

公司财务控制权配置中若干问题研究

杨 清 香

(华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074)

[作者简介] 杨清香(1972-), 女, 河南林州人, 华中科技大学管理学院会计系讲师, 博士生, 主要从事内部控制与公司治理研究。

[摘 要] 企业财务控制权是企业所有权的核心内容, 如何有效地配置企业财务控制权是企业治理结构所要解决的关键性问题。企业财务控制权配置应该以“利益相关者论”作为理论基础。影响公司财务控制权配置的因素主要是股权结构、债务融资结构、报酬激励机制等。要使公司财务控制权配置趋于合理, 就必须做到经营者的控制权与剩余索取权相匹配; 建立由共同治理和相机治理相结合的治理机制; 把优化公司财务控制权安排与完善公司治理结构相联系。

[关键词] 公司财务控制权配置; 财务控制权价值; 实现机制

[中图分类号] F275 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2006)04-0479-06

一、问题的提出

企业财权是关于企业财务方面的一组权能。根据企业各项财权之间的内在联系, 可把企业财权分为财务收益权和财务控制权两大类。财务收益权是指对企业总收入扣除折旧费、材料成本和劳务成本之后的剩余要求权。财务控制权是指对企业财务施加影响和监控的权利。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。可见, 把企业财权分为财务收益权和财务控制权两大类, 是研究和解决企业财权配置问题的基本前提之一。

企业财权是企业所有权(包括剩余索取权和控制权)的核心内容。这是因为企业财务活动是对企业生产经营的综合反映, 是企业的中枢神经, 是各种利益关系的焦点。所以, 掌握了企业财权, 控制了企业财务, 就等于牵住了企业的“牛鼻子”。可想而知, 一个企业如果缺乏必要的财权, 就不可能与市场建立起密切联系, 也就不可能成为真正的企业; 一个企业的产权主体如果缺乏必要的财权, 就失去了应有的独立性, 其权益就难以维护。正因如此, 各国公司法 and 公司章程所规定的许多战略性决策和权利安排, 基本上都是财务性的或者直接与企业财权配置有关。

所以, 如何有效地配置企业财务控制权便是企业治理结构所要解决的关键问题。它直接关系到企业的财务决策效率和持续发展, 是现代财务学研究的前沿课题之一。

二、国内外研究现状及简评

公司财务控制权配置的研究涉及许多内容, 本文主要就以下几方面内容的研究成果加以简评:

(一) 公司财务控制权配置的理论基础及主体

国内外学者关于公司财务控制权配置的理论基础及主体的研究,主要有三种理论观点:

1. “资本雇佣劳动”论。其主要代表人物 Knight(1921)、Alchian & Demsetz(1972)、Grossman & Hart(1986)、Rubinstein(1982)以及 Holmstrom(1982b)等,分别从人的主观风险偏好差异、团队可监督性差别、资产专用性、讨价能力差别和完善的 managers 市场等角度,对“资本雇佣劳动”这种理论观点的合理性进行了论证与解释。他们认为,市场是完全的,物质资本是企业的主导生产要素,人力资本必须以物质资本为基础才能发挥作用。因此,“企业是资本家(股东)的企业”,企业目标是追求股东利益最大化,股东是拥有企业剩余索取权和财务控制权的惟一主体^[1](第 12-30 页)。这是当前正统或主流经济学的主要思想。国内主要代表人物张维迎(1996)从非人力资本的可抵押性和易受人力资本剥削的经验假设出发,论证了企业的最优所有权安排是“资本雇佣劳动”^[2](第 3-53 页)。

2. “劳动雇佣资本”论。Ward(1958)、Demar(1966)、Vanek(1970)等认为,企业只是一个由技术因素决定的生产函数,企业目标是工人追求人均收入最大化,人力资本所有者作为一个集体掌握着企业的剩余索取权和控制权,而物质资本所有者则只能获得固定租金^[1](第 30-35 页)。按照这一逻辑,人力资本所有者享有企业财务控制权是企业财务控制权的最优配置。国内学者周其仁(1996)从人力资本与其所有者的不可分离性以及人力资本所有者所面临的激励问题的角度出发,认为“劳动雇佣资本”是最优的企业所有权安排^[3](第 71-80 页)。

3. “利益相关者”论。其主要代表人物 Aoki(1984)等在对“资本雇佣劳动”理论和“劳动雇佣资本”理论进行批判的基础上,提出了股东—雇员共享企业组织租金的合作博弈模型^[1](第 10-33 页),他们认为在现代市场经济条件下,“公司并非简单的实物资产的集合,……除股东外,还包括债权人、员工等各利益相关者的投入”。因此,企业本质上是各利益相关者缔结的“一组契约”。这意味着企业的基本目标是为各利益相关者服务,企业的发展取决于各利益相关者之间的长期合作,企业的各项制度安排要平等对待每个利益相关者的产权权益。按照这一逻辑,企业财务控制权配置要平等对待各利益相关者才是最优配置。在我国学术界,杨瑞龙和周业安(2001)、张兆国(2004)等学者从产权的受限制性和人力资本也存在可抵押性的角度,提出企业治理主体的多样性^[1](第 35-40 页),并认为剩余索取权和控制权分散对应的利益相关者共同治理的企业所有权安排是最优的^[4](第 68 页)。

分析上述三种理论观点不难看出:(1)无论是“资本雇佣劳动”论还是“劳动雇佣资本”论,都是把包括财务控制权在内的企业所有权集中地分配给某一产权主体,这意味着其他产权主体的权益被剥夺。

(2)“资本雇佣劳动”论没有从根本上解决物质资本凭借什么力量来实现对包括管理者在内的人力资本的雇佣问题。同样,“劳动雇佣资本”论也无法令人信服地说明什么力量和原因使得工人掌握了企业的控制权和剩余索取权。(3)支撑“资本雇佣劳动”论的“完全竞争市场”假设在现实中并不存在,相反,科斯定理的精髓恰恰在于它反证了这一假设。(4)所有有关“劳动雇佣资本”的理论模型都不能清楚地解释其在现实中如何运行,即从资本的获得、运作、重新配置到劳动力的进入和退出等一系列动态过程问题。由此可见,在现代市场经济条件下,这两种理论观点都不是现实的选择,而现实的选择应该是“利益相关者”论。这是因为,理性的各利益相关者都十分清楚:虽然各利益相关者的利益目标不尽相同,但只有分工合作才能创造出更大的“组织租金”,才能为提高各自的福利水平提供可能。现实中的企业正是以这种充满“博弈性”的合作为基础存在和发展的。尽管这一理论目前尚不够完善,但它体现了现代市场经济的内在要求,为我们合理安排企业所有权、完善企业治理结构提供了新的思路与方法。

(二) 公司财务控制权配置的影响因素

影响公司财务控制配置的因素有许多,但国内外的研究主要集中在如下三个方面:

1. 股权结构。Berle & Means(1994)和 Lerner(1966)分别对美国 1929 年和 1963 年非金融公司的控制类型进行调查的结果表明,股权的高度分散化使经理人员实际掌握着公司的控制权,这种控制比例从 1929 年的 58% 上升至 1963 年的 85%,并得出股权过度分散化导致“内部人控制”问题的结论^[5](第 61-

64页)。Holdemess& Sheehan(1988)对美国上市的且有绝对控股权的公司进行实证分析后认为,90%以上的控股股东都会通过派出代表(当控股股东为公司时)或自己本人(当控股股东为个人时)担任公司董事长或首席执行官,直接掌握着公司的控制权^[6](第317-346页)。Hart(1998)等学者,通过对股权集中度如何影响公司财务控制权的实证研究,认为分散的股权结构导致小股东的“搭便车”行为、股权约束不严和“内部人控制”问题,而集中的股权结构则使大股东有能力对公司行为施加实质性控制,但可能会利用投票权以牺牲小股东利益为代价来为自己谋取私利^[7](第1-14页)。Gower(1992)等考察了股权性质对公司财务控制权的影响后,认为个人股东就像是一位希望获得回报但对公司事务没有控制权的资本贷款者,而机构投资者对公司治理结构能施加影响和控制^[4](第96页)。在国内学术界,马连福(2000)通过对国有股、法人股、流通股与公司业绩的关系进行实证研究后认为,由于国有股的比重过大及主体身分不明确、资本市场不完善等原因,造成目前我国上市公司股权的治理功能弱化,“内部人控制”问题严重^[8](第19-23页)。孙永祥和黄祖辉(2001)的有关研究结果表明,随着公司第一大股东占有公司股权比例的增加,Q值先升后降,拐点在股权比例为50%左右。徐晓东和陈小悦(2003)的实证分析显示,上市公司第一大股东的所有权性质为非国家股东的公司有着更高的企业价值和更强的股利能力,其高级管理层也面临着更多的来自企业内部和市场的监督和激励^[9](第65-74页)。

2. 债务融资结构。Hart(1998)等认为,资本结构由代理成本决定,债务对经理人的约束比股东监督更有效,而且负债的破产机制还能给经理人带来新的约束,因此适度负债可以缓解小股东约束不严和“内部人控制”问题^[7](第1-14页)。Grossman& Hart(1982)等认为,如果股东或管理层在债务合约方面有违约行为,或者公司绩效达到了“极端”的界限标准(如破产),就应剥夺其控制权,而由债权人对公司进行控制^[4](第110-111页)。在国内,徐联初和肖晓光(1999)认为,在我国国有企业中要重视债权人的治理作用。在银行凭借债权无法对公司财务实施有效控制的情况下,比较理想的选择是银行同时拥有公司的债权和股权,达到两种控制权相互补充。孟习贞(2001)等认为,公司控制权的相机性转移取决于公司破产的临界点,而公司破产的临界点则依赖于资本结构的选择,负债比例越高,公司破产的可能性就越大,债权人就越有可能获得“相机性控制权”,反之亦然。汪辉(2003)的研究表明,债务融资具有加强公司治理、提高公司价值的作用^[10](第28-35页)。总之,随着我国国有企业改革和金融体制改革的不断深入,债务融资对公司的治理作用有了一定的加强,但由于债务约束机制不健全以及经营者对股权融资的偏好,导致公司控制权缺乏状态依存性,债权人的相机性治理作用尚未充分发挥。

3. 人力资本所有者报酬激励。Jensen& Murphy(1990)等认为,对公司经理人员实行股权激励制度,适当提高经理人员的持股比例,可以缓解经理人员与股东之间的利益冲突,抑制经理人员的道德风险,降低代理成本。Hermalin& Weisbach(1991)等的实证分析表明,在托宾值Q与经理人员持股之间存在倒U形关系:当经理人员持股比例处于较低水平时,经理人员与股东之间存在“利益联盟”,但如果经营者持股比例过大,经营者就会操纵公司控制权,阻碍公司代理权和股东控制权的竞争,从而导致公司价值下降^[11](第19-24页)。在国内,周建波和孙菊生(2003)的实证分析表明,对于内部治理弱化的公司,经营者存在利用股权激励机制为自己谋利掠夺股东利益的行为^[12](第74-82页)。谌新民和刘善敏(2004)对我国上市公司的实证研究表明,经营者的持股比例与经营绩效有显著性弱相关关系;报酬水平的激励强度更多的与“横向”“纵向”比较的相对值有关;两职兼任的经营者年薪、持股比例与其绩效均不具有显著相关性,而实行年薪制的经营者呈显著性弱相关性^[13](第55-63页)。

上述文献的最大贡献在于它突破了传统的资本结构(仅指债务资本与股权资本的比例关系),将除股权结构和债务融资比例以外的经营者持股比例纳入了影响公司财务控制权配置的内生变量范围,其中,对股权结构与公司财务控制权配置关系的研究相对深入、成熟,但对债务结构和人力资本与公司财务控制权配置关系的研究尚停留在面上,包括对债务结构中长短期债务的比例、银行借款与公司债券的比例、一般性公司债券与期权性公司债券的比例与公司财务控制权配置的关系,以及人力资本中管理者的人力资本和一般员工的人力资本与公司财务控制权配置的关系等缺乏深入细致的研究。

(三) 公司财务控制权配置的实现机制

公司财务控制权配置的实现机制实际上就是公司治理机制,包括公司内部治理机制和外部治理机制。内部治理机制是通过企业内部决策和执行机制建立委托者和代理者之间的激励约束机制。外部治理机制是通过市场竞争形成的委托人之间和代理人之间的激励约束机制。这两种治理机制在公司财务控制权配置中是相互联系、相互依赖的,二者缺一不可。

1. 内部实现(治理)机制。Borokhovich et al (1996)指出,“独立董事比内部董事更可能作出由来自公司外部的经理人替换具有较差绩效 CEO 的决策,当情况需要时,独立董事更愿意支持公司政策的重要变化”^[14](第 337-355 页)。Chaire et al (2002)则从动态的视角分析了董事会的稳定性(包括规模的变化和人员自身的变化)与公司绩效之间的关系,认为公司董事会的稳定性越强,其后续期间绩效的改进越明显^[15](第 63-90 页)。在国内,于东智和池国华(2004)对董事会结构和规模与公司业绩之间的关系进行了实证研究,他们认为,法人代表董事构成和公司净资产收益率之间呈显著的倒 U 形曲线关系,但在内部董事构成、专家董事构成、专务董事构成和公司绩效之间没有发现稳定的变量关系,董事会规模与公司绩效之间呈倒 U 型的曲线关系^[16](第 71-79 页)。

2. 外部实现(治理)机制。Martin & McConnell (1991)等认为,市场是有效的,市场竞争尤其是并购市场有利于约束经理人的行为,并能最终解决由于公司所有权和控制权分离而产生的激励问题^[17](第 671-678 页)。另一些学者则持相反的态度,Stulz (1994)等从经理人持股对接管市场的作用以及接管行为的潜在威慑进行了研究,认为经理人员持有大量股权能使绩效较差的公司免于接管市场的规制;公司的反接管措施(如“反接管修正”和“毒丸计划”等)为接管市场活动制造了较大障碍,接管作为一种公司治理机制,其有效性值得怀疑^[11](第 21-22 页)。国内学者白云霞、吴联生和徐信忠(2004)等对控制权转移与公司业绩关系的实证分析表明,控制权转移对公司业绩的影响不显著^[18](第 35-44 页)。

从内部实现机制的研究来看,上述学者虽然对董事会结构中独立董事或外部董事的比例与公司绩效作了大量研究,但从静态(董事会规模)上研究的多,动态(董事会规模的变化和董事人员自身的变化)上研究的少,更为鲜见的是从董事会中不同利益相关者团体的视角进行公司财务控制权的共同决策机制的研究;从外部实现机制来看,与国内研究相比,国外学者对控制权市场的研究较多,但都未能得出一致的结论。

(四) 公司财务控制权的价值

公司财务控制权价值是指在集中的所有权结构中因大股东对公司的控制而使投票权产生的经济价值。这一价值来源于控制的私有收益和公共收益两个方面。控制的私有收益是指不按照持股比例在所有股东之间进行分配,而只有大股东才能享有的收益。控制的公共收益是指在所有股东之间按照持股比例进行分配的收益。关于这一问题的研究主要集中于验证公司财务控制权价值的存在及度量方面。从现有的文献看,控制权价值的度量主要有三种方法^[19](第 83-89 页): (1)表决权溢价法。这是由 Lease McConnell and Mikelson (1983)提出的一种方法,适用于发行差别投票权股票的公司。基于传统财务理论的视角,他们认为具有相同剩余索取权的股票价格应该相同,如果具有相同剩余索取权,但具有不同投票权的股票价格有所不同,那么其价格差额就反映了控制权价值。这一方法的局限性在于:它间接假设交易公司的控制权私有收益与未交易公司的控制权私有收益是相同的,这有可能高估或低估公司控制权价值。(2)大宗股权交易法。这一方法由 Barclay & Holderness (1989)提出,适用于发生大额股权交易的公司。他们认为大额股票交易一般代表公司控制权的转让交易,在一个有效的市场上,股票市价反映了股东进入后所能带来的公共收益,因此大额交易价格与其公告后股票市价的差额就代表控制权价值,特别是控制的私有收益。该方法的问题在于其对公司控制权争夺发生的概率作出假设的前提下才可以用来度量公司控制权价值。(3)大小宗股权交易差异法。这是由 Hanouna 等 (2002)提出的,以控制权交易价格和小额股权交易价格的差额来衡量控制权价值的一种方法。该方法的局限性在于划分小额股权的标准较为主观。

Nenova(2003)对公司控制权私有收益进行国际比较后发现,较强的投资者保护可以有效地抑制大股东侵害小股东的行为,从而有助于降低控制权私有收益^[20](第 325-351 页)。Dyck & Zingales(2004)等人的研究结果进一步表明,会计准则和法律制度的执行力度与控制权价值显著负相关^[21](第 537-600 页)。在国内,施东辉(2003)等对我国上市公司的控制权价值进行的研究结果显示,中国上市公司的控制权价值(平均为 24%左右)稍高于国际水平,这种控制权主要来自于大股东对公司的“掏空”行为以及公司本身具有的“壳”价值。并进一步指出,公司盈利状况和现金流动性对控制权价值具有正向影响,而控制权竞争程度则对控制权价值具有负向影响^[19](第 83-89 页)。

就笔者涉猎的文献来看,关于公司财务控制权价值问题的研究,无论在研究对象、度量方法,还是变量选取上,还存在一定的局限性。此外,国内的相关研究主要集中于验证我国证券市场控制权私人收益的存在和影响控制权私人收益的因素,对于证券市场的法律制度究竟是否起到降低控制权的私人收益、保护中小投资者的作用的研究则尚未涉足。

三、几点启示

综述以上理论成果,对于我们合理安排国有公司所有权,从而完善国有公司治理结构,具有如下借鉴意义:

1. 经营者的控制权与剩余索取权要相匹配。Milgrom and Roberts(1992)认为,最有效的企业所有权安排一定是剩余索取权与控制权的对称安排,这种对称安排正是企业治理结构效率原含义。在目前我国国有公司中,政府凭借其控股地位,赋予了经营者很大的控制权,但是经营者却没有分享公司剩余。这两种权利对经营者的分配不匹配,致使经营者不承担风险,缺乏对企业做长期投入的内在动力和压力。也就是说,政府赋予经营者的控制权是一种“廉价的控制权”。要解决这一问题,按照现代企业控制权理论的逻辑,就必须把经营者的控制权同剩余索取权相匹配,使经营者真正承担风险。但要做到这一点,就必须对经营者实行股权激励机制。

2. 建立由共同治理和相机治理相结合的治理机制。按照利益相关者合作逻辑,在国有公司中建立共同治理机制主要包括两个方面:一是要在董事会中建立由股东董事制度、外部董事制度、银行董事制度和员工董事制度等构成的共同决策机制;二是要在监事会中建立由股东监事制度、银行监事制度和员工监事制度等构成的共同监督机制。在国有公司中建立健全相机治理机制主要包括股东的相机治理、债权人的相机治理和员工的相机治理,从而使公司的控制权能够依据公司的经营状况而相应地转移。通过在国有公司中建立由共同治理和相机治理相结合的治理机制来真正地改变政府凭借控股地位干预企业(即政企不分)的格局,从而提高国有公司的治理效率。

3. 把优化公司财务控制权安排与完善公司资本结构相联系。现代企业控制权理论认为,每一种融资工具实质上都是—种融资契约,控制权和收益权都是融资契约不可或缺的部分,特定的资本结构决定了特定的所有权安排。所以,完善国有公司的资本结构是优化国有公司财务控制权安排的重要方面。从现实情况看,目前国有公司的控制权安排不合理和治理结构不完善,其重要原因之一就是国有公司的资本结构不完善,而主要的不再是国有股权的比重过大。

[参 考 文 献]

- [1] 杨瑞龙,周业安. 企业共同治理的经济学分析[M]. 北京:经济科学出版社,2001.
- [2] 张维迎. 所有权、控制权与委托代理关系[J]. 经济研究,1996(9).
- [3] 周其仁. 市场里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. 经济研究,1996(6).
- [4] 张兆国. 中国上调公司资本结构治理效应研究[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004.
- [5] 李维安. 公司治理[M]. 天津:南开大学出版社,2001.

- [6] Holdemess C & D Sheehan. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations [J]. Journal of Financial Economics 1988 (20).
- [7] Hart O & J Moore. Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt [J]. Quarterly Journal of Economics 1998 (113).
- [8] 马连福. 股权结构的适度性与公司治理效率 [J]. 南开管理评论, 2000 (4).
- [9] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析 [J]. 经济研究, 2003 (2).
- [10] 汪 辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值 [J]. 经济研究, 2003 (8).
- [11] 于东智. 转轨经济中的上市公司治理 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002.
- [12] 周建波, 孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究 [J]. 经济研究, 2003 (5).
- [13] 谌新民, 刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究 [J]. 经济研究, 2004 (8).
- [14] Borokhovich Parmo & ni Trapa. Outside Directors and CEO Selection [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis 1996 (9).
- [15] Crutchley E Claire et al. An Examination of Board Stability and the Long-term Performance of Initial Public Offerings [J]. Financial Management 2002 (Autumn).
- [16] 于东智, 池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析 [J]. 经济研究, 2004 (4).
- [17] Martin M & J McConnell. Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover [J]. Journal of Finance 1991 (43).
- [18] 白云霞, 吴联生, 徐信忠. 资产收购与控制权转移对经营业绩的影响 [J]. 经济研究, 2004 (12).
- [19] 施东辉. 上市公司控制权价值的实证研究 [J]. 经济科学, 2003 (6).
- [20] Nenova T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis [J]. Journal of Financial Economics 2003 (68).
- [21] Dyck A & L Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. Journal of Finance 2004 (59).

(责任编辑 邹惠卿)

On Allocation of Corporate Financial Control

YANG Qingxiang

(School of Business, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, Hubei, China)

Biography: YANG Qingxiang (1972-), female, Lecturer, Doctoral candidate, School of Business, Huazhong University of Science and Technology, majoring in internal control and corporate governance.

Abstract: Corporate financial control is the core of corporate ownership. how to allocate corporate financial control is the crux of corporate governance. Corporate financial control should be arranged based on "the stakeholder theory". Influencing factors on allocation of corporate financial control include primarily ownership structure, liability financing structure and managerial incentives etc. To rationalize corporate financial control, we must match residual claim of manager with his control, establish cogovernance mechanism combined with contingent governance mechanism, combine perfecting allocation of corporate financial control with corporate governance.

Key words: corporate financial control allocation; benefits of financial control; system realization