

国有控股公司利益相关者合作与财权安排

张兆国, 周继军, 罗 勇

(华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074)

[作者简介] 张兆国(1956-), 男, 湖北宜昌人, 华中科技大学管理学院教授, 博士生导师, 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; 周继军(1970-), 男, 湖北武汉人, 华中科技大学管理学院博士生, 主要从事公司财务研究; 罗 勇(1982-), 男, 湖北黄冈人, 华中科技大学管理学院硕士生, 主要从事公司财务研究。

[摘 要] 按照利益相关者合作逻辑在公司建立共同治理机制, 是现代市场经济的内在要求, 是公司治理研究的前沿课题。公司财权安排是公司治理结构所解决的关键性问题。目前, 我国国有控股公司的财权安排基本上是遵循“股东至上”逻辑, 造成财务决策效率低, 内部人控制问题严重。要突破“股东至上”逻辑, 就必须按照利益相关者合作逻辑, 在国有控股公司的财务方面建立共同治理机制, 包括共同的财务收益分享机制、共同的财务决策机制和共同的财务监督机制, 使各利益相关者都有平等机会参与公司财权的分配。

[关键词] 利益相关者合作逻辑; 公司财权安排; 公司财务共同治理

[中图分类号] F234.4 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)05-0630-06

一、利益相关者合作逻辑是现代市场经济的要求

按照主流经济学的观点, 企业的利益相关者主要是为企业投入了专用性资产的人或团体^[1] (第 84-85 页), 包括股东、债权人、职工、客户、供应商、政府等。现代企业理论认为, 企业本质上是这些利益相关者缔结的“一组契约”^[2] (第 305-360 页)。这意味着企业要为各利益相关者服务, 而不仅仅是为股东服务; 企业的利益是各利益相关者的共同利益, 而不仅仅是股东的利益; 企业的所有权安排要平等地对待各利益相关者, 而不是把企业所有权集中地分配给股东。这些与“股东至上”逻辑决然不同的观点就是利益相关者合作逻辑的基本思想^[3] (第 47-51 页)。

长期以来, 有关企业治理结构的研究主要是基于“股东至上”逻辑, 认为一种有效的企业治理结构是“资本雇佣劳动”式的单边治理结构, 即把企业所有权集中地分配给股东是一种最有效的企业治理结构。然而, 在以知识经济为主要内涵的现代市场经济条件下, 随着企业对知识资本和外部资源的日益重视以及人们对企业社会责任的持续关注, “股东至上”逻辑受到了日益强烈的挑战, 利益相关者合作逻辑成为一种现实的选择^[4] (第 790-794 页)。

首先, 企业剩余形成的物质基础是各利益相关者投入的专业性资产。也就是说, 对企业剩余的贡献不仅仅是股东投入的股权资本, 还有债权人投入的债权资本、经营者和一般职工投入的人力资本、供应商和客户投入的市场资本、政府投入的公共环境资本(包括制定公共规则、优化信息指导、改善生态环境

等公共产品)等。所以,企业剩余是各利益相关者的合作收益。按照“谁贡献谁受益”的原则,这些利益相关者都有权参与企业剩余索取权的分配。

其次,企业风险由各利益相关者共同承担。凡是为企业投入了专用性资产的利益相关者都会因企业经营不善而承担一定的风险损失,特别是人力资本的所有者。这是因为随着物质资本债券化程度的不断提高和人力资本专用性的日益增强,物质资本所有者可以在资本市场上通过组合投资、转让股权或债权等方式来回避投资风险,但人力资本所有者却难以回避企业经营不善给自己造成的损失,特别是与人力资本投资相关的损失。从这个角度看,和物质资本一样,人力资本也具有抵押性。

再次,企业控制权应由各利益相关者共同分享。企业控制权是指各产权主体为了实现其剩余索取权而对企业的行为施加影响和监控的权利。凡是为企业投入了专用性资产各利益相关者为了降低投资风险,获得产权收益,就必须参与包括财务控制权在内的企业控制权的分配,以共同治理企业。

最后,企业发展取决于各利益相关者长期合作。面临日益复杂的外部环境,对任何一个企业来说,股东和债权人投入的物质资本、经营者和职工投入的人力资本、客户和供应商投入的市场资本、政府投入的公共环境资本等都是不可缺少的。从这种意义上讲,企业本质上是这些资本构成的“共同合约”。这意味着每种资本的边际贡献都必须依赖于其他资本的存在和有效使用;每个利益相关者要想获得更大的投资收益,就必须与其他利益相关者保持良好的合作关系。所以,各利益相关者保持长期稳定的合作是现代企业发展的基本模式。大量事实表明,关心利益相关者利益的企业要比那些不关心利益相关者利益的企业,以及同利益相关者签订了以相互信任与合作为基础的合约的企业,要比那些尚未签订合同或签订了合约但不是建立在相互信任与合作基础上的企业更具有竞争优势,更易实现可持续发展。

20世纪90年代以来,世界各国对利益相关者的重视越来越普遍。如美国的《公司治理声明》、英国的《Hamper 报告》、韩国的《公司治理最佳实务准则》、日本的《公司治理原则》等都强调要重视各利益相关者在公司治理结构中的作用^[5](第201-203页)。这些国家的经验表明,各利益相关者参与企业治理既有助于形成有效的企业内部制衡机制,降低代理成本,也有助于激励各利益相关者为企业持续发展做长期投入,防止短期化行为,还有助于促使企业履行社会责任,为其发展创造一个良好的外部环境。

二、利益相关者合作逻辑下企业财权安排的特点

企业财权是关于企业财务方面的一组权能。它应该包括哪些内容,目前学术界有不同的看法。有人认为企业财权包括筹资权、留用资金支配权、成本费用开支权、定价权和分配权。也有人认为企业财权包括筹资权、投资权、收益分配权、资金调度权和其他财权。还有人认为企业财权包括出资者终极财权、企业法人财权以及对企业法人财权进一步分割所形成的明细财权。这些观点至少存在两方面的局限性:一是难以全面地概括出企业财权的所有权能,因为在现代市场经济条件下,由于企业财务活动的复杂性和企业财务主体的多元性,使企业财权是一个多维的概念,其内容并非是用几项权能所能全部概括的;二是不利于合理配置企业财权,因为这些观点都没有考虑企业财权安排的对称性问题。张维迎认为,把企业所有权定义为剩余索取权和控制权,是一种尊重科学传统的简化说法,这对于我们合理安排企业制度(包括治理结构)是非常重要的^[6](第69-72页)。Milgrom and Roberts认为,一种有效的企业所有权安排一定是剩余索取权与控制权的对称安排,这种对称安排正是企业治理结构效率的含义^[7](第191-193页)。与此相适应,本文将企业财权分为两大类:一是财务收益权,即对企业总收入扣除折旧费用、材料成本和劳务成本之后的要求权;二是财务控制权,即对企业财务施加影响和监控的权利,既包括合同控制权,也包括非合同控制权。财务收益权只是规定了各产权主体分享企业财务收益的可能性和必要条件,而财务控制权则是保证各产权主体分享企业财务收益的实现手段和充分条件。这两种权利对企业的任何一个产权主体都是不可缺少的,而且都应该对称性地加以安排。一种有效的企业财权安排一定是这两种权利的对称性安排。所以,把企业财权分为财务收益权和财务控制权两大类,是正确理

解企业财权安排的钥匙,是合理安排企业财权的基本前提。

企业财权是企业所有权的核心内容。李心合(2001)认为,从企业所有权安排的性质看,无论是企业剩余索取权还是企业控制权,其核心内容都表现在财务方面,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^[8](第 7-9 页)。这是因为企业财务是对企业经营活动的综合反映,是企业的中枢神经和各种利益关系的焦点,掌握了企业财权,控制住了企业财务,就等于牵住了企业的“牛鼻子”。可想而知,一个企业如果缺乏必要的财权,就不可能与市场建立起密切的联系,也就不可能成为真正的企业;一个产权主体如果缺乏必要的财权,就失去了应有的独立性,其权益也就难以保护。所以,各国公司法和公司章程所规定的权利安排都基本上是财务性的或者直接与企业财权安排有关。

按照利益相关者合作逻辑,企业财权安排便有如下特征:

(一)企业财权安排的分散对称性

主要表现在两个方面:一是企业财权应由各利益相关者共同分享;二是对每个利益相关者来说,财务收益权和财务控制权都要对称性地加以分配。这一特征意味着在企业财务方面要建立共同治理机制。如果把企业财权集中地分配给某一类利益相关者,就意味着其他利益相关者的权益被剥夺。无论是“资本雇佣劳动”还是“劳动雇佣资本”都属于这种情况。目前我国国有控股公司中普遍存在的“内部人控制”问题,就是把企业财权过度集中于经营者所造成的。但是,在现实生活中,由于企业财权安排要受到制度环境和谈判力等因素的影响,因此企业财权的分散对称性安排并非一定是均衡的,有时可能倾斜于某一类利益相关者,有时又可能倾斜于另一类利益相关者。可以预见,随着财务资本社会化和证券化程度的不断提高以及人力资本专用性和团队性的不断增强,企业财权安排的倾斜将从财务资本所有者转向人力资本所有者。不过,这种倾斜要有一定的限度。否则,就会给企业理财带来负面影响,如侵蚀企业利润、出资者资产流失、财务决策短期化、财务信息失真等。

(二)企业财权安排的状态依存性

企业所有权安排的一个基本特征就是“状态依存”,即企业处于不同经营状况时,就对应着不同的治理结构^[9](第 473-494 页)。对此,张维迎(1996)曾作过一个简要的分析:若企业处于“ $w+r < x \leq w+r+\pi$ ”(x 为企业总收入; π 为股东最低预期收益; w 为应付人工的合同工资; r 为债权人的合同收入,包括本金和利息)时,股东在企业治理中处于支配地位;若企业处于“ $w \leq x < r+\pi$ ”时,债权人在企业治理中处于支配地位;若企业处于“ $x < w$ ”时,工人在企业治理中处于支配地位;若企业处于“ $x \geq w+r+\pi$ ”时,经理人员在企业治理中处于支配地位^[10](第 91 页)。企业财权作为企业所有权的核心内容,其安排自然也具有状态依存性。事实上,人们对企业所有权安排状态依存性的解释,就是以企业财务状况的变化为依据的。企业财权安排的这一特征揭示了企业财权安排与企业财务状况的关系,它意味着在企业财务方面要建立相机治理机制。从目前我国情况看,企业财权安排还不能随企业经营状况的改变而调整,如银行在借款企业财务状况恶化时尚未发挥相机治理作用。

(三)企业财权安排的层次性

企业作为各利益相关者所缔结的“一组契约”,按其签约人的身分和委托代理关系,可分两个层次:第一层次是由“外部利益相关者”与企业经营者签订的合约,其内容主要涉及外部利益相关者与企业经营者之间的企业所有权分配;第二层次是由企业经营者与一般职工签订的合约,其内容主要涉及企业决策层与执行层之间的企业所有权分配。与此相适应,可将企业财权安排的对象分为外部利益相关者、经营者、财务部门和一般职工四个层次。企业财权安排就是在这四个层次之间展开的。我国有学者将企业财务分为“出资者财务”、“经营者财务”和“专业财务”三个层次。这种思想在“资本雇佣劳动”逻辑下无疑具有创新意义,但不符合利益相关者合作逻辑的要求。

三、国有控股公司财权安排要突破“股东至上”逻辑

目前我国国有控股公司普遍存在的国有股“一股独大”及其主体事实上“缺位”,造成公司治理是“政

府干预下的经营者控制”型。其表现主要有^[11](第5-6页): (1)“政企不分”的现象仍较严重。一方面政府超越出资人职责对国有控股公司进行直接的行政干预,例如大部分国有控股公司董事长和总经理的选择和薪酬均由政府决定等;另一方面国有控股公司也习惯和依赖政府“越俎代庖”式的行政审批和直接干预,以获得某种利益,例如国有控股股东的变更通常会要求证券监管机构豁免要约收购等。(2)股东大会不能有效地履行职责。一是不能按公司章程及时召开股东大会,尤其是非国有控股上市公司;二是参加股东大会的股东缺乏代表性,股东大会对中小股东如同虚设,实际上被国有大股东所把持;三是由于股权高度集中和内部人控制,使股东大会对董事会难以起到应有的治理作用。(3)董事会制形式化问题仍然存在。一是中小股东在董事会中的代表普遍不足,董事会基本上由国有大股东的代表所操控;二是由于独立董事的聘任程序不够规范,大多是凭“关系资源”而产生,因此难以保证独立董事的独立性;三是董事长兼任总经理;四是尚未建立职工董事制度和债权人董事制度。这些问题就会导致“内部人控制”问题。另外,政府凭借在公司中的控股地位,把董事会作为安排干部的场所,造成董事会处于政府的行政干预之下。(4)监事会难以有效地行使监督职权。造成这一问题的一个重要原因,就是对监事会成员的任命不规范,如政府指派监事、董事会任命监事、职代会选举监事,使监事会缺乏独立性。(5)经营者的控制权与剩余索取权不匹配。政府凭借在公司的控股地位,赋予经营者较大的控制权,但经营者却未分享公司的剩余索取权。这两种权利对经营者的不对称性分配,致使经营者不承担风险,缺乏对公司做长期投入的激励。也就是说,政府赋予经营者的控制权是一种“廉价的控制权”。

从制度变迁的轨迹和路径依赖来看,上述“政府干预下经营者控制”型的公司财务治理机制与我国国有企业改革所遵循的“股东至上”逻辑有关。回顾我国国有企业改革的历程不难看出,国有企业改革的着眼点始终是如何从实现国有资本保值增值的目标出发改进和完善政府对企业的激励与约束。其表现是政府对企业的控制,如政府要向企业派经营者,监督经营者行为,控制企业重大决策。可见,国有企业改革的进程及国有企业治理结构的设置都是受“股东至上”逻辑支配的。对国有企业进行股份制改造后,在设置公司治理结构时,也是遵循“股东至上”逻辑,即按照控股股东利益最大化原则来设置激励与约束机制,从而造成控股股东侵占公司的利益。实践证明,“股东至上”逻辑将使国有企业改革陷入难以摆脱的困境^[12](第284-285页): (1)在国有制下,为了解决“所有者缺位”问题,就必须有一个代表来代表国家行使所有权职能。若政府成为代表,由于其目标的多元化,就会强化“政企不分”和导致“廉价投票权”,从而使企业资源难以有效地配置;若经营者成为代表,由于他们并非是企业风险的承担者,其权力的无限膨胀就会导致没有约束的自由处置行为,从而使所有者权益受损。(2)由于信息的不对称和“廉价投票权”的外在约束,经营者能够合法地获得绝对控制权。然而,一方面政府对经营者选拔机制的行政化,难以保证有能力的人走上决策岗位;另一方面,政府对经营者监督机制的行政化及国有资本的无限责任又无法硬化对经营者的约束。其结果是国有企业进行公司制改造的步伐越快,经营者手中的权力就越大,滥用权力的问题就越严重。这就是国有资本使用效率低的真正根源。(3)“股东至上”逻辑要求委托人把大部分经营决策权委托给经营者行使,但国有企业所遵循的民主集中制原则又要求集体决策、集体负责。两者结合的后果是经营者常常以集体名义作出决策,但不承担决策风险,从而造成企业内部没有风险承担者。(4)职工应有的参与决策权、监督权在“股东至上”逻辑下因职代会流于形式而难以发挥作用。(5)国有资本与政府权力的结合使经营者可以随意剥夺中小股东和债权人的权益。

因此,要摆脱上述困境,保证各利益相关者长期合作,为国有控股公司持续发展创造良好的经营环境,就必须突破“股东至上”逻辑,按照利益相关者合作逻辑,在国有控股公司的财务方面建立共同治理机制,使各利益相关者都有平等机会参加公司财权的分配,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。其内容主要包括^[13](第67-71页):

(一)共同的财务收益分享机制

股东、银行、政府、经营者和员工等利益相关者都为公司投入了专用性资产,因此都应从公司财务收

益中获得相应的报酬。随着人力资本专用性和团体性的不断增强,人力资本所有者将日益成为公司风险的主要承担者和公司价值的主要创造者,而且人力资本的所有权只能属于个人,没有激励则难以发挥作用,所以在经营者和员工的报酬结构中仅有基本工资和年终奖金这两项短期激励项目是远远不够的,更要有长期风险收入这一长期激励项目。所谓长期风险收入,就是将人力资本权益化所带来的并延期支付的一种风险收入。它与企业未来经营业绩相联系,有助于防止经营者和员工的短期化行为,激励他们为实现企业价值最大化而做长期投入。(1)经营者的长期风险收入。目前绝大多数国有控股公司经营者的报酬结构比较单一,基本上由基本工资和年终奖金构成,而缺乏长期风险收入这一长期激励项目。借鉴国际经验,对经营者的长期风险收入可以采用股票期权、虚拟股票、股票增值权和业绩股份等股权激励方式。这些股权激励方式各有特点,可以综合地加以运用。(2)员工的长期风险收入。20世纪70年代以来,美国许多企业为了获得税收补贴,都采取员工持股计划。实践证明,员工持股计划一般只能给员工提供参与公司收益分配的权利,而不能给员工提供参与公司控制权分配的权利^[1](第101-103页)。这是因为员工持股计划不能使员工作为股东的利益与作为雇员的利益相分离,不能使员工以股东身份而独立于企业管理当局,不利于员工参与公司治理时采取集体行动。20世纪90年代以来,美国工会通过建立工会联合会、单个工会、工会养老基金等工会性质的机构投资者来改善公司治理结构,并取得了良好效果。借鉴美国企业的这一成功做法,在我国国有控股公司中可以通过建立具有工会性质的职工持股会,把员工的人力资本权益化,使员工获得长期风险收入,同时也使员工参与公司治理时采取集体行动,提高公司治理效率。

(二)共同的财务决策机制

主要是通过董事会中建立共同的财务决策机制来保证各利益相关者有平等机会参与公司重大财务决策。为此,在完善现行股东董事制度和独立董事制度的基础上,还必须做好如下制度安排。(1)员工董事制度。借鉴国内外经验,建立该项制度要解决好如下几个问题:一是员工董事的资格。考虑到工会主席由职工选举产生以及处于生产经营第一线的员工掌握着第一手信息,当员工董事为1人时,可由工会主席担任;当员工董事为2人以上时,则半数以上应来自第一线的员工。二是员工董事的选任。员工董事(包括工会主席)应由职代会按照多数同意原则民主选举产生,不需报国家授权的投资机构审批,以充分体现员工董事产生的民主性;三是员工董事的人数。既不能太少,太少就不能起到应有的作用,但也不能太多,太多就容易导致“内部人控制”。借鉴国际经验,考虑到我国国有控股公司的特殊性,员工董事的比例可定为 $1/4$ — $1/5$ 。(2)银行董事制度。与公司有稳定债权关系的银行派代表进入公司的董事会,有助于稳定银企合作关系,充分发挥银行在公司治理结构中的信息和人力资源优势。从国际经验看,银行董事制度的建立既可以股权关系为基础(如德、日企业),也可以债权关系为基础(如近二三十年来的英、美企业)。但是,考虑到目前我国银行实行“两业分离”的法律障碍,可以采取“表决权信托制度”或“表决权代表制度”。这不仅可以使银行合法地进入董事会,而且有利于保护中小股东的权益。(3)政府公务员董事制度。政府公务员董事可以由政府授权的投资机构直接委派,也可以由政府授权的投资机构根据事前确定的标准向社会公开招聘。

(三)共同的财务监督机制

主要是通过公司监事会中建立共同的财务监督机制来保证各利益相关者对公司财务行为实施监督。和上述在董事会中建立共同财务决策机制一样,在监事会中建立共同财务监督机制,就是要建立多元化的监事会结构,包括出资者监事制度、员工监事制度、银行监事制度和政府公务员监事制度等,以便相互制约和监督。

[参 考 文 献]

[1] 杨瑞龙,周业安. 企业共同治理的经济学分析[M]. 北京:经济科学出版社,2001.

[2] Jensen, Michael and William, Meckling. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Capital

- Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3).
- [3] 张兆国,张庆,宋丽梦. 论利益相关者合作逻辑下的企业财权安排[J]. *会计研究*, 2004, (2).
- [4] 张兆国,张五新. 论企业财权配置[J]. *武汉大学学报:哲学社会科学版*, 2005, (6).
- [5] 李维安. 中国公司治理原则与国际比较[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2001.
- [6] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京:北京大学出版社, 1999.
- [7] Milgrom, J. & J. Roberts. *Economics, Organization and Management*[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1992.
- [8] 李心合. 利益相关者财务控制论[J]. *财会通讯*, 2001, (6)
- [9] Aghion, Philippe & Patrick Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. *Review of Economic Studies*, 1992, (59).
- [10] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京:北京大学出版社, 1999, 91
- [11] 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告:国有控股上市公司治理[M]. 上海:复旦大学出版社, 2006.
- [12] 杨瑞龙,周业安. 企业共同治理的经济学分析[M]. 北京:经济科学出版社, 2001.
- [13] 张兆国,宋丽梦,陈天骥. 试论我国上市公司财务的共同治理机制[J]. *中国软科学*, 2005, (3).
- [14] 坦尼夫,张春霖. 中国的公司治理与企业改革[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2002.

(责任编辑 邹惠卿)

Cooperation of Stakeholders and Property Arrangement in State-holding Companies

ZHANG Zhaoguo, ZHOU Jijun, LUO Yong

(School of Management, Huazhong University of Science & Technology, Wuhan 430074, Hubei, China)

Biographies: ZHANG Zhaoguo (1956-), male, Professor, Doctor supervisor, School of Management, Huazhong University of Science & Technology, majoring in corporate governance structure and corporate property arrangement; ZHOU Jijun (1970-), male, Doctoral candidate, School of Management, Huazhong University of Science & Technology, majoring in corporate finance; LUO Yong (1982-), male, Huazhong University of Science & Technology, Graduate, majoring in corporate finance.

Abstract: According to the logic and principle of stakeholder cooperation, it is intrinsic requirement for modern market economy and forefront question of corporate governance research to establish co-governance mechanism in companies. Corporate property arrangement is the vital problem that the corporate governance structure tries to sort out. Currently, the property arrangement in our state-holding companies is basically abide by the logic of "shareholder paramount", which leads to low decision-making efficiency in finance and causes serious problems in insider control. In order to make a breakthrough in the logic of "shareholder first", we must establish co-governance mechanism in corporate finance, including joint financial earning sharing mechanism, joint financial decision-making mechanism and joint financial supervision mechanism according to the logic of stakeholder cooperation, so that all the stakeholders can enjoy a equal opportunity and right to participate in the distribution of corporate property.

Key words: logic of stakeholder cooperation; corporate property arrangement; joint corporate financial governance