

公司治理理论的现代演变 ——从股东利益最大化到相关利益者理论

沈洪涛¹, 沈芝峰²

(1.暨南大学 管理学院,广东 广州 510630; 2.厦门大学 管理学院,福建 厦门 361000)

摘要:全球的公司治理模式简要分为两类:股东模式和相关利益者模式。以最大化股东利益为目标的股东模式在董事会、大股东和公司控制权市场这些内部和外部治理机制上都存在明显的缺陷或失败。相关利益者理论的发展导致了公司治理理论的现代演变。相关利益者理论认为,公司治理从本质上说是各相关利益者之间制衡关系的有机整合,其目标是最大化整个公司的财富创造。相关利益者公司治理成为可替代股东模式的公司治理形式。

关键词:公司治理;股东利益至上;相关利益者理论

基金项目:国家自然科学基金项目(70772099),广东省自然科学基金项目(7300574),广东省普通高校人文社会科学重点研究基地创新团队项目(07JDTDXM63003)。

作者简介:沈洪涛(1967-),女,江苏无锡人,管理学博士,暨南大学管理学院副教授,主要从事财务管理与财务会计研究;沈芝峰(1963-),男,福建厦门人,厦门大学管理学院教授、博士生导师,主要从事财务管理研究。

中图分类号:F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1096(2008)06-0108-04

收稿日期:2008-09-01

一、引言

公司治理是关于如何通过契约、组织设计和法律等制度安排使得公司更有效率的经济学问题。我们可以从广义和狭义两个方面来认识公司治理。狭义的公司治理就是一种指导和控制公司的体系,明确公司的不同参与者——如董事会、经理、股东和其他利益相关者之间权利和义务的分配,并清楚说明就公司事务进行决策的规则和程序。广义的公司治理不仅包括上述方面,还包括了公司的人力资源管理、收益分配激励制度、财务制度、企业战略发展决策管理系统、企业文化和一切与企业高层管理控制有关的其他制度安排。本文从狭义的公司治理概念出发来探讨公司治理理论从股东利益最大化到相关利益者理论的现代演变。

由于各国公司经营环境的不同,公司治理也出现了不同的模式。Maher等人(2000)将全球的公司治理模式简要地分为两类:股东模式和相关利益者模式。以美国为代表的股东模式强调公司治理的目标就是最大化股东利益;以德国和日本为代表的相关利益者模式则认为公司治理必须考虑相关利益者的利益。由于美国公司在全球经济中的地位,使得美国主导的股东利益最大化的公司治理模式得到很多国家的关注和推崇。在我国建立现代企业制度、完善公司治理机制的改革过程中,股东利益至上也成为主要的声音。但实际上,就是在美国,有学者在上个世纪60年代就提出并发展了相关利益者的思想,并在上个世纪80年代从法律制度层面上明确了相关利益者在公司中的权利,导致了公司治理理论的现代演变。

二、股东利益最大化目标下的公司治理机制

在相关利益者理论产生影响之前,关于公司治理的大量理论都是建立在股东利益最大化的目标之上。从Berle-Means(1932)命题出发,现代企业理论认为,在大公众公司里,所有权和控制权的相互分离,使股东与管理者之间形成一种委托代理关系。在这一委托代理关系框架中,作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来有效地管理公司。但是由于管理者本身具有道德风险,股东与管理者之间又存在信息不对称,加上契约的不完备性,因此产生代理成本问题(Jensen et al, 1976)。为了解决代理成本问题,股东必须要通过一定模式的公司治理来对管理者进行监督、约束和激励。

股东利益最大化下的公司治理包括内部治理机制和外部治理机制两大部分。前者主要指董事会和大股东的监督机制,后者则指代理表决权竞争、要约收购或兼并以及直接购入股票等,也就是现在通称的公司控制权市场。

(一)董事会的约束

董事会在公司治理中发挥着根本性作用。法律制度赋予董事对公司的委托托管责任,董事会承担着聘用与解雇高级管理层和监督重大经营决策的责任。董事会在公司治理结构中的作用正如Baysinger和Butler(1985)所指出的:“董事会用于解决决策者和剩余风险承担者之间的利益冲突。它使与所有权和控制权分离(专业化)的交易(代理)成本更为经济化,从而让公众公司能作为一种组织形式幸存下来。”不少学

者不约而同地指出董事会在公司治理结构中的重要性。例如 Hemalin和 Weisbach(2000)指出,“(董事会)抓住了公司治理的核心,某种程度上而言,也就抓住了管理的核心。”Lipton和 Lorsch(1992)曾援引美国证券监督与管理委员会前任主席 Richard Breeden的话表明:“从任何一个角度来说,董事会制度都是我们整个公司治理体制的关键之处。”

(二)大股东的监督

在股权分散的 Berle - Means型公司中,对于小股东而言,由于监督的收益远远小于监督的成本,通常没有监督的积极性。当投资者持股超过一定比例成为大股东时,出于自身利益需要而具有了监督管理层的动力,监督的最终动力来源于大股东的剩余索取权。

(三)公司控制权市场的制衡

公司控制权市场(通常也被称作收购市场)是一个由各个不同管理团队在其中互相争夺公司资源管理权的市场(Jensen et al, 1984)。由于存在活跃的公司控制权市场,管理层面临着有可能随时被撤换的压力。来自公司控制权市场的威胁迫使管理层努力工作,减少损害股东利益的行为,以保证公司经营良好,股价上升,避免公司被收购。所以公司控制权市场成为股东监督管理层实现股东利益最大化的有效工具。

三、股东利益最大化目标下公司治理机制的缺陷

无论是以董事会、大股东为代表的公司内部治理机制还是以公司控制权市场为代表的公司外部治理机制,其本质都在于实现公司股东利益的最大化,而这三个方面的机制是否真正能在公司治理中发挥预期的作用却值得怀疑。这三个机制各自存在着明显的缺陷。

(一)董事会制度的缺陷

关于董事会的有效性一直是有争议的。“在所谓的‘美国八十年代的十年’里,整个公司的内部控制系统是非常失败的,而公司董事会要对内部控制系统的失败负最为主要的重大责任(Jensen, 1993)。”于是,公司治理的研究者提出对董事会进行改革,重点是改造董事会的构成,增加董事会中独立董事或非执行董事(这两类董事在本文中统称为外部董事)的比例,以提高董事会的独立性。美国加州公共雇员退休系统(CalPERS)1998年制定的《公司治理机制纲要》的核心原则之一就是董事会的独立性,认为独立性是董事会承担责任的基础,建议绝对多数的董事会成员应为独立董事。英国1992年的《Cadbury报告》指出,“委员会认为非执行董事的能力对于制定和保持公司治理的水平特别重要”,因此要求“董事会应有数量充足的高素质的非执行董事。在《OECD公司治理原则》的注释中也包括“董事会应当考虑安排足够数量的非执行董事,以对有潜在利益冲突的事务行使独立的判断”。

但是在外部董事的任命、推动力以及发挥作用的可能性方面存在很多值得怀疑的地方。从法律上看是股东选举董事,包括外部董事,但在实践中经常是股东简单地批准一个被管理者推荐的候选人名单,事实上是公司的管理者选择监督他们的外部董事。从推动力方面来看,公司通常不向外部董事支付大额报酬且其报酬极少与公司的表现有关,外部董事可能没有足够的经济动力执行必要的任务。还有一个方面就是,外部董事在向管理层的权力发起挑战时经常处于劣势。

他们可能无法接触到与管理者对抗所需要的事实;就是能接触到准确的信息,也不意味着能做有用的事。一个典型的外部董事不会有足够的时间来关注公司的情况(Cheffins, 1997)。

学术界关于外部董事所进行的实证研究也没有得出统一的结论。如 Byrd和 Hickman(1992)在总结了一系列实证研究后得出的看法是,“外部董事的重要性并非普遍被接受”,“实证研究没能解决关于公司董事会、特别是外部董事的重要性的争论”。而 Hemalin和 Weisbach(2000)认为,“除了在‘危机’状况下之外,很少或没有直接的证据能够说明外部董事发挥了控制作用”。

(二)大股东的缺陷

在公司治理中,大股东始终被看作是可以发挥对管理者的积极的监督作用的。上个世纪80年代后期,在美国的收购与反收购浪潮中,出现了一种观点,认为只有当大型金融机构对公司进行长期的“关系投资”时,才能解决公司治理中存在的市场短视问题;而且当管理者试图稳定公司和董事会使其免遭收购时,他们也希望有持有大份额股份并积极参与公司治理的金融资本家的存在。在美国,金融机构平均持有公司一半以上的股权,在最大和股票最抢手的公司,机构投资者所拥有的股票约占公司总发行量的60%~70%。在英国,养老金、保险公司、信托投资公司等机构持有上市公司超过70%的股份。看上去,机构似乎在公司治理中发挥了重要作用,如加州公共雇员退休系统就是一个典型。但迄今为止的事实表明,尽管存在一些机构活动,但由于很少有机构持有一个公司5%以上的股份,所以,在多数情况下,他们认为干预成本会超出利益。布莱尔(1996)认为,机构投资者作为监督者,非但不能解决公司中固有的代理问题,还会由于在管理者和股东之间增加了另一层监督而加剧代理问题。

如果上述种种弊端仍不能消除对以机构为代表的大股东的幻想,那么 La Porta等人(1999)的研究就可以彻底改变人们对所有大股东的认识。他们在分析了27个富裕国家的大公司的所有权结构后发现,在美国之外,特别是对股东保护较弱的国家,现代公司的所有权呈现出与 Berle - Means结构完全不同的景象,即使在最大的公司中也存在控股股东,而且事实上,高管通常就来自控股股东,但是却没人监督这些控股股东,于是又出现了控股股东侵占小股东和其他投资者利益的问题。Berle - Means结构下股东与管理者之间的代理问题演变成了以控股股东和管理者为一方内部人与以小股东和债权人为另一方的外部人之间的利益冲突。因此,La Porta等人(2000)提出,公司治理改革的目标之一就是保护包括债权人在内的外部投资者的权利。

(三)公司控制权市场的缺陷

在公司控制权市场主流理论看来,公司治理的内部控制机制已经失效,只有资本市场这种公司外部控制机制最为有效,其中又以收购为主。“收购非但不会损害公司股东的利益,实际上还会给收购双方股东带来巨大的财富(Jensen, 1984)。”Jensen(1984)还指出,股票价格是衡量收购对公司影响的最好方法。对于卷入收购事件的公司,无论是收购方公司还是被收购方公司的股票价格都会得到异乎寻常的提高。大量的经验证据说明,目标公司股东能够从收购中得到相当大的收益,但是对于收购方公司,结果则不明显。尽管不能找到证据证明收购方公司总能得到正的超常收益率,公司控制权市场理论的代表人物 Jensen和 Ruback(1983)通过将收购

方公司和目标公司的收益率放在一起比较,得出“兼并是净现值为正的投资”,意即目标公司的收益足以补偿收购方公司可能出现的损失。这样,即使收购活动不符合帕累托最优,也可以从 Kaldor - Hicks效率 中找到理论上和立法上的支持。

但是在解释收购兼并的收益来源时,公司控制权市场的支持者却遇到了麻烦。也许他们可以用协同效应来说明善意收购中公司股东的收益来源,可是监督性的恶意收购在有利于股东的同时,剥夺了债权人的财富以及经理和工人的人力资本,实际上是社会财富的转移。正是因此,美国共有 29 个州在 20 世纪 80 年代先后制定了某种形式的规范收购活动的法律,控制权市场这一股东利益最大化目标下硕果仅存的治理机制也无法伸展拳脚了。也正是关于收购会不会损害股东之外的相关利益者利益的论战,引发了对相关利益者公司治理的思考。

由此可见,着眼于股东与管理者关系的公司治理在董事会、大股东和公司控制权市场这些内部和外部机制上都出现明显的缺陷或失败。在现代企业中,随着 Berle - Means型公司“出现消褪”(La Porta et al, 1999),认为要依靠股东来监督经营者并保证企业的资源得到有效使用的 Berle - Means命题受到了质疑。股东并不能总是行使全部所有权职责,如果将目标固定在股东与管理者的关系上,就会陷在股东是唯一的所有者这个逻辑陷阱中,这也许正是股东利益最大化目标下的公司治理失效的症结所在。

四、相关利益者公司治理理论

相关利益者理论是上个世纪 80 年代中期兴起的一种理论思潮。相关利益者理论认为,“可以影响到一个组织目标的实现或受其实现的影响的人”都可以称为相关利益者(Freeman, 1984)。股东只是相关利益者之一,供应商、客户、雇员、股东、社区以及管理者也是在公司中拥有利益或具有索取权的群体,所有这些具有合法利益的个人或群体都应该得到公司利益上的好处,没有哪一个人或哪一群人的利益和好处要比别人占先。

为此,相关利益者理论认为,现代公司是由各个利益平等的相关利益者组成,股东只是其中的一员,从而否定了公司是由持有公司普通股的个人和机构“所有”的传统观念。布莱尔(1996)指出,股东并没有承担理论上的全部风险,他们能够通过证券组合来降低风险,而其他相关利益者,如债权人、员工等也承担了部分的风险。当公司的总价值降低到股东所持股票价值等于零时,债权人也成为剩余索取者。供应商、客户、员工等也提供了专用性的投资,员工提供的是一种特殊的人力投资。公司不是简单的实物资产的集合,而是一种“治理和管理着专业化投资的制度安排”。因此,企业是所有相关利益者之间的一系列多边契约,管理者是这一组总契约的代理人,而不仅仅是股东的代理人。管理者不仅要为股东、还要为公司所有相关利益者的利益服务(沈艺峰等, 2001)。在相关利益者理论的框架下,传统的股东与管理者之间的委托代理关系扩展为相关利益者与管理者之间的委托代理关系。所以,公司治理从本质上说是各相关利益者之间制衡关系的有机整合。

1990年 3 月,美国宾夕法尼亚州参众两院以压倒多数通过了《宾西法尼亚州 1310 法案》,作为 1983 年宾夕法尼亚州

公司法的修正法案。该法案从根本上改变了公司股东和管理者之间传统的委托代理关系,使得“相关利益者理论成为当今企业和社会至少某一个重要方面的主旋律”(Donaldson et al, 1995)”。《宾西法尼亚州 1310 法案》主要包括 5 项条款,其中最为重要的是“信托责任条款(Fiduciary Duty Provision)”。该条款规定,董事会的决策只要是从公司的最大利益出发,就无需考虑公司任何起支配作用或占控股地位的特殊团体的利益。该条款授权公司董事会今后在考虑公司决策变动时,不仅只是关心其对公司股东的短期和长期影响,还必须照顾到该决策对公司相关利益者的短期和长期作用。在这里,所谓的公司相关利益者,不仅限于指股东,而且还包括公司员工、客户、供应商、债权人以及当地的社区成员。《宾西法尼亚州 1310 法案》允许董事会和管理者可以不必特别地照顾任何占支配或控制地位集团的利益,实际上要求董事会不仅仅对股东,还要对公司所有相关利益者都负有信托责任。如此,“股东利益至上”理论中董事会和管理者必须以公司利益最大化为目标的核心概念失去了法律的支持,遭到了根本性的打击。所以说,《宾西法尼亚州 1310 法案》标志着相关利益者理论对“股东利益至上”理论的批判正式化。

上个世纪 90 年代布莱尔提出了相关利益者公司治理的思想,相关利益者公司治理成为可替代 Berle - Means型公司治理的结构形式。相关利益者公司治理的目标是最大化整个公司财富创造的潜能,而不仅仅是为股东最大化财富价值。因此,治理制度将相应的决策和控制权授予相关利益者,“坚持公司应该为所有的相关利益者服务的观点,而且,契约安排和治理制度还应该被设计用来分配控制权、回报和责任给这些相应的相关利益者——那些贡献了专用化投入的企业参与者(布莱尔, 1996)”。

随着相关利益者理论的传播,各国在公司治理的实践中越来越重视相关利益者的利益。如 OECD 在 1999 制定的公司治理原则中将公司治理界定为是包括公司管理层、董事会、股东和其他利益相关者之间的一整套关系。我国证监会和国家经贸委在 2002 年 1 月 7 日颁布的《上市公司治理准则》第六章专门强调了公司的利益相关者,要求“上市公司应尊重银行及其他债权人、职工、消费者、供应商、社区等利益相关者的合法权利”。

但是,相关利益者公司治理理论到目前为止仍然无法取代股东利益至上理论的主流地位,一方面是由于相关利益者理论自身在理论上的不成熟,没能彻底推翻股东利益至上论;另一方面还没有设计出一套完整可行的相关利益者公司治理的机制。应该看到的是,任何理论的形成,开始都很不完善,但只要它反映了社会与时代的需要,就会有无限的生命力。

参考文献:

- 布莱尔. 1996 所有权与控制:面向 21 世纪的公司治理探索[M]. 张荣刚,译. 北京:中国社会科学出版社.
- 沈艺峰,林志扬. 2001. 利益相关者理论评析[J]. 经济管理 (8): 19 - 24.
- BAYSNGE B D, BULTER H D. 1985. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition[J]. Journal of Law, Economics and Organization, (1): 650 - 657.
- BERLE A, MEANS G. 1932. Private Property and the Modern Corporation[M]. New York: Macmillan

- BYRD J W, HICKMAN K A. 1992. Do Outside Directors Monitor Managers? [J]. *Journal of Financial Economics*, (32): 195 - 221.
- CHEFFNS B. 1997. *Company Law: Theory, Structure, and Operation*[M]. London: Oxford University Press
- DONALDSON T, PRESTON L E. 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications[J]. *Academy of Management Review*, (20): 65 - 91.
- FREEMAN R E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*[M]. Boston: Pitman Publishing Inc
- HERMAL N B E, WEISBACH M S. 2000. Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature[J]. *Economic Policy Review*, 9(1): 7 - 26
- JENSEN M, MECKLING W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, (3): 305 - 360
- JENSEN M, RUBACK R S. 1983. The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, (11): 5 - 50.
- JENSEN M. 1984. Takeovers: Folklore and Science [J]. *Harvard Business Review*, (11 - 12): 109 - 121.
- JENSEN M. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System [J]. *Journal of Finance*, (58): 831 - 880
- LA PORTA R, et al. 1999. Corporate Ownership around the World[J]. *Journal of Finance*, (54): 71 - 517.
- LA PORTA R, et al. 2000. Investor Protection and Corporate Governance [J]. *Journal of Financial Economics*, (58): 3 - 27.
- LIPTON M, LORSCH J W. 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance [J]. *Business Lawyer*, (1): 59 - 77.
- MAHER M, ANDERSON T. 2000. Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth, in *Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimes and Capital Markets*[M]. RENNEBOOG L, et al. London: Oxford University Press

(编校:沈育)

The Modern Evolution of Corporate Governance Theory ——From Shareholder Benefit Maximization to Stakeholder Theory

SHEN Hong - tao¹, SHEN Yi - feng²

(1. *Management School, Jinan University, Guangzhou 510630, China;*

2. *Management School, Xiamen University, Xiamen 361000, China)*

Abstract: Corporate governance models in the world can be simply classified into two kinds: shareholder model and stakeholder model. The shareholder model, which aims at maximizing shareholders benefit has obvious flaw or failure in the inside and outside governance mechanisms of BOD, substantial shareholder and corporate control market. The development of the stakeholder theory brings about the modern evolution of corporate governance theory. Stakeholder theory holds the essence of corporate governance is the integration of the balancing relationships between stakeholders and its goal is the maximization of the value creation for the whole company. Stakeholder model for corporate governance becomes the feasible substitute for the shareholder model.

Key words: corporate governance; shareholder benefit maximization; stakeholder theory