

内 容 简 介

公司治理与价值创造

李亚静 编著

本研究获得国家自然科学基金项目 (70171054), 香港研究资助局项目 (CRGC Grant No : CUHK 4302/01H) 以及西南民族大学校级项目的共同资助。

本书从分析公司存在的目的出发,论述了公司治理的外部机制和内部机制的具体运作,比较了各国公司治理具体模式的优劣,介绍了公司治理的最新进展,对公司治理结构的理论研究进行了较为全面的分析和总结,提出了相应的我国公司治理结构的理论假说,并以我国上市公司的实际数据对提出的理论假说进行了检验,对我国公司治理结构的建设提供了非常有益的决策依据。

本书行文流畅,结构清晰,反映了最新的公司治理实务经验和理论成果,适合于进行公司治理研究的学者、上市公司监管机构的人员和企业高级管理工作者,以及对公司治理感兴趣的人士。也可作为管理和经济类研究生和博士生的教材或参考书籍。

西南交通大学出版社

· 成 都 ·

图书在版编目 (C I P) 数据

公司治理与价值创造 / 李亚静编著. —成都: 西南交通大学出版社, 2004.9
ISBN 7-81057-996-7

. 公... . 李... . 公司 - 企业管理
. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 100741 号

公司治理与价值创造

李亚静 编著

*

责任编辑 张 葭

封面设计 何东琳设计工作室

西南交通大学出版社出版发行

(成都二环路北一段 111 号 邮政编码: 610031 发行部电话: 87600564)

<http://press.swjtu.edu.cn>

E-mail: cbsxx@swjtu.edu.cn

四川森林印务有限责任公司印刷

*

开本: 850 mm × 1 168 mm 1/32 印张: 8.125

字数: 202 千字

2004 年 9 月第 1 版 2004 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 7-81057-996-7/F · 107

定价: 27.80 元

图书如有印装质量问题, 本社负责退换

版权所有, 盗版必究, 举报电话: (028) 87600562

序

随着经济全球一体化趋势愈加明显,各国的公司治理正经历着一系列的变化。在此过程中,越来越多的决策者认识到,建立有效的公司治理是现代市场经济体系有序、高效运行的微观基础。

自建立现代企业制度成为我国国有企业改革的主要方向以来,公司制企业在我国得到了迅猛的发展,公司治理日益受到我国各级政府与企业的重视,对公司治理的研究也成为我国理论界的一个重要课题。

随着我国加入世界贸易组织,我国企业面临着国外跨国公司的激烈竞争。技术先进非常重要,但企业的治理机制是企业生存的根本因素。所以,研究公司治理在当前显得更为重要。

《公司治理与价值创造》一书从分析公司存在的目的出发,着重论述了公司存在的目的应是公司长期市场价值的最大化,公司治理的目的也应是公司长期市场价值的最大化,即公司创造的价值最大化;并指出对公司治理的研究应该围绕着治理机制如何有利于企业创造价值进行。所以,如何准确度量企业创造的价值,是公司治理研究的基准点。作者分析现有的度量指标,指出经济附加值是现有的度量企业创造价值的指标中最优的一个,并以此展开对我国公司治理的理论分析和实证研究。

作者在《公司治理与价值创造》一书中,论述了公司治理的外部机制和内部机制的具体运作,比较了各国公司治理具体模式的优劣,介绍了公司治理的最新进展,对公司治理结构的理论研究进行了较为全面的分析和总结,提出了相应的我国公司治理结构的理论假说,并以我国上市公司的实际数据对提出的理论假说进行了检验,对我国公司治理结构的建设提供了非常有益的依据。

贯穿于全书的思想是公司治理的目的是为企业创造价值提供一个制度保证,公司治理机制的设置和效率的评价应该以企业创造的价值为标准。行动的效果评价标准指引着行动的方向,只有正确的标准才能够指引正确的行动方向。所以,企业创造价值的评价是公司治理中的一个非常关

键的因素。而现行的企业绩效度量指标主要是会计型指标和市场型指标。会计型指标由于忽略了无息补偿资金占用的机会成本,所以不能够准确测算企业相对于资本机会收益的真实效益。我国企业资本长期以来在低效益下形成已对经济增长的微观基础构成了严重的侵蚀。这除了国内经济学界认为的企业管理机制改革滞后、企业双重目标的影响等原因外,其中很重要的一个至今仍未意识到的原因就是会计利润效益概念在真实反映和促进企业提高经济效益方面的局限性。会计利润绩效的这种信息非充分性会造成与提高资本效益背道而驰的两个负面影响:第一,诱导企业用扩张“无偿”资本的方法,如扩张股东资本等,去追求利润的增加,即“圈钱买利润”;第二,资本的非优化配置,因为资本很可能被扭曲的利润收益信号误导而被配置到小于机会收益的低效企业或项目,从而造成资源配置的效益浪费。而市场型指标作为我国上市公司绩效的度量,会因为我国证券市场弱有效性的特点以及波动性太大,投机性太重等原因而不能够较好地度量公司创造的价值。

经济附加值是经济学中的经济利润(economic profit)和会计学中的剩余收益(residual income)型指标,能够较好地度量企业创造价值。管理大师比得·德鲁克指出:“……只有企业获得了超出资金成本的收益,我们才可以说企业赢利。阿佛莱·马歇尔 1896 年就指出了这一点,我在 1954 年和 1973 年也谈到过,感谢上帝,而今经济附加值为这个观点建立了完整的体系”。经济附加值指标体系于 20 世纪 90 年代初开始,逐渐在美国等国的大公司中,如可口可乐(Coca-Cola)、西门子、IBM、Wal-Mart 等获得了成功应用,使得这些公司的资本效益大幅度地提高。

本书作者应用经济附加值(EVA)理论,在企业绩效评价和以创造价值为基准点完善公司治理机制方面,做出了非常有益的探索,得出了一些非常有建设意义的结论。对有理论头脑的企业家和有实践经验的理论家来说,这本书都非常值得一读。

黄登仕

2004 年 9 月 10 日

目 录

第一章 公司治理问题的产生	错误！未定义书签。
第一节 公司治理问题的起因	错误！未定义书签。
第二节 公司治理的概念	错误！未定义书签。
第三节 公司治理理论的主要流派	错误！未定义书签。
第二章 公司治理的目标	错误！未定义书签。
第一节 企业需要单一的目标	错误！未定义书签。
第二节 价值最大化和社会福利	错误！未定义书签。
第三节 利益相关者理论之公司目标	错误！未定义书签。
第四节 新价值最大化理论和新利益相关者理论	错误！未定义书签。
第五节 本章总结	错误！未定义书签。
第三章 公司治理的机制	错误！未定义书签。
第一节 公司治理的内部机制	错误！未定义书签。
第二节 公司治理的外部机制	错误！未定义书签。
第四章 公司治理的模式	错误！未定义书签。
第一节 英美机构投资者主导型模式	错误！未定义书签。
第二节 日本机构投资者主导型模式	错误！未定义书签。
第三节 德国机构投资者主导型模式	错误！未定义书签。
第四节 东南亚家族控制模式	错误！未定义书签。
第五章 公司治理的评价	错误！未定义书签。
第一节 评价问题的提出	错误！未定义书签。
第二节 国内外公司治理评价实践	错误！未定义书签。
第三节 中国公司治理实践发展的迫切需要	错误！未定义书签。
第四节 中国上市公司治理实践的评价系统	错误！未定义书签。

第五节 公司治理的绩效评价	错误！未定义书签。
第六章 企业创造价值的评价指标——EVA	错误！未定义书签。
第一节 EVA 的定义及其与剩余收益的关系	错误！未定义书签。
第二节 EVA 的理论与实证研究	错误！未定义书签。
第三节 会计利润指标是衡量企业创造的价值吗	错误！未定义书签。
第四节 EVA 在公司绩效评价和公司治理中的作用	错误！未定义书签。
第五节 EVA 在中国的应用	错误！未定义书签。
第六节 EVA 与投资收益的相关性	错误！未定义书签。
第七章 中国公司治理的渐进过程	错误！未定义书签。
第八章 股权结构与公司价值创造	123
第一节 关于股权结构、治理机制与绩效关系的研究	124
第二节 股权结构与公司创造价值关系的假说	130
第三节 实证分析——基于各种行业上市公司	136
第四节 实证分析——基于竞争激烈的行业上市公司	151
第九章 董事会控制与公司价值创造	166
第一节 董事会结构	166
第二节 外部董事制度研究	172
第三节 董事会的合理规模	177
第四节 董事会与高级管理层关系问题	180
第五节 董事会作用与价值创造的实证分析	182
第十章 高级管理层激励约束机制与公司价值创造	192
第一节 经营者激励约束的理论研究	192
第二节 对经营者的激励方式	208
第三节 对我国经理激励约束的实证分析	219
附录	242
参考文献	250

后 记.....	253
----------	-----

第一章 公司治理问题的产生

第一节 公司治理问题的起因

从威廉姆斯 (Williamson) 提出治理结构 (governance structure) 到公司治理 (corporate governance) 理论的正式提出及对其进行系统性研究, 是在 20 世纪 80 年代左右, 但现在, 公司治理已经成为国际上理论界和实务界关心和探讨的一个热点问题。无论学术研究者、企业家, 还是金融监管机构、新闻媒体和投资者都对公司治理表现出了前所未有的热情。

事实上, 公司治理中所研究的诸如“公司是谁的, 控制公司的又是谁”等基本问题早已存在于经济和管理实践中, 只不过在这之前, 它们是被放在狭窄的“所有权与控制权”的框架中进行探讨和实践的。事实上, 当以下两种情况存在时, 公司治理问题就必然在一个组织中产生。第一种情况是组织成员, 如所有者与经营管理者之间存在利益冲突, 即产生所谓的委托代理问题; 第二种情况是, 当交易费用太大使委托代理问题不可能通过合约的方式解决时, 在没有委托代理问题的情况下, 公司中所有的个人都会去追求企业的利润或者市场价值的最大化。每个人的努力和其他各种成本都可以直接得到补偿, 因此不需要激励机制调动人们的积极性, 也不需要治理结构来解决争端, 因为这时没有争端可言。如果出现委托代理问题并且合约不完全, 则公司治理结构就至关重要。标准的委托代理人模型, 通常假定签订一份完全合约是没有费用的。然而, 实际签订合

约的费用可能很大, 因而当事人不能签订完全的合约, 而只能签订不完全合约; 或者, 若初始合约模棱两可, 当新的信息出现时, 合约将被重新谈判, 否则会引起争端。因此, 在合约不完全的情况下 (委托代理问题也将出现), 治理结构确实有它的作用。治理结构被看作一个决策机制, 而这些决策在初始合约下没有明确地界定。更确切地说, 治理结构分配公司非人力资本的剩余控制, 即资产使用权如果没有在初始合约中详细界定的话, 治理结构将决定其如何使用 (Oliver Hart, 1995)。

而现代公司自诞生之日起, 大都存在所有权与控制权的分离, 即存在委托代理问题和合约的不完全性, 所以公司治理实际上已经经过几个世纪的演变, 而且公司治理理论的每一次的发展往往都是公司治理实践中的失败促成的。例如: 最近的 1997 年亚洲金融危机使人们对东亚, 如韩国、新加坡和香港等国家和地区的公司治理模式有了更为清醒的认识, 2001 年以安然集团、世界通讯和环球电讯事件为代表的一系列事件揭露了美国会计丑闻又暴露了美国的公司治理模式的重大缺陷。这些公司治理失败的事件促进了公司治理的改进。这些持续的改进造就了今天的各种与公司治理有关的法律、监管措施、机构、惯例, 甚至还有市场等。

早在 300 多年前, 亚当·斯密就在《国富论》中提出了股份制公司所有权和经营权分离产生的一系列问题, 并认为应该建立一套行之有效的制度来解决两者之间的利益冲突。公司治理的理论文献起源于美国学者伯利 (Berle) 和米恩斯 (Means) 的开创性研究, 在 1932 年伯利和米恩斯发表了《现代公司和私有产权》论著。在《现代公司和私有产权》的论著中, 伯利和米恩斯在对大量实证材料进行分析的基础上得出结论——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了领取薪酬的经营管理者手中, 而经营管理者利益经常偏离股东的利益。20 世纪 60 年代前后, 鲍莫尔 (Baumol)、马瑞斯 (Marris) 和威廉姆森 (Williamson) 等人分别提出了各自的模型, 从不同的角度揭示

了掌握控制权的管理者与拥有所有权的股东之间的利益目标差异，从而提出了现代公司制企业应该建立对管理者的激励约束机制，使管理者与股东利益目标一致。钱德勒（Chandler）在 1997 年出版的《看得见的手——美国企业管理革命》一书中，通过分部门、行业的具体案例分析，进一步描述了现代公司两权分离的历史演进过程。

国内对公司治理问题的研究始于 20 世纪 90 年代。在中国经济体制向市场经济转型过程中，建立现代企业制度已经成为中国国有企业改革的目标选择，中国企业的治理要实现从“行政型治理”到“经济型治理”的制度转型，建立起真正体现市场经济内涵的现代企业制度。对公司治理问题的重视源于把建立现代企业制度作为国企改革目标的最终确立。党的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，党的十五届五中全会又强调健全法人治理结构是深化国企改革的一项重要任务，从而使公司治理的理论和实践问题成为理论界和实务界共同关注的焦点。

20 世纪 80 年代英国不少著名公司的相继倒闭，引发了公司治理研究的国际浪潮，到目前为止，这股浪潮仍方兴未艾。为什么公司治理问题早已存在，却在 20 世纪 80 年代才被重视和广泛研究？其直接的实践背景主要有以下几个方面：

一、公司高级管理者和董事持续增长的高薪引起了股东的不满

在美英国家，自 20 世纪 50 年代以来，公司高级管理者的报酬与日俱增，引起了股东的不满。而且不论公司绩效增长与否，公司高级管理者的报酬都在持续增长，据统计，1957 年整个美国只有 13 个公司的首席执行官（CEO）年薪达到 40 万美元；到 1970

年，财富 500 家大公司的 CEO 平均年薪是 40 万美元；到 1985 年，美国年营业收入在 50 亿美元以上的大公司，所有执行董事的年薪都在 40 万至 67 万美元之间，到 1988 年，美国最大的 300 家公司的 CEO 的平均年薪是 95.2 万美元，到 1990 年，《商业周刊》调查中的 CEO 的平均工资和奖金达到 120 万美元，如果加上股票期权和其他长期报酬计划的收入，平均年薪可达到 195 万美元。

不仅公司的高级管理者和执行董事的报酬越来越高，而且独立董事获得的津贴数额也在大幅度增加。到 1985 年，财富 500 家大公司的外部董事的平均年津贴收入是 4 万美元，每次出席董事会议的会议费为 700 美元至 850 美元之间。一些职业独立董事因在多个董事会兼职，收入更高。而高的报酬意味着高的责任，一旦他们被确认失职，将面临股东的诉讼，将不得不向股东赔偿损失。据美国 WYATT 公司的调查，财富 1 000 家大公司中，20 世纪初没有一家涉及股东诉讼赔偿案，但在 1979 年，有 1/9 的公司董事卷入了股东诉讼，1985 年有 1/6 的公司董事卷入了股东诉讼赔偿案。股东诉讼要求赔偿的数额也越来越大，在 1985 年，WTG 房地产公司的 22 名董事每人被要求赔偿数额创纪录达到 1 亿至 8 亿美元。

二、敌意收购的出现和对利益相关者的损害

20 世纪 80 年代，美国企业的国际竞争力下降，公司敌意接管、杠杆收购和公司重组的事件大量出现，出现了一股兼并收购的浪潮。在这一浪潮中，股东和公司管理者迫于金融市场的短期压力和对最大化短期回报率的幻想，不惜牺牲公司长期业绩，接受并购协议，大量裁员，从而损害了公司利害相关者（如

员工)的利益,这是与公司的长期利益相违背的。这引起了人们对公司的目标的怀疑,公司的目标仅仅是保证股东利益的最大化吗?公司利害相关者的利益也应该维护。利害相关者的观点实际上是对传统公司目标提出的挑战,即公司的目标不应仅限于股东利益的最大化,也应考虑除了股东之外的利害相关者,如债权人、雇员、供应商、顾客、社区和政府等多方面的利益关系。这样,公司治理也就受到公司利害相关者的广泛关注。

三、机构投资者的兴起和股东参与意识的增强

20 世纪 80 年代以来,股东进一步法人化和机构化的趋势使得美英等发达国家中公司的股东从高度分散化向相对集中的情况变化。据统计,到 20 世纪 90 年代,美国的 20 大退休基金持有美国公开公司 1/10 的股份资本,主要作为退休基金的机构投资者支配着美国国内大公司以及许多中等规模的公司近 40% 的普通股。由于机构投资者,如退休基金、保险基金等迅速兴起,在不到 20 年的时间里,使得美国公司的股权结构发生了很大的变化,机构投资者所占股份份额由大约 20% 迅速上升到 80% 左右,而分散的个人股东仅占 20% 左右。这一变化使得机构投资者无法“用脚投票”来漠视公司的经营状况,而是被迫“用手”来投票。基金的受托者也认识到了自己不单纯是股票投机家。因为,手中握有中等规模以上的基金由于持有份额过大,已经不能够容易地卖出了,只有当别的基金希望购入时,交易才能实现。而在企业的经营不景气的情况下,希望其他的机构投资者来接受如此庞大的股份是困难的,因为,机构投资者的行为具有趋同性。即使他们不愿意持有巨额股份而部分卖出,也会导致股价的下跌和股市的恐慌,从而遭受更为严重的损失。因此,他们不希望成为但也不得不成

为所有者,从而关心并积极参与公司活动。

四、转轨经济国家公司中存在的“内部人控制”问题

在 20 世纪 80 年代,对东欧的中央计划经济国家(保加利亚、捷克斯洛伐克、民主德国、匈牙利、波兰、罗马尼亚和苏联)*来说,经济生活中最重大的事件无疑就是开始了一场彻底的经济体制改革。这些国家公开宣布将抛弃传统的计划经济体制,建立市场经济新体制。改革的核心是强调市场机制在自我调控基础上自动实现平衡的可能性,而大规模的私有化则是迈向改革目标的第一步。东欧转轨经济国家为建立西方式的市场经济,实行了大规模的私有化,以实现提高经济效率、公平分割财产和增加财政收入的目标。在私有化浪潮的推动下,企业的产权主体发生了根本性变化。在中央集权的计划经济体制下,国家代表广大人民行使对企业的控制权,职工虽然可以通过职代会等民主机构参与对企业的管理,但是由于缺乏必要的激励机制,这种控制只能是流于形式,企业的控制权仍掌握在各级政府部门及其代理人手中。随着计划经济向市场经济转轨,大规模的私有化实行后,企业控制权逐渐从政府转移到机构及个人股东手中,以股东主权为基础的公司治理模式开始确立。然而,共同的利益追求使公司管理者与企业职工很容易结成联盟,而不像典型的资本主义企业那样因为管理者代表所有者的利益而与职工存在利益冲突;又由于绝大部分管理者是从企业内部提拔上来的,所以管理者与职工的这种联盟能够很好地维持下来,形成“内部人控制”。“内部人控制”造成的直接后果就是企业所有者的利益遭到内部人的侵害,企业绩

* 本书中提及苏联均指 1991 年解体前的苏联。其他一些国家(或地名),如捷克斯洛伐克、民主德国等,仍沿用原国名(或地区名)。

效不佳，容易激起人们对分配问题的不满而引发社会动荡，动摇改革基础。因此，如何控制内部人是东欧转轨经济国家重要的公司治理问题。

开始于 20 世纪 90 年代的我国公司治理研究，也与“内部人控制”现象的出现有密切关系。在国有企业向现代企业制度的转轨过程中，随着企业和经营者自主权的扩大，“内部人控制”现象大量出现。“内部人控制”导致国有资产大量流失，企业领导人腐败问题日益突出，为国企改革的深入设置了巨大的障碍。实践的需要呼唤理论的创新，国内学者由此开始关注并推动了公司治理的研究热潮，在诸如转轨经济中国有企业法人治理结构的建立、银行治理作用的完善、控制“内部人控制”等方面取得了一些突破性的研究成果。所以在这些国家也兴起了对公司治理相关问题的讨论浪潮，寻求适合本国国情的公司治理模式。

第二节 公司治理的概念

什么是公司治理？20 多年来，学者们对公司治理所涉及的问题都进行了比较深入的研究，涌现了大量的文献和研究成果。但对于公司治理概念并没有一个统一的认识，只是从不同的角度阐述了什么是公司治理。

公司治理概念大致可以分为狭义的和广义的两种。狭义的公司治理是公司董事会的功能、结构、股东的权利等方面的一种制度安排，其目的是保护股东的利益。

谈及公司的本质，其基本点在于因公司所有者与经营管理者之间的委托代理而形成的一组契约关系，即公司中所有权与控制权的分离，形成了“委托人”（投资者）与“代理人”（经营管理者）之间的代理关系。由于代理人和委托人的目标常常不一致，而且存在代理人和委托人对公司信息了解的不对称性以及代理人

的道德风险问题，所以一般认为代理人（经营管理者）有可能会采取不利于股东（投资者）的行动，所以需要一系列措施或者是制度安排来保证股东的利益。所以，所有权和控制权的分离是公司治理产生的根源，公司治理的目的就是保护股东的利益，而采取的措施——董事会的结构、功能、股东的权利等方面的一种制度安排就是公司治理。一部分学者认同于这一解释。

例如：英国牛津大学管理学院院长梅耶（Mayer）在他的《市场经济和过渡经济的企业治理机制》一文中，把公司治理定义为：“公司赖以代表和服务于他的投资者的一种组织安排。它包括从公司董事会到执行经理人员激励计划的一切东西。……公司治理的需求随市场经济中现代股份有限公司所有权和控制权相分离而产生”。

国内学者吴敬琏教授也认为，“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。”

随着公司治理研究的深入，人们认识到股东与管理者的冲突只是许多利益相关者冲突中的一种，需要从更广泛的角度来考察公司治理，从而越来越多的内容纳入了公司治理的范畴，公司治理的定义也就越发广泛。广义的公司治理不局限于股东对经营者的制衡，而是涉及广泛的利害相关者，包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等与公司有利害关系的集团。

科克伦（Cochran）和沃特克（Wartick）在 1988 年发表的《公司治理——文献回顾》一文中指出：公司治理问题是由包括股东、董事会、公司高级管理层和公司其他利益相关者的相互作用中产生的。构成公司治理问题的核心是：谁从公司决策（高级管理

层)的行动中受益; 谁应该从公司决策(高级管理层)的行动中受益。“当在‘是什么’和‘应该是什么’之间存在不一致时,一个公司的治理问题就会出现”。为进一步解释公司治理中包含的问题,根据 Buckholz 的论述,他们将公司治理分为四个要素,每个要素中的问题都是与高级管理层和其他主要的利益相关者相互作用有关的,是由“是什么”和“应该是什么”之间不一致引起的。具体说,就是管理层有优先控制权,董事会过分屈从于管理层,员工在企业管理上没有发言权,和政府注册过于宽容。每个要素关注的对象是这些利益相关者中的一个,如股东、董事会、员工或者政府。他们认为:“理解公司治理中包含的问题,是回答公司治理是什么的一种方式。”

斯坦福大学的钱颖一教授(1995)也支持制度安排这一观点,他认为:“在经济学家看来,公司治理结构是一套制度安排,用以调配与企业利益相关的群体或个人和投资者(股东或者债权人)、经理人员、员工之间的关系,并从中实现经济利益。公司治理结构包括: 如何配置和行使控制权; 如何监督和评价董事会、经理人员和员工; 如何设计和实施激励机制。”

林毅夫、蔡昉和李周认为:“所谓的公司治理结构,是指所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制的一整套制度安排。”他们认为,“公司治理结构中最基本的成分是通过竞争的市场所实现的间接控制或外部治理,而人们通常所关注或所定义的公司治理结构,实际指的是公司的直接控制或内部治理结构。后者虽然是必要的和重要的,但与一个充分竞争的市场相比较,只是派生的制度安排。”

费方域在《企业的产权分析》一书中认为,公司治理概念应该是一个知识体系,可以用一系列互为补充的判断来加以说明:

公司治理的本质是一种关系合同(指合同各方不求对行为的详细内容达成协议,而是对目标、总的原则、遇到情况时的决策机制,谁享有控制权以及解决可能出现的争议的机制等达成协

议),它以简约的方式,规范公司各利益相关者的关系,治理他们之间的交易,来实现公司节约交易成本的比较优势; 公司治理的功能是配置权、责、利; 公司治理的起因在产权分离,因为有了产权分离,才有了股东与管理层的关系,也才有了权力的分配和冲突,进而才有了协调他们之间关系的公司治理; 公司治理的形式多种多样。比如,对应于外源融资的两种不同方式(保持距离型融资和控制导向型融资)有目标性治理方式和干预性治理方式,按照投资者行为的情况有外部体系和内部体系。

斯雷佛(Andrej Sheifer)和维斯尼(Robert W. Vishny)在《公司治理评述》一文中指出:“公司治理要处理的是公司资金的供给者确保自己可以获得投资回报的途径问题。如资金供给者如何使管理者将一部分利润返还给他们,他们如何确定管理者没有侵占他们提供的资本或将其投资在不好的项目上,资金的供给者如何控制管理者等。”

布莱尔(Margaret M. Blair)在《所有权与控制:面向 21 世纪的公司治理探索》一书中,将公司治理归纳为一种法律、文化和制度性安排的有机整合。她认为这一整合将决定上市公司可以做什么,谁来控制它们,这种控制是如何进行的,它们从事的活动所产生的风险与回报是如何分配的。

李维安在《公司治理》一书提出:“公司治理不能够只局限于股东对经营管理者的制衡,而是涉及更广泛的利益相关者,包括股东、债权人、供应商、员工、政府和社区等与公司有利益关系的群体。公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系,以保证公司决策的科学化,从而最终维护公司各方面的利益。因为在广义上,公司已不仅仅是股东的公司,而是一个利益共同体。公司的治理机制也不仅局限于以治理结构为基础的内部治理,而是利益相关者通过一系列的内部、外部机制来实施共同治理,治理的目标不仅是股东利益的最大化,而是要保证公司决策的科学

性，从而保证公司各方面的利益相关者的利益最大化。”

迄今为止，公司治理还没有一个统一的概念，随着公司治理研究的深入，对公司治理概念还可能赋予新的含义。根据上文的阐述，我们可以将现在的公司治理概念归作一个归纳，它至少包含以下两层含义：

1. 公司治理是一种合同关系

公司被看作是一组合同的联合体，这些合同治理着公司发生的交易，使得交易成本低于由市场组织这些交易时发生的交易成本。由于经济行为人的行为具有有限理性和机会主义的特征，所以这些合同不可能是完全合同，即能够事前预期各种可能发生的情况，并对各种情况下缔约方的利益、损失都做出明确规定。为了节约合同成本，不完全合同常常采取关系合同的形式。就是说，合同各方不求对行为的详细内容达成协议，而是对目标、总的原则、遇到情况时的决策规则，分享决策权以及解决可能出现的争议的机制等达成协议，从而节约了不断谈判不断缔约的成本。公司治理的安排，以公司法和公司章程为依据，在本质上就是关系合同，它以简约的方式，规范公司各利益相关者的关系，约束他们之间的交易，实现公司交易成本的比较优势。

2. 公司治理的功能是配置责、权、利

关系合同要能有效，关键是要对在出现合同未预期的情况时，谁有权做出决策安排。一般来说，谁拥有资产，或者说谁有资产所有权，谁就有剩余控制权，即对法律或合同未作规定的资产使用方式做出决策的权利。公司治理的首要功能，就是配置这种控制权。它有两层含义：一层是，公司治理结构是在既定资产所有权前提下安排的。所有权形式不同，如债权与股权、股权的集中与分散等，公司治理的形式也会不同。另一层是，这种控制权是通过公司治理结构进行配置的。这两方面的含义体现了控制权配置和公司治理结构的密切关系，控制权是公司治理结构的基础，公司治理结构是控制权的实现。

第三节 公司治理理论的主要流派

围绕公司治理目标的确定，公司治理安排以及公司治理的规则如何变革等一系列问题，学者们逐渐在公司治理领域形成了以下三种主要的理论观点：

一、价值最大化理论

价值最大化理论，也称股东利益最大化理论。这是美国主流观点。该理论认为，股东拥有公司，公司应按照股东的利益进行管理，股东利益最大化是公司治理的目的。而股东利益最大化的体现就是公司市场价值的最大化。在价值最大化理论里存在两种不同的理论观点。

(1) 金融模式理论，也称金融市场理论。该理论认为，公司的价值可以在金融市场得到表现，或者说最大化股票的价值即等同于最大化公司财富创造，公司市场价值的最大化就是股东利益最大化。其理论基础是有效市场理论，即股票价格完全由金融市场决定并有效地反映该公司的所有相关信息。根据这一理论，金融市场能够比较有效地解决代理问题，特别是在校正公司扩张投资或建立公司帝国以及公司管理层对股东的不负责任的行为等方面，这是因为有控制权市场存在，价值下降的公司将面临被收购的威胁。

然而，这一理论同时也承认，迫使不负责任的经理人员承担责任的主要机制——控制权市场事实上在很大程度上被摧毁或削弱了，因此，该理论也提出了相关的改革公司治理结构的措施，其对策着眼于试图促使经营管理者对股东的利益更负责任。

(2) “市场短视”理论。该理论也认同股东拥有公司，股东利益最大化是公司治理的目的。但这一理论认为，金融市场是短视

的和缺乏忍耐性的，股东们并不了解自身的长期利益，在公司为长期利益进行投资（如在研究与开发以及在市场拓展战略等方面进行持续投资而延期对股东支付）时，股东们通常会倾向于卖出股票进而降低股票的价格。因此，该理论认为，来自金融市场的短期压力迫使公司管理层在很多情况下将精力集中在短期业绩上，因此公司可能实际上是在进行低业绩的操作，并导致牺牲了长期利益和竞争能力。哈佛大学商学院的哈耶斯（Hayes）和阿伯纳思（Abrams）早在 1980 年就指出，美国公司控制和管理方式中的制度安排将削弱整个美国的竞争地位，美国公司管理正遭受“竞争性短视”的损害。市场短视理论的赞同者认为，金融市场模式理论的基本前提是错误的、不现实的，股票价格在公司实际潜在的价值上提供的只是一种粗浅的信息。因为：股票价格运动基本上是无规律的；股票价格的变化是由投资经理们的交易行为所带动的，而这些经理们则是根据他们的短期业绩来取得报酬的；投资经理们在评估公司长期投资力时可能是误导性的。

关于市场短视的原因，一些学者认为在于 20 世纪 80 年代美国公司的高资本成本。高资本成本使得管理者选择短视性的投资行为。但 20 世纪 80 年代后半期和 90 年代初以后，由于美国资本成本的下降，市场短视理论的代表人物之一的迈克尔·鲍特（Bott）提出，市场短视的原因在于美国“公司内部及贯穿所有公司的投资资金分配的那些制度”，鲍特认为，美国的制度是“流动的资本”制度，公司股票通常由短期持有者持有，因此，投资者更关心的是公司的短期盈利，而不是公司的长期竞争能力。

基于以上观点，市场短视理论提出了与金融市场模式截然相反的公司治理改革措施，即当金融模式理论的主张者极力强调增加股东对公司的监督和控制时，市场短视理论则将改革方案集中在如何使经理人员从股东的压力（或者说金融市场的短期压力——短期股票价格业绩的压力）中解放出来，包括替代性地通过阻止交易和鼓励长期持有股票来试图实现股东的利益等。

二、“利益相关者”理论

与股东利益最大化理论竞争的主要对手是利益相关者理论。两者的观点分歧首先体现在公司存在的目标上。利益相关者理论认为，公司存在的目的不是单一地为股东提供回报。虽然，从公司法律的角度来说，股东是理所当然的所有者，股东所有者的地位受到各国的法律保护。从这个意义说，公司存在的目的就是追求股东利益最大化。但是传统的公司法是建立在以下假定基础之上：市场没有缺陷、具有完全竞争性和优化资源配置的作用。这样，公司在追求股东利益最大化过程中，就会实现整个社会的帕累托最优。然而，在现实中市场机制并不是万能的，股东的利益作为一种个体利益在很多场合与社会大众的整体利益是不相容的，也就是说，公司政策可以为股东创造更多的财富，却未必形成最佳的社会总财富。

另外，由于支撑现代公司资产概念的不再是唯一的货币资本，人力资本成为不可忽视的因素，而且它同货币资本和实物资本在公司的运行中具有同样的重要性。公司就是由人力资本和非人力资本缔结而成的和约。

再者，公司是社会的公司，社会中的利益相关者对公司的生存与发展都会产生不同程度的影响。由于利益相关者的利益与公司息息相关，公司必须体现他们的利益。当前很多公司把本应内部化的成本予以外部化，转嫁给社会，并造成一系列社会问题，如污染环境、滥用经济优势、垄断价格、排挤中小竞争者、欺诈消费者、寻租、法人犯罪等。从整个世界的发展趋势来看，公司的经济力量越来越强，社会财富越来越向公司集中。据一份报告显示，全球 200 强公司的销售总额高于 182 个国家的全部国民生产总值。公司的经济力量对经济、政治、环境、科教、文艺等领域产生了重要影响。所以，强化公司的社会责任已经成为当务之急。从这个角度来说，公司不仅要追求股东的利益，而且要维护

利益相关者的利益。同时，公司既是商事主体也是利益的聚焦点，除了股东利益之外，公司的设立与运营还编制成一张非股东的利益关系网，这些除股东之外的社会主体与公司的存在具有利益关系。为确保公司的繁荣与发展，股东及其代理人必须与员工、债权人、客户、社区密切合作。成功的公司既需要对外增强对客户吸引力，也需要对内调动员工的劳动积极性。作为所有者，股东处于公司治理的核心。债权人，如银行，尽管不一定是公司的资产所有者，但它向公司发放贷款后，处于防范自身风险的考虑，要求对债务人的资本经营进行监督或参与治理，这种权利来自债权。根据产权内涵的逻辑延伸，仅仅具有人力资本的劳动者也应是产权主体，所以公司雇员通过提供人力资本而拥有了参与公司治理的权利。此外，由于客户等其他利益相关者与公司之间存在程度不同的利益关系，这就为他们参与或影响公司治理提供了可能。但让这种可能变成现实还需要其他条件，如利益关系的专用性、社会的制度环境等。

利益相关者理论的支持者认为，公司治理改革的要点在于：不应把更多的权利和控制权交给股东，相反，公司管理层应从股东的压力中分离出来，将更多的权利交给其他的利害相关者。如职工、债权人，或者（在某些场合还包括）供应商、消费者及公司运行所在的社区（布莱尔，1995）。其中，一个重要的改革方案就是增加职工的所有权和职工对公司财产的控制权，赋予关键的相关利益者进入公司董事会。

三、新价值最大化理论

新价值最大化理论认为公司最重要的目标是最大化公司的长期市场价值，但它强调必须维护所有利益相关者的利益，但在维护利益相关者利益时，平衡的准则是公司长期市场价值的最大化。

因为，新价值最大化认识到与组织中的经理人、员工和合伙人沟通，并激励他们是十分困难的。实际上，如果企业只是简单地告诉一个组织的所有参与者，他们的惟一目标就是价值最大化，那么企业是无法得到创造价值最大的结果的，价值最大化并不是一个远景、战略、目标，它是企业的记分牌。企业必须能够向参与者阐明价值的逻辑结构，以使他们理解价值最大到底意味着什么，他们能够以此为指导，并有机会来真正实现它。事实上，新价值最大化的一个基本原则就是如果忽视或不正确地对待任何利益相关者，企业都无法最大化地组织长期市场价值。如果没有与客户、员工、金融支持者、供应商、监管者、社区的良好关系，企业是无法创造价值的。所以，企业可以应用价值的原则在“相互竞争”的利益兴趣之间进行选择，“相互竞争”的利益兴趣是指如果公司要生存发展，没有哪个利益相关者可以得到完全的满足。

提出“长期”市值是因为尽管资本市场是前瞻性的，但也可能没有完全认识公司政策的意义，直到政策结果在现金流中真正体现。在这些情况下，管理者必须和投资者沟通政策对价值的预期影响，并等待市场逐步认识决策的真正价值，可能反映为市场占有率的上升，客户和员工的忠诚度的上升，并最终体现在现金流中。价值创造不是要求对公司每天的价值波动作出反应。市场不可避免地会忽视许多管理行为和机会，至少在短期来说是这样的。在这些情况下，市场很显然没有那些非公开的竞争信息，公司董事和管理者必须顶住来自市场的压力，并积极地和投资者沟通自己的预期。

总之，在新价值最大化理论中，股东并非凌驾于其他利益相关方之上的利益方，但长期股票价值以及债务和其他金融工具价值是公司长期价值的重要决定因素。价值创造最大化的理念给予了管理层如何权衡各利益相关方的方法，并且确立了与管理者个人喜好无关的决策制定的原则。而且，管理者对他们所控制的资产更加负责，因为价值记分卡提供了一个客观的准绳来评价管理

的业绩。

新价值最大化理论确信除去可能的外界因素和垄断，应用上述的价值准则能够使得社会的价值创造最大。新价值最大化理论的支持者认为：价值创造最大化的理念给予了管理层如何权衡各利益相关方的方法，并且提供了一个客观的准绳来评价管理的业绩，所以管理者对他们所控制的资产将更加负责，所以此理论能够比较有效地解决代理问题。而且通过寻求最大化公司的长期市场价值，金融市场也能够一定程度上限制公司管理层对股东的不负责任的行为。而且赋予关键的相关利益者进入公司董事会，能够将公司管理层从股东的压力中分离出来，减弱市场的短视性行为对公司价值创造最大化的影响。

第二章 公司治理的目标

从前一章的分析我们看到，因为对公司治理的目的，公司治理安排以及公司治理的规则如何变革等一系列问题的看法不同，学者们对公司治理理论有着不同的观点，形成了不同理论流派，这些不同理论流派之间的观点存在很大的分歧，但实际上，他们之间争论的真正核心在于：公司存在的根本目的何在，即公司治理的根本目的何在。

对这一问题的回答不同，导致了对公司治理安排和公司治理规则，如董事会通过何种政策和程序来提高对管理层的监督的机制设计上有着很大的差异。所以，这一问题对公司治理理论的讨论有着举足轻重的作用。

在单个组织的层面上，每个组织都需要问自己且回答这样一个最基本的治理问题：我们要去实现什么？或者更具体地说；怎么为我们自己记分？不管我们说了什么，做了什么，我们怎样衡量结果的“好”与“坏”？

在整体经济或是社会这个层面上，问题陈述为：如果我们能为公司指定标准或“目标函数”，要求公司最大化这一目标，那么这个目标是什么呢？（公司经理也会谈这个目标来选择自己的策略）更简单地说，我们希望整个经济中的企业怎样来衡量他们自己的业绩？我们希望他们怎样判定好坏？

持价值最大化理论观点的经济学家认为，公司治理的目的是公司长期市场价值的最大化。因为企业经理必须有一个衡量业绩或决定行动的标准，这个标准就是企业长期市场价值的最大化（“企业价值”指的不仅是股权价值，它包括了对企业所有的经

济要求权——债权、认股权、优先股权和股权）。这个价值最大化的建议有着经济学和金融学领域 200 年的研究基础。

新价值最大化理论在公司治理的目的上与价值最大化理论基本相同，认为公司治理的目的是在满足所有利益相关者的利益同时，最大化公司长期市场价值。在维护所有利益相关者利益时，平衡的准则是公司长期价值最大化。

而利益相关者理论认为公司治理的目的应该是维护所有利益相关者的利益，所以管理者的决策应基于企业所有利益相关者的利益。相对于价值最大化理论基础而言，利益相关者理论基础来自于社会学、组织行为学、特殊利益政治学和管理层利益。

第一节 企业需要单一的目标

要讨论企业应该以价值最大化为目的，还是以所有利益相关者的利益为目的，我们必须区别两个不同的问题：

（1）企业是否需要单一的目标？

（2）如果需要有这样一个单一目标，那么是最大化它的价值呢，还是其他（例如提高环境质量等）？

企业是应该最大化价值还是按照利益相关者的利益行事，这一争论通常是通过上面的第二个问题来表述，这使问题看起来像是股东和利益相关者的针尖对麦芒的冲突。而第一个问题很少被提到，甚至没有被认识到，但它却是真正的矛盾冲突，即企业是需要一个单一目标还是需要平衡记分卡。由于未能将问题按照这样的逻辑框架进行表述。导致了广泛的错误理解。

被人熟知的利益相关者理论尽管并非全无可取之处，但本质上有重大缺陷。它否定了任何组织的理性行为或有目的行为的前提条件：有一个单一价值的目标。采用利益相关者理论的企业在生存竞争中将会陷于困境，因为把利益相关者理论作为行

动的基础会使企业政治化，并授予管理者按个人倾向使用企业资源的权利。

问题 1 有目的的行为需要一个单一价值的目标函数的存在

假设有一家企业希望既能提高当期利润，又能提高市场占有率。如图 2.1 所示，假设在市场份额某些取值区间内，利润是增长。但在某些点上，市场份额的增长却会使当期利润下降，可能因为研发费用和广告费用的增长或是削价竞争以夺取市场，导致当期利润的下降。因此，要求“同时最大化市场占有率和利润”是不合逻辑的。在这种情况下，让管理者决定研发费用、广告费用和削价竞争的水平是不可能的，因为他们必须在利润和市场份额之间进行权衡，但却没有权衡的依据。

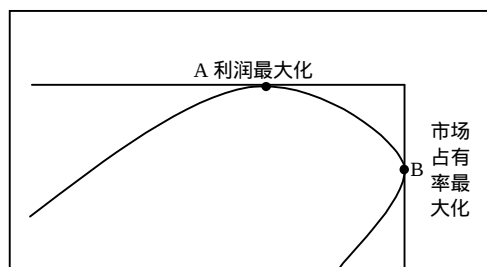


图 2.1 利润与市场占有率的权衡

尽管管理者知道企业目前处在一个最大利润点或是最大市场份额点，或是两者之间的任何区域，但不能“有目的”地来决定应该在哪个区域，他们仅知道企业可以通过放弃一样来得到更多的另一样。

让一个管理者去赢得最大化的当期利润、市场份额、未来利润增长和其他，只会让他无所适从，等于没有给他设定目标。这样产生的结果是令人困惑的，由于缺少目的性而阻碍了企业的生存竞争。

解决这种模棱两可的方法是指明各种目标之间如何权衡，即

确定一个总目标，如 $V = f(x, y, \dots)$ ，将所有业绩衡量标准（以 $x, y, \dots$ 代表）的影响结合。此处，没有定义 V 是什么。它可以是董事会选择的任何东西，例如销售、产量增长等。

目前的分析并没有证明目标函数 f 一定会导致正确的行为，并容易被最大化：实际上，如果这个函数是非单调的、甚至是无确定解的，管理者寻求总体最大化会更加困难。但即使在这样的情况下，“好”与“坏”的含义是被确定的，管理者和他们的监督者以客观的、理论上前后一致的原则为基础来选择和审核决定。他们的选择不只是对于各种“好”与“坏”的个人偏好。

由于世界构造复杂，最大化目标函数 f 是困难的，有时甚至是不可能的，所以管理者对目标函数 f 的具体细节存在不确定性，所以我们将目标函数称为价值最大化寻求而不是价值最大化。

这种称谓避免了由此引起的困惑，实现最大化不是必需的，只要我们知道自己正在“进步”，确信我们正处于一个正确的方向。

问题 2 企业整体价值最大化使社会受益

若企业给定一个单一目标来决定好与坏，那么我们接下来必须面对的是：什么是“好”的定义。尽管单一目标总是许多好与坏的复杂函数。但存在一个简单的回答，那就是 200 年来的经济学和金融学研究指出的：当一个经济体中的所有企业都在最大化自己的价值时，社会福利将被最大化。这个标准的直接含义就是当一个企业的产出（由其顾客评定）的价值超出其投入（由其供应商评定）的价值时，社会价值由此被创造，企业价值即是预期利益的长期市场价值。

在有些情况下，价值最大化的标准并不能最大化社会福利。当垄断存在时，价格设定过高，导致产出不能达到社会最适宜水平。此外当外界因素存在时（决策者不完全承担或享有他们的行为选择所带来的成本和利益）。例如，企业排放污水和废气时，并

不需要从放弃干净水和空气的一方购买污染的权利。但是，只要有形财产（水和空气也是有形资产）可转让权都能明确地归属于个人或企业，外界因素影响就不会存在。因此解决这些问题的办法不是告诉企业应该去最大化利润以外的东西，而是定义并赋予一些私人组织进行转让的决策权，以消除外界因素影响。解决外界因素和垄断问题，应该是政府建立规则的职能范围。

最大化企业的市场价值，即最大化股权、债务和其他要求权的市场价值总和，是指导管理者平衡利益相关者利益的目标函数。它告诉企业去支出每一额外人民币的资源来满足每个利益相关者的欲望，只要利益相关者对结果的估价是大于1元人民币的。在此情况下，企业的投资回报至少为1元（以市场价值计算）。尽管也可以选择其他单一价值目标用以指导管理者的决策，价值最大化是非常重要的一个，因为它在多数情况下会使社会福利最大化。下面将作更详细地讨论。

第二节 价值最大化和社会福利

许多在政治圈中有关正确的企业目标的讨论都是围绕企业利益相关者的矛盾展开的，这个问题甚至已演变成了股东的利益是否高出其他利益相关者的争论，但是这样来表述企业目的问题是不正确且没有效率的。真正的问题是什么样的公司行为才能从有限的社会资源中产出最多，或者说什么样的行为能使社会资源浪费最小。

一、利润最大化：一个简化的案例

为理解价值最大化如何产生社会总体有效的解决方法，让我们来看一个目标函数：在一个生产永远进行、现金流稳定且永续

的世界中，最大化利润。稳定且永续的现金流使我们可以忽略需要平衡当前和未来利润（更确切地说是现金流）产生的复杂性。一个企业将以劳动时间、资本和在单一价格市场购买材料的形式取用整个经济中的资源，我们来研究这种情况下企业决策会如何影响社会福利。企业用这些投入来生产商品或服务，再通过单一价格市场的自愿交易出售给消费者。

在这个简化的情况下，一个企业取用整个经济中的资源，然后将其产出回报给整个经济，只要出售商品的价格高于采购资源的价格（包括企业使用资本的成本）。则社会总福利增加了。显然，企业应该增加其产出，只要被取用的每个额外人民币的资源的产出被消费者评价高出1元人民币。因为利润是收入超出成本的部分，也即产出价值需要超过投入价值。利润最大化将产生一个有效的社会效果。

因为交易是自愿的，资源拥有者将资源定价为少于或等于企业愿意支付的价格。否则他们将无法售出这些资源。因此，只要没有负面的外界因素存在于资源市场中，这些资源对于社会的机会成本不会高于企业取得这些资源的总成本。“不高于”是因为一些资源的提供者发现资源对他们自身的价值低于他们可以获得的售价，因此出售资源来赚取“租金”。但这种租金并非社会成本，而是财富转移到资源供应者。同样只要没有外界因素在产出的市场上，企业生产的商品或服务对社会的价值至少是等于企业出售它们的价格。如果不是这样的活，没有人会购买它们。同样，在生产资源方面存在生产者剩余时，也存在消费者剩余（一些消费者支付的价格低于商品对他们的价值）。

总之，当一家企业获取一个单位的额外资源生产出一个单位的额外商品或服务，社会福利至少增加了相当于其利润的数额（产出价值和获取资源的成本之间的差额）。“因此对于管理层的意义非常清楚：只要每个额外人民币的投入能带来至少1元人民币的销售额，则继续购买资源并出售产出品。