

公司治理与股东权利

◎上海证券交易所投资者教育中心

一、公司治理的基本概念及公司治理的发展

<1>公司治理的基本概念

公司治理问题的提出最早可追溯到 20 世纪 30 年代。1932 年,经济学家伯利和米恩斯出版了《现代公司和私人产权》一书,他们认为:由于现代公司的所有权与经营权已实现了分离,因此管理者的行为偏离股东利益的情况就可能会出现。到 20 世纪 80 年代,由于西方特别是英国有较多著名公司相继倒闭,学术界对公司治理问题的研究开始大量涌现。2001 年,美国“安然公司”财务造假被揭露并最终破产事件再次引发了学术界对公司治理问题的大量研究。

时至今日,学术界已基本形成了公司治理的概念。概括起来,公司治理的概念包含狭义和广义两个方面。狭义的公司治理(或称公司内部治理),是指公司股东对公司经理层的一种监督与制衡机制,即通过一种制度安排来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系,目标是保证股东利益的最大化,防止经营者对所有利益者的背离;广义的公司治理(或称公司外部治理)则涉及到广泛的公司利害相关者(包括股东、债权人、供应商、雇员、政府等与公司有利害关系的集团),通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有利害相关者之间的利益关系,目标是使公司各利害相关者的利益最大化。公司内部治理机制与外部治理机制相互补充,相互支持,构成一个有机的整体。

<2>公司治理的进展

20 世纪 30 年代,经济学家 Berle 和 Means 通过对当时美国最大的 200 家工业公司的考察,发现这些公司的股票所有权分散现象十分显著,管理层事实上已经掌握了公司的控制权。据此,他们首次明确提出了“所有权与控制权相分离”的论点。

在随后的几十年里,公司治理研究主要以委托—代理理论为基础,致力于解决股权分散化下的“弱股东、强管理层”问题。这些研究一般将公司治理机制划分为董事会结构、经理层薪酬和股权结构等内部机制,以及控制权市场和法律监管等外部机制,进而在两个方向上拓展公司治理研究,即:一是研究不同治理机制对公司绩效的影响;二是研究治理机制对管理层更换、投资决策等特定事项的影响。这些研究称为传统的公司治理研究。

进入 20 世纪 90 年代,大量研究发现,除美国、英国、加拿大等少数国家外,大部分国家的公司都具有集中的所有权结构和控股股东。这一发现彻底动摇了股权分散这一传统公司治理研究的基础,使公司治理研究进入了以公司股权集中为基础的新阶段(称为当代公司治理研究)。

当代公司治理研究认为,公司治理的研究重点不应仅限于股东和经理层之间的代理问题,而应更多地关注大小股东之间的利益冲突和代理问题,并从全球角度比较分析“强大股东、弱小股东”格局对公司绩效和资本市场发展的影响。因此,当代公司治理研究在方法上将法律变量引入金融学的实证研究,试图从法律角度建立比较全球公司治理的统一架构,从而逐渐形成了“法与金融(Law and Finance)”这一新兴研究领域。在实践层面上,当代公司治理研究大大加深了人们对法律和公司治理关系的认识,为各个国家提高公司治理水平指出了一条可行路径。20 世纪 90 年代起全球范围内掀起的公司治理运动,其核心就是通过修改公司法、证券法和破产法,并推出公司治理准则等一系列途径来完善投资者保护的体系,以提高公司治理水平,建立高效的资本市场。

20 世纪 80 年代,公司治理问题在实践中得到重视。英国在出现一批著名公司相继倒闭事件后,成立了一些委员会,并由这些委员会制定了一系列公司治理准则。其中最为重要的是在卡德伯瑞(Cadbury)勋爵领导下制定的《卡德伯瑞报告》(Cadbury Report),关于董事会薪酬的《格林伯瑞报告》(Greenbury Report),以及关于公司治理原则的《汉普尔报告》(Hampel Report)。这些报告成了英国推进公司治理运动的指针,也成了全球推进公司治理运动的开端。

自《卡德伯瑞报告》以后,许多国家、国际组织、中介机构、行业协会纷纷制定了自己的公司治理原则。例如,世界上许多重要证券交易所对上市公司的监管内容不仅包括信息披露,而且还越来越强调上市公司的治理结构,世界交易所联盟目前正在起草有关公司治理准则的指引;世界银行在自己的网站上开辟了专门的公司治理栏目并与 OECD 合作主办了定期性的“全球公司治理论坛”、“亚洲公司治理圆桌会议”等;美国著名的机构投资者加州公职人员退休基金会(CALPERS)发起建立了民间性质的国际公司治理网络,每年举行一次年会,并开辟专门的网站,系统地推出国内和国际公司治理原则。根据戴维森全球咨询公司的统计,到 2001 年底,有 43 个国家和法律管辖区域推出了 91 个公司治理准则或类似的文件,另外还有 9 个国际性的准则。

全球公司治理的运动在 1999 年 5 月达到了新的高潮,OECD 的 29 个成员国部长通过了 OECD 公司治理准则,接着西方七国财政首脑会议和 22 个主要工业国家首脑会议相继签署认可。OECD 公司治理准则通过之后,拥有 6 万亿资产管理规模的国际公司治理网络成员(ICGN)以及主要的机构投资者如 CaIPERS 即对该准则表示支持。OECD 公司治理准则已经逐渐为世界其他国家接受,成为公司治理的国际标准,同时也是各国、各地区公司治理准则的范本,用以衡量公司治理的绩效。OECD 公司治理准则在全球范围内的影响力与日俱增,使得这一准则很有可能成为全球公司治理的普遍准则,对未来全球的公司治理产生深远影响。

二、公司治理的主要内容

<1>公司内部治理

公司内部治理机制是公司治理最核心的问题。这一问题包括两个方面:A. 股东与公司管理层之间的关系;B. 控股股东与一般股东之间的关系。

股东与公司管理层之间的关系实际上就是股东与董事会、董事会与经理之间的委托代理关系问题。委托代理关系是一种契约,“在这种契约下,一个人或更多的人(即委托人)聘用另一人(即代理人)代表他们来履行某些服务,包括把若干决策权托付给代理人”。委托代理机制的有效性取决于代理人/经理人的能力和他们的努力程度。在单一业主所有制(经营者与所有者为同一人)企业里,一位能力强且努力工作的业主无疑比缺乏能力且懒惰的业主取得更好的绩效。但在现代企业、特别是股份制企业里,经理人和企业的所有者通常是分离的,因此,虽然经理人的能力和努力同样与公司绩效息息相关,但能力强的经理人的努力工作未必会产生企业绩效最大化的结果。这是因为,在所有者和经理人相分离的情况下,经理人的行为可能会偏离企业所有者的目标,去追求经理人自身利益的最大化,甚至不惜损害企业所有者的利益。因此,对经理人的能力和努力程度还必须作一个限定,即经理人的行为应以企业所有者的利益为归依。

为了使有能力的经理人最大程度地为股东(所有者)的利益努力工作,就需要设计企业的最优内部治理结构。这可以从选聘、激励和监督三方面着手。

科学的选聘机制是最佳内部治理结构形成的前提。竞争上岗、公开招聘管理人员是保证经理人能力、努力程度和其行为符合企业目标的重要条件。有专家指出,在董事会内部设立独立选聘委员会,有助于改进管理服务市场的效率。科学选聘机制的形成有赖于外部经理服务市场的存在。运作良好的经理服务市场可防止经理人员对企业进行无效运作,因为这样将使他们面临失去工作的威胁。

合理的激励机制也是实现最佳内部治理结构的关键。合理的激励机制要解决的是激励经理人工作的努力程度问题(也包括为谁工作的问题)。一般地,在其他条件不变的情况下,激励越强,经理人工作就越努力,企业绩效也就越好。专家们指出:管理层和董事薪资与公司业绩挂钩的薪酬体系有助于激励他们提高公司业绩;在董事会内部设立独立薪酬委员会,通过最小化经理人员自我提薪的风险,有助于改进薪酬体系的效率。改善激励机制,主要有两种途径。一是产权改革。产权理论认为,产权明晰企业的产权人有较强的激励动机去提高企业的绩效。产权的核心是公司剩余的占有权,因此,产权改革应包括经理人对剩余利润的分享,这可以通过分红、股票激励等形式实现。二是引入市场竞争。不少经济学家认为,企业绩效主要与市场结构有关,与市场竞争程度有关,他们认为,竞争是企业改善绩效的根本保证,激励机制只能在竞争的条件下才能发挥作用。

有效的监督机制是实现企业最佳治理结构的保证。监督机制着重解决经理人为谁工作的问题(也包括经理人是工作是否努力的问题)。一般地,监督机制越有效,越能使经理人最大程度地努力为股东利益工作,企业绩效就越好。公司内部的监督机制包括股东、股东会、董事会以及监事会对经理人员的监督。

A. 股东的监督主要表现为两种形式:一是在股东大会上通过投票表决各类议案,或者通过投票来替换被人为不称职的董事会成员,进而替换被人为不称职的经理人员;二是在预期公司业绩下滑(预期收益下降)时,通过股票二级市场或其他渠道转让股票/股权,从而退出企业。股东会作为公司的最高权力机构,对公司管理层的监督具有最高的权威性和最大的约束性。公司股东大会有权选举和罢免公司的董事和监事,有权查阅公司的账目。但股东会作为监督机构有其弱点,股东会不是常设机关,其监督权的行使往往交给专事监督职能的监事会或者部分地交给董事会,仅保留对公司经营结果的审查权和表决权,这就在一定程度上削弱了股东会的监督职能。

B. 董事会的内部监督职能主要表现为董事会对经理层的监督。董事会有权聘任或者解雇经理层人员,有权制定重大发展战略。董事会的这些权利能够有效约束经理层人员的行为,以保证董事会制定的发展计划能够得到公司经理层的贯彻执行,同时确保不称职的经理层人员能够被替换。

C. 监事会是公司专事监督职能的机构,监事会对股东会负责,以出资人代表的身份行使监督权。监事会以董事会和经理层人员为监督对象。监事会可以通知经营管理机构停止违法或越权行为,可以随时调查公司的财务情况,审查文件账册,并有权要求董事会提供情况,可以审核董事会编制的提供给股东大会的各种报表,并把审核意见向股东会报告,可以提议召开股东会。

公司内部治理机制的第二个重要方面是控股股东与一般股东之间的关系。根据公司有关的法理论与实践,公司股东之间应彼此负有受托责任,特别是大股东对小股东负有公平交易的责任。例如,大多数国家都对控股股东与公司的关联交易、董事关联交易规定了披露原则、无利益冲突的股东中的多数通过原则和公平性原则,即从程序上加以监督,要求董事对其进行的有关关联交易的行为予以披露和要求无利益冲突的董事和股东对关联交易进行批准,或者由独立实体对关联交易进行公平性审查。美国的司法实践并明确了有关的举证责任:(1)若没有程序上的公正,则居于控制地位的被告就要承担证明义务;(2)即使程序公正得到认可,法院亦不能因此而判定交易有效,但此时原告有义务证明交易在实际结果上对公司是不公正的。

<2>公司外部治理

有效的公司治理不仅依赖于健全的公司内部治理结构,而且依赖于良好的外部治理环境和外在制度安排,其中涉及

债权人、机构投资者、中介机构和自律组织、经理人市场、公司雇员、供应商、客户、政府等利害相关者。

A. 债权人

债权人是公司借入资本即债权的所有者。理论上讲,由于债权人要承担本息到期无法收回或不能全部收回的风险,因此债权人和股东一样,在公司治理上,有权对公司行使监督权。债权人可以通过给与或拒绝贷款、信贷合同条款安排、信贷资金使用监督、参加债务人的董事会等渠道起到实施公司治理的目的,尤其是当公司经营不善时,债权人可以提请法院启动破产程序,此时,企业的控制权即向债权人转移。

B. 机构投资者

在成熟的资本市场,机构投资者对其所投资企业往往能施加重要影响。当一个或少数几个大股东持有公司股份达一定比例(如 10%~20%),他们就有动力去搜集信息并监督经理人员,从而避免了中小股东中普遍存在的“搭便车”现象。机构投资者是上市公司的大股东,往往能够通过拥有足够的投票权对经理人员施加压力,甚至可以通过代理权竞争和接管来罢免经理人员,有效解决代理问题。

C. 中介机构

要强化外部公司治理机制的有效性,就必须减少委托人和代理人之间的信息不对称,提高上市公司透明度。投资者通过上市公司披露的财务报告和其他信息,了解上市公司财务状况、经营成果和管理层的经营业绩,以此作出投资决策。但以管理层为主导编制的财务报告要取得公众的信任,就必须接受各类中介机构,如会计师事务所、律师事务所、资产评估机构以及投资银行等的审核,并出具鉴证意见。因此,各类中介机构,尤其是对上市公司财务会计信息进行独立审计的会计师事务所以及在上市公司新股发行中承担主承销责任的投行,能否充分履行诚信义务,保证财务信息的真实可靠,对提高上市公司治理水平具有积极意义。

D. 经理人市场

经理人市场是一种从外部监督公司管理层的重要机制。对于上市公司的管理层来说,经理市场上职业经理人的供需情况,经理市场的完善与否,直接关系到其被替代或后继者选择的可能性。经理市场主要从以下两个方面对经营者产生约束作用:一是经理市场本身是企业选择经营者的重要来源,在经营不善时,现任经营者就存在被替换的可能性。这种来自于外部乃至企业内部潜在经营者的竞争将会迫使现任经营者努力工作。二是市场的信号显示和传递机制会把企业的业绩与经营者的人力资本价值对应起来,促使经营者为提升自己的人力资本价值而全力以赴地改善公司业绩。因此,成熟经理市场的存在,能有效促使经理人勤勉工作,激励经理人不断创新,注重为公司创造价值。

E. 雇员

公司的雇员是公司的人力资产。一般情况下,雇员的知识经验具有一定的专用性。这种专用性将使雇员难以随意地更换公司,随便地更换发挥自身特长的场所。从而有利于将雇员个人的命运与公司的命运紧密联系起来,进而起到监督作用。

F. 客户

客户是公司产品或服务的消费者。公司价值和利润能否实现,在很大程度上取决于客户的选择。客户购买商品的商品后,有权要求公司的经营者保证其所提供的商品能够保障客户人身、财产的安全,当不满意时,有权要求退换或赔偿。当客户认为公司提供的商品或服务不能满足需要时,可以随时替换厂家,从而使公司的销售面临困难。客户的这些权利在一定程度上构成了对公司的外部监督。

G. 供应商

供应商是公司各类生产资料的供给者。一般情况下,供应商与其下游客户相互依存,供应商依赖其下游客户的购买订单来生存,同时下游客户也依赖供应商所提供的生产资料来维持经营。随着经济的发展,供应商与下游客户日益休戚相关,供应商日益关注下游客户的发展状况。供应商已在一定程度上发展成为其下游客户的外部监督者。

H. 政府

政府也有很大的动力对公司进行监督。这首先是由于公司是吸纳就业的主要单位,大部分公司的运营状况的波动会影响社会的就业状况;其次,公司也是政府税收收入的重要来源,公司的盈利状况会影响政府的税收收入;第三,政府要运用经济、法律等政策和手段调控国民经济运行,维护正常的市场秩序,并站在公正的立场上,调解不同所有者、经营者、管理者、劳动者之间以及相互之间的矛盾和冲突。

三、股东权利的主要内容及实现

股东权利是指股东因出资而享有的对公司的权利。各经济发达国家一般都通过各类经济法律法规对股东权利进行界定。我国的《公司法》等法律法规也对股东权利做出了规定。归纳起来,股东权利主要分为以下几类:

<1>股东身份权

《公司法》规定:有限责任公司成立后,应当向股东签发出资证明书;有限责任公司应当置备股东名册。

<2>参与决策权

《公司法》规定:股份有限公司股东大会由全体股东组成。股东大会是公司的权力机构。股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是,股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经出席会议的股东所持表

决权的三分之二以上通过。

<3>选择、监督管理者权

《公司法》规定:股东大会选举董事、监事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议,实行累积投票制。

<4>资产收益权

《公司法》规定:公司分配当年税后利润时,应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金,并提取利润的百分之五至百分之十列入公司法定公益金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的百分之五十以上的,可不再提取。公司的法定公积金不足以弥补上一年度公司亏损的,在依照前款规定提取法定公积金和法定公益金之前,应当先用当年利润弥补亏损。公司在从税后利润中提取法定公积金后,经股东会决议,可以提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金、法定公益金后所余利润,有限责任公司按照股东的出资比例分配,股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。

<5>知情权

《公司法》规定:股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告,对公司的经营提出建议或者质询。

<6>提议、召集、主持股东会临时会议权

《公司法》规定:董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,监事会应当及时召集和主持;监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。

<7>优先受让和认购新股权

《公司法》规定:经股东同意转让的出资,在同等条件下,其他股东对该出资有优先购买权;公司新增资本时,股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。

<8>转让出资或股份的权利

《公司法》规定:股东持有的股份可以依法转让。股东转让其股份,应当在依法设立的证券交易所进行或者按照国务院规定的其他方式进行。

股东权利可分为两类:财产权和管理参与权。前者如股东身份权、资产收益权、优先受让和认购新股权、转让出资或股份的权利,后者如参与决策权、选择、监督管理者权、提议、召集、主持股东会临时会议权、知情权、提议、召集、主持股东会临时会议权。其中,财产权是核心,是股东出资的目的所在,管理参与权则是手段,是保障股东实现其财产权的必要途径。

公司股东的权利的实现离不开完善的公司治理架构和健全中小股东保护机制等要素。

公司治理架构的完善主要是指明确股东—股东会、董事—董事会、CEO 的职责,建立健全引进外部董事机制、解决管理层和董事交叉的机制、董事会运作后果奖惩机制等等。其中,股东会的职权,即股东出席股东大会并行使表决权的权利内容直接决定着各类股东权力的实现程度和实现质量。例如:股东大会职权中的“决定公司的经营方针和投资计划”可以让股东控制公司财产的风险并确保公司财产的投资收益;“审议批准董事会的报告”权可以让股东了解公司的经营状况和财务情况,并维护公司和股东的合法权益。因此,规范和完善股东大会的职权是实现股东权利的重要途径。在规范和完善股东大会的职权的同时,还应扩充和完善股东大会的表决机制,以确保各类股东都能实现其权利,如推行代理投票制、投票权证征集制、累积投票制、分类投票制和远程(电子)投票制等等。

完善的公司治理架构中还应包括健全的独立董事制度。独立董事是指董事会中的部分董事或大部分董事,他们独立于公司的管理和经营活动,与公司不存在任何影响其客观、独立地做出判断的经济关联,在公司战略、运作、资源、经营标准以及一些重大问题上能够做出自己自主的判断。他们的目标是维护公司的整体利益,而不是个别利益集团的的利益或其自身的利益。独立董事能够利用其专业知识和经验为公司发展提供建设性的建议,为董事会的决策提供参考意见,从而有利于公司提高决策水平,提高经营绩效。更重要的是,独立董事能够对公司经理层形成监督和约束,因为独立董事能够客观地评价经理层的绩效。较之内部董事,这种监督能够更加超然和有力,能够更好地维护公司股东尤其是中小股东地利益。公司治理架构中引入独立董事制度有助于公司股东权利的实现。

根据同股同权原则,公司的大股东与中小股东应具有相同的股东权利,而唯一的区别是大股东的表决权份数多于一般的中小股东的份数。具有控股地位的大股东有能力也有动机去侵害中小股东的利益。因此,建立健全针对中小股东的保护机制有助于中小股东实现其股东权利。要建立健全中小股东保护机制最重要的是要完善监事会制度。首先是增加中小股东在公司监事会的比例,中小股东由于持股较少,一般难以进入董事会以对公司经理层进行监督。但中小股东可以进入公司的监事会来达到监督的目标。其次,完善监事会的职权,如监事会拥有以公司名义委托注册会计师、职业审计师帮助审计财务,有权代表公司对董事、经理提起诉讼,有权召集股东大会等等。

除了完善监事会制度外,保护中小股东权利还应从公司外部加强对公司大股东的监管,如政府有关部门、证监会、证券交易所、甚至媒体等。政府有关部门、证监会、证券交易所等机构对大股东的监管主要立足于建立法律法规,并对上市公司进行制度性检查;媒体等机构的监督手段主要是对大股东违规行为的曝光。外部机构对大股东的监管焦点宜主要集中在公司的财务、关联交易、股权融资、公司重组等领域,因为在这些领域大股东最易侵害中小股东利益。

(感谢上海证券公司研发中心对本文的贡献)