

试论公司制企业产权结构的发展趋势

赵宇¹, 王艳霞²

(1. 西安交通大学 经济与金融学院, 陕西 西安 710061; 2. 河北师范大学 成人教育学院, 河北 石家庄 050016)

摘要: 公司制企业所有权与控制权的分离是一种分工现象, 通过分工, 实现了职业经理与投资者的有机结合, 提高了效率。另一方面, 分工又带来了额外的交易费用。由于技术基础和市场环境的变化, 所有权与控制权分离带来的分工经济已无法弥补由此造成的交易费用。企业制度变革成为必然趋势, 强化所有权对控制权的控制成为企业制度变革的基本方向。

关键词: 公司制企业; 所有权与控制权分离; 交易费用; 制度变革

中图分类号: F 112. 2

文献标识码: A

文章编号: 1000-5587(2004)05-0028-06

现代公司制企业是指由职业经理管理的多单位、多功能、跨行业、跨区域的企业。所有权与控制权的分离是现代公司制企业独特的产权安排。两权分离是一种分工现象, 通过分工, 具有管理才能而没有财产的职业经理与拥有财产而没有管理才能的普通股东结合起来提高了效率。另一方面, 分工又增加了交易, 带来了额外的交易费用。随着技术基础和市场环境的变化, 两权分离带来的效率优势逐渐被巨大的交易费用所湮没。20世纪60~70年代以后, 在美国钢铁、汽车、石油等成熟行业里, 现代公司制企业出现了衰退的趋势。

一、公司制企业及其所有权与控制权的分离

现代公司制企业是以大量生产与大量分配为原理的大型股份制企业。19世纪50年代以后, 铁路、电报、电话的发展, 为人类社会提供了迅速、高效安全和有保障的运输通讯服务, 开辟了前所未有的国内国际市场, 机敏的企业家意识到市场扩大带来的商机, 结合了大量生产与大量分配的现代公司制企业应运而生。

新的运输通讯工具保证了进出企业的原材料和成品的稳定性; 新的能源提供了不受自然条件限制的动力来源; 连续作业的机器设备代替了生

产过程中的手工操作。企业成为大量生产的企业。大量生产的企业面临着新的销售问题, 传统的批发商、自营商、代理人 and 零售商无法胜任这样的销售任务。大量生产的企业便向前结合进入销售领域, 建立起自己的遍布国内国际市场的销售分支机构。为了保证生产的稳定性, 大量生产的企业便向后结合进入采购领域, 建立了自己的采购分支机构。大量生产的企业在19世纪80年代通过纵向结合的战略发展成为多功能、多单位的公司制企业^{[1] (P403)}。

人类社会进入20世纪以后, 资本主义迎来了大公司时代, 公司规模不断扩大, 企业的建立、运营和发展所需要的资金是任何个人、家族和少数合伙人无法满足的。这些企业的发展有一种内在的要求: 股权占有的分散化。从1929年到1976年, 美国大约一半以上的公司私人持股比例下降了75%以上。1929年福特家族持有福特汽车公司的全部股票, 1976年持股比例下降到40.3%; 1929年梅隆家族持有海湾公司80%的股票, 1976年下降到7.6%; 1929年洛克菲勒家族持有美孚石油公司14.5%的股票, 1976年下降到0.9%; 杜邦家族1929年持有通用汽车公司32.6%的股票, 到1976年下降到8%以下。股权分散必然导致所有权与控制权的分离。贝利(Berle)在《没有

* 收稿日期: 2004-02-23

作者简介: 赵宇(1964-), 男, 河北景县人, 河北经贸大学经济系副教授, 西安交通大学经济与金融学院在读博士, 主要从事公司治理方向研究。

财产权的权力》一书中指出:“但是当股权已经分散,广泛分离,散播为各种比较小的股权的时候,除了在非常罕见的情况下,股东大抵是无法行使他那零星的权力的。实际上,他只能对通常是由经理部门提出的或偶尔由某个有力竞争集团提出的候选人投上一张委托代理选举票。最终的结果是,美国工业生产中各种不同单位基本上是由它们的董事会所控制的。股东的权力地位实际上是一个空中楼阁。”^{[4] (P56)}在现代公司制企业里,大多数分散的小股东不再出席股东大会,公司经理代替他们行使委托书权利。公司经理自行决定董事的候选人,再以委托书给予承认。因此,大公司里的股东很难更换掉经营不善的公司经理。经理人员的控制最终成为一种自行延续的寡头统治。

所有权与控制权的分离给现代公司制企业带来了巨大的交易费用,两权分离成为现代公司制企业的阿基里斯之踵。

二、两权分离所产生的交易费用

根据新制度经济学的理论,交易不是指物的交易,而是指产权的交易。产权是一个经济社会所实施的选择一种经济物品使用的权力,它是由人们对物的使用所引起的相互认可的行为关系^{[3] (P166)}。每一次具体的交易都涉及一项和约,和约签订后,就会在缔约双方产生全部或部分的产权转让。同一类和约的有机整体构成了经济社会特定的制度安排。股东将自己出资形成的资产使用权转让给公司经理,公司经理则把通过经营管理获取收入的部分权利转让给股东。交易是要花费资源的,因而是有费用的。交易费用是经济社会的普遍现象,是经济社会的决定因素。机会主义行为、资产专用性、信息和知识的不对称是决定交易费用的主要因素。

由所有权与控制权的分离产生的交易费用除了经济学界已阐明的委托人的监督费用、代理人的担保费用、剩余损失外,还包括以下几个方面:

(一) 股东与公司经理的利益冲突

古典的管家理论把所有者与经营者的关系说成是无私的信托交换忠诚关系。一方面,在没有任何抵押品的情况下,所有者将资产委托给信得过的管理人员进行管理;另一方面,管理人员顺从、忠实、无私地履行其职责。如果管家理论是正

确的,那么,即使存在着两权分离,股东与公司经理之间也不会产生利益冲突。然而,管家理论是以没有外部性、不存在信息不对称、交易费用为零等诸多假设条件为前提的,运用该理论对现代公司制企业进行分析是乏力的。在所有权与控制权分离的情况下,股东与公司经理的行为目标出现了分歧。

股东作为企业的所有者,是企业的投资者。股东的收益来源或者是股利或者是股票价格上升带来的资本收益。因此,他们追求的目标很明确,即公司利润或价值的最大化。

公司经理作为理性人,目的是使自己的效用最大化。决定公司经理效用函数的因素有报酬、闲暇、在职消费、企业规模等。在职消费包括豪华的办公设备、特殊秘书服务、公司专用直升飞机、费用账户等;企业规模可以从以下几个方面增加公司经理的效用:其一,企业规模的扩大通过增加公司经理控制的资源从而增加公司经理的权力;其二,一些经验研究表明公司经理的报酬与企业规模正相关;其三,在以晋升而非年终奖金作为酬劳中层管理人员的主要方法的公司里,存在着更为强烈的追求增长的组织偏好,通过组织规模的扩大,可以满足公司经理的增长欲望。公司经理的行为可以归结为在公司利润大于或等于某一最低水平的约束下,实现自己的效用最大化。这是一个典型的最优化问题。

从公司经理的效用函数和最优化行为可以看出,导致效用最大化的因素不一定促成公司利润最大化,为了效用最大化,公司更多的资源将用于低效率的或净现值为负的投资项目上。显然,利润最大化与效用最大化不能兼容。

股东与经理行为目标的差异使现代公司制企业充满了利益冲突。丹尼斯(Diane k. Denis)将其归结为三个方面:公司经理保持权力的愿望、公司经理的风险厌恶和自由现金流^{[4] (191~212)}。

第一,经理保持权力的愿望。如果合适的经理被安排到合适的岗位上,也就是说,如果公司经理是可以得到的经营管理企业最好的管理团队,那么,股东和公司经理之间就不存在利益冲突。但是,如果企业在其他管理团队的管理之下,企业价值可以增加的话,冲突就发生了。公司经理希望保持住他们的工作,而股东则希望更换掉现任

的管理团队。丹尼斯指出了公司经理被更替的两种情况:现任经理缺乏有效管理的意愿和能力;或者现任经理在过去是很好的管理团队,但现在不愿意或不能够适应变化了的环境。在任何一种情况下,股东和公司经理之间的冲突都会发生。

第二,公司经理的风险厌恶。对某一具体企业来说,股东和公司经理承担的风险是不同的。典型的股东都持有多样化的资产组合,股东所持有的某一企业的股份只占其财富的一小部分,如果企业破产或投资项目失败,这对股东的财富只会产生较小的负面影响。公司经理却不同。经理的人力资本是与某一企业紧密结合在一起的,而且这种人力资本具有很强的专用性。一旦企业破产或投资项目失败,公司经理比股东承担着更大的风险。风险承担的差异产生了在投资政策方面的分歧:股东偏好于一切净现值为正的投资项目,但经理更重视风险因素。对股东来说是有利的投资项目,在经理看来可能就是风险大而不宜投资的项目。

第三,自由现金流。詹森(Michael Jensen)对自由现金流以及股东和公司经理在自由现金流分配问题上所产生的利益冲突进行了经典的分析。根据詹森的定义,自由现金流是指为所有用相关资本成本贴现后具有正净现值的项目支付后剩余的现金流。对一个有效管理的企业来说,自由现金流必须分配给股东。但是,经理具有强烈的激励把自由现金流保留在企业内。因为,把自由现金流分配给股东就减少了经理所控制的资源,从而削弱了经理的权力,使经理更容易受到资本市场的监督^{[5] (P323-329)}。

(二)对股份公司基本原理的背离

股份公司是资本主义社会超越了蒸汽机和铁路的重大发明。股份公司把政治领域的民主原则移植到公司内部,对公司的重大问题实行一股一票,资本多数决议的原则,实现了经济民主;股东只对自己投资的部分承担责任,即股份公司实行有限责任制;上市公司必须具有充足的资本金和实行信息披露制度;公司对股东负责,为股东谋取最大利益。现代公司制企业的发展逐步背弃了股份公司的基本原理。

随着股权分散化的发展,大多数股东不再出席股东大会,出现了委托表决的认可。公司经

理通过收集股东的委托权即可支配股东大会的表决。而且,现代公司制企业可以通过控股公司的形式以少数的资金支配诸多的公司,其他股东则被排除于支配者之外,公司民主主义原则就这样冰消瓦解了。对于股权分散的大公司,出现了人人所有、人人没有的现象,公司具有不同于股东的独立的法人资格,具有超越股东利益的自身利益,并且,公司已成为国民经济构成部分的公共性机构,公司经理不仅要为股东的利益服务,还要考虑到相关利益者的利益。这样,股东主权的基本原则受到挑战。充足的资本金和信息披露是有限责任制得以认可的基本条件。但是,随着现代公司制企业的发展,资本金空洞化的现象屡见不鲜;信息披露方面也存在着严重的问题,如信息披露的真实性和准确性欠佳、信息披露的内容不规范、信息披露不充分和缺乏时效性等。如此,有限责任制被认可的基本条件逐渐被人们所抛弃。

对股份公司基本原理的背弃,导致了现代公司制企业内部矛盾丛生,使现代公司制企业的运行机制出现了功能性障碍。比如,对股东主权基本原则的背离,使公司经理不仅要为股东谋取利益,还要为公司员工、重要的供应商、客户、社区选民等相关利益者负责,这是一个非常棘手的问题,很可能产生对人人负责而又对人人不负责的结果。

(三)效率损失

最好的监督是行为者的自我监督。在两权分离的情况下,公司经理没有自我监督的激励去追求股东的利益。股东不可能设计出尽善尽美的制度安排,即使设计出这样的制度安排,由于得不到有力的执行和监督,制度也会失灵。因此,现代公司制企业的产权安排是低效率的。早在20世纪60年代,一些学者就对产权结构与企业效率的关系进行了经验研究,研究的结果支持了本文提出的观点。

约翰·谢尔顿(John Shelton)在1967研究了一家大型的全国性快餐饭店联号,母公司对菜单、配料、烹饪方法、桌椅摆设、服务、结账手续等方面具有详细的规定,整个经营过程实现了彻底的标准化。因此,各分店在产出和投入方面都完全相同,惟一的区别是所有权形式。一类饭店是由独立的特许经营人所有(所有者控制),另一类由母

公司派出的职业经理进行管理(公司经理控制)。在约翰·谢尔顿的抽样研究中,当饭店从经理控制转为特许经营人所有时,销售额上升了19.1%;当经理控制取代了特许经营人所有时,销售额下降了7.3%。由特许经营人经营的饭店,利润率是9.5%;而经理控制的饭店的利润率只有1.9%。特许经营人所有的饭店,每周平均利润为271.83美元;经理控制的饭店仅为56.81美元,相差478%。在特许经营人经营的29个饭店单元中,只有两个出现亏损;由经理控制的24个单元中,有11个出现亏损。另一项典型的经验研究是由蒙森、朱和库利(Monsen, Chiu and Cooley)在1968年进行的。这些研究者从汽车、飞机、电气、钢铁、工业机械和商用机械等12个制造业中各选取6家企业。在各个行业中,6家企业都是由3家所有者控制的企业和3家经理控制的企业构成。这72家企业的资料涉及从1952年到1963年,共计11年的时间。在这11年内,36家所有者控制的企业平均利润率为12.8%,由公司经理控制的36家企业的平均利润率为7.3%^{[6](P158~160)}。研究表明,在12个行业里,所有者控制的企业都比经理控制的企业经营得好。

对这种结果,最好的解释是不同的产权结构具有不同的激励机制,这种结果也证实了现代公司制企业两权分离的产权安排所固有的低效率性质。

实际上,现代公司制企业的产权结构所固有的低效率性质,一直受到经济学家的关注。早在18世纪,亚当·斯密就明确指出:“疏忽和浪费,常为股份公司业务经营上多少难免的弊端。”“所以,股份公司没有取得专营的特权,成功的固少,即使取得了专营权,成功的亦不多见。”^{[7](P303)}20世纪30年代,贝利和米恩斯(Means)就指出,现代公司制企业是一种站不住脚的组织形式。1976年,詹森和麦克林关于企业理论的经典论文发表后,学术界关于现代公司治理问题的研究已蔚然成风。詹森在对企业自由现金流代理问题研究的基础上表达了同样的观点,认为在成熟的产业里,现代公司制企业是不适宜的组织形式,以债务融资和私人股权融资的企业正在取代,将来会继续取代现代公司制企业。在日本,研究企业集团的著名学者奥村宏教授认为,20世纪后期,美国的现代公

司制企业滋生了“大企业病”,患有“不治之症”,正处于解体之中,21世纪会塑造出新的企业形态。山雨欲来风满楼。对于上述学者的具体观点,不论您同意与否,但有一点是明确的:公司制企业产权制度的变革已成为必然趋势。

三、寻求变革:一条风雨不归之路

20世纪80年代爆发了全球性的第四次企业并购浪潮,其规模超过了历史上的任何一次。在美国,从1981年至1989年,并购交易活动超过了22000次,10亿美元以上的兼并交易仅在1985年就达37次。1985年,通用电气公司并购美国无线电公司,创下了美国企业并购史上的新记录。在英国,在1985~1990年6年时间里,发生并购交易活动6309次,交易金额达948.17亿英镑,平均每次交易活动的金额达1052.8万英镑。在这次兼并浪潮中,新的交易方式如杠杆收购、管理层收购、股权回购、上市公司转为非上市公司(going private)等被普遍地用于多样化的并购活动之中。20世纪90年代以后的兼并浪潮中,兼并规模急剧扩大。1993年太平洋贝尔公司以294亿美元兼并了电信公司,1995年迪斯尼公司以190亿美元兼并了美国广播公司,1996年洛克希德-马丁公司以100亿美元兼并了洛拉尔公司。到了世纪末期世界范围内的企业兼并达到了历史性高潮。

20世纪80年代以来的企业兼并,一个重要结果是股票所有权的集中。Shleifer & Vishny发现,20世纪80年代初,《财富》500强中的456家公司,最大股东平均持股15.4%,前5大股东平均持股28.8%;Holdemess & Sheehan也发现美国几百家上市公司都有主要股东,对其他发达国家的研究也得出了类似的结果,波特等人在1998年进行的研究表明,在德国、日本、意大利甚至发展中国家,所有权都存在相当程度的集中。股权集中迎来了积极的投资者,包括杠杆收购合伙企业(LBO partnership)、企业家以及机构投资者等。这些积极的投资者持有公司大量的股票或债券,是公司董事会的成员,对公司经理进行监督,有时甚至亲自管理企业。积极的投资者在企业组织创新、制度变革方面进行了有意义的探索。

(一) 杠杆收购协会(LBO Association)

詹森认为杠杆收购协会是取代现代公司制企

业的一种制度选择。一个典型的杠杆收购协会由杠杆收购合伙企业、公司经理和机构投资者构成。与传统的联合企业一样,杠杆收购协会也拥有许多的公司或经营单位。詹森对杠杆收购协会的运行机理进行了详细的分析。在经理激励方面,杠杆收购协会更重视奖金的激励作用,把奖金与公司的自由现金流而不是与公司的会计收益相联系;杠杆收购协会具有更精简、更分散化的组织结构。世界上最大的杠杆收购合伙企业 KKR (Kohlberg Kravis Roberts)的总部只有 16 名专业人员和 44 名其他的雇员;杠杆收购协会更依赖于杠杆融资,普通公司的债务比率平均在 20% 左右,而对于 LBO 协会这一比率却高达 85%;对于其债权人和剩余索取者,杠杆收购协会具有明确的义务。杠杆收购协会的运行绩效是显著的,并给其股东带来了巨大的收益。通过杠杆收购,原来由分散的股东持有的公众公司变为由 LBO 的少数合伙人持有的公司。

(二)企业家的作用

企业家作为公司的大股东可以集中各种资源、投票力量对公司经理进行监督,建立股东委员会、股东顾问委员会等组织,这些委员会就像影子内阁一样,为股东提供独立的经济分析和不同的议程选择。20 世纪 80 年代以后,美国钢铁公司的发展历程很好地说明了企业家的积极作用。

20 世纪 80 年代早期,在激烈竞争的国际市场上,美国钢铁公司面临着市场份额下降的前景。在这样的情况下,像其他大公司一样,美国钢铁公司做出了多样化经营的决策。1982 年收购了马拉松石油公司 (Marathon Oil); 1986 年又收购了得克萨斯石油和天然气公司 (Texas Oil & Gas), 并将公司更名为 USX。到 1986 年底,USX 公司 120 亿美元的收益中,70% 以上的部分来自能源公司,只有不足 30% 的部分来自传统的核心产业。然而,事实证明多样化经营战略是不成功的。多样化导致公司股价骤然下跌。公司的现状引起了著名的企业家、公司投资人 Carl Icahn 的关注。1986 年 10 月,Carl Icahn 已持有 USX 公司 11.4% 股份,并试图以每股 31 美元的价格对公司进行收购活动,但遭到了公司经理的拒绝。1990 年春,Carl Icahn 发起了争夺代理权的活动,要求公司经理将 USX 分立并把公司的钢铁部门

给予股东。最终,Carl Icahn 又以失败告终。1990 年 11 月,Carl Icahn 发起成立了 USX 公司股东促进委员会,该委员会由有关 USX 公司的结构、战略和治理的 4 名专家组成。委员会成立以后,对 USX 公司的财务和战略进行了详细的分析,并将公司的经营和财务政策与石油和钢铁产业里的同行进行了比较。在 USX 公司股东促进委员会的促进下,USX 公司最终于 1991 年初公布了它的重组计划。在该计划下,USX 公司将就其石油和钢铁部门发行独立的、不同的股票,各部门独立经营,各经营单位的股东对资产的处置具有最终的发言权。USX 公司发展的结果与 Carl Icahn 发起争夺代理权活动的初衷是一致的。

(三)机构投资者的崛起

战后初期,美国机构投资者的持股比例仅有百分之十几,70 年代中期达到 30% 左右,80 年代上升到 40%,90 年代以后,机构投资者持股比例首次超过个人股东。1995 年,在美国,机构投资者所持有的大公司的股票已经超过 50%。养老金、人寿保险、投资信托等机构在企业大股东中占据着前列位置。股权的集中使机构投资者不可能像分散的小股东那样作为被动的、用脚投票的投资者。因为,机构投资者持有的股权越多,廉价出售遭受的损失就越大,而且,持有的股权越多,可替代的投资机会就越少。由于退出成本很高,所以,机构投资者更像所有者,致力于对公司经营活动的监督,并试图改变企业的组织控制结构。

积极的投资者的探索活动,其意义不在于能否为我们提供一个可以取代现代公司制企业的具体企业形态。制度创新是一个复杂的、长期的试错过程。这种探索活动给我们以启迪:即企业制度变革的方向是所有权与控制权的统一,是加强所有权对控制权的控制。但是,这种统一不是简单地回归到个人企业中所有权与控制权的统一,所有权与控制权结合的具体形态是在变革的实践中诞生的。

四、结论与启迪

历史上第一家由职业经理管理的现代公司制企业产生于 19 世纪 50 年代美国的铁路运输业。在此后大约一个世纪的时期里,现代公司制企业一直是美国经济进步的主要发动机。但是,随着

经济全球化、技术信息化、需求个性化的发展,流水线标准化大量生产与大量分配的基本原理具有了极大的局限性,大规模定制的生产模式已初露端倪。所有权与控制权的分离带来的分工经济已经无法弥补其巨大的交易费用。20世纪80年代的企业兼并浪潮,是一场寻求变革的革命。未来具体的企业形态不是学者在象牙塔里杜撰出来的,它是长期演进和试错过程的结果。但是,从已有的变革活动中,我们可以把握未来变革的方向——所有权与控制权在新的历史条件下的统一。

西方发达国家公司制企业制度变迁和发展的历史过程,为我国企业制度改革提供了宝贵的经

验。从20世纪70年代末开始,概括地讲,我国企业制度改革经历了放权、让利和建立现代企业制度三个不同的改革时期。公司制企业是现代企业制度中典型的企业组织形式。由于国有资产产权的特殊性,国有企业在股份制改造中出现了严重的“内部人控制问题”,即所有权与控制权相分离。如何加强国有企业所有权对控制权的控制,实现所有权与控制权的统一是国有企业改革的关键问题。20世纪80年代以来西方国家企业制度变革的实践对我国现代企业制度的建立具有启迪意义。

参考文献:

- [1] 小艾尔弗雷德·D·钱德勒. 看得见的手——美国企业的管理革命[M]. 北京: 商务印书馆, 1987.
- [2] A·A·贝利. 没有财产权的权力[M]. 北京: 商务印书馆, 1962.
- [3] 科斯等. 财产权利与制度变迁[M]. 上海: 上海人民出版社, 1994.
- [4] Denis, D. K. Twenty-five years of corporate governance research and counting [J]. *Review financial economics* 2001,

(10).

- [5] Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover [J]. *American Economic Review*, 1986, (5).
- [6] 罗杰·朗茨. X 效率: 理论论据和应用[M]. 上海: 上海译文出版社, 1993.
- [7] 亚当·斯密. 国民财富的性质与原因的研究[M]. 北京: 商务印书馆, 1974.

[责任编辑 许婉璞]

The developmental trend of the property structure of the corporations

ZHAO Yu¹, WANG Yan-xia²

(1. School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi 710061, China;

2. College of Adult Education, Hebei Normal University, Shijiazhuang, Hebei 050016, China)

Abstract: The separation of ownership and control is a sort of distribution of labor forces which witnesses the combination of professional managers and investors and the increase of efficiency. However, the distribution of labor forces has led to extra transaction cost, which cannot get compensated due to the change of technology and marketing circumstances. This is the trend of transforming of the corporations in perspective of the property structure. Likewise, strengthening the control of ownership over control has become the basic orientation in the transformation of corporations.

Key words: corporation; the separation of the ownership and control; transaction cost; the transformation of systems