公司治理中的路径依赖理论,并给予我国公司治理模式构建以相应的启示。

(3)对跨国经营企业的利益相关者进行了新的界定,并且从跨国经营企业外部利益相关者和内部利益相关者两个方面进行了综合分析。

(4)运用重复博弈论的理论和方法分析了母子公司治理结构。本书在分析企业集团委托-代理关系的基础上,运用博弈论的理论和方法分析了母子公司治理结构,构建了母子公司静态博弈模型,分析了母子公司治理结构的重复博弈过程,进而提出要增强母公司的监督职能,在控制权与自主权之间进行平衡,为解决母子公司之间的委托-代理困境提供了新的思路。

(5)运用合作博弈论的理论和方法分析了企业集团子公司协同治理。本书对子公司协同治理的合作博弈模型进行了描述,提出了二阶段动态博弈扩展式,并通过对博弈结果的分析,得出协同治理将促使子公司之间得到“双赢”的结论,这对解决子公司之间的公司治理问题,发挥企业整体协同优势,提供了有益的启示。

(6)构建了跨国经营企业公司治理结构的评价指标体系,创造性地运用模糊层次分析与评价方法对跨国经营企业的公司治理结构进行分

析与评价,并且对四家跨国经营企业的公司治理结构进行了实证研究。

(7)提出了优化跨国经营企业公司治理结构的对策,即完善董事会治理机制、规范经理层运作机制、建立本地化市场治理机制、强化信息披露机制、增强企业文化的凝聚机制、规范财务审计机制、完善利益相关者治理机制以及建立协同治理机制。

希望本书的出版能够为跨国经营企业的发展有所裨益,也希望对从事跨国经营企业公司治理问题研究的同仁有所贡献,更希望这一领域的研究有更新、更好的成果不断涌现。

李晓娣

2008年1月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究的背景及意义	1
第二节 公司治理的国内外研究现状及动态	4
第三节 研究的思路和方法	14
第四节 研究的创新之处	16
第二章 相关理论研究及公司治理评价综述	18
第一节 跨国经营理论	19
第二节 公司治理理论	24
第三节 国内外公司治理评价体系	47
第三章 公司治理模式的国际比较研究	56
第一节 国际公司治理模式的类型	56
第二节 主要市场经济国家公司治理模式	58
第三节 转轨经济国家公司治理模式	66
第四节 公司治理模式演进的博弈分析	69
第五节 国际公司治理模式趋同化	77
第四章 跨国经营企业公司治理结构利益相关者的分析	81
第一节 利益相关者与跨国经营企业治理结构的关系	81
第二节 跨国经营企业外部利益相关者分析	85
第三节 跨国经营企业内部利益相关者分析	90
第五章 跨国经营企业母子公司治理及子公司协同治理分析	94
第一节 母公司对子公司的控制权	94
第二节 子公司内部治理机制	95

目 录

第三节 母子公司之间的管理控制与自我交易	96
第四节 跨国经营企业母子公司治理结构的博弈机理分析 ...	98
第五节 母子公司治理结构的博弈分析	103
第六节 子公司协同治理的合作博弈分析	110
第六章 跨国经营企业公司治理结构评价指标体系的	
构建及评价方法选择	115
第一节 跨国经营企业公司治理结构评价的目的、原则	115
第二节 跨国经营企业公司治理结构评价指标体系	117
第三节 跨国经营企业公司治理结构评价方法的选择	128
第七章 跨国经营企业公司治理结构评价指标体系	
有效性的实证研究	136
第一节 跨国经营企业公司治理结构评价的指标权重确立 ...	136
第二节 沃尔玛公司治理结构实证研究	140
第三节 英国汇丰银行治理结构实证研究	143
第四节 中国石化集团治理结构实证研究	147
第五节 德国西门子集团治理结构实证研究	151
第六节 评价结果综合排名及分析	155
第八章 优化跨国经营企业公司治理结构的对策	157
第一节 优化跨国经营企业公司治理结构的原则	157
第二节 优化跨国经营企业公司治理结构的对策	158
结论	175
附录	177
参考文献	179
后记	191

第一章 绪 论

第一节 研究的背景及意义

随着中国经济融入世界经济,中国经济已成为世界经济的重要组成部分。在国际市场竞争日益激烈和管理水平不断提高的今天,企业所处的经营环境发生了重大的变化,越来越多的中国企业进行国际化经营。

改革开放以来,我国企业的国际经营从无到有、从少到多、从弱到强,取得了历史性的进步,呈现出快速繁荣发展的良好态势。尤其是加入 WTO 以后,我国对外开放程度不断加深,跨国公司相继涌入,国内市场国际化、国际市场国内化的竞争格局已经形成。而对实力强劲的跨国公司,只固守有限的国内市场就等于自取灭亡。企业只有走出本国市场,主动参与国际竞争,在国际竞争中提高自己的竞争能力,才能更有效地与大型跨国公司相抗衡,以获得国际市场的份额。因此,我国企业的国际经营是在竞争国际化趋势下企业成长的内在需要。中国企业跨国经营始于 1979 年 11 月,当时北京市友谊商业服务总公司与日本东京丸一商事公司合资在东京设立了京和股份公司,成为中国对外投资创立的第一家合资公司。在此之前,我国从 20 世纪 50 年代就开始了、针对一些发展中国家的对外经济技术援助,很大程度上带有浓厚的政治色彩,并非真正意义上的企业行为,因而不应被看作我国企业跨国经营的源头。自京和股份公司后,随着对外开放的不断扩大,我国企业的跨国经营从无到有、从小到大,经历了尝试性起步、缓慢发展、快速发展几个阶段,目前已经初具规模。我国设立境外中资企业遍布全球 160

多个国家和地区,其中境外合资企业主要集中在亚洲、拉丁美洲和中欧,而亚洲则集中在东盟十国、南亚和中亚;境外独资企业绝大多数分布在非洲和拉美国家。中国海外投资企业的产业分布涵盖林业、渔业、石化、冶金、轻工、机电、电子、承包工程、房地产、交通运输、建筑工程、医疗卫生、旅游及餐饮等行业,但主要集中在制造加工业、贸易和资源开发领域。尽管我国企业跨国经营有了相当大的发展,但仍然存在不少问题,如投资结构不合理、国际竞争力弱及缺乏科学的投资机制等。上述问题产生的原因是多方面的,既有宏观因素,也有微观因素。所以,为稳步提高我国企业跨国经营水平,使其成功地进行海外经营,首先要进行的是建立一套完善的现代企业制度,要做到这一点,必须将企业的产权改革和企业治理机制相结合。只有完善公司治理,建立健全现代企业制度,才能为跨国经营奠定良好的企业制度保证,这样我国企业走出国门的基础性条件才算具备。

随着中国经济改革的不断深入,现代企业制度建设显得尤为重要。中国共产党十五届四中全会提出,把健全法人治理结构作为建立现代企业制度的核心,强调健全企业法人治理结构是深化企业改革的一项重要任务。公司治理是现代企业发展的产物。20 世纪初诞生的现代企业的一个显著特征是所有权和经营权的分离,它造就了职业的管理者阶层和管理者市场,管理学科也因此发生了革命性的变化。目前,有越来越多的企业已经意识到,重新调整公司结构,改变公司运行机制非常重要。公司治理对国内企业来说是一个相对比较新的概念。随着我国企业改革与发展进入攻坚阶段,企业制度创新也势在必行,其中一个很重要的问题是建立和完善企业的公司治理模式,落后的公司治理模式已成为制约中国企业发展的主要问题。只有建立具有中国特色的公司治理模式,才能够真正推进中国企业的改革与发展、挖掘出公司机制和公司结构的潜力,使公司参与国际竞争。胡鞍钢等(2004 年)提出,“公司治理对中国比任何时候都要重要。加入 WTO 是中国快速融入国际

社会的标志性事件。这种融合的成功性如何,关键一条是看中国企业的竞争力。中国企业的管理水平较低、技术相对落后,只有改进公司治理的结构,才有可能缩小这种竞争力上的差距”。在中国加入 WTO 后,市场竞争愈演愈烈,市场收益率愈来愈低。知识经济、网络经济、范围经济的发展,使企业边界发生了变化,集团化的规模经济、战略协同效应、资源配置效应、科层管理的协调效应为市场竞争带来了竞争优势。随着企业改革的深入,尤其是中国企业日益面临着来自全球的竞争压力,打造大企业,建设大型跨国企业集团越来越成为一种趋势。目前,我国对公司治理的研究,基本上以上市公司为主体,而对跨国经营企业公司治理的研究有所忽视。随着企业国际化的深入,因国际化的复杂性而带来的治理问题也越来越多,这使得公司治理研究的内容也涉及到了企业在跨国经营过程中的利益平衡问题。

由于企业的跨国经营机构分别置于不同的国家之内,而不同国家的治理结构是有差异的,所以,对跨国经营企业而言就会涉及两个以上的治理体系:第一,跨国经营企业的总公司(母国的治理体系);第二,跨国经营企业的分支机构(宗主国的治理体系)。与普通意义上的公司治理相同,在跨国经营企业的治理中,有些因素是外部的,比如说资本市场、外部经理人市场、产品市场等;有些因素是公司内部的,比如董事会、大的外部股东等等,他们在公司治理机制中共同起作用。然而在跨国经营的条件下,不同国家的社会经济文化状况、外部竞争市场的成熟程度、法律法规、会计政策等不尽相同,从而形成一个更为复杂多变甚至互相排斥的环境系统,此时公司治理就必须充分考虑这些因素。这样一来,跨国经营企业的母子公司就有可能会采取不同的治理结构。任何一个单一的治理结构都不可能完全地消除代理成本,哪些因素在跨国经营企业采用特定的治理结构过程中起作用、不同的治理结构如何在跨国经营企业进行融合等等一系列问题已成为跨国经营企业公司治理所要考虑的因素,这有别于一般意义的公司治理。

因此,本书对于解决跨国经营企业内部决策程序和权力配置等提高跨国经营企业的运行效率、丰富和完善公司治理理论、增强我国企业的国际竞争能力将具有重要的理论意义和实践价值。

(1)对跨国经营企业公司治理结构的研究基本上是一个新的研究领域,本项研究对国内这一研究领域的开拓具有重要意义。国内外对跨国经营企业公司治理结构的研究很少,对其评价方面的研究更少,大多数的研究都是对单体法人企业公司治理结构的研究。本书对公司治理结构的研究将跨越单个企业的治理边界,探索从“单体法人企业治理”到“跨国经营企业治理”研究的突破,这项研究将会丰富和完善我国的公司治理理论,因而具有重要的理论意义。

(2)本书运用博弈论和新制度经济学理论探讨和阐明跨国经营企业的公司治理边界、跨国经营企业的母子公司治理结构、利益相关者等重要问题,并且利用模糊综合评价法对跨国经营企业的公司治理结构进行评价,为我国企业进行跨国经营构建一个有利于提升竞争力、对集团内各系统充分激励的行之有效的公司治理结构,因而具有较强的实践意义。

第二节 公司治理的国内外研究现状及动态

公司治理与企业形态的发展演变有着密切的关联。无论是从企业发展的纵向历程,还是从当今各国企业发展的横向比较来看,公司治理都是现代企业制度的核心,良好的公司治理是企业提高经营业绩和增强竞争力的前提条件,是各个国家和企业都应该高度重视的问题。

一、国外公司治理理论研究现状及动态

公司治理的问题产生之后,在相当长的一段时间之内并没有引起人们的格外关注。现代公司治理理论研究的热潮是从20世纪80年代开始的。首先,股份的高度分散化和股票的流动性导致了公司的兼并

浪潮,公司控制权的争夺更加白热化。兼并浪潮此起彼伏是股东对公司经营者行为不满的一种积极行动,它虽然在一定程度上惩罚了部分不称职的经营者,如通过“用手投票”迫使一些大公司的经营者离开了CEO的位置,但并没有改变股东处于企业外部不利地位和能力薄弱的状况,反而进一步显示了中小股东治理公司的无能。与此同时经营者为了进一步控制公司,利用自身的优势也发明了许多反兼并本来目的的方法,使兼并成为扩大企业规模的工具。其次,大规模兼并目的的歪曲也损害了众多中小股东的利益,使他们成为兼并中的牺牲品。看来通过兼并的行为途径来行使股东治理权利的做法并不是有效的(Schlifer and Summers,1998; Dimsdale,1994),因为股份高度的分散化使股东的权利变得更加弱小,变成了“无言股东”。

广大的中小股东为了维护自己的利益必然寻找更为合适的治理路径。于是20世纪80年代后期至90年代,机构投资者成为代表中小股东利益的公司治理主体。机构投资者向公司索取的不是“用脚投票”的所有者权利,而是“用手投票”的权利。顺应股东的要求,英美公司的机构投资者在此期间获得突飞猛进的发展,在经济合作与发展组织(OECD)的成员国家,机构投资者平均持有公司50%以上的资本。英国机构投资者在资本市场所持股份到1990年已达61%,已占有绝对优势,美国的机构投资者拥有美国私人企业、公司和政府债券总资本索取权超过40%,其中金融机构持有公司80%以上的债券和50%以上的股票,在最大和股票最抢手的公司中,机构投资者持有的股票份额约占公司股票总发行量的60%~79%。由于机构投资者中手中的股份在短期内不能轻易卖出,即使能够卖出,也会蒙受损失,因此机构投资者逐渐转变为比较安定的股东,有意识地介入公司的管理事务,热心于公司的治理。大量的事实表明,机构投资者对上市公司的持股比重大幅度上升,增大了他们对上市公司治理结构的监督和控制权力,使他们有条件从被动持股者(Passive Shareholder)向主动投资者(Active Participant)转

变,相应的参与治理方式也由“保持距离(Arm-length)”型向“控制导向(Control-oriented)”型”转化,因此机构投资者成为改善公司治理的重要力量。

20世纪90年代,随着公司规模扩大和公司内部权力的分散化,关注有助于公司持续成长的利害相关者的利益成为公司治理的研究热点(Blair,1995)。公司的经营者不仅要追求股东的利益,而且要恰当地协调与公司利害相关者的利益,而利害相关者维护自身利益的主要方式就是参与公司的重大决策,使公司的经营决策更加科学化。日本企业充分重视企业利害相关者利益,促使了企业竞争力迅速增强,成为各国研究和模仿的对象。美国、英国等发达国家也开始强调利害相关者在公司治理中的作用。利害相关者参与公司治理的程度是有状态依存的,具体体现在不同国家和不同企业的治理效率之中。20世纪80年代日本的迅速崛起和20世纪90年代美国经济的高速发展以及亚洲金融危机的爆发,把公司治理有效性的问题推向了一个新的视角,即究竟什么样的公司治理机制才能更好地保持企业竞争力的可持续性,因此,公司治理模式的国际比较成为公司治理研究的又一个热点。

20世纪90年代中期,在经济全球化和市场竞争激烈化的背景下,公司治理的研究从法学和经济学领域拓展到管理学领域,各国企业的实践活动表明,良好的公司治理既需要国家对治理结构有强制性的法规规定,又应制定与市场环境变化相适应的、具有非约束性和灵活性的公司治理原则,因此公司治理原则的制定成为新的研究热潮,英国分别在1992年和1998年先后提出了《Cadbury》、《Hampel》、《Greenbury》三个报告,成为英国公司治理改革过程的三部曲。继英国之后,许多国家、国际组织、机构及公司,相继推出了旨在建立良好公司治理的原则、准则和报告等。1998年4月,由29个发达国家所组成的OECD为了改善其成员国的公司治理,成立了一个根据世界各国公司治理经营和理论成果制定公司治理国际性基准的专门委员会,并于1999年5月正式

出台了《OECD 公司治理原则》，其主要内容包括股东的权利、平等对待股东、利益相关者在公司治理中的作用、信息披露、董事会的责任等 5 项内容。2004 年，新修改的《OECD 公司治理原则》大大扩展了所谓“利益相关者”的定义范围并加强了对他们的重视。与此同时，企业也开始制定公司治理原则。在制定公司治理原则的国家中，既有发达国家，也有发展中国家。中国也于 2002 年初提出了《上市公司治理准则》，预示着公司治理已由国家法规式的强制性治理，转向企业主动式的内生性治理，强制性治理是一种过渡，内生性治理则是一个发展趋势。

总的来说，国外学者对公司治理理论的研究主要集中在以下几个方面。

1. 所有权、控制权与公司绩效

Charkham(1994)和 Prowse(1992)发现，在英、美等国家，共同基金管理公司持有相当大比重的公司证券，而在其他国家，工商企业是其他企业的重要股东。一般研究表明，企业的所有权结构(所有权的分散或集中程度)将影响到企业的代理和控制结构，进而会影响到公司的业绩。Shleifer 和 Vishny(1997)强调，大投资者的加入有利于降低代理成本，好的公司治理结构应该是所有权有一定程度的集中，企业应由大投资者行使控制权。Aghion 和 Bolton(1992)的控制权模式也表明，在不拥有股权的经理人员不受财富约束(或者说其可能对项目自由融资)的情况下，无论谁拥有控制权都将实现总盈余最大化；在一方受到财富约束的情况下，将控制权从该方转移给拥有股权的一方可能是最佳的。Stultz(1990)提出了一个关于管理层持股和业绩之间呈屋顶状关系的模型，该模型综合了前述众多学者观点。Morck、Shleifer 和 Vishny(1988)等也提出，当管理层持股比例较低(在 5% 以下)时，激励一致论能更好地解释管理层持股和业绩之间的关系；当管理层持股比例较高(在 5% ~ 25%)，情况则相反；当管理层持股比例进一步增高(超过 25%)时，公司的盈利能力又开始缓慢上升。

2. 国家作为股东

Sappington 和 Stiglitz (1987) 认为在国有企业中, 作为企业的大股东, 国家拥有企业的全部或大部分所有权。许多西方学者认为, 除警察、监狱等个别部门外, 国家所有权与企业效率是不一致的, 即国有企业并不比私人企业能更好地服务于公共利益, 在许多国家, 国有企业甚至比私人企业制造了更多的污染。Boycko (1996)、Shleifer 和 Vishny (1994) 等人发现国有企业是极端低效的, 造成了国家财富的巨大浪费。在国有企业中, 企业事实上的控制权掌握在企业经营者手中。他们拥有绝对集中的控制权, 却不拥有对现金流支配的权利, 因为从理论上讲, 企业现金流的所有权是归属于国家全体纳税人的。因此, 企业官僚们的行为将不以企业本身的利益为目标, 他们的目标更大程度上是政治性的, 而这与社会福利目标可能完全不相干。多数西方学者认为, 解决国有企业弊端的处方就是私有化, 并且 Megginson 等人 (1994) 对于私有化以后经营仍然不成功的若干事例, 从公司治理的角度进行了阐释。他们还认为, 如果国有企业私有化后未能产生出大的投资者, 那么, 即使政治控制的成本下降, 管理控制的代理成本却可能会上升, 在这种情况下通常会产生严重的“内部人控制”问题。

3. 选聘、激励和监督

Fama (1980) 曾指出, 运作良好的经理服务市场可防止经理人员对企业进行无效运作。合理的激励机制也是实现最佳治理结构的关键。Tittenburn (1996), Bishop、Kay 和 Mayer (1994) 等经济学家认为, 企业绩效主要与市场结构和市场竞争程度有关, 竞争是改善企业绩效的根本保证, 激励机制只能在竞争条件下发挥作用。Hart 和 Holmstrom (1987) 指出, 管理层和董事会的薪水与公司业绩挂钩的薪酬体系有助于刺激他们提高公司业绩。Mathiesen (1999) 指出在董事会内部设立薪酬委员会, 通过最小化经理人员自我交易的风险有助于提高薪酬体系的效率。Fama 和 Jensen (1983) 指出, 强化董事会的功能可以对经理人员进行监

督。此外,Fama(1980)还认为经理人员的薪金等激励补偿计划也在一定程度上使潜在的利益背离趋于一致。

4. 机构投资者

机构投资者获得迅速发展是发达国家资本市场近年来发展的一个重要特征。机构投资者的迅速发展使不少法学家和经济学家开始认为,依靠公司经理人员进行的治理改革或许不如培育机构投资者更有效率。Stephen(1994)以1987~1992年间以被美国加州公共雇员退休系统为首的机构投资者列为公司治理改革目标的42家公司为样本,发现在加州公共雇员退休系统对这些目标公司进行治理改革后的5年间,这些公司对股东的平均回报(经风险调整)比标准普尔指数500家公司平均回报高29%,未经风险调整的回报则比后者高41%。尽管从理论上讲,机构投资者可以在公司治理中发挥积极作用,但事实上只有极个别的基金可能通过公司董事会将它们的意愿付诸行动,这是因为机构投资者不仅不能解决股份公司固有的代理问题,反而可能因为增加另一个层次的监督而激化这一问题。

公司治理起源于所有权和经营权的分离,伴随着现代公司的发展,它在理论上更加丰满,已成为现代企业理论的重要组成部分;在实践中也更加贴近企业实际,成为企业提高业绩和增强国际竞争力的基础和前提条件。从公司治理产生和发展的过程来看,公司治理的关注点和发展趋势由传统的股东单一治理转向了由利害关系者参与的多边治理,由企业外部治理(用脚投票)回归内部治理(用手投票),其具体的发展过程如表1-1所示。