

公司治理结构悖论：提出与解读

钱春海, 欧阳令南

(上海交通大学 现代金融研究中心, 上海 200030)

摘要:目前关于公司治理的不同研究结果之间实际上形成了这样一个悖论,即控股股东对小股东利益的侵占是公司治理绩效改善的必要代价。对此,本文基于企业融资合同的性质解读这个悖论,并指出股权结构的形成实际上只是要素所有者机会主义强度的一种均衡。因此,控股股东的控制权收益是没有任何存在理由的,我们必须加强对控股股东控制权收益的监督,以确保所有的投资者都能得到有效的保护。

关键词:公司治理;悖论;解读

中图分类号:F406 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)09-0050-06

一、问题的提出

自 Berle 和 Means(1932)提出“所有权与经营权分离”理论以来,公司治理的主流问题一直为股东和拥有企业经营权的经理人员之间的冲突。但这种状况最近有所改变,Shleifer 与 Vishny(1997)指出,公司治理的问题不再单单是外部股东与内部经理人之间的权力冲突问题,还有控股股东(大股东)与中小股东之间的权力冲突问题。

然而,在当前研究股东之间冲突的理论文献当中,似乎存在这样一个共识,即控制股东的控制性收益不可避免地建立在中小股东的损失之上,这是由于中小股东省去了治理资源包括监督企业经营者的投入,因而可以获得“搭便车”的收益。由此,控制股东与中小股东之间便形成了基于控制收益与“搭便车”收益的分歧和整合基础之上的委托代理关系。作为受托人的控制股东的激励条件为其获得的控制收益,作为委托人的中小股东的激励条件为“搭便车”收益,两者之间通过多数议事原则而构成了委托代理契约。由此,我们似乎可得出这样一个悖论:即公司治理绩效的改善必须以小股东的利益损失为代价。事实是这样的吗?如果不是这样,那么我们又如何解读这个悖论呢?在正式分析之前,我们首先引入对企业融资合约理论的一个新的解释,然后在此基础上对这个悖论进行解读,最后提出自己的观点。

二、企业融资新解——不完备要素资本化交易合约履行的过程

企业融资的具体形态依不同的分类标准而有不同的形式,如以来源渠道可分为内源融资与外源融资,以资金转移方式可分为间接融资和直接融资等。但是,当我们撇开这些具体的形态时,我们发现这些融资具有这样几个共同的特点:第一,它是一种要素使用权交易合约的履行过程,即要素所有者按照要素交易合约将自己拥有的要素投入到企业当中进行生产;第二,无论是哪种融资方式,要素所有者将要素投入到企业当中追求的都是一种要素的增值过程;第三,融资者对要素所有者投入的要素所转化而来的企业资产将以“法人”身份拥有法律上的所有权;第

收稿日期:2003-06-12

作者简介:钱春海(1969—),男,江苏高邮人,上海交通大学管理学院博士生;

欧阳令南(1943—),男,上海人,上海交通大学管理学院教授,博士生导师。

四，这种交易合约过程由于人的有限理性而具有不完备性。由此，我们引入下列定义：企业融资过程是一组不完备要素资本化交易合约的履行过程。

我们将企业融资过程定义为是市场中一种不完备要素资本化交易合约的履行过程，这种认识与传统上研究融资理论的认识有很大的区别。例如，《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对融资的解释是这样的，融资是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段或为取得资产所采取的货币手段。方小霞(1999)则将融资分为广义和狭义两类，广义的融资是指资金持有者之间的流动，以余补缺的一种经济行为，它是资金的双向互动过程，它不仅包括资金的流入，而且包括资金的融出，即不仅包括资金的来源，还包括资金的运用。狭义的融资主要是指资金的流入，既包括不同资金持有者之间的资金融通，也包括某一经济主体通过一定的方式在自身体内进行资金融通。但是，无论哪种定义，我们发现，传统融资理论都将企业的融资过程当作一种资源配置的过程。所谓资源配置是指通过对各种要素投入进行有机的组合来最大限度地减少宏观经济浪费和实现社会福利最大化的一种行动，因此，资源配置是一个不断继起的过程，一个动态演化的过程。

从资源最优配置的角度来研究企业的融资过程本无可厚非，传统的财务理论基本上都是从这点入手的，NPV等规则就是这种认识的具体体现。但我们认为，这种分析忽略了融资过程中人与人之间的关系，企业融资过程本质上是一种人与人之间有关要素使用权的交换关系，因此，从交易合约理论的角度出发研究其内在的规律也应是一个基本的逻辑起点。所以我们提出企业融资过程是一组不完备要素资本化交易合约的履行过程。

但是，在将企业融资过程当作一种不完备要素资本化交易合约的履行过程时，我们首先必须注意到这种合约过程首先是一种要素使用权的交易合约，也就是，要素所有者投入的仅仅是要素的使用权，而并非要素的完整所有权。一般而言，一种要素的完整所有权包括占有权、收益权、使用权、处置权。这也就是说，每一要素所有者投入的每一个要素的占有权、收益权和处置权仍在要素所有者个人手中，而这些权力也就演化成了要素所有者对投入要素所转化而来的项目资产以“法人”身份拥有法律上的所有权或实质性的所有权即控制权，即体现了要素所有者依据交易合约所拥有的对以项目资产为主所构成的实体的未来收益的索取权和资产的控制权。其次，我们还必须注意到这种交易合约是一种资本化合约。资本是经济学当中一个重要的概念，马克思将其表达为是一定社会关系的总和，是能够带来剩余价值的价值。我们同意这种观点，由此，我们认为资本是一组权力关系，资本化合约就是不断追求增值的货币化权益及控制权的过程。从物的角度看，资本是静止不动的现金或生产要素，而从权力的角度看，资本就是不断转化为未来价值的权益。所以，资本不断转化成未来价值的过程就是资本化，资本化就在于追求未来价值的不断增值。再次，这种交易合约也是一种不完备合约。很显然，我们可把要素资本化交易合约的履行过程分为以下三个过程，第一个过程是要素所有者之间的关于要素使用权交易的合约，其签订构成了要素市场，其履行构成实施项目所对应的主体，我们暂且以“企业”代之。第二个过程是“企业”对要素所有者投入要素所转化而来的“企业”资产以“法人”身份拥有并与其他人力资本所有者之间签订的关于人力资产与非人力资产具体配置的合约。第三个过程则是“企业”作为法人之间及其与最终消费者之间的关于资产与服务交易的合约，其签订与履行便构成了相应的资产与服务市场。实际上，后两个合约的签订与履行就是前一个合约的执行过程。正如前面所述，要素使用权交易的合约的目的在于要素的未来增值，它依赖于未来的状态，而未来总是不确定的，信息是不充分甚至是非常缺乏的，市场及其定价机制很不成熟。而资产与服务交易的合约却不一样，资产与服务交易的合约是以直接转移所有权为目的，它获得的是资产与服务的现时的效用，而现时相对于未来信息总是相对要充分一些，不确定性要小一些，其市场定价机制也发展得成熟许多。因此，尽管合约都是不完备的，但要素使用权交易合约相对于资产与服务交易的合约更不完备，从而它们所凝聚的交易风险更大。所以，在融资理论研究当中，我们可以将要素使用

权交易合约冠以不完备性而加以研究。再者,这种交易合约还应包括资产在“企业”内使用,“企业”在外部市场上进行资产服务交易合约的签定以及依据要素使用权交易合约进行要素未来增值的分配等过程,这种认识,实际上是把要素使用过程和生产的商品在市场上销售过程考虑进去了。这种思想来自于得姆塞茨对企业性质的认识,在得姆塞茨(1998)看来,企业不但是—种契约结构,而且更多的是一种专业化的生产机构。因此,企业融资过程的本质在于它是一种市场中不完备将要素使用权交易合约的履行过程,其履行包括要素(从而相应的初始资产)投入相应的“企业”,资产在“企业”内使用,“企业”在外部市场上进行资产服务交易合约的签定以及依据要素使用权交易合约进行要素未来增值的分配等等。因此,企业融资过程连接着要素市场与资产及服务市场,将要素使用权交易合约与资产及服务交易合约连接在一起,从而成为要素所有者与最终消费者连接起来的一座桥梁。所以,我们认识企业融资的过程,应该从基本要素市场、产品市场与配置方式等多方面加以理解,而不能仅仅局限于某一方面。

以上分析虽然确定了企业融资的性质是一组不完备要素资本化交易合约的履行过程,但我们并未回答为什么会存在这种过程,即为什么会存在要素资本化合约的交易?要素所有者为什么会愿意把要素的使用权交予以融资者为中心的经营者的去使用?

要素所有者获取收入可有两种方法,即既可以自己利用资源直接生产,然后将产品出售给市场,或一次性出售资源,换取收入,也可以按照合约安排的规定条件,将要素使用权让渡给一位代理人以获取收入。当要素所有者选择第二种方式时,就构成了我们上面所讲的融资的履约过程。那么要素所有者为什么要放弃直接根据市场价格机制组织生产并出售产品的权利,而将要素的使用权交予以融资者为中心的经营者的去使用呢?这只能说明两种收益之间存在一定的差距,即通过融资方式的市场合约(即把要素的使用权交予以融资者为中心的企业经营者去使用)换取的收益大于要素所有者直接向市场出售产品或要素的收益。那么产生这种差额的原因又是什么呢?我们认为,是三种原因导致这种差额的出现:第一个原因是投资规模扩大所带来的规模经济效应;第二个原因是享受专业化分工所带来的效率的提高;第三个原因是享受合约过程的规模经济。

因此,要素所有者为了享受资本规模扩大所带来的生产效率的提高,他们之间是不会相互排斥的,也就是,在融资过程中所形成的资本结构里,既存在着占有权益比重较大的要素所有者,也存在着占有权益比重较小的要素所有者,反映在上市公司的资本结构中,也就是既存在着大股东,也存在着小股东。然而现代企业理论对控股股东为什么存在的理由是这样解释的,控股股东的出现是为了降低企业经营者进行逆向选择和道德风险的机会,小股东由此获得“搭便车”的收益,但这种收益也是有代价的,即控股股东也会出现机会主义行为,由此获得超过其正常应获得的控制权收益,因此,稳定的股权结构应是基于两种收益权衡的最低点。但我们认为,这种理解是很有问题的,下面我们简单地提出这样几点理由来说明这个问题。第一,这种认识仍停留在Berle和Means所提出“所有权与经营权分离”的理论框架内,而这种认识,最近已受到了挑战;第二,企业经营者的利益在很多情况下往往与控股股东的利益是一致的,即使不一致,不一致也并不象理论介绍中的那样大,因为前者往往由后者聘用,有时甚至就是后者派出的代表;第三,按照我们对企业融资合约过程的理解,企业融资从表面上看是资源的一个积聚过程,但更多的还应该是一个生产过程,表现为合约的履约过程,如果忽略了这一点,那么我们对企业融资性质的理解就会发生偏差,因为不通过这个生产过程,那么要素所有者所预期的经济效益就无法实现,这就意味着事先无论得到如何优化的资本结构都成了无本之木,也就失去了它存在的意义。因此,基于经济效益的预期才是要素所有者参与融资合约的根本原因;第四,企业股权结构的形成应是要素所有者之间的一个博弈的结果,由此也充分反映了他们对于未来各种可能情况的预期,这种预期实际上已将上面的委托代理关系以及由此产生的效益损失考虑进去了;第五,从由于资产规

模扩大而有可能产生的规模经济效益来看，任何一个理性的要素所有者都不会放弃扩大投资的机会的，也就是说，他们没有理由去排斥小股东存在的。

现在，我们讨论与此相关的一个问题，要素所有者既然意识到进行合作生产可获得超过其自身生产能力的生产效率，那么他们为什么不会无休止地扩大再生产，而选取不同的投资规模呢？我们认为这是由要素所有者投资机会主义强度决定的。从根本上来说，要素所有者进行决策行为是服从于其经济人特征的，这种经济人特征表现在威廉姆森(1985)所说的机会主义的行为动机上，按照威廉姆森(1985)的解释，机会主义的投资者在本质上追求的是其投资回报率的极大化，这就使得他本能上有一种规避风险和搭资本规模便车的动机。这种搭便车和规避风险的动机决定了他在选择投资规模时，存在着一种强烈的投资机会主义化倾向，即既想享受资本规模扩大所带来的规模经济效应，又想规避由此产生的投资风险，当投资机会主义倾向较强烈时，他就会选择较小的投资规模，而投资机会主义倾向较强时，他就会选择较大的投资规模。其实，由美、日、德等国的企业股权结构我们就可以发现这样的特点。一般认为，美国投资者具有较强的机会主义倾向，因此企业的股权结构较为分散，而日本与德国的投资者投机倾向则相对较弱，因此企业的股权结构则较为集中。

三、公司治理结构悖论的解读

现在我们以上面的理论来对第一节中所提出的公司治理悖论进行解读：

第一，既然我们将企业融资过程定义为是一组不完备要素资本化交易合约的履行过程，那么股权结构就应是权益要素所有者之间的一种契约安排。而要素所有者决策行为是服从经济人特征的。经济人最大的特征是机会主义行为(Williamson, 1985)。具有机会主义行为的要素所有者追求的并不是公司价值的最大化，而是其投资回报率的极大化。从机会主义行为原则出发，由于利润预期差异和投资能力的不同，要素所有者并不是占有公司的股权份额越大越有利。因为，股权份额越大意味着单个要素所有者在企业内部组织交易的份额也就越大，而这将引起交易成本与交易风险的上升。对股权份额的要求取决于要素所有者机会主义倾向。这里所说的“机会主义倾向”主要表现为：所有的要素所有者都存在着“搭”资本规模“便车”的倾向。为了达到更大的投资规模，投入较大的要素所有者不会将投入较少的要素所有者挤出股权结构，而投入较少的要素所有者也不愿因股权份额小而退出目标企业。而每一要素所有者在股权结构中所占的份额最终将取决于其各自的机会主义倾向的强度。当机会主义动机较为强烈时，股权趋向于分散化；而当这种动机微弱或趋向于零时，股权将高度集中，直至“一股独大”甚至采取独资的形式。问题在于，人们要明确地区分出要素所有者的机会主义强度是极其困难的，也就是说是要付出高昂的成本的。因此，股权结构的选择实际上只能是要素所有者机会主义强度的一种均衡。其“均衡点”为，要素所有者从总投资规模中获得的边际报酬等于其独立投资或投资于其他项目的边际收益。而在一个稳定的股权结构中，之所以存在大小股东的差别，首先取决于每一要素所有者自身的投资能力。在投资能力给定的情况下，则取决于要素所有者对投资边际报酬率的预期。对投资边际报酬率预期的不同，使得要素所有者对股权“均衡点”的判断存在很大差异，从而投资决策也各不相同。由此形成了不同的股权结构。

由上面论述我们可以进一步发现，股权结构与公司绩效不应存在稳定的对称关系，股权结构是否对公司绩效产生效应、产生怎样的效应以及效应的大小，或者说，股权结构的有效性并不是由“结构”本身来决定的，从股权结构本身，人们无法作出何种形式的结构具有“占优”的决策，也无法“锁定”股权结构与公司绩效之间的关系。同样的股权结构对不同的公司或公司发展的不同阶段，可能存在着极不相同的绩效效应。因此，如果硬要说中小股东是基于“搭便车”收益考虑而参加交易合约的，我们想应该是搭资本规模便车收益的考虑，而非前面所讲的基于控股股东监督

收益的考虑,因此,控股股东的控制权收益是没有任何理论根据的,控股股东的控制权收益应该受到制约。

第二,这个“悖论”犯了一个逻辑上推导的错误。按照上面的理解,当股权趋于集中时,控股股东会加大对企业经营者监管的力度,从而提高企业的绩效。但是,我们注意到,这种论述始终隐含有一个前提:大股东与企业经营者始终具有不同的利益目标函数,企业经营者总是以最大化自己的效用函数为前提的,即大股东与企业经营者总属于不同利益群体的人。在这种情况下,大股东监督企业经营者的确会提高企业的绩效,但问题是,这种假设并不符合现实。我们知道,随着控股权的集中,控股股东将会向公司派出自己的代表人,而这种情况下是极有可能出现的,这种代表人与控股股东一起,形成一种新的内部人控制人模式,这种内部人控制模式胡汝银(2002)等人将其称为关键人模式。在关键人模式中,关键人大权独揽,一人具有几乎无所不管的控制权,其常常集控制权、执行权和监督权于一身,并有较大的任意权力。因此,在这种情况下,控股股东是无所谓监督企业经营者的,因为经营者就是其利益的代表人,也就是说,在这种情况下,上面所说的控制股东与中小股东之间所形成的基于控制收益与“搭便车”收益的分歧和整合基础之上的委托代理关系并不能成为主要的关系而存在,问题转化为了关键人和中小股东之间所形成的基于扩大的控制权收益和基于扩大的投资规模收益之间的权衡。假设即使由于专业化分工的需要,公司聘请了职业经理人管理企业,我们很难相信,这些职业经理人将会基于全体股东的考虑而违背大股东的意愿。或许有人认为,全体股东利益好了,相应的大股东利益不是也好了吗?但反过来并不见得成立,也就是说,大股东利益与全体股东利益并不总保持一致。在大股东利益与全体股东利益发生偏差的时候,我们相信,这些经理人还是基于控股股东利益考虑的,因为他们毕竟掌握着聘请他们的资本权力,虽然,这种考虑有时会受到市场、声誉等外部因素的影响而有所削弱。

第三,这个悖论否认了小股东能动性的表现。实际上我们可以合理地认为,当自己的切身利益受到侵害时,任何理性的人都会采取相应的行动,或许按照以上分析,基于搭便车和参与成本的考虑,一般中小股东是不会参加到公司治理的合约当中,但我们认为,造成中小股东不愿参加公司治理的根本原因并不在于搭便车和参与成本的考虑,而在于现行所有权制度安排的约束,这种所有权的安排约束,使得中小股东的应享有的剩余控制权形同虚设,剩余索取权退化为次级剩余索取权,也就是说,中小股东在现行所有权制度安排的约束框架内其权力配置遭到了歧视,而正是这种歧视,为控股股东侵占中小股东的利益创造了可行的空间,根据《中国证券报》的一份调查显示,小股东不愿参加股东大会的最重要的原因是股东大会不能真正反映中小股东的意愿,61%的人认为股东大会只反映了大股东的意见,对于中小股东而言,只不过是走走场而已,只有2%的人认为股东大会能够真正体现广大股东的意愿^①。所以,基于搭便车和参与成本的考虑并不能成为中小股东不愿参加公司治理的根本原因,我们也不能由此推导控股股东的控股收益必须建立在小股东利益损失的基础上,况且,随着科技的发展,中小股东参加股东大会的交易成本也将会大幅度降低。当然,我们以上的论述也并不是彻底否定中小股东“搭便车”心理对监督行为的影响,否定现行企业制度的合理性,我们的意思是,我们可以另外引入有效的制度安排来实现在相当程序上发挥中小股东的监督作用,只要这种制度所产生的收益大于其成本就可以了。

由此,我们认为,公司治理问题的悖论其实并不是悖论,这种论点实际上是为控股股东剥削中小股东提供某种理由,而产生这种论点的原因在于我们过分强调了控股股东的治理效益,这说明我们并没有摆脱 Berle 和 Means(1932)等人所提出的理论。因此,如何加强对控股股东控制权收益的监督,应该值得我们进一步的研究。

四、结束语

以上我们基于融资合约的性质解读了现今公司治理问题中的一个悖论。既然企业融资过程

为要素资本化交易合约的履行过程,那么意味着这些要素所有者的身份是相同的,因此,我们认为处理的原则只有一条,那就是平等对待。希望被平等对待是人的本性。各国公司法无不将股东平等视为股东关系的一项基本原则。例如,欧盟公司法指令规定,“成员国法律应当确保平等对待处于同等地位的所有股东。”德国《股份法》也规定:“股东们必须在同等条件下被同等对待。”然而,我国公司法虽然设立了不少体现股东平等原则的法律条款,如同股同权和同股同利、一股一表决权、按股东持有的股份比例分配剩余财产等,但其适用范围毕竟有限,而且在实施起来也存在很大的缺陷,因此,我们应该加强这方面的理论探讨与法制建设。

由上面的讨论,我们还可以进一步得出公司治理问题的综合观点,这就是,公司治理的基本问题应该包括两个方面,一是投资者之间的冲突,二是投资者与经营者之间的冲突,两者之间表现出某种制约关系,至于何时以何种治理形式为主,要视合约形式与市场机制的变化而定。关于这方面的研究,因篇幅所限,本文不再赘述之。

注释:

①见一心:《读者调查综述:权利在你手中》,《中国证券报》,1999-06-26。

参考文献:

- [1]La Porta, et al. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, Vol. 54.
- [2]Berle, Means. The modern corporation and private property[M]. Macmillan, New York, 1932.
- [3]Shleifer Vishny. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy, 1997, 759.
- [4]Williamson O E. The economic institutions of capitalism[M]. Free Press, New York, 1985.
- [5]胡汝银. 中国上市公司成败实证研究[M]. 上海:复旦大学出版社, 2003.
- [6]方小霞. 中国企业融资:制度变迁与行为分析[M]. 北京:北京大学出版社, 1999.

The Putting forward and Explanation of a Paradox of Corporate Governance

QIAN Cun-hai, OUYANG Lin-nan

(Research Center of Modern Finance, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200030, China)

Abstract: Now there is virtually a paradox in the different research results about corporate governance, that is, the profit expropriating that controlling shareholders deprive of small-medium shareholders is the cost of corporate governance performance improvement. Based on corporate financing contract theory, the paper explains the paradox and points out that the form of ownership structure is actually an equilibrium of the opportunism intensity of the investors. So it holds that it is unreasonable for benefits of the controlling shareholders to be in existence. It suggests we should strengthen the supervision on the profits of controlling shareholders to ensure the effective protection of all investors.

Key words: corporate governance; paradox; explaining