

双重委托代理下的财务契约安排研究

张 庆 何威风

[摘 要] 股权相对或高度集中下的股东异质性特征形成了控股股东与经营者、控股股东与中小股东之间的双重委托代理。财务契约是企业契约的核心内容,双重委托代理下财务契约安排的主要内容有:利益相关者理论是理论基础,资本结构是客观基础,财务控制权和财务收益权对称安排、财务共同治理和相机治理相结合是基本原则。

[关键词] 双重委托代理;财务契约;利益相关者 资本结构

[中图分类号] F235.99 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2008)03-0399-05

所谓财务契约是指企业在财务管理过程中,为实现各权利主体的预期目标,在平等互利的基础上与各权利主体确立的一种契约关系。根据现代企业理论,企业本质上是关于企业所有权分配的合约,其核心问题是通过选择恰当的契约安排来实现剩余索取权和控制权的对称分布,以确保企业的决策效率。而从企业所有权安排的性质和内容来看,无论是企业剩余索取权还是企业控制权,其核心部分都表现在财务方面,即企业剩余的表现形式是财务收益,企业控制权的核心是财务控制权^[1](第 7 页)。这是因为各利益相关者在组合成为企业契约时,对企业契约的签订与履行中的货币进行计量的权责利关系必然是各利益相关者关注的重点。通过财务契约,可以减轻利益相关者之间的信息不对称问题,降低契约履行成本,便于确定利益相关者之间的经济关系。而从企业财务本身的活动来说,企业财务是企业的中枢神经系统和各种利益关系的焦点,掌握了企业财权,控制住了企业财务,就等于牵住了企业的“牛鼻子”。因此,财务契约是企业契约的核心内容。

公司股权分散与集中的程度决定着企业的产权安排,也决定了企业的财务契约安排。长期以来,企业财务契约安排是以股权分散为基础,将全体股东和经营者均抽象为单一主体,研究委托人(全体股东)如何设计最优的财务契约,以保证代理人(经营者)按照委托人(全体股东)的利益行事。然而,世界大部分国家和地区公司的股权结构是相对集中或高度集中的,普遍存在大股东或控股股东,企业同时存在股东与经营者代理问题和控股股东与中小股东代理问题,是双重委托代理问题。目前,关于股权集中条件下的企业财务契约安排研究还不多。本文将对股权集中下的双重代理问题、双重委托代理下企业财务契约安排的理论基础、客观基础以及基本原则等问题进行深入的研究。

一、双重委托代理理论

在产权理论分析框架下,企业所有权包括剩余索取权和控制权两个方面。其中,剩余索取权源于股东实际投入资本后取得的股份比例,即现金流所有权;而控制权则源于股东拥有的投票权^[2](第 175 页)。当股权比较分散时,在“一股一票”的原则下,企业的投票权与现金流量权是对等的,没有任何股东能够获得超额收益,股东之间基本没有利益冲突,公司的主要矛盾表现为全体股东与经营者之间的利益冲

收稿日期: 2007-12-23

作者简介: 张 庆,湖北经济学院副教授,华中科技大学管理学院博士生;湖北 武汉 430205。

何威风,华中科技大学管理学院博士生。

基金项目: 国家社科基金项目(06BJY015);湖北省社会科学基金项目(2005058)

突。而当股权相对或高度集中时,股东与经营者的利益冲突依然存在,但转化为控股股东与经营者之间的矛盾。尽管从形式上看,股权相对集中或高度集中公司的全体股东与经营者之间的委托代理关系与股权分散为特征的公司相似,都是通过董事会来代表股东对经营者进行监督,但在本质上却是有差异的^[3](第 18 页)。在股权分散条件下,由于分散的股东具有“免费搭便车”行为,从而无法有效地监控经营者,董事会实际上并不一定是代表全体股东的,可能是被经营者所控制,全体股东与经营者之间的利益冲突是公司治理的主要问题。而在股权集中的条件下,由于控股股东所持庞大股份难以在资本市场上自由卖出,资本利得收益面临重大的不确定性,“用脚投票”监督方式的有效性也被大大削弱,“经理式资本主义”下的经营者道德风险的增加使这些股权持有者的资产面临重大持有风险^[4](第 60 页)。为保证资产的安全性和收益性,这些持有众多股份的股东渐渐改变治理策略,通过掌握董事会的实际控制权直接对经营者的行为施加影响。董事会的权力就成为控股股东与经营者之间争夺的目标,单委托代理理论中所要解决的全体股东与经营者之间的委托代理问题,实际上就转化为控股股东与经营者之间的委托代理问题。

除了控股股东与经营者之间的利益冲突,在股权相对或高度集中的公司,还存在控股股东与中小股东之间的利益冲突。一方面,控股股东具有足够的动力去收集信息并有效监督管理层,从而避免了股权分散情况下的“免费搭便车”问题。因此,控股股东对公司的控制有助于增加公司价值,使所有股东都能按照持股比例获得收益。此外,控股股东在某些情况下直接参与经营管理,解决了外部股东与内部管理层之间在投资机会、业绩表现上的“信息不对称”问题。另一方面,由于控股股东掌握着公司实际控制权,他们也有可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益,通过追求自利目标而不是公司价值目标来实现自身福利最大化。这样,控股股东常常会利用公司的资源牟取私利,损害中小股东利益,于是就产生了控股股东与中小股东之间的利益冲突。因此,股权相对集中或高度集中的公司,控股股东与中小股东之间的代理问题也是公司的重要代理问题。

因此,在股权集中的条件下,公司不仅存在控股股东与经营者之间的代理问题,还存在控股股东与中小股东之间的代理问题,是双重委托代理问题。

二、双重委托代理下财务契约安排的理论基础

利益相关者理论的思想由来已久。1927 年通用电气公司的一位经理在其就职演说中首次提出公司应该为利益相关者,而不仅仅是股东服务的思想^[5](第 126 页)。而对利益相关者给出明确定义的则是斯坦福研究院的一个研究小组,1963 年斯坦福研究院的一个研究小组受到启发,利用另外一个与股东(stockholder)对应的词“利益相关者”(stakeholder)来表示与企业有密切关系的所有人。此后,利益相关者开始进入人们的视野,并成为当今最重要的企业理论之一。

利益相关者理论是在批判“股东至上”观点上发展起来的,“股东至上”观点逻辑基础是以资本强权理论和股东利益与社会利益相统一理论为基础的。资本强权理论认为,资本专用性、非流动性、稀缺性和信号显示功能等,决定了企业的“(剩余)控制权”或所有权天然地归资本所有者(股东)所有,“资本雇佣劳动”是最合理的企业制度,因此企业的目标自然是为股东利益服务。股东利益与社会利益相统一理论认为,最大限度地为股东赚钱,应能极大地增进社会福利^[6](第 85 页)。利益相关者理论则是以共同所有权理论、社会责任理论、托管责任理论和企业能力理论为基础,认为企业是一种人格化的组织^[7](第 103 页),其本质上是由不同个人和群体之间一组复杂的显性契约和隐性契约交汇所构成的法律实体^[8](第 305-360 页)。在这种法律实体中,交汇的契约既有经营者与所有者之间的契约、经营者与雇员之间的契约,还有企业作为债务人与债权人的契约、作为法人与政府之间的契约等等。因此,“企业不仅是实现股东利益最大化的工具,而且是将不同利益相关者群体寓于其中的组织”^[9](第 213 页)。随着公司作为一个“社会存在”的观点日益得到普遍接受,公司的社会责任进一步强化,经济全球化和现代技术的迅猛发展等外部环境的变化与股东内部利益不一致,使得企业的发展也越来越取决于各利益相关者之间的

长期合作。这就意味着企业的基本目标应为各利益相关者服务,而不仅仅是为股东服务;企业的利益是各利益相关者的共同利益,而不仅仅是股东的利益;企业的各项制度安排尤其是财权安排要平等地对待每个利益相关者的产权权益。这就是利益相关者理论的主要观点^[10](第47-57页)。

利益相关者理论强调企业要为各利益相关者服务,让每个利益相关者都有平等机会参与企业所有权的分配,这种思想顺应了社会发展的潮流,反映了现代市场经济的内在要求。因为利益相关者参与企业治理不仅有助于追求企业的长期发展,保持利益相关者之间的长期合作,而且还有利于降低企业代理成本,激发企业的创新能力。因此,利益相关者理论理应成为企业财务契约安排的理论基础。

三、双重委托代理下财务契约安排的客观基础

企业资本结构和企业财务契约安排之间存在着密切的联系。一方面,既定的企业资本结构是企业财务契约安排的客观依据,它决定着参与企业财权分配的主体应该有哪些以及每个主体应该分享有的企业财权是什么。另一方面,企业资本结构实际上是企业财务契约安排的结果之一,不同的企业财务契约安排就会形成不同的资本结构。因此,有效的企业财务契约安排是优化企业资本结构从而完善企业治理结构的一项重要制度保证,是企业财务契约安排的客观基础。

尽管目前对何为资本结构并没有统一的认识,但大多赞同将资本结构界定为权益资本和债务资本的比例关系的观点。在经济全球化和科学技术日新月异的今天,该观点显然无法反映环境的变化对企业资本内容变化和企业制度变革的客观要求。那资本结构到底是什么?Williamson(1998)认为,在市场经济条件下的企业中,债务和股权不仅仅被看作是可替代的融资工具,而且还应该被看作是可替代的治理结构^[11](第75-79页)。李维安(2002)认为,企业资本结构影响着企业的治理结构,即经营者、股东、债权人之间的契约关系^[12](第67-68页)。张兆国(2004)认为在现代市场经济条件下,资本结构是一个内容十分丰富的概念,而不仅仅是权益资本和债务资本的比例关系,其本质是“契约要求权结构”,是企业投入了资本(包括财务资本和非财务资本)的各利益相关者在企业所有权分配中的不同要求权,是企业各种契约关系的综合体现^[10](第82-86页)。可见,这些论述虽然涉及的内容有所不同,但都是把企业所有权安排和资本结构选择内联在一起,这为我们理解资本结构提供了参考。

现代企业理论认为,企业本质上是由各利益相关者所缔结的一组契约。而这组契约形成的物质基础则是各利益相关者向企业投入的专用性资产,如果一个人或团体没有向企业投入专用性资产,就不可能成为企业的利益相关者,也就不可能与企业发生契约关系。但是,由于人的有限理性和交易成本的存在,尤其是与专用性投资相关的许多重要变量即便可以被当事人双方观察,但却不可被第三方(比如法院)证实(observable but unverifiable)。因此,现实中当事人难以签订能够自我实施的或者被第三方低成本强制实施的完全合同。当合同不完全时,资产归谁所有、谁拥有对资产的支配权等问题就变得非常重要。因此,我们可以将资本结构解释为:是市场中一组不完备的要素使用权交易合约的履行过程中,由各利益相关者依据其投入的资本而享有企业权利的一组不完备契约。

根据上述定义,资本结构是由全部资本组成,包括财务资本与非财务资本。其中,财务资本结构又可分为权益资本结构和债务资本结构。权益资本结构包括内部股与外部股的比例关系、普通股与优先股的比例关系等;债务资本结构包括长期债务资本与短期债务资本的比例关系、银行借款与企业债券的比例关系、金融债务与商业债务的比例关系等。而非财务资本结构主要是指人力资本、市场资本和公共环境资本等非财务资本的构成。

四、双重委托代理下财务契约安排的基本原则

由上述分析得知,利益相关者理论是双重委托代理下财务契约安排的理论基础,这也决定了在解决双重委托代理问题时,必须视各利益相关者为平等主体,坚持财务契约安排的效率和公平原则。具体来说,双重委托代理下财务契约安排的基本原则主要有两点:

一是财务收益权和财务控制权对称安排。财务契约作为企业经济活动中利益相关者之间权利流转关系的一种财务制度安排,财权作为财务契约中各利益主体签约对象的载体,就自然地成为各利益主体的基础。换句话说,财务契约安排就是要对财权如何配置进行制度安排。企业财务主要分为财务收益权和财务控制权。财务收益权是指对企业总收入扣除折旧费用、材料成本和劳务成本之后的要求权;财务控制权是指对企业财务施加影响和监控的权利,既包括合同控制权,也包括非合同控制权。其中,财务收益权来源于企业剩余索取权,而财务控制权则源于企业控制权。财务收益权只是规定了各产权主体分享企业财务收益的可能性和必要条件,而财务控制权则是保证各产权主体分享企业财务收益的实现手段和充分条件^[10](第 261-262 页)。在企业产权配置中,剩余索取权和控制权的对称安排是一个重要的原则,那财务契约安排也就应该是对称安排。

二是财务共同治理与相机治理相结合。所谓共同治理是指有效率的公司治理结构是利益相关者共同拥有剩余索取权与控制权,并且对每个利益相关者来说,相应的权利都是对立的。通过企业内的正式制度安排来确保每个产权主体具有平等参与企业所有权分配的机会,同时又依靠相互监督的机制来制衡各产权主体的行为是共同治理的核心^[13](第 284-285 页)。而所谓相机治理是指企业不同的利益主体为实现自己的利益目标而通过控制权的争夺来改变既定利益格局。现代公司治理理论认为,共同治理和相机治理是公司有效治理结构的基本内涵,共同治理体现了利益相关者之间的合作,相机治理则是在恰当处理利益冲突和矛盾的基础上维持利益主体之间的稳定合作状态。将公司治理中的共同治理和相机治理运用到企业财务契约安排过程中,就是财务共同治理和财务相机治理。更准确地说,财务共同治理机制就是通过建立一套有效的制度安排使企业财务契约安排能够平等地对待各利益相关者;而财务相机治理机制是指在企业处于非正常经营状态下,通过建立一套有效的制度安排使受损失的利益相关者能够掌握企业的财务控制权,以改变既定的利益分配格局^[10](第 271-274 页)。在财务契约安排过程中,坚持财务共同治理与相机治理相结合的原则,有助于保证相关利益主体之间的权利和责任的对等,实现财务效率和财务公平的统一;有助于确保公司在非正常经营状态下有适当制度来帮助受损失的利益主体实现其再谈判的意愿,改变利益分配格局。

双重委托代理理论对于股权集中的公司而言,在财务契约安排时应按照双重委托代理理论的要求选择和构建制度安排。这对于我国上市公司,特别是国有控股上市公司有着重要的指导意义。作为转轨经济过程中引入的制度安排,我国国有控股上市公司的出现不是古典企业制度发展的自然结果,主要是在改革计划经济企业制度的过程中被嫁接到企业中去,并被赋予改革国有企业的使命。为了不动摇公有制的主导地位,这些上市公司在改制过程中往往采用了国家绝对控股或相对控股的股权设置模式。现有的产权理论表明,公用产权的一个重要特征是政府干预,而有关转轨经济的研究则表明,内部人控制是转轨经济的基本规律。因此,我国股票市场上由国家控股的上市公司在治理上必然表现出政府干预与内部人控制的两重特征^[14](第 84-95 页)。具体说,就是国有股股东对公司的控制在经济上表现为“超弱”控制,而在行政上则是“超强”控制。这导致国有股股东与董事会的权力配置与功能机构无法对经理人形成一个有效的聘选、激励和监督机制。作为代理人的经理人行为更多地表现为政治上的机会主义和经济上的道德风险,国有控股上市公司的治理表现为政府行政管理下的大股东主导或内部人控制模式^[15](第 27 页),是典型的双重委托代理。所以,基于本文的理论分析,要解决这种治理模式的问题,就必须在国有控股上市公司财务契约方面重新做出安排,坚持财务收益权和财务控制权对称安排、财务共同治理与相机治理相结合。

[参 考 文 献]

[1] 李心合:《利益相关者财务控制权论》,载《财会通讯》2001 年第 6 期。

[2] 施东晖:《当代公司治理研究的新发展》,载《中国金融学》2004 年第 9 期。

- [3] 冯根福:《双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架》,载《经济研究》2004年第12期。
- [4] 许新霞、王学军:《双重委托代理下的治理策略与内部控制》,载《会计研究》2007年第2期。
- [5] [美] AI. 埃巴:《2001 公司的社会责任》,刘俊海译,北京:法律出版社 1999 年版。
- [6] [美] AI. 埃巴:《EVA 经济增加值——如何为股东创造财富》,凌晓东等译,北京:中信出版社 2001 年版。
- [7] [美] 多纳德逊、邓 非:《有约束力的关系——对企业伦理学的一种社会契约论的研究》,赵月瑟译.上海:上海社会科学院出版社 2001 年版。
- [8] Jensen, M. & Meckling, W. 1976. "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 3(4).
- [9] [英] 珍妮特·威廉森:《工作中的利害关系:TUC 的议程表》,欧阳英译,重庆:重庆出版社 2001 年版。
- [10] 张兆国:《中国上市公司资本结构治理效应研究》,北京:中国财政经济出版社 2004 年版。
- [11] Williamson, O. 1998. "The Institutions of Governance," *American Economic Review* 43(3).
- [12] 李维安:《中国公司治理原则与国际比较》,北京:中国财政经济出版社 2001 年版。
- [13] 杨瑞龙、周业安:《企业共同治理的经济学分析》,北京:经济科学出版社 2001 年版。
- [14] 李增泉:《所有权结构与股票价格的同步性——来自中国股票市场的证据》,载《中国会计与财务研究》2005 年第 3 期。
- [15] 上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告》,上海:复旦大学出版社 2006 年版。

(责任编辑 邹惠卿)

Research on Financial Contract Arrangement Based on Double Principal-agent Theory

Zhang Qing¹, He Weifeng²

(1. Hubei University of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China;

2. Management School, Huazhong University of Science & Technology, Wuhan 430074, Hubei, China)

Abstract: Under the case of relatively or highly concentrated ownership, the characteristics of stockholder heterogeneity causes the double principal-agent problem between controlling stockholders and managers, and between controlling stockholders and middle-and-small stockholders. Financial contract is the essential content of corporate contract; and in the main content of financial contract arrangement under double principal-agent situation, the theory of stakeholder is the theoretical foundation, capital structure is objective foundation, and symmetrical arrangement of financial control power and financial income right, financial co-governance and contingent governance are basic principles.

Key words: double principal-agent; financial contract; stakeholders; capital structure