

关于公司治理的思考

张胜芳

(厦门大学会计系 361005)

【摘要】本文从与公司治理结构直接或间接相关的公司组织三个基本结构为基点,探讨我国目前建立有效的公司治理结构应考虑的可可能涉及的问题及解决思路。认为控制权配置作为均衡所有对公司有经济资产投入的利益主体在公司中的利益和权力的制度表现,是公司治理结构的内核;资本结构在公司治理中发挥着相机控制的作用,其对公司治理的潜在影响是债务可能导致的控制权转移甚至重新配置,产生新的控制权安排,由此动摇既定的治理结构内核;激励结构与公司治理密切相关,从多角度考虑的、动态的激励结构有助于完善公司治理。

【关键词】公司治理 控制权 资本结构 激励结构

引言

现代公司组织中存在三个基本结构:治理结构(关于控制权的配置)、资本构成或财务结构(关于债务和股本比例)、激励结构(关于监督和奖惩经营者的机制和形式)。在这三个基本结构中,不仅控制权的配置直接跟治理结构相关,而且资本构成和激励结构也会对公司控制权产生影响,从而也跟治理结构有关。首先,公司是“人力资产、无形资产、组织性资产、金融资产、物质资产等多种经济资产的集成”^[1],对投入这些经济资产的利益主体的权力就需要以法律(各国公司法、商法等)或契约(如投资协议、雇佣合约)等形式进行分工与制约,按权力“分立—制衡”原则配置公司控制权,这是公司治理结构的内核。其次,公司治理结构作为激励机制取决于公司的资本结构,即股权与债权的适当比例。此时,债权的特殊作用是相机控制(contingent control)即控制权的转移。如从银行等外部金融机构举债大笔贷款,一旦公司无法偿债或违反其他约定条款,就会导致外部人染指公司决策,使控制权转移甚至重新配置(如债转股时),产生新的治理结构安排。再者,良好的激励结构的目的是减少经营者和所有者潜在的利益冲突,消除内部人控制带来的不良影响。而激励结构设置不可避免地会涉及到监控经营者问题,这就又回到控制权的配置,因此激励结构在某种程度上可以说是内含于治理结构之中。

本文将从与公司治理结构直接或间接相关的公司组织三个基本结构为基点,探讨我国目前建立有效的公司治理结构应考虑的可可能涉及的问题及解决思路。

一、公司控制权整合或重新配置时权力分立的合理性和效率性

无论是处于完全竞争市场的公司,还是处于不完全竞争市场(转轨经济)中的公司,公司控制权的整合或重新配置的深层原因都是资源配置效率低于应达到的水平,公司控制权的调整作为改变公司经济资产低效运行的解救措施备受人们关注。从理论上说,只有公司治理达到这样一种状态,即能够均衡所有对公司有经济资产投入的利益主体在公司中的权力和利益,才是理想的、效率最高的治理结构。但遗憾的是完全消除道德风险、逆向选择带来的负影响几乎是不可能的,因此,理想的治理结构只能是追求

的目标。但人们能采取某些措施，如对小股东利益的考虑、对内部人控制的抑制等，以降低公司控制权整合或重新配置的成本。在完善我国公司治理的探索过程中，这一点特别有意义。下面就从保护小股东利益和抑制内部人控制这两个角度论述之。

1. 股东表决权和平等待遇。德国学者 G. 休莫拉尔对股东大会的评语是：“它是一个由指挥者演出的，然而观众又是非常少的短剧。”这是因为即使是在资本市场非常发达的国家，中小股东参加股东大会的积极性也不是很高，况且在各国普遍采用“一股一票”表决制情况下，哪怕公司所有的中小股东都参加表决，但手中的表决权实在是力不从心，小股东们更多的是以“用脚投票”的方式表达自己的见解，股东大会应者寥寥也就在所难免了。

改变这种境况的途径有两种，一是委托代理投票制和信托投票、累积投票制，但效果不尽理想。如英美国家股东可将投票权委托经营者，德法等股东委托给有组织的中间人，通常是银行，在银行多为公司董事会成员单位的情况下，银行取得的代理权一般又转交给董事会。事实上，英美、德法的中小股东的表决权绕了一个大圈子后又交还给内部人。累积投票制虽然突破了这种限制，在吸引小股东参与选择自己的经营者，使董事会不被人完全操纵方面确实可发挥作用（当大、小股东持股比例不是非常悬殊时），但其缺陷是小股东对短期利益的关注迫使经营者采取短期行为，最终伤害了公司的长远健康发展，削弱公司竞争力。有鉴于此，美国证券交易委员会新规则（1992年）允许股东之间互相自由地串联，互通消息，以便降低“拉选票”的成本，实现股票所有权最终控制公司的目的。对小股东而言，或许这也是简单有效的办法。二是限制表决权。德国、意大利和我国台湾地区在立法中对某些情况下的股票表决权作了限制。最典型的是意大利商法典直接限制股东表决权的規定：股东所持股份在100股以内，每5股享有一票表决权，超过100股时，每20股享有一票表决权。

考虑我国目前上市公司的股本构成，国家股、法人股占绝对多数，若按“一股一票”制原则，公司的任何决议都可以半数以上票数通过，小股东基本上无法扭转这种局面。如果适当引纳表决权限制的思路，在国家股、法人股未上市流通之前，对其持股表决权或按比例折算或分块确定，缩减其“分量”，国家股、法人股上市流通后剩余部分（如已不是占控股地位的多数）应与流通股一样享有“一股一票”的表决权。就我国目前来说，单实行委托代理投票和信托投票、累积投票制不仅需要能胜任的中介机构，可能也容易流于形式，甚至出现英美、德法国家的情况，若辅之以在国家股、法人股上市前对其表决权限制，这样双管齐下，对小股民参与公司重大决策的吸引力会更大。

2. 独立董事——对内部人控制进行抑止的力量。“董事会被假定能够确保将股东和在企业中有利害关系的其他当事人的利益反映在公司的重大决策之中。”¹²¹在内部人交易、滥用权力进行自我交易、与经营者合谋不无可能的情况下，谁有足够的信心完全信赖这些内部董事们？或许董事们已经偷偷地不断给自己

有关美、德、日等参加股东大会的数据资料请参阅牧人等编译的《股份有限公司》，西南财经大学出版社，1994年版；国内有关资料请参阅1994年4月—5月《中国证券报》。

累积投票制在其发源地美国也已经历了产生（伊利诺州宪法1870年）、发展、渐弱的过程，即由强制性立法变为任意性规定，甚至在有些州（州立法中仍保留该制度只剩肯塔基、怀俄明等七个经济不太发达的州）的公司立法里消失了。但在日本和我国台湾地区有相关立法规定。

实际上，经营者往往利用减少董事人数、分期改选董事、不均等表决权等方式抑制累积投票制作用的发挥。

德国和意大利公司股本构成与英美公司相比，大股东拥有股票量多，资本市场上小股东持股量少，德国公司银行拥有大量公司债权，有时部分债权又债转股，而意大利大公司中家族持股比较突出，因此，小股东的利益尤需保护。参见卞耀武主编，《当代外国公司法》，法律出版社，1995年版和吴新平、高旭晨编著，《台湾公司法》，中国对外贸易出版社，1991年版。

的薪酬加码，即使公司经营不妙其薪酬还是高于市场水平（董事们和（或）代理人代表的部分比例越低，这种可能性就越大）？或许董事们与经营者如此相互信赖以至成了后者的“橡皮图章”？为强化董事会所代表的利益的中立性，越来越多的投资者要求在董事会中安排独立非执行董事并在董事会中占多数。“独立”的概念主要是从利益角度定义的，“如果一个董事或高层经理没有或没想从其所在的公司取得‘大量的’报酬（薪金或分红），那么他就是独立的。”^[3]一般来说，独立董事来自外部投资机构、银行、相关领域的院校及研究机构，即满足形式上的独立性同时满足实质上的独立性，以博取外部人的信任。

在美国，独立董事获得了一些机构投资者的欢迎。如 1993 年，美国资产规模最大的教师保险和年金协会——大学退休权益基金（Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Funds）宣布了一项公司治理政策，鼓励公司董事会不仅要拥有大多数独立的董事，还要身份独立且成员分散，并且使董事对股东负有更多的责任。近来国内对独立董事的作用也比较关注，已有学者提出考虑明文规定外部独立董事在董事会中占三分之一以上席位。^[4]

独立董事也存在激励问题。在英美等国家中主要依靠市场提供隐性报酬来实现，如优良的职业声誉可提供潜在就业机会、谨守职业道德可避免重新就职成本等。在我国这类隐性报酬的激励作用可能不太明显，为免蹈目前普遍存在的内部董事收益（只领取微薄的车马费）和法律赋予的责任严重不对称导致监控不到位和效率低下的覆辙，在提供与独立董事的监控责任相称的报酬的同时，在立法上对董事会成员应包括一定数量的独立董事、保障独立董事决策权和监督权的行使、失职处罚等予以明确规定，或立法要求在公司章程中含有类似规定，保证独立董事有充分监控公司的动力和约束力。

二、资本结构——银行在公司治理结构中的作用

除非公司的所有经济资产投入都来自股权，否则，股东拥有公司全部控制权并不总是与实际相符，尤其是当公司已无法履行债务责任时。在面临债权违约的情况下，债权就可能与股权一起，参与公司控制权的分配。而银行作为主要债权人，顺势卷入公司治理结构中也是自然的事情。实际上，银行对公司治理可起的作用不限于公司发生危机时，银行凭借其与公司独特的关系——拥有公司充分的信息、在公司中有重大利益、有监控公司能力——使得它便于在公司治理结构中发挥作用。另外，就主银行体制而言，主银行还具备了有别于其他外部控制源的三个优势：一是主银行在联合监督的事前、事中、事后利用掌握的信息，能够以较低的成本有效地控制内部人；二是大、小银行组成银行团中，由各大银行分别担任自己关系公司的主银行，担当监控公司职责，以节约稀缺的监督资源；三是以银行贷款为基础的“相机控制”导致公司经营不佳时其控制权自动由经营者（内部控制人）转向主银行（外部控制人），从而给经营者提供正激励。正是由于主银行体制在二战后的一段时期内德日经济中的成功表现，俄罗斯、东欧诸国经济改革时，都或多或少地参照了德日经验，在不完全的市场经济条件下重构公司治理时，充分考虑利用银行的作用，对其实现模式进行了有益的探索。

中国也已经开始了主银行试点工作，虽然现在还很难预料主银行体制在我国现时经济环境下的功效，但毕竟是向突破“软预算约束”和政策性贷款作出了有益的尝试。不过，试点工作尚存在几个不足：一是一家银行包办一个公司的贷款，缺乏主银行体制下银行团中其他银行对主银行监控公司的效率的监督，不利于形成对银行的激励机制（当银行有效监控公司时带来的除经济利益外的诸如声誉、胜任能力

1996 年夏季，中国人民银行颁布了《主办银行管理暂行规定》，开始在包括北京、上海在内的 7 个大城市进行关系型融资试点，对象是 300 家大型国有企业和工行、农行、建行和中行。到 1996 年 11 月，80% 以上的指定企业与其主办银行达成了新的贷款协议。

等), 并且存在银行和公司达成共谋的危险。二是至今还没有出现公司无法向银行履约时银行可剥夺公司控制权立法规定(如债转股)或先例, 因此, 若不从有关立法规定上赋予银行这种权力和责任, 对公司的监督、控制有流于形式之虞。三是银行间的竞争, “一种关系型融资制度若要成为对社会有益的制度, 竞争性银行既不能太多, 也不能太少。”而在试点时, 工商银行与 300 家试点企业中的 277 家签定协议。这不利于开展银行间的相互竞争以提高主银行体制的成效。除试点中存在的上述问题外, 我国的银行也急需改革, 这里涉及的问题主要有: 1. 银行监督能力在短期内的提高; 2. 设置银行提供关系型融资可得到的租金; 3. 银行相互间的竞争, 就银行数目来说, 太多(如俄罗斯)或太少都不利于竞争以提高效率; 4. 银行的激励机制; 5. 审慎的监管。

三、激励结构——一个应多角度考虑的问题

激励结构主要是解决两个问题, 道德风险和逆向选择。道德风险是由人的行为的不可测性引起的, 如无法评价经营者工作的努力程度; 逆向选择则起因于信息不对称。通过组织和制度来规定权力和信息的合理分配可抑制内部人的道德风险和逆向选择, 但不可能完全杜绝这类行为。激励设置是相当复杂的。一方面是因为市场经济中组织形式是非常复杂的, 这些组织的规模、从事的行业不一, 治理结构千差万别, 激励机制应顺应组织的需要, “量体裁衣”制订。另一方面, 激励的对象是人, 方法是通过满足人的某些需要来达到激励目的, 但人的追求是不断变化的(如马斯洛的需求层次论所揭示的那样), 要使激励机制能够持续地适应人动态的需求就不得不从多角度来考虑激励设置。

1. 货币收入、与控制权相关的非货币收入。增加激励对象的货币收入是最有效果的激励手段之一。人们自然由此倾向于不断扩大有关人员的所有权, 以此来提高其报酬与业绩的相关度, 使其腰包跟公司一起膨胀, 甚至膨胀的速度超过公司本身。事实上, 扩大激励对象的所有权是很容易被人们接受的激励方式, 因为它比较圆满地回答了这个问题: 当需要激励者没有或只拥有公司的少量所有权时, 所有者和他们之间存在利益冲突的可能性较大。很明显, 在这种情况下, 他们若采取某些自利措施(如配备豪华的办公设施、轿车), 可不用承担或承担很少的成本就得到全部的利益。但问题是究竟该给予激励对象多大份额所有权才足以把他们的报酬和业绩相关度提到使得他们能和所有者一样, 期望公司净剩余最大化?

答案有点出乎意料, “简单地给予经理们大量股票并不明显符合股东的利益”, 更好的办法是设置清晰的和隐含的报酬合约而不是直接持股。在这种模式下, 货币收入(包括来自适当持股的红利)在清晰的报酬合约中得到体现, 隐含的报酬合约则包括了与控制权有关的非货币收入。但这又涉及另外一个问题, 与控制权有关的非货币收入中哪些是作为刺激因素而给需激励者设计的, 哪些是本来不应该包括在隐含报酬合约中的? 也就是说, 隐含报酬合约应剔除哪些内容, 才不致削弱清晰报酬合约的有效性? 理论上, 隐含的报酬合约一般指职业声誉、社会地位、经理人市场上的竞争优势等, 有助于满足人的更高级需要的、跟目前职业相关的潜在利益。在我国其内涵要更广泛些, 包括与控制权相关的较有刺激的非货币收入(如用公款开支的各种消费)和各种“好处”, 从积极方面看, 这些也是激励的因素, 但不可忽视的是, 正因为这种“不可言传”的隐含合约直接导致了资源低效运营。报酬安排可以产生内部控制机

本小节主要参考: 钱颖一, “激励理论的新发展与中国的金融改革”, 《经济社会体制比较》, 1996; 6

[美] 保罗·米尔格罗姆 约翰·罗伯茨, “金融结构、所有权和公司控制”, 《经济社会体制比较》, 94. 4, P21. 另外, 一些研究表明, 在 0—5% 的所有权范围内, 绩效随着管理者所有权的增加而增加; 在 5—20% 的所有权范围内, 绩效随着管理者所有权增加而恶化; 在 25% 以上又提高。受我国国情所限, 笔者认为管理者所有权在近期内很难突破与所有者利益趋同的持股界限。有关进一步的讨论详见: [美] J. 弗雷德·威斯通 [韩] S. 郑光 [美] 胡安·A. 苏, 李秉祥等译, 《接管、重组与公司治理》东北财经大学出版社, 2000. 10, P522.

制，发挥正激励作用，但只有剔除隐含报酬合约中不应包括的内容（解决的办法之一是以制度的形式进行另外约定，并与公司运营一起置于监控之下），才能提高清晰报酬合约的效率。

2. 激励基础——多目标基础和单目标基础。“鱼和熊掌不可兼得”这个道理很多情况下也适用于激励基础的选择和确定。举个简单的例子，一个企业经营者尽管低效经营企业，但他还是勉力维持着，解决了其职工的就业问题，照顾了这部分人的福利，如果以企业解决的就业人数作为激励基础，其经营者应当给予奖励。如果以经营绩效为激励基础，则经营者应受罚，因为他虽然照顾了小部分人福利，实际上是以牺牲社会整体的福利为代价的。如果激励基础既包括就业人数又包括经营绩效，情况就更复杂，激励效果也更不确定。

解决的思路之一是，从纵向发展看，动态地、分阶段地选择激励基础。如某一时期，保持就业、维护社会稳定更重要时，就选择相应的指标为激励基础，过了这一时期之后，需要转到提高资产效率上来了，就以经营绩效为激励基础。二是从横向对比看，有区别地选择激励基础。对承担不同“任务”的经营者，分别与各自任务相称的指标为基础，如果同一经营者承担不同任务（假设不同任务间无冲突）且这些任务不能分离，则以其主要任务相称的指标为激励基础，保证激励效果。

从提高资产效率的角度来说，多重目标的激励基础也许还不如单纯的利润目标更有效，前提是利润目标既考虑了公司的长远发展，又不以侵蚀公司其他利益相关者为代价，这就需要制订一个合理的利润目标评估方案。

另外，仅从控制权的角度来说，激励机制理论表明，债务在很多情况下是激励经营者的一个好办法，因为它迫使经营者提高资产的效率以避免控制权的转移，但这又以银行监控的有效性为前提。

四、结论

建立有效的公司治理结构要从控制权配置、资本结构、激励结构这三个公司组织的基本机构入手，首先，控制权的配置要考虑其在公司所有利益相关者之间的分立和均衡，尤其是保护弱者——小股东——的权益和抑制强者——内部人——的控制。其次，银行对公司治理结构的作用不可忽视，主银行体制值得一试。最后，激励结构与公司治理密切相关，从多角度考虑出发的、动态的激励机制有助于完善公司治理。

特定历史经济环境造成的不良后果要从特定的社会经济体制中寻找答案，公司治理结构受宏观环境、经济发展的影响，也受微观条件的制约，边干边学的渐进方式可能更适合我国国情。但在资本市场不很发达、信息流动不够充分、不完全市场竞争的现实面前，我们应把注意力放在实际的市场经济是如何运行的，而不是忙着“移植”适用性有限制的完全竞争的范式。

主要参考文献

- 1 青木昌彦 钱颖一主编，《转轨经济中的公司治理结构——内部人控制和银行的作用》，中国经济出版社，1995. 4
- 2 保罗·米尔格罗姆 约翰·罗伯茨·金融结构、所有权和公司控制·经济社会体制比较，1994；4
- 3 约翰·凯，奥伯利·西尔伯斯通，宋协莉译·关于‘利益相关者’的争论——公司治理结构·经济社会体制比较，1996；3
- 4 梅慎实·现代公司权力机关构造论：公司治理结构的法律学分析·中国政法大学出版社，1996