

利益相关者治理与中国上市公司的 企业信用

李维安 李建标*

摘要 企业信用可以信号、抵押、担保的方式,部分消除内生性交易费用所抵消的交易创造。中国上市公司的企业信用与其治理状况密切相关,本文从406家调查样本中选取了249家中国上市公司的数据,对企业信用与其利益相关者的治理进行了实证研究,以期为中国上市公司的企业信用建设提供一些思路。

关键词 企业信用,利益相关者,上市公司,公司治理

一、导 言

信用似乎是一个永恒的话题,因为它与交易密切联系在一起。交易构成了人类经济生活的核心,但是,交易在时间、信息上的不对称,为单方行动以及在获得报酬之前,必须投入资源的任何方面都带来了风险。借助于法律等正式的制度安排可以减少部分风险,但现实中交易合约的达成和执行更主要的则是建立在交易各方讲“信用”的基础上。Williamson(1975)认为,虽然有限理性阻止完全合同的订立,但是,如果经济主体完全值得信赖,那么,一般情况下还有不完全合同可以依赖。但是,事实上,一些人(委托人或代理人)可能是不诚实的,他们可能掩盖偏好、歪曲数据、故意混淆是非,这就是威氏所说的“欺诈性地追求自我利益”(Self-seeking with Guile)。自利的经济主体在信息不对称环境中的机会主义大大降低了分工和交易的好处,这被杨小凯(1999)定义为内生性的交易费用。

信息经济学框架中的机制设计,强调了参与约束(IR)和激励相容(IC)条件下的最优安排,但它必须表达出参与人的效用函数。这种功能主义的设计理性为我们认识制度变迁提供了很好的参照系。但从制度的收敛性来看,真正稳定的制度安排当推自发演进的安排,当然人们在认识到自发演进安排的好处时,适时地进行一些设计可以大大降低许多交易费用。从这一理论出发,我们可更好地理解私人交易被企业交易所替代以及信用为什么被人们所看重。

* 李维安,南开大学国际商学院、南开大学公司治理研究中心;李建标,南开大学泽尔腾实验室(SelLab)、南开大学亚太公司治理研究中心。通讯作者及地址:李建标,南开大学国际商学院现代管理研究所,300071。电话和传真:(022)60250309;E-mail:biaojl@126.com。作者感谢国家自然科学基金主任基金(70141011)和南开大学社科基金的支持。

人们的自利主义倾向构成其机会主义基础,而信息不对称使得这种机会主义得以实现。在机会主义面前,一方面人们想获得交易的好处,另一方面又害怕机会主义造成的风险。在收益和风险的权衡中,人们创造了各种各样的制度安排以求取最大收益。在人类活动范围较小的熟人社会中,由于信息的相对完全,惩罚机制保持了信用的有效性。而当人类活动范围越来越大后,非人格化的东西逐渐丰富,在非人格化的社会中,信用的长期惩罚机制已不再像熟人社会那样明显,这时搜寻不熟悉当事人的诚信信息要花费很大的成本,而组织的信息优势就凸现出来。企业组织的产生被科斯推崇为比市场机制更节约交易费用。从过程看,企业的产生是为了形成信息结点,形成信用基础,也就是说,在折衷各类交易费用和交易创造的矛盾中,个人基础上的交易,演化为企业基础上的交易更为有利。

历史的逻辑是交易的出现早于企业的产生。由此可以推论,企业的产生是为了更好地交易。由于交易存在时滞和信息不对称,就需要交易双方的相互信任,企业的产生就是交易人为了给对方以信任而产生的。在交易中,有的企业获利较多,有的较少,是因为不同的企业具有不同的非竞争性核心资源,这些资源的整合以不同程度的有序信息维数表现出来,借助于外在的评价就构成了不同企业的信用。企业信用就是企业内部不同成员之间、企业与其外部利益相关者之间的反复博弈所形成的有形的和无形的自我实施均衡,它的推动(实施)机制是参与约束(IR)和激励相容(IC)。是企业为了获得长期收益,以消除不确定性为出发点而形成的有序的信息维数和网络性正反馈式的评价。本文是在信息经济学的框架中认识企业信用的。由于企业是一个多维的集合,它要在市场中获得信用的确立,就必须从各个方面实施它有序信息维数的发散。这里重点考察公司制企业的信用与其利益相关者治理的关系,并利用中国上市公司的有关数据作实证分析。

二、利益相关者治理与企业信用

企业作为一个信息结点,它连接了诸多利益相关者。对一个现实的企业来说,从利益相关者的角度考虑企业的决策等价于企业利益最大化的决策。¹从1963年斯坦福大学研究所提出利益相关者的概念以来,学者们对这一问题进行了40年的广泛研究,如克拉克森(Clarkson)的定义是对于公司及其过去、现在或未来的活动享有所有权、权利或者利益的自然人和社会团体;布莱尔(M. Blair)从企业理论角度出发,认为利益相关者是所有那些向企业贡献了专用性资产以及作为既成结果已经处于风险投资状况的人或集团。²现在,

¹ 杨瑞龙《企业共同治理的经济学分析》经济科学出版社2001年版,第74页。

² 对利益相关者更详细的研究可参见米切尔等人的文献,Mitchell, R. K., A. R. Agle and J. Wood, 1997, "Toward a theory of stockholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts", Academy of Management Review 22(4).

学者们的一般共识是，利益相关者包括债权人、雇员、供应商、客户、社区、政府等，他们都是公司无法回避的利益主体。因此，“公司治理不应仅局限于股东对经营者的制衡，而是涉及广泛的利益相关者……公司治理是通过一套正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司所有利益相关者的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益”。³20世纪80年代的兼并收购浪潮中，股东为了自己的短期利益接受收购，从而损害了公司利益相关者的利益，于是，修改公司法，维护利益相关者利益的呼声日益高涨……

企业信息结点的有效性取决于它的信用，公司是一个组织形式的信用载体，它是由公司内外若干当事人共同行为的有目的结果。股东被认为是理所当然的所有者，但并不是所有的股东具有相同的信用分布，因为公司股东中真正具有控制权的是控股股东，控股股东在公司中与董事会、经营者关系密切，共同分享着公司的大多数权利；董事会中一般包括了大多数控股股东，因此董事会与控股股东的利益取向有着相当大的一致性；公司取得法人资格后，已在相当大的程度上以团体的方式收取了具体股东的部分权利，这也是股东以获利为条件与公司的交换，在公司中支薪的经营者具有经营才能的比较优势，他是最具典型意义的代理人；中小股东和其他利益相关者一般是附着在上述当事人集合之上的，但绝不是可有可无的。

从信用的运作机制来看，它是一个由内到外的信息反馈过程，企业信用的内在有序信息维数必须通过外在的认可才能升华为实施，公司的利益相关者在这个过程中构成了直接的评价主体。

公司治理既要解决准租金的分配问题，又要达到企业决策的科学性，保持企业的长期稳定增长。企业的长期稳定增长是准租金产生的前提，这有赖于企业信用的固化和扩展。企业信用是一个内外一致的信息互换过程，外在的评价升华是企业信用固化和扩展的必然过程。外在的评价和升华的基础还取决于企业自身内在的、有序的信用信息维数，这就是企业各种初始持有参数中所包含的信息向量。当然，与企业直接相关的各类当事人同时肩负向整个外部市场提供抵押的重任，也就是这种外部的市场压力和相互间的评价信任给企业当事人提供了自我约束的激励，公司治理就是为企业的有关当事人提供一个行为和不行为的框架，以期在外部市场压力和内部相互评价之间寻求一种最优均衡。

Furubotn (1991) 断言，一个企业所选择的治理结构的类型取决于它所进行的交易的特征——尤其是交易的专用性和次数。如果将交易专用性看做以有序信息维数表现的企业信用的话，菲氏断言中的因果关系也可以颠倒过来。

³ 李维安《公司治理》，南开大学出版社2001年版，第32页。

对比较历史制度分析有着突出贡献的 Avner Greif (2000) 认为, 博弈论在经济制度历史中的重要作用之一是, 它指出结果对管制的潜在敏感性以及由此产生的机构的作用问题。Greif (1989, 1993, 1994) 对 11 至 14 世纪大部分欧洲辉煌增长的分析时, 考察了活跃在 11 世纪“地中海穆斯林”(Muslim Mediterranean) 和“马格里布犹太人”(Jewish Maghribi) 商人相关的问题, 他的模型包括: 存在一个(子博弈精炼)均衡使得每个商人都从全部代理人的一个特定子集中选择自己的代理人, 同时商人们都会中止通过任何曾经有欺诈行为的代理人进行的运作。他认为代理人关系并非由法律体系所主导。由于与所有商人未来的关系所具有的价值使得代理人保持诚实, 这种集体惩罚具有自我实施的能力。在集体的均衡中, 历史具有价值。Greif 认为保证集体均衡的有效的集体惩罚不是外在的强加限制, 而是取决于商人组织的内部治理约束——代理人同时也是商人和代理人关系联盟。

企业发展到公司这种形式, 是与社会的技术、信息以及人的素质密切联系的结果, 因为组织形式的变革需要内部动力与外在技术、信息以及人的素质等相匹配。异质性企业(刘刚, 2002) 的本质在于它不同的信用程度, 而这主要取决于企业不同的治理约束。因为, 企业不同治理约束发出的信息维数被交易对手评价为不同的信用水平。企业不同的治理约束主要来自有关当事人的初始持有(包括物质、信息等各类资源)以及由此而产生的经济行为。

中国的上市公司有自己的特殊性, 以下选取中国上市公司的利益相关者治理方面的信息数据, 从实证角度考察它与企业信用的关系。

三、中国上市公司企业信用与利益 相关者治理的实证分析⁴

我们利用专家评分、层次分析法确定主因素与子因素的权重, 从而确定企业信用的量化范围。综合专家组的建议, 确定信用评价的四个主因素: 财务信用(U_1)、经营管理(U_2)、经济效益(U_3)、企业发展(U_4)以及相应的子因素, 并给出其评价标准(见表1)。

⁴ 我们的实证样本以 2002 年(截止到 2002 年 6 月 30 日)中国上市公司为研究窗口, 样本来源于两个层面: 一是课题组通过自我渠道, 以及同深圳证券交易所合作, 对上市公司 2002 年的公司治理与经营管理状况的问卷调查, 问卷的回收率为 82%, 收回 406 家上市公司治理与经营管理的问卷调查表。根据调查表所获取的数据, 建立调查数据库; 二是对同样的 406 家上市公司, 通过 2001 年报对其经营活动数据进行筛选建立报表数据库, 最终从 406 家企业中筛选出 249 家作为分析的样本, 样本数据点达 1 万多个。筛选的过程采用无歧视的原则, 即不将股本总额小于 3000 万股的企业、ST 企业、净利润为负值的企业人为地剔除, 以使模型的结果具有广泛的可信性。样本筛选的原则是(1)用于建立信用约束变量(50 多个)所对应项目的调查数据齐全(2)不包含纯发行 B 股的企业。

表 1 信用评价的四个主因素与评价标准

主因素层	子因素层	指标说明	评价标准
财务信用 (U ₁)	1. 资产负债率(U ₁₁)	负债总额/资产总额	根据调查合适的值为 60%—70%
	2. 流动比率(U ₁₂)	流动资产/流动负债	1.8—2 为最好区间。
	3. 每股经营活动净现金流量(U ₁₃)	经营活动净现金流量/总股本	95% 以上为最好
经营管理 (U ₂)	1. 商标的知名度(U ₂₁)	企业商标或品牌的知名的程度,是企业信用的社会反映	分四个等级 a:b:c:d=0.45:0.3:0.15:0.10
	2. 市场的占有率(U ₂₂)	反映企业产品或服务在市场的竞争力,是企业信用的市场表现	分六个等级 a:b:c:d:e:f =0.05:0.10:0.15:0.20:0.23:0.27
	3. 合同执行率(U ₂₃)	反映企业与在市场竞争中的诚信程度	分六个等级 a:b:c:d:e:f =0.05:0.10:0.15:0.20:0.23:0.27
	4. 期间费用占销售收入的比重(U ₂₄)	三项费用合计/销售收入	此比率应越低越好
	5. 主营业务收入增长率(U ₂₅)	(本年度主营业务收入 - 上年度主营业务收入) / 上年度主营业务收入	增长率应越高越好
经济效益 (U ₃)	1. 净资产收益率(U ₃₁)	年度利润/平均所有者权益	指标值应越高越好
	2. 销售利润率(U ₃₂)	年度利润/产品销售净收入	指标值应越高越好
	3. 每股收益(U ₃₃)	净利润/总股本数	指标值应越高越好
	4. 主营业务利润增长率(U ₃₄)	(本年度主营业务利润 - 上年度主营业务利润) / 上年度主营业务利润	增长率应越高越好
企业发展 (U ₄)	1. 领导管理能力(U ₄₁)	是企业信用的一个内部测度指标,且是企业取得社会信用的重要支撑点	分七个等级 a:b:c:d:e:f:g =0.03:0.07:0.10:0.14:0.18:0.22:0.26
	2. 客户忠诚度(U ₄₂)	反映企业社会信用的程度	分七个等级 a:b:c:d:e:f:g =0.03:0.07:0.10:0.14:0.18:0.22:0.26
	3. 企业的发展潜质(U ₄₃)	反映企业信用的持续能力与发展潜力	分七个等级 a:b:c:d:e:f:g =0.03:0.07:0.10:0.14:0.18:0.22:0.26
	4. 员工忠诚度(U ₄₄)	反映管理层与员工的可信任关系与企业内部的凝聚力	分七个等级 a:b:c:d:e:f:g =0.03:0.07:0.10:0.14:0.18:0.22:0.26
	5. 企业的整体社会形象(U ₄₅)	企业信用的综合反映	分七个等级 a:b:c:d:e:f:g =0.03:0.07:0.10:0.14:0.18:0.22:0.26

根据专家组对四个主因素指标与对应的子项评判打分,通过评判矩阵与一致性检验,可得到各指标的权重(见表 2)。

表2 信用评价项目与子项目的权重

	U ₁	U ₂	U ₃	U ₄	W _i
	0.395	0.301	0.21	0.094	
U ₁₁	0.428				0.1691
U ₁₂	0.340				0.1343
U ₁₃	0.232				0.0916
U ₂₁		0.255			0.0768
U ₂₂		0.241			0.0725
U ₂₃		0.166			0.0500
U ₂₄		0.133			0.0400
U ₂₅		0.205			0.0617
U ₃₁			0.339		0.0712
U ₃₂			0.287		0.0603
U ₃₃			0.251		0.0527
U ₃₄			0.123		0.0258
U ₄₁				0.353	0.0332
U ₄₂				0.267	0.0251
U ₄₃				0.166	0.0156
U ₄₄				0.118	0.0111
U ₄₅				0.096	0.0090
合计					1.0000

由于信用值在 $[0, 1]$ 区间内, 需要对数据进行归一化处理。归一化处理的方法是:

令

$$x_j^* = \max(x_{ij}), \quad x_j^o = \min(x_{ij}), \quad 1 \leq i \leq M, 1 \leq j \leq N,$$

对效益型性质的指标, 有

$$y_{ij} = \frac{x_{ij} - x_j^o}{x_j^* - x_j^o}, \quad 1 \leq i \leq M, 1 \leq j \leq N,$$

对成本型性质的指标, 有

$$y_{ij} = \frac{x_j^* - x_{ij}}{x_j^* - x_j^o}, \quad 1 \leq i \leq M, 1 \leq j \leq N,$$

根据各企业所得信用值, 可以把企业的信用分成 5 级, 并得出所在级别的企业数(如表 3)。从表 3 中可以看出, 企业的信用分布符合正态分布形态, 是比较合理的。

表 3 企业信用级别与含义

级别	分值	含义	企业数
A	90—100	信用度极好	11
B	80—89	信用度优良	64
C	70—79	信用度较好	104
D	60—69	信用度一般	58
E	60 以下	信用度较差	12
被测评企业合计			249

针对利益相关者的有关理论提出两个假设：1. 利益相关者参与决策的关联程度与企业的信用呈正相关关系；2. 公益性捐赠的比例与企业的信用呈倒 U 型曲线关系。

利益相关者治理主要体现在涉及债权人、供应商、客户重大利益决策时，利益相关者的意见对决策作用的效果；同时，供应商、客户与企业的协作关系是否存在一个长期博弈的行为，具有专用性关系资产的约束；而企业对社会的适当回报也是企业取信于社会的一个重要方面。

1. 变量定义

表 4 利益相关者相关变量

类型	符号	名称	描述
利益相关者	SUPCOP	主要供应商协作关系	企业与主要供应商保持协作关系的长期性
	CLICOP	重要客户协作关系	企业与重要客户保持协作关系的长期性
	CORRELA	决策关联	重大经营决策中考虑利益相关者利益的程度
	PUBDON	公益性捐赠	公益性捐赠占企业年利润的比重
控制变量	TASSET	总资产	企业总资产规模的大小

2. 描述性统计分析

从表 5 可看出，企业与主要供应商、重要客户协作关系在时限上表现相同的趋势，5—10 年所占的比重最大，其次是 1—3 年，而 10 年以上的协作关系也占有较大的比例，说明企业注重与主要供应商、重要客户的长期协作关系。

表 5 企业与供应商、客户协作关系的状况

协作期限	1 年以下	1—3 年	3—5 年	5—10 年	>10 年
主要供应商	7.6%	14.9%	28.5%	29.3%	19.7%
重要客户	6.1%	11.6%	29.7%	34.1%	18.5%

通过表 6 可知，有 98% 的企业在关系到利益相关者的决策上会适当考虑利益相关者的利益，其中尽力给予考虑的占到 45.8%，反映企业注重利益相关者的利益。

表6 企业与利益相关者的决策关联程度

决策关联	尽量考虑	适当考虑	很少考虑
企业数	114	130	5
所占比例	45.8%	52.2%	2.0%

3. 模型与检验

$$T = B_0 + B_1 \times \text{TASSET} + B_2 \times \text{SUPCOP} + B_3 \times \text{SUPCOP}^2 + B_4 \times \text{CLICOP} + B_5 \times \text{CLICOP}^2 + B_6 \times \text{CORRELA} + B_7 \times \text{PUBDON} + B_8 \times \text{PUBDON}^2 + u$$

从检验的结果看,回归模型整体具有显著性,说明回归模型具有可信性。

从回归模型看,决策的关联程度对企业的信用具有正向的影响关系,即假设1是成立的。但假设2不显著的成立。

从回归的结果分析,在涉及主要债权人、供应商与客户重大利益的决策时,企业董事会充分考虑相关利益者的利益,有助于提高企业的社会信用。这一结果与威廉姆森的推论是一致的⁵,威氏认为首先应该把董事会看做一种治理结构的保护者,以维护企业与股份资本所有者之间的关系;其次是把董事会看做维护企业与其经营者之间关系的一种方式。虽然其他利益相关者有时也被邀请进入董事会,但那只限于以相互信任的方式定期通报信息。董事会另有其主要任务——要对有疑问的净收益进行调整。这样就能更好地提示大多数利益相关者能够按照合同规定的利益分野,即按企业与这些利益相关者谈妥的主要利益分配格局来完善他们与企业的关系。企业与其利益相关者之间是一组合约关系,按照威廉姆森的治理界定,这属于签约后的事情,因此,利益相关者治理就是企业保证与其合约的充分完成性。

表7 利益相关者约束对信用T回归模型

解释变量	系数值	贝塔值	T值	R ²	\bar{R}^2	F*	D-W
(Constant)	0.278		1.744**				
TASSET	0.0347	0.138	2.143*	0.109	0.079	3.667*	1.812
SUPCOP	0.779	0.691	1.721**				
SUPCOP ²	-1.497	-0.598	-1.611**				
CLICOP	-0.397	-0.329	-0.821				
CLICOP ²	1.233	0.467	1.250				
CORRELA	0.04948	0.086	1.457***				
PUBDON	0.583	0.248	0.97				
PUBDON ²	-1.277	-0.238	-0.93				

注:a. 因变量:信用(Trust)

b. *表示显著性水平为0.05,**表示显著性水平为0.10,***表示显著性水平为0.15。

⁵ 奥利弗·E.威廉姆森:《资本主义经济制度:论企业签约与市场签约》,商务印书馆2002年版,第298页。

而从模型看，供应商协作关系与企业的信用呈倒 U 型曲线关系，说明企业与供应商的协作关系对企业信用的影响开始随时间的增加而提高，而后再随时间的增加而下降。这种情形表明了长期合约的不稳定性。在长期合约中只要企业不能将协作的供应商纵向或者横向一体化，签约的各方都会有避免套牢（hold up）的考虑，而呈现出各自为结点的网络合约关系。网络状态的出现，加上信息的不对称，使签约的各方都有了更大的选择余地，也就弱化了相互评价的强度。

公益性捐赠作为企业对社会的一种回报，虽在模型中表现出统计上的不显著，但它所表示的倒 U 型曲线关系似乎具有实际意义。

参 考 文 献

- [1] Alchian , Arman A. and Harold Demsetz , “ Production , Information Costs and Economic Information ” , *American Economic Review* , 1972 , 62 (1) , 777 .
- [2] Barclay , M. and C. G. Holderness , “ Private Benefits from Control of Public Corporations ” , *Journal of Financial Economics* , 1989 , 25 , 639 .
- [3] Demsets , H. and K. Lehn , “ The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences ” , *Journal of Political Economy* , 1985 , 93 .
- [4] De Angelo , Harry and Linda De Angelo , “ Managerial Ownership of Voting Rights : a Study of Public Corporation with Dual Classes of Common Stock ” , *Journal of Financial Economics* , 1985 , 14 .
- [5] Greif , A. , “ Impersonal Exchange and the Origin of Markets : From the Community Responsibility System to Individual Legal Responsibility in Premodern Europe ” , in M. Aoki and Y. Hayami , 2000 , 3—41 .
- [6] Lease , R. , J. Mc Connell , and W. Mikkelson , “ The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporation ” , *Journal of Business* , 1984 , 1046 , LVII .
- [7] 李维安 , 《现代公司治理研究》。北京：中国人民大学出版社，2002 年。
- [8] 李维安 , 《公司治理》。天津：南开大学出版社，2001 年。
- [9] 李维安 , “ 中国企业董事会建设的途径 ” , 《哈佛商业评论 (中文版) 》 , 2002 年第三辑。
- [10] 李建标 , “ 制度变迁的基本逻辑与制度安排的可设计性 ” , 《经济评论》 , 2001 年第 2 期。
- [11] 刘刚 , “ 企业的异质性假设 ” , 《中国社会科学》 , 2002 年第 2 期。
- [12] Williamson , O. E. , *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications* . N. Y. : Free Press , 1975 .
- [13] Zingales , Luigi , “ Corporate Governance ” , *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law* , Basingstoke : Macmillan , 1997 , 497—503 .
- [14] 威廉姆森 , 《治理机制》。北京：中国社会科学出版社，2001 年。
- [15] 威廉姆森 , 《资本主义经济制度：论企业签约与市场签约》。北京：商务印书馆，2002 年。
- [16] 吴淑琨 , 《股权结构与企业绩效的 U 型关系研究》 , 《中国工业经济》 , 2002 年第 2 期 , 第 34—36 页。
- [17] 田国强 , 《激励、信息与经济机制》。北京：北京大学出版社，2000 年。
- [18] 唐宗明、蒋位 , “ 中国上市公司大股东侵害度实证分析 ” , 《经济研究》 , 2002 年第 2 期 , 第 46—51 页。

[20] [美] 詹姆斯·S. 科尔曼,《社会理论的基础》。北京:社会科学文献出版社,1999年。

On the Governance of Stakeholders and the Reputation of Listed Corporations in China

WEIAN LI JIANBIAO LI

(*Nankai University*)

Abstract The transaction creation that counteracted by the endogenetic transaction cost can be partly eliminated by the reputation of enterprises through the way of signaling, mortgaging and assuring. Chinese listed company's reputation and the situation of governance has tight relations. This paper selects the data of 249 companies out of 406 investigated samples. It performs an empirical study on the reputations of enterprises and the governance of stakeholders, in order to give some ideas on the construction of reputations of Chinese listed companies.

JEL Classification G14, G30, L20