

公司治理：缘起、问题及演进趋势

一、公司治理的缘起

公司治理这一术语在 20 世纪 80 年代正式出现在英文文献中。二十多年来，它不仅在理论研究中越来越重要，而且还成为了实务界关注的焦点。无论是学者、企业家，还是监管机构、新闻媒体，都对公司治理表现出了空前高涨的热情。

其实，公司治理中所研究的基本问题早已存在于经济与管理实践中，公司治理也已经过几个世纪的演变。应该说，公司治理的每一步发展往往都是针对公司失败或者系统危机做出的反应。例如，最早记载的治理失败是 1720 年英国的南海泡沫，这一事件导致了英国商法和实践的革命性变化。1929 年美国的股市大危机又使得美国在其后推出了证券法。1997 年的亚洲金融危机使人们对东亚公司治理模式有了清醒的认识，2001 年以安然、世界通信事件为代表的美国会计丑闻又暴露了美国公司治理模式的重大缺陷。这些治理失败的案件往往都因舞弊、欺诈或不胜任等引起，而这些事件又促进了公司治理的改进。这些持续的演进造就了今天的各种与公司治理有关的法律、管制措施、机构、惯例，甚至还有市场等。

理论界对公司治理的研究至少可以追溯到 20 世纪 30 年代伯利和米恩斯的研究。伯利和米恩斯在 1932 年出版的《现代公司和私人产权》一书中，在对大量的实证材料进行分析的基础上得出了结论——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管理者手中，而管理者的利益经常偏离股东的利益。20 世纪 60 年代前后，鲍莫尔、马瑞斯和威廉姆森等人分别提出了各自的模型，从不同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差异，从而提出了现代公司制企业应该构建激励约束机制，以使管理者更好地为股东利益服务。钱德勒在 1977 年出版的《看得见的手》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。可以说，古典经济学家一直在关注着所有权与控制权的分离，及其产生的“委托人”（投资者、外部人）与“代理人”（管理者、企业家、内部人）之间的代理关系。一般认为，由于管理者与所有者的目标函数不一致，掌握控制权的管理者往往会采取偏离股东利益的行动。例如在不创造价值的项目上耗费更多的资源，只是为了一己之便或一己之利而使企业中的人浮于事，忽视内部控制等。他们可能通过构建企业帝国、享受奢侈品等来获得个人利益的满足，甚至可能通过贪污养老金、通过关联方的配合来设计和制造交易等手段来为个人谋取私利。这就是代理问题。为了解决代理问题，委托人需要构建一套机制来保护自己，限制代理人损害委托人的行为，委托人为之付出的成本就是代理成本。所有权与控制权的分离，以及由此产生的委托代理关系，是公司治理问题产生的根源。只有在充分理解代理关系的基础上，才有可能较好地解决谁拥有控制权、谁应拥有控制权、公司参与各方的责权利等一系列公司治理安排问题。

为什么公司治理问题早已存在，但却到 20 世纪 80 年代才被重视和广泛研究呢？具体讲，主要有以下几点原因。

1. 公司高级管理人员的高薪引起了股东和社会的不满

在英美国家，公司高级管理人员的薪酬一直在持续增长，引起了股东和社会的不满。更令股东与公众不满的是，即使公司业绩增长缓慢甚至不增长，公司高级管理人员的薪酬仍旧继续攀升。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强公司的首席执行官平均年薪是40万美元；到1985年，美国大公司执行董事的年薪基本都在40万至67万美元之间；到1990年，《商业周刊》调查中的公司首席执行官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薪酬计划的收入，平均总薪酬则达到195万美元。《华尔街杂志》1998年9月4日的一篇文章题目为，“为没有业绩付酬：照理说CEO只有在取得成绩时才应获得高薪；但大多数CEO却是不管业绩如何，照拿高薪不误”。在这篇文章中，作者列举了很多企业的例子，指出美国企业的CEO没有任何财务风险，不管企业业绩好坏，始终获得令人咋舌的薪水。

2. 机构投资者的兴起与股东参与意识的提高

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英美国家股东高度分散化的情况发生了很大变化，以养老基金和共同基金为主的机构投资者拥有了越来越多的股份。到90年代，在美国，机构投资者拥有美国公司40%以上的股权。由于资产规模大，持股比例高，机构投资者卖出股份（用脚投票）会导致市场的剧烈震荡。在这种情况下他们的选择只能是继续持有股票，而相对长期持有股票就不能不对公司业绩的持续下滑做出反应，否则将进一步损害其利益。因此，用手投票、积极介入公司治理是机构投资者的必然选择。

3. 兼并收购对利益相关者的损害

20世纪80年代，美国掀起了一股兼并收购的浪潮。在这一浪潮中，股东为了自己的短期利益接受并购协议，损害了其他利益相关者的利益。例如在1980年至1993年间，仅美国9大公司裁员就达100万人以上，员工缺乏安全感。因此，人们开始反思早期的观点（即股东是所有者，公司的目标就是保证股东利益最大化）。这样，债权人、员工、供应商、客户、社区、政府等股东之外的利益相关者也开始广泛关注公司治理。

4. 转轨经济国家存在的“内部人控制”

在20世纪70年代和80年代，中欧和东欧的中央计划经济国家（如保加利亚、匈牙利、前苏联等）开始由计划经济向市场经济转轨。在转轨过程中，中央计划官员撒手放权，大规模推行私有化。起初，一些人乐观地认为，只要将国有企业私有化并同时引入股票市场，转轨就可以顺利实现，所引入的股票市场同时也具有公司控制权市场的功能。但在实践中发现，西方发达国家的公司治理模式并不完全适用于转型经济国家。而且，“内部人控制”现象变得越来越明显。经理人员事实上依法掌握了控制权，他们的利益在公司决策中得到了充分的体现，而且经理人员常常是通过与工人结成联盟来实现内部人控制的。

“内部人控制”的直接后果就是企业所有者的利益遭到内部人的侵害，企业业绩不佳，容易引起人们对分配问题的不满而引发社会动荡，动摇改革基础。所以在这些国家也掀起了对公司治理相关问题的讨论热潮，寻求适合本国国情的公司治理模式。

二、公司治理的概念及其主要模式

1. 公司治理的概念

进入 21 世纪，人们对公司治理问题的热情非但没有减弱，反而比以前更为关注，而且无论是发达国家还是发展中国家都非常重视公司治理。那么究竟什么是公司治理？对此并没有一个严格的统一定义。学者们从不同的角度对公司治理做出了阐释。费方域（1998）曾对公司治理的多种定义做了一个综述，介绍了学者们根据公司治理具体形式、公司治理制度功能、公司治理理论基础、公司治理基本问题和公司治理潜在冲突等对公司治理的定义。

传统的公司治理定义是指保护股东的利益。现代公司中所有权与控制权的分离，形成了“委托人”（投资者、外部人）与“代理人”（管理者、内部人）之间的代理关系。由于代理人与委托人的目标不同，一般认为管理者有可能会采取有损股东利益的行动，所以需要一套制度安排来解决这一问题。按照这一思路，所有权与控制权分离所引致的股东与管理者的冲突是公司治理问题产生的根源，因此企业权力核心——董事会将成为斗争的焦点。所以，狭义的公司治理被认为是指公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排。

但随着对公司治理认识的进一步深化，人们认识到股东与管理者的冲突只是诸多利益相关者冲突中的一种，需要从更广阔的视野来考察公司治理，从而使得越来越多的内容被纳入了公司治理的范畴，公司治理的定义也越发广泛。

费方域（1998）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：①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。②公司治理的功能是配置权、责、利。③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。④公司治理的形式有多种多样。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；按照投资者行使权力的情况有外部体系和内部体系。

Sheifer 和 Vishny（1997）认为，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，资金供给者如何使得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吞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？等等。

布莱尔 (1999) 认为, 公司治理可以被归纳为一种法律、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。

我们可以看到, 公司治理可以从不同的角度来理解, 它是一个内涵非常丰富的概念, 不可能用只言片语就将其阐释清楚。而且, 随着对公司治理的进一步深入研究, 还可能会对公司治理赋予新的含义。不过在实际研究中, 我们可以将公司治理分为内部治理和外部治理两大块。

公司内部治理是指通过法人治理实施的治理活动。我们常说的公司治理指的就是法人治理。法人治理的核心内容是公司内部的公司治理机构设置及其权力分布。在现代公司中, 公司权力结构配置是确保公司正常经营和科学决策的重要内容。根据权力制衡的思想, 现代公司要设立相互制衡的组织机构, 这就是公司治理机构。设立这些公司治理机构的目的是保证公司的健康运作, 形成一套健全的激励约束机制。常见的公司治理机构包括股东大会、董事会、执行机构、监事会等。一般认为, 内部治理是公司治理的核心。从目前的国内外发展态势来看, 加强内部治理是健全公司治理的重中之重。加强内部治理, 就是以更恰当的方式组织好董事会和监事会, 争取有责任心的大股东对公司的关注, 保证企业的报告系统和审计系统向股东大会、董事会、监事会以及外界提供和披露系统的、及时的和准确的信息, 保障经营者很好地履行对股东的说明责任, 尽到作为受托者的义务。

公司内部治理在性质上有两个特点: 第一, 内部治理的作用主要是通过董事会、监事会和股东自己来实现的。股东通常保留了对诸如董事、监事、审计员的选择权和合并、增资及新股发行等事项的审查权和否决权。其他的管理控制职能由股东授权给了董事会, 监督职能授予了监事会, 董事会再把大多数的决策管理功能和许多决策控制功能给予了公司经理阶层。但董事会依然保留了对经理人员的控制权力, 包括公司的决策酝酿、决策审批和对高层经理人员的聘用、解雇及决定他们工资水平的权力。第二, 内部治理通过设计科学的公司治理机构, 将形成互相配合、协调制衡的机制, 以保证企业经营者经营管理指挥协调顺利。要做到这一点, 企业管理的自我调控机制的到位, 特别是企业内部管理规章制度的约束是至关重要的, 它是将企业经营者与企业有效整合, 使企业经营者与企业群体的行为、与法律及规章保持一致。

公司外部治理一般指证券市场、经理市场、产品市场以及银行、机构投资者等外部力量对企业管理行为的监督。外部治理是内部治理的补充, 其作用在于使经营行为受到外界评价, 迫使公司管理层自律和自我控制。例如证券市场, 尤其是公司控制权市场可以对公司管理层施加压力。如果市场是有效的, 那么股价会对有关公司的信息做出反应, 管理层的不良行为就会导致股价下滑。这样, 证券市场就给股东们提供了公司经营的相对清楚的信息。业绩不佳的公司就有可能招致股东采取进一步的行动, 如小股东用脚投票, 卖掉公司股票; 大股东在股东大会中做出反应, 改组公司管理层; 甚至公司可能被收购, 管理层将面临被更换的危险。在这种机制下, 该公司管理层就被迫选择能够增加公司

财富的决策。当然，这种作用取决于证券市场的发达程度。再如，有效的经理市场也会对公司管理层形成约束。在有效的经理市场中，不负责任的或低能的经理得到的是低工资和低职位，而勤奋的和有能力的经理会得到较快的提升和较优越的报酬。有了这种利益激励机制，经理会更有动力去改善公司的绩效，提升自己的声誉。

2. 公司治理的主要模式

由于各国经济制度、历史传统、市场环境、法律观念及其他条件的不同，公司治理的模式也不尽相同。在不同的治理模式下，对内部治理与外部治理的侧重点也不同。按照投资者行使权力的不同，或者说根据对内部治理与外部治理的不同侧重，我们可以将当前主流的公司治理模式分为两类：一是强调外部治理的外部控制主导型模式，这一模式以英美为代表；二是强调外部治理的内部控制主导型模式，这一模式以德日为代表。

在外部控制主导型模式下，股东大会只在理论上是公司的最高权力机构。由于公司股权非常分散，由股东大会实施公司管理的成本高昂，因此，股东大会不是常设机构。股东们一般是将管理公司的权力委派给了董事会。董事会是股东大会的常设机构，公司往往通过公司章程将管理公司的权力授予董事会。证券市场、经理市场、劳动力市场和产品市场一起构成了对公司管理者的市场监控机制。尤其是证券市场中的公司控制权市场，被认为对公司经营者具有很强的监控作用。公司控制权市场的存在，使得管理者时时面临经营不善公司遭接管而被解雇的可能。在经理作为一个专门职业而存在的情况下，管理者或经理被解雇意味着可能终身找不到工作，这对经理人员形成了较强的约束。可见，公司控制权市场能够保证公司管理者之间的有效竞争，这就为没有控制权的小股东提供了强大的保护。

在内部控制主导型模式下，公司的资本流通性较弱，证券市场相对不活跃，银行处于公司治理的核心地位。德日公司的股东监控机制是一种主动性的模式，公司股东主要通过一个能信赖的中介机构或股东中有行使股东权力的人或组织，通常是一家银行来代替他们控制与监督公司经理的行为，从而达到参与公司控制与监督的目的。在日本的企业集团中，银行作为集团的核心，通常拥有集体企业较大的股份，并且控制了这些企业的外部融资的主要渠道。

三、公司治理面临的挑战

自 20 世纪 80 年代中期以来，尽管许多变化已经推动了公司治理效率的改进，但即使是对于发达市场经济国家而言，在当前及未来的公司治理实践中，仍有许多问题值得探讨和有待解决，公司治理仍面临着诸多挑战。2001 年底，名列《财富》500 强的美国安然公司惊暴会计丑闻，而且随后其他一些著名的公司也相继出现危机，暴露出了美国公司中普遍存在的一些问题，使人们不得不对美国公司治理模式进行重新审视。实际上，安然事件不仅仅是会计丑闻，而且危及了美国资本市场的信用基础，是一场公司治理的危机。投资者的信心受到了巨大打击：连安然这样的大公司以及安达信这样声誉卓著的中介机构都会

做假，都会欺骗投资者，人们不禁要怀疑股票市场是否可信。美国公司治理需要革命性的变革成为了美国朝野上下的共识。2002年8月1日，纽约证券交易所讨论通过了一份关于改进上市公司治理标准的建议书，经美国证券交易委员会（SEC）批准后，在纽约证券交易所上市的2800家公司都将按照新规则进行公司治理的改革。

对于世界上为数更多的广大发展中国家和转轨国家而言，他们在建立本国公司治理体制时与发达国家面对的是完全不同的政治、经济、历史、法律、文化环境。他们遇到的困难更多，公司治理改革任务也更为艰巨。

1. 发达国家公司治理面临的问题

(1) 管理层与所有者之间的利益冲突仍是悬而未决的公司治理问题。20世纪90年代以来，管理层滥用权力现象，引发了包括理论界在内的社会各界对公司治理问题的关注，尤其是进入21世纪以来美国爆发的大规模的公司丑闻更是让世人震惊。随着近期公司丑闻披露的不断深入，已经有几个CEO受到法律的制裁，人们不禁要问，美国的公司怎么了？作为工商界精英的CEO们怎么了？以上现实告诉人们：尽管美国有强大的公司控制权市场，敌意购并一直在威胁着绩差公司的管理层，机构股东积极主义也大有市场，然而，这些外部监控机制并没有有效解决在股权高分散度背景下的“经理革命（强管理者，弱所有者）”问题，伯利-米恩斯模型依然盛行；尽管有股东价值最大化的压力，但经理层总会在股东可以容忍的范围内追求企业规模的最大化、在职消费的最大化，并通过构造“管理者堑壕”（Management Entrenchment）提高自己的讨价还价能力，从而确保自身的安全性。

(2) 如何从利益相关者角度对公司进行有效的治理。

美国公司丑闻也揭示了这样一个事实，那就是美国的公司治理模式在保护外部小股东、雇员、债权人等利益相关者的利益方面还需要不断完善。当今的公司治理正经历着一场巨大的变革，诸如报酬体制、等级制度、垂直式组织和“命令-控制”管理技术等旧的管理方式和管理思想正面临着严峻的挑战；日益强大的顾客群体正变得越来越苛刻，越来越聪明，越来越懂得如何保护自己，在激烈的市场竞争中“顾客至上”经营理念在公司运作中也越来越深入人心；通信技术上的数字革命（如互联网的普及）正推动着全球经济的迅速成长，改变着公司治理中的很多层面（如信息沟通、股票交易、投票表决等）。形势的变化迫使公司的权力由内部向外部转移，由管理阶层向自由市场转移，趋向于在其利益相关者特别是向顾客、债权人、供应商和社区之间重新分配，而这种权力转移的结果将成为决定公司最终竞争力的核心因素。因而，在公司、股东、竞争对手、供应商、经销商、顾客、员工、公众、社区等利益关系者之间建立起一套有效的制衡机制与监督机制已成为历史发展的必然要求。

然而，当公司经营函数以追求股东价值最大化（或公司价值最大化）转变为更为复杂的多元函数，顾客、债权人、社区的利益最大化也进入企业的经营目标中。由于利益相关者的各个利益主体之间存在着利益冲突，因此企业如何

在经营中兼顾各项目标在实践中操作难度很大。例如，管理层持股的激励机制是否会稀释原有股东的利益，弱化控股股东的控制，小股东的短期分红压力是否影响企业的持续发展，社区的环保压力是否会导致企业赢利能力下降，顾客与公司之间的关系是否要以公司治理模式代替市场模式，在不同的市场结构中供货商都能或都有必要介入本企业的公司治理吗？如何解决敌意购并后雇员失业、公司与供货商、客户关系扭曲问题，等等，这些矛盾或困境是在利益相关者共同治理模式中不可回避的问题。所以，利益相关者关系治理目前主要停留在理论研究上，其有效性还有待实践的检验和实证研究的支持。

(3) 现有的外部治理机制能否高效地解决有关的治理问题。

一个大家普遍接受的说法是，在股权分散的英美模式中，提高公司经营效率的推动力不是来自董事会自身，而是来自于许多外部治理机制。公司控制权市场所构成的外部治理机制在公司治理的实践中发挥着巨大的作用。其中，收购与兼并、代理权争夺战、接管等无疑是非常重要的治理机制。在 20 世纪 80 年代公司购并浪潮之后，在德国和日本公司治理模式逐渐凸现优势的背景下，英、美国家对以公司控制权为主的外部治理机制的有效性提出了质疑。学者在研究中经常产生的疑问是：证券市场的股价能够真正反映公司的内在价值，并进而反映经营者的业绩吗？敌意购并到底是制约经营者的有效机制还是误导经营者自身的沙文主义？敌意购并真的有利于制止 CEO 们营造公司帝国吗？

从实践来看，英美模式产生了许多问题：美国股市是短视的，其高流动性、高度投机，酝酿了短命的泡沫，削弱了美国企业的竞争力；允许“不道德”的敌意购并事实上会导致资源配置不当，破坏雇主与雇员、目标公司与上下游企业之间的契约关系；CEO 的权力缺乏有效的监督和制衡，导致权力滥用，损害了公司治理中弱势群体（如小股东、顾客和员工）的利益；“共享制”、期股、期权计划，使经营者的财富会在购并中大幅升值，导致购并机制的基本功能失效，等等。

如此看来，公司控制权市场能否对“管理人员的无能和懈怠”构成强有力的惩戒，资本市场能否对绩效较差的公司或盲目多元化的公司形成强大的威慑力等都还有待进一步研究。因此，外部治理机制在公司治理中的作用还需要在实践中的进一步探索。

(4) 公司治理如何应对知识经济时代。

在知识经济时代，企业之间的竞争主要表现为以知识为基础的创新能力的强弱。对于知识积累、知识共享型的高科技企业如 IT 企业而言，人力资本在公司治理中变得越来越重要。在这些组织中，如何平衡人力资本与物质资本所有者之间的责权利？如何防止人力资本所有者侵犯物质资本所有者的利益？如何提高人们进行知识积累、知识共享、知识创新的动力？怎样从法律角度规范公司治理中人力资本的地位和作用？等等。这些都是传统的公司治理理论无法解决的问题。人力资本的拥有者完全有可能出于自身利益考虑，利用自己的特殊职位和技能采取未必有利于所有股东的行动。因为人力资本具有很高的资产专

用性，其拥有者可能借机向其他利益主体“敲竹杠”。例如，他们可能利用公司对自身技术的依赖性，迫使公司满足他们的一些过分要求。他们也可能要求对自己具有特有知识的业务进行投资，并借此提高自己对公司的重要程度，降低自己被替换的可能性。另外，专业人才的流失往往会同时带走公司的商业秘密，甚至是核心技术，如何给高水平的人力资本所有者定位，如何既能有效发挥他们的巨大创造力，又能有效防范他们可能给公司治理带来的负面影响等，是知识经济时代对公司治理问题提出的新挑战。

2. 发展中国家和转轨国家公司治理面临的问题

相对于发展中国家和转轨国家而言，发达国家的公司治理机制经过了几个世纪的演变，已经趋于成熟、完善。这种成熟和完善不仅表现在法律法规、公共政策，也表现在专业的自我管理水平上。然而，发展中国家和转轨国家公司治理机制却不得不面对许多错综复杂的环境，如公司复杂的所有制结构；政府与金融部门的连锁关系；脆弱的法律体系和司法制度；以及人力资源的匮乏等等。因而，这些国家公司治理会面对一些特有的挑战。

(1) 所有权结构：让公司治理变得异常复杂。

发达国家、发展中国家、转轨国家公司的所有权结构存在很大的差别。在发达国家，只要有功能完善的法律和监管体系、管理部门的积极监督以及足够的制度性和专业性基础设施，无论是所有权分散度高的企业还是所有权较为集中的企业，都有资本积累、公司成长的内在运作机制。

但是，一般而言，发展中国家和转轨国家却面临着迥然不同的公司治理环境。在发达国家企业中居统治地位的公众公司在这些国家却只是凤毛麟角，他们大多数的企业是由政府控制或归家族所有的。这种集中的所有权模式在不完善的制度背景下，使“内部人”能严密监控企业的经营运作，并为这些“内部人”侵吞外部小股东和其他利益相者的利益提供了机会。对于转轨国家来说，国有企业的私有化过程往往是在法律环境和相关制度框架尚未建立的情况下进行的。伴随着所有权的分散，原来的官僚以及企业领导人开始控制企业，这些“内部人”大肆掠夺公司财产，侵犯广大公众的利益。

Johnson 等 (2003) 提出了“利益输送” (Tunneling) 概念。他们认为，股权集中会造成大股东与中小股东之间的严重代理问题，大股东倾向于利用自己手中的控制权，通过各种“隧道”的方式从上市公司中攫取资源，从而造成对中小股东的利益侵蚀。这些“隧道”的形式表现为过高的经理薪酬、担保、关联方之间的转移定价，甚至是直接的资金占用和盗取。以后的研究也发现，在东亚经济中存在严重的“利益输送”的现象。我国上市公司股权结构普遍存在的一股独大现象也为“利益输送”提供了一定的生存土壤，甚至有学者认为我国上市公司中普遍存在着“大股东财富最大化”的理财目标而非“股东财富最大化”。

发展中国家和转轨国家特有的所有权结构使公司治理变得更为复杂，信息不对称、监控失灵以及机会主义倾向等更为严重，阻碍了公司治理的改革进程。

(2) 脆弱的制度和缺乏竞争性市场：建立公司治理机制的两大障碍。

在新兴的市场经济国家，企业往往缺乏竞争性市场经济所需的基本元素，如没有势均力敌的竞争对手，也缺乏强制执行和主动遵循的文化传统。缺乏竞争使企业的市场地位根深蒂固，新企业难以进入，导致企业家精神没有用武之地，从而使企业和国家丧失推动经济发展的创新能力。由于缺乏强制执行和主动遵循的文化传统，法律法规模棱两可，执法环境不确定因素增多，企业没有主动遵循已有规定的意识和动力。在这种制度氛围下，公司控制权转移就会遇到很多不可预期的麻烦，因为公司管理层有相当大的活动空间去阻挠或破坏市场“狙击者”的接管企图。

尽管发展中国家和转轨国家在法律、监管体系上有很大差别，但他们在公司信息披露以及股东权利保护方面都存在不少问题，很少能达到国际通行标准的要求。过时的法律法规阻碍了公司的正常运作和有序退出，司法体系也不能提供当今全球市场所要求的快速反应机制和可预期性。即使对于法律和监管体制已经向发达国家靠拢的国家，其司法体系的强制执行机制也往往是不规范的，这反映出这些国家的司法系统极其缺乏专业技能，有时还会滥用政府权力。

发展中国家和转轨国家的政府通常会干预实业部门和金融部门的经营运作。例如政治力量会影响借贷市场，使某些“特权”企业直接受惠，而管理水平低下的银行体系很少进行规范的信贷分析和采取有效措施约束大额借款人。在许多国家，以银行为核心产生的私人大型集团公司可能同时控制着实业部门和金融部门。这种企业联盟形式和关联交易导致企业所有权的过度集中，对债务融资的过分依赖，高杠杆比率，以及许多案例中出现的投资短视化和低效率。

以上做法反过来又破坏了证券市场的发展。在典型情况下，会出现市场交易额小，流动性低，证券市场被少数几家大公司所操纵。市场上几乎没有长期性融资工具。机构投资者很少，或不足以主张市场运作的公正、高效、透明。新兴市场的投资一般只有很少的组合投资，由于规则不明，以至于大的机构投资者没有信心或内在激励对投资对象的公司治理施加应有的影响。他们经常使用较为消极的“用脚投票”机制，而不是“用手投票”，积极地争夺投票代理权。机构投资者的这种行为模式助长了全球证券市场的波动性，从而也损害了这些发展中国家和转轨国家。与此同时，这种状况也严重阻碍了当地各类基金的发展。这种环境无论是对实业部门还是金融部门都几乎没有任何让其建立健全公司治理体系的激励机制。

(3) 公司治理改革先行一步的国家：遭遇到既得利益集团的抵制。

尽管改革难度非常之大，但面对薄弱的公司治理体系，不少发展中国家和转轨国家还是开始采取一些必要的步骤，推动改革的进行。例如培育竞争性市场体系；建立强制性信息披露制度；改革银行体系，重塑银行—企业—政府之间的关系；建立健全法律体系；培育流动性大、监管规范的证券市场；培养公

公司治理所需的各种专业人才，等等。然而，这些改革措施却遇到了不少政治麻烦。公司体系中的既得利益集团往往抵制使企业信息的更加透明，反对披露实业类企业和金融类企业的信息。他们认为信息披露制度的执行成本高昂，并且会把自己放在相对不利的竞争位置。这些直接的缺陷所造成的危害超过了信息透明所带来的股份长期增值和融资成本的降低。由于担心自己的特权被稀释，这些“内部人”反对公司治理中的一些重要机制，如反对一股一票，累积投票权，公开接管以及独立董事等。既得利益集团以担心外资控制本地公司为由反对赋予少数股东更大的权力，而不顾及由此可能带来的利益。这些国家的大公司拥有很大的政治影响，并容易控制大众媒体，为腐败活动开启了方便之门。在对付既得利益集团的势力时，这些国家政府的政治力量、人力和财力资源都显得捉襟见肘。

严格的信息披露制度和公司治理机制实质性的改变有时也会遭到来自证券市场参与者（如经纪人、银行、券商等）的抵制，因为他们担心这样做会影响公司上市，从而减少其收入。内幕消息的受益者，特别是在那些产业公司的所有权和控制权相互重叠的小规模经济国家，更是反对这些会损害其利益的措施。

鉴于以上原因的存在，我们就不会再奇怪为什么发展中国家和转轨国家的公司治理体制改革（甚至包括发达国家）往往是由严重的经济犯罪或公司失败事件所推动的。例如，发生在世纪末的亚洲金融危机加快了这些国家公司治理体制改革的步伐，采取了诸如关闭资不抵债银行，加强审慎监管，银行体系向外资开放，修改破产法规和公司购并条例，严格上市公司条件，要求公司任命外部董事，引入国际通行的会计、审计标准，要求集团公司合并报表，以及执行公平交易法规等措施。由此看来，很多国家都是在迫不得已的情况下，才能排除既得利益集团的阻挠，进行广泛而深刻的公司治理体制改革。因此，可以预言，世界各国在建立健全本国公司治理体制时都不会是一帆风顺的。

四、公司治理演进的共同趋势

由于经济、社会和历史、文化等方面的原因，世界各国公司的所有制结构和公司治理模式有很大差异。虽然从实践来看，英美模式的公司治理规范似乎更具优势，但这种模式在其他地区经常受到人们的质疑，不能简单地把这种模式看作是“one size fits all”（一规适万物）的东西。因而，目前关于英美模式、德日模式抑或其他模式孰优孰劣的争论尚无定论。然而，很多来自英美的学者和企业界人士却仍然认为，向英美模式的靠拢是大势所趋。推动这种趋势的最重要力量是来自经济全球化中英美等国的跨国公司和机构投资者。因为当今世界，几乎所有的国家和行业都已经在不同程度上卷入由跨国公司主导下的国际化生产中，跨国公司已经成为全球 FDI 的主导者；在资本市场高度全球化的背景下，居于主导地位的英美的机构投资者所认可的公司治理规范也自然会成为市场上被认可的规范。因而，试图在国际资本市场上融资的公司，不管它们是来自哪个国家、属于哪种治理模式，都不得不考虑接受这些跨国公司和国际投资者认可的规范。不过，英美模式也并非是一成不变的，他们也在实践中不断发展，吸收其他国家的一些有益做法，如学习德日模式，强调银行在公司治理中的作用。

在各国公司治理模式逐渐向英美模式趋同的过程中，大体有以下共同特征：

1. 强化独立董事制度，保护小股东的利益

无论是属于哪种治理模式，强调独立董事的作用是各国公司治理改革的方向，并成为全球公司治理体制发展的潮流。设计独立董事制度的重点是保护投资者利益，尤其是不能控制公司的少数股东的利益，这是国际市场上的投资者比较认可的保护小股东的一个主要机制。因为对于公司的绝大多数的小股东而言，他们只拥有公司名义上的控制权，与其所承担的实际风险不相适应。因而除了法律、法规层次上明确对小股东保护条款外，还需要从公司治理的制度设计层次上增加对这类弱势群体的保护，这样，借助利益相对独立的人员参与公司的经营管理，便成了自然而然地选择。现在，各国的公司治理原则中几乎都要求董事会中必须有一定比例的独立董事。

关于独立董事，目前虽然还没有国际上公认的定义，但通常人们所接受的定义中，“独立”包括如下几方面的含义：独立于公司的管理层、没有在公司担任过高层管理人员职务；独立于大股东、没有持有大量公司股份，不代表任何重要股东；独立于公司的业务伙伴，不是公司的重要客户或供给商；不代表与公司有业务关系的律师事务所、会计师事务所等中介机构的利益；积极参与董事会活动，而不是采取消极被动态度，只充当公司治理的“花瓶”。独立董事在董事会中的主要作用是防止控股股东和管理层损害少数股东的利益，提高公司决策的科学性、合理性。在董事会中独立董事通常负责管理层的提名、薪酬，负责对公司财务进行审计，以及对关联交易进行审查等工作。

通过研究各国的公司治理实践可以发现，不少国家的独立董事事实上是“灰色”董事，即他们可能是经营者的亲属，或与公司有业务关系，因此，如果让这些与公司经营者具有间接利益关系的人员担任公司的独立董事，他们的决策是否真的具有独立性还有待进一步探讨。但这一情况正在慢慢改变，例如，美国加州公共雇员退休系统（CalPERS）、通用公司等均将接受公司重大捐助的大学、基金会等非赢利组织的雇员认定为非独立董事。

在我国，中国证监会 2001 年 8 月颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，使独立董事建设制度化和规范化。虽然独立董事制度在改善公司治理方面起到了一定的促进作用，但是该制度似乎没有发挥实质性的治理作用。在近几年我国证券市场出现的一些影响较大的上市公司虚假信息披露、侵害中小股东权益等案例中，中小股东并没有事先得到独立董事的警示，也没有听到他们的不同意见。针对我国上市公司独立董事的实证研究也得出了类似的结论：几乎没有独立董事改善公司业绩的证据。例如，胡勤勤和沈艺峰

（2002）等研究表明，上市公司的经营业绩与独立外部董事之间不存在显著的正相关关系。而且上市公司对独立董事作用发挥情况的评价也不高¹。因此，我国距离建成富有成效的独立董事制度还有很长的路要走。

2. 严格公司信息披露制度

从某种程度上讲，公司治理的必要性缘于信息不对称，而信息披露制度的目的就是最大限度地消除信息不对称，使易受损害的一方能享有尽可能充分的信息，做出“信息充分的决策”，以便尽可能地自我保护。所以说，公司运行状况的透明度高低，决定着有关利益主体尤其是少数股东可以在多大程度上能保护自己的利益。国际上旨在提高公司运行透明度的努力，有两个方面的重点：第一个方面的工作就是鼓励和推动各国采用国际通行的会计规则。由于历史的原因，目前各国使用的会计规则有很大的差异，使得公司之间的国际比较十分困难。即使在经济发达的经合组织（OECD）成员国内，这个问题也很严重。因而，建立一套统一、规范的国际会计规则是非常必要的。现在通行的国际财务报告准则（IFRS）是由国际会计准则理事会（IASB）主持制定的。国际会计准则理事会致力于从公共利益出发制定和公布用于编制财务报告的会计规则，并推动这些规则在全球范围内被普遍采用。与此同时，国际会计准则理事还会对所公布的规则不断进行更新，以反映各国公司运作的实际情况的变化。我国财政部对我国的准则体系进行了重要修改，于2006年2月15日颁布了38项具体会计准则和1项基本准则，实现了与国际准则的实质性趋同。这将对我国上市公司的公司治理有着重大的积极影响。

国际社会提高公司透明度的第二个手段是强化公司对董事会的信息披露。由于董事会是代表股东利益管理公司的核心机构，也是保护少数股东利益的主要依托，并且一般而言董事更有能力理解和评估公司的财务和运行状况，因此加大公司对董事会的信息披露显得尤其重要。尽管世界各国的信息披露规则有很大差异，但从目前一些被广泛认可的“最佳惯例”来看，以下内容都属于应当对董事会披露的范围：年度经营计划和预算，新修订的长期规划；公司及其各业务部的季度运行情况；税务审计和内部审计的报告；拖欠利息和未能按期偿债的情况；拟议中的主要资本开支；对已经同意的政策和方针的任何偏离；董事对本公司股票进行交易的情况；重要投资的处理；合资项目的详细情况；外汇风险情况；可能使公司在公共关系、产品质量、环境、卫生、安全、劳资关系等方面面临风险的有关事宜。

3. 鼓励利益相关者有效介入公司治理

从股东至上的公司治理到各利益相关者共同参与的关系治理也是公司治理发展的一个趋势。以IT、网络为主要特征的新经济的到来，给社会的经济发展和企业的经营带来了一些新的挑战。

新经济条件下，为了应对频繁变化、日渐复杂的经营环境，企业相互之间的依存变得更为紧密，形成一种网络型的新的组织形态，因此股东以外的其他利益相关者，诸如：雇员、债权人、政府、社区，供应商等等，参与公司治理变得更为必要。同时，信息技术的迅速发展，也为这些主体更便利地参与公司治理提供了可能性。比如小股东的治理问题，在传统情况下，小股东由于其参与治理的成本很高，只能放弃自己的表决权或者将表决权委托给他人。而在新经济下，现代通信手段的发展，使得小股东完全可以通过电视会议、网上投票等形式参与到对公司重大决策的表决中。随着社会和经济和技术的发展，公司通过先进的通信手段在网上召开股东大会必将变得越来越普遍，而由于网络的普

及，其参与者将远远不再是主要的大股东，而是各利益相关者的全面参与。因此新经济的到来无论从形式上，还是从内容上，都将对公司治理产生深远的影响。

4. 机构投资者将在公司治理中扮演更重要的角色

从理论上讲，大部分投资者购买股票的目的是让渡资金的控制、使用权给企业家，以期比投资者自己经营取得更高的收益，或是为获取价差收益。根据投资者的行为，一般可以把股东分为两类：只求获取价差收益而不参与公司经营的投资人，被称为消极股东；通过参与公司决策，对公司进行改革和重整，以期取得更高收益的投资者，则被称为积极股东。理性投资者只有当预期收益超过预期成本时，才会成为积极股东。个人股东受财力所限，一般在公司中所占份额较小，没有足够的动力和实力去监督企业家，因而甘愿成为消极股东。而机构投资者规模巨大，其监督成本与收益的不对称程度较个人投资者小，即使被其他股东“搭便车”，也是得大于失。与成千上万个单个股东的合作相比，机构投资者之间相互协作的可能性以及它们之间合作所能产生的能量都要大得多。另外，由于机构投资者的整体持股量占整个资本市场的半数以上，无法像一般个人投资者那样方便地卖出所持股份。由于以上原因，在机构投资者占居主要的，至少是相当重要的地位后，利用其大股东身份介入公司管理，加强对企业家的监督和约束，变成了一种理智的选择。这样，在公司的外部治理机制中，就产生了一种比敌意并购温和一些的监控方式——积极股东行动。

从世界范围上来看，机构投资者作为大股东的代表，近几年在公司治理中已经越来越多地扮演起积极股东的角色，并表现出“关联投资”的趋势。机构投资者更愿意采用“抱怨 (Voice)”机制，而非“退出 (Exit)”机制，比保持超脱和被动状态的投资者更负责任地监督企业的经营管理，从而在公司治理中发挥重要作用。尽管机构投资者更多的是采取相机治理的策略，平时主要追求股票的投资回报，不直接介入公司治理。然而，一旦所投资的公司出现问题时，机构投资者比散户更有能力也有动力去影响所投资公司的治理状况，如有能力广泛收集信息并派人员参加股东大会，并对领导班子进行整顿。

五、公司治理研究前瞻

公司治理成败的关键，在于企业能否很好地控制科层组织的运行成本，在公司价值最大化目标的导引下，取得实实在在的发展。因此，一个合适的公司治理理论，应该是能妥善解决企业科层运行低效率的理论。因此，笔者认为，在我国的公司治理研究中，有以下三个亟待解决和完善的问题。

1. 如何定位我国的公司治理模式

无论是英、美模式，还是日、德模式，抑或是法国模式、东南亚模式，都不会是我国的最终模式，因为：首先，全球公司治理模式的多样性本身就说明“条条大路通罗马”；其次，建立和完善我国企业的公司治理，必须考虑我国的政治体制、制度、法律、文化背景。然而，我国的公司治理应该具有什么特点（更接近哪一种模式）？如何实现这种模式？从发达国家和不发达国家的公司治理实

践中我国应该吸取哪些经验教训？等等。这些悬而未决的问题，都需要理论界尽快给予明确的回答。

2. 公司治理内部、外部治理机制的完善

强化内部和外部治理机制是完善公司治理的重要一环。建立独立董事制度、在董事会下设专业委员会、引入机构投资者和（或）战略投资者、规范信息披露制度等做法，是公司治理机制不断规范的标志。然而，企业的成功不仅需要合理的制度安排，还需要用得到市场的认可：投资者对企业经营运作有没有信心，消费者对企业提供产品的质量和服 务信赖度有多高。企业的高效运转也需要得到企业组织内成员的认可，例如，管理层和员工对企业发展的忠诚和努力。所以，公司治理理论必须解决：什么样的公司治理机制才能平衡“内部人”和“外部人”、弱者和强者以及公与私的利益？构建这些治理机制的原则是什么？判断一个公司治理机制完善与否的主要标准是什么？

3. 利益相关者理论应逻辑更清晰、更具操作性

正如前文所言，如何从利益相关者角度对公司进行公司治理，是发达国家面临的一个难题。我国在引入这一理论时也应该注意该理论的一些内在缺陷。因为企业的利益相关者理论作为一个演进中的理论，无论是其逻辑性，还是系统性都需要进一步完善。例如，到底哪些经济主体是企业的利益相关者？是那些在企业押了“赌注”（stake）的人或团体（股东、雇员、债权人、消费者和供货商五大群体）？还是那些所有能影响企业活动或被企业活动所影响的人或团体，如竞争对手、恐怖分子，甚至未出生的下一代以及不知名的动植物？企业如何能既兼顾各个利益相关者的利益，又不偏离生产经营性经济主体的本质特征？企业管理层怎样才能知道各个利益相关者已经满意？管理者能够在利益冲突的格局中，找到皆大欢喜的解决方案吗？等等。所以，尽管利益相关者理论对公司治理具有一定的指导意义，但是，要把这种理论意义变为实践意义，恐怕还有很多工作要做。例如，利益相关者理论需要在逻辑上与企业运行有更好的一致性，并能提出一套行之有效的实施方案。