

企业信用内部约束机制比较研究：公司治理案例角度

石 鉴¹, 周 建²

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 2. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

摘要: 本文从基于公司治理制度的案例角度, 对发达国家如何利用公司治理的改善状况来实现改善企业信用约束机制的实践进行简要的比较, 从中得到基于公司治理的企业信用内部约束机制的状态, 并着重指出研究的意义和企业应用公司治理制度约束实现提高企业信用的实践情况。

关键词: 企业信用; 内部约束机制; 公司治理

中图分类号: TU352.110.4 **文献标识码:** A

企业信用本质上是企业拥有的信息集合的均衡状态, 在很大程度上通过公司治理的制度建设状况反映出来。通过企业内部组织的有序性向外界传递企业对信息的加工, 企业的绩效可能因为公司治理特有的自在约束特性而得到改善。我们将从公司治理的角度, 对发达国家如何利用公司治理的改善状况 (Monks and Minow, 2001; 李维安等, 2004) 来实现改善企业信用的实践进行简要的比较, 从中得到基于公司治理的企业信用内部约束机制的状态, 指出企业应用公司治理制度约束实现提高企业信用的实践情况。

一 基于公司治理的企业信用约束

将企业信用的约束性归结为公司治理的研究工作, 最常见的情况是将两者分离讨论, 即将企业信用进行单独的讨论, 对公司治理的处理也大致相同。因而, 基于公司治理的企业信用内部约束机制的研究, 极大的丰富着企业信用和公司治理两方面的研究实践。

公司治理作为企业信用的重要影响因素, 不是人们主观断言的产物, 本质上是制度安排的产物 (Daily, 2002)。这种制度安排是企业内部组织制度和外部市场经营制度交易的结果, 因此, 通过制度本身的建设工作, 企业的信用有望得到改善。公司治理准则作为公司治理实务层次的标准或方针政策, 是以公司治理实务规范的形式对公司治理的实际运作进行指导和约束, 旨在规范市场中企业的公司治理行为、完善公司治理结构、建立有效的公司治理机制。从公司治理准则角度看, 尽管准则的制订主体不同 (李维安, 2001), 市场的发育程度不同, 甚至企业文化的氛围也不同。但是, 作为本质上体现企业信用约束特征的公司治理原则或准则 (principles or codes of corporate governance), 还是在相当程度上表现出结构上的共性。既是说, 在林林总总的公司治理原则和最佳实践准则中, 一般都反映出了如下一些基本结构, 并认为它们和企业的信用绩效密切相关 (李维安, 2003)。这些结构通常包括:

所有权或股权结构因素。在英美和欧洲大陆, 甚至日本的情况都不尽相同, 总的来看, 出现股权分散或股权集中的两大特性。对企业信用来说, 就是股权约束因素。

董事会因素。董事会的功能到底是什么，董事会如何才能有效地发挥应有的职能，如监督、决策、激励等，在发达国家和发展中国家的情况差别较大。不过即或在欧美国家，在董事会问题上，仍然存在很大的分歧，从而，董事会在企业信用绩效中的作用，就是董事会约束的问题。

高层管理的激励和约束。作为现代企业制度基础上代理人，高层管理的激励和约束一直是公司治理中不可能回避的内容。发展中国家和转型经济国家中特有的“内部人控制”现象，凸现了这一内容在公司治理准则中的不可替代性。因此，在企业信用的内部约束中，表现为经营者激励约束的问题(Soule, 2002)。

财务信息披露。作为公司制企业，特别是股份有限公司，财务信息披露问题几乎是所有公司治理原则和最佳实践准则中都重点要求的。从而，存在着财务约束问题。

利益相关者因素。这个问题是对企业所有权的扩展。传统观点认为，企业价值最大化的表现是股东价值最大化，但随着委托-代理关系链在企业制度中客观的多种特性，由雇员、供应商、债权人、社区团体和机构投资者等组成利益相关者问题开始成为企业信用绩效的内容，成为利益相关者参与约束的问题(Charreaux and Desbrières, 2001)。

企业文化因素。企业文化作为企业内部行为价值规范性的产物，在公司治理原则和最佳实践准则中不是一种直接产物，而是间接显现的。因为成型的行为价值观不可避免影响着企业的决策行为，影响着投资者对企业信用的认识。这是企业文化约束的问题。

虽然全球范围各类制订主体推出公司治理原则和最佳实践准则上述六方面的共性因素，只是说明了某种建议，并非包含强制性的实施，但公司治理原则的确说明了在现代企业制度框架中，企业信用的绩效目标，在结构上可以从公司治理原则中得到反映。

二 发达市场国家企业信用内部约束机制

相对来说，发达市场国家较早探索市场经济制度的有效运行状态，对企业信用的关注程度也比较高，形成了比较明显的依靠公司治理制度进行信用内部约束。从而，将视角置于这些国家，有助于借鉴行之有效的信用内部约束机制的实践，降低企业的交易成本。

日本、德国和法国的企业信用的内部约束机制，从公司治理的角度看，有相似性，更有差别性。虽然它们的公司治理制度的建设很大程度上归功于英国《凯德伯瑞报告》(Cadbury Report, 1992)，但是，这些国家的治理实践却并不完全照搬英美模式，而是根据各自的国情，实施不同的公司治理变革。股权分散、公司控制权市场发达、股东激进主义(shareholder activism)、权责明晰的董事会和管理层、董事会的战略决策、监督和激励作用这些在英美企业显著的公司治理机制，并没有完全被移植到上述发达市场的企业中去。这说明，企业信用的约束机制因经济发达程度不同而不同，仍然可以因为社会、文化等因素的不同而不同。

总的来看，在日、德和法国的企业信用方面，有关基于公司治理内部约束机制的六个方面的表现得不是很明显。较为明显的是董事会约束和管理层的激励约束两个方面。分析表明，这两种信用内部约束机制通常是连在一起的，这部分原因是这些国家的企业的股东集中度比

较高，像日本、德国和法国都具有各自特色的相互交叉持股现象，但结果差别很大。日本是最终出现所谓的“安定股东”，德国则是出现银行通过持股所体现的超乎寻常的控制作用，法国则几乎走向了国家垄断的经济治理格局。董事会和管理层约束机制的紧密相连，还说明它们和英美企业的公司治理模式不可避免存在着区别。

因此，从发达市场的日本、德国和法国企业信用约束方面的公司治理角度观察，不难得到这样一个显著的结论，既然企业信用的制度基础公司治理原则的实施各不相同，那么，现有的基于公司治理的企业信用内部约束机制势必发生相应的变化。

事实上，在日本企业的信用内部约束方面，已经开始出现完善相关的公司治理机制的工作。在董事会约束方面，日本企业已经逐渐认识到，董事会须以一种具有明确界定的责任和作用的透明方式进行运作，必须在外部公董事具有真正影响之前拥有独立于管理层的权力。1997年，日本索尼公司将董事会人数从38人削减到10人，试图将公司董事会从一个荣誉机构转变为一个真正的能提供战略投入和远见的决策组织。在文化约束机制方面，也有迹象显示，日本的公司正在偏离这种上下一致的决策过程。日本前几家公司已经将更大的注意力集中在他们称之为“大企业病”的问题上，即伴随公司快速成长而出现的多级管理的僵化效应。本田汽车公司、NEC公司、日本钢铁公司，以及另外几家公司都重组了业务，对事业部下放了更大的权力，以此寻求精简决策过程。这些日本公司希望在以往的使员工感到参与并作为集体中一员的模式，能够产生更大的敏捷性。

同样，德国银行在德国企业信用内部约束中的作用也开始受到质疑。德国银行在德国监事会中的重要地位到底对德国企业的信用约束有效的内容还是无效的形式，都正在受到来自公司治理变革的挑战。因为德国的银行是自发的股东、其他股东的代表和债权人，银行这种既是内部人又是股东的双重身份，就使得它对企业的信用绩效，可能不是提高，而是降低，并引发一系列可能的公司治理制度欠完善的利益冲突。

法国企业的信用则可能主要受到来自利益相关者参与的约束和经营管理者激励与约束的影响。由于法国企业和政府高度的关联性，就可能很难说明法国企业的信用到底是企业自身的公司治理制度完善还是政府推波助澜的结果，而且，法国企业和政府的这种密切关系，在企业对全球资本的需求过程中，可能因为忽视国际股东群体的约束力量，而使企业的信用受到消极影响。实践证明，仅有政府的高度参与，并不一定有利于企业信用的改善，特别是加强。此外，在法国企业中，董事会和管理层也是高度结合的，而且管理层的职权明显跨越公司治理意义上的董事会和高级管理层，这就使得法国企业的信用集合不得不受到公司治理制度建设的影响。实际上，法国公司治理中对财务信息披露制度的日益强化，就势必波及到这种集董事长和CEO权力几乎于一身的高层管理人员的治理制度，从而影响到法国企业的信用约束因素和机制。

所以，公司治理原则只是企业信用的制度基础，真正要使公司治理发挥企业信用内部约束的作用，只有通过建立尽可能完善的包括股权约束机制、董事会约束机制、财务约束机制

等六种机制在内的公司治理制度，才能实现目标。

三 基于公司治理的企业信用约束机制的案例分析

随着美国的安然、安达信、世通（WorldCom）、施乐等大型跨国公司不断涌现令人震惊的财务丑闻和危机，全球范围的企业信用问题越来越成为一个不可忽视的紧迫问题。面对美国股市 200 多年的发展历史，法制很健全，监管也非常到位，居然也有这么多大规模的造假和违规行为发生，的确是一个值得其他市场反思的问题。拥有培育市场数百年历史之久的发达市场中的企业尚且如此，不难想象新兴市场上企业信用的问题泛滥了。事实上，中国资本市场上也的确出现过诸多由公司治理结构失衡引起的上市公司的信用危机，像三九集团公司控股股东挪用上市公司资金反映出股权结构约束的企业信用问题，郑百文、银广夏在资金链中的财务假信息披露、中科创系列公司的违规融资行为等，都是企业信用在公司治理层次上的内部约束失控的表现。因此，企业案例能够更加生动地展示基于公司治理的信用内部约束机制在公司制企业中的情况，为我们提供进一步的理论研究和实践借鉴结果。

1 基于公司治理的企业信用约束—美国的安然

安然公司是美国最大的跨国公司之一，作为世界最大的能源交易商，安然在 2000 年的总收入高达 1010 亿美元，名列《财富》杂志“美国 500 强”的第七名；其市场价值的巅峰是 800 亿美元，但申请破产时，价值仅为 2 亿美元，资产缩水 400 倍，这怎么说都不能不说是一种严重的商业事件。总结来看，安然公司在 2001 年的破产风波中，实质上是公司治理基础上信用危机爆发的产物。

基于公司治理的安然公司信用内部约束机制

从全球范围各种媒体的披露来看，在安然公司的破产中遭到质疑的主要是安然公司的管理层，包括董事会、监事会和公司高级管理人员。他们面临的指控包括疏于职守、虚报账目、误导投资人以及牟取私利等。

虚假的财务报告。在 10 月 16 日安然公布第二季度财报以前，安然公司的财务报告是所有投资者都乐于见到的。看看安然过去的财务报告：2000 年第四季度，“公司天然气业务成长翻升 3 倍，公司能源服务公司零售业务翻升 5 倍”；2001 年第一季度，“季营收成长 4 倍，是连续 21 个盈余成长的财季”……在安然，衡量业务成长的单位不是百分比，而是倍数，这让所有投资者都笑逐颜开。到了 2001 年第二季度，公司突然亏损了，而且亏损额还高达 6.18 亿美元！

然后，一直隐藏在安然背后的合伙公司开始露出水面。经过调查，这些合伙公司大多被安然高层官员所控制，安然对外的巨额贷款经常被列入这些公司，而不出现在安然的资产负债表上。这样，安然高达 130 亿美元的巨额债务就不会为投资人所知，而安然的一些官员也从这些合伙公司中牟取私利。

让投资者气愤的是，显然安然的高层对于公司运营中出现的问题非常了解，但长期以来熟视无睹甚至有意隐瞒。包括首席执行官斯基林在内的许多董事会成员一方面鼓吹股价还将继续上升，一方面却在秘密抛售公司股票。而公司的 14 名监事会成员有 7 名与安然关系特殊，要么正在与安然进行交易，要么供职于安然支持的非盈利机构，对安然的种种劣迹睁一只眼闭一只眼。

安然假账问题也让其审计公司安达信面临着被诉讼的危险。位列世界第五的会计师事务所安达信作为安然公司财务报告的审计者，既没审计出安然虚报利润，也没发现其巨额债务。今年 6 月，安达信曾因审计工作中出现欺诈行为被美国证券交易委员会罚了 700 万美元。

安然的业务就是能源及其相关产品的买卖，但在安然，这种买卖被称作“能源交易”。据介绍，该种生意是构建在信用的基础上，也就是能源供应者及消费者以安然为媒介建立合约，承诺在几个月或几年之后履行合约义务。在这种交易中，安然作为“中间人”可以很短时间内提升业绩。由于这种生意以中间人的信用为基础，一旦安然出现任何丑闻，其信用必将大打折扣，生意马上就有中止的危险。

此外，这种业务模式对于安然的现金流向也有着重大影响。大多数安然的业务是基于“未来市场”的合同，虽然签订的合同收入将计入公司财务报表，但在合同履行之前并不能给安然带来任何现金。合同签订得越多，账面数字和实际现金收入之间的差距就越大。这种差距显示出企业信用对安然的重大影响程度。

高速增长、充满浓郁的创新精神企业文化（“全球领先”和“最具创新精神”）的能源交易商安然公司居然成了美国历史上最大的破产案，这本身就值得多角度的反思。从其成长过程以及破产轨迹来看，在安然公司，基本的公司治理制度可谓完备，不仅有依照相关公司治理原则和最佳实践准则建立起来的一整套制度，如董事会建设中的独立董事、监事会和董事会专门委员会等，但是，最终的结果却仍然出现公司大规模的虚假信息披露和欺诈行为，使得安然公司的信用等级居然急速下降到“垃圾股”的行列。从公司治理作为安然公司信用内部约束机制的形式来看，除文化约束机制外，其他本研究归纳的五种约束机制存在着显著的问题，例如在董事会的约束机制方面，并没有证据表明董事会如何对安然公司的决策行使监督和评价的地方，特别是财务约束机制和利益相关者参与约束方面，证明存在着更多的问题，安然公司一直难以说清楚和政府的关系，而财务数据的虚假结果，还直接带出了其审计伙伴安达信这样一家同样曾经是高信用的金融会计师事务所。

这些由公司治理机制显现出的对安然公司信用的影响，充分说明了公司治理对企业信用具有强大的内部约束力量，而且公司治理制度的建设，不是简单的遵守结构性的规章制度，而关键在于如何建立应用这些公司治理制度的机制。

2 基于企业文化的企业信用约束机制—克莱斯勒汽车公司

关于不同的公司治理方式对企业信用的影响，没有什么地方比德国和美国的汽车公司之

间的兼并更能说明问题的了。这次兼并就是 1998 年 5 月发生的戴姆勒奔驰公司和克莱斯勒之间的合并。

这项兼并后面的战略完全是地区性的，即都不是出于某一方想做大规模以便在日益全球化的汽车市场上竞争，而是双方都想在关键的美洲和欧洲市场上占据一个牢固的地位。但是，这次兼并能够克服联合两家文化、历史和方式都不同的公司必然出现的问题吗？

从企业文化和对高层管理的激励约束来看，克莱斯勒公司内部当时充斥着前 CEO 李·艾科卡倡导的“领先、追随或者出局”精神。艾科卡在上个世纪的 80 年代初期拯救了克莱斯勒公司，那时艾科卡的薪酬年薪只有一美元，但却得到大量的股票期权。相比之下，德国法律却规定，对激励管理层的股票期权不予承认。

文化差异可能在董事会上表现得最突出。兼并这一术语意味着戴姆勒—克莱斯勒公司将受制于德国的法律。因而，新公司就将有一种双层董事会制度，一半的监事会席位由员工代表把持。20 世纪 80 年代初期，克莱斯勒公司一度尝试过让工会代表进入董事会，但该计划最终没有付诸实施。和任何一家美国公司一样，克莱斯勒公司几乎是全身心地投入股东价值最大化追求中。

而在戴姆勒奔驰公司，最大的股东是德意志银行、商业银行和 Dresdner 银行，这三家银行在戴姆勒公司占据着监事会的三个席位。相比之下，克莱斯勒的董事会 75% 的董事是外部董事。

董事会方式的对比个性鲜明。克莱斯勒的大股东和董事会董事要求克莱斯勒公司运用一系列的敌意接管行动，集中于提高股价，实现股票回购和提高股利的目标。

事实上，戴姆勒奔驰公司在德国的公司中是很特别的，因为该公司偏好股东价值。当时的该公司执行董事就积极地推行一种薪酬激励一揽子计划，在很多方面反映出股票期权的某种影子。

兼并刚刚完成不久，两家公司在就股东价值方式如何融入新公司的情况，达成的分离式协议，即戴姆勒—克莱斯勒正在将盎格鲁—撒克逊式和德国的公司治理组合在一起，方法是建立一个股东委员会，委员会包括了股东代表和外部董事，以及两位董事长。

另外一个潜在的难题是信息披露的问题，德国投资者关系实践和会计标准远远不如美国透明。这还不够，该公司的第一次年报就激发了美国投资者的紧张情绪。年报（无代理公报）中没有包含任何有关执行官薪酬、董事股票期权或最大股东方面的细节信息。此外，公司还拒绝接受任何电子手段进行的投票结果。接受邮寄投票的最后期限是股东大会召开前 4 天，而不是美国规定的标准的会议召开的那天。

第三个关键问题是薪酬。克莱斯勒管理层前五位成员带回家的钱就是戴姆勒同行赚取的三倍多。两家公司在薪酬上达成一个妥协方案。双方同意，原则上应该支付低的、固定的所得，并且将激励薪酬和高业绩挂钩。但同时他们也同意，在个别公司，薪酬层次将保持两年不变。

其他棘手的问题还包括许多似是而非的小问题，尤其是被兼并企业的名字。美国谈判者要求用克莱斯勒—戴姆勒，德国方则要求用戴姆勒—奔驰克莱斯勒的名字。

最后，尽管戴姆勒奔驰公司在命名交易中明显占上风，但最后还是在被兼并企业的官方语言做出让步，企业的官方语言仍然采用英语。

戴姆勒克莱斯勒计划投放 30 亿美元用于两家公司兼并后的“协同”效应，并在三年内削减成本，但事实表明，复杂的投资者关系仍然使得新公司的股价停滞不前。

开始时臃肿的 17 人管理层逐渐精简，这绝大多数是以减掉克莱斯勒方人员为代价的。而且，该交易并非如戴姆勒接管克莱斯勒那样显示的“平等的兼并”克莱斯勒方面的董事长比预计的时间提前下台。

来自企业信用评级机构的统计结果警告了这项汽车企业跨国兼并的危险。1999 年初，标准普尔决定不把戴姆勒克莱斯勒纳入 S&P500 指数中，这使得无数的美国投资基金将该公司的股票剔除其投资组合。1998 年 11 月当这项兼并完成时，美国人拥有该公司 44% 的股份。但在半年以后，这一数字下降到 25%。

显然，上述美国和德国两家优秀的汽车企业的兼并，并没有对双方的投资者产生多大的信用增加效用，相反，美国方面的投资者“大呼上当受骗”，德国一方，则着力于如何将美国企业的公司治理实践融入新的企业中。但从根本上来说，企业文化方面的原因制约着这种公司治理的实践，进而对新企业的信用造成程度不等的不良影响。

从案例描述的情况可以看到，在企业文化的影响下，董事会约束（两个董事长）、股权约束（股东的分散性和控股股东的价值取向）、经营者激励约束（美德双方高管人员差别明显的薪酬制度、对股票期权的重大分歧）和财务约束（新公司根据德国的法律拒绝披露美国投资者要求的高管人员薪酬信息的细节）都表现出明显的机制不健全现象，因此，新的汽车公司巨人戴姆勒—克莱斯勒的信用将受到强有力的挑战，实际上，命名问题、高管人员提前退休等，已经预示着这家公司的信用只有继续加强公司治理的制度有效建设，才可能提高企业的信用约束能力。

3 基于机构投资者的企业信用内部股权约束—法国 Eramet 公司

作为公司制企业股东群体中日益重要的代表，机构投资者对公司信用的影响程度也越来越高，机构投资者如何运用相关的股权约束机制，重塑企业信用，重新增强投资者的信心，是一个比较重要的企业信用问题。法国公司 Eramet 的情况有助于说明这种状况 (Monks, 2001)。

Eramet 是法国一家金属集团。1994 年法国政府将该公司私有化，但是国家持有控股的 55% 股票。而且，政府还担保，Eramet 公司将在“独立于政府的控制和政治干预”下经营。

1997 年 2 月，法国政府突然宣布，该公司不得不放弃在南太平洋岛国新卡里多尼亚的锡矿开采权，这次锡矿所有权的易手，主要是法国政府为了平息在那个地区新兴的民族独立

运动。交易完成后，Eramet 公司的股票整整低迷了两年，投资者的信心受到极大的打击。

法国政府对该公司的经营干预，终于使拥有该法国公司 20%的国际投资者被激怒了，他们的资产（大约占到公司资产的 25%）不仅得不到赔偿，而且有的还血本无归。他们的愤怒得到了 Eramet 公司总裁董事总长（PDG）Yves Rambaund 的谅解，他称，其实他本人也是反对政府对公司的这种动作的。

世界上最大的养老金基金，美国的教师保险及年金协会（TIAA-CRFF）拥有该公司 1.3%的股票，并提交了不少于 9 种股东方案。其他机构投资者，如诚信基金（Fidelity）、Franklin Templeton、Mercury 资产管理公司和资本国际公司也是该公司的其他大股东。

法国政府的换届采取了和上届政府相反的结果。即将上任的 Josip 政府宣布废除放弃锡矿权利的行动。新政府的总理向作为该公司 PDG Rambaund 保证，委派新卡里多尼亚国民党进入 Eramet 公司的董事会，并且组织一个负责寻找这个案子解决方案的委员会。

作为交换，公司大股东放弃持不同意见的提议。

这次交易最后尘埃落定，为 Eramet 公司带来了比以前更多的限制妥协的权利，同时又赔偿了投资者。有关该公司的股票报道跃上新闻报道的头版头条。

法国这家金属公司的信用因为政府对公司一项资产（锡矿）所有权的强力干预而大幅下降。面对这种局面，无论是公司董事会还是一般的投资者，都似乎心有余而力不足，似乎只能眼睁睁地看着 Eramet 公司持续低迷。由于法国企业的公司治理制度中特有的政企关系，法国国内投资者只能接受事实。这时，对该公司的信用下降的事实而言，无论是董事会约束，还是财务约束，甚至文化约束，实际上都是无济于事的。但是，股权结构中的国际投资者群体，却并不甘心于该公司的股票持续低迷，并让他们大出血。结果，以 TIAA-CRFF 为首的一些国际著名机构投资者，通过公司治理制度中赋予股东应有的权利，不断给公司高层和法国政府施加压力，最后生生地扭转了法国政府对该公司的干预结果，实现了投资者回报的预期，相应的，该公司的信用随着这些机构投资者的积极干预，势必出现客观的变化，股票上扬的消息“跃上新闻报道的头版头条”。

该法国公司的案例说明，如果没有机构投资者在这家法国公司中的投资，并得到相应的制度支撑，公司的形势是十分危急的，完全可能在“国家利益”的名号下，销声匿迹。所以，股权约束机制运用得当，是有助于积极影响企业信用的。

三 企业信用内部约束机制国际比较的启示

企业信用作为记载市场经济主体的动态行为集合，是作为经济组织的企业存在于市场的不可缺少的基础。良好的企业信用是企业竞争优势的源泉（Barney, 1994），低劣的企业信用则将使企业增加市场交易成本甚至内部组织成本，最终降低企业的盈利能力。但是，随着现代企业制度的不断完善，企业信用的形成并非完全是市场行为到向的，良好的企业制度建设同样可以成为影响企业信用的重要因素，企业信用通过约束和激励的双重作用，无形地有

助于市场中的企业提高溢价水平。

1 公司治理作为企业信用内部约束的制度基础

企业信用对企业的影响是一个多角度的问题，并不完全是市场环境影响的结果，但也有助于企业形成竞争优势的新的源泉，但是从根本上说，信用对企业的影响呈现约束形态，以这种形态为基础，企业信用就提供企业发展可能的两种结果，既有消极的，也有积极的。当信用显示出企业相关利益群体的价值预期目标时，信用就成为积极的影响因素，反之，当背离这些利益群体的价值预期目标时，信用则完全可能成为企业经济活动价值退化的动力。根据信用和企业信用特有的内涵和生成机制，从公司治理角度进行企业信用的制度建设工作，具有独特的研究意义，是现代企业制度规范性的体现。

这种相关利益群体的价值预期目标，本质上是现代企业制度演化的产物。传统意义上经济组织中资产的所有权和控制权合二为一的形态逐步开始分化出两者相分离的情况。在这种情况下，所有者和经营者客观上价值预期目标的不重合之处，决定着在经济组织实现经济活动价值的过程中，不仅市场信号，而且还有内部组织的不同安排形式，都是影响经济活动价值实现的因素。因此，国家不同，文化不同，社会背景不同，就伴随相应的实现这些经济活动价值的制度安排(Peng, 2002)。从而，作为现代企业制度产物的公司治理，特别是公司治理原则和最佳实践准则，就成为分析企业信用内部约束性的逻辑起点。

事实上，根据企业作为市场中经济组织的客观的异质性属性，的确不应该存在一种放之四海而皆准的公司治理原则或最佳实践准则。不过，即便是全球第一部公司治理原则英国的《Cadbury 报告》，目的不是强求市场中的公司执行，而是提请公司参照执行，因此，在规范企业行为这一点上，公司治理原则和企业信用的内部约束性发生必然的制度关系。而《Cadbury 报告》本身只是发挥一种抛砖引玉的作用，因此，市场发育程度不同，相应有不同的公司治理原则可能成为企业信用内部约束的制度基础。公司治理原则作为介于法律法规和公司内部管理制度之间的原则性、自律性制度安排，成为企业信用最基本的条件。

而国际组织制订公司治理原则的动因，如 OECD、APEC 以及国际公司治理网络（ICGN）等推出的公司治理原则，虽然着重点不同，但共性却是希望公司治理原则的制订能为全球性、地区性的企业信用提供起码的制度交易平台。不过，在这种制度平台上如何确保企业信用的效率，却并不是公司治理原则和最佳实践准则所单独能够解决得了的，因为公司治理原则提供的只是企业信用内部约束的结构因素，信用约束要发挥作用，需要进一步动态的公司治理机制支撑。

2 企业信用内部约束作用的实现路径是公司治理机制

从以上国际比较的内容中得到的另外一个研究意义，就是关于企业信用的实现路径问题，即企业信用约束目标的实现，是靠广义的道德还是机制的问题。显然，从公司治理的角度看，全球范围内各种各样的公司治理原则和最佳实践准则的出台，如上所述，只是说明市

场中的企业，准确地说，是公司制企业，需要最起码的信用制度基础。至于具体的企业信用所体现的对企业经济活动的规范机制，需要得到公司治理机制的支撑。实际上，新兴市场企业进行的基于公司治理的企业信用内部约束的实践，只是结构性的制度安排的建立，还没有进入如何运用那些治理准则的阶段，所以，基于公司治理的企业信用内部约束的实践本质上是一个阶段性的工作。

相对新兴市场企业的信用约束实践来说，发达市场中企业在这方面的实践更倾向于体现基于公司治理的企业信用内部约束机制，尽管日本、德国和法国的企业公司治理实践所体现的治理机制不尽相同，如有的着重于董事会约束机制，像日本的企业治理实践，有的像德国企业则着重于股权约束机制，但它们的治理实践表明，企业信用对企业的约束作用，的确不是通过简练的公司治理原则和最佳实践准则一蹴而就的，而是通过复杂、关联的公司治理机制体现的。这些机制在信用的研究框架中，可以抽象为股权约束、董事会约束、经营者激励约束、财务约束、利益相关者参与约束和企业文化约束六种机制。

因此，公司治理原则给予企业信用约束基本的制度平台，但如何发挥企业信用的内部约束作用，取决于如何应用这样的公司治理制度，即需从这些制度安排中推导出适应企业实践的运行机制。显然，基于公司治理的企业信用内部约束机制国际比较还进一步得到一个潜在的强有力的结论，那就是当上述公司治理机制发挥出应有的企业信用内部约束时，企业将因为公司治理治理机制特有的工作流程，赋予企业特有的基于公司治理机制的异质性竞争优势。而且正是因为公司治理机制的流程属性，决定着这样的异质性竞争优势具有显著的价值性、难以替代和不完备让渡的特征（Peteraf, 1993; Barney, 2001），而继续表现为可持续的竞争优势，即企业竞争力的提高。

3 基于公司治理的企业信用内部约束实践

在公司治理原则、发达市场中企业应用公司治理机制行使企业信用内部约束以及发达市场企业的案例中，都或多或少说明了一个普遍的现象，即在开展公司治理的实践过程中，企业并没有有意识地将公司治理实践用于企业信用的制度建设中。这种现象实际上也间接证明了将公司治理和企业信用的研究分离的现实情况。不过，案例部分的内容同时也清晰地说明，企业信用的确受到上述基于公司治理的内部约束机制的影响，例如安然公司的信用主要受到财务约束机制的影响，而德国-美国的汽车新公司则主要受到文化约束的影响，法国的公司则受到股权约束机制的影响。

所以，单独讨论公司治理问题，实际上也就是关于企业信用研究的不足之处和研究缺口。而新兴市场企业公司治理的实践，甚至发达市场的情况，表明企业信用内部约束的效率，取决于如何有效地对公司治理进行制度建设。相对而言，发达市场的企业公司治理已经经历了制度建设的结构阶段，即制订各自的公司治理原则和最佳实践准则，当前的着重点正处于如何“活化”这些结构的阶段，如美国的安然公司破产，不可能简单归于缺乏公司治理的制

度安排。实际上，安然公司在公司治理实践方面，还一直走在前面，问题只可能出现在如何实施并保证这些公司治理的效率环节上。而新兴市场则处于摸索、制订和继续完善公司治理制度的阶段，例如《中国上市公司治理准则》在 2002 年初才颁布。总之，发达市场的公司治理处于动态的机制运行阶段，而新兴市场的公司治理则处于相对静态的结构建立阶段，因此，企业信用所发挥的内部约束效率，从根本上需要对公司治理制度进行更加深入的实践探索 (O'Sullivan, 2000)，全力使公司治理成为基于运行机制的一种企业组织资本 (Carney, 2001)。

因而，从基于公司治理企业信用内部约束的国际比较出发，有必要针对公司治理在企业信用内部约束中的特殊作用，制订相应的指标评价体系。通过可操作的公司治理指标，显示基于公司治理企业信用内部约束机制的可测度结果 (Möllering, 2002)；另外，还有必要将两者进行可量化的实证研究，尝试得到对于新兴市场和发达市场来说，公司治理在企业信用约束中具体的表现形式。从而，为我国企业信用乃自一般信用体系的建设，提供可操作的实践模式。

参考文献

- [1]李维安. 公司治理, 南开大学出版社, 2001 年
- [2]李维安. 中国公司治理原则与国际比较, 中国财经经济出版社, 2001 年
- [3]李维安. 股权、董事会治理与中国上市公司的企业信用. 管理世界, 2003 年 9 期
- [4]李维安、周建译. 《公司治理》, 中国财政经济出版社, 2004 年
- [5]Barney, J. (1994). Trustworthiness as a source of competitive advantage. *Strategic Management Journal*, vol. 15, 175-190
- [6]Barney, J; Wright, Mike; Ketchen Jr., David. (2001). The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*, vol. 27, pp: 625-641
- [7]Cadbury Committee. (1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London: GEC
- [8]Carney, Michael; Gedajlovic, Eric. (2001). Corporate governance and firm capabilities: A comparison of managerial, alliance, and personal capitalisms. *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 18, pp: 335-354
- [9]Charreaux, Gérard; Desbrières, Philippe. (2001). Corporate governance: Stakeholder value versus shareholder value. *Journal of Management and Governance*, vol. 5, pp: 107-128
- [10]Daily, Catherine M. (2002). Corporate governance digest. *Business Horizons*, May-June, pp: 2-5
- [11]Möllering, Guido. (2002). Perceived trustworthiness and inter-firm governance: empirical evidence from the UK printing industry, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26: 139-160
- [12]Monks, Robert A. G.; Minow, Nell. (2001). *Corporate Governance*, 2nd Edition. Blackwell Publishers Ltd., pp: 438-446
- [13]O'Sullivan, Mary. (2000). The innovative enterprise and corporate governance. *Cambridge Journal of Economics*, Vol.24, pp. 393-416
- [14]Peng, Mike W. (2002). Towards an institution-based view of business strategy. *Asia Pacific Journal of Management*, 19, pp: 251-267
- [15]Soule, Edward. (2002). Managerial moral strategies—In search of a few good principles. *The Academy of management Review*, 27:3, pp. 114-124

A comparative study of internal restraint mechanism on business credit: corporate governance case perspective

Shi Jian 1, Zhou Jian2

(1. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;2. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Based on the case perspective of corporate governance, a brief comparison on the implementation, which showed how the developed countries to improve their constraint mechanism on business credit through improving the state of corporate governance, was made in this paper. A state of internal restraint mechanism on business credit based on corporate governance was got, too. Furthermore, the significance of the study and the practice state of how the enterprises to enhance their business credit in the application of corporate governance constraints was highlighted.

Key words: business credit; internal restraint mechanism; corporate governance

收稿日期: 2007-8-15

作者简介: 石鉴(1971-), 男(汉族), 南开大学公司治理研究中心副教授, 博士研究生; 周建(1964-), 男(汉族), 南开大学公司治理研究中心教授, 博士生导师。