

加入全球公司治理运动的浪潮， 推动我国上市公司治理结构的完善

中国证监会 童道驰 博士

对世界经济而言，完善的公司治理机制和健全的国家治理一样重要

——世界银行行长詹姆斯·沃尔芬森，“A Battle For Corporate Honesty”，The Economist，1999

法人治理结构（Corporate Governance，又译为公司治理或公司管治）是现代企业制度中最重要的组织架构。法人治理结构简而言之就是管理和控制公司的系统。狭义上说法人治理结构主要指公司董事会的结构与功能、董事长与经理的权利与义务以及相应的聘任、激励与监督方面的制度安排等内容。广义上说，是规范所有者、管理者、监督者和生产者之间的权利、利益、义务和责任，解决不同利益主体间的受益、决策、监督、激励和风险分配问题。这些利益主体包括：股东、董事会、经理以及员工、客户、供应商、债权人和社会公众。

一、全球公司治理运动的浪潮

（一）法人治理结构的历史沿革

法人治理结构问题的产生是与股份有限公司的出现联系在一起的，其核心是由于所有权和经营权的分离，所有者与经营者的利益不一致而产生的委托—代理关系。

早期的公司由创办人管理，创办人既是所有者，又是经营者，公司大多是家族式的管理。但是由于公司规模扩大，公司业务日益复杂，家族式和所有者经营模式已不适应公司发展的需要，而需要委托有专业知识和经验的职业经理人来经营。

股份公司的产生，为所有权和经营权相分离创造了条件。股份有限公司的一个核心特点是：股票的拥有者和公司的决策者相分离，大部分股东实际上不参与公司的日常经营管理。

公司所有权和经营权的分离，产生了股东和公司实际管理者之间的委托—代理关系，怎样处理好这一关系，使所有者不干预公司日常经营，同时又使公司经理层能以股东的利益和公司的利润最大化为目标，是公司治理问题的根源。

在西方国家，公司治理，特别是股东和经营者在股份有限公司治理结构中的地位和作用，经历了一个从管理层中心主义到股东会中心主义，再到董事会中心主义的变化过程。

在股份公司发展早期，股东的权利是得不到保障的。公司管理人员直接决定公司的全部事项。如 17 世纪初成立的荷兰东印度公司就没有设立股东大会这样的机构。发展到 19 世纪中期，股东大会成为股份有限公司的最高决策机构，这主要是受民主思潮的影响。各国立法逐渐开始规定股东大会是股份有限公司的最高权力机关，与公司有关的任何事项，股东大会均有权决定。

进入 20 世纪以来，由于股份公司的规模日益扩大，股权日益分散化，同时公司的经营也日益复杂，一般的股东由于不具备足够的专业知识，无法对公司经营层充分的了解。股东大会成为一种形式，权力日益集中到公司经营者手中。而经营者的利益可能与所有者的利益发生冲突，这种不一致引发了很多问题。如 20 世纪 20 年代美国通用汽车公司因缺乏所有者的监督而经营不善，后来由于公司股东运筹帷幄，才逐步摆脱困境，转亏为盈。

为控制经营者的权力，在股东大会的基础上又成立了董事

会，企业的重大决策由董事会作出。权力由经理层转移到了董事会，公司治理以董事会为核心。

但是董事会的出现还是没有解决因公司所有权与控制权分离而产生的委托—代理问题。美国 20 世纪 60 年代这一问题日趋严重，主要是因为经理层进入董事会，并且在许多公司的董事会中占了多数。一些公司的首席执行官同时又兼董事长，由此导致了由于偏离企业利润最大化目标而所造成的各种弊端。于是在 20 世纪 70 年代，在美国又拉开了有关公司治理问题讨论的序幕。

（二）全球公司治理运动的浪潮

自 20 世纪 90 年代以来，由于经济的日益全球化，公司的治理结构越来越受到世界各国的重视，形成了一个公司治理运动的浪潮。这一浪潮首先是从英国开始的。英国 80 年代由于不少著名公司相继倒闭，引发了英国对公司治理问题的讨论，由此而产生了一系列的委员会和有关公司治理的一些最佳准则。

1991 年 5 月，由英国的财务报告委员会、伦敦证券交易所等机构合作成立了一个由 12 名权威成员组成的委员会。委员会主席是 Adrian Cadbury，因此也称为 Cadbury 委员会。这是世界上第一个关于公司治理的委员会。该委员会于 1992 年 12 月发表了题为《公司治理的财务方面》的报告，即所谓 Cadbury 报告。该报告强调公司治理的外部人模式，强调外部非执行董事在内控和审计委员会中的关键角色，突出董事会的开放性、透明性、公正与责任。该报告提出的一系列原则和理念，已成为今天公司治理最佳做法的核心内容的一部分。Cadbury 委员会的活动，成为现代公司治理运动的重要里程碑。

在 Cadbury 报告的基础上，英国接着又出版了关于董事会薪酬的 Greenbury 报告，以及关于公司治理原则的 Hampel 报告，制定了一整套关于董事、董事报酬、股东角色、信息披露义务与审计四大方面内容的广泛的公司治理原则。在这三个报告的

基础上，还出现了一个三合一的综合准则。同时，伦敦交易所以三个报告为基础，推出一个对上市公司具有约束力的超级准则，以提升公司的治理标准。

自亚洲金融危机以来，公司治理结构更是成为全球关注的热点。各国证券监管部门、交易所，以及国际机构纷纷加入推动全球公司治理运动的行列。其中最具有代表性的就是经济合作与发展组织（OECD）于 1999 年推出的“OECD 公司治理原则”。1999 年 5 月，OECD 在总结市场经济国家的经验、重点分析所有权与经营权分离所导致的公司治理问题的基础上，通过了“OECD 公司治理原则”，其基本原则包括以下五个部分：

法人治理结构应保护股东权利；

法人治理结构应确保平等对待所有股东，包括小股东和外国股东受到平等待遇，如果他们的权利受到损害，应当有机会得到有效补偿；

法人治理结构应确认利益相关者的合法权利，并且鼓励公司和利害相关者为创造效益和工作机会以及为保持企业良好财务状况而积极地进行合作；

法人治理结构应保证及时准确地披露与公司有关的任何重大信息，包括财务状况、经营状况、所有权状况和公司治理状况的信息；

法人治理结构应确保董事会对公司的战略性指导和对管理人员的有效监督，并确保董事会对公司和股东负责。

尽管法人治理结构没有统一的模式，但这些基本原则基本总结了良好的法人治理结构所必备的共同要素，得到了国际社会的普遍认同。

除了 OECD 之外，其他国外机构也纷纷加入了推动公司法人治理运动的行列。为加强对金融机构的监管，增强其透明度和信息披露，国际货币基金组织（IMF）制定了《财务透明度良好

行为准则》及《货币金融透明度良好行为准则》。此外，世界银行还与 OECD 合作，建立了全球公司治理论坛（Global Corporate Governance Forum）以推进发展中国家公司治理的改革。另外，国际证监会组织（IOSCO）也成立了新兴市场委员会（Emerging Market Committee），并出版了《新兴市场国家公司治理行为》的报告（草稿）。该报告是建立在对新兴市场国家的问卷调查基础之上，并根据 OECD 的治理原则，对这些国家的上市公司治理情况进行比较分析，以寻找差距，提出改进建议。

除了国际组织之外，一些国家和地区性组织也纷纷推出了一些促进法人治理结构完善的措施。

巴西：巴西是世界上第八大经济实体。为吸引国际资本，巴西拟对其法律及监管体系进行改革。特别是对公司法的修改，以期进一步保护中小股东。另外，巴西还成立了三家大型投资基金，这些基金将在上市公司治理结构的改革中发挥积极作用。

欧洲联盟：由于共同货币——欧元的诞生，进一步促进了欧洲经济的一体化以及资本、商品和劳务在该地区内的自由流动，同时也促进了该地区内的企业并购活动，从而也引起了区域内投资者对公司治理结构的共同兴趣。欧盟各国都采取了一系列措施，完善公司治理结构，推动统一金融市场的形成。

法国：1999 年法国商会发表了一份新的报告，建议法国的公司如果是一会制（只有董事会无监事会），其董事长和首席执行官的职位应由不同的人担任。该报告同时要求公众公司加强向股东披露有关公司管理层和董事会的薪酬计划，包括股票期权等。根据这项建议，法国政府拟颁布一项法规，要求上市公司和非上市公司其董事长和首席执行官必须分设，同时应该披露高管人员及董事的薪酬。

德国：2000 年德国国会通过了一揽子税收改革方案。到 2000 年将取消现有的公司在出售持有其他公司的股份时所付的

50%的资本利得税。这一改革将有利于减少德国公司之间的相互持股，使德国公司的股权分散化，从而促进并购活动和公司控制权市场的活跃。同时，德意志银行下属共同基金还根据公司治理结构的好坏，对德国公司进行排序。在 2000 年元月，由一些学者、股东和高管人员组成的委员会在 OECD 治理原则的基础上制定了一系列的公司治理指引，鼓励公司在治理结构和薪酬政策方面更透明一些。

韩国：在 1995 年到 1999 年的五年中，韩国的公司法曾进行了三次修改，主要是强调董事的诚信义务、信息披露，以及股东权益的保护和加强，如股东投票可以采用通讯、邮寄方式，可以允许累积投票权等。

英国：英国拟修改公司法，以提升公司治理的质量。特别是要求增加独立非执行董事在董事会中的数目，加强独立非执行董事的权利和增强董事会的独立性。同时，英国机构投资者也加强了对公司治理的关注。英国的全国养老金协会（NAPF）在 2000 年元月出版了一整套有关公司治理的指引，以供该协会的成员（养老基金）使用。

美国：1998 年美国证监会（SEC）对公司财务报告问题的关注促使了纽约证券交易所和纳斯达克加强了对上市公司财务的审计和监督。1999 年 2 月，纽交所和纳斯达克共同组成的委员会出版了一份报告，要求加强董事会下属的审计委员会的独立性和有效性，并提升审计质量。根据这一报告，纽交所和纳斯达克对其上市规则都进行了相应的修改，要求上市公司要设立完全独立的审计委员会，该委员会至少有三名精通财务的成员，其中一名必须是财务或会计专家。

美国的机构投资者在上市公司的治理中也越来越活跃，其中引人注目的是加州公职人员退休基金会（CalPERS）。该基金会发起建立了国际公司治理网络，每年举行一次年会，并开辟了

专门的网站，系统地推出国内和国际公司治理的原则，以推进全球公司治理的改革。

（三）国际公司治理运动形成的原因——公司治理的重要性

现任世界银行行长沃尔芬森（James D. Wolfenson）在论述公司治理的重要性时指出，“对世界经济而言，完善的法人治理结构和健全的国家治理一样重要”。法人治理结构问题之所以如此重要，根本原因在于良好的法人治理结构是现代市场经济和证券市场健康运作的微观基础。一个完善的法人治理体系能够吸引资本流入，增强企业的融资能力，从而促进资源的有效配置和经济增长。良好的法人治理结构还有利于金融体系的稳定，增强抗风险的能力。同时，机构投资者的发展壮大，以及亚洲金融危机的爆发，从客观上推动了全球公司治理运动的兴起。

第一，良好的法人治理结构是企业融资、吸引国际国内资本所必需的。在国际资本市场上，一个公司是否遵守公司治理的基本原则，对投资者的投资决策有重要的影响。由于资本市场的国际化，本国的企业可以到国外去融资，但是一国是否能从资本市场的全球化中得到好处，能否吸引长期的、有“耐心”的国际投资者，该国的公司的法人治理结构必须让投资者可以信赖和接受。即使该国的公司并不主要是依赖外国资本，坚守良好的公司治理准则，也能够增强国内投资者对投资该公司的信心，从而降低融资成本，最终能够吸引更多更稳定的资金来源。

投资者对公司治理的关注，以及对良好的公司法人治理结构的重视，可以从 McKinsey 公司最近的一项问卷调查结果体现出来。McKinsey 最近发表了一份投资者意向报告（Investor Opinion Survey），其主题是股东怎样评价和衡量一个公司的治理结构的价值。这项调查是 McKinsey 与世界银行及机构投资者协会合作进行的。参与此项问卷的有 200 家大型机构投资者，共管理 3.25 万亿美元的资产。

该项问卷调查的结果表明，3/4 的投资者认为在他们选择投资对象时，公司的治理结构，特别是董事会的结构和绩效与该公司财务绩效和指标至少一样重要。80%的投资者认为对于治理结构好的企业，他们愿意出更高价钱。比如对英国的公司，同样的股票、盈利和财务状况，但治理结构好的公司，投资者愿意以高出18%的价格购买其股票。对于意大利公司来说，治理结构好的公司股票的溢价是22%，而印度尼西亚的公司是27%。可见，良好的公司治理结构能够吸引投资者，从而增加企业的融资能力，促进经济增长。

第二，机构投资者的壮大，推动了运动的兴起。由于机构投资者手中控制大量的资金，他们在公司治理中会对公司施加压力，要求管理层按股东的期望来管理公司。最近的一个显著的案例就是英国的一家著名的移动通信公司 Vodafone Airtouch 的一群股东，在公司的一项提议中投了反对票，该项提议是付给该公司的首席执行官 Chris Gent 一千五百万美元的奖金，以奖励其成功地购买了一家德国公司。这项行动中为首的股东是英国国家退休金协会。该协会据称掌握有一万二千亿美元的资产。为了让股东们满意，Chris Gent 答应应用他的奖金的一半来购买本公司的股票。

另一个关于机构投资者对公司治理结构的影响是美国加州公职人员退休基金协会（CalPERS），拥有一百多万的会员及受益者，投资于1500种股票，总资产达到了1260亿美元，是美国公共退休基金中最大的一只，每年它的公司治理项目要排列出10大最差绩效公司，这一排序对这些公司改进其治理结构产生了重要影响。据一项研究表明，对列入该名单的62家公司的跟踪研究，这些公司的股价在CalPERS介入之前的五年内平均股价是标准普尔500强指数的85%，但是在CalPERS介入之后的5年内它的平均股价比标准普尔500强指数还高出了54%，每年为

该基金带来一亿五千万美元的额外收益。

第三，亚洲金融危机的爆发，也“唤醒”了人们对亚洲公司治理的重新认识。1997年开始的东亚金融危机，以及其后的俄罗斯、巴西等国所经历的金融危机，也唤醒了各国对公司治理的重视。金融危机的出现，体现了这些国家在公司治理方面的薄弱，特别是缺乏对投资者的保护，以及对资本市场的有效监管，危机中体现的突出问题就是“裙带资本主义”，这一问题导致了投资者对于这些国家的金融体系的信心的崩溃。由于信息披露的不充分，缺乏对资本市场的有效监管，以及对中小投资者的保护，董事会以及控股股东缺乏诚信和问责机制，导致了经营和投资行为主要是建立在“关系”之上，而不是建立在对财务风险和收益的审慎分析之上。其结果就是公司的过度投资。特别是在非生产性尤其是在投机性的领域。当外国资本纷纷从这些国家和地区撤走之后，IMF及世界银行、西方七国及其他多边组织纷纷认识到重建和加强全球金融体系的构架需要加入有公司治理的内容。危机过后亚洲国家也纷纷加强了对证券市场的监管，包括加强信息披露和透明度，同时，也加快了公司治理结构改革的步伐。

（四）我国推动上市公司法人治理结构完善的必要性

1. 完善法人治理结构是提升上市公司质量的必由之路。上市公司的质量是证券市场的根本，是证券市场稳定发展的基石。如果这个基础不牢，证券市场抗风险的能力就差，难以抵御金融危机。证券市场的信誉靠的就是上市公司的规范和质量，近年来，一些上市公司接连不断地出现问题，就提醒我们要尽快解决这一问题。而提升上市公司质量，主要是要依靠公司法人治理结构的完善。

2. 完善法人治理结构是国有企业改革的需要。十五大确定国企改革的路，绝大部分要走股份制道路，因此，从建立股份

公司开始之时，就应该规范公司的法人治理结构，为以后上市打下基础。

3. 完善法人治理结构，是证券市场对外开放，迎接 WTO 挑战和进入国际资本商场融资的需要。我国加入 WTO 之后，证券市场会加快对外国投资者开放的步伐，而外国资本的流入，特别是机构投资者的进入，会对我国上市公司治理提出更高的要求。同时，我国公司在海外交易所上市，这些交易所都对公司的治理结构有相当高的要求。如今年“中石油”在海外筹资上市过程中，就遇到有关法人治理结构的问题。

4. 完善法人治理结构，是民营企业进一步发展的需要。一大批有一定规模的民营企业也纷纷出现了要走股份制道路的新趋向，家族式管理已开始不适应民营企业进一步扩张的需要。有些企业已经从家族式管理逐步走向现代股份公司规范管理的道路。如果创业板市场推出，首先就要解决上市企业的治理结构问题。如果说主板市场的治理结构问题是要解决国有企业转制问题，那么创业板市场主要要解决家族式管理体制怎样转向现代股份公司的问题。

5. 完善上市公司法人治理结构是保护中小投资者的重要措施。我国现有上市企业治理结构不健全，“内部人控制”现象很普遍，控股股东挪用上市公司资金，侵害小股东的利益的现象时有发生。只有通过控股股东和上市公司之间实行人员、财务、资产三分开，设立独立外部董事等措施，完善上市公司治理结构，才能切实保护好投资者。

6. 完善上市公司法人治理结构，有利于减少公司代理成本，增强市场信心和资源的有效配置。一个有效的法人治理结构能使代理人的利益与股东的利益一致，确保企业在法制和商业信用约束下，为增加其股东价值而经营，并且在与企业有关的金融和产品市场运作良好的情况下促进社会资源的有效配置。法人治理结

构的失败可能会导致资源配置不当，投资风险过高，管理层滥用职权，控制性股东对外部股东和债券人的掠夺，公司财务困难，甚至破产。

7. 完善上市公司法人治理结构，有利于维持我国金融体系的稳定，增加抗风险的能力。良好的公司治理机制是金融体系稳定的基础。治理机制薄弱，则会影响金融体系的稳定，而公司治理的薄弱可能导致金融危机，亚洲金融危机的爆发说明了这一点。

8. 完善上市公司法人治理结构，有利于提高我国企业的竞争力，促进我国经济持续稳定增长。实证性研究表明，一国对投资者的保护制度越完善，经济增长就越快，健康的、具有竞争力的企业是一国经济增长的关键。但是企业的成长要依靠在国内和国际资本市场上的融资来解决资金需求问题，而一个好的公司治理结构能够吸引投资者，从而增加企业的融资能力，促进经济增长。

（五）中国证监会在推进上市公司法人治理结构完善中的角色

中国的上市公司主要是由国有企业改制而来，国有和国有控股公司还存在着诸多的主管部门，这些主管部门，从不同程度上参与了上市公司的法人治理结构。而民营上市企业又无主管部门。一个突出的问题是，中国证监会在上市公司治理结构中应扮演什么样的角色？

我们认为，证监会作为监管部门而非主管部门，其主要职能是依靠法律、法规和行政手段对上市公司的运作进行规范。如加强上市公司的信息披露，加强对证券市场欺诈的打击力度，完善董事会制度和加强董事会的诚信义务等。因而证监会的职能是从政策、法规的角度对上市公司进行监管，而对上市公司的具体运营，应该是采取积极的不干预政策。

但是证监会在推动上市公司治理结构的完善方面，则是责无

旁贷。在国际上无论是发达国家和发展中国家，证监会及其交易所都是公司治理运动的倡导者和主要推动者。美国证监会（SEC）从制定投资者保护法律法规和信息披露方面的规则，以及对违法违规行为的严厉惩罚等方面对上市公司进行监管，督促它们完善其治理结构。“OECD 公司治理原则”最早也是由美国纽约证券交易所的上市规则发展而来。据 IOSCO 最近的一份报告，在大部分 IOSCO 的成员国，证券监管部门是公众公司良好治理行为的主要推动者和监管者，这些国家包括阿根廷、智利、捷克、立陶宛、秘鲁、南非、泰国、乌干达和委内瑞拉等国。不管在何法系的国家，很少有民间机构来推动公众公司治理结构的完善。这是因为公众公司的治理具有“公共政策”的性质。在这些国家，如巴西、马来西亚、南非、泰国证券交易所也参与了监管部门在推动上市公司治理方面的工作。

因此，我们认为，中国证监会应该挑起推动上市公司法人治理结构完善的重任，同时，证监会也应该被赋予相应的权利。如美国证监会一样，中国证监会应被授予准立法权、准司法权和较大的行政权力，以利其有效地监管和推动上市公司治理结构的发展。

二、公司治理模式及 OECD 公司治理原则

（一）各国法人治理结构的模式

1. 英美模式

英美模式的最大的特点就是所有权较为分散，主要依靠外部力量对管理层实施控制。在这一模式下由于所有权和经营权的分离，使用权分散的股东不能有效地监控管理层的行为，即所谓的“弱股东，强管理层”现象，由此产生代理问题。解决这一问题的办法，一是发展机构投资者，使分散的股权得以相对集中。20 世纪 90 年代初，机构投资者控制了美国大中型企业 40% 的普通

股，20家最大的养老金持有上市公司的10%的普通股；二是依靠活跃、有效的公司控制权市场，通过收购兼并对管理层进行外部约束；三是依靠外部非执行董事对董事会和管理层进行监督；四是依靠健全的监管体制和完善的法律体系，如公司法、破产法、投资者权益保障法等法律对公司管理层进行约束和监管；五是对管理层实行期权期股等激励制度，使经营者的利益和公司的长远利益紧密联系在一起。

英美模式下的公司是“一会制”，即只设立董事会，董事主要是来自公司管理层之外，即主要是非执行董事。银行在董事会中没有席位，它的作用和影响主要是通过贷款者的角色实现。在英美模式下，董事会成员的职责在法律上有明确规定。

2. 德国模式

德国公司治理结构的一个重要特点是“两会制”，即监事会和董事会。德国模式是“内部控制”型模式。两会中包括股东、银行及员工的代表，对管理层实行监控。其中，职工代表在两会中扮演重要角色。在德国，最大的股东是公司、创业家族、银行等，所有权集中程度比较高。德国的银行是全能银行，可以持有工商企业的股票，另外，公司相互持股比较普遍。银行对公司的控制方式是通过控制股票投票权和向董事会派驻代表，有些还是监事会主席，银行代表就占股东代表的22.5%。德国公司治理模式的另一特色就是强调职工参与，在监事会中，根据企业规模和职工人数的多少，职工代表可以占到1/3到1/2的职位。

3. 日本模式

日本的公司治理结构是“一会制”，但是强调“内部控制”。董事会主要是由管理层构成。和德国的模式类似，对公司监控主要是通过交叉持股和主办银行制度来实现的。在日本，由于不允许控股集团的出现，企业间交叉持股是很普遍的，非金融性的公司拥有日本全部上市公司四分之一的股票，另外，原材料供应商

和销售商也通过合同的形式对企业的管理阶层起到一定的监督作用。

日本的金融机构在公司治理结构中扮演重要的角色。银行作为股东可以拥有一家公司不多于 5% 的股票。一般来说，银行拥有公司 5% 左右的股份，其他金融机构（如保险公司、退休基金等）拥有 20% 左右的股份，就上市公司来说，50% 左右的股份是由金融机构所拥有。

多数公司都有一家主要的银行——主办行作为股东和业务伙伴，主办行一般是该公司长期贷款的主要来源，是公司最大的银行股东，同时也是给该公司贷款最多的银行。因此，主办银行在日本公司的治理结构中有着举足轻重的地位。

4. 东亚模式

在大部分东亚国家（地区），公司股权集中在家族手中，公司治理模式因而也是家族控制型。控制性家族一般普遍地参与公司的经营管理和投资决策，形成家族控制股东“剥削”中小股东的现象。这一问题是这一地区公司治理的核心问题。

东亚地区除日本家族控制企业所占比重较少之外，在韩国，家族操控了企业总数的 48.2%，台湾是 61.6%，马来西亚则是 67.2%。世界银行进行的一项研究详细分析了香港、印尼、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、台湾和泰国等东亚 9 个地区内 3000 多家上市公司的控制权分布情况，发现大约七成东亚公司都与集团关联，而这些集团均操控着很多其他公司。在菲律宾和印尼，最大家族控制了上市公司总市值的 1/6。各国最大的十个家族起码分别控制了本国市价总值的一半。也就是说大部分东亚地区的经济都是由少数家族所垄断。东亚经济家族操控的特色，使家族控股股东有能力剥削或侵占少数股东的利益。Michael Buckman 在其 1999 年出版的《亚洲的暗淡：亚洲商业阴暗面的披露》（Asian Eclipse: Exposing the Dark Side of Busi-

ness in Asia) 一书中写道：“东亚企业集团普遍地选择金字塔架构，一间家族控股公司位于金字塔的顶端，第二层是拥有贵重资产的公司，第三层包括了集团的上市公司……金字塔的最底层是现金收入及利益高的上市公司，集团向公众发售这些公司的股票，并透过多种内部交易，把底层公司的收益传到金字塔上层的母公司，另一方面，集团又把一些利润较少、品质较差的资产从上层利用高价传到下层。”

香港中文大学教授咸威平在最近发表的《大鳄如何剥削投资人——关于亚洲上市公司对投资人掠夺的实证分析》一文中，详细分析和论述了在亚洲家族控制型治理结构模式下，家族控股股东如何侵害上市公司中小股东的利益。他们认为，家族可以透过低派股息剥削少数股东。另外，家族集团的剥削活动不单是财富再分配，还可以通过选择低回报率的投资工程，通过大量举债的方式来扩充王国。在缺乏完善的司法制度和透明度的会计制度下，债务无法限制控股股东对中小股东的利益的侵害。缺乏监管制度保障股东的情况下，亚洲管理阶层并不会因为收购市场的存在而自律。他认为“亚洲的价值观促进了长期合作伙伴的生意，但却助长了对小股东、银行存户、本地纳税人及外资银行的剥削。当需要吸纳更多资金的时候，保障后者的西式会计及法律条文就会变得更为重要，因为它们以确保商业关系是具有建设性的，那些领先创造了财富的商业领导人，在没有这些制度下就可对小股东、债权人及纳税人进行剥削。因此，他们加速了亚洲金融风暴的发生。”

5. 转型经济中的法人治理结构

前苏联和中东欧等转轨经济国家具有某些共同的特点，例如都存在着数量众多、规模庞大的国有企业需要进行重组，同时又继承了原有较为混乱的法律体系。因此，在转轨经济国家中，公司治理的最大问题是内部人控制，即在法律体系缺乏和执行力度

微弱的情况下，经理层利用计划经济解体后留下的真空对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为实际的企业所有者。

薄弱的投资者保护和所有权集中影响了股票市场的流动性。私有化计划的设计者们显然低估了这一问题的重要性，他们较多地注重效率和公平，认为适当的法人治理结构会自然形成。然而，由于公司控制市场缺乏流动性，初始的所有权和控制结构变得凝滞不动，这成为许多转轨经济国家法人治理结构的关键问题。转轨经济国家（特别是前苏联诸国）法人治理结构的另一个特点是预算软约束的持续和发展。这主要是因为政府在社会压力下对大量的国有企业提供再融资，而银行部门的约束并未强化。预算软约束削弱了企业寻求外部融资的需求和重组的压力，从而使低效的法人治理结构得以延续。

6. 公司治理模式的趋同趋势

20 世纪 90 年代以来，随着资本市场的全球化，公司治理模式的发展也呈现出强烈的趋同趋势。英美型的外部治理模式日益为各国所仿效。

以英、美为代表的外部治理模式和以德、日为代表的内部治理模式孰优孰劣一直是理论界争论的问题。在 80 年代，由于德、日经济的强盛，人们普遍认为，和以市场为基础的外部模式相比，以企业集团、银行和控股公司为治理主体的内部模式能更好地解决代理问题。然而，进入 90 年代以来，随着经济和资本市场的全球化，以及信息产业的崛起，内部控制模式的弊端日益显露。相互持股，银企关系过分密切，导致企业的真实经营状况不能得到充分披露，使公司重视规模的扩张而偏离了盈利的目标。亚洲危机爆发之后，内部治理模式的特点得到了进一步的反思。在这种治理结构下，政府的主业政策支持特定产业部门的扩张，银行按政府的指示把信贷投向目标产业，而不管其盈利状况如何，结果导致生产能力过剩，企业过度负债。银行资产质量低

劣，及至导致金融危机。

在上述背景下，以市场为导向的外部治理模式逐渐成为各国学习的样板。英美模式以股东利益为基础，以盈利为导向，重视资本市场的作用，似乎更能够适应经济的全球化和信息技术产业的发展。

（二）OECD 公司治理原则

1998 年 4 月 27~28 日召开的 OECD 理事会部长级会议提议 OECD 与各国政府、有关国际组织和私人机构一道制定一套公司治理结构标准和方针政策。为实现这一目标，OECD 特设专门委员会，以制定一套反映各成员国对这一问题看法的非约束性原则。

这一文件阐述的原则是建立在各成员国的国家动议和 OECD 组织内部已往的工作经验基础上，包括 OECD 工商业治理结构咨询组织的经验。OECD 的一些委员会也参与了文件的准备工作，如：金融市场委员会、国际投资和多国企业委员会、工业委员会和环境政策委员会等。这些原则也广泛采纳了 OECD 以外的组织，如世界银行、国际货币基金组织（IMF）、商业部门、投资者、工会和其他有关机构的意见。

《OECD 公司治理原则》（以下简称《原则》）旨在帮助成员国和非成员国政府对它们各自所在国治理结构的法律制度和管理机制进行评估和改进，对股票交易所、投资者、公司和其他在制定良好公司治理结构过程中能发挥一定作用的机构提出指导和建议。《原则》是针对上市公司的，但如果适用的话，它可能也是改善非上市公司治理结构的有用工具，如私人企业和国有企业。

《原则》代表了 OECD 成员国对于建立良好公司治理结构共同基础的基本考虑，力求简洁、易懂、在国际范围内通用。但并不企图取代民间在公司治理方面开发更具体的“最佳做法”的首创精神。