

# 美国公司内部控制机制面临的难题

[作者] 李向阳

[单位] 中国社会科学院世界经济与政治研究所

[摘要] 1980年代以来,美国资本市场或公司控制市场的繁荣被认为是经济实现稳步增长的最重要的原因之一。然而,资本市场作为一种控制机制存在着固有的局限性。资本市场发挥作用需要较高的成本。另一种公司外部控制机制来源于法律、政治及规章制度。以下作者就美国公司内部信息不对称、董事会的构成、法律责任、管理者和董事会成员在公司的持股、董事会的规模、制约股东与董事会行为的法规制度、经理的报酬机制、代理权之争的后果等问题对美国公司内部控制机制所面临的问题给予了一些分析。

[关键词] 美国,公司,内部控制机制

在所有权与经营权分离的条件下,经营者与所有者之间存在着固有的利益冲突。因此,如何设计一套有效的组织机制,在所有者与经营者之间架起一座桥梁,促使经营者追求企业价值或股东利益最大化,是现代企业理论的核心任务。从理论上来说,对经营者的控制可分为两大类:一是以资本市场、产品市场和法律规章制度为主体的外部控制机制;二是以董事会为主体的内部控制机制。与欧洲大陆国家和日本相比,美国公司更注重外部控制机制。

各种外部控制机制的共同特征是,它们都具有某种强制性,实现事后的帕累托最优。这也就是说,只有当公司经营出现问题时,这类机制才发挥作用。在公司外部控制机制中,资本市场是最常见的一种。通过公司兼并与收购、公司破产与重组,资本市场可以促进无效企业退出市场,低效企业重组,不同企业之间资产(有形资产与无形资产)的有效配置,等等。1980年代以来,美国资本市场或公司控制市场的繁荣被认为是经济实现稳步增长的最重要的原因之一。然而,资本市场作为一种控制机制存在着固有的局限性。资本市场发挥作用需要较高的成本,例如经验研究已经证明,公司破产不仅会有直接成本,而且还会有更高的间接成本。另一种公司外部控制机制来源于法律、政治及规章制度。例如,在著名的AT&T公司的分解和放松管制一例中,据估计,由于法律所做的强制性公司分解和放松管制,在AT&T公司与Baby Bell公司之间创造出了1250亿美元以上的额外收益(Jensen, 1993)。不过,这种现象并不常见,因为法律规章制度变革的惰性和滞后特征以及实施过程中的人为色彩使之很难发挥其应有的作用。政治体制及法律规章制度的最大意义并不在于被实施的频率,而是它的威慑作用。公司外部控制机制的第三种形式是产品或要素市场。企业在任何情况下都必然受到产品市场的约束。如果一个企业不能以有竞争力的价格向市场提供消费者所需的产品,它将不能生存于市场。不过,一旦等到由产品和要素市场惩罚企业经营者时,企业经常已陷入到难以挽救的地步,如财务恶化或破产。

相比之下,董事会应该是约束经营者日常行为,实现事前帕累托最优的最合适的手段。因为董事会是公司内部控制系统的核心,它负责为公司经理(CEO)制定博弈的规则。具体地说,它的主要任务是雇佣、解雇、奖励公司经理,提供高层咨询。作为一种预警系统,它应该在公司陷入危机阶段之前促使经营组织系统摆脱困境。然而,大量的经验证据表明,美国公司的内部控制机制并没有起到它应有的作用。这突出表现为一下几个方面。第一,董事会成员很少对公司经营者日常的、轻微的不佳绩效提出批评。在董事会内部,谦恭和礼貌替代了真诚和坦率。这种现象被人们戏称为“董事会文化”(Jensen, 1993)。在这种鼓励妥协、避免冲突的环境中,公司经理无形中获得了董事会的控制权。第二,董事会衡量公司经理的绩效主要是把它与同行业中的公司绩效进行比较,而不和其它行业的公司绩效进行比较。这也就是说,如果公司所处的产业整体绩效水平较差(如石油、航空、钢铁等行业),

董事会并不撤换公司经理；况且，即使董事会意识到有改进公司绩效的余地和手段（如降低工资、解雇工人、变卖资产、重组公司等），他们也不会促使公司经理这样做。其结果是，在这些产业出现了大量的敌意接管，公司内部控制机制让位于资本市场控制机制（Morck, Shleifer, Vishny, 1989）。第三，比统计数据更有说服力的是，我们很难看到公司经营者主动地进行公司重建或经营战略的转向，除非在资本市场、产品或要素市场、法律政治体制方面公司已经陷入了危机。1980年代以来，美国公司控制市场的空前繁荣从一个侧面反映了公司内部控制机制（作为实现事前帕累托最优的手段）的失败。造成这种失败的原因是多重的。

一、信息不对称问题。董事会与公司经理之间存在着信息的不对称性。公司经理对公司经营拥有更多的信息，他们通常决定着董事会的活动日程及所能得到的信息类型、数量等等。这就严重地限制了董事会成员监督、估价经理队伍和公司战略的能力。同时，有效地监督和估价经理队伍的行为，确定哪些因素会影响公司价值，制定公司发展战略目标需要董事会中有熟悉公司财务等各方面的专家。目前，董事会中缺乏这类人员（Jensen, 1993）。不过，即使董事会的成员都是有关方面的专家也不可能消除信息不对称问题。

二、董事会的构成。董事会通常是由内部董事与外部董事组成的。所谓内部董事是指公司现在的公司职员和过去曾经是本公司的职员。相应外部董事是指来自公司之外的人员，它一般包括三类人员：一是与本公司有着紧密的业务和私人联系的外部人员，这部分人员也被称之为灰色董事；二是纯粹的外部人员；三是其它公司的经理人员。自1970年代以来，美国公司中的外部董事比例呈上升趋势。目前，这四部分董事的比例大致分别为36%、10%、40%和14%（Yermack, 1996）。依照委托人-代理人理论，外部董事比例的增加会加强董事会对公司经理阶层的监督与控制，维护股东的利益。然而，美国大公司中同时存在的一个普遍现象是，公司经理兼任董事会主席。我们知道，董事会主席的职能是，安排董事会的会议，监督雇佣、解聘、估价和奖励公司经理的过程。很显然，撇开个人私利来讲，经理也不可能发挥上述职能。这种双重身份实际上使董事会损失了独立领导者，其结果是董事会难以发挥其基本职能。经验研究显示，公司总经理不仅在选择董事会成员过程中发挥着重要的作用，而且总经理临近退休之时还会从内部董事中选择自己的接班人（Hermalin & Wasbach, 1988）。

三、法律责任。目前，对董事会成员的一个主要约束手段是，当多数股东认为董事会没有履行自己的职责时，可由股东代表及其它原告对其提出法律诉讼。这种诉讼通常起源于公司股票价格出现突然的下跌。此外，董事会还会受到新闻媒介或政府部门的曝光威胁等。当然，由董事会成员承担其失职的法律责任无疑是必要的，但这种动力通常只会促使董事们寻求风险最小化，而不是价值最大化。换句话说，这些措施更多的是减少了董事会成员的私利行为，而没有增加他们从事提高公司价值的动力。

四、管理者和董事会成员在公司的持股。如果说有董事会承担其失职的法律责任是一种惩罚机制的话，那么相应的应该建立一种奖励机制，推动董事会成员追求企业价值或股东利益最大化。鼓励整个经营者队伍，尤其是外部董事持有本公司的股权被认为是一种可行的方案，因为通过持股可以使他们意识到，他们的决策影响自身的福利。不幸的是，这种机制基本上还不存在。在美国1000家最大的企业中，1991年经营者持有本公司的股权平均为2.7%，中位数持股水平仅为0.2%，有75%的经营者拥有股权比例不足1.2%（按股票市价计算）（Jensen, 1993）。此外，为了保证经营者持股机制能有效持久地发挥作用，还需要在公司章程中规定，在他们的任期内不得出售所持有的股权。否则的话，一方面经营者所持股权难以积累到有效的规模；另一方面经营者有可能利用内部人优势，在公司经营状况不佳信息公布之前抛掉所持有的股份。

五、董事会的规模。公司董事会的规模与其效率有着密切的相关性。一项著名的经验研究证

实 (Lipton & Lorsch, 1992), 当董事会规模超过 10 人时, 它会变得缺乏效率, 因为协调和组织过程的损失会超过人数增加所带来的收益; 他们也更容易为公司经理所控制。一般情况下, 董事会的规模应在 10 人之内, 8 - 9 人是最理想的规模(另一些研究则认为, 最优董事会规模应控制在 7 - 8 人)。在最近的一项研究中 (Yermack, 1996), 样本企业包括 452 家美国公司, 观察期是 1984 - 1991 年, 样本企业的董事会规模绝大多数分布在 6 - 24 人之间, 平均规模为 12.5 人。回归结果确认了董事会的规模与企业价值 (用托宾 Q 来替代) 呈负相关; 两者间的曲线呈现出凸形。这也就是说, 当董事会的规模从小型向中型变化时, 企业价值的损失最大。当董事会规模从 6 人上升到 12 人时, 企业价值的损失相当于董事会人数从 12 人上升到 24 人时的损失。公司董事会的规模不仅和经营效率、利润率指标呈负相关, 而且规模较小的董事会还更有可能经营绩效不佳时解雇公司经理。近年来, 越来越多的美国公司, 尤其是经过内部调整或重组过的公司, 开始缩小董事会的规模, 把它作为改进公司绩效的一种手段。著名的通用汽车公司、IBM、Occidental Petroleum、Scott Paper、W.R. Grace、Time Warner、Westinghouse Electric 等诸家公司都以小型董事会的面目出现。其中, W.R. Grace 公司的董事会规模从 22 人压缩到 12 人。

六、制约股东与董事会行为的法规制度。按照美国证券交易委员会 (SEC) 所制定的法规, 在没有向美国证券交易委员会提出申请, 并得到批准的情况下, 任何股东与超过 10 个以上的股东商讨公司事宜都是非法的。1992 年 12 月放松了这种限制, 允许一名投资者与任何数量的股东进行交流, 只要这名投资者拥有公司的股权不超过 5%。事实上, 真正需要协商并有可能对公司经营进行干预的大股东 (如机构投资者) 恰恰仍然受到这一法规的制约。美国内部者交易法严格禁止外部者与董事会成员 (或经营者) 勾结, 从事内部交易活动。从维护规范市场行为的角度看, 这种法规无疑是必要的。但它的副产品是, 一部分股东因此而损失了争夺董事会席位的积极性, 甚至失去了与董事会保持紧密联系的动力。此外, 美国银行法 (“格拉斯 - 斯蒂尔法”) 对金融机构持有公司股权的限制也严重地约束着公司治理结构的有效发展。

七、经理的报酬机制。董事会约束经理非最大化行为的一个重要手段是经理的报酬机制。经理的报酬通常是由三部分组成的, 即工资与奖金、股票购买权奖励、其它长期奖励及小额收益。近年来, 美国公司经理的报酬有了大幅度的增长, 其中增长幅度最大的是股票购买权奖励, 在整个报酬中的比重从 1984 年的 20% 上升到 1991 年的 30%。当然, 其它形式的报酬也有较大幅度的增加。这种现象, 尤其是股票购买权奖励的大幅度增加, 已经招致传媒的严厉批评, 并且促使政府机构要求各公司公布更详细的经理报酬信息。从理论上来说, 通过经营者持股, 他们应该有更大的动力去实现企业价值或股东收益的最大化。可现有的研究结果证实 (Yermack, 1995) : (1) 只有当公司的会计收益数据存有很大模糊性时, 股票购买权奖励才会对经理构成一种动力, 因为此时难以获得经营者决策质量的准确信息, 所以他们也就不可能正确地确定经理们工资和奖金水平。(2) 受流动性约束较大的公司倾向于使用股票购买权奖励手段, 因为这减少了公司的现金支付。这说明, 股票购买权奖励手段的应用范围是有限度的。另一项针对经理所有报酬机制所做的研究证实 (Jensen & Murphy, 1990) : 企业绩效或经理的动力与经理的报酬之间缺乏必然的联系。(1) 据估计, 股东收益每 1000 美元的变化会使经理的工资与奖金变化 30 美分, 股票购买权奖励变化 15 美分; 与解雇相关的收入变化 30 美分; 这样, 股东收益每 1000 美元的变化对经理报酬的影响总计只有 75 美分。经理持股虽然是最有效的动力机制, 但由于总体持股水平较低, 即使考虑到它对经理收益的影响, 公司股东收益每变化 1000 美元, 经理的总收益只变化 3.25 美元。(2) 在过去 50 年间, 经理持股比例呈下降趋势。在 120 家最大的上市公司中, 经理持股比例从 1938 年的 0.3% 降为 1984 年的 0.03%。同期, 经理报酬与企业绩效之间的相关性也出现了大幅度的下降。需要说明的是, 经理持股比例的下降趋势并不和经理报酬中股票购买权奖励的上升相矛盾,

因为经理报酬与企业绩效之间的相关性下降了。当然，经理报酬中股票购买权奖励如果持续增加，最终有可能缓解经理持股水平的下降趋势。

八、代理权之争的后果。传统的企业理论告诉我们，当董事会没有发挥其应有的职能时，股东中的不满意者（简称异议者）会出面争夺企业的代理权，即在董事会中获得席位。这种代理权之争的目的既可能是为了参与公司的管理，也可能是为了控制公司。通过代理权之争，公司的绩效会得到改进。而现实中，争夺代理权并不是一件容易的事情。其一，争夺代理权需要花费很高的成本；其二，管理者和现行董事会成员会联合起来一致反对异议者，为此他们可能会采取修改公司董事会选举章程等措施，以阻止异议者的成功；其三，异议者内部本身还存在着利益冲突及搭便车效应。对美国 1968 - 87 年间 97 项代理权争夺案例的研究（Ikenberry & Lakonishok, 1993）发现，成功的比例仅为 50%左右。更为有趣的是，与传统的企业理论预测不同，虽然代理权争夺都以公司绩效较差为前提，但异议者的胜利并不会使公司绩效有明显改善。市场对异议者管理企业的能力持怀疑态度。这就为无效率的董事会继续执政创造了有利条件。

总之，美国公司内部控制机制及整个公司治理结构所面临的根本问题是缺乏真正的委托人。只有存在真正意义上的委托人，上述公司内部控制机制的各种问题才能从解决。1980 年代以来，美国盛行的杠杆收购、经营者收购、放松管制等等，实际上都是在试图创造出大股东，充当负责任的委托人。可存在大股东本身并不能说明存在真正的委托人。目前，美国机构投资者拥有公司的股权比例已达到 45%以上。以股票市场价值计算，在最大 100 家美国公司中，机构投资者的持股水平为 53%。在 1000 家最大公司中，有 29.6%的公司机构持股比例超过 60%。例如，通用汽车公司 82%的股权、莫比尔公司 74%的股权，华旗公司 70%的股权都为机构投资者所拥有（Coffee, 1991）。可机构投资者由于受外部环境和内部组织机制的约束并未发挥公司委托人的职能。寻找真正的委托人已成为当前美国企业制度变革的方向。

## 参考文献

- Coffee, Jr. J. C. (1991) Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, No. 6. 1278-1369.
- Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (1988) The Determinants of Board Composition. *RAND Journal of Economics*, No. 4. 589-606.
- Ikenberry, J.; etc (1993) Corporate Governance through the Proxy Contest: Evidence And Implications. *Journal of Business*, 405-435.
- Jensen, M. C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, No. 3. 831- 880.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990) Performance Pay and Top-management Incentives. *Journal of political Economy*, No. 2. 225-264.
- Lipton, M., J. Lorsch (1992) A Modest Proposal for Improving Corporate Governance. *Business Lawyer*, 59-77.
- Morck, R. etc (1989) Alternative Mechanisms for Corporate Control. *American Economic Review*. 842-852.
- Yermack, D. (1995) Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? *Journal of Financial Economics*. 237-269.
- Yermack, D. (1996) Higher Market valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, 185-211.

<http://www.iwep.org.cn/chinese/gerenzhuye/lixiangyang/wenzhang/mggsnbkzjzmdnt.htm>