

高级工商管理译丛

译丛主编 李维安

CORPORATE GOVERNANCE

公司治理

Corporate Governance

[美] 彼得·华莱士 (Peter Wallace)

[美] 约翰·津肯 (John Zinkin)

郝臣 译

著



格致出版社
上海人民出版社



WILEY

高级工商管理译丛

译丛主编 李维安

CORPORATE GOVERNANCE

公司治理

Corporate Governance

[美] 彼得·华莱士 (Peter Wallace)

[美] 约翰·津肯 (John Zinkin)

著

郝臣 译



格致出版社
上海人民出版社



WILEY

图书在版编目(CIP)数据

公司治理/(美)华莱士(Wallace, P.), (美)津肯(Zinkin, J.)著;郝臣译. —上海:格致出版社, 2009
(高级工商管理译丛/李维安主编)
书名原文: Corporate Governance
ISBN 978-7-5432-1534-4

I. 公… II. ①华…②津…③郝… III. 公司-企业管理
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 158352 号

责任编辑 高 图
封面设计 钱宇辰

高级工商管理译丛

公司治理

[美]彼得·华莱士 约翰·津肯 著
郝臣 译

出版 世纪出版集团 www.ewen.cc
格致出版社 www.hibooks.cn
上海人民出版社
(200001 上海福建中路193号24层)



格致出版

编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

发行 世纪出版集团发行中心
印刷 上海商务联西印刷有限公司
开本 787×1092 毫米 1/16
印张 14
插页 1
字数 297,000
版次 2009 年 1 月第 1 版
印次 2009 年 1 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-5432-1534-4/F·116
定价 35.00 元

总译序

本套高级工商管理译丛专门以亚洲国家的企业为研究对象,通过大量的案例分析探讨了亚洲企业如何引入先进的管理工具。译丛涵盖了五个领域:供应链管理、人力资源管理、平衡计分卡、公司治理和创业管理。从微观层面的供应链管理、人力资源管理,再到企业战略层面的平衡计分卡、公司治理,最后到宏观层面的创业管理。从所涵盖的国家来看,既有已步入发达国家或地区的日本、中国香港、新加坡、韩国,也有马来西亚、印度尼西亚这样的发展中国家,还有经济蓬勃发展,被誉为“南亚象”的印度。因此,这套译丛极好地概括了 20 世纪 90 年代亚洲金融危机后亚洲各国企业在上述五个方面所获得的经验。

值得注意的一点是,这套译丛列举了大量亚洲企业案例。众所周知,案例教学在商学院的教学中占有重要的地位,但目前中国的 MBA 教学中存在一个不良的倾向,就是大量使用欧美地区企业的案例,缺乏本土企业案例。由于经济发展水平、文化背景上的差异,欧美企业案例的作用就受到了一定的影响。与之相对照,亚洲国家处在相同的发展阶段,这些国家或地区的案例对中国企业来说更具参考价值。

以印度的塔塔汽车公司为例,该公司于 2000 年推行了平衡计分卡这种战略工具,取得了卓越的成效。2008 年 3 月,该公司从福特汽车收购了英国两大汽车品牌路虎和捷豹。塔塔汽车的经验对目前在自主品牌开发上还未取得突破性进展的中国汽车行业来说,无疑具有很好的借鉴作用。

我们处在一个急速变革的全球化时代,与其他亚洲国家的企业一样,中国企业正面临越来越不确定的经营环境和更加激烈的国际竞争。中国企业不但在国内市场上要同跨国公司进行竞争,而且要走向国门参与国际竞争。中国企业常被认为只依靠低成本竞争,缺乏创新能力。中国不但要充当“世界工厂”,而且还要完成产业结构升级,培养企业的自主创新能力,提高企业跨国竞争力。供应链管理、以业绩为基础的薪酬和晋升制度、良好的公司治理、关注利益相关者和企业社会责任的战略管理工具已成

为中国企业培育核心竞争力、增强竞争优势、适应时代需要的战略选择。

在这样的背景下,学习亚洲国家在全球化竞争中获得的经验无疑可以减少犯错的概率,缩短同国际接轨的时间。

因此,对众多正在制定战略应对全球竞争,并需要管理工具来提升管理水平,提高竞争力的中国企业来说,这套译丛的出版恰逢其时。我们相信这套书对中国企业在全球化背景下参与国际竞争大有裨益,并为我国高校 EMBA、MBA 及本科教学提供了适宜的教学参考。

李维安

2008 年 12 月

译者序

学术界对公司治理的研究至少可以追溯到 20 世纪 30 年代伯利和米恩斯的研究。在 1932 年出版的《现代公司和私人产权》一书中,伯利和米恩斯在对大量的实证材料进行分析的基础上得出结论,即:现代公司的所有权与控制权实现了分离,控制权由所有者转移到管理者手中,而管理者的利益经常偏离股东利益。

20 世纪 60 年代前后,鲍莫尔、马瑞斯和威廉姆森等人分别提出各自的模型,从不同角度揭示掌握控制权的管理者与拥有所有权的股东之间的利益差异,从而指出现代公司制企业应该构建激励约束机制,以使管理者更好地为股东利益服务。

在 1977 年出版的《看得见的手》一书中,钱德勒通过对分部门、行业的具体的案例分析,进一步描述了现代公司两权分离的历史演进过程。可以说,古典经济学家一直在关注着所有权与控制权的分离,及其产生的“委托人”(投资者、外部人)与“代理人”(管理者、企业家、内部人)之间的代理关系。所有权与控制权的分离,以及由此产生的委托代理关系,是公司治理问题产生的根源。

进入 21 世纪,人们对公司治理问题给予的热情非但没有减弱,反而比以前更加强烈。无论是发达国家还是发展中国家都非常重视公司治理。公司治理问题成为资本市场关注的焦点。一场席卷全球经济领域的公司治理革命正在各地兴起。许多国家纷纷提出一系列改进公司治理的措施,以保障投资者的合法权益。这些措施包括,要求更严格的公司上市和信息披露规则、明确独立董事占董事会的比例、推行董事的强制性培训、颁布公司治理的强制性法令、出台公司治理原则,等等。

麦肯锡(2001)对 200 个代表 3.25 万亿美元资产的国际投资人进行的调查结果表明,80% 的被调查者认为,在其他因素相同的情况下,他们愿意为治理良好的公司付出溢价;75% 的被调查者认为公司治理质量至少与公司财务指数同等重要。在财务状况类似情况下,投资人愿意为治理良好的亚洲企业多付 20%~27% 的溢价(例如新加坡达到 21%,中国内地则超过 25%),愿为治理良好的美国企业多付 14% 的溢价。

2007 年,由澳洲会计师公会香港分会及香港浸会大学公司治理与金融政策研究中心联合进行的调查研究同样发现,境外机构投资者在投资中国境内企业的时候,愿意为那些拥有良好公司治理的企业支付高达 28.5% 的溢价。

这说明公司治理从微观上影响具体上市公司股票的市场价值:第一,投资者对公司治理状况好的公司会形成一定的预期;第二,投资者对公司治理状况改善空间大的上市公司的这种预期更大。而形成这种预期的根本原因就是好的公司治理能够提升上市公司的价值,带给投资者以丰厚的回报。投资者这个企业“上帝”的预期便是最好的证明。良好的公司治理能够促进股权的安定性而使得股票稀缺,使其资本成本要低于治理状况差的公司,保证公司战略的连续性与经营的稳定性,降低公司的经营、财务以及违规风险。由此不难理解,为什么世界各国纷纷采取一系列措施来规范公司

治理。

那么中国的投资者到底支付了公司溢价没有？我们通过研究得出，中国上市公司投资者不但愿意为公司治理好的上市公司支付更高的交易价格，而且已经支付了治理溢价。在译者的博士学位论文中，通过利用 2002~2005 年上市公司的公开数据，基于调整后的 Fama—French 模型，初步检测出中国上市公司存在着 8.73% 的公司治理溢价。公司治理已不是“水中望月”之态，良好的公司治理在公司价值和股票价格上得到表现。

伴随公司治理实践的发展，世界范围内的公司治理理论研究经历了三个阶段（李维安，2006）：20 世纪 90 年代之前，以美国为主，探讨治理结构与治理机制的治理理论研究阶段；20 世纪 90 年代中前期，关注主体是英、美、日、德等主要发达国家，探讨治理模式与治理原则的治理实务研究阶段；20 世纪 90 年代末期至今，探索的主体扩展到转轨和新兴市场国家，内容主要是治理评价研究。

具体到我们国家，如果以深圳证券交易所、上海证券交易所的成立作为建立现代企业制度、正式开始公司治理改革实践的标志，我国公司治理改革的理论与实践探索已经走过了 15 年的历程。在中国经济改革的过程中，现代企业制度、法人治理结构、公司治理机制等已成为人们耳熟能详的改革标识。回顾 15 年的发展，可以用“四个跨越、一个接轨”来概括公司治理从理论到实务的演进历程。四个跨越是：从治理结构到治理机制的跨越，从治理理论到治理原则的跨越，从单法人治理到集团治理的跨越，从国内公司治理到跨国公司治理的跨越；一个接轨即在公司治理评价研究领域实现与国际接轨（李维安，2006）。

公司治理模式的形成会受到不同政治、法律、经济和文化的影响。Peter Wallace 和 John Zinkin 所著《公司治理》一书考虑外部环境因素对公司治理的影响，对东亚国家和地区的公司治理基本问题进行探讨，对于完善我国上市公司治理结构与机制，开展我国上市公司治理评价具有一定的指导意义。

南开大学公司治理研究中心承担了该书的翻译工作。本书共 10 章，涉及公司治理的各个方面。具体分工为：李维安负责前言、介绍、致谢和第一章，郝臣负责第二、三、四、五、六、七、八、九和第十章，其中，胡艳提供了第四章初稿并参与了翻译中一些问题的讨论。李维安和郝臣负责统稿并审校。

在该书的翻译过程中，多次得到了我的导师长江学者特聘教授李维安博士的指导！博士毕业后，仍然能够得到导师的教诲，乃本人的幸运！在翻译中，感谢胡艳博士提供了第四章初稿并参与了翻译中一些问题的讨论。

在译著的初稿完成到校稿、正式出版环节，都得到了上海世纪出版集团格致出版社谷雨等编辑的大力帮助，没有他们的细致工作，译著难以及时出版。

由于时间关系，译文中难免有疏漏和不足，希望广大读者批评指正。

译者

2008 年春于南开大学商学院

前言

东南亚的公司治理背景呈现出资本市场的广泛性、投资者的多样性以及对独立董事作用争论性的特点。Peter Wallace 和 John Zinkin 非常熟悉其这一发展地区的历史、实践和演化环境。因此,他们能够胜任对新兴的公司治理挑战发表评论。

公司治理及其实践内容在全世界范围内得到越来越多的关注。国际上,公司治理原则在增加,有的甚至经过多次反复。但是,无论是在马来西亚、新加坡、泰国,还是在全球其他地方,比如英国、美国和荷兰,在任何时候这些原则都是最近的而不是最终的表达。无论今天的公司治理如何,都不能够代表明天的状况。

这些发展的原则本身并不能够像保护现有和潜在的投资者那样,给公司治理带来较大的提升。原则有益于解决利益的冲突、缺乏独立性的判断、对风险的重视不够和审计舞弊。就像好的交通法规那样,能够实施停车标志、交通信号和速度限制等道路规则。但即使是最好的交通法规也不能够产生优秀的驾驶员。公司治理原则也不能够产生好的治理。

如所有好的标准一样,随着自查、概念整合的困惑,对生产过程的更多关注和关于责任的定义更加严格,好的公司治理也在变化。换句话说,这种挑战已经超越了良好公司治理“最佳实践”的潮流,而更加渴望重新定义什么样的公司治理是好的。

公司治理的最大问题是“理论性较差”。这个词是美国法官 Richard Posner 用来描述法律的。我们需要追赶我们在集体的拼凑工作中所产生的“尾巴”,以堵住“漏洞”并克服“陷阱”。过去几年中,这些产物凌乱增长。注意,对这些基础问题的研究是非常必要的,以免我们总是使用一台不断修理的破旧打印机进行文档处理。

董事会经常不得不在过度控制和控制不足中权衡,在事必躬亲和不经审查就批准之间作出平衡。一方面,很多公司董事会饱受过多干预高管工作而无法完成自己工作所带来的无效率的痛苦;另一方面,很多公司由于董事会没有履行他们的权利和监督而迷失方向。董事会需要用手臂“环绕”公司,而不能将手指“伸入”公司,这需要持续的平衡行为。这种平衡行为由于每个公司的历史、特质和环境变化而变得复杂。

笔者自己的工作可以追溯到基于董事会所有者代表责任建立的治理理论的第一个原理。笔者将这个理论及其实践称为政策治理®模型。理论在这个背景下意味着治理的框架和范式,它的显著区别是治理哲学框架的完整性或者复合性,而且这种治理哲学具有一定的实践意义和全球通用性。好比一个计算机的运行系统,一个更友好或者更准确的词汇是治理运行系统能够支持所有的这个系统支持的专用程序。

随着公司董事会越来越靠近行动主义和进行更多的干预,如果没有一个适合的理论指导董事去决策什么和什么留给高管去管理,那么,过度干预将变成一个较大的问题。询问问题和检查管理文件的“刺探”式的治理方法不能够满足需要。这种方法在复杂的公司应用中质量不一,而且容易受到管理细节的阻碍。能够运作的治理方法就

是“界定和需要”，董事会在前沿决定需要的经济绩效(正常情况下是根据股东价值确定)和执行权的界限(例如一定的风险)。然后，董事会就可以安全地避开，并让管理层提交直接基于这些标准的严格报告。董事仍然可以针对管理问题提出他们的建议。但董事会作为一个向股东负责的整体，承担的更有力的角色是指挥官而不是建议者。

本书作者高度评价麦肯锡的发现，即提高公司治理的单位努力的边际效用不亚于传统的增加销售量和降低销售成本的管理改善所带来的边际效用。他们认识到公司治理改革的努力需要适当的法律环境、制度环境和交易要求，为公司治理的重点打下基础，进而获得立足之处。祝贺他们在描述公司治理时能够超过其他作者，不像其他作者甚少考虑或者不考虑环境的重要性。

尽管作者介绍了笔者的政策治理[®]模型中的要素并频繁引用，但却没有对政策治理[®]模型的原文进行说明。他们广泛地引用政策治理[®]的原理、概念和形式，甚至用了一个完整的章节对其进行综述。但是，除了所选路径与笔者所采用的路径存在一定程度的差别外，他们将股东权利的贡献表述为，董事会作为股东的代理人，伴随着他们对治理过程的系统框架的关注，如政策治理[®]，直接将他们放入哲学的营地。笔者将做一件事，就是整理存在不一致性的模型假设。但这是笔者的事情，而不是作者的。

能够有机会在 John Zinkin 和 Peter Wallace 为东南亚的公司治理同行贡献大量资源的努力中提供帮助，笔者感到非常荣幸。

John Carver, 哲学博士

亚特兰大, 美国

2004 年 10 月

导论

这本书筹划已久。

作者分别来自不同的地方:John Zinkin 对亚洲的公司治理感兴趣,源于其在 2001 年和 2002 年为安永会计师事务所和英国石油公司的工作,同时,马来西亚公司治理原则的推广,需要对吉隆坡证券交易所的修正后的上市要求作出解释;Peter Wallace 在安永会计师事务所的日常工作中,主要负责新加坡公司治理问题,而且其在新加坡重要的日报上写过这个主题的文章。

当构思出版精通亚洲商务系列图书后,Nick Wallwork 作为出版者,向该系列的编辑 John 建议我们两人合作一本关于亚洲公司治理的书或许是有意义的。我们了解对方的工作并一起讨论什么使得亚洲的公司治理具有特殊性。

一开始我们相信这将是比较有前景的实践,但是安然以及其他西方引人注目的失败案例使得我们好奇西方的实践方法是否是他们的吹捧。讨论得越多,美国在萨班斯—奥克斯利法案中详细描述的公司治理实践适合于完全不同的亚洲资本市场环境的结论就变得越不清晰。

我们独立工作过的、处于新加坡和吉隆坡两家公司的反馈强化了我们的怀疑。结果,我们不能独立地看待公司治理;我们锁定在亚洲商务的背景下:许多上市公司仍然还有控股股东,家族或者政府实体往往与之相连,使得股权结构复杂化。事实上,对矛盾的不赞同和偏爱和谐的文化使得独立董事很难表达其独立的意见,这也挡住了盎格鲁—撒克逊公司治理原则的“视线”。作为上述结果,公众公司的董事认为实践中的以公司治理原则为基础的一些假设在亚洲环境下将不起作用。我们将在第十章中反映这些受到关注的问题,但没有给出答案,而是更加希望能够激励读者作进一步的思考。

在第一章中,我们关注为什么在亚洲公司治理较重要。我们讨论一般意义上好的公司治理的重要性,同时讨论 1997 年亚洲金融危机后,亚洲资本市场开始建立好的实践原则的原因。或许最重要的原因是盎格鲁—撒克逊资本市场控制了世界,每个国家都想从纽约和伦敦获取资金。反过来,对于资金来说,资金管理者设立进入条件,而且希望上市公司能够像他们在美国或者英国一样地行动,在那里代理问题是非常严格的。假定股权结构非常分散,这种分散假设在亚洲同样也不成立。我们得出结论,尽管支持好的公司治理的证据并非压倒性的,平衡来说,好的治理确实具有不同意义,即使是在亚洲。或许更重要的是评论人员正在写关于公司治理比较多的材料的事实,这将成为一个自我实现的预言,如果足够多的人认为它是重要的,它将真正地起作用。

第二章关注有效治理的决定因素和国际公司治理网络原则的规章制度的基础。然而,这些原则并不能帮助董事和董事会有效地工作。为了提供相应的指引,我们介绍了 John Carver 开发的政策治理®模型。这个模型将董事会的任务分成四个方面。前两项的内容是:制定公司的愿景政策,从而决定公司存在的原因、公司的受益人以及

相应的成本收益;界定管理者权限,确定首席执行官为完成愿景具有的自由程度。首席执行官依据这两项标准履行职责。接下来两项任务为:根据治理政策的规定就董事会应如何管理自己达成一致;依据首席执行官向全体董事会负责的原则就董事会—首席执行官之间的联系达成一致。后两套标准是董事会主席的职责。主席和首席执行官的分离可以处理公司治理模型中比较有争议性的问题。而且,通过运用 Carver 方法界定愿景和管理者权限,董事会可以在没有管理的情况下进行治理。所有董事会必须做的就是核查提出的内容是否符合规定的愿景,以及首席执行官是否受制于管理者权限。

第三章我们关注三个治理角色:由主席或首席董事担任的首席治理官、首席执行官以及董事会。本章以第二章为基础,因为我们认为 Carver 制度非常适用今天的董事会治理。为了使董事会成功完成任务,公司治理过程中的三个参与者应正确地分别履行自己的职责,并且要互相信任、合作。

第四章我们探讨公司如何从良好的治理获得良好的结果。良好的治理并不能保证良好的结果。我们回顾了达到良好结果的三个组织文化要素:科学商业决策文化、风险管理文化和管理风险能力。

第五章我们关注有效董事会的机制,包括董事会如何工作,报告包含什么内容以及如何做得最好。我们讨论了关键绩效指标以及报告时间表的问题。关注了良好信息的特点,应用英国特许管理会计师学会的原则,比较良好实践和不良实践的区别;然后回顾了董事会的关键委员会,尽管第六章也深入地分析了审计委员会。

第六章探讨了审计委员会的作用。正确发挥作用的审计委员会可以帮助董事会更好地理解相关的会计问题和其他期望审计委员会完成的问题。我们强调了成立审计委员会的关键问题,以及如何维持有效的管理。同时,我们描述了委员会与内部审计师、外部审计师和董事会的相互影响,介绍他们各自的职责;委员会对财务报告过程的影响;以及与公司审计相关的其他要求方面的委员会的职责。最后我们关注了美国萨班斯—奥克斯利法案提出的一些要求,这可能成为未来发展的基础。

第七章我们关注了董事的角色和职责,强调所有的董事要同等地向股东负责,不管他们是执行董事、非执行董事、独立董事或候补董事。本章介绍了董事的主要职责和次要职责,并列举了董事的权利、义务和职责。为了帮助董事和未来的董事理解他们应做到的职责,我们提供了有关公司的问题清单,列举了作为未来的董事需要理解的董事会工作的方法以及一旦成为董事可能被问及的问题。

第八章讨论了董事会和董事评价,并试图提供一些实际的指引。本章也详细介绍了评价公司绩效——总股东回报率的概念,并提供了几份不同的评价问卷。

第九章我们关注了不同公司治理准则和不同地区的公司治理指引的特点和相似性。

最后,如前面提及的,第十章我们激发了一些想法,强调良好的公司治理或许说起来很容易但是却难以解释清楚。

致谢

我们真的非常喜欢撰写此书,并希望您在阅读此书的过程中,能够获得与我们写作时所期望的一样多的收获。

如果我们在第一章中没有能够正确表述麦肯锡(McKinsey)、里昂证券(CLSA)和 Joy Ishii 的观点,以及在第二章参考 Carver 的思想,错误是我们的。一开始,我们想此书更具有争论性,但后来意识到,尽管观点完全是我们自己所表达的,安永会计师事务所和诺丁汉大学的声誉可能会受到影响,因此,我们在写作上采取偏于谨慎的方法。

感谢约翰威立出版有限公司的 Nick Wallwork 建议我们写此书,同时远方的 Edward Caruso 也是一位非常耐心的编辑。我们也感谢约翰威立出版有限公司的 Janis Soo 和 Selvamalar Manoharan,他们引导我们的工作,使我们按时、较好并且舒适地完成书稿。我们也非常感谢我们的雇主,允许我们拿出时间来写作此书。

至于下面所提到的关于此书的一些工作,我们非常感谢 Graham Owens 为我们提供了第一章和第九章的详细资料;非常感谢 Teh Siew Fong,她已对本书的大部分内容进行了研究,并允许我们在其研究的基础上完成了我们的写作;非常感谢 Selina Lim 为我们研究了版权;最后感谢 Kevin Kwok 承担了辛勤的阅读初稿工作和扮演“唱反调”的角色。

最后,感谢我们各自的妻子 Lisa 和 Kate,当我们工作到凌晨她们表现出难以置信的耐心,对于我们的想法她们扮演着共鸣者的角色,提供无数的建议。如果没有她们的支持、爱心和关注,此书的完成是不可能的。

目录

- 第一章 为什么大家都关注公司治理 / 1
- 第二章 良好公司治理的决定因素 / 19
- 第三章 三个关键治理角色:首席治理官,首席执行官和董事会 / 59
- 第四章 从良好的治理到良好的结果 / 75
- 第五章 董事会应如何运作 / 109
- 第六章 审计委员会 / 123
- 第七章 董事的责任——突然的觉醒? / 149
- 第八章 评价董事会和董事的绩效 / 159
- 第九章 治理准则的比较 / 191
- 第十章 公司治理到底意味着什么? / 205

第一章

为什么大家都关注公司治理

“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。”

James D. Wolfensohn

世界银行主席，1999 年

可以这么说，在 1997 年的亚洲金融危机给亚洲带来混乱之前，公司治理对于亚洲的观众并没有显得特别重要。

今天，公司治理的重要性被亚洲各个国家所理解。

当公司被同一个人或者同一个家族所拥有和管理时，所有者的所得和管理者的努力之间不存在利益冲突。他们是同一个人，他们的目标非常清晰、统一，因此没有任何问题。

然而，当所有者和管理者分离后，代理问题就产生了。处理这个问题的最有效方法就是公司治理。

现在，好的公司治理是一个非常简单的词语，但是对它的理解和认识是比较难的。例如，来自欧美市场的好的公司治理实践在亚洲市场是否也是好的公司治理实践？特别是在美国被认为是好的公司治理实践是否不同于欧洲的好的公司治理实践？更进一步说，我们是否不应该阻碍人们介绍来自市场的可能将我们引至安然(Enron)和帕玛拉特(Parmalat)这样结果的公司治理思想？

本章主要讨论这些问题。

债权与股权所有者

公司可以从两个渠道获得资金,即债权和股权。对这些资金提供者的保护方式是不同的。债权人所有者与公司有具体的合同,如果公司破产,他们将有权在股东之前分配财产。股东是剩余风险的承担者,作为对不确定性的回报,股权融资成本高于债权融资,反映在股东的风险溢价和风险偏好。但是,因为股东仅享有剩余权,他们不清楚被赋予什么具体的权利,因此处于一种不完全契约的状态。

然后,一个有趣的问题就被提出来了。如果股东的地位不像债权人提供者那样可以通过一个合约来进行保护,现实中如何变得可行呢?

下文的引用或许是显著地区别一个企业中债权人所有者和股权所有者内在差异的非常好的方式。斜体字是作者的解释。

公司治理的本质

如果股票所有者的地位没能够被合约很好地保护,现实中如何变得可行? 有两种特别的机制进行此功能。一个是法律:规定要求管理者(代理人)根据股东(委托人)的利益去行事。另一个就是治理:一系列条款,这些条款能够使股东利用投票权迫使高管在企业的运营控制中尊重他们的利益。法律规定能够非常好地解决相对清晰的利益冲突;管理者的能力,除了安然和帕玛拉特等特例之外,都属于公司治理领域。

很明显,对于 100% 持股的所有者同时又是管理者的企业来说公司治理不是问题。对于一个大股东(或多个)控制董事会和董事并且能够在任何时候解雇管理者的企业,公司治理也不是一个大的问题(在这样的公司,对小股东利益的保护主要来自法律权利,因为他们的投票权往往是无效的)。因此,在一个管理者控制的公司,没有能够进行比较容易的合作的大股东,对于小股东来说,公司治理就是一个问题。

Kenneth E. Scott

“代理成本和公司治理”

《新帕尔格雷夫经济学与法律大词典》,第 26~27 页

通过上面的内容我们可以看出,好的公司治理是与小股东相联系的。

亚洲资本市场的特征

亚洲资本市场已今非昔比。今天的委托人仍然包括家族企业,在一定情况下和特定环境下,可以认为他们作为所有者和管理者的目标是不冲突的,并能够按照目标行事。然而,最近的发展是国有企业或者有影响的企业的出现。这些企业中管理者和所有者具有不同的偏好和目标。例如,一个完全国有的企业,管理者的注意力将集中在拥有的权利上而不是去创造利润。如果是完全的私营上市公司,创造利润将是一个重要的驱动因素。假设进行首次公司发行,一个比较有影响的企业的股权结构既包括国有的也包括私人股东,矛盾将出现,特别是管理国家垄断业务多年的管理者继续任职

而没有任何辞职的迹象。

各种情况都给有关的所有者、投资者、监管者和管理者带来了不同的公司治理挑战。

家族所有上市公司带来的一系列问题

一旦所有者,即创业者或者合伙者决定去资本市场进行融资,控股股东(全面提到的所有者和所有者的家族)和其他小股东的目标就会产生分歧。这在欧美市场是存在的,在亚洲也同样存在。已经出现许多显著的例子,例如英国的理查·布兰生爵士和维京,艾伦·休格爵士和阿姆斯特拉德。

在这种情况下,原来的所有者也是创业者继续管理公司,就像任何事情都没有发生一样。偶尔,所有者进行一些其他投资者不了解的交易;有时,那些交易不是新投资者投入企业的资金。但是,存在这样一个谜题:新投资者投入到企业的资金用来干什么?是否可以分享创业驱动的成长?如果可以,那么所有者(创业者)将改变他们的管理风格,这是否并未与新投资者的资金背道而驰?

换一种方式,我们发现许多资产管理者采用公司投资方式,这种方式被证明是非常成功的。这吸引了大量的新投资规定,但是作为投资管理协议的一部分,新资金需要资本担保,该要求潜在地阻止了资产管理者为投资者提供他们所寻求的内容。现在,资产管理者采用一种投资方式担保资本,与之相对应是采用成功的公司投资方式。

在其他情况下,通过关联交易将公开上市募集到的资金转移到私人手里,与我们前面的评论相比,这显然不是新投资者愿意参与的。

与政府有关的企业的“公共服务”带来的另一方面的问题

许多国家国有上市企业或者与政府有密切关系的企业里的公司治理的优先权已经不清晰。这些企业往往被要求提供公共服务,投资于一些财务可行性比较差的项目,但是这无论是对于政治还是对于国家建设都具有重要的意义。

我们已经强调了最近私有化企业可能面临的问题,但这里我们讨论政府驱动的有关事情。最近在韩国,以提供公共服务为理由,银行被政府要求帮助重构银行产业,而没有考虑他们股东的最好利益。例如,当有信用卡流动危机的时候,韩国国民银行将“主动”购买信用卡债务,这往往被认为是政府压力的结果,而不是创造股东价值的最好方式。

一个比较好的选择是私有化 75% 的附属韩国国民银行的信用卡。这样的变化能够允许韩国国民银行信用卡削减资金成本,这主要是由于对母公司资产负债表的杠杆作用和更好的信用评级。这将使韩国国民银行信用卡和银行自身的小股东都受益。¹

这类问题在里昂证券年度新兴市场公司治理观察报告中通篇得到强调,上面的例子就是从其中获取的。

具有长期传奇色彩海力士一意法半导体有限公司(Hynix)的重构就是另外一个例

子。涉及公共服务方面,这个例子才有意义。

海力士—意法半导体有限公司

海力士—意法半导体有限公司是全球第三大芯片制造商,随着韩国政府给国有控股的银行施加压力以优先股发给陷入困境的股东作为红利,卷入到援助和补贴的争论中。

海力士—意法半导体有限公司在2000年到2003年的3年期间,遭净损失大约76亿美元。如果韩国政府不采取措施,公司在正常情况下将破产,超过13 000个韩国的工作岗位将受到威胁。美光公司(Micron)和英飞凌科技公司(Infineon)(美国和德国芯片制造商,也是海力士—意法半导体有限公司的主要竞争对手)对海力士—意法半导体有限公司表示不满,并声称提供由债务向股权转换、贷款勾销、非商业条款、出口和税收让步组成的价值119亿美元的财务援助。海力士—意法半导体有限公司和韩国政府拒绝提供的类似帮助或者是给国有控股银行施加压力支持海力士—意法半导体有限公司,坚持以商业原因将优先股发给股东作为红利。

欧盟和美国商务部门在2003年4月和5月规定和批准进口芯片分别征收33%和57%的关税(后者在2003年7月降低到44.7%)。

尽管这些关税没有立即征收,但已有比较明显的征兆,即主要贸易国家对这种干预将要采取应对措施。随着关税的实施,海力士—意法半导体有限公司的重构将在商业的基础上进行,并将其非核心的芯片产品卖到中国和美国公司。²

债权人自觉地认为解决世凯全球有限公司(SK Global)危机是鲜京公司(SK Corp)和联通时科信息技术有限公司(SK Telecom)的责任,他们要提供财务援助。³解决世凯全球有限公司危机中的困难,一般人们希望韩国的财阀 chaebol 能够出来帮助陷入困境的兄弟公司,无论这种行为与他们股东的利益是否一致。⁴

这种错误在马来西亚也是存在的,政府和商业紧密联系在一起,政治家指望公司完成新经济政策的主要部分。执行政策的目的是让马来西亚在现代经济中获得重要的支柱地位。

更进一步的阻碍是:许多马来西亚的公司都有大的控股股东,经常是政府,他们询问公司是否按照控股股东而不是全部股东的利益行事。除此之外,比较典型的是公司大量交叉持股,开始询问他们为谁的利益服务……一些股东会对公司中的政府大股东视而不见只要他们相信利润补偿足够多。

“马来西亚的股票看起来与邻国的巨大收益不相匹配”

《亚洲华尔街日报》,2003年10月28日

更严谨地,对于交叉持股的国有企业,当资产从其他持有股份的公司注入时所发生的问题将被详细论述。或者溢价注入,但市场不会支持;或者为了帮助特定方面,以较高的价格购入,但是没有一般的出价;或者是以较低的价格卖给私有企业给公司开始事业的机会。