

控制权与收益权分离 及其对企业投资规模的影响

姜 硕(教授) 郭 尧

(沈阳工业大学管理学院 沈阳 110023)

【摘要】 本文以控制权理论为基础,首先对控制权与收益权理论进行分析,然后从控制性股东及其所拥有的控制权与收益权之间的关系出发,分析企业的控制链以及两权之间的不对等现象,深入研究了控制权与收益权分离对企业投资规模的影响。

【关键词】 控制权 收益权 投资规模

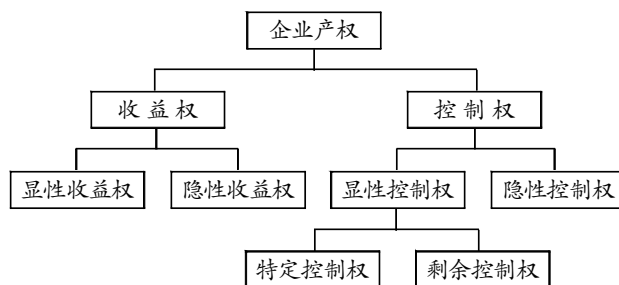
一、企业控制权与收益权

产权理论和现代企业理论是研究企业控制权与收益权的理论基础。所谓产权,是“财产权利”的简称,从字面上理解,可以分解成与财产有关的“权”和“利”两个部分,即权力和狭义上的“权利”或“权益”两个部分,它是由所有权、使用权、管理权、对资本的权利、安全的权利、转让权、重新获得的权利以及其他权利所组成的权利束,而构成这个权利束的各种权利都可以根据其性质归入权力或权利的范畴,即产权实际上可以概括为相互联系的权力和权利两个子类。

现代企业理论认为企业是一系列契约的组合,是个人之间交易产权的一种方式。根据契约论,企业的参与者必须对自己投入企业的要素拥有明确的产权,或者称之为财产所有权。企业由不同财产所有者组成,企业的所有权不能等同于财产所有权,它是产权概念在企业理论研究中的延伸,是企业产权的主要权益。而所有权包含控制权和收益权,即所有权等于控制权与收益权之和。因此,我们从狭义上把企业产权分解成控制权和收益权两大类。控制权就是指无论是通过行使法定权利还是施加压力,实际上有权选择董事会成员或其多数成员。在现实中,控制权被定义为对企业所拥有资源的决策支配权,包括监督权、投票权、经营管理权等。收益权就是财产所有者占有财产并获得其所带来的收益的权利,也就是股东要求分配企业收益的要求权。

股东通常将控制权授予企业董事会,董事会再将控制权授予企业经理层。如果股东能够对经理层完全控制,就可以间接地行使企业控制权,但股东是没有能力对经理层进行完全控制的,因此股东只得到企业部分控制权,企业内部人掌握企业剩余控制权。在这种意义上就应该将企业控制权分解成显性控制权和隐性控制权。与此对应,股东只能得到部分收益权,其余部分被企业内部人得到,企业收益权分解成显性收益权和隐性收益权。企业显性控制权又分为特定控制权和剩余控制权,特定控制权是指那种能在事前通过契约加以明确的控制权力;剩余控制权则是指那种事前没有在契约中明确界

定如何使用的权力。它们之间的关系如下图所示。



二、企业控制权的利益侵占

1. 控制权利益侵占的动机。企业控制权的利益侵占问题是建立在企业所有权与控制权相分离的理论基础之上。企业控制性股东对中小股东的利益侵占是企业控制权利益侵占的主要表现。控制性股东与中小股东之间的代理问题产生的原因主要是由于控制权私有收益的存在。按照现代企业理论,在不完全合同存在的条件下就会产生控制权私有收益,由于控制权私有收益只能为控制人所有,因此控制性股东凭借其在公司中的控股地位就可以占有中小股东无法分享的私有收益甚至公共收益,从而损害中小股东的利益。而所谓的控制权私有收益也就是对中小股东应得收益的一种掠夺,其程度直接影响上市公司初始所有权结构的安排。也就是说,控制权私有收益越大,掠夺程度越大,公司发起人越倾向于采用集中的所有权结构;控制权私有收益越小,掠夺程度越小,公司发起人越倾向于采用分散的所有权结构。与此同时,在集中的所有权结构下,控制性股东为了达到享有的控制权高于其持有的股权即现金流权的目的而进行层层控制,不但把握剩余控制权,还通过对董事会的控制间接获得决策控制权,甚至在某些情况下直接向企业委派经理人从而将决策管理权纳入自己手中,最终取得公司绝对控制权。因为剩余控制权是剩余索取权的保障,控股股东拥有扩大的控制权后,就使得侵害中小股东的剩余索取权成为可能。典型的外部侵害方式有三种:一是通过控制性股东和上市公司之间的产品性关联交易转移利润;

二是通过控制性股东和上市公司之间的资产性关联交易获得私有收益；三是通过控制性股东和上市公司之间在业务上形成战略联盟获得额外的战略价值收益。因此，可以说控制性股东控制权的私有收益是侵占中小股东利益的动机。

2. 控制权与收益权分离度。为了分析控制性股东控制权与收益权的分离度，我们从分析企业控制链入手。企业控制的模式很多，例如金字塔式持股、发行优先股、交叉持股等，但最为常见的是金字塔式持股，本文就以金字塔式持股为例展开研究。该模式下控制性股东往往通过一条精心安排的企业控制链获得足够的控制权，实现对企业各项决策的完全控制。

标准的企业控制链需满足以下两个条件：①控制性股东位于企业控制链的顶端；②在顶端控制性股东与末端受控企业之间的企业控制链上至少存在一个并非其完全控制的企业。本文就以金字塔式持股为例，考察一条具有 $n(n \geq 2)$ 层结构的企业控制链。假定控制性股东A位于顶端，上市公司B位于末端，则A是通过如下方式来控制上市公司B的：控制性股东A在公司1中拥有 S_1 比例的股权，而公司1在公司2中拥有 S_2 比例的股权，公司2在公司3中拥有 S_3 的股权，以此类推，经过 n 次持股安排，第 n 家公司在上市公司B中拥有 S_n 比例的股权，并假设： $S_i \geq 0.5, i=1, 2, \dots, n$ 。则处于金字塔顶端的控制性股东A对这 n 家公司都拥有合法的控制权。在这条控制链上，我们可以得出控制性股东A在上市公司B中拥有的收益权比例为： $\alpha = \prod_{i=1}^n S_i, S_i \in (0.5, 1)$ ，而其实际所拥有的控制权比例为： $\beta = S_n$ 。由于 $S_i \in (0.5, 1)$ ，很明显控制性股东A在上市公司B中拥有的收益权比例要低于其在上市公司中实际拥有的控制权比例，即 $\alpha < \beta$ 。由此也可以说明，控制性股东存在着控制权与收益权不对等的现象，我们把控制权与收益权的比值称为控制权与收益权的分离度。设 γ 为分离度，则有：

$$\gamma = \frac{\beta}{\alpha} = \frac{S_n}{\prod_{i=1}^{n-1} S_i} = \frac{S_n}{\prod_{i=1}^{n-1} S_i}, S_i \in (0.5, 1)$$

因此从理论上讲，对企业有重大影响的股东数量越少，或者说在金字塔结构中持股层次 n 足够大，控制权与收益权的分离程度就越大。这种控制权和所有权分离程度的提高将导致控制性股东与中小股东之间的代理成本的上升，控制性股东转移公司利润的动机将比较强烈，侵犯中小股东利益的程度也将越重。

三、控制权与收益权分离对投资规模影响的分析模型

控制性股东由于控制权与收益权分离度的扩大，其享有收益与其所应承担的责任更加不一致。当企业的剩余索取权与剩余控制权不一致时，剩余控制权的拥有者就成为企业的风险制造者。在控制性股东存在的企业中，控制性股东控制权与收益权的进一步分离使得其成为企业风险的制造者，具有追逐控制权私有收益的动机。为了构建分析模型，我们提出以下假设：①控制性股东在公司中的收益权为 α ，控制权为 β ；②企业在项目上的投资能带来可供全体股东分配的共享收益 $R = (1+r)I$ ，给控制性股东带来的私有收益为 F ；③由于控制性股东的控制权越大，其对企业投资的方向与规模的影响越大，因此可假设控制性股东的私有收益 F 与其控制权比例 β

和投资规模 I 成正比，其系数为 K_1 ，私有收益 F 可表示为： $F = K_1 \beta I$ 。

1. 扩大企业投资规模的决策。假设上市公司B年末有数量为 W 的盈利，由于控制性股东A掌握了公司B的经营决策，因而由A来决定将 W 分配给全体股东（控制性股东享有比例为 αW 的收益），投入到新的投资项目1中以扩大企业规模。假设项目1是一个亏损项目，总价值为 V_x ，可为全体股东共享的收益部分为 $R_1 < 0$ ，但项目1却给控制性股东A带来正的私人收益，即 $F_1 > 0$ ，那么控制性股东A在项目1中的个人总收益为： $\frac{\beta}{\alpha}$

$$S_1 = (1+r_1)I + K_1 \beta I$$

因此，如果满足以下条件，控制性股东将会选择投资于亏损项目1： $S_1 > \alpha W$ 。

$$\text{化简不等式，得到：} W < \frac{\beta}{\alpha} K_1 I + (1+r_1)I。$$

同时，当 $W > (1+r_1)I + K_1 \beta I$ 时，即如果 $W \in [(1+r_1)I + K_1 \beta I, K_1 I + (1+r_1)I]$ ，控制性股东A将会做出投资于亏损项目1的盲目扩张的投资决策，损害其他股东的利益。假设 $W - [(1+r_1)I + K_1 \beta I]$ 为企业非效率扩张的程度系数，那么在其他变量不变的情况下，随着控制性股东A在上市公司B中的控制权与收益权的分离度的扩大，其做出投资亏损项目 X 的决策的可能性也越大。

2. 缩小企业投资规模的决策。假设企业有一亏损资产 C ，可以为全体股东共享的收益部分为 $R_1 < 0$ ，但该资产 C 却给控制性股东A带来正的私人收益，即 $F_1 > 0$ ，那么控制性股东A在资产 C 中的个人总收益为 $S_1 = \alpha(1+r_1)I + K_1 \beta I$ 。买方对资产 C 的出价为 P ，控制性股东享有 P 比例的收入。因此如果满足以下条件，控制性股东将会选择不出售亏损资产 C ： $S_1 > \alpha P$

$$\text{化简不等式，得到：} P < \frac{\beta}{\alpha} K_1 I + (1+r_1)I。$$

同时，当： $P > (1+r_1)I + K_1 \beta I$ 时，即如果 $W \in [(1+r_1)I + K_1 \beta I, \frac{\beta}{\alpha} K_1 I + (1+r_1)I]$ 时，控制性股东A将不会出售亏损资产 C ，从而损害其他股东的利益。控制权与收益权分离度越大，做出不出售亏损资产 C 的可能性越大。

四、结论

综上所述，本文得出以下结论：①控制权与收益权分离理论与企业产权理论和现代企业理论是分不开的，可以说后两种理论是研究两权分离理论的基础。②控制性股东追求控制权私人收益是造成控制权利益侵占的主要原因，而控制权与收益权分离是根本原因；控制性股东往往通过复杂的企业控制链实现对企业的控制，实施利益侵占。③控制权与收益权分离度会影响控制性股东在企业扩大、收缩投资规模时做出非效率性投资，以获得控制权私有收益。这种投资行为的结果降低了企业的价值，从而也降低了市场对企业的价值。

主要参考文献

1. 佟伟.论从产权到控制权的内在逻辑——产权的“权利”、“权力”解析.税务与经济,2005;4
2. 陈成,王永县,雷家骥.企业控制权的利益侵占问题研究.数量经济技术经济研究,2005;9
3. 周孝华,曹春明.控股股东侵害小股东利益问题研究综述.生产力研究,2005;3