

控股股东代理问题与财务共同治理

何威风¹, 戚拥军², 陈 静¹

(1. 华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074; 2. 孝感学院 经济与管理学院, 湖北 孝感 432000)

[作者简介] 何威风(1978-), 男, 湖北黄梅人, 华中科技大学管理学院博士生, 主要从事公司资本结构、公司财权安排与公司治理结构研究; 戚拥军(1972-), 男, 湖北枝江人, 孝感学院经济与管理学院讲师, 华中科技大学管理学院博士生, 主要从事公司资本结构、公司财权安排与公司治理结构研究; 陈 静(1983-), 男, 湖北枣阳人, 华中科技大学管理学院硕士生, 主要从事公司财权与公司治理结构研究。

[摘 要] 存在控股股东的公司, 控股股东与中小股东之间的利益冲突和代理问题是公司治理的主要问题。控股股东代理问题反映的是“股东至上主义”逻辑, 实行单边治理, 造成企业财务治理效率低下。企业应该按照利益相关者理论, 建立财务共同治理机制, 实现公司治理的制衡, 以保护利益相关者的利益。

[关键词] 控股股东代理问题; 财务共同治理 投资者保护

[中图分类号] F234.4 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)05-0647-05

一、引 言

公司治理研究长期以股权分散为背景, 以委托代理理论为基础, 关注的是经理人员与外部股东之间的代理问题及相应的公司治理结构。但是, 大量的研究表明, 除美国、英国、加拿大等少数国家外, 世界大部分国家公司的股权并不是高度分散而是相对集中的, 控股股东会利用手中的控制权, 侵占中小股东的利益, 谋取私有收益。Hanouna 等(2001)对 1986—2000 年间西方七国发生的 9 566 起公司并购案例的研究表明, 控股权交易价格平均高出小额股权交易价格的 18% 左右^[1] (第 3 页)。Dyck 和 Zingales (2004)对 39 个国家的 393 起控股权转移的研究表明, 控股股东的私有收益介于 4% 至 65% 之间, 平均值为 14%^[2] (第 2131-2186 页)。可见, 世界各国公司中都不同程度存在着控股股东侵占中小股东利益的行为。因此, Claessens 等(2002)认为, 在世界各国大公司中最主要的代理问题不是在经理人员与股东之间, 而是在控股股东与中小股东之间, 即控股股东代理问题^[3] (第 2741 页)。

在我国, 至少有两个方面的原因使控股股东代理问题可能更严重: 一是我国在上市公司中, 第一至第五大股东的平均持股比例分别为 30.3%、14.5%、6.05%、3.17% 和 1.73%^[4] (第 52 页), 股权高度集中使上市公司普遍存在控股股东; 二是我国控制权市场、经理人市场发展不成熟, 法律难以抑制控股股东代理问题。唐宗明和蒋位(2002)、施东晖(2003)、叶康涛(2003)、邓建平和曾勇(2004)等研究发现, 我国上市公司控股权转移价格不仅高于国际平均水平, 而且高于许多发展中国家, 这表明我国上市公司控

股股东代理问题十分严重。

因此,控股股东代理问题已成为困扰各国公司治理的核心问题,是现代公司治理研究的新领域。研究控股股东代理问题并探讨其解决办法不仅具有重要的理论意义,还具有重要的现实意义。

二、控股股东代理问题产生的机理分析

在产权理论分析框架下,企业所有权包括剩余索取权和剩余控制权。控股股东不对等享有企业剩余索取权和剩余控制权是控股股东代理问题产生的前提,而控股股东行为遵循的“股东至上主义”逻辑则是控股股东代理问题的关键。所谓“股东至上主义”逻辑,就是指企业制度效率的质量标准在于所有者或股东利益的最大化,获得授权的经理人员只有按照股东的利益行使控制权才是企业有效率的保证^[5](第 115 页)。“股东至上主义”逻辑实行的是单边治理,将企业的所有权单独分配给物质资本所有者或人力资本所有者,所有者行使剩余控制权并拥有企业的剩余索取权。拥有所有权的一方成为雇主,不拥有所有权的另一方成为雇员,雇员须按照雇主的意图从事生产经营活动,并获得固定的合同收益。因此,控股股东代理问题与股东和管理层之间的代理问题一样,遵循的是最大限度实现股东利益或对股东利益实现最大限度的保护,只不过存在控股股东的公司里,遵循的是最大限度实现控股股东利益或对控股股东利益实现最大限度的保护。存在控股股东的公司里,“股东至上主义”逻辑将会导致不合理的公司所有权安排,是控股股东代理问题产生的关键。主要理由如下:

(一)“股东至上主义”逻辑导致公司产权边界模糊,控股股东拥有的剩余控制权大于其剩余索取权

公司设立时股东会依据《公司法》制定公司章程等契约,用以协调股东之间的利益关系,如股东平等参加股东会并根据出资份额享有平等的表决权;选举和被选举董事会成员、监事会成员;对公司重大事项有投票权;依法获取股利、转让出资等。在股权分散的公司中,这些契约保证了股东之间剩余控制权与剩余索取权的对称性。但是,现在公司大多股权是相对集中的,公司普遍存在控股股东。由于各种原因,大部分中小股东并不直接参与公司事务的管理,公司的控制权往往会集中到少数拥有较多股份的控股股东手中。这样,在控股股东与中小股东之间形成了一种代理关系,控股股东是代理人,中小股东是委托人。在外部治理缺失的环境下,控股股东就有牟取私有收益的条件。本来清晰的公司产权边界变得非常模糊,股东之间的契约得不到有效保障,导致控股股东的行为并不是纯粹市场化下的股东行为,即控股股东具有强烈的产权扩张动机,尽量使自己的产权边界在现有约束下最大化,使自己拥有的剩余控制权大于剩余索取权。

(二)“股东至上主义”逻辑导致公司委托代理关系紊乱,公司利益相关者之间剩余索取权与剩余控制权不能对应分享

在正常的情况下,经理人员拥有管理企业日常经营的权力,董事会承担企业重要决策方案的审批及方案执行的监督权,监事会监督董事会成员和经理人员的受托责任的履行情况,而股东大会则拥有企业整体利益事项的最终决定权。股东通过股东大会投票任免董事会成员,在保留公司重大事务决策权的前提下,把其他事务的管理权授予董事会,把监督董事会和高层经理受托责任的履行情况的权力授予监事会;董事会在保留公司高层管理者任免权和重大事务决策权的情况下,把一般事务的管理权授予高层管理者,同时借助监事会对高层管理者受托责任履行情况进行监督。这样股东大会、董事会、经理之间就建立起了相互制衡、责权利相对明确的代理关系。存在控股股东的公司里,控股股东不仅是委托人,也是代理人,存在多重目标,使得原来的单向委托代理关系变得非常复杂,这就为控股股东牟取私利、侵占中小股东利益创造了条件。

(三)“股东至上主义”逻辑导致公司治理结构不完善,缺乏相应的机制保障中小股东的剩余索取权

存在控股股东的公司很难保证中小股东的合法权益,原因如下:一是在公司内部,中小股东很难“用手投票”保障自己的合法权益。在“股东至上主义”逻辑指导下,控股股东不仅影响着董事会成员的任

命、高层管理人员的聘任与解职,而且直接影响着中小股东投票权的意义,使其投不投票对控股股东的决策难以产生影响,导致控股股东与中小股东之间的控制权与收益权不对称性的无限扩大,中小股东无法“用手投票”保障自己的合法权益。二是在公司外部,中小股东无法实现“用脚投票”来维护自身利益。由于控股股东的实际控制权比较大,公司控制权争夺发生的可能性比较小。同时,公司的管理层基本上都是控股股东的代言人,中小股东无法通过经理人市场替换管理层来保护自己的利益。因此,“股东至上主义”逻辑导致公司治理结构不完善,无法保障中小股东的剩余索取权。

三、控股股东代理问题的财务共同治理

从企业所有权安排的性质和内容来看,无论是剩余索取权还是企业控制权,其核心部分都表现在财务方面,即企业剩余的表现形式是财务收益,企业控制权的核心是财务控制权^[6](第5页)。因此,解决控股股东代理问题,抑制控股股东对中小股东的利益侵占最重要的举措就是在公司里做出合理的财权安排。

由前面分析知道,控股股东代理问题反映了公司治理遵循的是“股东至上主义”逻辑,而“股东至上主义”的理论基础是“资本雇用劳动”或“劳动雇用资本”。这两种理论把企业剩余控制权集中地分配给某一产权主体,强调单边治理,这意味着其他产权主体的权益被剥夺。因此,把这两种理论作为公司治理机制的理论基础都不是一种现实的选择,而现实的选择应是利益相关者理论。利益相关者理论认为公司是利益相关者之间缔结的“契约网”,各利益相关者或在公司投入物质资本,或投入人力资本,目的是获取单个产权主体无法获得的合作收益。因此,利益相关者理论要求公司的治理应该遵循“共同治理”模式。所谓共同治理模式就是通过企业内的制度安排来确保每个利益相关者具有平等参与企业所有权分配的机会,同时又依靠互相监督机制来制衡其他利益相关者的行为,通过适当的投票机制和利益约束机制来稳定利益相关者之间的合作,并达到利益各方的行为统一于企业的适应能力提高这一共同目标之上^[5](第115页)。共同治理模式强调,企业不仅重视股东的权益,而且要重视其他利益相关者对经营者的监控;不仅强调控股股东的权威,还要关注其他利益相关者的实际参与。

现代企业的发展不仅依赖于物质资本,也越来越依赖于人力资本。通过企业内的正式制度安排,确保每个产权主体具有平等机会参与企业所有权分配,同时又依靠相互监督的机制来制衡各产权主体的行为,利益相关者理论克服了“股东至上主义”的缺陷,符合现代市场经济的内在要求。因此,企业应该以利益相关者理论为基础,建立起财务共同治理机制。所谓财务共同治理机制就是通过建立一套有效的制度安排,使各利益相关者都有平等机会分享企业财权,即各利益相关者通过分享公司财务收益权来实现其产权收益;通过分享公司财务控制权来相互制衡,以保护其权益免遭他人侵害,从而达到长期合作的目的^[7](第271页)。财务共同治理机制主要包括:一是在利益相关者之间建立共同的财务收益分享机制;二是在利益相关者之间建立共同的财务决策机制;三是在利益相关者之间建立共同的财务监督机制。

存在控股股东的公司,以利益相关者理论为基础建立财务共同治理机制,需要重点解决好两类主体的财权配置:一是控股股东与其他利益相关者之间的财权配置;二是解决好控股股东与中小股东之间的财权配置。

1. 控股股东侵占中小股东利益,其实也损害了中小股东之外的其他利益相关者的利益,因此,如何赋予其他利益相关者必要的财权以解决控股股东代理问题就十分必要。控股股东与其他利益相关者之间的财权配置主要是指财务决策权、财务执行权和财务收益分享权的合理配置。

(1) 财务决策权的合理配置。合理的财务决策机制能够保证各产权主体都有平等机会参与企业的财务决策。在实践中,财务决策权可以分为财务战略决策权和财务战术决策权。财务战略决策权是指公司全局性、高层次的重大问题财务决策权力,财务战略决策权一般集中于股东大会和董事会;财务战

术决策权是指公司一般事务的财务决策权力,财务战术决策权一般是由管理层掌握。合理配置公司财务决策权需要解决如下三个问题:一是形成规范和明确控股股东实施财务决策权的制度;二是明确界定控股股东行使财务决策权的范围;三是确保控股股东实施财务决策的风险和收益相对等、决策行动与决策后果相对应。因此,财务决策权合理配置的关键在于让控股股东掌握与其自身财务利益与财务责任相对应的财务决策权,并承担相应财务决策的后果。只有这样才能保证在有效激励控股股东财务决策行为的同时也能约束其行为,努力实现控股股东与其他利益相关者财务目标的协调一致。

(2)财务执行权的合理配置。财务执行权是指实施财务决策的权力。在公司中,由不同财务执行人分工协作共同实现公司财务目标。董事会掌握着最重要的财务执行权;经理受董事会委托扮演股东大会决议真正执行人的角色。保证财务执行权合理配置的关键是建立起授权与控制、分权与制衡的机制,使控股股东的财务执行权既有充分的保障,又有必要的制衡。其中授权与控制是指从股东会到董事会,再到高层管理者,逐级下放公司的管理权,并对下级管理行为实施控制;分权与制衡主要是指同一等级的治理机构中,将决策的执行权与监督权相分离,让具有管理才能和决策能力的人专门实施决策和管理,让那些经济利益与上一级治理机构的利益相一致的人对决策和管理进行监督,以达到提高经营效率和保护投资者权益的目的^[8](第 24 页)。在公司里,具体执行财权的是经理人员,因此,必须保证经理人员的财务执行权是为所有利益相关者服务,而不仅仅为控股股东服务。

(3)财务收益分享权的合理配置。其他利益相关者也为公司投入了专用性资产,如员工投入了自己的智力和劳动,因此他们也应该从公司财务收益中获得相应的报酬。控股股东与其他利益相关者之间合理配置财务收益分享权应遵循效率与公平的原则。既要考虑控股股东为企业的发展所作的贡献,也要考虑其他利益相关者对企业的支持是必不可少的。只有赋予控股股东足够的财务收益分享权,才能使控股股东为企业谋长远发展;只有赋予其他利益相关者足够的财务收益分享权,才可能避免其他利益相关者的“搭便车”行为。

2. 控股股东代理问题本质是控股股东侵占中小股东利益,如何保护中小股东的利益就显得特别重要。本文认为,下面三类财权在控股股东与中小股东之间合理配置很重要。

(1)财务谈判权。赋予中小股东必要的谈判权不仅能提高中小股东参与公司事务的积极性、抑制控股股东的侵占行为,而且有利于公司长期稳定和发展。必须承认控股股东对于企业的发展起着至关重要的作用,控股股东投入的资本比中小股东多、承担的风险比中小股东大,但不能因此而忽视中小股东的权利。对控股股东有利,而对整个企业或者中小股东没有利益的交易或事项,中小股东应该有知情权,并赋予其与控股股东谈判的权利。例如,我国上市公司与母公司的关联交易、抵押贷款等特别多,中小股东对此应该享有谈判权,以保证控股股东的行为符合上市公司的利益,而不仅仅是控股股东的利益。

(2)财务监督权。即在控股股东与中小股东之间建立起财务监督机制,以保证中小股东对控股股东实施的财务行为进行监督。失去了有效监督的权力,总是会被滥用。控股股东的财权必须得到中小股东的监督才能保证其合理的运用。财务监督权包括控股股东自我监督和中小股东监督两个方面。控股股东自我监督是指在公司里强化控股股东的财务决策和执行权力与其财务责任和利益的对称配置,促使控股股东承担与其财务行为相对应的经济后果,并加强对控股股东的责任目标控制和财务违规行为的惩罚力度;中小股东监督是指通过在公司内设立专门的审计监察部门和借助于公司外部的独立审计机构等监督主体对控股股东的财务决策、执行过程及结果进行定期或不定期的审核和检查。

(3)财务控制转移权。控股股东之所以能够侵占中小股东的利益,在很大程度上是由于其对企业的控制权是稳固的,难以发生控制权争夺现象。解决这一问题的关键是在控股股东和中小股东之间建立起财务控制转移权。只要发现控股股东有下列欺诈行为:虚假出资、操纵发行价格、操纵利润分配、操纵信息披露、侵吞公司和其他股东的财产以及不恰当的关联交易,中小股东就应该获取公司的控制权。当然,这需要给予中小股东必要的权利,可以通过累计投票权、股东表决权排除制度、中小股东异议股价权等对控股股东表决权的修正条款来实现。只有打破控股股东对公司控制权的绝对把持,才能使其以企

业价值最大化或全体股东价值最大化来为企业谋取长远的发展,而不是牟取私有收益。

[参 考 文 献]

- [1] Sarin, Hanouna. P. & A. Shapiro. Value of Corporate Control: Some International Evidence[DB/OL]. SSRN, <http://ssrn.com/abstract;28786>, [2001-10-12].
- [2] Dyck, A. & L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. Journal of Finance, 2004, (59),
- [3] Claessens, S. & S. Diankov, J. Fan, H. P. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings [J]. Journal of Finance, 2002, (57).
- [4] 邓建平, 曾 勇. 大股东控制和控制权私人利益研究[J]. 中国软科学, 2004, (10).
- [5] 杨瑞龙. 企业共同治理的经济分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [6] 李心合. 利益相关者财务控制权论[J]. 财会通讯, 2001, (6).
- [7] 张兆国. 中国上市公司资本结构治理效应研究[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004, (14).
- [8] 张先治, 袁克利. 公司治理 财务契约与财务控制[J]. 会计研究, 2005, (11).

(责任编辑 邹惠卿)

Agency Problems of Controlling Shareholders & Financial Common Governance

HE Weifeng¹, QI Yongjun², CHEN Jing¹

(1. School of Management School, Huazhong University of Science & Technology, Wuhan 430074, Hubei, China;

2. School of Economics & Management, Xiaogan College, Xiaogan 432000, Hubei, China)

Biographies: HE Weifeng (1978-), male, Doctoral candidate, Huazhong University of Science & Technology, majoring in capital structure, ownership arrangement and corporate governance; QI Yongjun (1972-), male, Doctoral candidate, Huazhong University of Science & Technology, majoring in capital structure, ownership arrangement and corporate governance; CHEN Jing (1983-), male, Graduate, Huazhong University of Science & Technology, majoring in finance.

Abstract: The conflict of interest and the agency problem between controlling shareholders and small & medium shareholders are the primary problem of corporate governance if there is controlling shareholders. The agency problems of controlling shareholders is instructed by the “shareholders coming first” logic and is unilateral governance, this cause the lower efficiency of financial governance. According to stakeholders’ theory, in order to good corporate governance and investor protection, corporation should establish the financial common governance.

Key words: agency cost of controlling shareholders; financial common governance; investor protection