

华南师范大学经济与管理学院学术著作出版基金资助

合谋与公司治理

——对公司治理中一个政治经济
问题的理论考察

董志强 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

合谋与公司治理——对公司治理中一个政治经济问题的
理论考察/董志强著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 9
ISBN 978 - 7 - 5058 - 8363 - 5

I. 合… II. 董… III. 公司 - 企业管理 - 研究
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 113526 号

责任编辑: 王冬玲

责任校对: 杨晓莹

技术编辑: 董永亭

合谋与公司治理

——对公司治理中一个政治经济问题的理论考察

董志强 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)

北京天宇星印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 14 印张 200000 字

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8363 - 5 定价: 27.00 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

本书专门研究显在或潜在的监督合谋对公司治理制度安排的影响，或者说，公司治理监督制衡体系将怎样对显在和潜在的合谋作出适应性反应。

所谓合谋，通俗地讲就是相互勾结。公司治理作为一种监督制衡体系，其中的合谋行为或潜在的合谋威胁是不可回避的问题。董事会—管理层勾结、财务舞弊、审计合谋等大量的合谋现象，已证实这个制衡体系中的多个代理人之间常常可以串通一气剥夺外部投资者的利益。但是，由于公司治理领域的研究一直未能引入组织合谋理论等分析框架，学术界对其合谋现象的理论研究是很缺乏的。同样，来自组织合谋理论领域的专家，似乎又未曾对公司治理中的合谋现象研究给予充分关注。因此，本书尝试运用组织合谋理论的分析框架来分析公司治理领域的监督合谋现象，并寻找恰当的公司治理制度安排。

本书从纯粹的经济理论视角研究了三个具体议题：一是试图从监督合谋的角度回答如何设计独立董事的报酬；二是试图从监督合谋的角度解释为什么有的国家选择单层制治理模式，而另一些国家选择双层制治理模式；三是回答如何防范审计合谋。

关于独立董事的报酬，学术界存在两种不同的观点：一种观点认为从“独立性”考虑，独立董事与公司的利益瓜葛应尽可能少，因此，支付固定报酬是最恰当的；而另一种观点从代理理论出发，认为没有利益瓜葛也就意味着独立董事对公司将漠不关心，因此，必须对独立董事支付激励报酬，以激励他们尽心尽责。而本书通过一个理论模型表明，当声誉市场的约束足够强，对独立董事支付固定报酬是合适的。虽然缺乏声誉市场，但是对投资者保护足够强时，也可以支付

给独立董事以固定报酬。但是，如果既没有好的职业市场声誉约束，又缺乏良好的投资者保护，则有必要对独立董事支付激励报酬以防范他们与公司控制者合谋。就我国而言，可能正是最后一种情况。

关于公司治理模式选择问题，一个众所周知的现象是：选择单层制的国家，通常投资者保护较好，而股权比较分散或者集中度相对较低；选择双层制的国家，通常投资者保护较差，而股权也相对比较集中——大股权控制企业是很常见的。这种现象究竟是偶然，还是有其内在的经济逻辑？学术界似乎一直缺乏一套理论来对此进行解释。本书发展了一个公司治理模式选择的理论模型，揭示出双层制正是对较弱的投资者保护和大股权控制的适应性制度安排。在强或中偏强的投资者保护下，股权将相对分散，公司将缺乏大股东或者大股东的力量难以控制董事会与管理层合谋，此时以董事会制衡管理层的监督体系是合适的；在中偏弱的投资者保护下，股权相对集中，大股东对董事会有实质性影响，甚至可能主导或控制董事会与管理层合谋盘剥中小股东，此时以董事会制衡管理层、以监事会制衡大股东和董事会的治理结构是更合适的；在弱投资者保护下，股权完全集中在家族内部，形成家族企业，从而缺乏所有权—控制权分离的现代意义上的公司，也谈不上现代公司治理模式。模型结论对于讨论我国上市公司监事会存废问题有重要意义。

关于审计合谋，本书考察了与之相关的三个问题：合谋惩罚机制、职业生涯激励以及审计市场竞争对合谋行为的影响。模型分析的基本结论是：（1）有效的审计合谋防范机制是惩罚机制和防范合谋激励报酬的组合，若缺乏有效的惩罚机制而仅仅试图通过激励来防范审计师的合谋行为是不可行的；（2）对于有长远眼光的审计师而言，职业生涯激励的确有效，而且对委托人也有利；但是对于眼光短浅的审计师而言，职业生涯激励并无效果；而在审计市场竞争激烈的情况下，常常是审计机构自己破坏了审计师的职业生涯激励；（3）降低审计公司的市场竞争，有利于提高审计价格而使审计公司具有更大的独立性，审计市场无合谋完美均衡是有可能达到的；事实上，商业伦

理和社会规范对于无合谋均衡有深刻影响。上述几个研究结论，其政策含义亦相当明显。

本书在最后总结了全书的研究，并提出了可进一步研究的议题，主要包括政企合谋与国有资产流失、媒体和学者在公司治理中的监督作用以及投资者保护的国家差异问题。这三个问题看起来互相没什么联系，但是它与本书研究的公司治理合谋问题密切相关。政企合谋（媒体常称“猫鼠共谋”）本身就是我国国有企业公司治理中的一个突出问题，也是导致国有资产流失的一个重要原因；媒体和学者的监督，一方面已被近来的文献确认为公司治理的重要监督力量，另一方面引入媒体和学者这样的“第四监督力量”还有助于我们克服合谋理论研究中可能遭遇的无穷连续监督问题；投资者保护的差异虽不直接与合谋问题联系，但不同的投资者保护下公司治理的合谋利益是不一样的，那么，为了防止合谋而主张法律移植是否又是科学合理的呢？这些问题目前答案并不清楚，人们对其也所知甚少。

董志强

2009年7月

目 录

第1章 引言	1
1.1 公司治理中的合谋威胁	1
1.2 研究的内容及其学术和现实意义	13
1.3 全书结构安排	20
第2章 背景文献回顾	21
2.1 法律环境与公司治理	21
2.2 董事会与公司治理	31
2.3 组织合谋理论	39
2.4 本章小结	57
第3章 合谋与独立董事激励	59
3.1 引论	59
3.2 模型	64
3.3 无合谋合约	70
3.4 防合谋合约	75
3.5 防合谋合约的效率	82
3.6 结论及相关评论	87
第4章 投资者保护、大股权监督与合谋以及公司治理 模式的选择	92
4.1 引言	93
4.2 模型	101

4.3	模型分析	107
4.4	扩展的分析	129
4.5	结论与政策讨论	141
第5章 公司治理中的审计合谋.....		143
5.1	引言	143
5.2	惩罚、激励与审计合谋防范	148
5.3	职业生涯激励与审计合谋	162
5.4	市场竞争与审计合谋	168
5.5	结论与政策讨论	177
第6章 研究总结与未竟领域.....		180
6.1	研究总结	180
6.2	有待继续研究的领域	187
6.3	结束语	196
参考文献.....		198
后记.....		214

第1章

引 言

合谋 (collusion) 是社会、政治、经济领域经常提及的一个词语,因为在这些领域有太多的勾结和联盟行为。在公司治理领域,合谋亦有很高的出现频率。正如 Tirole (1992) 所说:“在金融经济学中,有许多资料表明董事会与管理层之间存在着合谋现象。”随着 Enron、World Com 等世界级公司巨人因财务丑闻而黯然倒下,“审计合谋”一夜之间成为现代社会的流行词汇。在国内,独立董事被指责与公司控制者合谋剥夺外部投资者,地方政府和监管部门被指责与国有企业管理层合谋盘剥国有资产……。

公司治理结构是一个监督制衡体系。本书的中心议题就是研究监督制衡过程中显在或潜在的合谋行为对于公司治理合约安排的影响。研究目的在于两个方面:一是解释现有的公司治理合约安排是如何对监督合谋作出反应的;二是推导公司治理合约应该如何对潜在的合谋威胁作出制度上的反应。

本章将概要介绍对付公司代理问题的监督制衡机制,以及这些机制面临的合谋威胁,并明确本书研究的内容及其学术和现实意义。

1.1 公司治理中的合谋威胁

1.1.1 公司治理中的代理问题

尽管不同的学者从不同的角度对公司治理 (corporate governance)

下过不同的定义，但他们中大多数均赞同把公司治理看作是一套关于所有者和管理者之间权利和利益分配的制度安排。即便如此，对这套制度安排所要达到的目标在不同人士之间仍可能存在着异见。因为有人主张股东价值治理，也有人主张利益相关者治理，笔者个人倾向接受前者，正如 LLSV (2000) 明确指出，很大程度上，公司治理就是外部投资者借以防止其权利被内部人剥夺的一套机制。

这套机制之所以需要存在，原因在于一旦公司的所有权和控制权发生分离，就会出现代理问题——由于所有者和管理者常常具有不一致的利益路径或取向，这很容易导致管理者采取对自身有利但对所有者却甚为有害的行动。公司治理的目的就是为了对付这些代理问题，以确保公司的投资者能够从他们的投资中得到相应的回报。

公司治理中的代理问题可以分为两大类：第一大类是掌握控制权的管理者利用控制权攫取外部投资者（股东和债权人）的利益。这类代理问题又称管理层道德风险。Tirole (2005) 曾细致地把管理层道德风险划分为如下四种：

一是努力不足。当然，这不是说管理层没有在办公室呆上足够长的时间（事实上大部分高管人员工作时间都很长），而是指将工作时间在不同任务之间进行分配。管理层很可能会为了避免谈判的不愉快而在原料供应、劳动工资等谈判中不那么坚持到底；也可能不愿投入足够的精力来监督下属员工，最近十多年许多企业内部控制不足而导致公司巨大损失的丑闻迭出就是很好的例子；或者，经理也可能只花很少时间在聘请他们来做的工作上，而把大量时间花费到怎么保住自己的职位或提高个人社会名誉上，比如他们积极从事社会、政治、慈善等活动，而这些活动可能并无助于提升公司价值。

二是过度投资。许多的例子都或直接或间接地表明，某些管理层更醉心于营造一个企业帝国，而不是为股东创造最大财富。管理层完全有可能转移公司的合作机会，投资于个人偏爱而对股东无益的“政绩”项目，或者给高级经理支付过高的薪酬等。Jensen 和 Meck-

ling (1976) 曾集中分析过管理者津贴以及营造企业王国 (Empire Building) 的其他形式所用的耗费; Jensen (1988) 也提供了一个例子: 20 世纪 70 年代实际利率高涨, 石油产业的管理层却有着巨大的石油勘探支出, 而且石油行业的高管们还将大额的现金投资于非核心产业, 这些做法对股东其实是不利的。Blanchard 等 (1994) 也通过对法院判决的研究说明了管理层是如何攥紧钱袋不给股东而无效率地把钱花掉的。

三是防御策略。为了保住自己的位置, 管理层通常会采取伤害股东的行为。事实上他们有很多的防御策略。首先, 他们可能会积极行使使他们成为必不可少的专用性投资 (Shlerifer and Vishny, 1989), 譬如投资于一个他们擅长的而实际上已经快要过时的技术或者正在衰退的产业。其次, 他们在位置受到威胁的时候, 很有动力进行报表粉饰, 创造性地运用会计技术来掩饰其不断恶化的经营状况, 使得业绩“看上去很美”。相应地, 业绩很好的时候, 他们常常倾向于过于保守的经营方式, 因为他们不愿冒业绩下降而失去位置的风险; 当业绩很差时, 他们又常常偏好过于冒险的经营策略, 因为损失最终是由股东来承担的, 一招险棋或可换得重生也是很正常的想法。

四是自利交易。管理层可以通过一些策略性的交易来增进自己的私利 (private benefits)。他们可能会消费过于高的补贴; 或者任人唯亲, 至少也得选一个想法接近自己的人以免退位后受到批评或者使其过去的业绩显得黯淡无光; 或者将产品贱卖给亲戚朋友或者从亲戚朋友中选择一个昂贵的供应商; 或者花费公司的金钱跟政治家交朋友或为政治团体提供资助。近年来的公司治理丑闻, 主要与自利交易有关, 而且在投资者法律保护不力时, 某些自利交易具有合法性, 但实际上是对股东财富的掠夺。如 LLSV (2000) 就指出, 价格转移、资产剥离、投资者稀释等方法可能常常是合法的攫取手段, 但这与做贼没什么两样。当然, 自利交易也可发展到直接的非法行为, 比如内部监守自盗、违法的内部交易或者故意泄露或出售

商业秘密等。从信息可观察和可验证的角度看，自利交易更容易被观察和发现，因此，法律对于管理层道德风险的限制也主要集中在自利交易上。

公司治理的第二大类代理问题是，公司的控股股东（controlling shareholder）利用对企业的控制权对中小股东进行掠夺，或者控股股东联合管理者一同对中小股东进行掠夺。控股股东往往可以通过股权优势控制董事会席位，或者使有利于自己单方面的政策被通过，即使这些政策可能会以牺牲中小股东的利益为代价。而近年来一系列关于公司治理的国际比较实证研究发现，当代全球（大型）公司治理中更广泛的代理问题是大股东对中小股东的掠夺（Shleifer and Vishny, 1997；LLSV, 2000），东亚尤其如此（Claessens, Djankov and Lang, 1999, 2002）。

本来，大股东的存在可以对管理层的道德风险形成制衡，在一定程度上限制管理层的道德风险。但是，大股东的监督动机是复杂的，它一方面是为了保护自己作为投资者在企业拥有的利益；另一方面却也完全可能利用控股权将管理层变成傀儡，操纵管理层对外部投资者进行剥夺。大股东最简单的剥夺方式是控制管理层选择对大股东有利而对小股东不利的项目。更为复杂的剥夺方式则是通过企业集团形式建立起剥夺性结构，将公司的控制权与现金流权分离，掏空公司资产。金字塔结构控股、交叉持股或者类别股份结构都是有利于剥夺外部投资者的股权结构。

不妨以金字塔结构为例说明大股东剥夺外部投资者的机理。如图 1-1，张三家族以 51% 股权绝对控股 A 公司，A 公司以 51% 股权绝对控股 B 公司，相当于张三家族仅以 26% 的股份就（绝对）控股 B 公司；然后还有 C 公司是完全属于张三家族的（100% 股权）；张三家族可以通过在 B 公司和 C 公司之间进行关联交易（比如将 B 的产品贱卖给 C，又从 C 高价买入原料），那么，B 公司的外部股东利益就被张三家族剥夺了。张三家族甚至可以逐渐掏空 B 公司的所有资产。掏空（tunneling）是新世纪才出现的术语（见 Johnson and LLS,

2000), 但掏空现象在股权集中的国家却是一种很普遍现象。

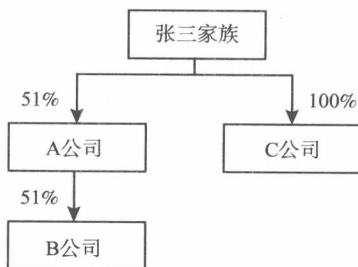


图 1-1 金字塔股权结构

以上对公司治理代理问题的讨论建立在私人产权企业之上。这些企业的代理问题就是上面两类：一是管理层道德风险；二是大股权控制管理层掠夺外部投资者。当然，对于公有产权企业或国有企业，也许还应加上一类新的代理问题：投资者代表的代理问题。因为在国有企业中，国家作为投资者其权利（比如表决）的履行常常是通过其代理人（比如国资委官员）来进行的，但是，作为代理人的官员往往也有其自身的利益目标，这些目标并不能完全与国家的利益保持一致，他们也有可能为了自己的利益而牺牲国有资产和国家利益。因此，公有产权企业或者国有企业，将面临投资者代理人道德风险这样的第三类代理问题。

1.1.2 克服代理问题的机制

公司治理存在代理问题，这些代理问题又如何加以克服和限制呢？

一个办法是将所有权与控制权合二为一。这种办法有时确实被企业家所选择，比如家族企业。但是，由于融资问题、继承问题——分散股权可以融得更多的资金以促进企业的生存和发展，而且职业经理

也往往比创始人的后嗣具有更高的经营才能^① (Mock et al., 2000; Perez-Gonzales, 2001) ——所有权与控制权的分离可能就难以避免。事实上,有一些研究者认为所有权与控制权分离(或至少部分分离)几乎是必然的,最终经营者必然控制公司(高明华,2001)。董志强(2003)以及董志强和蒲勇健(2004)借鉴LLSV及其追随者的研究成果用于解释民营企业公司治理“家族锁定”现象,其基本思想是,尽管所有权—控制权分离会存在代价,但只要分离两权的净利益大于不分权的净利益,则所有权和控制权就会发生分离,否则所有权和控制权就会合二为一,保留在家族内部。

一旦给定所有权与控制权分离,那么,代理问题就不可避免。为了克服代理问题,有两条主要的路径得到了采纳:激励和监督。前者是指通过基于业绩的激励计划,将管理层的激励与投资者利益纳入方向一致的轨道;后者是利用股东、潜在股东(接管者、收购者)、债权人以及其他各方监督力量对公司治理进行监督。由于本书主题是公司治理监督中的合谋问题,因此笔者不打算在此啰嗦有关激励的手段。笔者把重点放在监督制衡体系的描述上。而对激励管理层感兴趣的读者,可以看看Tirole(2005)第一章作出的很好的综述,当然他也讨论了监督。

① 需要说明的是,这里强调的是家族后嗣的能力可能普遍低于职业经理,并不是说家族企业的赢利能力会低于职业经理控制的企业。事实上,家族企业的创始人本身常常就是非常优秀的职业经理,而且家族控制所产生的管理层败德问题比之外聘职业经理来说要轻微得多,因此家族控制企业的赢利能力其实也有可能比外部职业经理控制企业的赢利能力更大。McConaughy等(1998),Anderson和Reeb(2003),以及Villalonga和Amit(2004)对美国的研究均有上述结论;而Benjamin Maury(2006)用西欧13国调查数据研究也发现,与外聘职业经理相比较,家族积极控制企业会有利于企业的赢利能力,而消极控制企业则对其赢利能力没什么影响;不过也有相反的证据,比如Bath等(2005)利用挪威的调查数据研究发现,家族拥有并经营的企业比非家族拥有由职业经理经营的企业业绩更糟糕。不过,我们强调创始人后嗣的能力,这些研究是不能体现的,而Mock等(2000)和Perez-Gonzales(2001)的研究恰好说明了创始人子女或继任家族成员掌管企业的情况,这些由后嗣掌管的企业其绩效表现不如外聘职业经理掌管企业。认识到这一点,我们就可以更好地理解家族企业为什么常常在创始人离任之际(或前后数年)作出分离所有权—控制权的决策——虽然分离两权会带来更高的代理成本,但是,外部职业经理比家族后嗣更高的能力所带来的业绩可以对代理成本形成一定的补偿(分离两权的收益),最终是否分离两权就会取决于这种成本和收益的平衡(董志强,2003)。

监督是公司治理最核心的内容。公司治理的各种合约安排，实际上就是一套监督制衡的机制。那么，一般来说，有哪些机制被用于监督和制衡公司的实际控制人呢？按照 Becht 等（2002）的总结，大致有如下一些常见的机制：

①接管模型（take over models）。敌意接管（hostile takeover）一直被看作是约束和更换管理层的最为激进和引人注目的方式。理论上，一个公司如果经营不善，就会导致其股票价格低于正常水平，从而使其他公司可出面以较低的价格收购该公司，并从改善公司管理中获得好处。敌意接管所造成的后果通常是公司现在的管理层失去职位，因为正是他们使公司陷入了经营不善的困境。而失去职位的压力，会刺激公司管理层努力改进管理，提高利润和股东价值，以保住自己的职位。

②大股东模型（blockholder models）。由于无法平衡监督的成本与收益，以及搭便车的倾向，分散的小股东将没有动力去监督管理层。这就是公司治理监督中的集体（不）行动困境。构建起至少包括一名大股东的半集中所有权结构（semi-concentrated ownership），是克服监督中的集体（不）行动困境的方法之一。因为大股东将因其高额利益所在而存在监督的动力。

③委派监督和大债权人（delegated monitoring and large creditors）。有关中介机构监督管理层的理论文献表明，银行或其他金融中介机构委派监督是公司治理监督的一种有效方式。中介机构通常持有大股权，因而它起到了与大股东监督类似的作用，从而亦可避免多股东集体行动问题。传统上，持有公司股权或债权的机构并不大干预公司治理（比如撤换经理），但是，近十余年来这种情况似乎已有所改变（1993 年柯达更换 CEO 就是机构投资者介入的结果）。

④董事会模型（board models）。在股权分散的情况下，避免集体行动问题的另一个办法是，利用董事会来监督 CEO。绝大多数公司章程要求股东选举产生董事会。董事会的任务是选择 CEO，监督管理层，以及对重大决策（如并购等）进行投票、确定 CEO 的报酬

(remuneration)，改变企业资本结构（例如股票收购和债券发行），等等。但是，如同一些评论家所认为的，在股权分散的企业，董事会更像是一个“橡皮图章”而不是真正独立的对 CEO 的权力进行法律检查和制衡的机构。所以许多国家为削弱 CEO 的影响力而引入了独立董事（independent director）制度，要求董事会中必须具备一定数量的独立董事。

⑤高管报酬模型（executive compensation models）。除了监督和控制 CEO 的行为，还可以通过设计 CEO 的报酬使其目标与股东的目标一致。不过，尽管委托—代理理论为分析最优激励合约提供了一个有用的框架，纯粹理论与具体的高管报酬设计之间还是相距甚远。高管报酬与公司治理之间的重要联系，以及高管报酬的决定方法，在规范分析的层面还保留着许多开放性问题有待探索。

⑥多种代表模型（multi-constituency models）。关于董事会和高管报酬的正规文献都持有这样的假设：董事会是绝对代表股东利益的。但在实践中，情况并不总是如此。当一个企业与银行有长期关系，银行代表出现在董事会并非罕见之事。同样，企业也可能被要求必须吸纳员工代表进入董事会，这在德国尤其突出。在董事会强制纳入股东以外的代表是“利益相关者治理”思想的反映，但这种做法是否恰当至今仍存争议。

事实上，公司治理是一项系统工程。在这个系统中，公司的实际控制人（CEO）^①以及董事会和管理层都必须受到监督。Bacht 等（2002）总结出的上述六种常见的模型，并没有完全刻画出公司治理的监督制衡体系，它们实际上只是公司治理的市场约束方面——甚至不是市场约束的全部，因为还有金融分析师、投资银行、信用评级公司等也可充当监督力量并强化市场约束；此外，法律与监管（比如投资者保护法、证监会、外部审计）以及独立声音（媒体和学者等）

^① 公司的实际控制权有时在股东（通过董事会控制），有时在管理层。CEO 是一个最能体现实际控制权的职位，因为 CEO 享有最终的裁决企业事务的权力。CEO 可以来自董事会，也可以来自管理层，它来自哪一方常常表明哪一方就拥有更大的实际控制权。

也是重要的监督力量。因此，在笔者看来，一个比较完善的公司治理监督体系所包含的主体至少应该包括图 1-2 中的人员或机构。

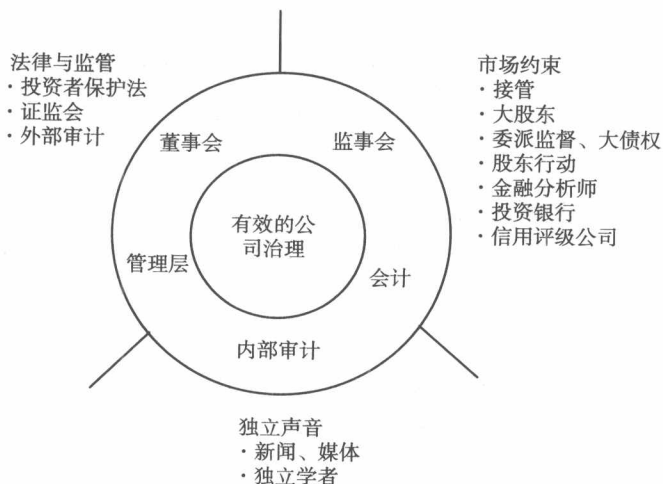


图 1-2 公司治理监督制衡体系

1.1.3 公司治理监督中的合谋威胁

对公司治理的代理问题及其制衡机制有所了解之后，就可以进入本书要探讨的监督合谋主题了。虽然敌意接管、大股东监督、委派监督和大债权人、董事会、高管报酬、多种代表参与治理、金融分析师、信用评级公司、证监会等都是公司治理中的监督制衡力量，但几乎每一种力量都存在这样那样的问题。这些问题都与当事人一个重要的策略行为——合谋——密切相关。

在敌意接管中，作为公司出资人的金融家（financier）和管理层有时会订立合约密谋榨取将来的接管者的效率租金（Scharfetein, 1988）。比如，一个非歧视性垄断厂商，他们乐于设计合约将收购价格定在有效竞争价格之上。结果，在这样的价格水平下接管者失去了

收购兴趣。这可能就是理论界一直欣赏的敌意接管在现实中并不常见的原因之一。实际上在大多数国家，并不存在敌意接管；即使在英美国家，敌意接管较之其他机制也使用得相对较少。

大股东监督中的合谋问题可能更突出。大股东因其较大数量的股权而取得公司的部分控制权，从而有可能胁迫管理层与其合谋侵吞中小股东的利益。在东亚国家，大股东控制管理层合谋掏空企业的案例比比皆是。实证研究表明，大股权滥用和掏空企业是全球公司治理中最主要的代理问题（LLSV，2000；Claessens et al.，2002）。

委派监督和大债权人对管理层的监督亦存在问题，一个问题是机构投资者或银行本身也只能通过其代理人去监督公司，而执行监督的代理人在公司没有直接财产，他又如何百分之百地努力监督呢？另一个问题是，在欠缺法治和监管不力的证券市场，机构投资者也常常与管理层合谋操纵股价，剥夺中小股东的利益。甚至，在中国有些机构投资者可能参与了上市公司管理层合谋侵吞国有资产的活动。比如宇通客车 MBO 事件中，郎咸平就质疑其与基金合谋玩“猫腻”^①。

董事会被管理层收买而与之合谋的威胁更为人们所关注。人们常常指责董事并不“董”事，这种指责有其道理。譬如，曾有一位董事吹嘘道：“如果你兼任了五个董事职位，那你简直就像呆在了天堂，享受着永久的热水浴。你无须做任何工作，每个月只需坐上公司给你提供的小轿车去开一次会，看起来威严而睿智，然后在适当的场合说‘我同意’，就万事大吉了。”^② 由于 CEO 对董事会成员的选择有巨大的影响，而且通常 CEO 拥有更优越的信息，再加之董事会成员在公司里通常只具有极其有限的利益，导致其不大可能全力监督，最终是董事会常常被 CEO 挟制。这也是许多政府当局对董事会的管制主要围绕其独立性展开的重要原因。

^① 《郎咸平炮轰宇通客车 MBO：可能与基金合谋玩猫腻》，见《每日经济新闻》，2005 年 5 月 23 日。

^② 转引自 Katrina Brooker, “Trouble in The Board Room,” Fortune (May 13, 2002): 113 - 116。