

► 2011年01月26日

国外养老金机构参与公司治理的现状

分析师：田书华 ✉: tianshuhua@chinastock.com.cn ☎: 010-66568736

摘要

20世纪70年代后，美国各种退休计划的出现，促进了养老基金、退休基金等机构投资者的壮大和发展，这些机构投资者对共同基金的投资需求极大地改善了共同基金的投资者机构，促进了共同基金的绝对资产规模的扩大，由此开始了机构投资者参与公司治理的过程。因为他们更多依靠提高被投资公司的质量，通过长期投资获得超额收益。

养老基金积极介入公司治理的动因主要有如下几个方面：第一，1960~1970年兴起的公司控制权斗争逐渐消退，对公司管理层的约束力逐渐减弱。第二，指数型投资成为养老基金主要的权益产品投资手段，投资策略转变使其不得不关注被投资企业的公司治理。第三，养老基金的巨大规模带来两个问题。一是由于养老基金规模在不断增长而且偏向指数投资，那么与其寻找指数体系外的新公司进行投资，不如尽力使一家经营不善的企业起死回生。二是使养老基金的流动性本身受到了挑战。由于养老基金持股规模大，当购买或出售某一种股票时，非常容易引起股价波动，从而威胁到投资组合的价值。第四，养老基金介入公司治理的成本随着投资规模变大而不断降低，并随着养老基金的声誉提升，边际介入成本递减。第五，司法体系变化要求养老基金在公司治理方面发挥积极作用。第六，由委托—代理关系引发的道德风险导致许多公司丑闻，也迫使机构投资者不断加大在公司治理研究上的投入，以规避风险并且通过介入企业公司治理来化解风险。

养老基金参与公司治理的途径和方法主要有以下几种：1、向管理层提出公司治理建议。2、私下与经理人员和董事会进行沟通。3、争夺委托投票权。4、改革董事会结构。5、对董事和总经理的报酬制定政策施加影响。6、强调既要重视公司的金融绩效又要重视非金融绩效。7、积极投资公司治理共同基金或专户理财基金，向市场传达关注公司治理的态度。随着资本市场的发展，养老基金参与公司治理出现了一些新的特征：1、“投反对票”和“温和协商”，2、“关注业绩表现”的公司治理和“社会行动主义”，3、“干预具体事务”和“治理指南发布”，4、“个体行动”与“组织和联合行动”，5、股东积极主义参与公司治理法律环境的改善。

随着我国社会保障体系的不断完善，养老基金规模将会越来越大，养老基金也将成为资本市场的主要机构投资者，由于养老保险基金进入资本市场的规模巨大，难以继续采用“以脚投票”的方式买卖股票，必须采用积极投资、参与管理的方式参与公司治理活动，形成以参与公司治理为导向的投资战略。但目前发展仍有许多障碍，因此这一过程必须循序渐进、逐步推进。养老保险基金参与公司治理离不开上市公司整体质量的提高和证券市场的进一步发展，并需要相应的制度及法律环境相配合。

目录

第一部分	国外养老金机构在公司治理方面的主要实践	2
一、	养老基金等机构投资者的壮大和发展，促进了机构投资者重视参与公司治理	2
二、	美国养老基金参与公司治理的方式	2
三、	美国养老基金参与公司治理的效果评价	3
四、	国际上一般情况下，养老基金参与公司治理的途径和方法	5
五、	养老基金参与公司治理的新特征	6
六、	养老基金参与公司治理的动因	9
第二部分	公司治理的主要的评价体系或者框架	12
一、	国外公司治理评价体系的综述	12
二、	国际主要上市公司治理评价体系的比较	13
三、	我国公司治理评价体系的综述	17
第三部分	社保基金与公司治理	19
一、	养老保险基金参与公司治理的主要形式	19
二、	养老保险基金参与公司治理的障碍因素分析	20
第四部分	养老基金参与公司治理的案例	21
一、	TIAA-CREF：治更换作用及启示	21
二、	英国行业性组织在公司治理中的作用	25
三、	机构投资者在公司治理导向下的投资战略	30

第一部分 国外养老金机构在公司治理方面的主要实践

一、养老基金等机构投资者的壮大和发展，促进了机构投资者重视参与公司治理

在 20 世纪 80 年代以前，美国机构投资者很少在公司治理中发挥积极作用，公司经营者面临的压力主要来自于公司控制权市场。机构投资者最为关心的并不是公司经理人员的选任和经营战略的制定，而是遵循它们的目标要求——使投资利益最大化。而实现这一目标的主要方式和传统方式是通过在证券市场上的股票交易，以市场操作来盈利。这就和个人股东一样，机构投资者也会遵循“华尔街准则”——一旦意识到企业经营不好，业绩下降，它们也必然会“用脚投票”，抛售股票，退出这个公司。所以机构投资者在公司治理中并未有效发挥其积极作用。究其原因，主要是因为参与公司治理的成本和费用是高额，而且适用于个人投资者的“搭便车”问题也同样适用于机构投资者，除此之外，也缺乏必要的物质性补偿或奖励机制来激励投资者关心公司治理成效等。

但是，20 世纪 70 年代后，美国各种退休计划的出现，促进了养老基金、退休基金等机构投资者的壮大和发展，这些机构投资者对共同基金的投资需求极大地改善了共同基金的投资者机构，促进了共同基金的绝对资产规模的扩大。20 世纪 80 年代之后，美国市场掀起了一场并购热潮，机构投资者开始尝试利用代理投票机制来行使股东权利，争取一定的发言权，由此开始了机构投资者参与公司治理的过程。因为他们更多依靠提高被投资公司的质量，通过长期投资获得超额收益。因此，养老基金是公司治理积极主义者，对广泛的公司治理问题有独立的意见，对上市公司和资本市场有非常大影响力，并通过与政府、监管方存在的广泛的政治联系，进一步影响相关立法进程。

二、美国养老基金参与公司治理的方式

美国的养老基金分为私人养老基金计划和公共雇员养老基金计划。私人养老基金计划是美国最大的一种机构投资者，建立私人养老基金的目的是为员工提供薪酬和退休保障。它由美国劳工部按照 1974 年通过的《雇员退休保障法》进行监管。私人养老基金是美国所有机构投资者中增长最快的，它的快速发展得益于优惠的税率及股票市场的成长。公共雇员养老基金计划也是美国 20 世纪 90 年代后迅速增长的基金，它建立的目的是为州、市、县的公共雇员提供退休保障，通常也是既定收益类型。尽管公共养老基金和私人养老基金是股东积极主义运动的主要

推动力量，但是，它们参与公司治理的程度和作用还存在一定的差异性。公共养老基金的管理者是通过任命或选举产生的，受到的政治影响较多，因此，它参与公司治理可能不会把价值最大化作为唯一目标；而私人养老基金在某些方面受制于目标公司，这可能会影响其参与治理的积极性。

在美国，养老基金主要通过法庭诉讼、代理股票权征集和非正式渠道参与公司治理。

1、法庭诉讼。在 90 年代早期，面对频繁的并购活动特别是敌意收购对自身职业生涯带来的威胁，公司经理人纷纷采取了“绿邮支付”等相应的措施来阻止并购的发生。这直接影响了机构投资者通过并购获得溢价收益，从而引发了机构投资者作为股东和公司经理人的正面交锋，这种正面交锋是通过法庭诉讼的方式来进行的。影响最大的也是第一起获得法庭支持的案例是 Walt Disney 的反收购案。

2、代理股票权征集。随着“绿邮”案例的不断发生，机构投资者注意到，必须运用股东的权力，通过公司章程来从根本上限定经理人的“反并购行为”才是最有效的。由于股权结构的过渡分散，通过征集其他股东的投票权代理投票成为机构投资者达成目标的自然选择。1992 年，SEC 对股东之间的信息沟通、投票权委托放松了管制要求，不必再经过预先申请和传阅，大大降低机构投资者征集股票权的成本，从而刺激了机构投资者通过征集股票参与权与治理的热情。事实上，这种方法取得了很好的效果。1986 年，有 60% 的股东通过了委托投票，赞同和支持了机构投资者修改公司章程、制止“反并购”的主张。

3、非正式渠道。比如通过定期公开出版物表达机构股东对经理人的不满等。

三、美国养老基金参与公司治理的效果评价

1、美国养老基金参与公司治理的积极影响。

从总体上看，养老基金参与公司治理的策略带来了“双赢”的局面。对于养老基金而言，养老基金参与公司治理，推动了公司治理结构的改善，提高了公司经营效率和业绩。

首先，在机构投资者积极行动主义的影响下，养老基金等各类机构股东不再像昔日分散的小股东那样远离决策层，而是积极影响甚至参与公司决策，通过改革经理层不合理的薪酬和加

强董事会的独立性，使股东会、董事会和经理层之间相互依赖、相互制衡的关系得到强化。机构股东加强了对董事会的控制，对公司经理层的行为也通过各种方式进行监督。

其次，机构投资者利用人才和信息的优势加强了对关联交易的监控，一定程度上缓解了所有权与经营权分离带来的日益严重的“内部人控制”问题。

第三，机构投资者在公司治理中只充当监督人角色，并不直接干预管理，因此既不会导致管理职能的肢解，又加大了对管理层的监控能力，即在现代的监督型董事会结构中，监控比管理更为省心，这种监控与管理的分工与牵制，使公司经营更有效率。

2、美国养老基金参与公司治理的消极影响。

虽然机构投资者参与公司治理改善了公司经营的效率和业绩，但从实践来看，仍然存在一些障碍使机构投资者在参与公司治理方面呈现消极状态。这些障碍主要体现在以下几个方面：

(1) 公司管理层的敌意。由于机构投资者参与公司治理对管理层进行监控限制了管理者权利的行使，因此必然引起高层管理人员的敌意。许多公司管理层并不认为机构投资者参与公司治理能产生积极效果。一份经验研究报告表明，管理层对机构投资者评价不高。虽然 37% 的基金经理认为基金是长线投资者，但只有 11% 的公司董事认同；18% 的基金经理认为若其任董事则会改善公司业绩，但只有 7% 的公司董事认同。因此机构投资者必须面临这样的风险，由于管理层的敌意，他有可能被公司管理层拒之门外，得不到想要的非公开的、内幕的但对机构投资者分析公司状况有意义的信息，并且还有可能失去目标公司的业务。

(2) 机构投资者的利益导向导致的行为短期性。因为机构投资者本身有自己的“主人”，必须向组成机构投资者的投资者负责，而不是向目标公司的股东负责。由于一般情况下改进公司治理结构在短期内并不一定会提升所投资公司股票的价值，而机构投资者却要为此支付成本，因此机构投资者迫于收益压力将放弃对长期问题的关心，导致了机构投资者行为的短期性倾向。另一方面，因为“用脚投票”比发言和争辩更便利，证券市场的高度发达使“用脚投票”比以往任何时候更方便快捷，也诱导了机构投资者行为的短期化。

(3) 分散投资理念的影响和实际监控的困难。现代证券市场的发展和证券投资理念使分散投资成为证券投资的主导策略。与过去持有少数几家公司的股票不同，现代机构投资者持有的股

票达到成百上千种，机构投资者整体拥有大量股权，但所有权并不集中，实践中在美国一般单个机构投资者持有一家公司的股票在1%-2%左右，这意味着如果机构投资者要影响某一公司，必须由数家机构投资者联合行动，而这些大规模的联盟根本不能运作。不能否认，高昂的成本使得联合行动很难取得成功。并且应当强调的是，在实际行动过程中管理层不可能无所作为，他们为了维护既有的职位和地位会对机构投资者的积极行动尽可能的加以阻止和遏制，并会在利益和观点不同的机构投资者之间采取分化瓦解的策略。这也导致了一些机构投资者因对采取联合行动的顾虑而在某些形势不明朗的场合保持消极态度。

四、国际上一般情况下，养老基金参与公司治理的途径和方法

1. 向管理层提出公司治理建议。股东建议简要陈述了在管理中采取专门行动的要求, 主要包括每年的委托权陈述、管理官员的答复和投票推荐。美国积极机构投资者建议主要集中在大型养老基金。美国机构投资者的公司治理建议分为四种类型: 投票问题、接管问题、董事会问题、总经理报酬问题。

2. 私下与经理人员和董事会进行沟通。机构投资者与公司之间的沟通主要有两种类型，一是在投资决策制定方面, 当公司高层管理人员宣布赢利结果或有意义的事件时, 许多机构投资者私下会见公司主要财务管理人员, 探讨与投资决策有关的问题。二是就公司治理问题举行私下会议。来自养老基金顾问办公室的高层工作人员是处理公司治理问题的主要人员, 他们经常给公司写信, 要求举行包括高层管理人员 (CEO) 和外部或独立董事参加的会议。

3. 争夺委托投票权。从 20 世纪 80 年代后期起, 许多旨在保护管理层的反接管机制以牺牲股东利益为代价, 这使得机构投资者开始关注反接管行动是否忽视了股东利益。当管理层把“毒丸计划”作为防御敌意接管的一个主要机制时, 包括 CalPERS 在内的机构投资者都认为公司应该把股东利益放在最优先的地位。

4. 改革董事会结构。美国机构投资者对涉及董事会的各种结构问题非常重视。主要涉及两个问题: (1) 董事长和总经理是否应该分开; (2) 董事的独立性问题。1995 年 CalPERS 要求所有关键委员会 (例如审计、报酬和提名委员会) 应该由独立董事组成。

5. 对董事和总经理的报酬制定政策施加影响。包括 CalPERS 在内的大多数机构投资者同意董事应该领取报酬, 但争论的核心是报酬结构问题。美国投资者权利协会认为董事领取退休金应

该建立在投资者能够从股票市场获取赢利的基础上。1995 年和 1996 年, 董事的年金成为机构投资者攻击的核心。由于来自机构投资者的压力, 许多公司改变了支付董事退休金的方式, 从支付现金转向支付股票。董事的报酬不仅与来自股票市场的绩效相联系, 而且与公司的绩效相联系。

6. 强调既要重视公司的金融绩效又要重视非金融绩效。从 20 世纪 90 年代中期开始, 机构投资者把重心转向与绩效相联系的问题, 包括测量和评估董事会、CEO 和公司的绩效等。机构投资者把公司绩效分为金融绩效和非金融绩效。金融绩效是指经济价值的增加和股东利润的提高, 部分公共养老基金通过检查公司历史累积股东利润来考察金融绩效。而非金融绩效主要包括顾客满意度、总体质量与创新等。

7. 积极投资公司治理共同基金或专户理财基金, 向市场传达关注公司治理的态度。90 年代以后, 美国和欧洲产生了大量以公司治理为主题的公募基金和专户理财型基金。

同时由于机构投资者种类的不同, 所受到的监管环境也不尽相同, 不同的机构投资者参与公司治理的动力和热情也不尽相同。养老基金作为长期投资者, 拥有巨大的资产规模, 如果简单通过“用脚投票”获得价差, 由于其持股量巨大, 其交易必然影响股票的流通性和二级市场表现, 很难帮助其获得超额收益。因此从 20 世纪 80 年代以来, 养老基金更多的是依靠提高被投资公司的质量, 通过长期投资获得超额收益。因此, 养老基金是公司治理积极主义者, 对广泛的公司治理问题有独立的意见, 对上市公司和资本市场有非常大的影响力, 并通过与政府、监管方存在的广泛的政治联系, 进一步影响相关立法进程。

五、养老基金参与公司治理的新特征

1、“投反对票”和“温和协商”

单纯的控制转变为责任说明的双向互动公司治理特征, 是对传统的“所有与控制”框架的突破(李维安, 2002)。“投反对票”是指机构投资者在股东大会上最公开、常见的行使股东权力的方式, 这种表达权利的方式往往会遭到经理层的抵制, 引起股东与他们之间的关系对立。一贯积极倡导股东行动主义的 CalPERS 参与公司治理的态度也发生重大转变, 更注重“仁慈和温柔”的方式参与治理。1990 年之后, CalPERS 以股价表现为主要标准来选择目标公司, 只对层层筛选出来的焦点公司重点关注, 指出每一家公司治理结构方面的问题, 向董事长或 CEO 发出信函, 要求他们与 CalPERS 官员会谈, 寻求不经投票表决就可以改变治理结构的途径, 如果

协商成功，则撤回议案。1998 年，CII 会员提出的议案中有 40%在协商后被撤回。Willard Carleton, et al (1998)发现，一旦某一公司成为治理方案中的对象，机构投资者自然会与该公司执行层进行私下会谈，表示关注其公司治理问题。投资者可以对公司业绩表示不满，经理层也可以向投资者提供更多关于未来发展战略的信息来解释财务报告。这种“温和协商”（如书信、电话、传真、个人访问等）经常替代股东提案。

“温和协商”之所以能够成为一种有效的公司治理手段，与目标公司董事会会有很大关系。董事会对日益出现的股东积极主义改变了过去的抵制态度，更善于学会与股东合作，贯彻股东意图，以回避股东提案所带来的被称为不信任甚至被改组的风险。在股东积极主义作用下，董事会开始积极代表股东利益行事，董事会对低绩效承担最后的管理说明责任。正如 CalPERS 首席执行官 Dale Hanson 所说：“我们不要再难为 CEO 们，从现在开始，我们要难为董事会了”。

2、“关注业绩表现”的公司治理和“社会行动主义”

虽然机构股东的大部分提案关注公司业绩表现，但也会涉及到公司责任问题，如供应商的产地标准要求、就业机会等信息的披露等，90 年代社会行动主义表现尤为明显。1993 年，纽约市雇员退休基金（NYCERS）向司法机关起诉美国证监会（SEC），理由是 SEC 认同 Cracker Barrel Older Country 公司禁止招收同性恋员工的公司政策，而 NYCERS 要求该公司废除被认为具有歧视性的用工政策，因为这一做法“限制了公司可以挑选员工和管理层中那些富有才华的人的途径”。

CalPERS 也采取了相应的行动来推进社会行动主义。1、在 1994 年，CalPERS 就宣布其投资决策时将会考虑劳动关系的各个方面，分析雇员培训计划的可获得性和对低层工人的负责程度；2、同年与工会一起限制 CALPERS 投资那些达不到劳动标准的建设项目；3、1996 年发表了一篇广为传播的社论，批评那些为提高短期股市价格而解雇工人的公司，对公司表现的评价不简单以季度盈利和以最近上涨的股价为准，CalPERS 的目的就是要鼓励公司增加董事会的独立董事来避免公司的短视行为，更加重视人力资源政策对改善公司绩效的长远意义。1993 年，在选择投资对象时，教师保险和年金协会（TIAA-CREF）就强调目标公司应该具备下列条件：强大的工会关系、广泛的雇员培训机会和丰厚的退休金收益。此外，社会行动主义也关注强迫劳动和童工劳动以及保护工人参加工会的权利等问题。

3、“干预具体事务”和“治理指南发布”

过度介入公司治理在法律传统上存在限制，所以，股东的职权、“关系性投资”都是有限的。我们知道，养老基金投资的目标对象很多，如被 CalPERS 持股的公司多达 6000 多家，显然，它不可能花很多时间和精力去了解这些公司的管理和经营情况，以便针对问题提出具体的治理策略。此外，养老基金持有的股票还可能包括有上述公司的竞争对手、供应商、公司客户和潜在的接管目标或收购方的股票，这些都限制了基金的干预能力。况且，经验性研究表明，基金参与公司治理所产生的效应是正还是负值仍需观察¹，过度干预会触发基金和目标公司经理层的矛盾，基金本身要尊重经理层的人力资本价值，不能过多干预日常事务。因此，基金参与治理更应看重程序性问题（process issues），这些程序适用于一般公司，而不是就个案来分析特定的经营策略。CalPERS 在解释全球公司治理原则中扮演了主要的角色，对各国机构投资者参与公司治理产生了巨大的示范作用，一些国家也采用了美国模式。如欧洲国家就发布了各自的公司治理指南（如英格兰 Cadbury、荷兰 Prters 和法国 Vienot 三个委员会报告），还有其他机构如欧洲公司治理网络（ECGN）、国际公司治理网络（ICGN）和亚太经济合作（OPEC）等也起草了公司治理指南。

4、“个体行动”与“组织和联合行动”

股东行动主义源于二十世纪 30 年代的个人积极主义（gadfly individual activism），现在个人积极主义仍很活跃，但获得投票支持率没有机构股东高²。以机构为主导的股东积极主义更便于信息沟通和增强社会影响，它们成立了相应的组织机构，如大型公共养老金的联合组织——机构投资者委员会（CII）和代表中小投资者利益的股东联合会（USA）³。这些组织主要是颁布没有强制约束作用的核心政策及一般原则，向会员提供潜在目标公司的信息，以及向政府机构提出保证股东权利的要求，如 CII 在 1986 年提出一份《股东权力目录》，USA 也提出四项改革要求。

学者们曾建议，修改公司章程时可建立一个由“长期股东”组成的股东委员会，这些长期股东可以提名某个特别委员会的候选人，这有利于限制董事会特权。事实上，通过协会等组织

1

3

形式来表达股东意见比较普遍。有研究发现，对上市公司的批评更多是来自机构投资协会，利用协会发言的好处是可以避免单个机构投资者或基金经理出面批评该公司而容易招致公司的报复。除了利用组织的力量外，投资者之间的集体行动趋势比较明显，中小股东已不满足于“搭便车”来分享剩余利益，主动向公共养老基金等机构股东靠拢，通过保留治理权力来保证经济利益。公共基金受到股权投资份额的法律限制也需要这种联合以增强自己的控制和影响力，从而可以反对目标公司管理层的某项决定。而现代先进的通讯技术发展，也为这种联合提供便利，如公布基金网站、在网上发布信息等大大节省了信息成本，投资者之间的联系在加强，更有利于采取协调行动。此外，前文也提到过，机构股东也可联合其他利益相关者参与公司治理。

5、股东积极主义参与公司治理法律环境的改善

在传统上，美国公众及国会对大金融机构不够信任。1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1940年《投资公司法》、1976年《雇员收入保障法》及1976年反垄断法《哈特—斯科特—鲁迪南法案》等，都采取了管制投资公司、养老基金的政策。但是，在股东积极主义的反作用和影响下，政策规定上出现了一些松动：（1）在早期的个人积极主义推动下，1942年美国SEC采纳14a-8规则，赋予股东提出有关提案的权利；（2）劳工部的1988年规则（Avon letter）指出，养老基金的投票决定必须由信托人（trustee）直接做出或全部委托给外部经理人；（3）90年代早期美国通过了对股东积极主义产生重大影响的两个法案：一个法案要求目标公司提供信息，全面披露经理层薪酬等内容；另一个法案使得投资者之间沟通更为容易，只要不为其他人投票，现在的任何投资者可不受限制地进行口头沟通；（4）1995年修改的美国私人证券立法法案（PSLRA）主要原告条款中，大股东通过努力能使自己被提名成为原告，这为股东充分行使发言权而不担心受到管理层的报复（如被解雇和降低工资）提供了法律保护。在实践中，SEC态度的积极变化可通过一些案例表现出来，如在NYCERS起诉SEC案中，SEC先前对Cracker Barrel Older Country公司雇佣政策的态度是有利于公司管理层的，认为禁止招收同性恋员工的公司政策是属于公司的“普通事务”，股东无权干预，但在积极主义作用下，1999年SEC改变了态度，决定接受员工歧视问题的提案。

六、养老基金参与公司治理的动因

上世纪 80 年代以来，以美国公共和私人养老基金为代表的机构投资者的投资风格发生了重大转变，从过去主要依靠“用脚投票”转为“用手投票”，开始积极介入被投资上市企业的公司治理，掀起了风起云涌的股东积极主义的浪潮。美国养老基金积极介入公司治理的动因主要有如下几个方面：

1. 1960~1970 年兴起的公司控制权斗争逐渐消退，对公司管理层的约束力逐渐减弱。美国司法体系尚不能形成对公司管理层和董事会有效的监管，同时，1992 年机构投资者的股权比例首次突破 50%，成为股票市场主体，由机构股东替代独立的个人或团体，成为股东利益维护者的呼声不断提高。

2. 指数型投资成为养老基金主要的权益产品投资手段，投资策略转变使其不得不关注被投资企业的公司治理。一是投资组合理论和信息技术高度发展，使资本市场从无效率或弱效率市场逐步成为半强效率市场，这导致近半数以上的主动投资管理者表现落后于被动投资管理者，养老基金在加大指数型投资基金方面的比例的同时，为达到超过市场的回报，也逐步将目光转向通过对个别公司有针对性的投资和监管，寻找市场中缺乏效率的部分来获得超额公司治理收益。二是指数型投资的另一个重要影响反映在，由于投资者选定指数后不能随意变更指数成分股的内容和比例，造成“用脚投票”基本不可行，这也迫使他们必须采取“用手投票”的方式体现股东意志。三是由于基金持股具有广泛性，所以他们有动力成为产权所有者，甚至整个经济体系的代表，而不仅仅代表某个行业或公司。正是基于这个原因，他们的指数化投资行为与公共利益密切相关，例如养老基金可能涉及环境保护、劳工权利、职业教育等普通投资者不太关心的问题。

3. 养老基金的巨大规模带来两个问题。一是由于养老基金规模在不断增长而且偏向指数投资，那么与其寻找指数体系外的新公司进行投资，不如尽力使一家经营不善的企业起死回生。二是使养老基金的流动性本身受到了挑战。由于养老基金持股规模大，当购买或出售某一种股票时，非常容易引起股价波动，从而威胁到投资组合的价值。换言之，随着养老基金规模的不断扩大，“用脚投票”的成本显著提高，投资理念不得不从通过短期内的价格博弈获得收益，转向依靠长期投资理念，通过选择优质公司分享公司的长期成长收益获得长期回报，从被动投资者变为主动所有者。

4. 养老基金介入公司治理的成本随着投资规模变大而不断降低，并随着养老基金的声誉提升，边际介入成本递减。养老金公司介入公司治理表现为初始成本巨大，初始成本主要包括分析公司治理、形成公司治理政策、制定投票政策等方面的投入。随着规模扩大，对单一公司的介入行动所分摊的成本不断降低。同时，如果在市场上形成了关注公司治理的氛围和领导力，例如美国加州公职人员退休基金 (CalPERS)，养老基金可以凭借较高的信誉提高对被投资企业的影响力和监管能力。

5. 司法体系变化要求养老基金在公司治理方面发挥积极作用。1988 年美国劳工部规定，养老金基金经理必须慎重行使受托人义务，应该把代理投票权作为一种资产，如果忽视代理投票权表决将引发司法风险。美国劳工部又进一步明确了养老基金在行使投票权方面的法律责任。为避免法律诉讼风险，养老基金逐步建立公司治理部门，建立公司治理政策等相关法规。同时，1989 年美国通过立法大大简化了机构投资者的投票流程，使机构投资者可以较低成本参与投票流程。

6. 由委托—代理关系引发的道德风险导致许多公司丑闻，也迫使机构投资者不断加大在公司治理研究上的投入，以规避风险并且通过介入企业公司治理来化解风险。由委托—代理关系引发的道德风险是现代资本主义非常核心的一种风险，不仅曾经摧毁了如安然这样一个财富 500 强之一的企业，也是当今世界爆发金融危机的重要原因。投资者应付道德风险的唯一手段就是严密关注企业的公司治理问题，通过软约束减少道德风险发生的频率和危害。

以上 6 个方面构成了养老基金参与公司治理的主要动因。其中，非常值得注意的是美国关于公司治理法律架构的设计，或称之监管的要求，直接提出了对养老基金参与公司治理的要求。这些要求并不是市场主体——养老基金率先自发履行的，而是监管当局认识到其对于养老金受益人和国家经济发展的重要性后主动做出的。换言之，监管当局必须高瞻远瞩，从战略的高度对一个国家的公司治理进行制度安排。

第二部分 公司治理的主要的评价体系或者框架

一、国外公司治理评价体系的综述

公司治理评价萌芽于 1950 年杰克逊·马丁德尔提出的董事会业绩分析。

美国机构投资者协会在 1952 年设计了第一个正式评价董事会的程序，随后出现了公司治理诊断与评价的系列研究成果。

1976 年 9 月，英国学者米勒在美国管理协会《管理评论》上发表了“Are Directors BoardWorthy-A Report Card for Board Members”，从能力、道德、代表性、独立性、准备程度、实践经验、发展潜力、任职经历、任职时间保证程度、任职资格、特殊服务能力十一个方面对董事人员素质进行评价；1990 年 12 月，美国学者托马斯在《欧洲管理》发表了“Developing Directors”一文，对董事应具备的技能和素质作了研究，认为董事应具备的个人素质按重要性排序是：战略意识、客观性、责任感、客户思想、自律能力、团队精神、创造力、预见性、任职经验。

20 世纪 90 年代以来，有关公司治理评级的理论与方法研究日益深入，公司治理评级的内容从专题性向综合性方向发展。1997 年，美国标准普尔公司构造了一套公司治理评级指标，主要涉及公司所有权结构和影响、金融相关者关系、财务透明性和信息披露、董事会结构和运作等方面，并对世界 1500 家超大型企业的公司治理状况进行了评级。

1998 年，美国《商业周刊》推出了 1997 年全美 25 家最佳董事会和 25 家最差董事会的排名。1999 年，戴米诺公司在欧洲对上市公司的治理进行了评价，评价的主要内容包括股东的权利和义务、接管防御的范围、董事会的结构与功能、公司治理的信息披露等。2000 年，里昂证券（亚洲）总部对 25 个新兴市场国家的 495 家公司进行了公司治理评价，评价指标包括公司透明度、对小股东的保护、核心业务、债务控制、对股东的现金回报等。

国际上这些咨询公司推出的公司治理评价体系在主要方面都是类似的，只是侧重点有所不同。

公司治理评价体系一般由两部分组成：国家分析和公司评分。

国家分析主要评估一个公司所处的外部环境，如法律规则、法律实施、监管和信息结构等，侧重于关注宏观层次上的外部力量如何影响一个公司治理的质量，侧重于外部治理机制。

公司评分则主要分析公司管理层、董事会、股东及相关人互动的有效性，主要集中于内部治理结构和运作，集中于公司遵守法律和规则的最低要求的程度，侧重于内部治理机制。

具体来说，公司治理评分主要集中在以下四个方面：一是所有权结构和影响，二是股东大会的运作情况，三是财务透明性与信息披露，四是董事会结构与运作（包括董事会结构和组成、董事会职能和有效性、外部董事的职能和独立性、董事和高层管理人员的薪酬评价和任免政策等）。

国外治理评价体系的优点在于：第一，根据《OECD 公司治理准则》以及其他国际上公认的对公司治理要求较高的指引、规则制定评价指标体系，坚持了较严格的标准。第二，考虑了与公司治理关系最为密切的外部环境的几个方面如法律、监管、信息、市场等因素的影响。第三，综合考虑了公司治理的各个方面的水平，比如所有权结构、股东关系、信息披露和董事会结构，避免了单一因素导致的片面性，使得评价的结果较为全面地显示了一个公司的治理水平。

二、国际主要上市公司治理评价体系的比较

1、国际主要公司治理评级体系简介

国际上许多著名的机构与组织都建立了自己的公司治理评价体系，各机构从不同的角度对公司治理状况进行了评价。这里概括性地介绍标准普尔（S & P）、里昂证券（亚洲）公司和戴米诺等机构的公司治理评价体系。

1.1 标准普尔的公司治理评分（corporate governance score CGS）

标准普尔公司于 2000 年在俄罗斯首次推出公司治理评级服务。标准普尔的公司治理评价体系综合考虑了内部治理机制和外部治理机制，包括两部分：国家分析和公司评分。国家分析主要评估一个公司所处的外部环境，包括法律基础、监管环境、信息披露制度和市场基础 4 个方面。公司评分反映标准普尔对被评公司遵守公司治理准则，保护外部投资人利益的意见。治理评分主要包括：（1）所有权结构和影响，包括所有权的透明性和所有权的集中程度；（2）金融相关方关系，金融相关方包括了公司的股东和债权人，这项指标反映公司如何对待金融相关方以及与它们之间的关

系；（3）财务透明性和信息披露；（4）董事会结构和运作，主要涉及董事会的职责和独立监督管理层行为使其对股东和其他利益相关者负责的能力。

1.2 里昂证券（亚洲）公司治理评价体系

里昂证券（亚洲）从 2000 年开始推出对新兴市场的公司治理评级体系。其对单个公司评价体系包括 57 个指标，分为以下 7 个方面：（1）管理层的约束；（2）公司透明度；（3）董事会的独立性；（4）董事会的问责性；（5）董事会的责任；（6）公平性；（7）社会意识。根据这 7 个指标，里昂证券设计了包括 57 个问题的“是或否”问卷。除了公平性和董事会独立性这两部分的第一个问题之外，其余每个问题的权重都是一样的。里昂证券也对国家和地区的公司治理水平进行评级，评级标准主要是：（1）规章制度；（2）执法；（3）政治监管环境；（4）制度机制和文化。

1.3 戴米诺公司治理评价体系

戴米诺公司是欧洲第一家提供公司治理评级服务的欧洲评级机构，于 2000 年 12 月推出戴米诺公司治理评级。戴米诺公司治理评价体系主要包括四个方面：股东权利和义务（涉及指标包括一股一票、投票权限制、投票程序等）；接管防御的范围（涉及指标包括董事会是否可以运用毒丸条款、金降落伞、期权条款等）；对公司治理的披露（涉及与公司结构有关的非财务信息的数量和质量，如董事会的多样性、会计标准、主要股东信息、环境信息等）；董事会结构与功能（涉及独立董事、董事会主席与 CEO 关系、董事会选举、董事酬金，董事会委员会的运作与权力）等。

2、国际主要公司治理评级体系的分析

标准普尔的公司治理评价标准主要是根据《OECD 公司治理准则》、世界银行的公司治理规则、TIAA-REFE 和 CACG 等组织的公司治理指引和规则制定的。在内容上，标准普尔公司的治理评价体系综合考虑了内部治理机制和外部治理机制，关注的是宏观层面上的外部力量以及公司内部治理结构与运作对于公司治理质量的影响。标准普尔的国家分析主要评估一个公司所处的外部环境，侧重于宏观层面的外部力量如何影响一个公司治理的质量。公司评分则反映一个公司遵守外部规定的公司治理标准的程度，主要分析公司管理层、董事会、股东及金融相关人互动的有效性，主要集中于内部治理结构和运作。综合考虑内部治理机制和外部治理机制是标准普尔的特色之一。

另外，标准普尔的目标是将该公司治理评分体系设计成一个全球性的公司治理评分标准，使其成为一个能衡量不同国家及地区公司治理水平和不同公司治理水平的统一标准。所以它特别注重对公司治理外部环境的分析评价，并将公司评价和国家评价之间设计为一种互相补充但并不能互相决定的关系。

因而，标准普尔公司治理评价体系的优点在于：第一，它根据《OECD 公司治理准则》等公司治理原则及其他国际上公认的对公司治理要求较高的规则制定评价体系，坚持了较严格的标准；第二，它考虑了与公司治理关系最为密切的外部环境的各个方面如法律、监管、信息、市场等因素的影响；第三，综合考虑了公司治理的各个方面，比如所有权结构、股东关系、信息披露和董事会结构，使得评价的结果较为全面的显示了一个公司的治理水平。

标准普尔的缺陷在于以一套基本的体系不加改造的运用于不同治理环境中的上市公司，缺乏对一定环境中公司治理特征的把握，不能对具体环境中的公司提供针对性的评价信息，影响了公司治理评价体系的权威性，降低了评价信息决策的有用性。

里昂证券评级体系的一个特点是采取广义的公司治理定义，不仅包括对待中小股东和其它利益相关者，还包括对管理层的约束和管理层的社会责任，因此公司在问卷中设计了管理层对资本成本的估计、对债务的管理、管理层的社会和环境责任等指标；从严格意义上讲，里昂证券评级体系已经不限于公司治理评价的内容，而是公司治理与管理政策的评价体系。

戴米诺评价体系重视公司治理环境对公司治理质量的影响，特别强调了接管防御措施对公司治理的影响，注重公司治理结构的合理性、机制的有效性。

3、国际主要公司治理评级体系对我国公司治理评级体系构建的借鉴

通过对国际主要公司治理评价体系的分析，对构建我国上市公司治理评价体系的借鉴如下：

3.1 公司治理原则的选取

公司治理评级体系是分析和评价公司治理的方法和指标，评价体系分析和设计的基础则是公司治理原则、准则和制度。由于在不同国家和地区，公司治理制度各方面的重要性有所不同，因此在设计公司治理评价体系时可以考虑选用不同的公司治理原则、准则和制度。如标准普尔是根据《OECD 公司治理准则》、美国 CALPERS 等公司提出的公司治理原则以及其他国际上公认的对公司治理要求

较高的指引、规则制定的评价体系，Deminor 评价体系则以《OECD 公司治理准则》、世界银行的公司治理指引为依据制定指标体系。结合我国的国情，拟选用《公司法》、《证券法》、《上交所上市公司公司治理指引（征求意见稿）》、《上市公司章程指引》、《关于在上市公司实行独立董事制度的规定（征求意见稿）》等法律、法规、指引，来建立一个我国上市公司治理的评价体系较为合适。

3.2 公司治理评级体系内容、指标体系和指标的选取

从公司治理评级体系内容范围来看，国际公司治理评级体系有的包括对整个宏观和微观层面的公司治理制度进行评价，如标准普尔的评级指标分为国家评分和公司评分两大部分，有的则仅涵盖公司层面治理水平；从指标体系形式上看，一些评价体系围绕公司治理制度安排进行设计，一些评价体系则从公司治理的原则出发，如里昂证券的评价体系就围绕公平性、问责性、责任性和透明性等原则；从指标选取上看，一些评价体系强调纯公司治理因素，而有的体系如里昂证券的评价体系则从考虑公司整体效率角度出发。因此在构架公司治理评价体系时，其内容、指标体系、指标的选取是面面俱到，抑或有的放矢，应根据本国的实际情况确定。

3.3 公司治理评价体系的适用环境

正如前面所述，不同的评价体系有不同的适用条件，如标准普尔公司的治理评价体系和戴米诺评价体系都是基于建立在成熟市场经济环境中，法律体系完备，外部治理环境完善。但我国的上市公司的治理环境及其发展状况与国外有很大的差别（如典型的“一股独大”现象，与英、美模式不同的监事会等），因而直接将国外评级体系移植到国内必将产生“水土不服”现象。只有借鉴国际经验，结合我国上市公司所处的环境以及上市公司本身的发展状况，设置具有我国特色的上市公司治理评价指标体系，并采用科学的方法对上市公司治理状况做出准确、客观的评价，才能正确反映我国上市公司治理的状况。

公司治理现在已经是一个全球性的问题。完善的公司治理是提高公司效率、增强投资者信心的重要保证，因此对公司治理进行评价是非常有意义的。我国公司治理评级体系的建立，是我国上市公司与公司治理的国际惯例接轨的重要举措，它将有利的展示我国上市公司的治理水平，让世界进一步了解中国公司的治理状况。本文对标准普尔、里昂证券和戴米诺的公司治理评级内容进行介绍和比较分析，希望能对我国公司治理评级体系的建立有所帮助。

三、我国公司治理评价体系的综述

国内对于公司治理评价研究的实践相对较晚，公司治理评价主要表现为学术研究机构、商业机构和监管方，在研究实践上呈现出学术化、市场化和官方化的特点。

2002 年，北京连城国际理财顾问公司推出中国上市公司董事会治理考核指标体系，涉及经营效果、独立董事制度、信息披露、诚信与过失、决策效果五个方面，它主要从董事会治理效果的角度对董事会治理进行评价，未考虑董事会自身的状况。连城国际以披露的 2001 年年报的深沪两市 1135 家 A 股上市公司为样本，运用该体系进行了董事会治理评价和排名。

除了政府部门对企业的考核，连城国际是首家进行企业评价的国内商业性评价机构。2002 年，大鹏证券公司研究所建立了一个中国上市公司的评价体系，涉及所有权结构及影响、股东权利、财务透明性和信息披露、董事会结构和运作四个方面的内容，包含第一大股东股权比例、独立董事所占比例、净资产收益率等 18 个指标。该体系的最大特色是结合中国市场环境和上市公司治理实际，其体系的核心内容和结构能反映出中国上市公司治理评价体系应具有的基本特色。

2003 年，我国南开大学公司治理研究中心建立了中国上市公司治理指数（CCGINK），也称为南开治理指数。此评价系统综合国内外实证研究与规范研究的成果，结合《中国上市公司治理准则》及其他有关公司管理法规的要求，考虑各种公司治理实证研究的结论，确定的相应的公司治理的评价标准。南开治理指数涉及股东权益与控股股东、董事与董事会、经理层、监事与监事会、信息披露以及利益相关者六个一级指标，股东基本权利、股东平等待遇、上市公司独立性、股东大会、控股股东行为指标、董事权利与义务、董事会运行状态、董事会构成、董事薪酬、独立董事制度、经理层任免制度、经理层执行保障、经理层激励机制、监事能力保障性、监事会运行有效性、信息披露完整性、信息披露及时性、利益相关者保护性、利益相关者参与性等 20 个二级指标，以对中国上市公司治理的状况做出全面、系统地评价。中国香港大学中国金融研究中心按照《OECD 公司治理准则》和公司治理理论，勾勒了在中国一个良好的公司治理所必须具备的内部机制与外部机制，该治理结构将内部机制通过董事会（CEO 是否是董事会的主席或者副主席、外部董事的比例、经理薪酬、公司五位最高层管理者的持股情况），股权结构（最大股东的持股情况、企业是否有母公司），财务透明度，高管薪酬表示；外部机制通过企业控制权的竞争市场（第二大股东到第十大股东的股

权集中程度），法律体制和对中小股东的保护、产品市场竞争度等多个因素综合分析与公司市场价值的关系表示，提出了一个衡量公司治理水平的指标——G 指标。

由于公司治理评价指标体系的设置及评价标准主要依赖于上市公司的治理环境，即上市公司所处的制度、法律、政策以及市场环境、公司的发展阶段等，因此在吸收国外先进的公司治理评价标准的基础上，对我国公司治理评价体系进行研究十分重要。现阶段我国公司治理具有以下特点：一是上市公司面临的市场环境与英美相比有较大的区别，外部治理环境不完善，公司控制权市场难以对上市公司形成强有力的约束；二是中国上市公司多由国有企业改制而来，形成国有股“一股独大”的特有的上市公司股权结构。因此，我国上述公司治理评价体系强调结合我国的制度背景，即强调结合《中国上市公司治理准则》要求以及各种公司治理实证研究的结论为标准，综合考虑《公司法》、《证券法》、《上市公司治理指引》、《上市公司独立董事制度指导意见》等中国有关上市公司的法律法规等要求建立相应的公司治理评价标准。

总之，公司治理作为一种涉及公司股东、管理层和其他利益相关者之间关系的制度性安排，是企业良好运行的制度保证，近年来已经形成了一个全球性的公司治理改革运动，越来越多的人已经认识到，通过一系列措施、规则和激励等公司治理方面的安排，能有效地推动公司的管理层实现公司价值的最大化，保护投资者利益，因此对公司治理评价体系进行研究具有十分重要的现实意义。

第三部分 社保基金与公司治理

社保基金。我国社保基金主要包括三部分：公共养老基金、退休基金、医疗保险。在参与公司治理问题上，与个人投资者相比，它们具有明显的优势。首先，我国社保基金的规模较大，且有很大的增长空间，是最潜在的大规模持股的机构投资者。其次，社保基金得到广泛应用，是覆盖全国的计划，凡属社保覆盖范畴的人员都将在此计划中受益。再次，与其他机构投资者相比，社保基金受到商业利益冲击的限制要少。最后，我国的社保基金与美国的公共养老基金性质相似。从美国的经验来看，养老基金使其持有的股票越来越“指数化”，这一倾向使得基金成为既是通用的又是长期的股东。因此，养老基金应该符合 Coffee 教授制定的三项标准。

通常养老保险基金包括全国社会保障基金、各统筹地区的统筹帐户资金和个人帐户资金、企业年金。截止到 2006 年底，全国企业年金基金累计结余达 910 亿元，已有 11 个省市逐步做实个人帐户，基金积累规模进一步扩大。养老保险基金是一种储蓄性资金，承担着对受益人的长期支付责任，这决定了养老保险基金的投资策略必须具有长期性和稳健性。

由于养老保险基金进入资本市场的规模巨大，难以继续采用“以脚投票”的方式买卖股票，必须采用积极投资、参与管理的方式参与公司治理活动，形成以参与公司治理为导向的投资战略。

一、养老保险基金参与公司治理的主要形式

养老保险基金规模大、安全性要求高的特点决定了养老保险基金属长线投资者，只有参与公司治理才能更好地分享资本市场的发展成果。通常养老保险基金参与公司治理的措施主要有：

1、沟通磋商。养老保险基金就其关注的公司治理问题可以以信函、电话、私人访谈等非公开形式与目标公司管理层碰面，沟通思想，提出建议，尽量避免在年度股东会议上通过提交议案等公开形式发表批评性意见和建议。

2、提出议案。股东议案是股东提出的要求管理层采取某些特定行动的简明报告。议案一般只有建议性质，不具备法律的强制性，议案是否公开发布取决于股东与管理层的沟通情况，通常机构投资者会私下将议案提交管理层，然后视议案采纳等情况决定是否公开，公开议案会相应暴露机构投资者与管理层之间的裂隙，往往会引起股价波动，在一定程度上增加了公司发展前景的不确定性。

3、提出公开批评。养老保险基金往往对公司的不良行为，如冒进扩张计划、管理层不合理的薪酬、不合理的收购行为等予以公开批评，舆论上制造声势，号召社会公众监督，向公司董事会和管理层施加压力，迫使公司改善经营。

4、争取其他股东投票权，获得更大的影响力。目前证券市场允许股东签署投票代理权授权文件，授权代理人代替该股东在公司召开的股东大会上替其投票。委托投票程序使得养老保险基金等股东有机会通过争取其他股东投票权，大大增加养老保险基金对投票结果的影响力。无论何种方式，既要积极主动，又要合乎现行公司运行规范，既要有一定程度的介入，又要遵循一定边界。

二、养老保险基金参与公司治理的障碍因素分析

从中国目前的实际情况看，以基金为代表的机构投资者在公司治理中发挥的作用有限，其面临的障碍因素有：

（1）资本市场的不够完善。当前受托管理养老基金有部分是证券投资管理基金，但我国目前的证券市场不完善，养老保险基金参与公司治理的外部环境相对较差。可鼓励企业年金和个人帐户养老金投资于资本市场并参与公司治理，它应以开放式的证券投资基金方式直接进入股市，养老保险基金和资本市场的作用是相互的。

（2）优化养老基金本身的治理。目前全国社会保障基金、企业年金以及个人帐户基金采用的是信托投资方式，信托投资能有效保障资产的独立性，且能有效的保障投资收益。但是信托投资产生了多层次的委托——代理关系，而相关的监督管理机制不够成熟，委托方与代理方存在明显的不对称，易产生过度的机会风险、道德风险和逆向选择问题。

（3）养老基金过于分散。目前，养老保险除少数省市实行的是省级统筹，多数实行市县级统筹，统筹帐户的基金积累额由于现收现付，基金的积累额有限，基金的保值增值压力相对较小。但个人帐户基金在做实后，保值增值的压力较大，而过于分散的现状导致各统筹地区的基金规模不大。因此应逐步提高养老保险的统筹层次，在省级成立养老金投资机构，负责基金的投资运营。

此外，养老保险基金更注重投资的流动性和短期收益；基金管理公司缺乏足够的监督力量；监督企业的收益不确定而成本较大，以及存在利益冲突等等因素也是妨碍养老保险基金参与公司治理的因素。

总的来看，养老保险基金是我国现有机构投资者中最有可能参与公司治理的，具有较高的可行性，但目前发展仍有许多障碍，因此这一过程必须循序渐进、逐步推进。养老保险基金参与公司治理离不开上市公司整体质量的提高和证券市场的进一步发展，并需要相应的制度及法律环境相配合。

第四部分 养老基金参与公司治理的案例

案例一 TIAA-CREF：治更换作用及启示

TIAA—CREF 为美国全美教师保险及年金协会（世界上最大的养老金公司）简称，由于这一协会投资有方，讲究诚信，在其所服务的美国教育界享有很高的声誉。在 TIAA—CREF 的 200 万参与者中大约有 160 名诺贝尔奖金获得者，其中有些人效力于该公司董事会。

TIAA—CREF 作为一个机构投资者，在美国资本市场中的重大作用，很大程度上依赖于其在美国上市公司公司治理结构中所起的重大作用。在 20 世纪 80 年代以前，美国机构投资者在所投资的公司治理结构问题上，一般都扮演着消极的角色。他们在代理散户投资者投票的问题上总是根据被投资公司董事会以及管理层的意见行事。假如对治理问题产生异议，处理的办法也很简单，就是把他们手里的股票卖掉，而不去参与或投反对票，这叫做“华尔街原则”。

到 20 世纪 80 年代，以 TIAA—CREF 为代表的大多数机构投资者放弃了这一原则，在需要对股东表决的问题投票时，他们开始采取积极的态度，而不再满足于无所作为的“用脚投票”。导致这种改变的原因，除了美国证监会及其他部门为了保护中小投资者及广大员工利益颁布的相应法规外，另外就是机构投资者内部的原因，机构投资者在美国证券市场上所占比例越来越大，所以因对某公司管理行为不满而抛售股票既不实际也不明智。

TIAA—CREF 及其他机构投资者在几千家美国上市公司都占有股份，其中有些公司的股票已持有了好几十年。假如公司出现公司治理问题，它们就全部抛售该公司的股票，那么，这些股票卖给谁呢？按什么价格卖呢？所得又能买哪个他们尚未涉足的公司股票呢？面对进退两难的境地，某些机构投资者决定通过以下途径使他们对公司治理问题的关注得到公司董事会及管理层的了解和重视，即私下交谈、代理投票以及提出股东议案。虽然某些美国公司的董事会及管理层最初抵制机构投资者所采取的积极行为，认为是对他们工作的干涉，但很多公司的董事会及管理层已经开始认识到机构投资者在公司治理问题上发挥作用是合法的。

作为一个养老基金，TIAA—CREF 的成功是与其所投资的公司有紧密关系的。他们认为一种充分考虑股东合法利益的公司治理体系是有益无害的，将不会妨碍一个公司有能力参与竞争并繁荣发展。正因为如此，TIAA—CREF 通过与公司管理层私下讨论，多次成功地改变了一些公司的治理结构，而且未公开宣扬。由于 TIAA—CREF 对公司治理的做法越来越为人知晓，可以说很多公司的管理层已经不再把来自 TIAA—CREF 的一封信或一个电话看作是一种威胁，而是视为与一位有责任心的长期投资者的一次对话机会。

TIAA—CREF 认为，好的企业管理一定能够在股东的权利以及管理层的需要和董事会等方面引导公司事务，使其不受短期压力干扰，保持平衡。TIAA—CREF 认识到自己有责任提倡改善公司管理及运作原则。

TIAA—CREF 的成功不在于其处处对公司事务指手画脚，而在于它着眼于某家公司是如何制定商务策略以及它在处理失败的策略时是否有效。它关注的是董事会的表现。TIAA—CREF 所采取的这种把注意力集中在公司的治理结构上而不是商务经营策略上的方针，与“投反对票”威胁董事会做法，以及为了与被投资公司构成联盟而“关系投票”的做法大不相同。后两者明显是由基金经理对被投资公司的商务经营策略做出强有力的判断，并以其经验指导公司的发展。而 TIAA—CREF 的

目标只是确保董事会的良好表现。

TIAA—CREF 认为诸如任命总裁，甚至提名董事会成员的做法，是由主要的投资者决定的。作为持有上千家上市公司股票的机构投资者在这方面是不可能发挥作用的。因为机构投资者甚至不知道公司的具体需要，也就不可能提出合适人选。但是 TIAA—CREF 深信，良好的公司治理结构原则是深入人心的，也是得到各方认可的，问题在于它们是否执行到位，是否发挥了应有的作用。在 TIAA—CREF 看来，一个理想的董事会，每位董事代表的是所有股东，而不是某一主要投资者或客户的利益。基于以上认识，他们决定关注董事会表现中的以下两个方面：（1）确定什么是“良好的”董事会管理原则；（2）在其所投资的公司内部制定一种监督和激励执行那些原则的方法。董事最重要的责任是促使公司的长期健康发展，这是与其对股东所承担的信托责任一致的，TIAA—CREF 支持董事会在以下范围内采取主要的决定权，即选择总裁、检讨公司的长期策略及选择欲参选进入董事会的提名人。

为了加强董事会对股东的责任感，TIAA—CREF 认为：

1、董事会应有大量的独立董事。董事会的结构应包括全部由独立董事组成的审计、薪酬及提名委员会。为了达到这一目标，独立性指的是，委员会当中不得包括公司的现任或前任雇员，或与公司或其管理层有重要的财务及私人关系的人，他们可能会影响董事会对全体股东的忠诚度。

2、董事会为董事建立一套固定的退休政策，并规定所有董事必须拥有该公司的普通股。通过这种方式减少公司的代理成本。

3、董事会必须由合格的人员构成，他们必须代表不同的经验、性别、种族及年龄。每位董事必须有能力和准备好要花足够的时间与精力，以行使他（她）的董事责任。每位董事都必须代表全体股东，因此，TIAA—CREF 反对任命代表某些特殊利益的董事以及选举董事时的累计投票做法。

4、TIAA—CREF 认识到必须让董事会以其认为最有效的方式，采用与这种方式相一致的方法、原则来组织实行董事会的职责及处理问题。因此，在无特殊情况下，除非董事会支持，TIAA—CREF 通常不会支持股东关于下列问题的提案，如把总裁与董事长的职位交给两个人；建立股东顾问委员会，要求董事会候选人必须由股东提名，每年由股东选举董事；或者要求董事必须参加某一特定比例的董事会会议。他们也反对限定召开年会的时期，因为只有管理层才有权力决定开会日期。公司应与董事的服务挂钩，自由地保障董事的法律费用及判断，并且不让董事承担普通的疏忽行为的责任。董事应对公司负以下责任，即明显的、持续的、反复出现的疏忽行为，因为这违反其信用职责。

5、董事会应对其自身及单个董事的表现有一个评估机制，至少应有一个由董事会做的年度表现回顾。这一回顾由董事会根据其制定的合适的标准去做。

6、董事会还应定期召开执行会议。此外，在那些董事长及总裁是由一个人充当的公司中，董事会应考虑选择一个或多个独立董事作为重要董事。

7、虽然 TIAA—CREF 通常对董事会的提名投赞成票，但如果他们认为另外的候选人可能会更好的代表公司利益时，他们会为这些人投票。当一些没有对手的候选人的记录表明，他们入选董事会可能不会有利于股东的利益，或者当他们要求与独立董事开会遭到拒绝时，他们会拒绝投票。当董事会的整体构成涉及到董事会独立性问题时，他们也不会为一个没有对手的董事投票。

从以上分析我们可以看出，美国机构投资者对上市公司的公司治理结构，发挥着积极有效的作

用。TIAA—CREF 的做法只是其中一个代表，也许它的做法过于理想化，但对我们确定不乏启示。

首先，应该壮大机构投资者在中国资本市场中的力量，除了设立新的机构外，还应大力扶植现有机构壮大规模，提高质量。另外，目前我国机构投资者在公司治理中基本不发挥作用，最重要的原因是我国证券市场存在的制度缺陷。我国的上市公司的股权人为地划分为国有股、法人股和流通股，非流通股的国家股和法人股大约占了 60~70% 的股权，在上市公司中具有绝对的控制权，这导致了证券投资基金为主的机构投资者所持有的股份不足以对公司形成控制权。而国外的经验表明，机构投资者能够借助投票机制参与甚至主导公司的决策，以保证其权益不受侵害。但这必须以改变“一股独大”的股权结构，扩大流通股比例为前提。

其次努力提高上市公司的质量。要使机构投资者长期持有一家公司的股票，并在其公司治理中拥有发言权，公司的质量是根本。一个由绩差公司组成的市场只能导致投机的盛行，更不用说发挥投资者积极作用了。

第三，对机构投资者的资产实施一定的流动性限制，降低资产的换手率。较高的换手率意味着机构投资者偏向于“退出”。我国证券投资基金的换手率平均在 4 倍以上，远远高于国外的机构投资者，这也是我国的机构投资者对上市公司治理漠然的一个原因。对机构投资者的资产实施一定的流动性限制还有助于培养长期投资的理念，克服短视行为和“羊群效应”，使机构投资者真正成为稳定市场的中坚力量。

最后，为了使机构投资者有能力参与公司治理，使其股东议案能够得到重视，尤其是大股东的重视，应当支持机构投资者代理散户投票，并实行累计投票制。因为中国不同于美国，股权相对集中。因此，在重大问题上，尤其是董事会的组成上，应当采用累计投票制。在中国当前股权高度集中的资本市场中，一个无私代表全体股东而不偏于某个股东的董事是不可能的，因此，董事会的组成必须体现中小投资者的利益。

TIAA—CREF 在美国公司治理中的成功实践，对中国机构投资者显然具有很大的借鉴意义。虽然它的做法中有很多不适合于现阶段的中国资本市场，但正如 TIAA—CREF 所指出的那样——一些好的原则应当得到广泛的遵循。

从 TIAA—CREF 及其它美国投资者的实践并考虑中国资本市场的特点，中国机构投资者可否在参与中国上市公司公司治理时应当遵循以下几点：

首先，应当结合国外先进的公司治理经验和中国的实际情况，研究出既符合国际惯例又符合中国国情的公司治理原则，不同机构投资者可以采用不同的原则。但一个根本的原则是广大机构投资者必须清楚认识自己在公司治理结构中的地位及所起的作用，做到“有所为而有所不为”，有所为是指作为资本市场的相关利益者，为了发挥稳定资本市场的作用，也为了自己的切身利益，机构投资者应该积极参加公司治理；有所不为是指机构投资者的投资作为一个组合包含多个公司的股票，它们不可能充分了解每一个被投资公司，所以，机构投资者关心的是公司是否遵守被广泛认可的公司治理原则及制度，关心的是公司如何制定战略，至于战略本身的东西，应当由管理层或其他主要股东负责。

其次，机构投资者要想在公司治理中发挥作用，就必须得到公司主要股东及管理层的支持，他们初期的不满和抵制来源于对机构投资者在公司治理中作用的误解，他们以为机构投资者要与他们争夺公司控制权。机构投资者要向他们私下解释，使他们相信一个良好的公司治理结构，对公司的

长远发展是举足轻重的。机构投资者只是关注一些原则的东西，而不是公司经营本身。应当避免通过公开宣扬或大量抛售股票的方式造成股市动荡，来威胁公司，这样势必适得其反，也不利于发挥投资者的作用。

机构投资者必须认清这样一个事实：一个良好的公司治理结构需要借鉴国外的先进经验，同时更要靠包括机构投资者在内的有关各方的努力实践。

案例二 英国行业性组织在公司治理中的作用

一、引言

自上世纪 80 年代以来，公司治理已成为全球经济学家和法学家所共同关注和研究的国际性课题。传统的公司治理研究主要建立在伯利（Berle）和米恩斯（Means）的著名论断——所有权与控制权分离（The Separation of Ownership and Control）基础之上，拥有资金而缺乏管理能力的股东把公司的经营管理权委托给拥有管理技术而缺乏资金的公司管理者，上市公司两权分离的普遍存在导致了代理问题的产生，因此，如何约束和监督管理者，致使管理者与股东利益趋向一致，从而降低代理成本，已成为公司治理所关注的核心问题。

英国的股权结构极度分散，各种要素市场发达，投资者保护法律制度完善，因此，一般认为，英国主要是依靠“要素市场”来约束监督管理层，它的公司治理模式与美国一起被归纳为典型的“市场导向型”，以区别于德国、日本的“银行主导型”模式。然而，随着机构投资者的日益壮大和敌意收购浪潮的逐步衰弱，人们开始怀疑“市场要素”机制在约束监督管理层方面的功能并重新认识机构投资者在公司治理中的潜在作用。本文主要从机构投资者的行业性组织（Trade Associations）角度来考察机构投资者在公司治理中的作用，试图描绘英国机构投资者行动的新发展。

二、机构投资者及其行业性组织

1、机构投资者的兴起

传统意义上，英国机构投资者一般包括养老基金（Pension Funds）、保险公司（Insurance Companies）、单位信托（Unit Trusts）和投资信托（Investment Trusts）。然而，在实务中，上述传统机构投资者通常不是自己管理机构资产，而是把它委托给基金管理者（Fund Managers），因此这里所说的机构投资者也包括机构资产的实际掌管人——基金管理者。

从上世纪 60 年代以来，英国机构投资者发展迅速并最终成为资本市场的主力军。从以下表格可以看出，个人直接持有股票的比例从 1963 年的 54% 下降到 1999 年的 15.3%，相反地，机构投资者的持股比例却大幅度上升，从 1963 年的 29.0% 上升到最高峰 1994 年的 59.8%，此后并一直保持在 50% 以上。机构化持股比例迅速上升原因主要有二：一是大量的个人投资者放弃直接持有股票的投资习惯而选择机构投资者代其理财，享受“职业化”、“风险分散化”带来的收益，实现直接持股向间接持股转化，二是战后英国养老基金业，尤其是职业养老，和保险业的蓬勃发展，为养老基金和保险基金的迅速发展提供了契机。

英国证券市场机构投资者持股状况(%)

	1963	1975	1981	1989	1994	1997	1998	1999
机构投资者	29.0	47.3	57.6	57.8	59.8	56.2	52.3	50.9

养老基金	6.4	16.8	26.7	30.6	27.8	22.1	21.7	19.6
保险公司	10.0	15.9	20.5	18.6	21.9	23.5	21.6	21.6
单位信托和其他金融机构	12.6	14.6	10.4	8.6	10.1	10.6	9.0	9.7
银行	1.3	0.7	0.3	0.7	0.4	0.1	0.6	1.0
个人	54.0	37.5	28.2	20.6	20.3	16.5	16.7	15.3
其他私人部门	2.1	2.3	2.2	2.3	1.3	1.9	1.4	1.3
公共部门	1.5	3.6	3.0	2.0	0.8	0.1	0.1	0.1
工、商企业	5.1	3.0	5.1	3.8	1.1	1.2	1.4	2.2
海外上市企业	7.0	5.6	3.6	12.8	16.3	24.0	27.6	29.3
总数	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：ONS, ‘Share Ownership, A Report on the Ownership of Shares at 31/12/99’, p. 8.

在过去的三四十年，机构投资者持有越来越多的股票，并取代了个人股东成为英国资本市场的主力军，英国证券市场也从极度分散的个人持股时代走向相对集中的机构化持股时代，这种转变为机构投资者参与公司治理提供了可能。

2、行业性组织的历史沿革及其现状

随着机构投资者的逐步壮大，同行业的机构投资者一般联合起来形成自己的行业性组织，与上述机构投资者相对应的行业性组织有全国养老基金协会(National Association of Pension Funds Ltd.—NAPF)、英国保险公司协会(Association of British Insurance—ABI)、投资管理协会(Investment Management Association—IMA)、信托投资公司协会(Association of Investment Trust Companies—AITC)以及由这四个行业协会共同组成的机构股东委员会(Institutional Shareholders Committee—ISC)。

NAPF 成立于 1947 年，是英国养老基金的行业性组织，如今它所代表的养老基金负责近 6000 亿英镑的养老资金，控制了约 75% 的职业养老基金，持有 20% 的伦敦证券市场份额，覆盖了 1000 万雇员。

ABI 于 1985 年由当时的英国保险协会(British Insurance Association)、人身险协会 (Life Offices’ Association)、火灾险委员会(Fire Office Committee)和意外险协会(Accident Offices Association)合并而成。英国保险业在欧洲排名第一，位居世界第三。ABI 是英国保险业的行业性组织，截止 2004 年 2 月底，它代表大约 400 家保险公司，其成员囊括 95% 的保险业务，持有约 20% 的伦敦证券市场份额；截止 2002 年底，其成员管理近 10160 亿英镑的保险资产，其中大概 60% 投资于股票市场。

IMA 是由单位信托投资基金协会 (Association of Unit Trust Investment Funds—AUTIF) 和基金管理者协会 (Fund Management Association—FMA) 于 2002 年合并而成。AUTIF 的前身是单位基金管理者协会 (AUTM)，成立于 1959 年，1976 年改为单位信托协会 (AUT)，1993 年改为 AUTIF；FMA 的前身是机构基金管理者协会 (IFMA)，它的成员主要是基金管理公司，他们通常是投资银行、保险公司和养老保险基金设立的子公司。[⑤] IMA 是单位基金和基金管理者的行业性组织，它的成员相当广泛，包括独立的基金管理者、银行设立的专门投资部门、人身保险公司、投资银行、职业养老保险的外部基金管理者等，目前，管理着大约 20000 亿英镑的资产。

AITC 成立于 1932 年，其前身是投资信托协会（AIT）。目前，它代表 300 多家投资信托公司（Investment Trust Companies），其成员管理着 313 亿英镑的资产，约占整个行业的 73%。

上世纪 70 年代，为促进机构投资者积极参与公司治理，保守党的 Edward Heath 爵士和英格兰银行行长提议设立一个机构投资者联合的专门机构，于是，1993 年，NAPF、BIA（当时的 ABI）、AUTM（当时的 AUTIF，并于 2002 年与 FMA 合并组成 IMA）和 AITC 共同创立了 ISC。ISC 是目前英国最有影响的行业性组织，它代表了绝大多数的英国机构投资者。ISC 的宗旨是加强机构投资者联合，促进机构投资者积极参与公司治理，以维护机构投资者的利益。应该指出的是，ISC 和它的成员 NAPF、ABI、IMA 和 AITC 之间没有就如何协调好他们的关系作出具体的声明，理论上讲，他们各自制定颁布的相关公司治理规则可能存在重复或矛盾。但从实践上来看，至今还没有出现这个问题。

三、行业性组织参与公司治理的方式及特点

随着持股数量的递增，机构投资者开始积极地参与所投资组合公司的治理事务，这种参与可以大概地分为两种形式：一般性参与和具体性参与。一般性参与主要涉及宏观层面上的一般政策性公司治理问题，而具体性参与则是涉及某一具体上市公司的治理事务，前者通常是由机构投资者所属的行业性组织来牵头进行，投入成本较少，而且机构投资者之间又可以联合起来、共同推广，从而分摊和降低了成本，后者则不具有普遍性而很难会有众多机构投资者一起参与并在他们之间分摊成本，但是，一般政策性的公司治理问题最终总是要落实到某一具体公司头上，才有现实意义。下面主要从三个方面介绍行业性组织的一般性参与及其特点。

1、参与公司治理的主要方式

第一、游说或参与制定公司治理准则

自律性的公司治理基本原则和指引在英国的公司治理实践中起着举足轻重的作用，这些基本原则和指引主要包括 2003 年的《审计委员会的联合准则指引》（Audit Committees-Combined Code Guidance (the Smith Report)），2003 年的《非执行董事的作用与效果评估》（Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors），2000 年的《最佳公司治理行为联合准则》（The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice），1999 年的《内部控制：联合准则下董事行为指引》（Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)），1998 年的 Hampel 报告（Hampel Report），1995 年的 Greenbury 报告（Greenbury Report），1992 年的 Cadbury 报告（Cadbury Report）。行业性组织积极参加各委员会的工作并提出相关建议，比如当时 ISC 的主席迈克·桑德兰（Mike Sandland）就是 Cadbury 委员会的 12 个主要成员之一，Greenbury 委员会的成员就有 ABI 和 NAPF 的代表，Hampel 委员会更是由 ABI、NAPF、LSE（伦敦证券交易所）和 CBI（英国工业联合会）共同发起的。代表机构投资者的行业性组织提出的许多建议，诸如加强机构投资者在公司治理方面的积极性，增加非执行董事在董事会中的比例，建立由非执行董事组成的报酬委员会和提高经理薪酬的透明度等，都被采纳。

行业性组织不仅参与制定整体公司治理准则，还针对各自情况分别制定相应的公司治理准则来指导该协会成员在公司治理方面的行动，积极推行整体公司治理准则。当然，在这方面最有突出贡献的要数 ISC，其在 2002 年颁布了具有普遍指导意义的《机构投资者及其代理人的责任：基本原则声明》（The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents—statement of Principles），它阐述了机构投资者在其投资组合公司中参与公司治理行动的程序性和实质性的一般准则，包括机构投资者应该制定相应的参与公司治理方面的政策；与公司建立常规的对话机制并

监督其各种财务报表、股东会决议以及时发现公司可能存在的问题；若出现可能损害股东利益的重大事项机构投资者可以直接进行干预；定时评估其在公司治理行动方面的作用并向其客户汇报。由于 ISC 的成员代表了绝大多数的英国机构投资者，因此该《基本原则声明》很有可能成为这些机构投资者今后在公司治理方面行动的共同基础。还有 AUTIF 于 2001 年颁布的《机构投资者与公司治理：良好实践准则》（Code of Good Practice: Institutional Investors and Corporate Governance），为单位信托处理其所投资组合公司的治理事务提供了指引。

第二、保护股东权利

英国的公司法和公司治理结构框架主要建立在实现股东利益最大化的基础之上，因此如何保护股东基本权利也成为机构投资者关注的焦点，行业性组织主要通过鼓励行使投票权（Voting Rights）来保障股东基本权利以维护机构投资者在公司治理中的影响。投票权是股东参与公司治理事务最根本的手段，但是传统的英国机构投资者并不积极参与投票以维护自身利益，据统计，只有 28% 的养老基金经常参与投票，32% 只就特别重大的事项参与投票，21% 从来没有参与投票。[11] 针对这种情况，行业性组织积极呼吁其成员参与投票，以实现机构投资者在公司中的影响，比如，ISC 在《基本原则声明》中要求机构投资者制定相应的投票政策，AUTIF 在《良好实践准则》中更是呼吁建立一个“负责任的投票”（Responsible Voting）制度并要求成员积极行使投票权，制定投票程序，设立内部投票监督机制和定期评估投票活动。[12] 除了要求成员积极投票以外，行业性组织还提供投票信息服务，帮助机构投资者具体落实投票权，比如 ABI 设立的机构投票信息服务机构（Institutional Voting Information Service）提供并分析所有英国上市公司的年度报告、财务报表和公司会议通知，为机构投资者的投票活动做积极准备。

第三、董事会结构、构成和高级管理人员的薪酬

在所有权和控制权分离的情形下，董事会就成为内部公司治理机制的核心，Cadbury 报告倡导一个分权制衡的内部治理机制，提倡董事长与首席执行官职位分设的格局，要求非执行董事（Non-executive Director）在董事会构成中占多数比例。行业性组织一直关注董事会的结构和构成，并在支持和推行 Cadbury 报告所倡导的相关规则中发挥着重要的作用。AUTIF 的《良好实践准则》大力支持《公司治理联合准则》所倡导的董事会结构与构成的相关规则并要求其成员以此为标准来评估其投资组合公司的治理结构安排。

高级管理人员不顾股东的利益提高自己的薪酬是他们之间代理问题的典型表现，近年来，机构投资者一直从以下两个方面来关注这个问题：经理薪酬增长速度和水平与公司业绩的关系和股票期权在薪酬中的比例。英国的机构投资者一贯主张经理薪酬的增长速度与水平应与公司业绩呈正比，薪酬方案中应考虑长期利益与短期利益相结合，薪酬委员会应由非执行董事组成。这些主张大部分被 Cadbury 委员会和 Greenbury 委员会采纳并被伦敦证券交易所吸收到公司治理联合准则中去。反过来，机构投资者也积极贯彻上述两个委员会的相关规范，ISC 在 2002 年的《基本原则声明》中明确指出机构投资者应该审查公司的各种报表、股东会决议，当然包括经理薪酬方案，一旦发现有不适的薪酬待遇、激励机制，可以直接干预；ABI 2003 年的《经理薪酬的原则与指引》（Principles and Guidelines on Executive Remuneration）非常详细地确定了经理薪酬的基本原则、薪酬结构和股权激励机制，它进一步指出由非执行董事会组成的报酬委员会应就薪酬政策、股权激励机制和主要的机构投资者保持战略性的对话关系。

2、参与公司治理的主要特点

英国行业性组织在公司治理参与方面具有自律性、非正式性、低成本性的特征。

第一、自律性，有关管理部门没有就机构投资者如何参与公司治理作相应规定，行业性组织自己制定了大量公司治理准则，作为它们在公司治理行动上的共同基础，这些准则具有自律性的特点。

第二、非正式性，从行业性组织制定的关于公司治理规则的内容方面来看，它提倡一种非正式性的参与。机构投资者在其公司治理准则上强调建立对话机制，大多数情况下，机构投资者通过与管理层私下会谈来指出问题、施加影响和消除隔阂，只有少数情况下，机构投资者才会在股东大会上采取对抗行动来干预管理层，Black 教授和 Coffee 教授把它概括为“经常性的对话、当一个公司陷于困难时偶尔的非正式干预以及更为少见的正式干预”。Holland 指出导致这种“非正式性”干预的原因很复杂，包括英国严格的诽谤法律制度、文雅的文化传统、俱乐部式的城市特征和快速便捷的解决过程。

第三、低成本性，通过敌意收购(Hostile Takeover)方式，以高效率的管理层来取代低效率的管理层是“市场导向型”公司治理结构的主要途径，这种全面的、敌意的方式不可避免地导致较高的变动成本，与之相区别的英国机构监督机制通过建立在友好基础上的对话机制，可以快速、便捷和有效地解决问题，纠正管理层利益偏差，干预成本较低。而且，行业性组织对于一般性的、政策性的公司治理问题，统一进行研究并贯彻执行，降低了参与成本。再者，行业性组织集中地代表了广大机构投资者，可以促进不同行业的机构投资者联合起来，分摊和降低了执行成本。

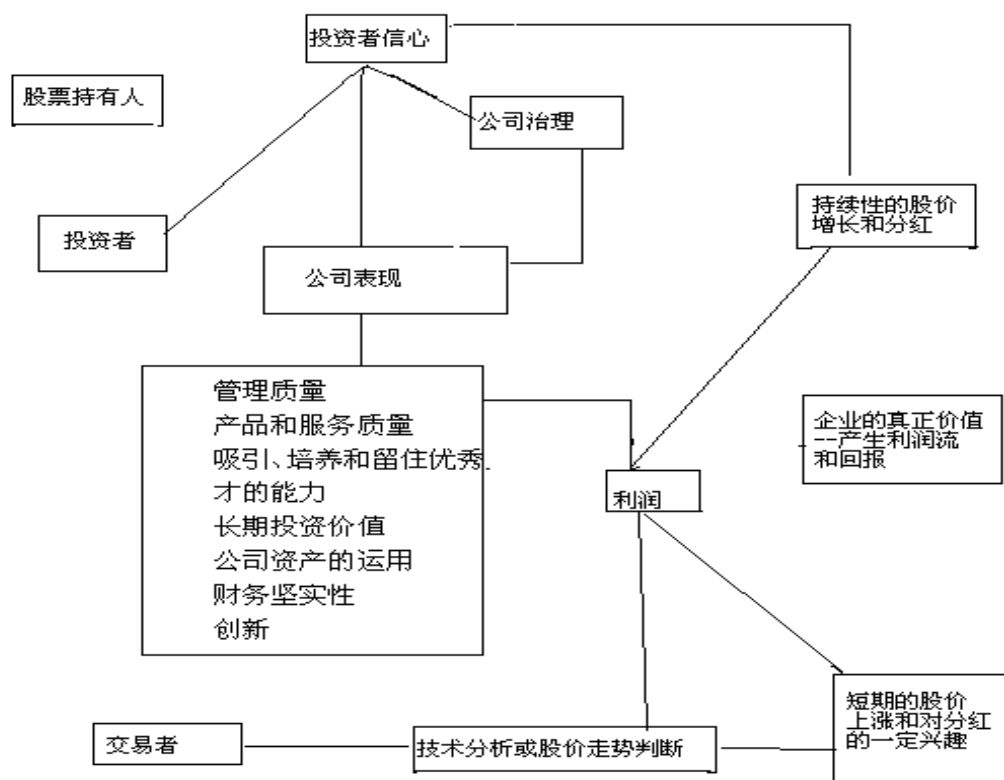
四、结论

随着机构投资者取代个人投资者成为英国资本市场的主力军，机构投资者也越来越积极地参与其所投资组合公司的治理事务，机构监督已成为继董事会内部监督和“要素市场”外部治理机制后的新机制。代表绝大多数机构投资者的行业性组织积极参与一般性、政策性的公司治理在机构监督中发挥着重要作用，这种具有自律性、非正式性、低成本性的行业性组织参与是英国公司治理的特色之一。

案例三 机构投资者在公司治理导向下的投资战略

美国研究机构投资者的著名专家、曾任美国国会图书馆国会研究服务部产业和金融研究组负责人、哥伦比亚大学机构投资者研究项目成员 Carolyn Kay Brancato，在其《机构投资者和公司治理——增加公司价值的最佳做法》一书中，从是否参与公司治理的角度，把机构投资者分为两类：一类是真正的投资者(Investors)，一类只是交易者(Traders)。这两类股票持有人在股票市场上沿循如下图所示的不同路径进行运作。

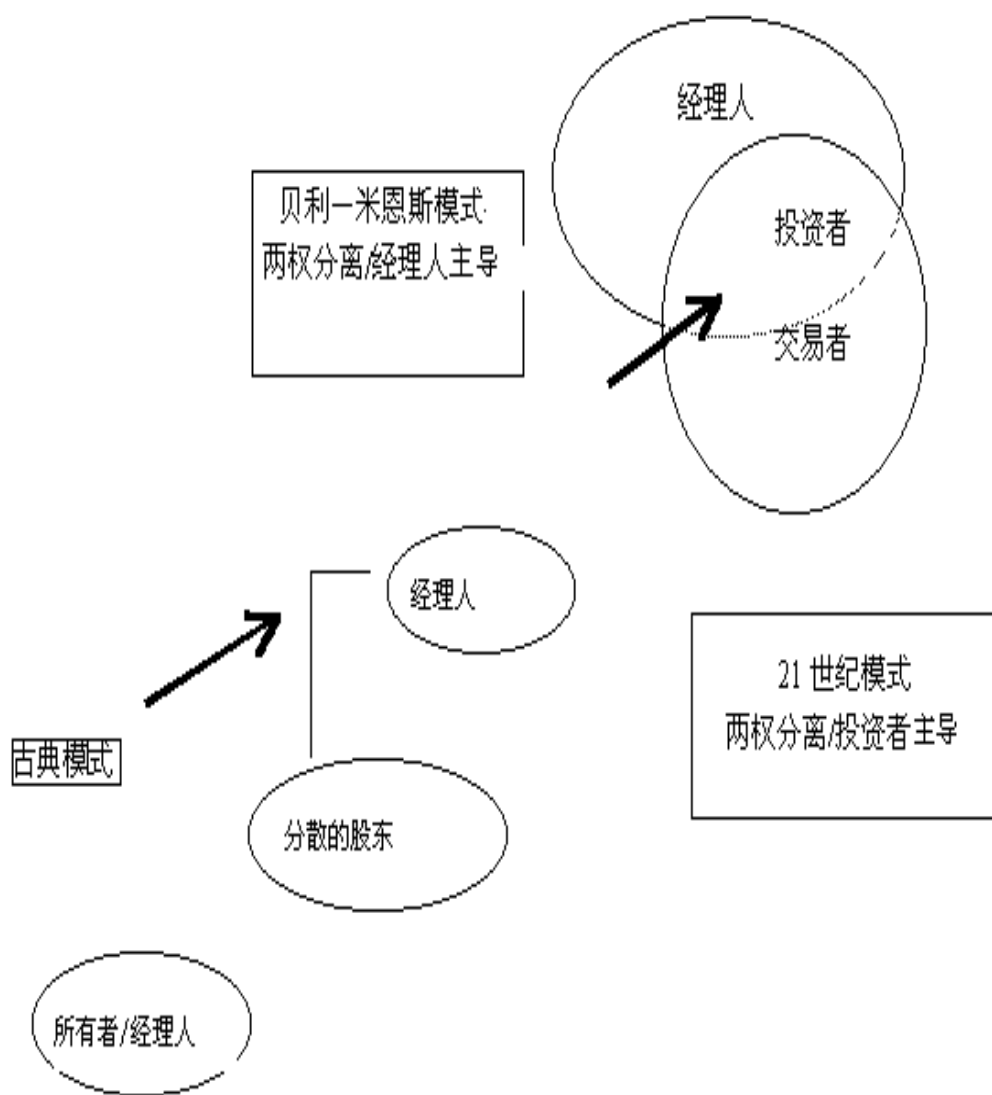
投资者和交易者在股票市场上的两种不同航路



资料来源: Carolyn Kay Brancato “institutional investor and corporate governance”, 中和应泰公司治理数据库, 中和应泰分析。

随着投资者和交易者的分离, 采用公司治理导向投资战略的机构投资者增多, 公司运作的基本模式开始发生变化, 从所有者/经理人合一的古典模式, 经过两权分离/经理人主导的贝利—米恩斯模式, 发展到两权分离/投资者主导的 21 世纪模式——真正的、投资者说话管用的现代企业制度。

企业制度的发展方向



资料来源：中和应泰公司治理数据库，中和应泰分析。

从贝利-米恩斯发表其《现代公司与私有产权》之后，股权分散、两权分离、经营者主导的公司制度，一直是人们关注的一个焦点。钱德勒的企业史著作则为这种企业制度的效率和合理性进一步提供了论证。1980 年代以来，甚至直到目前为止，指导中国企业改革和现代企业制度建设的“目标模式”基本是这种模式。在机构投资者蓬勃兴起、但尚未积极参与公司治理的 1970 和 1980 年代，

管理大师德鲁克曾经宣布美国经济从“经理资本主义”发展为“养老金社会主义”，其他一些人则用“机构资本主义”等词来描述。但是经过 1980 年代近于疯狂的并购与反并购活动之后，1990 年代以来机构投资者积极参与公司治理，美国公司进入了“投资商资本主义——一个颠覆经理职位的时代”。

	所有者/经营者 合一阶段	两权分离/经营者主导 阶段	两权分离/投资者主导阶段
美国 上市公司	1930年代以前	60—70年代达到顶峰	从80年代的恶意并购开始，到 90年代掀起公司治理运动已经 全面进入
中国 国企改革上市	改革以前，及国 有独资的新建 企业	放权让利/承包制改革， 行政控制上市指标，流 通股比例过低/无法进 行恶意并购，股票市场 没有退出和下市机制	2000年开始出现日益明显的投 资者主导趋势，领先企业开始 注意与投资者的有效沟通，自 觉加强公司治理，提升企业形 象和在资本市场上的可持续竞 争力
民企创 业上市	自主创业阶段	私募资金或风险资本 进入开始	从首次公开募股、上市开始逐 步进入

企业制度发展的三个阶段

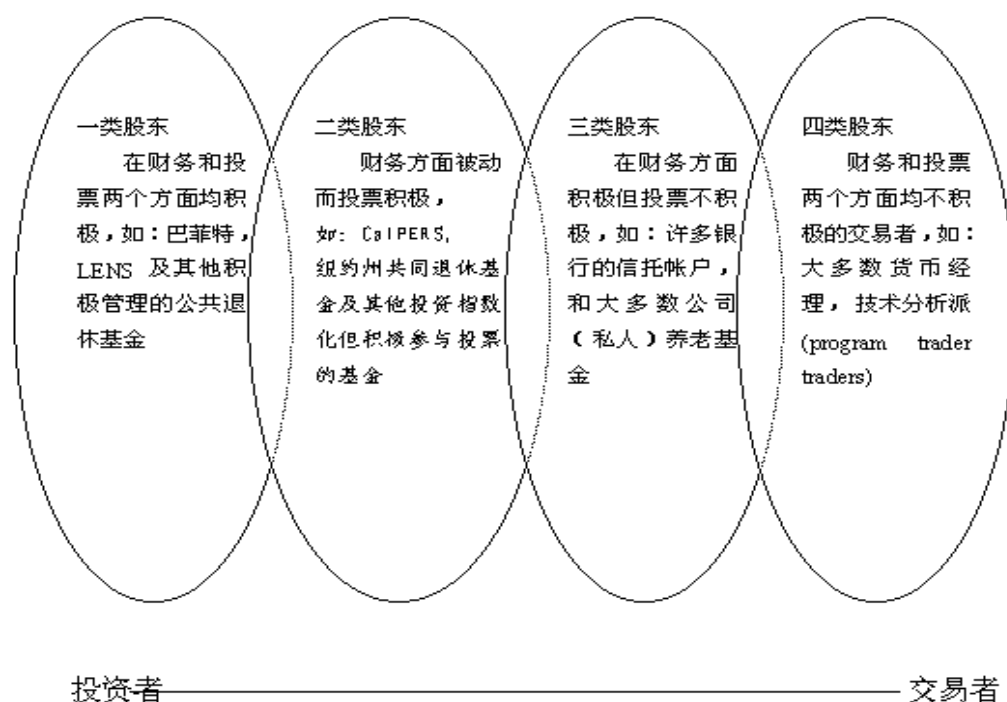
资料来源：中和应泰公司治理数据库，中和应泰分析。

现代公司制度进入两权分离/投资者主导阶段的主要象征性事件是，1992 到 1993 年间，通用汽车、IBM、美国运通、西屋电气等顶尖公司总裁在机构投资者的压力下被解聘、辞职或提前退休。数百个机构投资者积累了巨大份额的公司股份，经过 1980 年代并购与反并购的血雨腥风的战斗，在 1990 年代蓬勃兴起的公司治理运动中，他们学会了将其经济主权转换为政治主权。

通用汽车公司于 1994 年公布了“通用汽车董事会关于公司治理中一些重大事项的指引”。这一指引作为由市场推动的公司治理标准和样式的一个范例引起了广泛的关注。“通用指引”发布之后，立即受到了加州公职人员养老基金组织（CalPERS——美国最大的公共养老基金组织，是股东价值

导向公司治理运动的最积极推动者之一）的认可和欢迎。CalPERS 要求在其投资组合中的 300 多家公司学习通用汽车公司，并进行类似的公司治理评估，300 家公司中的大约一半作出了积极响应。CalPERS 承认，具体的治理方式肯定因行业和公司的不同而不同，但需要敦促各董事会寻求进行自我评估和董事会结构审查的益处。CalPERS 发布了针对全球、美国、英国和日本等多个国家的公司治理运作指南，每年把其投资组合中那些业绩不良，公司治理质量低劣的公司纳入黑名单。不顾投资者要求改进公司治理状况的呼声的企业，要么总裁下岗，要么股价下跌成为公司袭击者的猎物。

根据机构投资者参与公司治理的方式、深度，可以进一步将机构投资者分为四种类型。



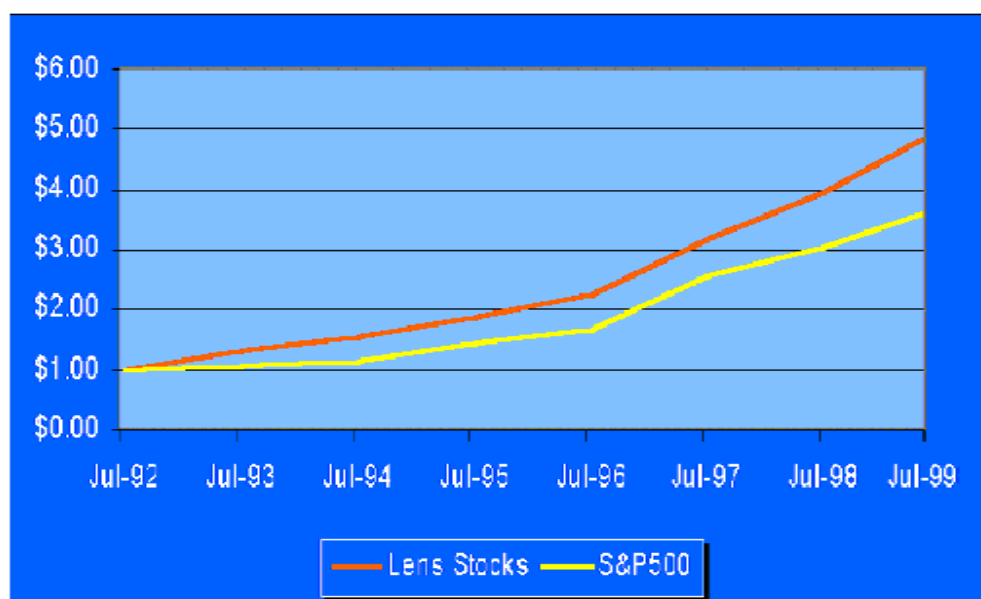
资料来源: Carolyn Kay Brancato “institutional investor and corporate governance”, 中和应泰公司治理数据库, 中和应泰分析。

在执行公司治理导向投资战略的机构投资者中，参与公司治理最为积极和最值得借鉴的也许是成立于 1992 年的 LENS 投资管理公司，该公司的创建者正是前述美国劳工部社会保障局官员、著名的公司治理活动家孟科斯（Monks）。LENS 基金只投资于少数几家股票，进行“关系投资”，并积极

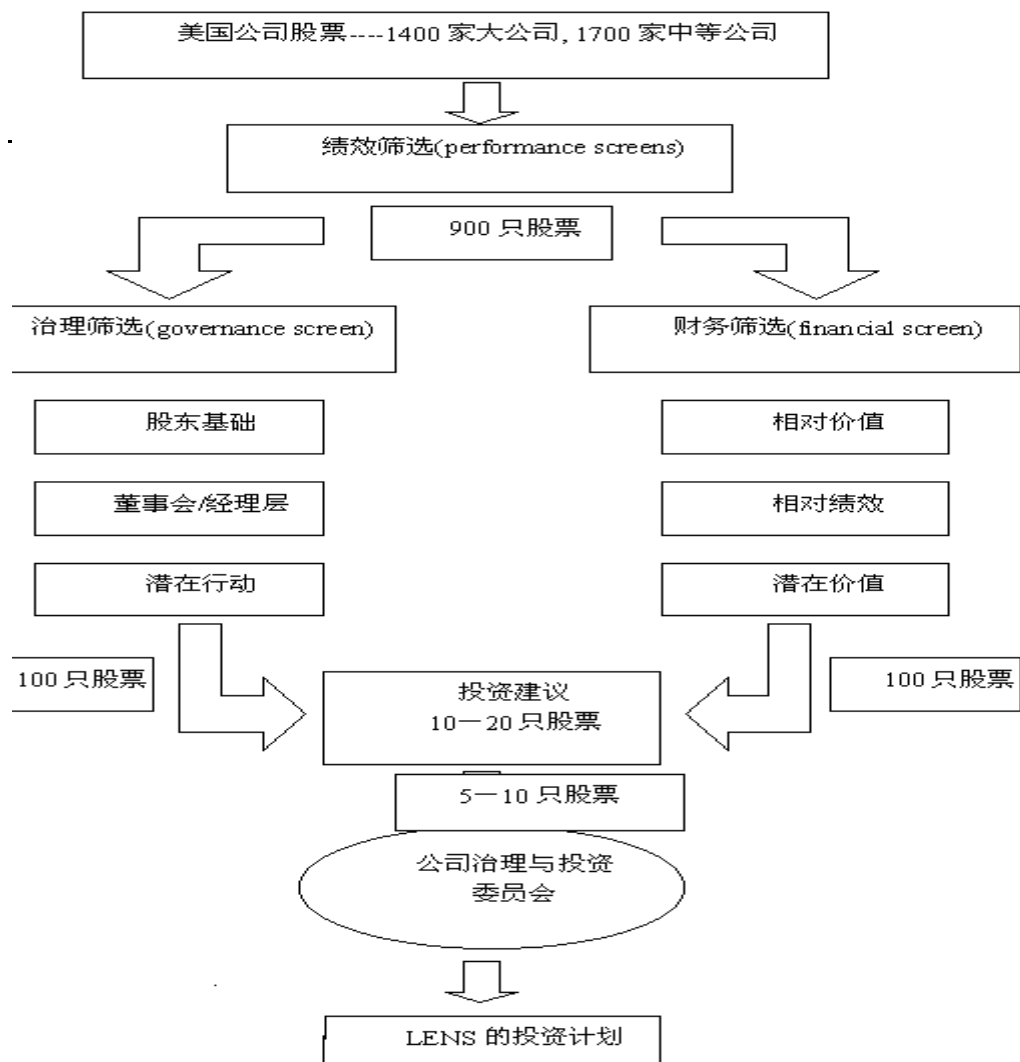
介入其所投资公司的治理运作，LENS 运营前两年投资过西尔斯、运通、西屋和柯达等 7 家公司。LENS 基金被称为第一家公司治理基金 (corporate governance fund)，LENS 也自称为公司治理投资者 (the corporate governance investors)、一种积极投资的选择 (the active investment alternative)、一家最积极的货币经理 (an activist money manager) 等。该公司的投资选择原则是从财务评价和公司治理评价两个角度找出价值低估和有价值可通过公司治理 (主要是股东作用) 提高的公司。该公司 1994 年年报中的一段话非常清晰地表述了公司治理导向的投资战略：“卡内基曾说最好的投资战略是把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，然后紧紧地盯住这个篮子。我们的战略是不仅盯住篮子还要盯住鸡蛋，并且我们要确信让那些鸡蛋知道有人在盯着他们。我们发现，董事会就象亚原子一样，知道他们受到关注时会有不同的行为。我们的初衷就是制造这种不同，我们的经验表明股东的参与能够增加价值。”

LENS 的股票组合与 S&P 500 回报比较

1 美元投资的价值



资料来源: www.lens-inc.com, 中和应泰公司治理数据库, 中和应泰分析。



资料来源: www.lens-inc.com, 中和应泰公司治理数据库

