

【管理学学术前沿书系】

THE INFLUENCE OF CORPORATE
GOVERNANCE ON ENTERPRISE
FINANCIAL MANAGEMENT

公司治理结构对企业 财务管理的影响

朱学军◎著



企业的财务活动是贯穿企业一切经济活动的生命线，它像一条纽带，将企业的各种活动、相应的各个部门的工作联系在一起，而财务管理在企业各种管理职能中处于核心地位，它与公司治理结构这一企业的微观环境基础之间必然存在着最紧密的关系，并能够对财务管理的发展，起着至关重要的推动作用。

【管理学学术前沿书系】

公司治理结构对企业 财务管理的影响

朱学军◎著

图书在版编目(CIP)数据

公司治理结构对企业财务管理的影响 / 朱学军著.

—北京:经济日报出版社, 2014. 9

ISBN 978—7—80257—703—9

I. ①公… II. ①朱… III. ①公司—资本结构—影响
—财务管理—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 211913 号

公司治理结构对企业财务管理的影响

著 者:朱学军

责任编辑:胡子清

责任校对:邹 琪

出版发行:经济日报出版社

社 址:北京西城区右安门内大街 65 号

邮政编码:100054

网 址:www.edpbook.com.cn

E-mail:jjrb58@sina.com

经 销:全国新华书店

印 刷:北京京华虎彩印刷有限公司

开 本:710×1000 毫米 1/16

印 张:9.5

字 数:160 千字

版 次:2014 年 9 月第一版

印 次:2014 年 9 月第一次印刷

书 号:ISBN 978—7—80257—703—9

定 价:38.00 元

版权所有 盗印必究 印装有误 负责调换

序 言

20 世纪 40 年代美籍奥地利理论生物学家冯·贝塔朗非提出的系统理论指出：系统不是孤立存在的，它要与周围事物发生各种联系，这些与系统发生联系的周围事物的总和便构成了系统的环境。财务管理（Financial Management）是在一定的整体目标下，关于资产的购置（投资）、资本的融通（筹资）和经营中现金流量（营运资金），以及利润分配的管理。即是：企业组织财务活动，处理财务关系的一项综合性的管理工作。如果我们把财务管理作为一个系统来研究的话，那么财务管理以外的，对财务管理有影响作用的一切要素的总和便构成了财务管理的环境。按照系统论的观点，环境可以不断的影响和制约系统功能的发挥，即：影响着财务管理的效率。影响企业理财的环境要素分为直接因素和间接因素，其中间接因素通常是指企业财务管理人员无法施加影响去改变的因素，主要是指政治环境、经济环境、金融环境、法律环境等。间接环境对企业财务管理活动的作用主要通过两条途径来实现，一是直接作用于企业财务管理活动本身；二是以直接环境为媒介作用于企业财务管理活动。直接环境因素则是指在某一特定范围内，对企业财务管理产生导向作用的客观条件和因素，如：企业的内部组织形式、产权结构、制度安排、经营资源及产、供、销的方式等，他们直接作用于财务管理的机能，对企业的理财活动产生着最直接、最深刻的影响，使财务管理的各种机能得以不同的形式和内容呈现出来，并促成了不同的财务管理效率。

“公司治理”（Corporate Governance）又可译做“公司治理结构”。是在 20 世纪 80 年代前后首先被英美学者提出的。按照契约理论（Alchian, 1982; Fama, 1983; Jensen, 1984）的观点：企业是“由一系列实际的或隐含的契约”组成的，“这些契约规定了各类企业成员——员工、经理、所有者、贷款人的角色，并且界定了他们在各种情况下的权利、责任以及报酬。”从这一观点出发我们可以得出，公司治理结构的本质就是对上述公司的各个参与者的权责利关系所做出的一种制度安排。或者说“公司治理结构”就是一种制度架构。通过这个制度

架构,各个参与方之间形成了一种制衡关系,从而有效地协调了各方的利益,并使公司整体目标在各参与方努力实现有利于他们各自目标的过程中得以实现。财务管理系统正是在这样的制度架构下运行的,因而财务管理系统中的各个主体要素包括股东、董事会、经理、债权人、职工及其相互关系,客体要素包括资金的筹集、投放、耗费、收入和分配及其相互关系,主体要素在对客体要素有意识的作用中所追求的目标等等无一不受着这一制度架构的影响和制约,因此可以说公司治理结构正是作用于企业财务管理系统的最为重要的直接因素之一,它深刻地影响和制约着企业的财务管理,并与之产生着互动关系,它构成了企业财务管理系统运行的微观环境基础。我们只有在这一制度架构下,讨论财务管理系统中各个主体要素的责权利以及他们在系统中所处的位置及其相互关系;讨论财务管理系统中各个客体要素的运行规则、运行方式、运行规律以及他们与公司治理结构——这一制度架构的互动关系;讨论财务管理系统中各个主体要素在对客体要素有意识的作用中所追求的目标,才能够正确确定财务管理的目标,恰当地处理财务活动中各个利益主体的责权利关系,并最终提高财务管理系统运行的效率。

从“公司治理结构”问题被提出至今,它已逐渐扩展成为一个世界性的课题。在我国对公司治理结构的研究是90年代开始的,特别是在中国共产党十五届四中全会通过的《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》之后,“公司治理结构”方面的理论和实践便成为了我国理论界和企业界共同关注的焦点,迄今为止我国学者在这一领域的研究取得了许多独到的见解和丰硕的成果,与国际水平的差距也正在日益缩短。

归纳我国对公司治理结构的研究,可以概括为三个方面:第一个方面是关于公司治理结构规则的制定、改革、完善及其在制定规则过程中所折射出的企业内、外部利益关系如何协调和兼容的研究。第二个方面是关于管理层的管理能力,管理思维与企业环境如何相互适应,从而保证决策的科学性的研究。第三个方面是研究“公司治理结构”与“企业特定行为”(包括企业文化在内)之间的关系,以及这种关系对双方的推动作用。既:“公司治理结构”与“企业特定行为”的整合研究。

公司治理结构作为一种企业微观的制度架构,其完美性并不应该仅仅体现在自身设计得多么恰到好处,更重要的是要体现在其与周围事物的整合上,这种整合应体现在:作为一种企业微观的制度体系,它既要能够通过强制性来规范企业的各种行为,对企业的各种行为产生深刻的影响和作用,同时它又不能脱离企业经济生活的现实,不能脱离宏观经济生活的发展、变化。如果我们把对公司治理结构的研究只看作是一个完全独立的体系,而忽视研究它与周围事物的相互联系,看不到这种相互联系、相互作用的过程,正是推动公司治理结构本身不断丰富

富、不断向前发展的动力,那么我们不仅会使对公司治理结构的研究之路越走越窄,甚至会陷入停顿;同时也会导致我们不能深刻地认识那些深受“公司治理结构”影响和作用的“企业特定行为”的运行规律和本质。因此本书基于“公司治理结构”与“企业特定行为”整合的研究,比较全面、深入地分析了公司治理结构对企业财务管理的影响以及相互作用的关系。特别是从公司财务管理的实践出发,对我国上市公司治理结构中存在的问题以及这些问题对上市公司财务管理包括筹资活动、投资活动、股利分配活动管理的影响进行了剖析,指出导致我国上市公司筹资活动中所表现出来的股权筹资偏好、资金结构中负债比例过低特别是长期负债偏低;投资活动中所表现出来的过度投资、“帝国构建”以及股利分配中存在的不分配或高派现等低效率财务管理行为的根本原因就在于——我国上市公司“公司治理结构”的不完善。

企业的财务活动是贯穿企业一切经济活动的生命线,它就像一条纽带,将企业的各种活动、相应的各个部门的工作联系在一起,而财务管理作为对这种资金运动进行直接管理的一种职能,必然在企业各种管理职能中处于核心地位,它与公司治理结构这一企业的微观环境基础之间必然存在着最紧密的关系,深入地研究这种关系,必然对财务管理的运行规律,有一个更深刻的认识,并能够对财务管理的发展,起着至关重要的推动作用。反之对企业财务管理发展的要求也会更进一步地推动我国上市公司公司治理结构的完善和发展。

本书共分为三章。第一章阐述了公司治理结构的定义和内涵,公司治理结构的主体和客体,公司治理结构的模式及作用;第二章从理论上分析了公司治理结构对企业财务管理的影响和相互的作用。指出公司治理结构是企业财务管理系统运行的基础环境,分析了公司治理结构如何决定了财务管理系统的主体要素,以及它对财务管理系统客体要素的影响和相互之间的联动关系。包括筹资方式的选择、资本结构的确定;公司治理对所有权和经营权分离下,由于信息不对称所产生的代理冲突导致的不当投资行为的治理,以及对公司的投资取向、投资决策程序和方法的影响;利益分配的理念及股利政策的制定,指出企业的利润分配活动既是一种公司治理结构约束下的利益分配活动,同时其本身也是处理企业与股东、经营者、债权人、政府、职工及其他利益相关者之间利益关系的公司治理活动;最后分析了公司治理结构对财务管理目标的确定。第三章从我国上市公司治理结构的特征出发,运用大量数据和案例,分析了我国上市公司治理结构中存在的问题以及这些问题对上市公司财务管理活动效率的影响。

目 录

第一章 公司治理结构的理论综述	(1)
一、公司治理结构的定义与内涵	(1)
二、公司治理结构的权益主体和客体	(4)
(一) 公司治理结构的权益主体	(4)
(二) 公司治理结构的客体	(9)
三、公司治理结构的模式及作用	(13)
第二章 公司治理结构对企业财务管理的影响	(21)
一、公司治理结构构成了企业财务管理系统运行的基础环境	(21)
二、公司治理结构对财务管理系统的结构及其主体要素的决定	(22)
(一) 财务管理系统的“核”层	(23)
(二) 财务管理系统的“核外层”	(30)
三、公司治理结构对企业财务管理活动客体要素的影响与作用	(34)
(一) 公司治理结构与企业筹资活动的联动关系	(34)
(二) 公司治理结构对企业投资活动的影响	(43)
(三) 公司治理结构与企业利润分配活动的相关性	(50)
(四) 公司治理结构对财务管理目标的约束	(61)
第三章 我国上市公司公司治理结构的特征对其财务管理系统运行 效率的影响	(64)

一、我国上市公司治理结构的特征	(64)
(一) 公司内部治理结构特征的分析	(65)
(二) 公司外部治理结构特征的分析	(76)
二、我国公司治理结构特征对上市公司财务管理活动的影响	(83)
(一) 我国公司治理结构特征对上市公司融资管理的影响	(84)
(二) 我国公司治理结构特征对上市公司投资管理的影响	(93)
(三) 我国公司治理模式对上市公司股利分配的影响	(100)
二、完善公司治理结构, 提高企业财务管理系统运行的效率	(115)
(一) 完善公司治理结构	(115)
(二) 建立一套与良好的“公司治理结构”相适应的财务管理 运行机制	(117)
参考文献	(120)
附录一:	
上市公司治理准则	(124)
附录二:	
经合组织 (OECD) 公司治理原则 (2004)	(136)

第一章 公司治理结构的理论综述

一、公司治理结构的定义与内涵

现代公司的典型特征是所有权与经营权的分离，这一特征决定了公司不可能按照传统的独资企业或合伙企业那样进行管理，在这种情况下，现代公司中公司治理结构的问题就成为了公司管理的核心问题。

究竟什么是公司治理结构，对公司治理结构的定义，国内、外有关学者大都是从不同的角度出发给出的。

国外学者对于公司治理结构定义的研究比较有代表性的有以下几种：

凯得伯里（Cadbury, 1993）认为“公司治理结构是掌管、指导和控制公司的制度与过程。”

蒙克（Monk, 1995）从公司治理结构的制度构成与制度的功能出发，对公司治理结构所下的定义是：“公司治理是影响公司的方向和业绩表现的各类参与者之间的关系。主要参与者包括股东、经理、董事会、其他利益相关者。他们之间的关系涉及主要参与者的权利、责任和影响，以及在决定公司的方向、战略、业绩表现上能做什么和应该作什么。”

詹森和迈克林（Jensen and Meckling, 1976）从代理成本角度指出，公司治理的目的是为了将经理人员和股东间的委托代理成本降至最低。

奥利佛（Oliver）在《公司治理理论与启示》一文中指出只要有两个问题存在，公司治理问题就必然在一个组织中产生。第一个问题是代理问题，确切地说是组织成员（可能是所有者、工人或消费者）之间存在利益冲突；第二个问题是交易费用之大使代理问题不可能通过合约解决。

斯坦福大学的钱颖一教授从制度安排的角度出发提出“在经济学看来，公司治理结构是一套制度安排，用以支配若干在企业中有重大利益关系的团体——投资者（股东和贷款人）、经理人员、职工之间的关系并从这种联盟中实现经济利益。”

国内学者对于公司治理结构的研究比较有代表性的有：

吴敬琏教授从公司治理结构的相互制衡角度出发指出：“所谓公司治理结构，是指由所有者、董事会和高级执行人员即高级经理三者组成的一种组织结构。在这种结构中，上述三者之间形成了一定的制衡关系，通过这一结构，所有者将自己的资产交由公司董事会托管；公司董事会是公司的决策机构，拥有对高级经理人员的聘用、奖惩和解雇权；高级经理人员受雇于董事会，组成在董事会领导下的执行机构，在董事会的授权范围内经营企业。”

南开大学李维安教授则从公司治理这一问题的产生与发展的角度，将公司治理理解为广义和狭义两个方面，他认为：狭义的公司治理就是指所有者、主要是股东对经营者的一种监督与制衡机制。而广义的公司治理所界定的则不仅仅是企业与所有者之间的关系，也包括企业与所有其他利益相关者之间的关系。且这种关系处理的合理与否是决定企业绩效的重要因素之一。

北京大学张维迎（1996）从强调企业所有权或企业所有者在公司治理中的主导作用的角度出发认为，狭义地讲，公司治理结构是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权利等方面的制度安排；广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排，这些安排决定了公司的目标，谁在什么状态下实施控制，如何控制，风险和收益如何在不同企业成员之间分配等问题。

安徽大学荣兆梓在其所著的《现代企业法人治理结构》（1995）一书中指出公司治理结构主要涉及公司管理上层。公司法人治理结构是法人财产制度在公司内部关系中的具体化。广义地说，它涉及企业内部资本所有者与经营者以及全体员工的

关系，涉及企业内部的所有组织制度、管理制度、激励制度和约束制度等等。

中国人民大学杨瑞龙、中国人民大学周业安（1997）认为：“公司治理结构本质上是一个关于所有权安排的契约。”之后他们又提出“企业治理结构就是一套治理企业交易关系的制度安排，它包括外部治理机制和内部治理机构。”

上海交通大学费方域（1998）也认为：公司治理结构的本质是关于各参与者的权责利关系的一种制度安排。这种制度安排涉及到股东、董事会、经理以及职工之间的关系，其实质是一种关系合同，在这个关系合同中，交易各方就应该实现的总目标、总原则、处理突发事件的决策程序和准则、各方所拥有的权利以及解决争端的机制达成协议，它以简约的制度安排的方式，事先规定了公司各参与者的关系，从而降低了交易成本。

以上国内、外学者对于公司治理结构不同的定义和表述，各有侧重，分析的角度也各有不同，综合他们的观点，归纳为以下四个方面。

第一，公司治理结构产生的前提是所有权和经营权的分离；

第二，公司治理结构的本质是一种解决公司各种委托代理关系的制度安排。这种委托代理关系从传统的只是解决由于所有权与经营权相分离导致的股东与董事会、董事会与经理的委托—代理关系问题，已经发展为多层次、多方面的委托代理关系问题。公司治理结构通过一整套正式的和非正式的制度，规定了企业不同利益相关者和要素所有者的关系，以实现相关权益主体之间的权利、责任和利益的均衡，其中股东、董事会、监事会和经理之间的分权与制衡，是《公司法》所确认的一种正式制度安排，构成了内部治理机制；而公司作为一个实体，其与各个治理权益主体之间关系的背后，则体现了公司与资本市场、经理市场、产品市场和政府所采取的有关经济政策、法律、法规之间的关系，这些权益主体以一种非正式的制度方式，参与公司的治理，构成了公司的外部治理机制。公司的有效运行和决策科学不仅要通过股东大会、董事会和监事会发挥作用的内部监督机制，而且需要一系列通过证券市场、产品市场和经理市场来发挥作用的外部治理机制。

第三，公司治理结构的内容不仅包括由股东会、董事会（监事会）、总经理组成的法人治理结构层面，还涉及到广泛的利益相关者，包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等与公司有利益关系的集团。

第四，公司治理结构的功能不仅是降低代理成本和代理风险，防止经营者对所有利益相关者的背离，保证股东权益，同时也强调协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，保证公司决策的科学化，以实现公司价值的最大化。诺斯指出：制度本身就是“一整套规则，它遵循的要求和合乎伦理道德的行为规范，用以约束个人的行为。”（1991）因此在良好制度的规定下，任何对个体福利或效用最大化的过度追求，都将受到制约。同时诺斯进一步指出：经济组织的活动只有在制度创新和变迁中，才能使来源于交易活动的潜在收益成为现实。

因此，一个有效的公司治理结构应当是一种“状态依存控制结构”，即控制权应当与企业的“自然状态”相对应，不同状态下的企业应当由不同的利益要求者控制，而且“外部人”应适度拥有企业的控制权，仅靠基于企业经营业绩的货币激励是不能有效的约束企业“内部人”的。

为了更进一步认清公司治理结构的本质，我们有必要在此对公司治理结构的权益主体、客体的构成，公司治理结构的模式分别予以阐述，从而进一步深刻理解有效的公司治理结构的治理作用。

二、公司治理结构的权益主体和客体

（一）公司治理结构的权益主体

公司治理结构权益主体的确定，实质上就是在确定谁有权利和资格参与企业的治理活动。产权制度告诉我们，产权最直接的表现形式就是人对财产的所有、占有、支配和使用。其中对财产的排他性所有构成了狭义所有权；对财产的占有、支配和使用则构成了经营权。即产权是以一定的财产为载体的。因而现代企业作为法人，必须拥有能够自主经营的法人财产，而企业的法人财产实际上就是企业的全部资产，它正是由所有者和债权人的出资才形成的，在现代企业里，尽管企业对其法人财产拥有独立的占有、支配和使用的权利，但是“私人财产神圣不可侵犯”的金科玉律，理所当然地赋予了出资人拥有企业的所有权。事实上法人财产权只不过是所有权表现形式的一种分解和转化，即债

权人的所有权转化为债权；股东的所有权转化为股权和公司法人财产权、股东拥有股权，而公司法人财产权则被股东委托给了董事会和经理。因此即使出资人没有亲自占有、支配和使用公司法人财产，他们作为财产最终所有权的拥有者，总是要对企业实施一定的控制和影响。所以在各国的法律框架下，即使是在今天的公司法中，在界定企业的组织形式时，仍然是以其拥有的物质资本的投入为主要依据的。因此在物质资本和财务资本发挥绝对作用的年代，股东和债权人是公司治理结构当然的权益主体，但是股权与债权又是两种性质截然不同的权力，股东与债权人分别对企业实施着不同性质、不同形式的控制和影响。

股东的股权主要表现为“剩余索取权”和“最终控制权”。剩余索取权是指股东对企业的净利润拥有分配权；同时对企业的剩余财产拥有要求权。股东的最终控制权：一是指表决权；既对公司董事会、高级经理以及公司的重大决策拥有投票权；二是股份的自由转让权。股东运用前者的权力，以“用手投票”的方式对“自己的”企业实施着直接的监督和控制，同时又以后者的权力，采取随时可能“用脚投票”的方式，抛售手中的股票，通过引起公司股票价格的下跌，使有能力的企业家或其他公司，能够借此机会收购该公司，从而驱逐现任不合格的经营者，这种可能被接管的威胁，会十分有效地对经营者构成压力，经营者如果不打算在“经理市场”上使个人资本贬值，他就要为企业努力工作。尽管当前现代公司日益表现出股权结构的分散化、多元化和融资方式的多样化，导致更多的股东采取“搭便车”或“用脚投票”的方式来行使其权利，但是是否对企业掌握控制权是不能够脱离产权制度来分析的，正如一些学者所言：“再消极的股东，也是企业的所有者，公司股权的集中与分散，只能影响股东控制权的行使方式，而不会改变控制权的性质……”。（刘俊彦 2002）股东不参与公司经营不等于股东不能控制公司，股东决不仅仅只是持有股份的所有者，毕竟是股东在选择经营者，而不是反之，因此股东在公司治理结构权益主体中，处于当然的核心地位。经济合作发展组织（OECD）在经合组织公司治理原则中指出：公司治理结构应保障和促进股东权利的行使。股东的权利包括基本股东权利，如：所有权登记采用保密的方法；转让股份；及时、规范地获得公司相关、真实的信息；参加全体股东大会并有权投票；推选和解聘董事会成员；分享公司利润等。股东对公司的根本性改变参与决策并获得充

分信息的权利，诸如：修订组织章程、法规或者类似的公司行政文件；增资扩股；特殊交易，包括转让所有或者实质上所有的资产，导致公司被出售。股东有机会有效参与全体股东大会并有权投票，股东应该被告知包括投票程序在内的全体股东大会运作的各项规定的权利，具体包括：第一，应该充分、及时地向股东提供有关全体会议日期、地点和议程的信息，以及会议拟表决问题的全面、及时的信息。第二，股东应该有机会向董事会询问，包括有关年度外部审计的问题，有关全体会议议程项目安排的问题以及有关在合理限制的条件下提出决议案的问题。第三，应该方便股东有效参与，诸如董事会成员的提名和选举等关键的公司行政决策。股东有权在董事会成员和主要执行官的薪酬政策上表达自己的观点。董事会成员和雇员薪酬计划的权益构成应该得到股东的同意。第四，股东可以亲自或者缺席投票，而不管亲自还是缺席投票，效果都应是一样的。以及当某些股东获得一定程度上的，与其净资产不相配比的控制力的资本结构和安排时应该加以披露和包括机构投资者在内的所有股东，所有权的行使应该是便利的等等。

债权人与股东一样都是企业的出资者，他们虽然都是企业的终极所有者，但债权人的权利与股权是不同的。它首先表现为债权人有权按照事先的约定获取利息并于债务到期时收回本金，即债权人对企业的所有是以一纸契约为限制条件的，由于债权人在企业里只能取得固定的收益，这必然为股东带来了增加投资风险以获取更多的投资收益而把投资风险更多的转嫁给债权人的机会，因此债权人为了使自己免于陷入财务困境，保证自己投入资金的安全性，遏止股东的某种“冒险癖好”，必然要求通过在债务契约中加进各种保护性条款，对企业的日常生产经营实施间接的控制和监督。其次，根据现代企业理论的观点，企业控制权和剩余索取权的分配，处于“依存状态”，它将随着企业的财务状况和经营好坏发生变化，“依存状态”的存在，使债权人在企业的非常时期，能够获取股东所拥有的企业剩余控制权和剩余索取权，从而有权以对企业进行资产重组和再建的方式，介入企业的经营。有关学者的研究表明：公司治理质量与债务成本之间存在着显著的负相关关系，公司治理好的公司比公司治理差的公司的融资成本大致低 1.4%。这一研究结论充分说明债务融资多的公司由于受到债权人的约束，管理层更加关注提高公司治理的质量。

股东和债权人作为公司治理结构的主体，是建立在传统的“资本逻辑”——物质资本和财务资本的逻辑基础之上的自然结果。即：与这种逻辑相适应的公司治理结构的权益主体，只能是物质资本和财务资本的所有者。但是随着人类活动范围的日益扩大和科学技术的迅猛发展，财产的性质得以不断地变化，财产客体的日益丰富化，使得产权的内容、产权关系变得越来越复杂化，在现代经济环境下，支撑公司的财产不再仅仅是物质财产、货币财产，也包括知识、劳动力等非物质财产，企业的存在在于它能更有效地创造财富，如果说企业的设立离不开物质资本的作用，那么企业在形成之后，知识资本、人力资本在企业创造财富的过程中则日益成为超越物质财富的、最具有发言权的力量。同时高新技术产业的大量涌现，使劳动者必须为了获得某一方面的专业知识而进行投资，实证表明职工在公司的专业化投资以及由此产生的冒险性是十分明显的，罗伯特（Robert）在研究了80年代中期由于倒闭和被辞退而失去工作的工人再就业后的收入情况后发现，这些工人在其重新就业的岗位中所得到的收入比过去平均低14%，而在原来岗位上工作11至20年者，收入损失为28%，在原来岗位工作21年以上者，收入损失高达44%。（罗伯特，1990），由于人力资本这种特性，必然导致公司员工关心企业的发展，视企业的命运为个人的命运，为了降低自己的投资风险，他们对公司管理的参与意识比以往任何时期都更强烈，因此员工作为知识资本、人力资本的所有者，他们也应该可以凭借自身资源的投入，获得企业的所有权，并与传统概念上的股东一道分享企业的控制权和剩余分配权，他们的权利具体表现为：有权在获取了工资、享受应有的企业福利之后，以奖金或分红的形式获得企业的税后利润；有权参与企业的管理，对企业的发展提出合理化建议；有权制止忽视、甚至置员工的切身利益而不顾的企业决策；有权掌握公司内部真实信息，对经营者的行为给予监督，以确保自身利益不受到侵害。由此我们可以得出：员工与债权人一样和公司之间同属契约关系，是公司的直接利益相关者，他们是公司治理结构的又一权益主体。除此之外现代企业的市场导向和对环境的认识，决定了供应商、顾客、社区和政府对企业的经营也起着重要的影响作用。供应商是公司生产经营所需各种资源的提供者，公司要保证生产经营的持续进行，就必须与供应商形成良好的供求关系，而这种关系的维护，是建立在对供应商的利益足够尊重

的基础之上的；顾客是公司产品或服务的消费者，消费者对企业产品的认同，是企业获取利润，提高公司价值的保证；政府是公司税收的消费者，国家的稳定，社会福利的提高，需要公司不断的发展，并如实的交纳税金，对国家的任何隐瞒和欺骗，必将招致国家法律、社会舆论的制裁和谴责。而在国家充当大股东的公司里，国家也理当关心和参与企业的决策，监督企业经营目标的完成，以保证必要的投资报酬率；社区是企业的所在地，企业的一举一动无时无刻不受着社区居民的关注，当预期企业的经营活动对所在社区，将产生负数值的外部经济效应时如环境污染，必然要受到社区居民的限制与抵制，这时社区的利益，必将成为决定企业投资方向的重要因素。因此布莱尔（Blair, 1995）指出，当今的公司不仅仅是简单的实物资产所组成的总体。现代公司的作用体现在合理权衡一切在公司财富创造过程中做出特殊贡献的主体之间的相互关系，这些关系不单单有公司的股东，还需要考虑贷款人、供应商、客户以及企业员工。因为这些个体都为公司做出了不同的贡献，且此类贡献在很大程度上决定了他们与公司之间维持稳定的关系。Blair 认为公司的员工、贷款人、顾客及供应商都能做出不同的专业投资，而这些投资和股东的投资一样都具有相应的风险，所以他们对利益的寻求与参与公司治理的权力一样应该得到合理的维护。

显然，在当代公司越来越呈现出生产和交易的社会化过程中，公司已日益成为各种利益汇聚的源点，只有全体与企业相关者的利益而不只是少数人的利益在企业中能够得以满足，投入企业的各种要素才能够得到最优化的配置。当前被大多数人认可的企业目标“相关者利益最大化”正是上述这种要求实现的一种综合反映，也是上述这种要求实现程度的一种量度。从当前的公司治理实践活动中，我们都可以看到“相关者利益最大化”理论的普遍应用。以美国为例，自 20 世纪 80 年代至今，已经有 29 个州修改了《公司法》，规定公司的经理在考虑股东利益的同时，也应当为其利益相关者进行服务。在德国、日本，公司的客户、供应商、银行机构以及企业员工都在以利益相关者的身份投入到公司治理的过程中，并为公司相关决策与长期发展而服务，与此同时董事会、经理人在努力维护利益相关者的既得利益。我国在 2002 年出台的《上市公司治理准则》第六章第 81 - 86 条对利益相关者的利益维护与参与公司治理等方面也明确了相关规定。如：第 81 条规定上市公司应尊重银行及其他债权人、职

工、消费者、供应商、社区等利益相关者的合法权利。第 82 条规定上市公司应与利益相关者积极合作，共同推动公司持续、健康地发展。第 86 条规定上市公司在保持公司持续发展、实现股东利益最大化的同时，应关注所在社区的福利、环境保护、公益事业等问题，重视公司的社会责任等等。在经合组织公司治理原则中也指出：公司治理结构应该承认法律或双边协议所确立的利益相关者的权利并且鼓励公司与利益相关者在创造福利、工作岗位和整个企业的持续融资能力方面展开积极的合作。具体包括：法律或双边协议确立的利益相关者的权利应该受到尊重；利益相关者的利益受到法律保护；利益相关者的权利受到侵害时应该有机会获得有效的赔偿；应该允许发展雇员参与的业绩强化机制；在利益相关者参与公司治理过程中，他们应该可以及时、规范地获得相关、充分和可信的信息；利益相关者，包括单个雇员及他们的代表组织应该有权自由地表达他们对董事会非法或非道义规定的关注而且他们的权利不应该因为上述行为而受到侵害。

综上所述，如果说企业的实质是一组契约，那么股东、债权人、雇员、供应商、消费者、客户、政府和社区居民等与企业有经济利益关系的相关者，就是签约人，他们形成了一张以股东为核心的“契约网”，共同制约公司的行为，参与公司的治理，在公司经营决策中贯彻着自己的意志和愿望，在充分协调中实现着自身利益最大化的要求，他们共同构成了现代公司治理结构的权益主体。

（二）公司治理结构的客体

公司治理结构的客体就是指公司治理的对象或说公司治理结构所要解决的问题。

1. 委托代理问题

（1）股东与经营者之间的委托代理问题

现代公司的根本特征就是在产权结构上实现了所有权与控制权的分离。因此新古典经济学派的创始人和杰出代表马歇尔指出，股份公司的一个很大弱点是承担主要风险的股东，不能直接观察到并证明经营管理人员的努力水平和工作态度。在委托人股东远离企业的情况下，股份公司的经理人员作为受托人，