

相关利益者理论评析

沈艺峰 林志扬

内容提要：“股东利益至上”理论认为，现代公司里股东与管理者之间存在一种委托代理关系。作为代理人的管理者，要对作为委托人的股东负有信托责任，即管理者的行为要从股东利益最大化的目标出发，股东利益优于其他相关利益者的利益。从20世纪90年代开始，“股东利益至上”理论受到相关利益者理论的挑战。相关利益者理论主张，现代公司是由各个利益平等的利益相关者所组成，股东只是其中的一页，管理者不仅仅要为股东、还要对公司所有相关利益者的利益服务。

关键词：股东 管理者 相关利益者 委托代理理论

现代公司，被认为是由各个相关利益者所构成的“契约联结体”（詹森和麦克林，1976）。就传统理论而言，股东作为剩余风险的承担者，享有法律上所赋予的对公司的控制权。而根据伯利和米因斯对美国最大的200家公司的分析，大公司的股票由如此之众多的股东所拥有，以至于没有任何一个股东能拥有其中一家公司足够多的发行在外的股票。所以，现代公司发展的结果是，财富的所有者没能适当的控制权，而控制财富的人则没有适当的所有权。在这一背景下，公司股东要把公司的控制权委托给管理者，作为代理人的管理者，被要求对作为委托人的股东负有法律上的信托责任，即管理者的行为要从股东的最大化利益出发，股东利益优于其他相关利益者的利益。从20世纪90年代初开始，“股东利益至上”理论正式受到了相关利益者理论的强烈挑战。本文主要介绍相关利益者理论产生的背景、内容及对其之批评。

一、相关利益者理论的起源和发展

相关利益者理论的思想最初可以追溯到伯利和

米因斯以及多德等人，伯利和米因斯在其名著《私有财产与现代公司》一书里曾指出：“以所有者为一方和以控制者为另一方，之间形成了一种新的关系。……（这一关系涉及）公司的参与者股东、债权人及某种程度上还包括其他债权人。”^①多德说得更清楚：“倘若公司作为一个主体是真实存在的，那么如下定理就是现实存在，而不仅仅是法律上的虚构，即公司的管理者对于公司主体的全部而不是仅是个别的成员负有信托责任，换句话说，管理者是一个组织（具有多重构成成员在内）的受托人，而不只是股东的代言人。”^②这说明在“股东利益至上”盛行的同时，少数学者“已有不同声

^①伯利和米因斯：《私有财产与现代公司》，麦克米伦出版公司，1932年，第7章，第7页。

^②见多德：“公司管理者是谁的受托者？”转引自见唐纳森和普雷斯顿：“公司相关利益者理论：概念、证据和应用”，载《管理学会评论》1995年，第20卷，第65页。

音。”到了所谓美国80年代的10年^①，特别是弗里曼有里程碑式的图书《战略性管理：一种相关利益者方法》出版后，“出现了将近一打的书和超过100篇文章首要重点在讨论相关利益者的概念”。^②但真正使“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主旋律”^③的事件，则是1990年美国《宾夕法尼亚州1310法案》的通过。

1990年3月27日，美国宾夕法尼亚州参众两院以压倒多数获得通过《宾夕法尼亚州1310法案》，法案并被正式写入宾夕法尼亚州公司法第十五款第三十六条，作为1983年宾夕法尼亚州公司法的修正法案。《宾夕法尼亚州1310法案》主要包括5项条款，前3项条款意在强化管理者抵御恶意收购的能力，一般所说的宾夕法尼亚反收购法指的就是这3项条款；后两个条款则是为了在一旦恶意收购得逞后，能够保护员工的利益，其中最为重要的是所谓的信托责任条款。信托责任条款(Fiduciary Duty Provision)规定，董事会的决策只要是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(share holders)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(stake holders)的短期和长期作用。在这里，所谓公司相关利益者，不仅限于指股东，而且还包括公司员工、客户、供应商、债权人甚至于当地其他社区成员。

《宾夕法尼亚州1310法案》从根本上改变了公司管理者和股东之间传统的委托代理关系，即董事会和管理者对股东的信托义务；股东作为公司的各相关利益人中的一个权利平等的组成部分，不再享有詹森所说的“特殊地位”；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。正如西泽切克和德塞特西凯斯所指出的：“(反收购)法律让宾夕法尼亚公司的董事会和管理者不需要对任何相关利益者承担任何责任了。”^④从另一方面来说，这实际上也是要求董事会不仅仅要对股东，还要对公司所有相关利益者都负有诚信责任。如此一来，“股东利益至上”理论中董事会和管理者必须以公司股东利益最大化为目标的传统核心概念，遭到根本性的破坏，也标志着

相关利益者理论对“股东利益至上”理论的批判正式化。以詹森、鲁巴克和多德等人代表的“股东利益至上”的主流理论受到了反主流理论的重大挑战。

二、 相关利益者理论的主要内容

相关利益者理论的关键论点，在于它对所有者在公司中地位的弱化。所谓弱化所有者的地位，指相关利益者理论否定“公司是由持有该公司普通股的个人和机构‘所有’”的传统核心概念。主张“相关利益者”的学者指出，公司不应该是由股东主导的“分享民主”的企业组织制度，公司本质上是一种受产品市场影响的企业实体，股东的利益并非靠表决权的保护，而是要依赖于股票市场、产品市场和经理人市场的保护。比起债权人、管理者和公司其他雇员等给公司贡献出特殊资源者来说，不仅仅股东才是公司的所有者。^⑤其他相关利益者理

^①“美国80年代的10年”(decade of the 80's)只是一个通称，时间上不光只是指80年代这10年。“一般所指称的‘美国80年代的10年’实际上是在70年代早期当能源价格从1973年到1979年间翻了10倍时就开始的。”(见詹森：“现代工业的进行、退出和内部控制制度的失败”，载《财务学刊》1993年，第48卷，第836页。)1982~1984年的美国总统经济顾问委员会主席、哈佛大学经济学教授费尔德斯坦曾深刻指出：“整个20世纪80年代是美国经济政策发生根本性变化的时代。”(见《20世纪80年代美国经济政策》，[美]马丁·费尔德斯坦主编，经济科学出版社，2000年版)。

^②见唐纳森和普雷斯頓：“公司相关利益者理论：概念、证据和应用”，载《管理学会评论》1995年，第20卷，第65页。

^③同注^②，第66页。

^④西泽切克和德塞特西凯斯：“地方州对公司控制权市场的干预”，载《财务经济科学刊》，1992年，第31卷，第8页。

^⑤见伊斯特布鲁克和费歇尔：“公司法里的表决权”，载《法学与经济科学刊》1983年，第25卷，第396~397页。

论对“股东利益至上”提出了尖锐的批评。例如，相关利益者理论最著名的鼓吹者之一、美国布鲁金斯研究中心布莱尔博士就指出，实际意义上的公司股东妄为理论上的所有者的身份，因为他们并没有承担理论上的全部风险，“这些股东几乎没有任何我们所期望的、其作为公司所有者本身所应有的典型的权利和责任”^①，其他相关利益者如雇员和债权人也承担了一部分的风险。因此，公司不是股东一家所有的“公司”，股东只是拥有公司股份，而不是拥有公司。“如果公司不是由其股东所‘拥有’，并且股东仅仅是一组对公司拥有利益者中的一员，他们都对公司有要求权。那么，我们就没有理由认为股东的利益会或应该优于其他利益拥有者。”^②而且，布莱尔还进一步指出，由于各种创新金融工具的产生，股东能够通过证券组合方式来降低风险，从而也降低了激励他们去密切关心公司生产经营的动力，所以，股东具有“最佳的激励来监督经营者并观察企业的资源是否被有效地使用——在伯利—米因斯模型中可能就不存在了。”^③如此说来，所有权不那么重要了，现代企业理论所推崇的所有权和控制权分离的说法变成是错误的了。“我们一直在被灌输一种说法，即产权是市场和资本主义的组织方式赖以存在的制度基础……这种说法受到了冲击。”^④既然确认了股东不是公司的惟一所有者，那么，还有谁是公司的所有者呢？“相关利益者”认为，公司的出资不仅来自股东，而且来自公司的雇员、供应商、债权人和客户，后者提供的是一种特殊的人力投资。因此，公司不是简单的实物资产的集合物，而是一种“治理和管理着专业化投资的制度安排。”布莱尔曾说过一段著名的话，她说：“由于股东享有有限的责任，因此他们并不总是惟一的剩余索取者，有限责任意味着股东的损失不会高于他们在公司里已有的投资。当公司的总价值降低到股东所持股票价值等于零这一点时，根据界定，债权人对公司索取权的价值也开始减少，债权人便成为剩余索取者。”^⑤按照这一逻辑关系，董事会和管理者就不应当只是单方面地为股东利益最大化服务，而评价诸如恶意收购之类与公司治理结构相关的交易也不应仅仅是以股东利益最大化为标准，而是应当考虑到社会福

利最大化。如此，布莱尔等人的论点一下子就推翻了“伯利—米因斯模型的一个基本假设：最大化公众股票的价值等于最大化公司创造的总财富。”^⑥我们知道伯利—米因斯模型是现代企业理论的根据，也是“股东利益至上”理论的基石。思想起源于伯利—米因斯的相关利益者理论本身又推翻了伯利—米因斯模型，也就等于否定了“股东利益至上”理论的主流观点以及“过去15年里大量的实证研究提供了知识上的正当理由。”^⑦

三、相关利益者理论的思想基础

那么，到底哪些人是相关利益者呢？在相关利益者理论里，所谓相关利益者指：“在公司行为的程序和/或权利义务方面具有合法利益的个人或群体。”^⑧斯坦福研究所（SRI）还有一个很极端的定义，它把相关利益者界定为“那些如果没有他们的支持企业组织将不复存在的群体。”^⑨从上述定义出发，相关利益者观点认为，在一家公司里有合法利益的所有个人或群体，都应该得到这些利益上的好处，没有哪一个人或哪一组人的利益和好处要比别人占先的。为此，相关利益者理论提出两个核

①见布莱尔：“共同的‘所有权’”，载《经济社会体制比较》1996年，第3期，第38页。

②见凯、西尔伯斯通：“关于‘相关利益者’的争论”，载《经济社会体制比较》1996年，第3期，第44页。

③见布莱尔：《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年版，第36页。

④同注③，第43页。

⑤同注③，第22页。

⑥同注③，第36页。

⑦同注①，第39页。

⑧见唐纳森和普雷斯頓：“公司相关利益者理论：概念、证据和应用”，载《管理学会评论》1995年，第20卷，第67页。

⑨见弗里曼：《战略性管理：一种相关利益者方法》，皮德曼出版社，1984年版，第31页。

心原则，其一，必须根据相关利益者在公司里的利益来确认相关利益者的身份，而不论公司是否在相关利益者身上具有利益；其二，所有相关利益者的利益都具有内在价值。但是，相关利益者理论的主张者认识到，无论是传统的新古典企业理论，还是资本主义的自由市场经济理论，都“无力为相关利益者理论提供支持”。前者据说“殊途不同归”；后者尽管“非常正确也很重要”，但却是既能被拿来解释相关利益者理论，也能被用于说明“股东利益至上”主义，不为相关利益者所独享。而相关利益者理论要能够被学术界所接受，它就必须表明它的理论基础，或者至少说清楚与既有经济管理理论的相互联系。

从文献上看，相关利益者理论具有两大理论基础，一个是契约理论，另一个据说是产权理论。具有讽刺意味的是，契约理论和产权理论一直被认为是“股东利益至上”理论最为坚实的思想根基。但是相关利益者理论争辩说，应用契约理论来解释企业的存在，其中有两个相互联系的中心点，即企业是一组契约的联结点 and 委托代理关系。持相关利益者观点的学者指出，要是从“企业是一组契约”这一角度来分析，则别有洞天。按照弗里曼和欧文等相关利益者的另类理解，企业既然是“一组”契约，这“一组”契约当然包括管理者、雇员、所有者、供应商、客户及社区等之间的契约。“（企业）是所有相关利益之间的一系列多边契约。”^①每一个参与订立契约者实际上都向公司提供了个人的资源，为了保证契约的公正和公平，契约各方都应该要有平等谈判的权利，以确保所有当事人的利益至少都能被照顾到。因此，契约理论本质上就要求对不同相关利益者都要给予应有的“照顾”。与詹森等人在契约理论上费尽心机地为“股东利益至上”主义辩护不同，弗里曼和欧文等人轻轻松松地把契约理论转过头来为相关利益者理论所用。相关利益者理论的另一个理论基础说起来让人更为吃惊。它据说就是“股东利益至上”主义者所赖以生存的产权理论。在相关利益者理论看来，产权是根基于人权。例如，平乔维奇就说：“把产权与人权分离开是错误的。”^②定义产权不能影响到其他人的人权，因此，产权必须要受到限制。相关利益者

们巧妙地援引科斯的话，据说科斯曾痛骂过：“土地所有者的权利不是毫无限制的……在任何法律制度下都是如此。一种对个人权利无所约束的制度将会是一种无须取得任何权利的制度。”^③连科斯这位鼻祖尚且如此说，相关利益者的拥护者随即指出，正是这种狭隘的产权定义，才会得出管理者只为股东利益服务的结论。于是，相关利益者的主张者如贝克尔等人，坚持必须从多元理论的角度来重新定义产权概念。所谓多元理论，贝克尔指的是包括功利主义、自由意志论和社会契约论等在内的所谓的多元“个体判断”（distributive justice）理论。虽然按照自由意志论者的观点，财产所有权人可以自由地使用他们所拥有的资源，但根据功利主义原则，财产所有权人又必须要压抑他们自我的欲求，以迎合他人利益上的需求。而社会契约论更直截了当，重点强调个人和群体之间在私人财产适当分配和使用上的相互表达和相互理解。正是这些“个体判断”的理论特征产生了产权的概念，也同时赋予不同群体道义上的利益，即相关利益。布莱尔曾指出，在实际生活中要在公司这样一个错综复杂的企业组织里完整清晰地界定“产权”是不可能的。其中部分原因当然是源于产权概念本身十分复杂，另一部分原因在于公司控制权一部分赋予股东，而另一部分是由相关利益者所掌控。^④相关利益者理论认为任何一个“个体判断”理论独自是无法放之四海而皆准的，因此，单独依靠某一个“个体判断”理论来描述产权也是不完整的。在谈论到

①见弗里曼和欧文：“公司治理结构：一种相关利益者的解释”，载《行为经济学学刊》1990年，第19卷，第354页。

②见平乔维奇：《产权经济学：一种关于比较体制的理论》，库维尔学院出版社，1990年版，第27~28页。平乔维奇的书中中文译本，蒋琳琦译，经济科学出版社，1999年版。

③见科斯：“社会成本问题”，载《法学与经济学刊》1960年，第3卷，第44页。

④见布莱尔：《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年版，第197页。

像财产的权利和义务这样复杂的问题时，应该趋向于建立一个多元“个体判断”的产权理论。从此逻辑出发，相关利益者理论顺理成章地提出：“只要一种多元的产权理论能够被接受，那么产权理论和相关利益者理论之间的联系就显而易见。隐含在古典个体判断理论内的所有关键性的特征都出现在公司相关利益者的身上，正如同当代相关利益者理论所惯常设想和表述的那样”^①如此一来，相关利益者理论就堂而皇之地把产权理论看成是自己的理论“基础”之一了。当然，相关利益者的主张者把自己的理论渊源硬伸到主流理论的大本营里（例如弗里曼和欧文就主张把相关利益者理论与科斯式企业契约联系起来），连根拔起，显然是很有智慧的想法。

四、相关利益者理论的缺陷与批评

尽管相关利益主义者殚精竭思，以宾夕法尼亚州、特拉华州和纽约州为代表的美国35地方州的反收购立法，也为相关利益者理论提供法律实践的背景和证据，但是相关利益者理论仍然还未能彻底地推翻“股东利益至上”论，也仍然还无法取代“股东利益至上”的主流学术地位。究其原因，当然有美国复杂的政治、经济和法律环境等客观因素的影响，但最为重要的仍是相关利益者主义自身在理论上的弱点和欠缺。

相关利益者理论最为致命的弱点在于它没能取得实证上的充分支持。本来，相关利益者理论有两大目的：一是描述企业组织如何运作；二是帮助对企业组织行为的预测。这两大目的无论从隐性上还是显性上都必须进行实证检验。“相关利益者理论的实证部分反映及解释公司和他们的相关利益者的过去、现在和将来的状况。”^②但可惜的是，绝大部分的相关利益者文献都是规范性的。这类规范性的论文，只在于从道德或哲学准则上试图解释公司的职能，本身并不能证明相关利益者与诸如盈利能力、增长率之类的传统公司目标之间的因果关系。反观“股东利益至上”理论，从一开始就十分重视实证分析以实证分析为其主要的研究方法。该理论的代表性人物詹森曾总结说：“我们的方法……与大部分现有文献有根本性的区别。现有文献差不多

全部集中在代理关系的规范分析方面；……我们几乎完全集中在理论的实证方面。”^③1993年贵为美国财务学会主席的詹森在美国财务学会年会上又说出如下一段相当激进的话：“我确信我们之所以有兴趣来开发实证理论的世界，原因在于我们才能了解如何让事情做得更有效率。缺少精确描述因果关系的实证理论、规范定理及建立在它之上的决策将会是错误的。”^④该学派的重要学术阵地之一《财务经济学期刊》编辑部，从创刊之初就把“实证性论文”看成是刊物编辑方针的首要内容之一。^⑤“股东利益至上”学说之所以历经数十年屹立不倒，其中之一就在于它获得大量实证检验的支持。相关利益者理论要想取得学术界的主流地位，取得实证上的支持是必不可少的。值得注意的是，相关利益主义者也认识他们在这方面的不足，已加强实证上的研究。例如，康奈尔和夏皮罗就相关利益者与公司财务之间关系提出可用于被检验的假设，其中一个假设（考虑到相关利益者利益下的资本结构预测）随后得到巴顿和萨达兰实证检验上的证实。^⑥尽管如此，连相关利益者的拥戴者自己都承认：“为相关利益者理论打下基础的实证方法仍不够充

①见唐纳森和普雷斯顿：“公司相关利益者理论：概念、证据和应用”，载《管理学会评论》1995年，第20卷，第84页。

②同注①，第71页。

③见詹森和麦克林：“企业理论：管理行为、代理成本和所有权结构”，载《财务经济学期刊》1976年，第3卷，第309～310页。

④见詹森：“现代工业的进化、退出和内部控制制度的失败”，载《财务学期刊》1993年，第48卷，第873页。

⑤见斯瓦特：“《财务经济学期刊》——回顾性评价（1974～1991）”，载《财务经济学期刊》1993年，第33卷，第371～372页。

⑥见康奈尔和夏皮罗：“公司相关利益者与公司财务”，载《财务管理》1987年春季号，第5～14页。巴顿和萨达兰：“相关利益者理论关于资本结构的一项预测”，载《财务管理》1989年春季号，第36～44页。

分”，“实证检验的证据太不充足”^①

此外，相关利益者理论本身也存在概念混淆、定义较含糊以及若干结论相互矛盾等缺陷。正如唐纳森和普雷斯顿反复强调指出的：“不幸的是……诸如相关利益者、相关利益者模型、相关利益者管理及相关利益者理论等概念被各式各样的作者用各种不同的方式进行解释和使用，且以形形色色的、经常互相矛盾的证据和观点来提供支持。更过分的是，这种多样性及其应用还很少得到讨论^②。“相关利益者理论可以，也曾被用很多独特的方式所提出和使用，其间涉及到完全不同的方法，不同类型的证据和评价标准。”^③例如，在讨论到相关利益者于公司财务决策中的作用时，隐性的索取权（implicit claims）是个非常重要的概念。一般而言，如果只考虑显性索取权（explicit claims）的话，相关利益者在绝大部分公司里的财务决策中是不起作用的，而一旦考虑到隐性的索取权的话，“此一观点就必须要从更宽广的角度来考虑了。”^④不过，就如此重要的概念，连唐纳森和普雷斯顿也坦承，隐性的索取权的特征之一就是“太模糊不清了”。当然，概念的含混不清，正是相关利益者理论强调多元理论的恶果。

参考文献：

Barton, S., Hill, N.C., & Strudaram, S. 1989. An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure. *Financial Management*, Spring: 36-44.

Berle, A., & Means, G. 1932. *Private Property and the Modern Corporation*. New York: Macmillan.

Bradford, C., & Shapiro, A.C. 1987. *Corporate Stakeholders and Corporate Finance*. *Financial Management*, spring: 5-14.

Coase, R.H. 1960. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*. 3:1-44.

Donaldson, T., & Preston, L.E.. 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20,65-91.

Freeman, R.E. 1984. *Strategic Management: A*

Stakeholder Approach Boston: Pitman

Jensen, M.C. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*. XLVIII:831-880.

Szewczyk, S.H., & Tsetsekos, G.P. 1992. State Intervention in the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 31:3-23.

Freeman, R.E., & Evan, W.M. 1990. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation. *Journal on Behavioral Economics*. 19:337-359.

布莱尔：“共同的‘所有权’”，载《经济社会体制比较》1996年，第3期。

布莱尔：《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年版。

平乔维奇：《产权经济学：一种关于比较体制的理论》，蒋琳琦译，经济科学出版社，1999年版。

沈艺峰：“公司控制权市场理论的现代演变—美国三十五个反收购立法的理论意义”（上），载《中国经济问题》2000年，第2期，第16-25页。

沈艺峰：“公司控制权市场理论的现代演变—美国三十五个反收购立法的理论意义”（下），载《中国经济问题》2000年，第3期，第20-35页。

（作者工作单位：厦门大学管理学院）

（责任编辑：卢世琛）

①见唐纳森和普雷斯顿：“公司相关利益者理论：概念、证据和应用”，载《管理学会评论》1995年，第20卷，第77页第81页。在第77页，唐纳森和普雷斯顿注意到：“不幸的是，大量文献以公司社会业绩表现或伦理的各方面为一端，而以通常的财务与市场业绩表现指标为另一端，探讨两者之间似是而非的联系，但这类文献无法轻而易举地转化到相关利益者的理论内容里去。”

②同注①，第66页。

③同注①，第70页。

④见康奈尔和夏皮罗：“公司相关利益者与公司财务”，载《财务管理》1987年春季号，第5-6页。