

控制性股东与中小股东的代理成本模型分析

万立全(博士)

(河南财经学院 郑州 450002)

【摘要】 从追求自身利益最大化的角度出发,控制性股东往往会安排公司做出某些投资决策、规模扩张以及控制权转移等非效率选择行为,从而产生代理成本。控制性股东在公司中所占所有权的比例越小,代理成本就越大,控制性股东在公司中的所有权与控制权的分离是此类代理成本产生的根本原因。

【关键词】 代理成本 所有权 控制权 私人收益

Jensen 等(1976)将代理成本分为三类:委托人的监督费用、代理人的担保费用和委托人的剩余损失。这种代理成本主要是针对所有权广泛分散下的股东与经营者、股东与债权人之间的代理冲突而言的,其产生的原因是信息分布的不对称、契约的不完全以及代理人的道德风险与逆向选择等。随着研究的深入,学者们发现,世界上大多数国家中所存在的委托代理冲突主要是所有权集中下控制性股东与中小股东、所控制公司之间的代理冲突。这种代理成本产生的原因与 Jensen 等(1976)所界定的代理成本产生的原因有所不同。但目前的研究文献对这种代理成本并无一个明确的定义,更没有解释清楚其产生的原因。本文试图利用数学模型从控制性股东追求自身利益最大化的动机以及控制性股东分离所控制公司的所有权和控制权的角度说明控制性股东与中小股东的代理成本(下文除非特别说明,代理成本均是指这种代理成本)产生的原因。

代理成本可以理解的控制性股东对中小股东的不利影响,或者说是控制性股东对中小股东利益的掠夺,这种掠夺的相关证据可从控制性股东所进行的关联方交易、利润操纵和实施的股利政策等方面去寻找,因而很多实证研究从控制性股东控制下的公司的股利政策、关联方交易、盈余管理等角度间接研究代理成本。但是,这些研究并没有说明代理成本产生的真正根源。控制性股东通过交叉持股等方式分离其所控制公司的所有权和控制权,这样他们只拥有公司的少量所有权就掌握了公司的实际控制权。笔者认为,可从投资决策的非效率选择、公司规模扩张的非效率选择以及控制权转移的非效率选择三个方面对代理成本加以说明。

一、投资决策的非效率选择

假设公司可以从两个投资项目 X 和 Y 中选择一个进行投资。如果投资项目 X,其总价值为 V_X , V_X 分为两部分:所有股东都可以分享的所有权收益 S_X 以及只能由控制性股东享有的控制权私人收益(以下简称“私人收益”) B_X , 可知 $V_X = S_X + B_X$ 。同样,投资项目 Y,其总价值为 V_Y , 并且 $V_Y = S_Y + B_Y$ 。

假定:① $V_X > V_Y$, 即投资项目 X 的总价值大于投资项目

Y 的总价值;② $B_X < B_Y$, 即控制性股东从项目 X 中得到的私人收益小于从项目 Y 中得到的私人收益。控制性股东该如何选择呢?作为理性的经济人,控制性股东追求的是自身收益的最大化。控制性股东从项目 X 中得到的总收益为 $\alpha(V_X - B_X) + B_X$, 从项目 Y 中得到的总收益为 $\alpha(V_Y - B_Y) + B_Y$, 其中 α 为控制性股东所占公司所有权的比例。

因为 $V_X > V_Y$, 所以公司应该选择项目 X 进行投资。但是,考虑到公司在控制性股东的控制之下,控制性股东会从自身收益最大化的角度进行公司的投资决策,其通过比较 $\alpha(V_X - B_X) + B_X$ 与 $\alpha(V_Y - B_Y) + B_Y$ 的大小来决定应选择的投资项目。如果 $\alpha(V_X - B_X) + B_X < \alpha(V_Y - B_Y) + B_Y$, 则控制性股东会选择项目 Y。整理 $\alpha(V_X - B_X) + B_X < \alpha(V_Y - B_Y) + B_Y$, 可得:

$$V_X - V_Y < [(1 - \alpha) / \alpha] \times (B_Y - B_X) \quad (1)$$

可见,虽然 $V_X > V_Y$, 但是如果 V_X 与 V_Y 之差小于 $[(1 - \alpha) / \alpha] \times (B_Y - B_X)$, 那么控制性股东会选择项目 Y。

当 α 为变量时, $[(1 - \alpha) / \alpha] \times (B_Y - B_X)$ 对 α 求导, 可得 $(-1 / \alpha^2) \times (B_Y - B_X) < 0$, 可见, 给定投资项目的分布情况, 随着控制性股东所占公司所有权比例的减小, 控制性股东选择无效率的项目 Y 的可能性将增加。控制性股东在无效率的项目 Y 和有效率的项目 X 间的私人收益的差距越大, 公司的价值损失就越大。假定 $B_Y - B_X = 0.03V_X$, 当 $\alpha = 0.5$ 时, 只有当项目 Y 和项目 X 的总价值之差小于项目 X 的总价值的 3% 时, 控制性股东才会放弃更有效率的项目。但是, 当 $\alpha = 0.1$ 时, 除非两个项目的总价值之差超过项目 X 的总价值的 27%, 否则, 控制性股东会拒绝更有效率的项目。

二、公司规模扩张的非效率选择

假定不考虑资金的利息, 并且不存在控制性股东的情况下, 公司是将利润分配给股东还是进行再投资主要取决于新的投资项目是否能产生更多的利润。但是, 如果公司存在控制性股东, 由于控制性股东可以从投资项目中获得私人收益, 则公司规模扩张的决策可能因其为了攫取私人收益而改变。也就是说, 即使公司没有好的投资项目, 控制性股东也可能迫使公司将利润投资于难以盈利甚至可能亏损的项目, 而不是将

利润分配给股东。

这里涉及两个问题：一是公司是否会将利润用于扩大投资以增大公司规模；二是公司是否会考虑将亏损的资产予以出售以缩小公司规模。这两个问题对控制性股东而言是相同的：只要控制性股东从新增投资项目或从亏损资产中得到的私人收益足够大，那么其就会迫使公司做出扩大投资或保留亏损资产的决策，这两种决策都是控制性股东对公司规模的非效率选择。

假设：①公司有一项资产产生的价值为 V ， V 可分解为两个部分，即由所有股东分享的所有权收益 S 和由控制性股东独享的私人收益 B ；②出售该项资产得到的收入为 P ， $P > V$ ；③ α 为控制性股东在公司中所占所有权的比例。

如果公司存在控制性股东，尽管对公司来说出售这项资产是最优选择，控制性股东可能不会同意将公司资产出售并将出售资产的收入分配给所有股东，因为，出售这些资产会使控制性股东失去从该项资产中所能得到的私人收益。另一种情况是一个独立的第三方有一份同样的资产，控制性股东为了从中攫取私人收益 B ，可能会迫使公司以 P 的价格购买这份并不能给公司带来利润的资产，而不会将 P 作为股利分配给股东。对控制性股东来说，这两种决策是等价的，只要下列条件得以满足：

$$a(V-B)+B > aP \quad (2)$$

当 $V > P - [(1-\alpha)/\alpha]B$ 时，控制性股东为了获得私人收益就会迫使公司做出扩大规模的非效率决策，效率损失为 $P - V = [(1-\alpha)/\alpha]B$ 。

当 a 为变量时， $[(1-\alpha)/\alpha]B$ 对 a 求导可得： $(-1/\alpha^2)B < 0$ ，意味着控制性股东所占所有权的比例越小，公司越有可能做出非效率扩张的决策，代理成本会越大。而且，这种代理成本随着 a 的减小而加速增加。因此，如果控制性股东所占公司所有权的比例下降，会导致以下公司规模扩张的非效率选择：一方面增加公司做出非效率决策的次数，即本应该出售的亏损资产没有出售；另一方面导致公司的非效率扩张的程度加深，即随着其所占所有权比例的下降，控制性股东会要求购买方支付更高的价格才愿意出售资产。当 $a=0.5$ 时，控制性股东选择无效率扩张的范围为 $(V, V+B)$ ，当 a 下降到 0.1 时，该范围变为 $(V, V+9B)$ 。如果 B 为 V 的 10%，则当 $a=0.5$ 时，只要 P 超过资产价值的 10%，控制性股东就愿意出售资产。但当 a 下降到 0.1 时，除非获得一个超过公司资产价值 90% 的价格，否则，控制性股东不愿意出售资产。

三、控制权转移的非效率选择

控制性股东的代理成本也可能表现在公司控制权的无效

率转移方面。假设公司现在的控制性股东 I 拥有公司所有权的比例为 a ，公司价值为 V_I ， V_I 可分解为所有权收益 S_I 和控制权私人收益 B_I ，即 $V_I = S_I + B_I$ 。控制性股东 I 的总收益为 $aS_I + B_I$ ，即其所分得的共享收益与私人收益之和。如果控制性股东 I 为控制性股东 II 所取代，则公司价值为 V_{II} ， V_{II} 也可分解为两个部分 S_{II} 和 B_{II} ，即 $V_{II} = S_{II} + B_{II}$ ，控制性股东 II 的总收益为 $aS_{II} + B_{II}$ 。

当 $V_I < V_{II}$ 时，即 $S_I + B_I < S_{II} + B_{II}$ 时，控制权转移给控制性股东 II 是有效率的。然而，如果 a 很小，则控制权转移的决策更多地取决于私人收益 B_I 和 B_{II} 的大小。也就是说，当存在两个控制性股东时，控制权转移的充要条件为：

$$aS_{II} + B_{II} > aS_I + B_I \quad (3)$$

考虑两种情况：

(1) $V_{II} > V_I$ ，即控制权从控制性股东 I 转移到控制性股东 II 能够提高公司价值，控制权转移是有效率的。将 $V_I = S_I + B_I$ 和 $V_{II} = S_{II} + B_{II}$ 代入不等式(3)，整理可得：

$$B_I - B_{II} < [\alpha/(1-\alpha)](V_{II} - V_I) \quad (4)$$

这意味着，当且仅当不等式(4)成立时，有效率的公司控制权转移才会发生。

(2) $V_I > V_{II}$ ，即控制权转移后，公司的总价值减小，无效率的公司控制权转移发生。

将 $V_I = S_I + B_I$ 和 $V_{II} = S_{II} + B_{II}$ 代入不等式(3)，整理可得：

$$B_{II} - B_I > [\alpha/(1-\alpha)](V_I - V_{II}) \quad (5)$$

这意味着，只要不等式(5)成立，公司控制权的无效率转移就会发生。

综合这两种情况可以发现，控制权转移是否有效率主要取决于私人收益之差与 $[\alpha/(1-\alpha)](V_I - V_{II})$ 的比较，而这依赖于 α 的大小。当 α 为变量时， $[\alpha/(1-\alpha)](V_I - V_{II})$ 对 α 求导，可得 $[1/(1-\alpha)^2](V_I - V_{II})$ ，因此，控制性股东所占的所有权比例越小，无效率的控制权转移发生的可能性越大，有效率的控制权转移发生的可能性越小。

总之，通过上述三种情况的分析可以看出，代理成本产生的根源是控制性股东对所控制公司的所有权与控制权的分离，而且，控制性股东在公司中所占所有权的比例越小，代理成本越高。因此，要降低代理成本就必须控制所有权与控制权的分离程度，而增大控制性股东的直接持股比例、缩短控制链条等都是切实可行的方法。

主要参考文献

Jensen, Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976; 3