

The Drawing Page is the area of the Drawing Window indicated by a rectangle with a drop shadow. Although you can draw anywhere in the Drawing Window, only objects on the Drawing Page appear in your print jobs.

上市公司治理 独立董事制度

The Drawing Page is the area of the Drawing Window indicated by a rectangle with a drop shadow. Although you can draw anywhere in the Drawing Window, only objects on the Drawing Page appear in your print jobs.

Corporate Governance of Listed
Company: Independence
Director System

朱少军◎主编
中国时代经济出版社



【目录】

CONTENTS

第 1 章	公司治理概论	
第 1 节	公司治理概念及问题由来	/3
第 2 节	四种主要的公司治理理论及 OECD 公司治理原则	/8
第 3 节	几种主要的公司治理模式	/13
第 4 节	董事会类型与职责	/18
第 5 节	我国公司治理模式的形成、发展及问题	/20
第 2 章	OECD 公司治理原则与我国上市公司实践	
第 1 节	国际上法人治理结构的历史沿革	/29
第 2 节	OECD 关于法人治理结构的五项原则(目标)及我国公司的某些不足	/32
第 3 章	亚洲各国公司治理的经验及其借鉴	
第 1 节	亚洲的公司治理:规则的变化	/47
第 2 节	日本公司治理的经验、教训和发展趋势	/54
第 3 节	韩国公司治理的经验、教训和发展趋势	/65
第 4 章	美国的公司治理改革及其启示	
第 1 节	美国公司治理原则的改革主题——董事会的改革	/75
第 2 节	美国公司治理的发展趋势及启示	/78
第 5 章	中国公司治理的发展历程、基本特征和改革方向	
	所有权、控制权和公司治理	/85
第 6 章	机构投资者在公司治理中的作用	
第 1 节	机构投资者积极参与公司治理成为全球趋势	/103



第2节	我国上市公司机构投资者积极参与公司治理的对策建议	/105
第7章	各国公司治理的最佳做法	
第1节	成熟市场公司治理最佳做法	/113
第2节	新兴市场公司治理最佳做法	/123
第8章	公司治理与财务制度	
第1节	公司治理与财务报告	/131
第2节	公司治理环境中的会计政策选择	/134
第3节	公司治理与审计模式	/140
第9章	我国上市公司监管体系概述	
第1节	上市公司监管法规体系	/149
第2节	上市公司监管框架	/150
第10章	独立董事制度的产生与发展	
第1节	设立独立董事的目的	/155
第2节	独立董事的角色与作用	/157
第3节	独立董事制度的产生与发展过程	/159
第4节	独立董事制度在我国的发展与问题	/164
第11章	境外独立董事制度介绍和比较	
第1节	对独立董事独立性的规定	/175
第2节	独立董事任职资格规定	/183
第3节	独立董事人数及在董事会中比例规定	/187
第4节	独立董事的绩效	/191
第12章	独立董事实务	
第1节	独立董事的资格	/197
第2节	独立董事的选聘、任用、辞职、罢免	/199
第3节	独立董事的权利	/205



- | | | |
|-------|-------------|------|
| 第 4 节 | 独立董事的一般义务 | /207 |
| 第 5 节 | 独立董事的法律责任 | /219 |
| 第 6 节 | 独立董事的风险及其防范 | /224 |

第 13 章 独立董事的工作

- | | | |
|-------|-----------------|------|
| 第 1 节 | 独立董事的工作时间 | /231 |
| 第 2 节 | 发表独立意见的事项 | /233 |
| 第 3 节 | 监督审查关联交易中的职责 | /234 |
| 第 4 节 | 独立董事出现意见分歧时如何处理 | /236 |

第 14 章 独立董事的薪酬激励

- | | | |
|-------|------------------|------|
| 第 1 节 | 独立董事的薪酬 | /241 |
| 第 2 节 | 境外有关董事薪酬的规定与现状 | /244 |
| 第 3 节 | 我国有关董事与独立董事薪酬的规定 | /250 |

第 15 章 独立董事发挥作用的配套措施

- | | | |
|-------|--------------|------|
| 第 1 节 | 独立董事的任前辅导与培训 | /253 |
| 第 2 节 | 独立董事决策的信息支持 | /254 |
| 第 3 节 | 独立董事行使职权的机构 | /256 |
| 第 4 节 | 独立董事的监督 | /263 |
| 第 5 节 | 董事责任保险 | /265 |

第 16 章 投资基金中的独立董事制度

- | | | |
|-------|----------------|------|
| 第 1 节 | 美国共同基金中的独立董事制度 | /269 |
| 第 2 节 | 我国基金治理中的独立董事制度 | /282 |
| 附录 1 | 国外独立董事案例 | /284 |
| 附录 2 | 国内独立董事案例 | /288 |

上市公司管理丛书

上市公司治理：独立董事制度

主 编 刘李胜

副主编 孔 翔 张 骏

中国时代经济出版社



第1节 公司治理概念及问题由来

公司治理概念

公司治理(Corporate Governance),通常又译为公司法人治理结构或公司督导机制,在我国的台湾地区称为公司统制,香港地区则称为公司管制。公司治理概念最早出现在经济学文献的时间是20世纪80年代初期。英国经济学家 Bob Tricker 在1984年出版的《公司治理》一书中,首次论述了现代公司治理的重要性。

狭义的公司治理是指明确划分公司的股东、董事会、监事会、经理人之间的权力、责任和利益,以及形成相互制衡关系的一整套制度安排;在广义上,公司治理还包括公司与其他利益相关者(Stakeholders,比如员工、客户、供应商、债权人和社区等)之间的关系,以及有关的法律、法规和上市规则等。

从内容上看,公司治理包括三个层次:

公司内部治理机制、公司外部治理市场和有关公司治理的法律法规。公司内部治理机制主要是指在公司内部构造一个合理的权力结构,从而在股东、董事会、监事会与经理人之间形成一种有效的激励、约束与制衡机制,以保证公司遵守有关的法律法规,实现公司及股东利益的最大化。公司外部治理市场主要是指公司外部的产品市场、资本市场以及经理人才市场通过产品与价格竞争、公司控制权竞争、经理人才竞争等方式对公司产生激励约束作用的环境。有关公司治理的法律法规主要是指立法机关、政府及监管部门为保护广大投资者的利益、保证公司遵守国家法律和社会道德规范而制定的一系列的行为规范,包括董事的法律责任、会计准则及信息披露要求等,这些法律法规构成了有关公司治理的法律约束体系。

良好的公司治理机制既包括一个有效的公司内部激励、约束和制衡机制,也包括一个有效的公司外部治理市场,还必须要有一套完善的有关公司治理的法



律法规体系。

国外公司治理理论兴起的背景与原因

现代意义上的股份有限公司产生于 19 世纪,随着公司股权的日益分散及所有权与经营权的分离,股东权力和股东大会逐渐空壳化、形式化,管理层开始在公司中处于支配地位。Berle 和 Means 最早对这一问题进行了系统的研究,于 1932 年出版了《现代公司和私人产权》一书,对当时占主导地位的股东主权思想提出了挑战。然而,在 20 世纪 80 年代之前,公司治理问题并没有受到人们的重视,原因在于第二次世界大战之后的 30 多年间,公司总体来说运作得非常好,股东们大体上都得到了满意的回报,员工的工资和福利也不断地得到提高。虽然各国法律都强调股东主权主义,公司必须追求股东利益的最大化,但在实践中许多公司并没有忽视其社会责任。

对公司治理问题的重视和广泛研究是在 20 世纪 80 年代以后才开始的,各国的学者、企业家、决策者及新闻媒介都对其表现出空前的关注,并展开了热烈的讨论,形成了一个公司治理运动的浪潮。正如一位著名经济学家所说:“从来没有一个问题像公司治理那样,由一个为人所忽视的问题变成了专家和决策者日思夜想的焦点。”公司治理问题之所以在 20 世纪 80 年代后得到空前重视,主要有以下几个原因:

1. 机构投资者的兴起与股东参与意识的提高

英美传统的公司治理机制强调的是外部市场对公司的压力,股东对公司治理的参与主要是采用被动的“用脚投票”的方式,即通过买进卖出股票对公司的管理层施加影响。然而,这种方式有时是不情愿的或者代价较高的。20 世纪 40 年代以来,尤其是在过去的 20 年中,以养老基金和共同基金为主的机构投资者已拥有上市公司越来越多的股份,到 20 世纪 90 年代,机构投资者总体上已持有所有上市公司近一半的股权。尽管个别基金很少持有某一公司超过 1% 或 2% 的股票,但作为一个整体,机构投资者常持有某些大公司 60% 以上的股票。表 1 显示了自 1952 年以来机构投资者持股的变化情况。



表1 美国机构投资者的持股情况

年份	市值(10 亿美元)	个人	外国	金融机构				
				总值	保险公司	养老基金	共同基金	其他
1952	170.1	89.65%	2.18%	8.17%	3.41%	1.12%	1.94%	1.70%
1955	294.2	88.58%	2.24%	9.18%	3.06%	2.14%	2.35%	1.60%
1960	424.9	85.76%	2.19%	12.05%	2.94%	4.05%	3.48%	1.60%
1965	734.9	83.83%	1.99%	14.18%	2.86%	5.89%	4.20%	1.24%
1970	841.4	68.04%	3.23%	28.73%	3.30%	9.18%	4.72%	11.53%
1975	800.2	56.67%	4.17%	39.15%	5.21%	16.53%	4.21%	13.18%
1980	1534.7	60.85%	4.21%	34.94%	5.12%	17.45%	2.77%	9.60%
1985	2360.6	51.27%	5.33%	43.38%	5.55%	24.76%	4.82%	8.26%
1990	3530.2	48.63%	6.28%	45.09%	5.04%	26.99%	6.61%	6.37%
1991	4863.6	50.76%	5.59%	43.65%	4.36%	26.22%	7.22%	5.77%
1992	5462.9	51.44%	5.50%	43.07%	4.01%	25.83%	8.27%	4.87%
1993	6186.5	50.02%	5.50%	44.49%	3.93%	25.64%	10.81%	3.99%
1994	5877.7	47.93%	5.84%	46.23%	4.30%	25.94%	11.86%	4.02%

资料来源: Monks and Robert 1995, Corporate Governance.

机构投资者在实践中逐渐发现,单纯使用“用脚投票”的方式有时会比较困难。机构投资者一般持股数量较大,当公司经营业绩不佳时,很难像小股东那样“用脚投票”,即将手中的股票及时抛出,一旦他们决定出售某支股票,由于持股数量较大,通常会对该股票的价格形成较大冲击,这就在客观上迫使机构股东长期持有股票。由于机构股东不能像小股东那样单纯通过出售股票来影响公司治理,因此他们逐渐将目光转移到公司内部,试图通过影响诸如公司董事的聘选、激励与约束机制和重大事项表决权等来发挥治理作用。

2. 公司高级管理人员薪酬增长过快,引起股东和社会普遍不满

尽管公司的业绩增长缓慢,但高级管理人员,尤其是首席执行官(CEO)却能从公司获得天文数字般的薪金,引起股东和社会普遍不满。美国《商业周刊》杂志每年都出版一份关于美国365家最大的公众公司的两名最高级经理的薪酬情况调查报告。根据1991年的调查报告《关于1990年的收入》,这些公司首席执行官的薪酬在80年代增长了212%,是同期工人工资增长率的4倍(工人的同期工资增长率是52%)、工程师工资增长率的3倍。同期公司股票的每股收益平均增长率为78%。在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它长期薪酬计划的收入,平均总薪酬则达到 195 万美元。按 1990 年的工资率计算,这相当于工人 85 年的工资、工程师 45 年的工资。

3. 西方许多大公司在近 20 年的兼并重组过程中大量裁员,促使人们重新认识现行公司的治理模式

传统公司治理的基本逻辑是:股东承担公司的风险,而员工领取固定工资,因此公司的所有权应该归股东。然而,从 1980 年到 1993 年间,仅美国九大公司裁员就达 100 万人以上,大公司如此,更不用说小公司了,员工根本没有安全感。所谓的“固定”工资并不固定,工人面临的风险实际上比股东还大。因此,人们不得不对传统公司治理的逻辑进行反思。

4. 我国及前苏联和东欧国家在从计划经济向市场经济转轨的过程中,需要对原来的国有企业进行公司制改革

在这个过程中,一方面学习和借鉴了西方国家的公司治理模式,另一方面也发现西方国家公司治理并不完全适合本国国情,因而在这些国家掀起了对公司治理模式问题的讨论热潮。

建立良好公司治理机制的重要性

自 20 世纪 90 年代以来,由于经济日益全球化,公司治理问题越来越受到世界各国的重视,形成了一个公司治理运动浪潮。亚洲金融危机爆发以后,许多专家学者认为引发危机的重要因素之一就是这些国家的公司治理存在缺陷,公司治理由此更是成为全球关注的热点。各国证券监管部门、证券交易所以及国际机构纷纷加入了全球公司治理运动的行列,推出了各种有关公司治理的原则、指引及最佳行为准则等。良好的公司治理机制之所以如此重要,主要有以下几个原因:

第一,有利于降低公司的代理成本。一个有效的公司治理机制能使经营者与公司和股东的利益趋于一致,确保公司在法律法规和商业信用的约束下,为实现股东价值最大化而经营。公司治理机制的失效可能会导致管理层滥用职权、进行高风险投资、控股股东、侵害中小股东利益、对债权人进行掠夺等,从而大大



提高公司的代理成本,严重的甚至会导致公司财务困难,使之最终不得不宣告破产。

第二,有利于降低公司的融资成本,提升公司价值。良好的公司治理机制能够确保公司谨慎、妥善地使用投资者的资金,实现股东价值最大化。由于股东深知自己的资金投入到具有良好公司治理机制的公司中不会被滥用,资金保值、增值的可能性较大,他们一般都愿意为这类公司的股票付更多的钱,从而提升了公司的价值,并且使公司能够在出让较少比例股份的情况下筹集到所需数量的资金,大大降低了融资代价。国际著名的咨询公司 McKinsey & Co(麦肯锡)在2001年发表的一份投资者意向报告中表明,75%的投资者表示在选择投资对象时,公司治理结构特别是董事会的结构和绩效与该公司的财务指标一样重要。80%的投资者表示,对于治理结构好的公司,他们愿意为其股票出更高的价钱。

第三,有利于吸引长期的稳定的国际资本。国际资本尤其是发达国家的资本在选择对外投资的地区、方式和时间长短时,公司治理结构是其首要考虑的问题之一。对于公司治理机制薄弱的地区和公司,国际资本一般选择以短期债务为主的投资,稍有冲击就会撤资;而对于具有良好公司治理机制的地区和公司,则倾向于进行以股权为主的长期投资。建立良好的公司治理结构,可以增强企业吸引长期稳定的国际资本的能力。为了适应国际资本的需求,美国的标准普尔(standard&Poor)公司建立了公司治理评级标准,并开始在俄罗斯试点。随着公司治理评级的逐渐普及,一个公司的治理等级会像资信等级那样,成为国际资本选择投资企业时考虑的主要因素之一。

第四,有利于国家的经济增长。良好的公司治理机制能够使公司吸引更多国内外长期的稳定的低成本资金,从而有力地促进企业发展。国民经济中最重要的微观元素——企业发展了,就能够有效地促进国民经济的增长。

第五,有利于国家金融体系的稳定。1997年爆发的亚洲金融危机在很大程度上是由于东南亚国家的商务环境以关系为基础,保护长期投资的可靠机制较为薄弱,国外投资者主要做短期投资,稍有冲击就会撤资,从而引发了严重的危机。许多专家认为,一国在开放资本市场的过程中必须建立以市场为基础的体制来分配金融资源。以市场为基础的体制通过明确的合约和相关的价格来分配金融资源,在这种情况下,合约的不完全性又难以避免,如果企业的公司治理机



制较好、透明度较高,投资者得到的保障就较大,因此也就愿意进行长期稳定的股权投资。

第六,有利于资金在更大范围内优化配置。随着经济日益全球化,国与国之间的经济依存度提高,以及企业筹资与机构投资的全球化,良好的公司治理机制有利于在世界范围内增强投资者的信心,促进国际资本的流动,从而降低企业和国家在国际资本市场上的筹资成本,提高资本在全球的配置效率。前任世界银行行长沃尔芬森(James D. Wolfensen)有一句关于公司治理的名言:“对世界经济而言,完善的公司治理与健全的国家治理一样重要。”

总之,公司治理问题不仅关系到单个公司与个人,而且关系到整个金融体系的稳定、经济的增长和全球资本的配置,从而最终影响到整个社会的财富与福利水平。研究并借鉴市场经济下各个国家的公司治理结构的经验,对于深化国有企业改革,建立现代企业制度具有十分重要的意义。

第2节 四种主要的公司治理理论及 OECD 公司治理原则

公司治理理论是构建公司治理结构、解决公司治理问题的理论基础。公司治理问题是指由于公司内部激励、约束与制衡机制的失灵,以及外部治理市场无效或由于缺乏完善的有关公司治理的法律法规等而产生的一系列问题,比如内部人侵害股东的利益、大股东侵害中小股东的利益、公司经营目标偏离股东价值最大化的目标等。

关于公司治理问题产生的原因,存在着四种主要的理论解释,其中被广泛接受并且对实践中公司治理机制的形成起主导作用的是委托—代理理论。其他三种有关公司治理的理论分别是古典管家理论、现代管家理论和利益相关者理论。其中,利益相关者理论近年来在英美国家得到了一定程度的认可,从而成为委托—代理理论的重要补充。



委托—代理理论

委托—代理理论认为,公司治理问题是伴随着委托—代理问题的出现而产生的。由于现代股份有限公司股权日益分散,经营管理的复杂性与专业化程度的不断增加,公司的所有者—股东们通常不再直接作为公司的经营者,而是作为公司的委托人。将公司的经营权委托给职业经理人,职业经理人作为代理人接受股东的委托,代理他们经营企业,股东与经理层之间的委托—代理关系由此产生。由于公司的所有者和经营者之间存在委托—代理关系以及两者之间的利益不一致而产生代理成本,并可能最终导致公司经营成本增加的问题就称为委托—代理问题。委托—代理问题及代理成本存在的条件包括:

1. 委托人与代理人的利益不一致

由于代理人的利益可能与公司的利益不一致,代理人自身利益最大化的行为可能会损害公司的整体利益。

2. 信息不对称

委托人无法完全掌握代理人所拥有的全部信息,因此委托人必须花费监督成本,比如建立机构或雇用第三者对代理人进行监督。尽管如此,有时委托人还是难以评价代理人的经营技巧和努力程度。

3. 不确定性

由于公司的业绩除了取决于代理人的能力及努力程度外,还受到许多其它外生的、难以预测的事件的影响,因此委托人通常很难单纯地根据公司业绩对代理人进行奖惩,而且这样做对代理人也不公平。

从上述委托—代理问题及代理成本存在的条件中可以发现,委托—代理关系的存在并不一定会产生委托—代理问题。如果作为委托人的股东能够完全掌握信息,并且预测出将来所有可能发生的情况,他(们)就有可能通过制定一份完备的合同,详细地规定代理人的所有职责、权利与义务,并就将来可能发生的所有情况、产生的所有后果及解决措施在合同中作出相应的规定,从而完全消除由委托—代理关系的产生而可能带来的所有问题。比如,一份完备的委托—代理合同包括在什么样的情况下经理人员将被撤换、在什么样的情况下公司会



出售或购入资产、在什么样的情况下公司应该招收或解雇工人等等。如果有这样一份完备的委托—代理合同存在的话,即使委托—代理关系存在,也不会产生委托—代理问题,我们也很难找到公司治理在其中应该扮演的角色。只有当初始的合同是不完备的,将来需要对在初始合同中并没有相应作出规定的情况作出决策时,公司治理结构才会发挥作用。实际上,公司治理结构就是对这类情况进行决策的机制。可以想象,如果合同是完备的,所有事情都在合同中预先规定好了,也就没有“剩余”的事项需要决策了,公司治理机制也就不重要了。当委托—代理关系及不完备合同同时存在时,公司治理机制就会发挥作用。因此治理结构可以看作是一种对没有在初始合同中明确规定的情况进行决策的机制,更确切地说,治理结构是对公司除人力资本以外的其他资本的剩余控制权的分配。

古典管家理论

古典管家理论的形成是以新古典经济学理论为基础的。在新古典经济学中,企业是一个具有完全理性的经济人,市场是一个完全竞争的市场,信息和资本能够自由流动,企业处于完全竞争的环境中。在新古典经济学关于信息完全的基本假设下,尽管企业的所有者与经营者之间存在委托—代理关系,但是经营者没有可能违背委托人的意愿去管理企业,因此代理问题是不存在的,所有者和经营者之间是一种无私的信托关系,公司治理的模式也就不再重要。在这个意义上,公司治理表现为股东主权至上,以信托为基础的股东与董事会、经理层之间的关系,会使经营者按照股东利益最大化的原则行事。

由于现代公司所面临的市场既不是一个完全竞争的市场,也不是一个信息充分的市场,古典管家理论显然不能解释现代市场经济条件下公司的治理行为。古典管家理论作为公司治理理论的一个萌芽,对研究现代公司治理基本上不具有任何意义。

现代管家理论

古典管家理论关于完全信息的假设显然不符合现实,由于不完全信息是客



观存在的,因而其错误的前提假设必然导致由此推断出的结果与现实有巨大差距。代理理论虽然有助于部分解释所有权与经营权分离所造成的问题,但是,现代心理学和组织行为方面的研究表明,代理理论的某些前提假设、特别是对经营者内在的机会主义和偷懒行为的假定是不合适的,人既有可能成为自私的代理人,也有可能成为无私的好管家。从心理学的角度来看,现实中人与人之间的差异是巨大的,每个人与其社区或环境之间都存在一种互动的控制关系,并随着这种互动关系的变化而变化,所以人有时是竞争性的,有时又是合作性的,通常是兼而有之,许多实证分析的结果与代理理论截然相反。在此基础上,澳大利亚新南威尔士大学澳大利亚工商管理学院(AGSM)的 Donaldson 教授于 1990 年提出了一种与代理理论截然不同的理论——现代管家理论。Donaldson 认为,成就、荣誉和责任等是比物质利益更为重要的激励公司经营者的因素,经营者出于对自身尊严、信仰以及内在工作满足的追求,会像善良的管家一样勤勉地为公司工作,成为公司的好“管家”。

Donaldson 和 Davis 在 1994 年发表的一篇论文中指出,代理理论的拥戴者们根据人性先天“性恶论”的假设,先入为主地认定以独立的外部董事为主的独立董事会肯定会更好,因而极力倡导董事会的独立性。但是,Donaldson 和 Davis 认为,从制度设计的角度而言,以独立的外部董事为主组成的董事会是一种无效率的组织形式,因为这不符合掌握信息最全面的人决策最有效这一组织设计的基本原则。事实上,他们认为,从整体上看,董事会是否有存在的必要都值得怀疑。部分实证分析支持了 Donaldson 的理论,很多研究发现董事会的独立性与公司的业绩并不是显著的正相关关系。相反,一些以执行董事为主的公司的经营业绩反而高于董事会独立性强的公司。

现代管家理论作为公司治理理论的一家之言,虽然具有一定的理论和实证分析支持,但是,在当今倡导公司民主及机构投资者占主导地位的时代,这一理论被淹没在代理理论之中,较少引起人们的关注。

利益相关者理论

20 世纪以前,英美公司的治理机制形成基本上是以古典管家理论为基础



的,进入20世纪以后,委托一代理理论逐渐成为构建公司治理的理论依据。无论是古典管家理论,还是委托一代理理论,都以股东价值最大化为目标,然而这种思想由于将更为广泛公司的利益相关者的利益排除在外而日益受到批评。

现代企业理论认为,首先,现代公司是一个状态依赖的结合体。在公司正常经营的条件下,公司的所有权为股东所有。但是,一旦公司经营进入亏损和破产阶段,公司的所有权就为公司的债权人所有,由债权人决定公司是重组还是清算。更进一步,当公司的资产还不足以支付员工的工资时,员工就成为公司的实际控制人,有权对公司的资产处置作出决定。因此,不能将公司仅看成是股东所有的主体,而应当让债权人和员工一起来参与公司的治理。其次,从价值形成的角度来看,公司的价值形成是由多种因素促成的。从投入角度来看,公司价值的最大化取决于公司与供应商和其他合作伙伴之间的稳定关系;从需求角度来看,消费者、经销商也是公司价值形成的重要因素,公司需要与消费者和经销商之间形成可信赖的关系,从而保持其产品的市场占有率和竞争力。因此,要实现公司的价值最大化,就必然要求在公司治理框架中有公司的供应商、经销商和消费者的参与。第三,在现代市场条件下,公司是一个责任主体,在一定程度上还必须承担社会责任,公司的价值不仅体现在反映股东的利益方面,也体现在公司的社会价值方面。

由于公司的概念的进一步丰富,出现了要求相关利益者共同参与公司治理的利益相关者理论。利益相关者理论认为,由于公司是不同要素提供者之间组成的一个系统,公司的目标应该是为所有要素提供者创造财富、增加价值,而不仅仅是为股东利益最大化服务。为了达到这个目标,应鼓励公司董事会具有更加广泛的代表性,董事会应包括公司的职工、主要供应商和客户、贷款银行和社区代表,保证他们在董事会中的发言权。

近年来,利益相关者理论在英美国家已经得到了一定程度的认可。例如,美国法律协会在其《公司治理原则》(1992)中,就明确提出现代公司与众多的利益集团,诸如公司的员工、客户、供应商等有着相互依存的关系。《OECD 公司治理原则》也专门将利益相关者作为其中的一个重要组成部分,明确提出公司在追求股东利益最大化的同时,应关注和考虑利益相关者的利益不受到损害。目前,虽然有关利益的相关者在公司治理中的地位和作用还没有形成完整的理论体系,



但有许多实践已经在这方面做了有益的尝试,比如实行员工持股计划、发挥机构投资者和债权人的作用等。

OECD 公司治理原则

在西方国家中,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到股东会中心,再到董事会中心主义的变化过程。

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。公司治理的原则,其中最具有代表性的就是 OECD 提出的原则,该原则包括以下五个部分:

(1) 公司治理框架应保护股东权利。

(2) 应平等对待所有股东,包括中小股东和外国股东。当股东权利受到损害时,所有股东应有机会得到赔偿。

(3) 应确认公司利益相关者的合法权利,鼓励公司与他们开展积极的合作。

(4) 应确保及时、准确地披露所有与公司有关的实质性事项的信息,包括财务状况、经营状况、所有权结构以及公司治理状况。

(5) 董事会应确保对公司的战略指导、对管理层的有效控制。董事会应对公司的股东负责。

第3节 几种主要的公司治理模式

划分公司治理模式的主要标志是所有权和控制权的表现形式。传统的公司治理理论将公司治理的主要模式分为英美市场监控型模式和德日式股东监控型模式。近年来,一些公司治理的专家和学者在研究了东亚及前苏联和东欧国家的公司治理后,又归纳出“家族控制”与“内部人控制”两种公司治理模式。实际上,东亚国家的家族控制模式与德日的股东监控模式有相似之处,两者的共同特点均表现为大股东的直接监控,只不过在德国和日本,大股东主要表现为银行或



大财团,而在东亚国家,大股东主要为控股家族。前苏联和东欧国家“内部人控制”的公司治理模式的出现是因为国家经济处于从计划经济向市场经济转型期的特殊阶段,是由市场机制发育滞后、有关公司治理的法律法规不完善引起的。

英美市场监控模式

采用英美法系的国家,诸如美国、英国、澳大利亚等国的公司治理模式主要以公司外部的监控为主,其特点是公司的股权高度分散,由于“搭便车”问题的存在,股东对公司经营管理的影响很弱。对经营者管理不善的惩罚通常是股东卖掉股票(用脚投票),以及随之而来的恶意收购。在美国,政府规定禁止银行、共同基金、养老基金和保险公司以保持资产多样化为由持有公司控制性权益。因此,在这种模式中,股东的利益在很大程度上是靠产品市场、公司控制权市场和经理人才市场的压力以及有关信息披露、内幕交易的控制、小股东权益保护的法规等来保护的。通过这些来自公司外部的力量,促使管理层遵纪守法,努力工作,实现股东利益最大化。为了说明英美等国公司治理机制的运行原理,让我们来看一看它究竟是怎样工作的。

法律上,董事会由股东选举产生,董事会作为股东的受托人,负有信托责任,是代表公司和股东利益的。董事会选择和任免公司的高级管理人员,审批重大的投资和融资决策,监督公司的高管人员,确保他们按股东的利益行事。然而,在实践中,人们对董事能否有效地维护股东的利益提出疑问。新董事是由现任董事提名的,而现任董事通常包括公司的高级管理人员。新董事的候选人几乎总是在例行的股东大会投票中被批准。从理论上讲,不满意的股东可以提出自己的候选人,并且发起“代理之战”,以试图将他们自己的候选人选入董事会,但这样通常成本高昂并且难以成功。因此,在实践中他们很少这样做,而代之以“用脚投票”,以卖掉股份的方法来表达自己的不满。

卖掉股份能够传递一个很强烈的信息。如果足够数量的股东卖掉股票,公司的股价就会下跌,这将损害高级管理人员的名声,并动摇他们的地位,影响他们的收入。一方面,董事会可能考虑重新聘用经理,因为活跃的经理人才市场的存在使得董事会几乎总是可以找到称职的经理人才;另一方面,由于高级管理人