

“985工程‘两型’社会研究哲学社会科学创新研究基地”资助

社会责任、社会资本与公司治理

*Social responsibility, social capital
and corporate governance*

曾江洪 著



经济科学出版社
Economic Science Press

“985 工程 ‘两型’ 社会研究哲学社会科学创新研究基地” 资助

社会责任、社会 资本与公司治理

曾江洪 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

社会责任、社会资本与公司治理/曾江洪著. —北京:
经济科学出版社, 2012. 3

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1602 - 1

I. ①社… II. ①曾… III. ①企业 - 社会资本 - 研究
②企业责任: 社会责任 - 研究③企业管理 - 研究 IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 028156 号

责任编辑: 漆 熠
责任校对: 王肖楠
版式设计: 代小卫
技术编辑: 王世伟

社会责任、社会资本与公司治理

曾江洪 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 18.5 印张 330000 字

2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1602 - 1 定价: 39.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

在过去的几十年里，“股东至上”理论占据了主流企业理论的显赫位置，公司治理的目的一直被认为是追求股东利益最大化。然而，进入新世纪以来，这一观点慢慢受到质疑和挑战。安然、世通等事件的出现，不仅对其他利益相关者造成损失，也同样严重损害了股东利益。这使得人们开始重新思考公司治理问题。传统的以牺牲其他利益相关者利益为代价、获取股东利益最大回报的管理模式已经不能适应环境发展和变化的需要。股东主权已经受到了极大的挑战，股东以外的其他利益相关者的力量逐渐加强，他们不甘于继续做外部的旁观者，希望能够参与到公司治理之中。对此，学术界提出利益相关者理论，主张股东之外的其他利益相关者引入公司治理之中，调动其对公司治理改善的积极作用。

首先，股东并不是公司的唯一所有者。虽然股东提供的物质资本具有不可替代的重要作用，但只是企业构成的必要条件而不是充分条件，公司资产不能自发地实现增值，必须借助其他利益相关者的投入，公司运营也离不开经理、员工、债权人、供应商、消费者、社区、政府甚至环境的支持和参与。这些主体既然向企业进行了专用性投资，必然应该享有企业的剩余控制权和剩余索取权。况且，由于各种创新金融工具的产生，股东能够通过证券组合方式降低风险，很多股东只是通过股票的买卖以获得价差，而不是出于对企业进行长期投资和所有的目的，因而股东并不一定总比其他利益相关者更加关注企业。

其次，其他利益相关者的合同是明示合同的观点不成立。股东至上理论认为，债权人、雇员和供应商、消费者等利益相关者的合同是明示合同，其收益是固定的，而股东的合同则是隐性的、不确定的，只有在企业履行所有明示合同、支付完所有固定支出后才对股东支付，所以股东的收益可能有也可能没有，因而企业剩余应该归股东所有。但是，这种观点对企业剩余的界定只是考虑了企业经营正常状态下的情况，显然并不全面。企业对员工的支付和对债权人的补偿，在正常状态下是固定的，但如果企业经营处于非正常状态下，不论是员工的收入还是债务的清偿都不是毫无风险的，随着企业经营状态的变化，他们的收益同样具

有风险性。既然股东不承担企业的全部剩余风险，那么，股东治理模式的假设便不成立。事实上，正是由于片面强调股东的剩余索取权，而可能导致其他利益相关者采取不负责任的行为，最终损害了股东的剩余索取权。

股东利益最大化的公司治理目标除了受到理论的挑战外，在实践中也具有股东“搭便车”、股东利益目标不一致、管理层片面追求短期目标等难以克服的缺陷。那么合理的公司治理结构应该是什么样的呢？

要理解公司治理结构，首先要理解企业的本质。现代企业理论的一个核心观点是企业本身是一些不同资源的联合体，各种要素所有者之所以自愿走到一起组成企业，是想通过企业这种组织形式来共同协作创造出比任何单个生产要素所有者“单干”更高的效率，创造出大于单个成员从事生产经营活动净收益剩余。企业是各种利益相关者组成的耦合体，是不同个人之间一组复杂的显性契约和隐性契约交汇所构成的一种法律实体。

在这样一个以契约为基础的组织实体中，由于每一个利益相关者都对企业进行了不同的投入，为了保证契约公平和公正，每一个利益相关者都应该有平等的谈判权和退出权。最终导致企业在决策时应该不仅仅考虑物资资本提供者的股东利益，其他对象的利益应予以同样尊重，企业应该积极履行对各利益相关者的社会责任。

事实上，企业履行社会责任不仅是一个道德问题。在关注环境、消费者利益、合作伙伴关系等相关方利益的同时，企业可获得其生存和发展所必需的社会资本和社会支持。企业的公司治理、社会资本、社会责任都与企业的价值和财富运作机制紧密相关，它们关乎企业的永续发展。倘若从企业本质的价值特征出发，社会资本、公司治理和社会责任就将紧密联系在一起。具体而言，管理权威下的社会资本体现的是企业价值创造能力的构建，它通过组织中的知识积累将各种资源加以整合，创造出数倍的价值增值；企业中的公司治理旨在使所创造出的价值得以制衡性的分配，体现的是价值分配制衡能力的构建，它明确了企业各利益主体之间权责利的划分，为最大化组织价值创造提供了基础和平台；而企业的社会责任主要是基于其价值活动在社会范围的保护和保障，体现的是一种价值保护的能力。社会中各利益相关者对企业的期望和要求逐渐增强，因此，企业若要不断持续发展，它就必然要承担和履行更多的社会责任。然而，这三者又是如何整合于企业永续经营的价值活动中的？这正是本书讨论的问题。

本书第一章详细分析了传统公司治理模式受到的理论上的挑战和实践中的反思，引出本书所要讨论的内容。传统公司治理以股东为服务的唯一群体，而事实

上股东并不是企业的唯一出资者,企业的发展除了依赖股东的出资之外,同样离不开其他利益方投入的相关资源。传统理论认为,对其他利益方可通过合同来得到保护,股东的监督最有效。而现实情况确并非如此,由于股权分散、市场不完善等问题,股东并没有很好地发挥监督作用,最后反而使得股东和其他相关者的利益都受损。

第二章论述了契约理论、资源依赖理论、利益相关者理论和社会资本理论等这些基本的概念,为之后的分析提供理论基础。提出企业社会资本治理。社会资本治理在一定程度上补充了企业组织治理机制,社会资本能够创造信任、降低机会主义并且减少交易费用。企业治理整体性安排具有多样性,可以让各种治理机制间存在互补的关系。这种治理上的互补性恰好说明整体制度安排的结构存在内部一致性及刚性。

第三章介绍企业的社会责任,从前面关于企业本质的分析,引出企业履行社会责任的必要性,进而研究了企业社会责任和社会资本的关系,得出企业履行社会责任和获取社会资本可以相互促进。在此基础上讨论社会责任提出对公司治理的影响,以及社会责任实践情况。

第四章从相关利益方博弈的角度探讨企业公司治理问题。传统的公司治理模式主要有英美模式和德日模式两类,而这两者模式目前出现了趋同趋势,即公司治理普遍开始关注利益相关者。利益相关者在公司治理中都有一定要求,但也存在冲突。

第五章分析股东、利益相关者与企业价值最大化。首先,在理论上论证利益相关者保护与企业价值最大化的关系。然后通过问卷调查和实证检验,证明企业履行对利益相关者的社会责任,有助于提升价值,持续成长。

第六章讨论企业控制权配置与协同治理。企业中权利来源除了物质资本之外还有人力资本等其他形式的资本。企业控制权的配置应该以资源为基础,控制权的分配要按提供资源的黏合性和稀缺性来进行。企业真正的所有者是投入了专属性资源的利益方,对利益相关者治理要分为内部参与型治理、交易契约型治理和公共契约型治理三类进行平衡。

第七章讨论利益相关者角度下的经理人激励机制。从合约设计的理论基础、基本要素和设计方法开始,进行博弈分析。并设计股东、债权人、员工、其他利益相关者的激励合约。

近年来国内外许多大公司相继出现的丑闻,其实归根结底都是公司治理的问题,企业社会责任也因此受到前所未有的重视。结合对社会责任和社会资本领域

的一些研究，我写出这样一本书，希望能对该领域的研究有所帮助。可以说正是社会各界这几年对公司治理问题的关注和讨论，以及我本人对公司治理问题的兴趣，促成了本书的出版。从2010年初开始动笔，到2012年初完稿，断断续续经历了大约2年时间。在写作过程中，我的研究生雷黎涛、刘欣、秦宇佳等帮着搜集了大量资料，也参与了很多相关研究工作，在此表示感谢。

曹江洪

2012年2月

目 录

第一章 绪论	1
第1节 源自理论的挑战	2
第2节 来自实践的反思	5
第二章 理论基础	8
第1节 契约理论	8
1. 契约的不完全性和协商性	9
2. 信息不对称与机会主义	10
3. 权利与义务流转的博弈	11
4. 缔约方行为存在外部性	11
第2节 资源依赖理论	12
1. 资源依赖理论的内容和观点	12
2. 资源依赖学派的环境观	15
3. 资源依赖与利益相关者	16
第3节 利益相关者理论	17
1. 利益相关者理论的产生和发展	17
2. 利益相关者的主要分类	19
3. 利益相关者理论与企业社会责任	19
第4节 社会资本理论	22
1. 嵌入性与社会人假定	22
2. 社会资本的内涵	23
3. 企业社会资本	29
4. 社会资本与企业制度安排	37
5. 社会资本治理	40

第5节 企业社会关系网络中社会资本的创造	43
1. 企业社会关系网络中的信任创造	43
2. 企业社会关系网络中的规范形成	53
第6节 小结：企业的性质与公司治理	56
第三章 利益相关者与企业社会责任	58
第1节 引言	58
1. 公司治理结构问题引发公司社会责任之争论	60
2. 公司治理结构的变革要求与治理主体的扩张	61
第2节 企业的本质与社会责任	62
1. 传统企业理论中企业本质的观点	64
2. 资源依赖观点下对企业本质的认识	66
3. 企业本质的社会资本观点	67
4. 企业为什么要履行社会责任	69
第3节 什么是企业社会责任	69
1. 企业社会责任的概念	69
2. 企业社会责任的发展历程	72
3. 企业社会责任产生的本源：社会责任的资源依赖性	75
4. 企业社会责任配置	76
第4节 社会责任与社会资本的关系	78
1. 社会资本的多维性和分类	79
2. 契约途径视角下的企业社会责任	80
3. 企业社会责任和社会资本的关系分析	81
第5节 社会责任理念带来的公司治理结构变革	87
1. 企业社会责任的强化对公司内部治理的影响	88
2. 社会责任理论下的公司治理结构的优势	93
第6节 谁来承担社会责任	94
第7节 对谁承担社会责任	96
第8节 社会责任运动	97
第9节 国际组织与指导原则——ISO26000	102
1. ISO26000 的特点	102
2. ISO26000 遵循的重要原则	103

3. ISO26000 是对传统社会责任理念和社会责任标准的 突破和颠覆	103
第 10 节 CSR 报告：可持续发展的催化剂	106
1. 可持续发展报告的出现	107
2. 为什么要发布 CSR 报告	108
第四章 公司治理与相关方利益博弈	110
第 1 节 单边治理模式	110
1. 英美模式	110
2. 股东利益最大化的内涵	113
3. 时代背景和理论基础	114
4. 股东利益最大化治理模式评析	115
第 2 节 共同治理模式	117
1. 德日模式	117
2. 时代背景和理论基础	120
3. 模式评析	121
第 3 节 治理模式的趋同	121
第 4 节 利益相关者的利益要求与利益冲突	123
1. 利益相关者的主体范围	123
2. 利益相关者的利益要求	124
3. 利益相关者的利益冲突	130
4. 企业利益相关者之间的利益博弈	139
第五章 股东、利益相关者与企业价值最大化	149
第 1 节 股东至上论	149
1. 股东至上论的实质	149
2. “股东至上”观点的形成	150
第 2 节 利益相关者共赢	151
第 3 节 经理人应该对谁负责	153
1. 股东价值最大化利益导向的问题	153
2. 所有利益相关者价值最大化的利益导向	154
3. 价值导向的选择	156

第4节 利益相关者的保护和企业可持续发展	159
1. 利益相关者契约的经济学分析	159
2. 主动改善企业生态环境	161
3. 利益相关者、社会网络与企业价值最大化	162
第5节 企业社会责任、社会资本及成长性	164
1. 企业社会责任与商业价值	164
2. 企业社会责任作用路径及机理	165
3. 企业社会责任、社会资本和成长性评价指标	169
4. 实证检验	176
第六章 控制权配置与协同治理	187
第1节 引言：企业控制权配置	187
1. 控制权内涵	187
2. 控制权机制研究的必要性	189
3. 控制权机制产生和发挥作用的机理	190
4. 企业中权利来源	191
第2节 契约不完全在治理中的权力体现	193
第3节 企业所有权归谁所有	196
1. 对“资本雇佣劳动”的质疑	196
2. 利益相关者参与公司治理的必然性	197
3. 利益相关者参与治理的动因分析	200
第4节 利益相关者的合作逻辑与控制权配置	207
1. 最优控制权配置的标准	207
2. 基于企业资源结构的控制权配置	208
3. 以资源结构为基础配置企业控制权的意义	211
第5节 利益相关者治理途径	213
1. 协同治理的原因	214
2. 利益相关者协同治理的实现方式	218
第6节 利益平衡	225
1. 公司与员工之间的利益平衡	225
2. 公司与债权人之间的利益平衡	226
3. 公司与供应商之间的利益平衡	226

4. 公司与消费者之间的利益平衡	227
5. 公司与社区之间的利益平衡	227
第七章 利益相关者角度的经理人激励机制	228
第1节 经理人激励机制设计的理论基础与方法	229
1. 理论基础	229
2. 基本要素	230
3. 设计方法	235
第2节 利益相关者角度的经理人激励博弈分析	237
第3节 利益相关者相机抉择的经理人激励机制	240
第4节 利益相关者角度的经理人激励机制设计	244
1. 博弈演进	244
2. 组织方式	247
3. 合约选择	249
第5节 利益相关者角度的经理人激励合约的设计	250
1. 设计目标	251
2. 股东激励合约	252
3. 债权人激励合约	258
4. 员工激励合约	260
5. 其他利益相关者激励合约	261
6. 董事会激励合约	262
第6节 信誉和隐性激励机制	267
参考文献	269

第一章 绪 论

公司治理（Corporate Governance）问题是伴随着公司所有权与控制权的分离而产生的，但受到关注却始于 20 世纪 80 年代。究其原因：第一，机构投资者在公司里的地位和影响力日益增加，即使是在过去股权极度分散的美国，随着机构投资者的持股比例从 20% 也上升到了 50%。众所周知的是，机构投资者比中小股东更关心公司的治理问题。第二，美国在 20 世纪 80 年代兴起的放松管制（Deregulation）以及随之而来的敌意收购（Hostile Takeover）浪潮造成了许多问题。敌意收购给管理层增加了巨大的压力，迫使管理层花费更大的精力来听取华尔街的声音，并被迫在华尔街的建议下对企业进行一系列的改革以提高企业的股票价格，这些改革往往涉及裁员、加强成本管理、减少对社区的捐赠等，因而在很大程度上损害了员工、供应商、顾客、社区等企业相关利益者的利益，造成了一系列社会问题。第三，2001 年以来爆发的“安然”、“世通”等公司丑闻，对包括股东在内的相关者利益造成重大损失，促使人们重新思考公司治理问题。第四，公司经理不合理的高薪引起公司其他利益相关者的不满，企业的利益相关者更加关注剩余索取权和剩余控制权的合理分配。第五，近些年来，经济全球化加剧了全球范围的资本流动和企业竞争，科技发展日新月异，人力资本价值日益凸显，各种特殊利益集团不断发展壮大，对企业的影响力逐步增强。在这种背景下，利益相关者、企业伦理和社会责任等理论的发展也给公司治理研究带来了新的课题。

在这样一个动荡的、充满着机会和不确定性的环境中，传统的以牺牲其他利益相关者利益为代价、获取股东利益最大回报的管理模式已经不能适应环境发展和变化的需要。股东主权已经受到了极大的挑战，股东以外的其他利益相关者的力量逐渐加强，他们不甘于继续做外部的旁观者，希望能够参与到公司治理之中。学术界针对“股东本位”下公司治理的流弊，提出所谓“利益相关者”理论，主张将职工、债权人等利益相关者引入公司治理之中，以加强对其利益的保

护，并调动其对公司治理改善的积极作用。利益相关者管理逐渐成为学者们和企业界人士研究和关注的新课题，利益相关者理论也在短短几十年里，从理论基础、分析框架到研究方法都取得了令人瞩目的成就。

第 1 节 源自理论的挑战

20 世纪 80 年代以前，对“谁是企业所有者”的答案是不言而喻的，股东主权至上和私人财产神圣不可侵犯是市场经济的黄金定律。物质资本被认为是公司得以建立的基础，于是，股东自然而然地垄断了公司治理中的所有权力，拥有独一无二、至高无上的地位。然而，20 世纪 80 年代以后对这一问题给出了两个截然不同的答案：一是股东拥有企业；二是利益相关者拥有企业。也因此，在企业所有权问题上至少衍生出两种差别甚大的理论：股东至上理论（Shareholder Primacy Theory）和利益相关者理论（Stakeholder Theory），这两种不同的企业理论具有完全不同的治理含义。

股东至上理论认为，股东应该享有企业的剩余控制权和剩余索取权。他们的主要依据有：第一，股东所投入的实物资本构成了企业的财产，于是股东是企业的所有者。第二，股东承担了企业的剩余风险。第三，企业一般都是在清偿完其他利益相关者的收益后再分配剩余，所以，利益相关者的利益要求应被严格排除在公司治理以外（Grossman & Hartm, 1986；Hart & Moore, 1990）。利益相关者理论则认为，除了股东以外的其他利益相关者也应该拥有一定的剩余控制和剩余索取权。首先，利益相关者注入了一定的专用性投资在企业的生存和发展中；其次，他们也承担着企业一定的经营风险，也会为企业的发展不善等付出代价。因此，他们认为为了企业的稳定持续发展，企业在决策和治理过程中都应该考虑到利益相关者的利益，安抚好他们的情绪，以达到股东和其他利益相关者共赢的状态（Freeman, 1984；Blair, 1995a, 1995b, 1998）。

20 世纪 60 年代至 70 年代，新古典经济学的“黑箱”思想，即把企业看成是一个将投入转化为产出的“黑箱”，受到猛烈批判，学术界涌现出另一主流企业理论——“股东至上理论”。“股东至上理论”拥护者认为，企业的出资人是企业的合法所有者，并且，他们承担了企业的剩余风险。因此，他们应享有法律上所赋予的公司剩余控制权和剩余所有权，企业全部的经济活动应遵循出资人的意志，并全力为出资人服务。在当时的理论研究中，古典经济学和新古典经济学

都是把“股东利益最大化”作为一个基本的经济学预设，而将利益相关者的利益完全置于讨论范围之外，最多在分析企业实现股东利益最大化的要素或条件时加以提及。那么，企业是如何确定股东利益最大化治理目标的途径呢？伯利和米恩斯在对美国最大的 200 家公司进行分析后指出，大公司拥有众多的股东，以至于没有任何一个股东能垄断足够多发行在外的股票（Berle & Means, 1932），所以，公司的所有者并没有全部的控制权，拥有公司控制权的人也没有全部的所有权，这就是现代公司发展的结果。在这一背景下，公司股东需要为公司找到一个有效管理者，并将公司的控制权赋予他，而作为代理人的这个管理者需要对作为委托人的股东负有法律上的信托责任，即管理者的行为必须以股东利益最大化作为出发点，坚持股东利益至高的理念。基于上述观点，我们可以推理出股东利益最大化的治理目标的得出途径：现代公司随着规模的扩大，越来越追求用专业的人做专业的事，于是公司的所有权和控制权分离进而产生了委托——代理问题，这也就需要代理者以委托者利益最大化为公司的治理目标。

虽然，我们承认主流企业理论在我们探索企业“黑箱”中的秘密内容时发挥了十分积极的作用，也促使我们对企业的本质有了更深刻的认识。主流企业理论也进一步提出了“股东至上”和“资本雇佣劳动”的命题，但这样的命题有着诸多缺陷和漏洞，这些学者也没有给出企业所有权（即企业的剩余索取权和剩余控制权）应该全部归股东所有的有力证明。于是从 20 世纪 80 年代末开始，“股东至上”理论正式受到了利益相关者理论的强烈挑战。

①股东并不是公司的唯一所有者。虽然股东提供的物质资本是企业发展的坚实基础，但物质基础也只是企业构成的必要条件而非充要条件，公司只有借助其他利益相关者的专有性投入（如经理、员工等人力资源的投入、债权人提供的融资、政府社区给予的环境和政策性资源支持等），才能实现公司资产的有效增值。企业契约理论认为公司就是“一组契约”的结合体，公司与各个利益相关者（包括股东、债权人、消费者、员工等）存在契约关系。布莱尔（1999）则进一步指出，公司的出资不仅有来自股东的物质资本，还有公司雇员、客户、债权人、政府这些主体等提供的特殊人力资本。既然这些主体提供了专业性资本，他们就必然应该享有企业的剩余控制权和剩余索取权。更何况，很多股东只是利用各种金融创新工具通过证券组合的方式来降低风险，他们并不是纯粹地出于对企业进行长期投资的目的，而只是想通过股票的买卖获取差价而盈利。因此，在某种意义上，股东并不一定就比利益相关者更加关注企业。

②其他利益相关者的合同是明示合同的观点并不成立。股东至上理论认为，

对企业而言,它与其利益相关者(债权人、员工、供应商等)的合同是明示合同,一切都应按合同办事,其收益就应当是固定的;而企业与股东的合同则是隐性的,并且具有不确定性,企业只有在履行完所有明示合同后才对股东支付,所以股东承担了收益的风险,因而企业剩余应该归股东所有。但这种观点是不全面的,它对企业剩余的界定以偏概全,只考虑了正常经营状态下的情况。当然,在正常经营状态下,企业对员工,供应商的支付和对债权人的补偿是固定的,但如果企业处于非正常状态下,这些明示合同的固定支付就会随着经营状态的好坏而变化,这样说来,他们的收益同样具有不确定性,也就是说他们同样也承担了企业经营的风险。既然股东没有承担企业的全部剩余风险,那么,股东治理模式的假设也就不成立。“公司股东实际上是枉为理论上的所有者身份,因为他们并没有承担理论上的全部风险……这些股东几乎没有任何我们所期望的、其作为公司所有者本身所应有的典型的权利和责任”(Blair, 1996, 1999)。事实上,正是由于片面强调股东的剩余索取权,而可能导致其他利益相关者采取不负责任的行为,最终损害了股东的剩余索取权。

③公司并非只有单一的委托-代理关系,而是存在着多种委托-代理关系。股东至上理论认为公司的委托-代理关系是单一的,其路线为:股东—董事会—经理,即股东大会委托董事会托管公司的法人财产,董事会则挑选和任命经理,授予其管理公司的内部事务,从而经理人员按照股东意志行使控制权以达到企业效率最大化。这样,公司治理就简化为单层的委托代理关系。然而,根据企业契约论可知,公司内外部契约的多样性和复杂性也导致公司委托代理关系的多样性,股东与董事会和经理间的委托关系也只是其中一个重要的方面。从横向层面来说,债权人、员工等利益相关者将其有限的资源和机会投入到公司时,就承担了所投入资本的机会成本和经营风险,于是他们和企业之间同样存在“机会损失”的委托代理关系。从纵向层面来看,另外,公司内部也不仅存在股东—董事会—经理这一代理关系,还存在经理—部门经理—雇员的代理关系。由此可得知,既然股东与董事会和经理的委托代理关系只是其中一方面时,公司治理就不应该仅仅以为解决股东和经理间的代理问题而服务。

④前提假设错误。亚当·斯密“看不见的手”理论认为市场会自动调节,最终达到其均衡状态。受其影响,股东至上理论也认为股东在追求自身利益最大化的过程中,就会自动实现社会利益(包括诸多的相关者利益)最大化,从而使股东利益与社会利益实现完美结合。但这一观点与“看不见的手”这一理论都是建立在市场是完全有效的完美假设之中,然而现实中的市场并不是完全有效的,市

场失灵、信息不完备等大量存在于真实的市场中。再者，在很多情况下，股东利益与利益相关者利益并不一致，有时候甚至相斥，如果企业单纯考虑股东的利益，会导致与利益相关者利益相冲突，从而最终损害股东利益。

第2节 来自实践的反思

除了受到理论的挑战外，股东利益最大化的公司治理目标在实践中也具有难以克服的缺陷。

(1) 治理主体——股东自身的缺陷

在股东单边治理模式下，股东是公司治理的主体，具有法定的投票权，但由于股东自身存在不可避免的缺陷，必然导致这种治理模式存在缺陷。首先，由于股权的分散使得单个股东的监督成本会高于其收益，这样就会产生“搭便车”效应，但如果每一个股东都采取这样的行为，就将导致公司最终被经理或董事会控制，也就是我们所说的无“便车”可搭。其次，股东受专业知识的限制，无法对公司进行实质性的监督以及做出正确的决策。最后，股票交易市场机制不够健全。很多股东根本没有关心所持股公司的真实治理情况，而是单纯以股票价格作为判断公司价值的标准，他们持有公司股票的目的只是为了获取投机性利润。基于上述缺陷，在股东利益至上的理念下，股东极易膨胀自身的利益需求，而不是将自身利益置于合理的利益架构中实现，这势必造成股东在追求自身利益的过程中反而损害自身利益。

(2) 治理目标——股东利益最大化的缺陷

“股东利益最大化”目标的差异是由股东身份的复杂性决定的。不同股东的利益标准在其持股数量、持股动机和效用函数等因素的影响下并不一致。比如，大股东的利益要求是公司的持续稳定发展；中小股东的利益要求就是股票短期内在市场上的表现。在这样的利益标准多元化的情况下，“股东利益最大化”的标准就很难确定，在各种利益之间的取舍就更成为了问题。首先，随着经济全球化的发展，现代经济的系统性特征越来越明显，企业之间的联系越来越紧密，投资者一般都持有多家公司股票。由于某些公司之间存在着外部性，即追求一家公司的利益最大化可能会损害到所持有股票的其他公司的利益，这时候，股东利益最