

# 小股东权益与公司治理绩效改善

## ——基于产权理论的分析

刘彤

(厦门大学管理学院 福建 361005)

**摘要:** 目前关于公司治理的不同研究结果之间实际上形成了一个悖论: 控制性股东对小股东利益的侵占是公司治理绩效改善的必要代价。对此, 本文通过分析, 首先指出公司治理关注的基本代理问题应该是广大小股东与控制性股东之间的代理冲突, 而不是普遍认识上的股东与经理之间的代理冲突; 其次, 本文指出控制性股东对小股东利益的侵占是一个普遍存在的问题, 并尝试运用产权分析的方法从公司所有权安排的角度具体考察控制性股东及小股东的实际权利, 分析的结果表明: 小股东在公司所有权安排中遭到歧视, 从而为控制性股东盲目追求控制权的私下收益提供了较大的可行空间; 最后, 本文就过分强调“搭便车”对小股东监督行为的影响的观点提出批驳, 认为只要在所有权安排过程中能够保证权利在各个参与主体之间的合理分配和有效制衡, 在此基础上, 通过一定的制度安排就可以确保小股东在很大程度上克服“搭便车”问题, 并对控制性股东进行有效的监督, 从而同时实现保护小股东权益和改善公司治理绩效这两个一度被视为是相互排斥的目标。

**关键词:** 小股东 公司治理 产权

### 一、引言

传统的公司治理理论一般认为公司的所有权集中程度与其经营绩效成正比, 相关的研究最早甚至可以追溯到 Berle和 Means(1932), 随后包括 Jensen和 Meckling(1976)、Shleifer和 Vishny(1986)、Barclay和 Holderness(1989)、McConnell和 Servaes(1990)等, 一些针对中国市场上公司的实证研究(如许小年和王燕, 1997等), 其实证结果也基本上符合这一判断。<sup>①</sup> 作出这一判断的理论依据是: 现代公司普遍存在着“所有权与经营权分离”的现象, 而拥有经营权的公司经理人员个人目标可能与股东的目标不相一致, 在这种情况下, 大股东因其所具有的投票权优势能够较好地承担监督职责, 从而减少经理人员的机会主义行为, 保证公司经营的良好。

<sup>①</sup> 实证研究表明: 中国上市公司法人股所占比率与公司业绩成正相关关系, 而法人股一般由少数几家法人股东持有, 因此可以认为法人股比例高即同时表明公司股权集中。

性发展。但是,随后的一些研究,如 Shleifer和 Vishny(1997)、Claessens et al.(1999)、La Porta et al.(2000)等,却指出集中型所有权结构面临着一个负面问题,即大股东与小股东之间的冲突,或着更确切地说,是大股东对小股东利益的侵占。对此,Shleifer和 Vishny(1997)指出:“当控制的所有权比例超过一定限度,大股东就因此而获得接近完全的控制权,并倾向于操纵公司以便获得控制权的私下收益,而此项收益小股东是无法分享的。”<sup>①</sup>

综合上述研究结论,似乎出现了这样一个悖论:公司治理绩效的改善必须以小股东的利益损失为代价。针对这个悖论,本文认为,目前公司内部主要的委托代理问题实际上存在于广大小股东与控制性股东<sup>②</sup>之间,而非股东与经理人员之间,因此公司治理的中心也必须随之同步转移至如何对控制性股东进行有效的监督;其次,本文认为控制性股东侵占小股东利益已经成为一个普遍现象,但目前对这一问题原因的研究还存在一定的不足;接着本文尝试运用产权经济学的理论具体分析小股东利益侵占问题,指出导致这一问题出现的基础是产权配置不合理,从而否定了小股东在公司治理中的消极作用观点,最后本文从产权配置角度提出一些具体措施,以便同时达到保护小股东权益和提高他们在公司治理过程中的作用发挥的双重目的。

## 二、对控制性股东行为的有效监督是公司治理结构的核心

迄今为止,关于什么是公司治理结构(Corporate Governance)<sup>③</sup>学术界仍无定论,下面仅列举几个主要的,在较大范围内被接受的定义:“公司治理结构狭义地讲是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排,广义地讲是有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排,这些安排决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制及风险和收益如何在不同企业成员之间分配等问题。”<sup>④</sup>“公司治理结构就是关于确定有关各方在公司租金分配中的事后谈判力的一系列复杂限制。”<sup>⑤</sup>

从上述定义中不难看出:公司治理结构本质上就是一个关于企业所有权安排的契约,其核心是保证有关各方权力的制衡。所有权安排与权力制衡说明公司必然存在着权力的分离和利益的冲突,否则谈公司治理也就全无必要,而权力的分离和利益的冲突正是委托代理关系的主要标志,因此我们认为,公司内部的主要委托代理关系及相应的解决方案是公司治理的对象和核心内容。对这一点的说明可以从历史发展的角度来看,古典企业不存在公司治理的问题,因为企业主将所有权与经营权全部把握在自己手中,不存在权力的分配,自然也就不存在权力的制衡。随着社会的进步和发展,古典企业逐渐被以股份公司为主要形式的现代公司所取代,对于现代企业的一般认识是:由于资本(股份)的分散化及管理技能的专业化,公司内部的权力出现了分离,即出现了由 Berle和 Means(1932)所观察到的“所有权与经营权分离”的现象,这一现象实际上表明公司内部因权力分离而出现了典型的委托代理关系,即股东与经理之间的委托代理关系,也正是基于这一委托代理关系,公司治理成为必要,因为作为所有者的股东必须

<sup>①</sup> 见 Shleifer, Andrei and Robert Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94, 1986, p759.

<sup>②</sup> 关于控制性股东的定义参见本文第三部分,另外需要说明的是,尽管控制性股东与大股东在确切涵义上有一定的区别,但在本文中,不作特别的区分,视为同一个概念。

<sup>③</sup> 目前这一词汇在中文还被翻译为:公司治理、法人治理结构,三者尽管文字表述不同,但实际涵义一致。

<sup>④</sup> 这一定义是张维迎对 Blair(1995)观点的阐述,见张维迎《所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点》,《经济研究》1996年第9期,第10页;Blair的相关阐述见:布莱尔著,张荣刚译《所有权与控制:面向21世纪的公司治理探索》,中国社会科学出版社,1999年,2-3页。

<sup>⑤</sup> 见 Zingales, Luigi, “corporate Governance”, NBER Working Paper Series, No. 6390, 1997, p4.

通过有效的监督和激励机制确保经理人员的行为符合股东利益的要求。而在股东群体内部,小股东普遍存在着“搭便车”心理而不愿承担监督的职责,惟有大股东因为自身利益的集中成为主要的监督者,从而保证了监督机制的良好运行和企业经营的稳步发展,这一观点目前成为有关股权集中程度与公司治理绩效之间的正相关关系的强有力的理论支持。

尽管目前股东与经理之间的委托代理关系事实上已经成为公司治理主流研究的前提条件,但是笔者却认为有必要对这一前提提出置疑,理由是日前许多公司都存在控制性股东,而不是象 Berle和 Means(1932)所发现的那样——股权分散成为现代公司的重要标志,从一些学者的研究成果中我们可以获得直接的证据,如 La Porta et al. (1999)在对世界上 27个富裕国家各自最大的 20家公开上市公司的最终控制权结构进行调查和分析的基础上发现:样本公司中只有很小的比例真正属于股权分散的结构; Claessens et al. (1999)针对亚洲公司情况的大范围调查研究表明,只有日本公司从总体上看符合股权分散的标准,其余亚洲公司大都存在着控制性股东;当然更不用提中国上市公司所普遍存在的“一股独大”问题。控制性股东往往凭借其占有的投票权优势直接介入或干预公司的经营活动,并且可能出现侵占小股东利益的行为,为此, Shleifer和 Vishny(1997)明确指出:在大多数国家的大型公司内部,基本的代理问题并不是由 Berle和 Means所指出的外部投资者和经理之间的冲突,而是外部投资者与已几乎完全控制经理人员的控制性股东之间的冲突。

由于公司内部基本的委托代理关系并非股东与经理之间的关系,而是外部投资者与控制性股东之间的委托代理关系(其中控制性股东从严格意义上说既属于委托人范畴,又属于代理人范畴),因此公司治理的核心内容应该是如何有效监督作为代理人的控制性股东的行为,使之符合外部投资者的利益需要。

### 三、控制性股东对小股东利益的侵占成为普遍现象

在谈论控制性股东与小股东之间的冲突之前,首先有必要对控制性股东的概念内涵予以明确,所谓控制性股东(Controlling Shareholder)是指对公司的决策享有控制权的股东。判断是否成为公司控制性股东的标准并非完全以其所持股份是否达到某一比例为绝对标准,而是以其实际拥有的控制力而论。这正如 Alchain和 Demsetz(1972)所言:“在评价股东权力的重要性时,并不是通常的投票权力的分散,而是将投票冻结到决定性的变化的频率”,<sup>①</sup> 齐彬(1999)的表述更为直白:“大股东与小股东是一组相对应的概念,这对概念是由具体公司股权结构反映出来的,它表明的是权力关系而不是单纯的固定的数字比例。”<sup>②</sup> 根据控制权的获取方式可以将存在控制性股东的企业分为两种主要的模式,即控股股东模式(Controlled Structure,简称CS模式)与非控股的控制性股东模式(Controlling Minority Structure,简称CMS模式),其中CS模式是指大股东凭借实际所持有的股份超过一定比例而取得了对公司的绝对控制权的企业模式;CMS模式是指大股东实际持有公司的股份低于控制性要求,但通过金字塔式持股(Stock Pyramids)交叉持股(Cross-Holdings)及二元种类股票(Dual-Class

<sup>①</sup> 见 Alchain和 Demsetz《生产、信息费用与经济组织》,《财产权利与制度变迁——产权不派与新制度学派译文集》,上海三联书店/上海人民出版社,1994年,78页。

<sup>②</sup> 齐斌:《股份有限公司小股东权益保障研究》,选自王保树主编:《商事法论集》第3卷,法律出版社,1999年,第596页。

Stock)等方式获得超过一定比例的投票权,从而取得对公司的绝对控制权的企业模式。从定义中我们不难看出,CS模式与CMS模式的主要区别在于现金流要求权(Cash Flow Rights)和控制权(Control Rights)之间是否分离。在CS模式下,二者未发生分离,大股东因现金流要求权达到一定比例而获得绝对控制权,而在CMS模式下,二者发生分离,大股东虽然控制权达到控制标准,但其现金流要求权却相对较低。

迄今为止,许多研究都发现控制性股东往往利用自己手中的控制权力侵占小股东的利益,在中国市场普遍存在的“一股独大”问题以及广大中小投资者极为不满的大股东“股市圈钱”现象也为此提供了有利的事实证据。对此,本文在引言部分已经提及,现在需要特别介绍的是Claessens et al. (1999)的研究,该项研究通过对2658家亚洲公司1996年的实际数据进行统计分析,分析结果表明:大股东拥有较多的现金流要求权有利于公司整体价值的提升,与之相反,大股东拥有较多的控制权不利于公司的市场定价,特别是当大股东拥有的现金流要求权较小而控制权较大的情况下,<sup>①</sup>公司的整体市场价值呈明显下降趋势。因此,我们可以认为,控制性股东不仅侵占小股东的利益,其行为的失控对公司整体的价值也有负面影响,因此,La Porta et al. (2000)将控制性股东与经理人员共同视为公司的“内部人”(Insiders),并且指出在很大程度上,公司治理是关于如何保护外部投资者权益免受“内部人”侵占的机制安排。

由Grossman和Hart(1988)首先提出的控制权私下收益(Private Benefits of control)概念逐渐被学术界所接受,成为所有权结构分析的重要指标,这一概念的主要含义是:因控制权的行使而被控制权持有者所占有的全部价值因素,具体包括自我交易、对公司机会的利用、利用内幕消息进行交易等形式所获得的全部收益,以及过度报酬和在职消费等。Bebchuk et al. (1999)正是在这一概念的基础上发展起关于公司所有权结构的护租理论(Rent-Protection Theory of Corporate Ownership Structure),该理论认为控制权的私下收益的规模直接影响上市公司初始所有权结构的安排,控制权私下收益大,公司发起人一般倾向于采用集中的所有权结构;控制权私下收益小,公司发起人则倾向于采用分散的所有权结构。与此同时,作者还指出,在集中的所有权结构中,控制性股东更多地采取分离现金流要求权和投票权的做法来争夺控制权私下收益,而这一分离现象在分散所有权结构中较为少见。实际上,笔者认为,所谓控制权私下收益实际上也就是对小股东应得收益的一种掠夺,<sup>②</sup>因为公司未来可分配现金流与控制权私下收益之和可以被认为是一个常量,代表公司的收益在进行固定支付后的剩余,因此二者必然此消彼长,控制权私下收益大也就意味着股东可分配现金流少,从而导致小股东应得利益受到侵害。

关于控制性股东侵占小股东利益的深层次原因,或者说为什么控制性股东可以获得较大的控制权私下收益,纵观学术界的研究,可以认为目前主要有两派观点:

一派观点认为,法律对投资者的保护欠缺是主要原因,例如La Porta et al. (1998)的研究表明:在股东权益保护较好的发达国家的上市公司的股权分散程度,明显地高于股权保护程序较差的欠发达地区的上市公司的股权分散程度。这主要是由两方面原因造成,一是在良好的法律环境中,高控股权对于大股东而言没有任何意义,大股东有分散股权的需求;二是由于因为

<sup>①</sup> 根据La Porta et al. (1999)的研究,在控制性股东普遍存在的国家里,尽管控制性股东对公司具有控制权,但他们所拥有的现金流要求权却远远小于控制性多数的要求,因此可以看出现金流要求权与控制权分离的形式被控制性股东普遍采用。

<sup>②</sup> 实际上不仅小股东的利益受到侵害,在某些情况下,其他利害关系人的利益也可能受到侵害,但为了避免讨论的过于复杂且考虑到文章的主题,在此予以省略。

有良好的股东权益保护体系,小股东更愿意投资于上市公司,这有利于大股东分散股权行为的完成。段亚林(2001)在研究中建立了一个股东权益保护与企业价值的关系的模型,模型表明当公司中存在控制性大股东,且由于对小股东的法律保护不完善,大股东能通过关联交易等办法从上市公司转移利润,从而能隐蔽地掠夺小股东的利益。在这一情况下,上市公司的市场价值将相应地下降,同时该国的公司规模也将受到限制<sup>①</sup>

另一派的观点认为,小股东因“搭便车”心理而缺乏对控制性股东经理的有效监督是主要原因,例如夏冬林和钱莘(2000)认为小股东普遍存在搭便车的动机,同时他们认为小股东并没有因为“搭便车”而获得额外的利益,相反自身的利益受到大股东的侵害,与之相反,大股东趋向于提供监督,并有可能通过侵害小股东的利益获得监督租金;<sup>②</sup>段亚林(2001)在研究中运用博弈论的方法构建一个小股东监管大股东的完全信息静态博弈模型,模型表明在股权分散的情况下,小股东自愿监管大股东滥用股权而提供的监管服务数量小于帕累托最优条件下提供监管行为的数量,在股份公司中由于小股东提供的监管不足,大股东滥用股权的可能性始终存在。特别是在上市公司这种小股东持有股权极度分散的情况下,小股东监管的供给尤为不足。<sup>③</sup>

尽管上述两派观点均具有一定的说服力,而且实际上两派观点在论述推理的过程中也不断地相互渗透、相互融合,但是却总给人一种分析不到位的感觉。具体来说,笔者认为法律规定的完善与否确实能够对当事人的行为产生制约,然而法律在更大程度上体现为对现有社会关系的一种调整和规范,而不应被视为导致某种关系确立的主要原因;而过分强调小股东的“搭便车”心理则在某种程度上将问题的讨论引入误区,似乎是小股东自愿放弃监督权,而大股东因参与企业决策而获得必要的报酬,而且这种观点也无法说明为什么控制性股东要人为地包装和操纵信息?控制性股东为什么要对小股东监督权的行使设置一些人为障碍?为什么在一些情况下,小股东虽然奋力抗争但仍无力扭转控制性股东的不合理决策等一系列问题。有鉴于此,笔者认为应该从事物的本源去探寻,从公司内部权利的配置出发应该会获得一些进展。

#### 四、小股东在公司所有权安排中的歧视地位 为控制性股东创造了利益侵占的空间

按照产权理论的分析框架,企业所有权包括剩余索取权(Residual Claim Rights)和剩余控制权(Residual Rights of Control)其中剩余索取权是相对于合同收益权而言的,指的是对企业收入在扣除所有固定的合同支付的余额的要求权,而剩余控制权则是指那些事前没有契约中明确界定如何使用的权力,是决定资产在最终契约所限定的特殊用途以外如何被使用的权利。

现代企业理论关于企业所有权安排的基本观点是,让企业剩余索取权与剩余控制权的分享尽可能对应起来。这么做的主要理由:一是由于享有剩余索取权实际上就意味着承担风险,而享有剩余控制权则意味着制造风险。所以,从“风险承担者与风险制造者的对应”(张维迎,

<sup>①</sup> 见段亚林:《论大股东权滥用及实例》,经济管理出版社,2001年,第63页。

<sup>②</sup> 需要说明的是,他们二人在分析中仍是传统的股东-经理代理关系为基准,以对经理的监督为分析着眼点,这也是笔者认为他们的分析存在的不足。

<sup>③</sup> 见段亚林:《论大股东股权滥用及实例》,经济管理出版社,2001年,第49页。

1996)角度出发,应该保证剩余索取权和剩余控制权的对应;二是因为行使剩余控制权的劳动难以观察与监督(张维迎,1996),从而难以直接根据他的努力水平支付报酬,而通过享有企业剩余的方式则可以达到报酬激励的目的。

在考虑企业具体的所有权安排方案时,还必须注意以下几点:第一,相对于剩余索取权,剩余控制权显得更为重要。之所以这样说,是因为在企业实际分配过程中,剩余索取权更多地体现为一种被动的权利,持有者有权获得剩余但并不一定能够获得剩余,对此,杨瑞龙(2001)作出如下分析:“即使实际总收益可以在事前完全确定,如果利益相关者之间效用函数不一致,并且对彼此行为的信息不对称,他们就有可能通过“偷懒”和“逆向选择”等方式实施机会主义行为,寻求超过其要素产出的收入,从而造成另一方不能充分实现其索取权。这是一种典型的外部性。当然,这种“零和博弈”情况是少见的,在许多情况下,类似的外部性正是造成总收益不确定(确切地说是低于潜在产出)的主要原因。”<sup>①</sup> 剩余索取权的实现还要依赖相应的控制权保障,只有控制权得到充分保证,剩余索取者才具备足够的行为能力来索取应得的收入。第二,企业的所有权实际上是一种“状态依存所有权”(State-Contingent Ownership),即在不同的状态下剩余索取权和控制权的所有者可以是不同的主体,例如费方域(1998)就指出其中的一种情况:在企业里,剩余控制权的拥有者在不同情况下可能不同,以股份制企业为例,在正常情况下,它由股东最终拥有,一旦资不抵债,就转由债权人拥有。第三,杨瑞龙和周业安(1997)指出:“如果仅仅把最优的企业所有权安排描述成剩余索取权与控制权的对称性分布,过于笼统。现实地看,企业所有权的集中(两点式)分布仅存在于一些极端情形,更一般的情形是剩余索取权与控制权分散地对称分布于不同的产权主体。每个产权主体所拥有的份额取决于参与人之间讨价还价的结果。”<sup>②</sup>

通过对现代公司所有权安排情况的分析,特别是考察控制性股东与小股东之间权利的分配,笔者认为:小股东在公司所有权安排中受到歧视,应该享有的权利无法得到保障,具体原因如下:

首先,控制性股东实际上拥有扩大的控制权。从具体类别上看,企业控制权可以分为决策管理权、决策控制权和最终剩余控制权,其中决策管理权又可称为经营管理权或合同控制权,由经理人员持有,指的是管理企业日常经营的权力,而决策控制权主要由董事会承担,负责对企业一些重要决策方案的审批及方案执行的监督,最终剩余控制权则由股东(大会)持有,主要是指关于企业整体及股东自身权益的一些重大事项的决定权,决策控制权和最终控制权同属剩余控制权的范畴。上述各项控制权的归属是从理论上确定的,实际归属取决于有关当事人之间的讨价还价,在控制股东存在的情况下,控制性股东除了把握最终剩余控制权,还通过对董事会的控制间接获得决策控制权,甚至在某些情况下,直接向企业委派经理人员从而将决策管理权也收入自己手中。综合来说,控制性股东所实际持有的控制权是一种扩大的控制权。

其次,小股东剩余索取权的实现缺乏相应的控制权保障,尽管从理论上说,小股东的剩余索取权和控制性股东的剩余索取权同属于最后一个层次的收益分配索取权,两者除要求的份额因持股比例的不同而不同外,其他方面不存在任何差异。但是,正如前文所述,剩余索取权要求剩余控制权的对应才能真正得以实行,而小股东因所持有的投票权比例小而无法改变控制

<sup>①</sup> 见杨瑞龙主编:《企业共同治理的经济学分析》,经济科学出版社,2001年,第122页。

<sup>②</sup> 见杨瑞龙、周业安:《一个关于企业所有权安排的规范性分析框架及其理论含义——兼评张维迎、周其仁及崔之元的一些观点》,《经济研究》,1997年第1期,18页。

性股东的任何决策,因此可以认为小股东的剩余控制权形同虚设,从而所享有的剩余的索取权的实现也缺乏保证。

最后,控制性股东的利益分配权实际上优先于小股东的利益分配权。控制性股东因其所占有的对企业的绝对控制能力,在企业的利益分配中就处于一个十分有利的地位。他们可以按照自身利益最大化的标准作出最优选择,备选方案既包括循规蹈矩地克尽职责,然后按照所持股份的比例参与企业剩余的分配;也包括充分地利用手中的控制权,获得控制权的私下收益,同时还可以和小股东一起参与最后剩余的分配,两种方案孰优孰劣,控制性股东可以理性地作出选择。但是从小股东的角度出发,不论控制性股东是终的选择如何,都意味着剩余索取权的相对贬值,这是因为控制权私下收益的增加实际上是小股东权益<sup>①</sup>在转移所致。所以,从小股东剩余索取权的行权顺序或是从收益规模来看,小股东的剩余索取权都只能是一种次级的剩余索取权。

综合来说,在企业所有权的安排中,小股东应享有的剩余控制权虚设、剩余索取权退化为次级剩余索取权(相对于控制性股东的剩余索取权而言),可以说他们面对的风险增加,预期的收益减少,我们不能不认为小股东在权力配置中受到歧视,这一状况为控制性股东侵占小股东权益创造了可行的空间。

## 五、实现保护小股东权益、改善公司治理绩效的双重目标

本文第四部分的分析中已经指出:剩余控制权在企业所有权安排中起着至关重要的作用,不同的配置方案直接左右租金在企业参与各方之间的分配,同时也直接影响公司的整体效率。另外,该部分针对控制性股东和小股东之间的权力分配的分析表明:企业控制权的分配已经背离了“剩余控制权与剩余索取权对应”的最优原则,其中控制性股东持有的控制权是一种扩大了剩余控制权,而小股东所持有的剩余控制权则形同虚设,无法保证自身剩余索取权的实现,因此,从企业所有权安排的角度出发,要真正达到保护小股东的权益和最终实现公司整体治理绩效的改善,就必须从以下两个方面入手。

首先是如何对控制性股东过于膨胀的控制权利进行限制,一个基本的原则就是要切实落实权利的合理分配与相互制衡。具体来说,公司的股东大会、董事会、经理这三级架构应该各负其责、相互制衡,决策管理权应该真正归经理所有,决策控制权应该真正归董事会所有,最终剩余控制权应该真正归股东大会所有,避免权力在各方之间的不正当转移。为了防止控制性股东对其他参与人权力的侵占,就必须在三级架构的产生方式、权利义务、运作程序方面予以合理化、明确化。以董事会为例,在具体制度安排上,可以采取对人员组成的代表性予以明确规定,规定不论股权如何分配,董事会中必须包括多少比例的非控制性股东代表,多少比例的独立董事、多少比例的其他利益方代表,<sup>②</sup>避免董事会成为控制性股东的“一言堂”。

其次是如何保障小股东享有必要的剩余控制权。权利的配置有两个目的,一是保证小股东合理权益的实现,二是对大股东的行为形成一定的制约和控制。例如,可以通过以下三种方式对控制性股东在股东大会的表决权力进行限制,第一种方法是股东表决回避制度,或者称为股东投票权排除制度,具体是指当某一股东与股东大会讨论的决议事项有特别的利害关系时,该

<sup>①</sup> 在某些情况下,也包括其他利害关系人的利益,在此不特别说明。

<sup>②</sup> 许多文章中都提到的累积投票制(Cumulative Voting)也是一种保证董事会构成多元化的制度安排。

股东或其代理人均不得就其持有的股份行使表决权的制度;第二种方法是大股东表决权打折的方法<sup>①</sup>。目前已经有一些国家的公司法就此进行了不尽相同的规定,如比利时的公司法规定:单个股东在股东会上的表决票数,不得超过表决总票数的20%,也不得超过与会表决总票数的40%。1989年美国宾州的公司法含有如下条款:任何股东,不论其拥有多少股票,最多只能享有20%的投票权;<sup>②</sup>第三种方法是通过公司法或企业章程的规范,规定不同性质的提案在股东大会通过时必须满足的最低到会人数<sup>③</sup>和最低同意人数,以此来增加控制性股东滥用表决权的限制<sup>④</sup>。

实际上,具体的措施有很多,例如许多文献中涉及到的小股东的知情权、临时股东大会的召集请求权、提案权的明确和规范、股东代位诉讼制度的建立、大股东对小股东利益承诺制度的实行等等,但是笔者在此特别强调一点:由于不同的国家、不同的经济发展阶段,甚至不同的企业具体情况都不相同,因此关于如何保护小股东权益、合理地防范控制性股东股权的滥用、切实改善公司治理绩效的具体措施也应该有所不同,切忌不顾实际地照搬照抄,只要能够保证公司所有权的合理配置,任何措施都是合理的、有效的。

最后,还有必要说明的是,不要因“搭便车”<sup>⑤</sup>的心理而彻底否定小股东的能动性,实际上我们可以合理地认为,当自己的切身利益受到侵害时,任何理性的人都会为此而采取相应的行动。另外,在一定程度上,小股东放弃监督权的行使是基于事前的预期,这种理性预期表明由于大股东的投票权优势,小股东任何形式的监督行为都将是无效的,或者是成本过高,这一点在中国市场尤其突出。据《中国证券报》的调查显示:小股东不参加股东大会的原因一是股东大会不能真正反映中小股东的意愿,去参加这样一个不能反映自己意愿的会议毫无意义;二是时间和费用。61%的人认为股东大会只反映了大股东的意愿,因此,对于上市公司来说,股东大会是上市公司必须经过一种法律形式,而对中小股东来说,就是走走过场而已,只有2%的人认为股东大会能够真正体现广大股东的意愿<sup>⑥</sup>。当然,这么说并不是彻底否定小股东“搭便车”心理对监督行为的影响,笔者的真实意思是,通过有效的制度安排,可以在相当程度上发挥小股东的监督作用,例如由James M. Buchanan(1965)提出可以用来解决“搭便车”问题的“俱乐部假说”。<sup>⑦</sup>当然,这么说并不是彻底否定小股东“搭便车”心理对监督行为的影响,笔者的真实意思是,通过有效的制度安排,可以在相当程度上发挥小股东的监督作用,例如由James M. Buchanan(1965)提出可以用来解决“搭便车”问题的“俱乐部假说”<sup>⑧</sup>。在一定意义上就具有参考价值,企业可以成立小股东协会,负责维护小股东的权益,协会成员在一定范围内享有信息和服务的优先权。

① 这实际上是对“一股一票”制的突破,虽然哈特(1998)认为“一股一票”是最优的投票权结构,但目前这一观点正逐渐受到挑战。

② 见崔之元:《美国二十九个州公司法变革的理论背景》,《经济研究》1996年第4期,第36页。

③ 考虑到小股东在地域上的分散,可以采用委托代理股票制度或采取其他一些现代化的通讯方式与会,而不必硬性规定必须亲自到场。

④ 转引自齐斌:《股份有限公司小股东权益保障研究》,选自王保树主编,《商事法论集》第3卷,法律出版社,1999年,627页。

⑤ 按照“搭便车”的通常含义,每个消费者都有权力去享受由他人提供的公共品,而不愿意支付规定的价格。公共品的提供者可以是政府,也可以是私人或私人部门。在公司治理结构中,“监督”成为一种公共品。

⑥ 见一心:《读者调查综述:权利在你手中》,《中国证券报》,1999年6月26日,第9版。

⑦ 见Buchanan, J. M.《读者调查综述:权利在你手中》,《中国证券报》1999年6月26日,第9版。

⑧ Buchanan, J. M.《An Economic Theory of Clubs》, *Economica*, 32, 1965. 也可参见张军:《现代产权经济学》,上海三联书店/上海人民出版社,1994年,128-139页。



## 六 结 论

目前多数关于公司治理的研究大多以 Berle和 Means的“两权分离”现象为即定的前提假设,从而认为股东与经理人员之间的利益冲突是公司最基本的代理问题,因此股东与经理之间的“激励相容”问题就成为公司治理的核心问题,在此基础上,普遍的观点是,小股东在对经理人员的监督中倾向于“搭便车”,只有控制性股东才真正具有承担监督职责的动力,因此控制性股东的存在可以保证以司治理的效率;与此同时,大量的研究及事实揭示控制性股东侵占小股东利益已经成为一个非常普遍的问题,综合考虑上述两个方面,那么是否意味着控制性股东对小股东利益的侵占是改善公司治理绩效的必要代价?

对于这个问题,本文的结论是否定的,即保护小股东权益和改善公司治理绩效这两个目标可以同时达到,而且也是互相依托,互为条件的。具体论述的逻辑是:首先,在一些相关的研究的基础上,本文提出公司治理关注的基本代理问题应该是广大小股东与控制性股东之间的代理冲突,而不是普遍认识上的股东与经理之间的代理冲突。接着,本文指出控制性股东对小股东利益的侵占是一个普遍存在的问题并尝试运用产权分析的方法从公司所有权安排的角度具体考察控制性股东及小股东各自所实际获得的权利,分析的结果表明小股东在公司所有权安排中遭到歧视对待,从而为控制性股东目追求控制权的私下收益提供了较大的可行空间。最后,本文就过分强调“搭便车”对小股东监督行为的影响的观点提出批驳,认为只要在所有权安排过程中保证权利在各个参与主体之间的合理分配和有效制衡,在此基础上,通过一定的制度安排就可以确保小股东在很大程度上克服“搭便车”问题并对控制性股东进行有效的监督,从而同时实现保护小股东权益和改善公司治理绩效这两个一度被视为是相互排斥的目标。

### 〔参考文献〕

- (1) 布莱尔:《所有权与控制:面向 21 世纪的公司治理探索》[M],中国社会科学出版社,1999年。
- (2) 陈昕:《财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》,上海三联书店 上海人民出版社,1994年。
- (3) 费方域:《企业的产权分析》[M],上海三联书店 上海人民出版社,1998年。
- (4) 哈特:《企业、合同与财务结构》[M],上海三联书店 上海人民出版社,1998年。
- (5) 黄群慧:《控制权作为企业家的激励约束因素:理论分析及现实解释意义》[J],《经济研究》2000年第 1期,41- 47页。
- (6) 梁能主编:《公司治理结构:中国的实践与美国的经验》[M],中国人民大学出版社,2000年。
- (7) 王彬:《公司的控制权结构》[M],复旦大学出版社,1999年。
- (8) 吴建斌:《股东代表诉讼制度及其在我国的确立和完善》[J],《南京大学学报(哲学·人文学科·社会科学)》2000年第 1期,80- 34页。
- (9) 谢德仁:《企业剩余索取权重要吗:大股东的流窜匪帮战略与会计信息失真?》[D],工作论文,清华大学中国经济研究中心,北京,2001年。
- (10) 夏冬林、钱萃:《“搭便车”与公司治理结构中股东行为的分析》[D],工作论文,清华大学中国经济研究中心,北京,2000年。
- (11) 张军:《现代产权经济学》[M],上海三联书店 上海人民出版社,1994年。
- (12) 张维迎:《所有制、治理结构及委托代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点》[J],《经济研究》

- (13) Barclay, Michael and Clifford Holderness,“ Private Benefits from Control of Public corporations”, *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, 371- 395.
- (14) Bebchuk, Lucian Aryu,“ A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and control”, Discussion Paper, Harvard Law School, 1999.
- (15) Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry H. P. Lang,“ Expropriation of Minority Shareholders Evidence from East Asia”, Working Paper, World Bank, 1999.
- (16) Hart, Oliver and John Moore,“ Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98, 1990, 1119- 1158.
- (17) Jensen, Michael and William Meckling,“ Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 11, 1976, 5- 50.
- (18) La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny,“ Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1998, 1113- 1155.
- (19) LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer,“ Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54, 1999.
- (20) LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny,“ Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, 3- 37.
- (21) McConnell, John and Henri Servaes,“ Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, 595- 612.
- (22) Qi, Daqing, Woody Wu and Hua Zhang,“ Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms Evidence from Listed Chinese Companies”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 2000, 587- 610.
- (23) Shleifer, Andrei and Robert Vishny,“ Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94, 1986, 461- 488.
- (24) Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny,“ A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 1997, 737- 783.
- (25) Zingales, Luigi,“ Corporate Governance”, NBER Working Paper Series, No. 6390, 1997.
- (26) Zingales, Luigi,“ In Search of New Foundations”, *Journal of Finance*, Aug. 2000, 1623- 1653.

(J)