上市公司经营者剩余索取权及其实现方式研究

樊行健(博士生导师)　孙峥嵘

(西南财经大学会计学院　成都　610074)

【摘要】本文从委托代理关系角度分析了上市公司财务目标定位,并以此为基础对上市公司经营者剩余索取权进行了分析,认为赋予经营者剩余索取权是降低上市公司代理成本和设计经营者报酬计划的关键,而股票期权是经营者剩余索取权的最佳实现方式。

【关键词】上市公司　财务目标　剩余索取权　股票期权

一、基于代理成本的财务目标解析

现代企业理论认为,企业是节约交易费用的产物。利益相关者理论认为企业是一组包括股东、债权人、经营者等利益相关者之间的一系列多边契约。企业是多边契约关系的总和。委托代理理论为研究这些契约关系提供了分析性框架,代理成本是委托代理理论的基本范畴,亦是理解现代企业理论的主要工具。上市公司作为现代企业的典型,其产权制度的基本特征是经营聘请专家、股权分散持有、资产集中控制。通过委托代理契约,上市公司股东委托经营者运营资本,债权人为取得固定利息让渡资本使用权,代理成本是公司所有权的决定性因素。

委托代理理论假设每个人的行动都为私利推动。因而当每个人的私利行动与使企业效益最大化的共同行动相抵触时,就会存在代理问题。委托代理理论旨在分析委托人与代理人之间的利益冲突,解释其私利行为与共同行为产生冲突而使企业效率下降的具体原因,分析为消除代理问题引起的企业效率下降而设计的各种制度带来的影响,例如内部控制、雇佣合同、激励约束机制等。具体到上市公司财务治理层面就是,代理成本与公司财务目标有何关系,以及如何处理代理问题才能实现公司财务目标。

上市公司中的委托代理关系十分复杂。但从公司财务治理角度看,委托代理关系主要存在于股东、债权人与经营者之间。因为经营者拥有大量控制权,所以通过代理成本来分析上市公司财务目标和经营者剩余索取权问题是大有裨益的。

经营聘请专家和资产集中控制的产权特征决定了上市公司财务目标的取舍。在考察上市公司财务目标时,须正视经营者控制权背景下的投资者和经营者之间的利益协调问题。如无视经营者在很大程度上拥有公司控制权的现实,势必影响公司绩效。上市公司广泛的代理关系所带来的相对收益是相当大的。可见,弄清代理成本的内涵是理解上市公司组织形式的关键。从理论上讲,代理成本是在股东和债权人理性预期之内必须由经营者承担的成本。但由于人的有限理性、信息不对称和信息不完全,使股东和债权人不可能有完全意义上的理性预期。这样,外部股东和债权人亦会承担部分代理成本。所以,股东、债权人和经营者等利益相关者的个人目标能否实现与代理成本的高低休戚相关,各方均有降低代理成本的积极性,他们之间一定存在一组代理成本最小化的契约,最终将股东、债权人和经营者之间相互冲突的目标带入均衡。因而最大限度地降低代理成本可使上市公司各利益相关者更好地合作,最终实现多赢。代理成本最小化是上市公司理财的最高境界。因此,在经营者拥有大量上市公司控制权的前提下,通过进一步探讨经营者报酬及其获取方式从而降低代理成本是合乎逻辑的思路。

二、经营者剩余索取权

笔者认为,为尽可能降低代理成本,上市公司须承认并赋予经营者剩余索取权,这是上市公司财务管理的重要环节。经营者作为上市公司控制权的主要分享者、管理服务的提供者、剩余的主要贡献者及企业成员中行为最难监督者,理应分享剩余索取权。

1. 经营者享有剩余索取权符合剩余索取权与控制权相对应的逻辑。剩余索取权能调动经营者进行公司管理的积极性,因而剩余索取权如何有效配置至关重要。张维迎认为公司治理结构背后的逻辑是:控制权跟着剩余索取权走或剩余索取权跟着控制权走,有效的公司治理应使二者尽可能对应,这也是上市公司财务治理中企业所有权配置逻辑的题中之意。如不承认或剥夺经营者的剩余索取权,控制权会成为“廉价投票权”,其并不对使用权力的后果负责,极易引发内部人控制、在职消费无限扩张和企业资产大量流失等现象。

2. 经营者享有剩余索取权体现了管理服务的间接定价。间接定价理论认为,企业的功能在于节省市场直接定价成本。张维迎将杨小凯和黄有光的部分相关观点概括为,一种非对称的剩余索取权结构能用以提高交易的效率,且通过排除直接定价和贸易中交易效率最低的活动促进劳动分工。经营者剩余索取权结构之所以出现,是因为用于提供管理服务的劳动交易效率远比用于生产产品的劳动交易效率低,在前一种经营活动中,管理服务只是一种间接投入。这是因为,测度管

理服务所付出的努力及其产出水平需要极高的测度成本,管理者对剩余的索取体现了管理服务的间接定价。经营者的管理服务与股权资本对上市公司的边际贡献最难估计,上市公司的剩余分享应与对企业贡献最难估计的投入要素相联系,剩余索取权的配置应能充分调动经营者的积极性和资本所有者的积极性。因而,最优安排应是股东和经营者之间的剩余分享制,可以有效降低代理成本。

3. 经营者享有剩余索取权可降低监督成本。上市公司实为"团队生产"方式,各团队成员的贡献不能精确分解和测度,难以按团队成员的真实贡献支付报酬。因此,在团队成员之间存在偷懒行为和"搭便车"的机会主义动机。如缺乏监督或监管不力,就会严重影响企业效率。为尽量减少偷懒行为和规避"搭便车"的机会主义动机,降低上市公司代理成本,须在企业内部形成一种监督机制。经营者的职责之一是合理安排劳动者的经营活动,并防止其不利于提高企业效率的偷懒行为和"搭便车"机会主义动机的发生。可见,监督工作是经营者的重要职能之一,为提高经营者的监督积极性,须让经营者分享剩余收益。

现代企业理论认为,剩余索取权应尽可能给企业最重要、最具有信息优势及行为最难监督的成员,因为"向管理者支付残余权利(平等)的体制可望是一种减少偷懒的有效手段,它能使团队生产更经济"。赋予经营者剩余索取权,经营者为自身利益着想必然会对其他成员实施有效监督。如果经营者不享有剩余索取权,经营者拥有的信息优势会使其借助会计操纵和侵吞资产,相对安全地得到超过契约规定的企业剩余,从而成为事实上的剩余索取者。而这种非正式的权利会导致资源配置的扭曲。因此,经营者拥有剩余索取权不但可使经营者自己监督自己,且经营者作为企业净收入的获得者亦会有监督团队其他成员的积极性,降低投资者对上市公司的监督成本。

三、经营者剩余索取权的实现方式:股票期权

委托代理理论的研究成果和上市公司经营者控制权及剩余索取权的内在分布规律,为探讨上市公司经营者报酬问题提供了重要依据。衡量经营者剩余索取权的实现方式是否有效,其重要的标准是看该实现方式是否能有效降低公司的代理成本。

在刚授予股票期权时,并未赋予经营者企业剩余,而是给予经营者索取企业剩余的预期,只有当经营者为企业创造了价值并带来股价上涨时,经营者才能行权获利并分享企业剩余索取权。由于行权后的经营者成为上市公司的股东,所以凭借股权分享企业剩余是经营者分享剩余索取权的最优制度安排。因而,股票期权不但是有效降低公司代理成本和实现经营者剩余索取权的最佳方式,亦是使经营者成为股东的机制。该机制在公司财务治理中具有十分重要的意义。

一是有利于降低代理成本。由于信息不对称和信息不完全,股东无法知道经营者是否在为实现股东的利益最大化而努力工作,也无法监督高层管理人员是否将资金用于有益的投资活动。通过股票期权,使经营者报酬与公司长期经营业绩直接相关,规避了经营者的短期行为,为经营者提高公司股票价值提供强大动力,从而有效降低代理成本。

二是具有"报酬激励"和"所有权激励"的作用。股票期权的报酬激励作用在经营者购买企业股票之前发挥。在股票期权计划下,如公司经营良好,股价会上涨,经营者可行权以既定较低的价格购买既定数量股票而获利;如公司经营不佳,股价会下跌,经营者会放弃股票期权。股票期权的所有权激励作用在经营者购买企业股票之后发挥。当经营者实施股票期权计划购买股票后,经营者成为股东,自然会以利润最大化和资产的保值增值为经营目标。而且股票期权计划可以优化公司股权结构,这对于改善上市公司财务治理、建立现代企业制度有着重要的意义。

三是有利于选择并留住优秀的经营者。股票期权计划能使经营者积累个人财富,有助于建立经营者个人财产制度,那些通过股票期权获得大量物质财富的管理人才,向经营者人才市场提供了优秀管理人才的信号,有利于股东选择优秀的经营者。此外,股票期权对经营者的吸引力远比现金报酬大。为留住人才,许多公司对经营者行使股票期权附加严格限制条件,规定在期权授予后一定的时间内逐步行使,若经营者在限制期间内离开公司,他们就会丧失剩余的期权,从而加大了"跳槽"的机会成本。

四是减轻现金支出负担,有利于财务运作。股票期权的特点之一是"企业请客、市场买单",即股票期权计划通过资本市场而实现,企业没有现金流出。它克服了企业为留住优秀人才而需提供大量现金待遇的缺点,由此节省下来的现金也有利于企业的财务运作。

主要参考文献

1. 哈特著.费方域译.企业、合同与财务结构.上海:上海人民出版社,1998

2. 陈郁.所有权、控制权与激励.上海:上海人民出版社,1998

3. 张广柱.中国上市公司制度实证分析.上海:立信会计出版社,2000

4. 周首华,陆正飞,汤谷良.现代财务理论前沿专题.大连:东北财经大学出版社,2000

5. 路易斯·普特曼,兰德尔·克罗茨纳著.孙经纬译.企业的经济性质.上海:上海财经大学出版社,2000

6. 李曜.企业管理层股票期权计划的价值评估.金融研究,2006;2

7. 任海峙.上市公司股票期权激励机制研究.经济问题,2007;4

8. Aghion,Philippe,Patrick Bolton.An Incomplete Contracts Approch to Financial Contracting. Review of Economic Studies,1992;59

9. Alchian Armem,Harold Demsetz.Production Information Costs and Economic Organization.American Economic Review,1972;62

10. Fama,Eugene F..Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economic,1980;88