

公司治理理论结构——一个契约观

冉光主

一、公司治理的契约性

公司治理结构是现代企业制度中最基本的制度安排。现代公司区别于古典企业的根本点在于所有权与经营权的分离,从而在所有者与经营者之间形成一种相互制衡的机制,用以对公司进行管理和控制。公司治理产生的根本动因是公司所有权与经营权的分离,其制度功能旨在解决由于两权分离所产生的委托代理问题。委托代理关系本质上是一种契约关系。企业契约理论认为,企业不是物质资产的简单聚合,而是由股东、债权人、企业职工、供应商、顾客、社区等利益相关者组成的多边契约的集合体,是一个人力资本和非人力资本的特别契约,是一系列不完备契约的有机组合。同时,企业还是一种团队生产或长期合作的集合,其人力资本和非人力资本相互依赖,任何一方的随意退出或机会主义行为都可使对方的利益遭受损失。为了保护依赖性资源免受损失,团队成员只有缔结长期合约,以确保可预期的利益补偿。各利益相关者或在企业中投入物质资本,或投入人力资本,目的是获得单个主体无法获得的合作收益。因此,由企业法人财产产生的权益理应归物质资本所有者和人力资本所有者共同拥有,他们通过剩余索取权的合理分配来实现自身的利益,通过控制权的分配来相互制衡。这种多边的合作模式即共同治理模式有助于保持利益相关者的长期合作。

二、公司治理理论结构

公司治理理论结构,是公司治理理论的最基本构成要素,也是公司治理的基本问题或核心内容,它主要包括公司治理主体、治理客体和治理方式。逻辑一致的公司治理理论结构,支撑制导着公司治理理论研究,有利于指导公司治理实践,规范和优化公司治理行为。

(一)公司治理的主体。公司治理主体是公司由谁治理、谁参与治理的问题。现代公司所有权与经营

权分离,产生了所有者与经营者之间的委托代理关系,在经营者不拥有公司100%股份的情况下,经营者与股东的目标函数并不完全一致,经营者为了自身利益有动机作出有损股东利益的决策行为,信息的不对称、契约的不完备性又为这一动机的实现提供了可能条件。经营者的道德风险行为至少表现在:1.工作努力程度不足;2.利用职务进行非生产消费;3.风险厌恶态度引致的投资不足行为;4.减少股利分配,增加自由现金流量;5.只注重其任期内业绩变化的短期行为等等。以上这些道德风险行为给股东带来的价值损失称为股权代理成本。为了降低股权代理成本,股东要对经营者行为进行约束,股权治理油然而生。

事实上,负债融资契约在债权人和股东间也产生了委托代理关系,在这一隐性契约关系中,债权人是委托人,股东成了代理人。非对称信息、不完全契约以及债权人的有限理性也为股东的道德风险行为提供了可能条件。这些道德风险行为包括:1.资产替代行为,即改变借贷资金投向的逆向选择行为;2.改变借贷资金用途(如发放现金股利)的非生产性行为;3.未经债权人同意增发新债券甚至举借有优先求偿权的债务证券,使原债权价值稀薄化等。这些道德风险行为给债权人带来的价值损失,称为债务代理成本。为了降低债务代理成本,维护债权人的切身利益,他们理应作为治理主体之一参与公司治理。这就是债权治理产生的理论根源。

经营者以及其他员工也是公司资本的提供者,只不过他们提供的是人力资本罢了。资产专用性使他们也面临价值损失的风险。在现实活动中,真正在公司中倾注心血的其实还是公司经营者和广大职工,而许多物质资本所有者常常在资本市场上扮演着“投机者”的角色,他们只关心市场上资本价差所蕴含的套利机会,对公司的生存和发展并不在意。如果预期遭受投资损失,他们往往通过“用脚投票”方式解除相

关的利益关系。另一方面,在竞争日益激烈的市场经济条件下,人力资本的创新能力和竞争能力往往构成特定公司的异质核心竞争能力,是公司发展的动力源泉。人力资本所有者作为公司治理的主体参与公司治理,不仅是现代公司发展的内在要求,也是知识经济条件下不可逆转的趋势。因此,公司治理应当摒弃“股东至上”的治理逻辑,治理主体应从过去的股东扩展到包括股东、债权人、人力资本所有者在内的更广泛的利益相关者。这种公司治理主体的多元化,符合契约主体机会平等的基本思想。

(二)公司治理的客体。公司治理客体是治理主体所指向的对象,是公司治理所要解决的问题,即“治理什么”,涉及公司治理的边界和范围。企业是一系列委托代理关系所组成的“契约网”。詹森和麦克林将代理关系定义为,“在这种契约下,一个人或更多的人(即委托人)聘用另一个人(即代理人)代表他们履行某些服务,包括把若干决策权托付给代理人”。企业契约关系不仅包括股东与经营者之间的委托代理关系,也包括债权人、人力资本所有者与企业之间的代理关系。古典企业理论认为,股东承担了企业的全部剩余风险,也应获得因经营发展带来的全部税后收益,即股东持有剩余索取权。股东的权益资本无疑是公司总体投入组合中极为重要的构成部分,但绝不是唯一的,债权人、人力资本所有者等其它利益相关者也投入了资本,同样承担着相当大的风险。债权人把资金贷放给企业,除机会成本外,还面临购买力风险、市场风险、流动性风险以及再投资风险。而且由于现代公司充分利用财务杠杆使负债比率大大提高,债权人面临的风险越来越大。至于企业职工,由于简单的体力劳动越来越少,复杂的脑力劳动越来越多,他们向公司投入了大量专属性管理知识和专用性人力资本,一旦公司亏损或倒闭,不仅面临投资损失,甚至危及自己及家人的生存。

现代公司中还存在中小股东与大股东之间的委托代理关系。在“资本民主”制度下,大股东持股份额大,可通过在董事会等类似权力机构中行使表决权来影响甚至控制公司的财务和经营政策,维护自身权益,而中小股东则利小势微,他们的股份往往成为“廉价的投票权”。这一现象在我国尤为突出。我国上市公司股本结构的特殊性以及股权的流动性分裂(见附表),导致了中小股东(流通股股东)与控股股

东资产增值机制的割裂:中小股东资产增值依靠每股业绩的提升和公司竞争力的提高,进而促使股票价格的上涨来实现;而控股股东资产增值则与市场走势和股票价格涨跌基本无关,只与高溢价融资有关。这种股份的异质性,导致控股股东战略行为的扭曲(如盈余管理等),控股股东侵害中小股东利益的行为时有发生。

附表 中国上市公司平均股权结构(2004)

单位:亿股

	全国合计	未流通股股本							流通股股本
		国家股	法人股			内部职工股	其他	小计	
			发起法人股	募集法人股	外资法人股				
股本数	7149.43	3344.20	757.32	345.03	70.30	8.94	46.45	4572.24	2577.19
占总股本的比重(%)	100	46.78	10.59	4.83	0.98	0.13	0.65	63.95	36.05

注:“转配股”、“基金配售股份”、“战略投资者配售股份”等统计数据都包括在“其他”中。

与公司治理主体相适应,公司治理的客体不仅包括股东与经营者之间的委托代理关系,还包括债权人、人力资本所有者与公司之间,中小股东与大股东之间的委托代理关系。公司治理应从如何保护股东利益,演变到通过各种制度安排、机制设计、机构设置,维护所有利益相关者的合法利益,偏废任何一方,都将破坏治理主体间的利益均衡。

(三)公司治理的方式。是公司治理主体实施治理的机制或具体形式,即“怎样治理”的问题。

迈耶把公司治理模式分为内部治理模式和外部治理模式两种类型。李维安等根据公司的股权结构、股东的性质,把各国公司治理模式分为英美市场导向模式、日德银行导向模式、东亚家族控制模式和转轨经济模式四种类型。这两种分类方法并没有本质的不同,后者是前者在各地的具体实践,都是股权治理的实现形式,尚未触及其它利益相关者的治理。笔者认为,按照治理主体的不同,公司治理模式可分为股权治理、债权治理和人力资本治理。

1. 股权治理。股权治理,是指股东作为治理主体对公司实施的治理。内部治理和外部治理是股权治理的两种主要形式。前者是股东以其拥有的投票权而进行的控制,股东大会的投票表决以及由股东大会选出的董事会对经营者的直接监督是内部治理的重要手段;后者则主要通过资本市场、控制权市场、经理人市

场等外部市场实现对经营者行为的间接约束。股权治理有深厚的理论基础、广泛的实践基础和坚实的物质基础,本文不再赘述。

2. 债权治理。债权治理,是指债权人作为治理主体之一对公司实施的治理。债权治理主要通过下列方式对公司经营者实施控制和约束:(1) 合同治理。即通过借款合约的订立,在借款合约中规定若干保护性条款,如借贷资金的用途限制、对支付现金股利和再购入股权的限制、对资本支出规模的限制、对高管人员薪金的限制等,并严格监督合同条款的执行来实施对经营者的约束。(2) 流动性治理。即债权人通过监控企业流动资产(尤其是现金)保有量以及流动比率、速动比率等指标以保持企业足够的偿债能力;控制企业的自由现金流量,从而对经营者实施控制。(3) 控制权治理。股权证券与债权证券的区别并不在于其持有者对公司控制权的有无,而在于其持有者获得公司控制权的方式和状态不同。债权是一种“状态依存”的企业产权。负债融资契约中所规定的债务人对债权人的偿还额不仅仅代表着债权人对公司现金收益流量的要求权,还包含着在约定的偿还额无法支付时,公司控制权由债务人向债权人的转移。债权人作为公司治理主体之一,通过监督和约束经营者的经营行为,维护自身权益、降低债务代理成本,并在公司无法偿还债权人的债务时实施对公司的控制。

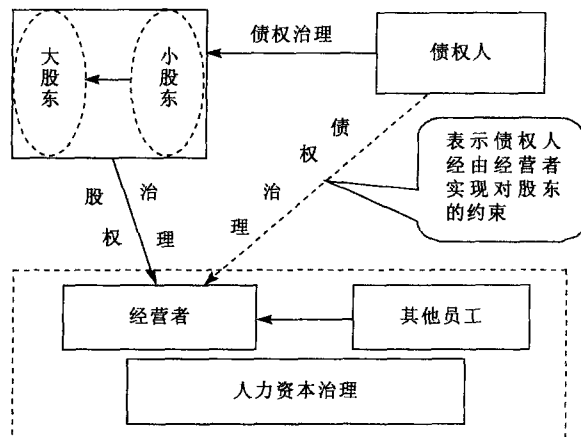
3. 人力资本治理。人力资本治理,是以经营者及其他员工等公司内部人为基础的治理模式,它是人力资本所有者作为治理主体参与公司治理的重要实现形式。人力资本治理已有一定的制度和实践基础。德国公司治理机制有别于其它国家的重要特征之一就是“员工参与决定制度”。德国先后制定了《煤钢行业参与决定法》(1951)、《公司组织法》(1952)、《参与决定法》(1976)等,这些法律为公司员工等内部人参与公司治理提供了强有力的制度保障,主要内容有:(1) 公司员工和行业工会代表在公司监事会和执行理事会中必须拥有一定的席位,对重大决策有一定的表决权;(2) 监督保护员工利益法规的执行情况;(3) 监督劳资协议的执行;(4) 与资方平等参与社会福利政策和方案的表决;(5) 了解和咨询公司的生产经营情况等。这种员工通过选派代表进入监事会和执行理事会参与公司决策的共同决定制,使得公司决策比较公开和民主,既有利于股东和员工对经营者

的监督,减少失误和腐败,降低代理成本,也有利于调动各方面的积极性,减少摩擦和冲突,保持公司和社会的稳定与持续发展。

应当指出的是,以上三种模式的划分并不是绝对的,在很大程度上三者相辅相成。确切地说,三种模式的区别在于对不同治理手段的利用程度不同,而不是对三种不同手段的取舍。

三、结语

公司治理理论结构是公司治理理论的最基本构成要素,包括公司治理主体、治理客体和治理方式。从企业契约的视角看,公司治理是利益相关者的共同治理。公司治理主体包括股东、债权人、人力资本所有者等利益相关者;公司治理客体包括股东与经营者之间、债权人和人力资本所有者与公司之间,以及中小股东与大股东之间的委托代理关系;公司治理方式包括股权治理、债权治理和人力资本治理。由此我们得出企业契约的公司治理理论模型(见附图)。



附图 企业契约的公司治理理论模型

为了改善我国公司治理的质量,提高公司治理的效率,应当构建包括股东、债权人、人力资本所有者等利益相关者在内的更广泛的治理主体体系,采取包括股权治理、债权治理、人力资本治理等多种治理机制,充分发挥和调动各治理主体的积极性,既注重股东(尤其是中小股东)、债权人利益的保护,同时尊重和维护经营者等人力资本所有者的价值,实现各利益主体的利益均衡。目前,我国尤其要进行制度创新,建机立制,进一步规范资本市场,大力培育债权人市场、经理人市场等,积极推行债权治理和人力资本治理。

(作者单位:贵州大学)