

学术论文 · 公司治理研究

从股东至上到利益相关者公司

智能化、金融化与全球化重组背景下的公司治理再构

Andrew David WY

www.weitengfei.com

资料更新至 2026 年 8 月

摘要

股东至上理论把公司理解为私人合同的联结，并以股东承担剩余风险、管理层受托于股东为由，主张公司应以股东财富最大化为核心目标。但这一理论既无法充分解释公司的法律性质，也难以反映现代企业中价值创造、风险承担与权力分配的实际格局。公司并非自然生成的市场主体，而是由法律创设、享有有限责任、永久存续和法人财产权等制度特权的社会组织；股东拥有的是股份而非公司资产，其风险通常可通过投资组合分散，而劳动者、供应商、客户、社区及公共部门则以人力资本、专用性投资、数据、基础设施和制度保障等方式参与价值创造，并承担大量不可分散的风险。

人工智能、平台经济、非银行金融扩张和全球产业链重组，进一步放大了股东至上模式的局限。算法已经进入劳动组织、绩效评价和资源配置过程，资本所有权日益由机构投资者和金融中介集中行使，跨国公司则能够在多个法域之间配置生产、利润与责任，公司控制权与实际风险承担之间因此更加分离。本文在利益相关者公司理论基础上提出一种适应当代经济的治理框架：重构董事会信义义务，引入劳动者及其他关键利益相关者的治理参与，建立员工持股信托和技术收益分享机制，把人工智能、数据及供应链影响纳入董事会职责，并通过跨境协调、统一披露和长期资本约束降低监管套利。本文认为，利益相关者治理并不保证每项决策都正确，但能改变进入决策过程的知识、利益与时间尺度，让公司更有可能兼顾创新、劳动者发展、长期生产能力和社会可持续性。

关键词：股东至上；利益相关者公司；公司治理；人工智能；金融化；全球价值链；员工持股信托

一、问题的提出

大型公司已经不只是组织生产的私人机构。它们决定技术研发方向，控制大量数据和基础设施，影响劳动条件、区域发展、公共舆论与生态环境。但公司治理的主流规范在很大程度上仍围绕股东价值展开：董事会由股东选举，管理层薪酬与股价挂钩，资本配置持续受到证券市场估值、机构投资者和并购活动的约束。

股东至上理论把这种权力结构描述为最有效率的制度安排。其基本逻辑是：股东是公司的所有者和利润的剩余索取者，因而承担最终风险；管理层是股东的代理人，只有受股东控制才不会浪费公司资源；其他参与者可以通过劳动合同、债权合同和政府监管保护自身利益。公司治理由此被简化为一个问题——如何让管理层忠实地实现股东财富最大化。

这一理论并非跨越历史而存在的市场法则。Palladino 对美国公司治理史的分析表明，股东至上的全面主导主要形成于 20 世纪 70 年代以后，与新自由主义、法律经济学、敌意收购、股票薪酬及金融化同步发展。在战后经理人主义时期，管理层、工会和股东之间曾有不同的权力平衡，公司增长、长期投资 and 市场份额往往比短期股价更受重视。股东至上首先是一项历史形成的权力安排，其次才是一套经济理论（Palladino，2019）。

今天重新讨论公司目的，是因为价值创造方式已经发生变化，而不是要以抽象的道德责任取代经济效率。人工智能使知识、数据和组织学习成为关键资产；金融化使最终储蓄者、资产管理机构和公司之间形成漫长的代理链；全球化把生产活动分布到多个法域、供应商和劳动群体之间。传统理论假定的“一个明确的所有者、一个封闭的企业和一组完备合同”，已越来越偏离现实。

本文的核心问题是：在智能化、金融化和全球化重组的背景下，公司的治理权与收益权应当如何配置？本文主张，公司权利的分配应以三项标准为基础：对价值创造的持续贡献、所承担风险的不可分散程度，以及公司决策对相关群体基本利益的影响。根据这三项标准，股东仍是重要利益相关者，但不应继续垄断公司治理。

二、股东至上理论的基础及其局限

（一）公司不是自然市场，而是法律创设的社会制度

“合同联结”理论把公司描述为股东、管理者、劳动者、供应商和债权人自由订立合同的场所。在这一模型中，公司本身没有独立内容，现有权利结构被视为理性主体协商后的有效率结果。

公司之所以能够独立于自然人存在，是因为法律赋予其法人资格、有限责任、永久存续、独立财产权和以自身名义融资的能力。有限责任把经营失败的一部分风险从投资者转移给债权人、劳动者、社区和公共制度；法人财产权则意味着公司资产属于公司本身，而非直接属于股东。公司因此不是公共权力之外的纯私人安排，而是国家通过法律建立的一种生产和权力组织。

既然公司权力来源于公共制度，公司治理就不能只问“股东愿意接受什么合同”，还必须追问公司特权以何种公共目的为条件、公司造成的成本由谁承担，以及受公司决策影响的人能否进入决策过程。

（二）股东并非公司的完全所有者

股东拥有股份所附带的分红、转让和表决权，但通常不直接拥有公司的厂房、专利、现金和其他资产，也不对公司债务承担无限责任。现代公开市场中的多数股票交易发生在投资者之间，而不是投资者向公司直接提供新增资本。大量普通股东还通过养老金、指数基金、共同基金等中介持股，他们与具体公司的经营活动相距甚远。

机构化持股进一步改变了“所有者”的含义。OECD 对 98 个市场、约 4.6 万家上市公司的统计显示，截至 2024 年底，机构投资者持有全球上市公司约 47% 的股权；在美国，这一比例约为 69%（OECD，2025）。相当一部分治理权事实上由资产管理机构代表最终储蓄者行使。最终受

益人、基金管理人、公司董事会和经营层之间存在多重代理关系，“股东直接监督自己的企业”已经无从谈起。

（三）风险承担并非股东所独有

股东至上理论认为，工资、利息和货款可以通过合同事先确定，只有股东收入随企业盈亏变化，因此股东是唯一的剩余风险承担者。但这一论证忽略了不同风险的可分散程度。

多元化投资者可以通过持有大量证券降低单一企业风险，也可以出售股票退出。劳动者则通常只有一个主要雇主，技能、职业声誉、医疗福利、退休保障和家庭居住地都可能与企业紧密相连。供应商可能为某个核心客户建起专用产线，社区可能为大型项目投入土地、教育和公共基础设施。公司关闭、外迁或技术替代造成的损失，无法像股票风险那样迅速分散。

判断治理权时，不能只看收益在会计意义上是否具有“剩余性”，还要看相关主体是否作出了企业专用性投资、是否拥有现实的退出能力，以及失败成本能否分散。

（四）价值创造是组织性的，而非资本单独完成的

公司能够持续创新，需要战略、组织与融资的结合。资本提供必要的流动性和风险承受能力，但新产品、流程改进、客户关系和组织知识来自劳动者、管理层、供应商、研究机构与公共基础设施的长期互动。购买股票不会自动产生技术创新；价格信号也无法替代企业内部的协作、学习与判断。

公司利润因而不是资本天然拥有的产物，而是组织多种投入、利用公共制度并承担社会影响后的剩余。股东可以对利润享有合理请求权，但这种请求权不足以推出排他的治理权。

三、当代经济趋势对公司治理提出的新问题

（一）人工智能：技术控制权正在转化为公司治理权

生成式人工智能不只是一件提高效率的工具，也在重新划分企业内部的信息、判断和控制权。国际劳工组织 2025 年的研究估计，全球约四分之一的劳动者所从事职业在某种程度上受到生成式人工智能影响，但只有约 3.3% 的全球就业处于最高暴露类别；由于多数职业仍包含必须由人完成的任务，近期更可能发生的是岗位转型，而非岗位整体消失（ILO，2025a）。国际货币基金组织采用更广泛的人工智能暴露口径，估计全球约 40% 的就业受到影响，发达经济体约为 60%（IMF，2024）。两组数据的口径不同，但共同说明人工智能影响的规模以及分配结果的不确定性。

技术收益最终流向谁，并不由技术本身决定，而取决于公司如何采用技术。如果人工智能主要用于替代劳动、强化监控和压缩成本，生产率收益可能集中于资本所有者；如果用于补充劳动者能力、改善工作质量和扩大创新，劳动者与公司都可能长期受益。国际劳工组织对多个地区的案例研究表明，劳动者代表已经开始参与有关就业、技能、算法管理和人工智能供应链劳动条件的决策；社会对话能够推动一种以增强劳动能力而非单纯替代劳动为导向的技术路径（ILO，2025b）。

人工智能还使数据成为新的生产要素。客户行为、劳动过程和平台交互不断产生数据，而数据经由模型训练和组织学习转化为商业价值。现有公司治理却很少承认数据提供者和知识劳动者的贡献。如果算法选择、数据使用和自动化节奏完全由管理层在股价压力下决定，企业就可能把创新收益私有化，把失业、技能贬值、隐私侵害和歧视风险外部化。

利益相关者治理在人工智能时代应包含新的权利：劳动者对重大自动化方案的知情、协商与申诉权；董事会对算法风险、数据来源和就业影响的监督责任；以及劳动者分享技术带来的生产率收益和资本收益的制度安排。

（二）金融化：公司控制与实体生产进一步分离

金融化不只是金融行业规模扩大，更表现为非金融公司越来越以资本市场指标组织经营。股票回购、并购、私募股权收购、股权激励和季度业绩评价，会把管理层注意力从长期生产能力转向资产价格和现金分配。

金融稳定理事会的统计显示，2024 年非银行金融中介资产增长 9.4%，达到全球金融资产的 51%，其扩张速度约为银行体系的两倍；相关体系包括投资基金、货币市场基金、保险机构、养老金、信托及其他金融实体（FSB，2025）。非银行金融能够提供多样化融资，但更长的金融中介链条和更高的市场流动性压力，也可能放大短期估值对公司决策的影响。

在这种结构中，“股东利益”并不是一个统一、稳定的概念。长期养老金受益人、指数基金、对冲基金、私募股权基金和短线交易者的目标、期限及风险偏好明显不同。管理层若以即时股价代表全体股东利益，实际上可能只响应最有能力施加压力的一部分金融主体。

利益相关者公司并不排斥资本市场，而是要求区分资本的不同功能：为创新和扩张提供耐心资本的投资者，应得到稳定且透明的回报；依赖高杠杆、资产出售或短期退出获利的策略，则不应自动获得支配劳动、技术路线和公司长期资产的优先权。

（三）全球化重组：责任链条比价值链条更容易断裂

当前世界经济并非简单“去全球化”，而是在继续高度连接的同时发生区域化、数字化和地缘政治重组。WTO 数据显示，2025 年全球货物和商业服务贸易总额增长至 34.89 万亿美元，服务贸易占比达到 27.5%，为 2005 年以来最高水平；同时，贸易流向越来越受到地缘政治关系、关税、国家安全和产业政策影响（WTO，2026）。

跨境投资同样呈现总量恢复与高度集中并存的特征。UNCTAD 的《2026 年世界投资报告》显示，2025 年全球外国直接投资增长 6% 至 1.6 万亿美元，但全球前 20 个东道经济体吸收了超过 80% 的外国直接投资；新增投资又明显集中于人工智能相关数字基础设施和少数战略部门（UNCTAD，2026）。全球资本并未停止流动，而是更集中地流向具备技术、市场和制度优势的地区。

全球价值链使公司能够在不同法域之间分配生产、利润和责任。品牌公司可以控制产品标准、价格、数据与订单，却把劳动关系、环境成本和产能风险留给形式上独立的供应商。股东在母公司层面获得全球收益，劳动者和社区承担的风险却被切分到多个国家。传统公司法以单一法人为边界，难以覆盖这种实际控制结构。

利益相关者治理必须超越直接雇佣关系。公司董事会需要对关键供应链的劳动条件、环境影响、技术转移和社区风险承担监督责任；治理代表和收益分享机制也应根据实际控制与经济依赖程度，适度延伸到长期供应商及平台劳动者。

（四）可持续性：外部性已经成为企业自身的长期风险

气候变化、自然资源约束和社会不平等过去常被视为公司外部问题，但它们正在通过供应中断、保险成本、资产减值、监管变化和社会冲突重新进入企业财务报表。可持续性披露制度的全球发展，说明资本市场也开始要求公司解释环境与社会因素如何影响长期价值。

仅增加披露并不能自动改变权力结构。如果董事会仍只以股东财富最大化为目的，可持续性就可能被缩减为声誉管理或风险定价。真正的利益相关者治理必须同时改变信息披露、决策参与和收益分配，使受环境与社会影响的主体能够进入治理过程。

四、面向当代经济的利益相关者公司模型

利益相关者公司并不要求公司平均满足所有人的所有诉求，而是建立一种有原则的权力配置方式。利益相关者是否应进入治理，应主要根据四项因素判断：其一，对公司价值创造是否具有

持续性贡献；其二，是否作出了难以转移的专用性投资；其三，公司决策是否会对其基本权利和长期生计产生重大影响；其四，其利益能否通过市场合同或一般监管得到充分保护。

按这一标准，劳动者应是与股东并列的核心治理主体。他们持续参与生产，投入专用性人力资本，承担高度不可分散的就业风险，又掌握大量企业内部知识。长期供应商、关键技术合作方和受重大环境影响的社区，则可以根据企业结构获得不同程度的参与、咨询或程序性权利。

股东仍然具有重要地位。公开资本市场提供流动性、价格发现和风险融资，长期投资者也承担市场系统性风险。利益相关者治理的目标不是取消股东权利，而是把股东从唯一委托人改为多个关键委托人之一，让董事会从股东代理人转变为公司这一独立实体的受托治理者。

这一模型包含三个相互联系的层次：

1. 治理权共享。关键利益相关者参与董事选举、重大技术决策和长期战略审议。
2. 收益权共享。劳动者通过员工持股信托、利润分享和技术收益机制参与剩余分配。
3. 责任范围扩展。董事会对供应链、数据、算法、环境和社区影响承担可验证的程序责任。

五、制度实现路径

（一）重构董事会信义义务与公司目的

公司法应明确，董事会的信义义务指向公司作为持续经营和创新的独立实体，而不是只指向股东即时财富。董事会在作出裁员、自动化、并购、迁移生产、股票回购和重大数据利用等决定时，应说明其对劳动者、长期投资、供应链和社会影响的评估过程。

这不意味着法院代替董事会决定商业方案，而是强化程序责任：董事会必须获得充分信息，听取受重大影响群体的意见，比较不同方案，并解释决策与公司长期目的之间的关系。商业判断规则可以继续存在，但其程序前提应从“是否忠实于股东”扩展为“是否审慎考虑关键利益相关者和公司长期能力”。

（二）建立劳动者董事制度

达到一定规模的公司应由劳动者选举部分董事。劳动者董事不只是代表工资和福利诉求，也应参与技术战略、资本支出、高管薪酬、并购和风险治理。其价值在于把企业内部知识和长期就业视角带入董事会，降低管理层只向资本市场单向负责的问题。

劳动者董事不能替代工会。工会负责集体谈判和劳动条件，董事会参与则面向企业整体战略。二者分别提供工作场所权力与公司治理权力，应形成互补关系。

（三）设立员工持股信托与技术收益分享机制

公司可以按年度将一定比例的新增股份或利润注入员工集体信托。股份由信托长期持有，不因个别劳动者离职而被出售；信托统一行使表决权，并将部分股息按透明规则分配给劳动者。

这种安排优于单纯向个人发放股票。个人持股容易在离职或市场波动时被出售，难以形成持续治理力量；集体信托则能够稳定存在，使劳动者分享利润并参与治理。为避免受托人脱离劳动者，信托内部应具备民主选举、信息披露、任期限制和利益冲突规则。

人工智能带来的超额生产率收益，可以成为员工信托的重要资金来源。当公司通过自动化降低单位劳动成本或显著提高产出时，应将一部分收益用于员工持股、缩短工时、技能培训和收入保障，而不是全部转化为股东分配与高管薪酬。

（四）建立人工智能与数据治理机制

大型公司董事会应设立技术与社会影响委员会，其职责至少包括：审查训练数据来源和合法性；评估算法歧视、隐私与安全风险；说明自动化对岗位和技能的影响；监督外包数据劳动和人工智能供应链的工作条件；建立劳动者对算法评价、排班和纪律处分的申诉机制。

在引入可能造成重大岗位重组的系统前，公司应进行劳动影响评估并开展实质性协商。劳动者代表应有权获得足够的信息和独立技术支持，以避免所谓“参与”沦为形式。

（五）把供应链责任纳入治理边界

公司责任的边界应根据实际控制、经济依赖和价值获取来判断，而不能只依据法人形式。对长期控制价格、标准、订单和数据的核心企业，应要求其评估并改善关键供应链中的劳动安全、工资拖欠、环境损害和突然终止订单等风险。

跨国供应链治理需要统一的基本披露口径、申诉渠道和跨境监管合作。否则，单一国家提高治理标准后，公司可能通过外包、迁址和重新设计合同规避责任。

（六）形成支持长期治理的金融制度

利益相关者治理需要与金融制度配套。监管者可以强化机构投资者对投资期限、表决政策和利益冲突的披露，限制以高杠杆和资产抽取为核心、却把长期风险转移给公司和劳动者的交易结构，并鼓励养老金、主权基金和发展金融机构提供耐心资本。

高管薪酬也应从单一股价指标转向长期创新、劳动生产率、员工发展、安全、环境绩效和供应链韧性等多维指标。指标必须可审计并与公司战略相关，避免把利益相关者治理变成新的形式主义考核。

六、主要反对意见及回应

（一）多方参与是否会降低决策效率

多类利益相关者进入治理，确实会增加协商成本。但股东至上并没有消除冲突，只是把劳动、环境和社区成本排除在公司内部决策之外，再由社会事后承担。对人工智能部署、工厂关闭和跨境迁移等不可逆决定而言，适度增加事前协商成本，可能减少执行阻力、诉讼、声誉损失和知识流失。

制度设计的关键不是让所有人否决所有事项，而是区分权利层级：劳动者可以在董事会拥有固定席位；受重大影响的社区拥有咨询和申诉权；日常经营继续由管理层负责；只有特定重大事项才适用强化程序。

（二）不同利益能否被准确衡量

股东价值看似容易衡量，但股价本身也受利率、市场情绪和短期交易影响，并不等于企业长期价值。利益相关者治理承认不同利益不能被完全换算为单一指标，因此更强调程序、代表性和理由说明。

并非所有问题都需要统一量化。董事会可以同时使用财务指标、就业与技能指标、技术风险评估、供应链审计和环境数据，并公开说明不同目标之间的权衡。

（三）改革是否会提高融资成本

如果改革限制短期抽取收益，部分资本可能要求更高回报或转向其他市场。但利益相关者治理也可能降低员工流失、供应链中断、技术抵制和监管风险，增强长期生产能力。政策目标不应是吸引所有类型的资本，而应是吸引与企业长期创新和社会目标相容的资本。

（四）公司是否会通过迁址规避治理要求

这是全球化条件下最现实的挑战。解决办法不是放弃改革，而是扩大协调范围：对大型跨区域公司采用统一或联邦层面的公司治理规则；把义务与市场准入、上市、政府采购和公共补贴相联系；推动供应链披露与尽责标准互认；并加强税务、金融和劳动监管之间的信息共享。

七、结论

股东至上理论把一种特定历史时期形成的权力分配方式，描述成市场自然产生的唯一有效率安排。它忽视了公司由法律创设的制度性质，也低估了劳动者、供应商、客户、社区和公共部门在价值创造与风险承担中的作用。

人工智能、金融化和全球化重组没有让这一问题消失，反而使它更加突出。算法管理能够把公司权力深入到劳动过程；机构投资者和非银行金融中介使公司控制与最终储蓄者进一步分离；全球价值链则让价值获取跨越国界，而责任被切割和外包。在这种局面下，仅靠管理层自愿承诺社会责任，难以改变利益结构。

利益相关者公司的核心不是要求企业放弃利润，而是重新定义利润产生的制度条件。公司应当继续创新、融资和竞争，但治理权不能只依据金融资产所有权分配，收益权也不能与组织性价值创造脱节。劳动者参与董事会、员工持股信托、人工智能治理、供应链责任和长期金融约束，共同构成新的制度基础。

这种制度不会自动产生正确决策，也不能代替工会、竞争政策、环境监管和公共投资。但它能够改变谁有权提供信息、谁能参与权衡、谁分享技术进步，以及公司以何种时间尺度作出决定。说到底，利益相关者治理理想让公司不只充当短期资产增值工具，而是同时承担公共责任、组织长期创新并分配共同成果的社会生产机构。

参考文献

1. Financial Stability Board. 2025. [Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2025](#).
2. Gmyrek, Pawel, et al. 2025. [Generative AI and Jobs: A Refined Global Index of Occupational Exposure](#). International Labour Organization Working Paper 140.
3. International Labour Organization. 2025a. [Artificial Intelligence Adoption and Its Impact on Jobs](#).
4. International Labour Organization. 2025b. [Global Case Studies of Social Dialogue on AI and Algorithmic Management](#). Working Paper 144.
5. International Monetary Fund. 2024. [Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work](#).
6. OECD. 2025. [OECD Corporate Governance Factbook 2025](#).
7. Palladino, Lenore. 2019. [The Economic Argument for Stakeholder Corporations](#). Roosevelt Institute Working Paper.
8. UN Trade and Development. 2025. [World Investment Report 2025: International Investment in the Digital Economy](#).
9. UN Trade and Development. 2026. [World Investment Report 2026: International Investment in a Turbulent Era](#).
10. World Trade Organization. 2026. [Global Trade Outlook and Statistics, March 2026](#).
11. World Trade Organization. 2026. [World Trade Statistics 2025](#).