



# 试析基于所有权与控制权分离的公司治理理论

东北财经大学 袁克利

**【摘要】** 公司治理是指使投资者将公司创造价值所需要的资源投入公司,以保证公司有效地利用这些资源,并有效地进行收益分配的机制。本文以MM无关性定理为基准,分析了所有权与控制权分离导致的代理问题,进而分析人们用财务约束和控制权配置两种机制来解决代理问题所带来的新问题。资本市场和产品市场的不完美性、公司价值信息在内部人与外部人之间分布的不对称性,以及不同的利益集团之间的目标冲突,使公司的融资活动和分配活动对公司价值产生一定的影响。从最大化经济福利的内在目标出发,解决上述公司治理问题的方式大致可以分为四类:权衡各种成本和利益;减少信息不对称性;缓和目标冲突;降低所有权和控制权的分离程度。

**【关键词】** 公司治理 代理问题 财务约束 控制权

公司治理的概念有狭义和广义之分,前者主要指董事会的功能,后者则包括投资者保护其投资不受内部人侵占的所有机制。然而从经济福利的角度来看,这些公司治理概念都是从保护投资者利益出发来关注投资者的经济福利的最大化的,因而未免过于狭隘。

从社会最优的角度来看,融资结构和公司治理机制的选择不仅需要考虑投资者的利益,也要考虑管理者的利益。最优的公司治理机制应当使所有与公司相关的利益集团的经济福利的总和最大化。这一内在的最优化目标,驱使人们采用以下四类方案来解决公司治理问题:①代理成本与其他成本和利益的权衡;②解决信息不对称问题;③采用适当的管理者激励方案;④降低所有权与控制权分离的程度。

## 一、公司治理问题的产生

在信息对称的完美市场中,套利机制和风险收益均衡原则可以使资源的配置达到最优。但是,由于信息在各个经济主体之间分布的不对称性和不同经济主体之间的目标冲突,使所有权与经营权分离的现代公司制度存在与生俱来的问题——公司治理问题。同时,由于现实市场并不完美,而市场其他不完美因素又会导致这一问题更加复杂。

**1. 融资活动的无关性定理。**在直觉上,价值是由生产活动创造的,而融资活动是为生产服务的辅助活动,因而融资活动不影响价值创造。Modigliani和Miller在1958年及以后年度,陆续提出和论证了资本结构无关性定理和股利政策无关性定理。经过近半个世纪的争辩和论证,两个无关性定理已成为金融经济学和公司理财研究领域的分析基准。

MM定理以一些严格的假设为前提,它们包括:资本市场无摩擦,无公司所得税及个人所得税,证券可细分并且无交易成本、无破产成本,投资者具有同样的信念和预期并采取理性行为等。MM资本结构无关性定理的基本内涵是:任何公司的市场价值与其资本结构无关,它是由预期未来收入按公司所处风险等级的折现率折现得到的;每股预期收益等于同一风险等级内无负债公司的资本收益率加上一个风险溢酬,

该风险溢酬等于负债权益比率乘以无负债公司的资本收益率与无风险收益率之差。

MM股利政策无关性定理的基本内涵是:公司价值可以通过预期未来现金股利、预期未来公司股票市场价值以及公司所处风险等级的折现率计算。在公司保持投资政策不变的情况下,其股利支付水平不会影响公司价值。因为公司融资方式和股利支付水平的选择不影响公司的生产能力以及它在市场中的竞争地位,也不影响它的盈利能力,所以,公司在金融市场上的融资和分配活动既不影响公司的融资成本,也不影响公司的盈利能力,因而也不影响公司价值。

**2. 所有权与控制权的分离。**1932年,Berle和Means在其开创性的实证研究中发现,大型公司的所有权分散十分显著,以至于这些公司的经理人员实际控制着公司的主要决策权。因此,他们提出了著名的“所有权与控制权分离”命题。20世纪70年代后期,Edward S.Herman对Berle和Means的研究重新做了实证分析,得出的结论是:在1975年,世界最大的200家非金融性的公司中有82.5%(资产价值占84.5%)的公司处于“经营者”控制状态。这就印证了所有权与控制权分离的论断。

这种现象可以用经济理论来解释:随着科技的发展和信息通讯技术的提高,规模经济效益越来越显著。规模巨大的公司可以通过分散化的投资策略规避经营风险,在市场中取得竞争优势。所以,现代公司的规模呈现出不断扩大的态势。随着公司规模扩大,最初的所有者由于经营能力的限制,可能不再胜任大型公司的经营管理工作。更重要的是,在现实社会中,个人经营能力和个人财富的分配是不对称的,有些人拥有较多的财富却缺乏经营能力,而有些人经营能力相当高却只拥有少量个人财富。那么,这两类人进行合作可以做到“双赢”。为了让有更强经营能力的人发挥他的专长,也为了使拥有财富但缺乏经营能力的个人得到更多的财富增值,所有权与控制权的分离成为现代公司选择有能力的企业家的必要条件。

所以,一方面公司的股权不断分散,单个投资者在公司中的控制权不断缩小;另一方面,公司需要雇佣具有经营才能和

专业管理知识的管理人员来管理公司事务。这样,拥有专业知识和内幕信息的管理人员实际上控制着公司的经营决策权。

3.公司治理问题的产生。在大多数情况下,人们的行为表现出理性特征,即最大化自己的效用。投资于公司的投资者希望获得最大的资本增值;公司的管理者既希望获得较高的货币报酬,也希望享受更多的职务利益,这包括避免过度劳累、降低经营风险、享用豪华的办公设备、创造良好的员工关系、包庇无能的亲戚朋友等。这样,就产生了代理问题。

在完美的市场中,以所有权和控制权分离为特征的财务契约可以解决代理问题,并实现签约各方经济福利的最大化。因为,信息是对称分布的,所有者对管理者的监督不需要花费任何成本;市场是无摩擦的,所有者撤换管理者以实施惩罚也不用付出任何代价;债权人为了保护其利益,要求企业破产和清算企业资产时,能够全额收回其贷款,不会产生任何价值损失。但是,现实的资本市场是不完美的,信息分布的不对称性使监督成本大于零,这样管理者就可以采取自利行为,以损害投资者利益为代价为自己牟利。交易成本的存在,使发现管理者渎职后,实施惩罚的代价十分高昂。

这些不完美因素导致:①撤掉管理者后需要等待一段时间才能找到胜任的人选,这一段时间内会出现决策失误、优秀员工流失、商誉贬值等不良后果,使得撤换管理者的代价相当高昂;②破产也面临着同样的问题。不仅撤换管理者,而且连股东的控制权也予以取消,需要发生更大的转换成本;③至于清算企业资产,由于资产的专用性以及二级市场有限的流动性,清算价值远远低于持续经营价值。进一步来看,由于惩罚成本的存在,使得惩罚威胁的可信度大大降低了,这又为管理者采取自利行为创造了机会,导致企业价值降低。

## 二、对代理问题的分析

公司治理问题的实质是代理问题。代理问题导致的经济支出或损失称为代理成本。不同的融资结构导致不同的代理成本组合,产生不同的治理结构。而不同的治理结构又通过改变经营决策、影响企业在市场中的竞争地位等方式影响企业的盈利能力,因而不同的治理结构导致不同的治理效应。

1.代理问题与代理成本。代理问题的实质在于:对委托人利益有影响的代理人占有信息优势,而委托人则不能直接观测到代理人的行为。在公司治理实践中,存在典型的代理问题:一是管理者代理投资者经营公司资产;二是控制公司决策的内部人代理全体投资者进行公司投资决策;三是股东和管理者代理债权人利用贷款为他们赚取固定收益。公司治理中涉及代理问题的一个根本特点是,拥有信息优势的代理人对公司的控制权比例大于其对公司收益的索取权比例。这样,代理人在利用控制权进行的自利交易中,享受全部或大部分利益,而需要承担的自利交易成本只相当于其索取权比例的部分,因此,他们有强烈的自利交易动机。代理人这样做损害了委托人的利益,而委托人为了防止自己的利益受损,就在签订财务契约时要求代理人对这种潜在的侵害给予补偿。

当然,不论事前如何签订契约,委托人在事后都有动机监督代理人行为,以保护自身利益。但是,由于信息分布的不对称性,委托人进行监督就需要发生成本。在契约中订立一些激励条款,奖励增进委托人利益的行为,可以降低代理人与委托人

之间的目标冲突,但对这些条款的实施也需要发生成本。当外部人的监督成本高于内部人的监督成本时,内部人通过主动报告其业绩情况,聘请独立的外部专家对其报告进行鉴定,或者以其他方式对其勤勉尽责提供保证,这样做对各方都有好处。因此,会计报告和审计报告的提供,以及经理人员投保职务保险,成为许多财务契约的必要条款。然而,不论怎样进行激励和监督,都不可能完全避免代理人对委托人目标的偏离,仍然会产生剩余损失。综合来看,代理成本的主要内容包括:①委托人的监督和激励支出;②代理人的保证支出;③剩余损失。

2.财务约束与控制权配置。既然内部人可能利用公司收益牟取私人利益,那么,就可以通过对公司施加一些财务约束来降低代理成本。要求公司承担某些固定的现金支出义务,能够减少经理人员可以用于私人利益支出的现金。

然而严格的财务约束在企业面临较差的经营环境时变得代价高昂。由于经济周期或产业周期等原因,企业只能通过清算部分资产以履行固定支出义务,这种支出是无效率的。如果这时企业通过进一步融资以渡过难关,但按财务约束要求,企业融资是无法实现的,因而财务约束也是无效率的。在竞争性的产品市场中,竞争对手预期到企业的财务约束,会利用这一约束削弱企业的竞争地位,甚至将其赶出市场。对于某些需要提供售后服务的产业而言,未来终止经营的风险会进一步降低企业在产品市场中的竞争地位。因此,在必要的时候放松财务约束对于各个利益相关者集团来说都是有益的。财务约束的软硬程度需要权衡财务约束对内部人的惩戒作用和财务约束对企业持续生产和竞争地位的影响。

因此,一种状态依存的控制权配置方式可能是最优的:当企业经营状况良好,可以履行固定的支出义务时,股东和管理者拥有企业的控制权;当企业经营状况变差,无力偿付固定的支付义务时,固定索取权持有人(债权人、优先股股东等)取得企业的控制权。在前一种情况下,企业面临的财务约束在不足以对企业的生产活动和竞争地位造成影响的情况下,约束了管理者和股东;而在后一种情况下,固定索取权持有人取得企业的控制权,因而其固定索取权变成剩余索取权,企业原来的固定支出义务和财务约束被取消,企业得以渡过难关。

3.融资活动对公司价值的影响。通过前面的分析,我们可以看出,公司的融资活动并不像MM定理所描述的那样,对企业的价值、生产活动以及竞争地位没有任何影响。相反,它不仅对公司的代理成本有影响,而且还对公司的投资决策以及自身在产品市场上的竞争地位产生影响。

(1)最优的融资结构需要权衡权益资本的代理成本和债务及其他融资工具的代理成本。融资结构及其变化很容易被资本市场上的投资者观测到,因而这种融资结构的潜在代理成本通过公司证券的价格来影响公司价值。

(2)公司的分配政策,包括对固定索取权持有人的承诺和股利支付政策等,对公司价值有影响。一方面,它作为一种向资本市场传递的信号,会影响公司的融资成本;另一方面,它作为一种对投资者的回报可以减少代理成本,提高公司价值。

(3)为降低代理成本而设计的各种财务契约条款,潜在地对公司的投资决策及其在产品市场上的竞争地位产生影响,进而对公司的整体价值产生影响。

### 三、解决公司治理问题的方案

现代公司制度与生俱来就存在代理问题。人们设计解决代理问题的方案使这一矛盾扩大到公司的生产领域和产品竞争市场。究其原因,所有权和控制权的分离、信息分布的不对称性,以及经济利益主体之间的目标冲突等都是产生代理问题的缘由,它们对代理问题的解决起着决定性的作用。

通过回顾前人研究的理论和实践经验可以看出,人们用于解决公司治理问题的方案大致可以分为四类:①权衡代理成本和其他成本与利益的轻重关系,以追求利益最大化为目标;②解决信息不对称问题,以降低代理问题的危害;③设计和实施管理者激励方案,降低委托人与代理人之间的目标冲突;④从完善公司治理结构的角度,降低所有权与控制权的分离程度,从根本上缓解代理问题所产生的矛盾。

1.代理成本和其他成本与利益的权衡。MM定理提出之后,财务学家首先考虑公司所得税和个人所得税对资本结构的影响,之后,又将精力集中在破产成本的研究上,在与高额负债相联系的破产成本和债务融资的避税作用之间进行权衡,以追求最小化的融资成本。

Jensen-Meckling把融资结构的分析扩展到:①内部权益和外部权益的比例;②外部权益和外部债务的比例。他们以代理问题为基本出发点,分别讨论外部权益和内部权益的结构,以及外部债务与权益的结构对代理成本的影响。结果,他们得出一个基于代理问题的公司所有权结构理论。在他们的理论中,最优的外部债务与权益比例、最优的外部融资数量,以及最优企业规模都是各种代理成本之间相互权衡的结果。

2.解决信息不对称问题。虽然经济学家对信息不对称问题的研究稍晚于对代理问题的研究。但是,会计信息披露作为解决信息不对称问题的基本方式在现代公司制度确立之前就已经出现了。19世纪下半叶和20世纪上半叶发生的一系列公司财务欺诈事件和财务危机,使人们开始强化对会计信息披露的监管,规定财务报告必须经过审计,并予以定期公布,及时披露相关信息。随着信息经济学的发展,经济学家对公司治理中的信息不对称问题给予了充分的关注,他们集中分析融资结构和股利政策的信号传递作用。在融资结构方面,管理者可以通过较多的负债融资来显示对企业价值的良好预期,这既向投资者暗示企业拥有良好的投资机会,也向竞争者暗示企业无论如何都会增加投资支出,扩大市场份额。在股利政策方面,持续、稳定的现金股利支付政策表明企业拥有足够的盈利能力来补偿投资者的投资成本。从总体上看,这些信息传递机制在一定程度上缓解了信息不对称问题,降低了代理成本,增强了企业在市场上的竞争力。

3.对管理者实施激励方案。激励管理者也是人们较早开始运用的解决代理问题的方式。有人认为,即便是在所有权与控制权分离以及信息不对称分布的情况下,如果能够在管理者的报酬方案中将管理者的目标与投资者的目标协调一致,就不用担心管理者偏离投资者目标带来的危害了。然而这种想法未免有些单纯,因为管理者业绩信息的可验证性是有限的,对管理者实施激励方案的可实施性也是有限的。企业管理中的大部分决策都是经营性的,它潜在地受到管理者自身利益的影响,而人们又无法辨别这些决策是出于增加企业价值

的需要,还是出于管理者自身利益的需要。所以,在某些情况下,即使管理者采取自利行为侵害了投资者的利益,投资者也无法左右管理者的决策。不过,对管理者实施激励方案确实在解决代理问题方面具有积极的作用。这是目前大多数公司采取激励管理者方案的原因,也是经济学家对激励管理者方案孜孜不倦地进行研究的原因。

4.减轻所有权与控制权的分离程度。直接或间接地减轻所有权与控制权的分离程度,是最晚被考虑解决公司治理问题的方式,也是为学术界备受关注的的一种方式。由于近期公司治理问题的严重性,学术界对此问题的研究十分重视。人们分析的角度包括:①大投资者的利益与成本权衡;②机构投资者作用;③控制权市场对经理人员的激励作用;④最优投票规则的选择;⑤企业集团内部融资对代理成本的影响。

大投资者和机构投资者凭借自己的强势,对管理者可以发挥监督和约束作用。但是,他们也带来了新的问题:第一,大投资者和机构投资者都是大股东,他们依恃自己是所有投资者的代理人,有可能侵害其他投资者的利益;第二,谁来监督大投资者和机构投资者的行为;第三个,大投资者和机构投资者一旦介入企业经营管理,就不会轻易地退出企业,因而他们持有的大量股票降低了公司所发行的证券在市场上的流动性。而公司证券的流动性是证券价格机制发挥作用的基础,没有了价格波动,证券市场对公司管理者的激励和约束作用会大大降低。投票规则的研究主要考虑对一股一票的偏离问题。虽然发行无投票权的股票是不允许的,但是,在许多情况下它确实具有一定的积极作用,如集中控制权,发行无投票权的股票,使得那些股权原本分散或控制权本已转移的公司也可以通过资本市场得到所需要的资金。控制权争夺和管理层收购也是集中控制权的方式,它们使公司控制权能够在较短的时间内迅速集中起来,前者一般撤换管理人员,后者则是用有能力的管理人员替代处于控制地位的股东。对于企业集团内部融资与治理问题,研究的主要角度是企业集团内部信息共享机制对解决信息不对称问题的作用和如何协调好企业集团内部关联方交易与外部投资者之间的利益。

现实社会中经营能力和个人财富分布的不对称性,导致了规模不断扩大的公司中所有权与控制权的分离。利益相关者之间的目标冲突,在所有权与控制权分离和信息分布不对称的世界中,对价值创造具有一定的破坏作用。公司治理关注的主要问题就是吸纳投资者的资源,并保证公司有效利用这些资源和有效地进行收益分配。相应地,公司治理问题的解决包括四个环节:①权衡各种成本和利益;②减少信息不对称性;③缓和目标冲突;④降低所有权和控制权的分离程度。对于公司治理问题的研究不应局限于股东大会和董事会的政治活动,更要考虑公司的融资和分配等财务问题。只有对公司融资和分配的内在机制进行深入分析,才能抓住公司治理的经济内涵,才能把握各个利益相关者集团参与公司治理的根本动机。因此,未来的公司治理研究应当更加注重基本的经济原则,采用经济学方法探求提高社会福利的途径。

#### 主要参考文献

张维迎.企业的企业家——契约理论.上海:上海人民出版社,1995