

TEMASEK HOLDINGS

本演讲词以英文编写，并翻译成简体中文，如有任何差异，应以原英文版本为准。

新加坡经济协会周年晚会
2005年7月13日，星期三

“股东价值：企业管治、董事会以及首席执行官”

新加坡经济协会主席Khor Hoe Ee博士、在座的朋友们、贵宾、女士们，先生们：

天真懵懂的我在18岁曾经这么想过：一位工程师去学习经济总比一位经济学家学习工程来得快速容易吧？因此我选修了工程系。

我也曾听说：要一位经济学家单独来作出一项权威性的结论是相当困难的。反观，工程师只要根据事实数据、逻辑以及科学和物理实证就可以作出清楚的决策。我以为，成为工程师是建设美好世界的较佳选择。

很快的，我发现我错了。

经济学的角色

就如一份会计报表简单地总结每一列在特定时间内经过考量判断的数据；工程学科也是讲究如何去平衡各种要求与局限，在可能与不可能之间进行探讨的一种艺术。

同理，经济学可以为公共政策以及成本效益权衡提供一项实际的方案，它直接影响民生，使之进步或恶化。健全的经济政策有时候看似不通情达理，却以实际而有效的方式，推动社会的持续发展并营造安康富裕的环境。反之，一项错误的经济政策，不论其出发点是否抱着善意，将导致社会资源分配不均、发展扭曲坎坷，一番好意最终反而被曲解变质。

向经济学者致敬

今晚，我想借此机会更正年少时期的错误想法，并向全体经济学者致敬，尤其是那些协助我国社会制定实用政策和策划综合发展的前辈。他们在40年前已经帮助新加坡铺下正确的发展之道，而大部分听众们在有生之年也体验了这项巨大的转变。事实上，很多新加坡人都经历过小时候跟自己的兄弟姐妹缩手缩脚同挤一张床，到如今自己有能力购买一栋房子，让自己的孩子们有本身的床铺的转变。

在此，我要特别提起一位前辈，他曾是新加坡副总理，也是新加坡经济奇迹的总策划——吴庆瑞博士。他拥有先见之明，甚早洞察人力资源的重要性，而当时人才和人力

资源在管理顾问领域中不像如今这般普遍。根据他的说法，若劳力是经济发展的关键，中国和印度在过去数个世纪就应该已经是遥遥领先的经济体；若资源是其中关键，非洲应该是前途无限的大陆。因此，在他众多大胆且创意十足的概念中，他选择了推动人才发展，并在教育领域进行投资，扶助这个处于花岗岩上的贫困国家努力奋斗。

同时，吴庆瑞博士也十分清楚，对善意的误解会带来一定的危险。他告诫其官僚，不要制定太多规则——若不明白市场所了解的事物，可能导致一些意外的结果。换言之，吴庆瑞博士相信，正确的做法并非是鼓励管理规划和监管机构插手，而是尽可能让市场拥有相对独立的运作空间。这就是一个年轻的民主社会主义政府适应自由经济市场的方式。

一个欣欣向荣的经济体所具备的元素

在一个健全稳固的经济市场架构下，企业交易才得以成长并欣欣向荣，人民有机会学习并赚取生活所需，社区得以和平发展。一个经济架构的确是不可或缺的，但是不足以支撑整个社会在合理、公正和有效率的情况下成长和发展。

因此，为了实现这些梦想和愿景，我们还必须加入一些元素：一个廉洁、诚实的政府以及有效率的基本公民服务设备，作为房子的稳固地基；各个企业和公司好比一块块的砖头，组成一个创意盎然、生机勃勃的企业界；一套强调正直诚实的价值观系统，犹如胶水 and 水泥般把砖头紧紧结合在一起，打造滴水不漏的坚固架构。在这些墙里头，正是我们的家庭、道德价值观、教育、保健、司法以及保安所形成的支柱和房间，最终把这间房子变成了我们的家园。

我想在这个晚会上，与大家分享关于管治和股东价值的观点，以及董事会、管理层和首席执行官的角色。在这个迅速国际化的世界里，他们都是组成活跃经济体的重要元素之一。

最原始的商业单位

企业机构或者公司是经济体的基本生产单位。

在人类史上的狩猎采集时代，最基本的生产单位也是家庭——人们食用采集或打猎得来的食物。

在文明逐渐形成之际，乡村、宗族或城市里的人们开始通过互相合作的方式来增加生产力，你甚至可以在印度拥有胡椒期货或在中国拥有纸币。你也可以向亲戚或朋友借钱来资助商队远征，可仔细一看，商人本身掌握拥有权，而其家族则为他提供劳力。

现代商业单位之演化进展

守信用是相当重要的。您通过评估您所认识的人的诚信和能力来判断是否借贷或资助一项主要的商务发展。在15世纪郑和远征时代的马拉巴尔胡椒贸易中，柯钦的胡椒贸易商与代理人和会计师握手同意遵从契约，并在国王委派的私人代表的监督下，诵读誓约“无论价格高昂或便宜，我们将不会拒绝或改变它。”每一个人皆遵从这项法律

契约，在道义上也愿意服从之。当然，国王的私人代表是管治和守法系统中十分关键的角色，就如人们所说的——执法者。

另一方面，在缺乏严明法律或没有道义上的约束时，贷款人和投资者多数采用高利率和高压骚扰伎俩来控制风险，以免不诚实或违约的借款人影响他们的回酬。这也解释了为何发展中国家的贷款人恶名昭彰，经常被认为是放高利贷的奸商。

然而，随着社会逐渐工业化，由于贸易市场秉持着公平合法的准则，因此吸引了贷款人和借款人前来进行交易。此外，有关当局也制定法律，确保涉及欺诈和违背贷款合约者锒铛入狱。银行业也取代高利贷商人，作为贷款人和借款人的合法中介机构。

于是现代商业机构渐渐成形。即使是陌生人，也可以认购股份来资助茶叶和香料商队考察，或是建设一家制陶工厂。不像从前旧社会的主厨，他们根据本身的荣誉、人情义务和感激之情，来决定应该和他的前任师傅分享多少餐馆所带来的利润，即使师傅将自己的退休金给了他来经营餐馆。如今，股票持有人通过法规细则和备忘录，对公司的盈利和资产都拥有正式且合法的行使权。股东们不再像过去那般，必须等候商船回来后才可以结算损失和利润的份额。因此，现代商务企业中所谓的股东和股东权利的概念也由此衍生。

现代企业中的股东价值

无论是陌生人或者股东，他们跟创业拥有人或主要拥有人抱着相同的态度，也就是希望本身的投资获得预期的回酬。就如管理层和劳工付出努力换取薪金，股东们投入资本来获得盈利。他们承担首要的损失风险，却也有权利首先获得盈利。

若没有相对足够的回酬，很快地就不会有投资者将愿意进行投资。即使股东是政府，政府也如其他股东一样，其投资要有所保障，并将获得适当的回酬。他们的资源可能非常庞大甚至看似无限，他们的投资视野可能更加长远，因此看起来耐性十足。然而，若他们没有坚守必须获得适当回酬的原则，即使政府机构和国家单位也会像一般单独或机构投资者一样，落得山穷水尽的下场。

当一家企业逐步成长、架构变得更加复杂之后，创业拥有人开始在家族和合作伙伴之外应征人才，专家和专业人士渐渐形成企业管理层的核心。一些创始人退休之后，将企业交予没有亲戚关系但值得信赖的专业人士打理，而非由家族成员继承。其他股东则与顾问、朋友或伙伴组成董事会来监督公司，而首席执行官则领导专业管理层负责日常营运。

这就是现代企业的基本构造：拥有人和投资者作为股东，管理层经营业务，而董事会则是股东受托人，将负责指导、监督以及视察管理层运作，为股东创造价值。

董事会作为股东受托人

如今，管治机制涵盖各类型股东，从单一业主和家族企业，直到拥有权高度分散的大型机构。

因此，董事会被视为可靠受托人以及保障股东利益的角色变得十分关键。此乃所谓的

董事会信托责任，即是指董事会担当了信托人的责任，必须根据全体股东的整体利益来作出决定。

让我以一个简单的收购个案说明：假设一项可以为股东们带来最佳回酬的提议，却将导致管理层失业，在这种情形下，管理层可能选择先保住他们的饭碗。这就是代理公司的问题。

现实中的商务事项当然并非那么简单。有些股东可能倾向于通过销售在短期内获利，而其他人可能认为公司有潜质继续成长，并在未来可以获得更多利润。在理想的情况下，董事会应该针对现有选择的净现值作出实际的评估，然后才提出相关建议。然而，最后的决定权依然掌握在股东们手中，无论是个人或团体股东将投票决定。这是管理层、董事会以及监管机构都无法剥夺的股东权利。

另一个常例则是董事会代表股东扮演监督角色，为管理层制定恰当的奖励机制。这是为了协调管理层以股东利益为主，也有可能延伸一套相对平衡的短期和长期奖励机制。

这项职能促使董事会必须独立于管理层，才能客观公正地执行任务。牺牲股东利益来奖励管理层是不被认同的做法。因此，董事会必须清楚认知到：负责薪酬的委员会应该独立于管理层而非股东们。这也解释了为何股东们可以投票决定董事会成员的薪水和赔偿，以便协调董事会以股东利益为主。

从最近一家国际银行的个案中，我们几乎可以肯定股东们针对高层首席执行官的离职配套，将理智地作出跟董事会截然不同的决定。许多观察家相信，董事会并没有从股东利益的角度出发；反之，他们的决定往往因为跟首席执行官的私交，或因为误解效忠的意义而被妥协。

首席执行官的薪酬问题在家族企业中比较常见。很多时候，由家族掌控的企业的首席执行官也可能身兼主席和股东的身份。因此，身为股东的主席或董事不应该参与制定首席执行官的薪酬或福利配套。在此情况下，设立一个独立于股东的委员会来制定薪酬配套已非重点；反之，最重要的原则是：相关受益人不应该参与议程来决定本身的薪酬事项。由此可见，董事会的薪酬委员会应该独立于作为受益人的管理层，而非独立于股东本身。

股东之间的利益冲突

股东们之间并不一定拥有共识。他们不再只是创办人的朋友，因为信任他而投资于该公司。您可能面对结构复杂的股东群，如拥有专业投资人士的机构投资者、密切留意风声以备随时撤资的散户、期待可靠收入的退休人士、家族或创办人股东、拥有股票认购权的管理层和员工，以及短期对冲基金和长期退休基金，甚至是竞争者和其他人士。

由此可知，判断投资者的利益和兴趣不是一件简单的差事。一个对冲基金的管理人在企业发生问题之际，可能将赌注放在股价的走势上；他只是关注股价走势可以在这个星期、月份或季度给他带来的回报，而完全不对企业本身感兴趣。有些人可能为了在竞争者之间套利。当这些人试图寻找市场的缺陷并加以消除之际，那么他们所要的利益可能无法符合其他股东的要求。

所以，在现代经济体系中，您要面临一群互相牵制且关系复杂的股东们、董事会和管理层，而当中另有外界和内部的利益冲突。

董事会的关键职能

董事会在如此错综复杂的环境下，有四大关键职能：

- 指引和方针

董事会的首要职能就是以稳定、专业和客观的方针来指引管理层。一般上，董事会和管理层密切合作、制定策略、寻找差距、批改计划以及协助管理层筛选和改善建议。董事会就像一个经验丰富的导师、朋友和顾问，贡献了专业知识、企业经验和各种建议，协助企业推进其营运目标。此外，董事会将为策略性选项作决定，并引导企业不断前进。董事会甚至可以在紧急状况下，取代替管理层来执行企业营运。

- 独立监督管理层

其二，董事会将独立监督管理层的运作和营运成果，也就是扮演监察人的角色。因此，董事会必须独立于管理层来维护客观判断的能力和资格。董事会与其他人员的关系必须保持透明度，无论是跟首席执行官和管理层在社交或协会上的友谊和忠诚，或者是作为股东受托人的信托责任。

- 评估管理层以及继承事项

其三，董事会有责任委托或解雇首席执行官以及决定其薪酬，以建立一个强大的管理层。目前为止，这是最敏感、最棘手却又是最关键的职能。董事会必须定期评估管理层以及继承事项，除了每个季度与首席执行官接洽交流，董事会也要了解不同阶级的管理层。董事会不应该在这个方面受首席执行官操控。

若董事会尚无制定继承计划或评估首席执行官的程序，倡议此事则有相当的难度。解雇首席执行官的决定通常被认为来得太迟，通常是在公司里大部分人员和投资界已经下了定论之后。这种情况更容易发生在首席执行官身兼企业拥有者和董事会主席的公司里。

由于这个因素，董事会主席作为独立监管首席执行官的领袖，其职务必须和首席执行官作为领导管理层领袖的职务分开。虽然设立主席职位可能让首席执行官的自尊受创，但是、设立独立的主席职位有利于提醒首席执行官和管理团队——

他们最终是要对股东们负责任的专业人士。在没有首席执行官以及管理层出席的董事会会议里，董事会能开诚布公，客观地探讨首席执行官的表现、薪酬配套和继承事项，有助于维持董事会和首席执行官之间的恰当距离。

提名委员会有助于维持董事会的灵敏度和关联性，而且成员人选不受首席执行官的影响。选举董事理所当然是股东的特权，他们在股东大会或特别会议上定期行使这些权利。因此，将提名委员会独立于股东们是不合理的。实际上，很多董事会之所以失败的因素，可以追溯至他们无法跟首席执行官维持独立客观的合作关系，尤其是那些为公司做出了贡献、最有势力者或是朋友关系的情况。

- 适当的行为守则和遵从条例

其四，董事会有责任确保公司和管理层遵从国法及了解企业营运的风险。在现代社会中，企业风险不仅局限于单一地点的营运风险，也可能涵盖一系列复杂的外界金融和架构风险，以及跨国和多元管辖企业营运所面对的条例遵从和监管风险。由于董事会通常不插手日常营运，因此它只能加强留意法律和风险管理相关的机制和程序，以及根据他们对管理层的诚信度的鉴定。

- 诚信作为凝结力量

由始至终，董事会和管理层的诚信将决定他们能否恰当正确地运作公司，其中包括机构、职业道德以及个人层面的诚信度。

个人的诚实态度是最基本的，他们必须知道何谓私人所有权以及机构所有权，欺诈和偷窃都是不正当的。

接下来则是职业道德——

作为方面必须坚持客观、专业，将个人交情和私人义务跟专业责任和任务清楚划分开来。董事会、管理层、专业人士以及监管机构都必须有此认知。

最后，机构本身的诚信度有赖于董事会、管理层以及员工们之间的道德素养，以及他们履行承诺、维护机构的名誉以及为其增值。利用职位或机构名誉来为己牟利将破坏企业机构的诚信度。

管治机制结构

诚如阁下所见，除了从顾客身上辛辛苦苦地赚取每一毫血汗钱，管理层以及首席执行官还要在这个快速全球化、高度竞争和迅速变化的市场中发展企业，同时兼顾一系列错综复杂的法律条文和联系，而其中的管治机制还涉及不少再三推敲以及专业考量。

如麦肯锡在1996年调查书里的定义：一家管治机制良好的公司对其投资者负责任，而且也拥有一个相对独立的董事会来监督管理层，确保他们不会辜负股东们的委托。

- 公平竞争

换言之，现代管治机制旨在保障股东们的利益和权利、降低利益冲突以及对所有股东一视同仁，尤其是但不局限于少数股东。针对主要股东或家族股东的偏见来自于错误的认知，以为就此可以避免害群之马作弊。事实上，法律并无法彻底杜绝商业和社会中的罪案和风险，除非您阻止每个人做任何事情。

- 实际重于形式

管治机制不是纸上谈兵。拿恩龙（Enron）个案来说，系统中的每一项交易都符合条规和程序，但是实际上却是毫不妥当的。

- 衡量风险

好比古代的商队，现代企业也一样讲究获得回酬的相对风险，而两者之间并非直线关系，不可能单凭输入值和输出值、努力和业绩就可得出结论。即使机制设计完善，也不担保放在现实中一定管用。任何的生意都面对市场风险，执行风险，财务和经济风险。

客户的念头可以千变万化、无从推测，而时机和运气也相当重要。再好的意图打算和最顶尖的营运方式也可能遭遇失败。

由此得知，企业管治机制并不是为了彻底剔除风险。如果不要风险，我们可以选择无风险的政府债券和国库券，或者把回酬得来的金钱收在床褥下或收存在自己住家的保险箱里。

结论

概括而论，我们把企业管治方针不断地改进和现代化，以备在下一个阶段发展成为区域和全球商务中心，但更重要的是，我们也了解并欢迎股东们的参与和权利。他们提供了资金，推动投资活动、创新开发以及盈利回酬。至于家族股东和个别企业家也促成新企业的诞生，他们应该获得鼓励和掌声，而不是各种限制。机构投资者则带动了价值和专业的专业性，因此应该被委托来制定专业标准。

而监管机构不该认为他们比市场本身更能管理好企业业务——或比在企业里头的董事会和管理层更能胜任。他们也不该认为自己比把资本投入风险中的股东们更了解市场。其实，监管机构应该以股东为中心来改善管治机制，无论他们是主要股东、机构投资者、小股东或家族股东。反之，监管机构、律师、会计师或学术机构则是在公平的基础上，协助推动股东价值。这跟数百年前柯钦国王的私人代表的任务是相同的。制定合约条规之际，我们不应该混淆每个人在企业中的角色，不论他是股东、董事会成员或首席执行官。

最重要的是，不要让纸上谈兵蒙蔽了事实。条规并不能够取代诚信，或是消除风险。

我们期望监管机构能够向董事会和管理层保证，他们将获得足够的空间进行商业判断、管理业务以及在合乎道德的范围内创新——千万别忘了吴庆瑞博士所言。当然，我们也要求监管机构和执法者惩罚犯下欺诈罪行和向他人行骗者。

在疑惑不定的情况下，我们应该简化条例而非将之复杂化。同时，鼓励所有股东积极参与，放手让市场决定发展趋势和成果。

市场需要一个简单、清晰、实际的架构，并清楚列明股东的权利以及注重实际多于形式，更甚于任何耳提面命、夸夸其谈的演讲稿。这将有助于培养欣欣向荣、生气勃勃且创意十足的企业公司。

结束之前，让我祝福大家身体健康、万事顺利；同时也恭贺MAS-ESS论文比赛的优胜者。

谢谢大家！