

Yuelu Management Review



Research on the Configuration of
Firm's Financial Rights

企业财务控制权 配置研究

杜晶 著

湖南大学出版社

国家自然科学基金/面上项目（71172195）

湖南省软科学项目（2010ZK5004）

湖南大学青年教师科研创新扶持重点项目（11HDSK208）

国家博士后科学基金第52批面上资助（2012M521222）



企业财务控制权 配置研究

Research on the Configuration of
Firm's Financial Rights

杜晶 著



Yue Lu Management Review

湖南大学出版社

内 容 简 介

本书结合规范和实证的研究方法,以现代企业的契约理论对企业控制权的研究为起点,通过对控制权内涵的多方面解读,并结合现有财务理论研究,明确界定了财务控制权的概念,并对其科学性和合理性进行了论证;然后从理论和现实层面分析了动态的财务控制权配置问题,以财务的视角剖析了每一机制对财务控制权配置产生的正向效应与反向效应;最后,以财务信息质量和企业价值作为效率变量,分别运用 Logistic 和 2SLS 回归方法实证检验了各种配置机制对财务信息质量与公司价值之间的关系,并讨论了中国上市公司财务控制权配置中存在的主要问题。

图书在版编目(CIP)数据

企业财务控制权配置研究/杜晶著. —长沙:湖南大学出版社, 2014. 3

(岳麓管理论丛)

ISBN 978 - 7 - 5667 - 0620 - 1

I. ①企… II. ①杜… III. ①企业管理—财务管理—研究
IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 047127 号

企业财务控制权配置研究

QIYE CAIWU KONGZHIQUAN PEIZHI YANJIU

作 者: 杜 晶 著

责任编辑: 陈建华 责任校对: 全 健 责任印制: 陈 燕

印 装: 长沙瑞和印务有限公司

开 本: 710×1000 16 开 印张: 9.5 字数: 187 千

版 次: 2014 年 4 月第 1 版 印次: 2014 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5667 - 0620 - 1/F · 364

定 价: 30.00 元

出 版 人: 雷 鸣

出版发行: 湖南大学出版社

社 址: 湖南·长沙·岳麓山 邮 编: 410082

电 话: 0731 - 88822559(发行部), 88821327(编辑室), 88821006(出版部)

传 真: 0731 - 88649312(发行部), 88822264(总编室)

网 址: <http://www.hnupress.com>

电子邮箱: presschenjh@hnu.edu.cn

版权所有, 盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错, 请与发行部联系

总 序

总结和探索理论是学者们不可推卸的责任和使命。理论来自实践,又高于实践。我国上下五千年的灿烂文化,为世界奉献了儒家、道家和法家等意义深远的管理思想;前无古人的改革开放,我国管理科学界大量引入国外(特别是发达国家)科学管理的思想、方法和技术。管理的范围非常广泛,简言之,无非是管人、管财、管事,说到底关键就是管人,而在管人模式上,人类社会经历了“人治人”、“制度治人”和“文化治人”三部曲。我国自从搭上改革开放的“快车”后,用较短的时间和较低成本完成了“人治人”向“制度治人”的转变,有的企业甚至踏上了“文化治人”的新征程。所有这些均为我国管理学界的科学研究提供了大有作为的舞台。管理学论著应该是集中反映学者们理论研究成果的直接载体,其中中青年学者的论著尤显活力,更能体现科学研究薪火相传。更重要的是,这些论著很可能成为评价我国现有管理实践和预测未来管理实务的重要指南。

本此初衷,湖南大学出版社策划出版“岳麓管理论丛”,将管理学领域中具有创新思想和较高理论水平、能在一定程度上填补管理学理论空白并与现实需要贴近、对实务操作有一定指导意义的管理学领域的理论著作收录进来,旨在弘扬管理理论创新,服务管理实践,活跃学术气氛,进一步促进中国管理学研究向纵深发展,进一步为管理创新推动经济社会发展贡献管理学者的聪明才智。

我们主张出版这套“岳麓管理论丛”应该实现以下功能:

其一,总结和反映中国管理学研究的最新成果。三十多年的改革开放和市场经济建设,为管理学者提出了若干具有中国特色的重大管理问题,也激发了中国管理学者的研究热情。中国大学逐步强调素质教育、特色教育和创新教育,又为中国管理学者创新性地研究创造了前所未有的好的生态环境。论丛立足于反映中国管理学研究的最新成果,在选题上紧紧围绕中国经济转型过程中出现的重大管理学理论和实际问题,研究原则上秉承经世致用的胸怀、实事求是的态度、敢为人先的勇气,使用“以我为主、博采众长、融合提炼、自成一家”的研究思路,几经推敲,付梓出版。

其二,全面、系统地反映管理学理论与实务的研究进程。综观我国近年来管

理学理论与实务发展,很难用一句话来概括,学术界的评价也褒贬不一,相持不下。即使在工商管理学这个一级学科究竟应该包括哪些二级学科,目前都争论激烈,更不用说细化到管理学某个特定领域、特定方向或特定问题上了。管理学是一门有史,有论,有自己独特的对象、方法与技术且包罗众多分支学科的庞大的知识体系,而且管理学又是一门实践性很强的科学,实践不断为管理学提出新的课题,一两本论著,难以道其万一;出本合集,难免只见树木,不见森林。因此,出版以中国管理问题为主要研究对象的“岳麓管理论丛”不失为良策,可以使我们动态地综观中国管理学研究与实践的全貌。

其三,活跃我国管理学理论研究,为管理实践提供智力支持。著书立说不是学者们的最终目的,学者们著书立说的最终目的是希望在自由探索基础上形成的观点、学说和发现等成果,能启发读者思考、诱发读者争鸣。可以说,如果一部著作能成为读者重大决策的重要依据,那将是对著作者呕心沥血最大的回报。可惜的是,目前的管理学学术界争鸣之声稀缺,古人云“道不辩,不明”,愿“岳麓管理论丛”的问世,能促进管理学界的“百花齐放”、“百家争鸣”!愿“岳麓管理论丛”推崇的管理创新能像科技创新、金融创新一样成为推动经济社会向前发展的强劲动力!

岳麓管理论丛编委会

2012.03.19

前 言

企业内部的权力安排一直是影响企业效率的直接原因,也是经济学家和企业家在变幻莫测的市场经济中希望探寻其规律的问题。从理论层面看,企业契约理论的兴起掀起了世界范围内对企业控制权的研究热潮。不过,多数研究都局限于经济学范畴,较少涉及对企业控制权的财务视角探讨。同时,财务学研究也陷入困境,人们一味强调操作技术和方法,忽略了这些技术和方法下所隐藏的权利问题。从现实层面看,近 20 年来发达国家的企业接管浪潮、明星公司不断曝出的财务丑闻,以及全球经济环境的改变等原因也在客观上造成了人们对企业财务控制权的关注。在我国,企业在强制性制度变迁条件下所形成的财务控制权配置依然存在诸多不足。因此,本书以“财务控制权”作为连接企业理论与财务理论的桥梁,并以我国上市公司为例,试图在企业财务控制权问题之中寻找进一步提高我国企业效率的有效途径。

本书共 6 章,第 1 章为绪论;第 2~5 章侧重于理论分析,旨在探索其中的一般规律性逻辑,试图构造一个关于企业财务控制权研究较为完整的规范性理论框架和分析脉络;第 6 章则是基于以上理论分析,利用中国上市公司数据进行的实证检验。

本书在已有研究的基础上,对企业财务控制权配置问题进行了研究,力图在以下几个方面有所创新:(1)将现有文献中从企业某一局部出发和运用的控制权进行归纳和抽象,在与公司财务理论结合的基础上,明确界定了企业财务控制权内涵,将研究基石提升到经济学高度。(2)本书以财务视角分析了影响企业财务控制权配置的主要因素,并从正、反两方面考察企业财务控制权现实运作过程中对财务决策和效率的影响,为寻找理论上的最佳配置点提供了基本分析思路。(3)本书通过统计部分上市公司财务控制权初始配置情况,研究了权利初始配置对节约纠正性交易的重要性。(4)本书认为,财务控制权配置机制不但内生性地影响公司效率,而且它们之间存在着互补和替代关系,并运用 2SLS 回归进一步检验了其对企业价值的总效应。结果表明,各种配置机制之间的依存关系确实存在;企业价值依赖于一系列配置机制的共同效应,而不是依赖于某种单一机

制；同时，本书发现财务控制权配置对财务信息质量和企业价值这二者所发挥的作用非常相似，这对于说明企业财务控制权配置的现实运作效率问题更有说服力。

本书是在我博士论文的基础上修改而成的。感谢我的导师伍中信教授在本书的构思拟定、布局谋篇和论点润饰上给予了深刻而细致的指导。

由于作者水平有限，本书错漏缺点在所难免，衷心希望读者批评指正。

杜 晶

2014 年 2 月

目 次

前 言

第 1 章 绪 论

- 1.1 研究背景与研究意义 1
- 1.2 国内外研究现状 4
- 1.3 内容安排与主要创新 10

第 2 章 企业理论与控制权

- 2.1 新古典经济学与企业控制权 14
- 2.2 企业契约理论与企业控制权 15
- 2.3 企业控制权解读 23

第 3 章 企业财务控制权的基础理论研究

- 3.1 企业财务控制权溯源 30
- 3.2 企业财务控制权:概念界定与辨析 34
- 3.3 企业治理、财务治理与财务控制权配置 37

第 4 章 企业财务控制权配置的理论分析

- 4.1 企业财务控制权配置的依据:谈判力 42
- 4.2 企业制度与企业财务控制权配置 51
- 4.3 我国企业财务控制权配置的历史演变与初始配置现状 55
- 4.4 企业财务控制权配置的特征 60
- 4.5 企业财务控制权配置机制 65

第 5 章 企业财务控制权配置的现实运作

- 5.1 经营者激励与企业财务控制权配置 70
- 5.2 董事会与企业财务控制权配置 76
- 5.3 股东与企业财务控制权配置 79
- 5.4 债务融资与企业财务控制权配置 84

5.5 控制权市场与企业财务控制权配置	89
5.6 产品(要素)市场、经理人市场与企业财务控制权配置	92
第 6 章 企业财务控制权配置效率的实证检验	
6.1 企业财务控制权配置与财务信息质量的实证检验	94
6.2 企业财务控制权配置与企业价值的实证检验	108
6.3 两个实证结果的比较	130
6.4 结论与启示	132
结 论	134
参考文献	136

第1章 绪 论

1.1 研究背景与研究意义

资源的稀缺性必然导致人们对权利的关注，这种关注从国家治理到企业治理，从外部治理到内部治理，从社会学到经济学，涉及面很广。早在亚当·斯密时代的经济学者就意识到了现代企业的基本命题——所有权和经营权的分离而产生的代理问题，也正因为如此，亚当·斯密预言股份公司这种企业制度是不可能发展起来的。然而，在现代经济中占有最重要地位的公司制企业的发展却成功地驳斥了这个观点。但是，公司制是把双刃剑，在给人类带来巨大财富的同时，它的弊端也在逐步显现。究竟如何安排现代企业的权利，才能使其持续、健康地发展？从1932年Berle与Means的《现代公司和私有产权》著作出版以来，公司控制权及其与公司绩效的关系就成为理论界和企业界所关注的核心问题之一。

1.1.1 财务学的困惑

在20世纪50年代以前，财务学基本上作为应用经济学的组成部分。一般认为，50年代财务学在证券组合理论与资本结构理论研究方面所取得的突破性进展标志着现代财务学的产生。从财务学的发展来看，其关注的核心都是企业财务效率的提高，财务控制也被解释为财务人员（部门）通过财务法规、财务制度、财务定额、财务计划（目标）等对资金运动（或日常财务活动、现金流转）进行指导、组织、督促和约束，确保财务计划（目标）实现的管理活动，并且通常将它作为财务管理的重要环节或基本职能，与财务预测、财务决策、财务分析与评价一起成为财务管理系统或全部职能。然而，近年来，伴随着经济全球化和竞争的不断加剧，企业的生存环境更加复杂多变，各利益主体的心态和目标也在不断地调整，企业行为的财务控制能力趋于弱化。

在世界范围内所发生的一连串财务丑闻事件证明现代财务控制在保证财务信息真实性和实现财务目标方面存在重大缺陷。在国内，银广夏、中天勤、亿安科技、蓝田股份等上市公司的会计造假，使得一些上市公司“金玉其外、败絮其中”，带给投资者的是零回报甚至是负回报，极大地动摇了投资者的信心。另一些企业虽然规模较大、内部控制制度相对健全，但是同样也存在着利用改制、改组、拍卖、租赁担保等手段侵吞企业资产、中饱私囊等现象和严重损害中小股东利益等行为。即使在美国这个企业控制制度相对完善的国家，安然公司、环球电信、泰科、世界通信、施乐等一系列明星公司也曝光了重大财务黑幕，这一系列事件的发生并非是完全孤立或偶然的現象，而是显现出了企业内、外部财务控制机制的危机和弱化。由此，人们不禁对现有财务控制制度的效果和效率产生了疑问和反思，并且开始重新认识和审视现代社会及企业的诚信问题及其产生的根源所在。

对财务学发展轨迹的追溯也许可以使我们了解现代财务学的存在状态。早在古巴比伦时代（公元前 1800 年），人们在交易中就已运用了诸如复利等财务方面的知识，但财务作为公司的关键业务活动的出现则是近代的事。当时，许多美国公司通过增加资本、兼并、联合等活动成立了许多大公司。现实要求研究诸如兼并、联合以及为扩充资本而发行股票、债券等问题，这样公司财务作为一门学科便应运而生。1929～1933 年的大危机也对公司理财这门学科产生了深刻的影响，面对许多公司清理歇业、破产倒闭，公司财务的主要任务转向侧重于研究公司的盈利能力、公司改组、清理和证券市场等问题。战后又进一步转向分析投资机会、有效利用资产、探索各种最优化解决策方法等。20 世纪 60 年代后，开始运用计算机建立各种数学模型来研究财务问题。七八十年代后，又提出了有效市场、期权定价等理论和概念，使这门学科更富系统性、理论性，作为一门学科更加完善。1990 年 10 月，瑞典皇家科学院宣布将 1990 年诺贝尔经济学奖授予 3 名美国经济学者，他们是纽约市立大学 Harry M. Markowitz、斯坦福大学的 William F. Sharpe 和芝加哥大学的 Merton Miller，以“表彰他们将现代应用经济理论用于公司和金融市场研究及在建立金融市场和股票价格理论方面所做的开拓性工作”，从而使公司财务更加引起了广泛的重视。

纵观以上财务学的发展轨迹，经济学者一直使用一个隐含的重要假设：企业是事先存在的，企业财务是伴随企业而来的。这样，他们对企业财务的形成及其相关利益主体之间的财务关系的研究基本上不涉及，对契约的形成过程及其制度环境也关注很少，使财务学关注的视角仅仅局限于企业具体财务经营活动与一些“操作性的技术和方法”，我们能从财务学书本上学到的也仅仅是财

务的管理手段、计量方法、基本流程等，似乎财务就是一门简单的、关乎计量的业务活动，那些导致这些业务活动发生的、复杂微妙与不断变化的因素和对“社会人”等涉及经济本质问题的研究与财务学无关，这种对财务学的社会属性避而不谈却过分夸大其经济属性的结果似有舍本逐末之嫌。实际上，影响公司财务运作效率的关键性因素，并不是财务的技术与方法，而是公司制度，包括公司自身的产权结构以及与此相关的权利在公司内部的配置结构等，合理的制度与权利安排才是治本之举。

1.1.2 公司治理的反思

企业是现代经济的载体，是一国国民经济的支柱力量，它们的运行状况影响着一国乃至世界的经济增长与发展。我们可以从两个方面来理解企业的本质：首先，从社会生产的组织形式上看，企业是一种特定的分工形式；其次，从社会经济的产权结构看，企业表现为一种特殊的权利分配形式。这种权利分配形式既涉及股东和经营者之间的委托代理关系的确立，也涉及两者之间的权力和利益的分配。基于控制权机制的总体企业制度——公司治理问题，自20世纪80年代进入人们的研究视野以来，到现在已经形成了一种全球化的公司改革运动。公司治理问题不仅关系到单个公司与个人，是企业市场竞争中生存和发展的关键，而且与各国综合国力和经济竞争力密切相关，关系到金融体系的稳定、经济的增长、全球资本的配置，从而最终影响到整个社会的财富与福利水平。良好的公司治理机制是现代市场经济和证券市场健康运作的微观基础，对经济和金融的稳定与发展具有重大意义。

近年来，公司控制权问题更是受到了广泛的关注。究其原因，一方面在于发达国家不断出现公司治理的丑闻。从西方国家最近发生的丑闻看，几乎都与这些公司的创始人或CEO、CFO有着直接关系。由于美国企业的股权分散，出资人的概念模糊了，权利过分集中到高层管理者手中，致使企业内部的权利制约和平衡遭到破坏，高层管理者成了事实上的委托人。如在安然事件中，少数企业的高层经理人员不仅隐瞒了公司的巨大亏损，而且早在事件败露前大量抛售手中持有的本公司股票，将损失转嫁给不知内情的投资者。人们更进一步意识到，公司的控制权机制并不会自动地、天然地发挥作用，如果没有良性的运转机制和与之配套的约束机制，失去制衡的企业高层经理们有可能严重危害公司的健康发展。另一方面在于世界经济环境的重大变化。过去二十年世界范围内的私有化进程逐步加快，养老金改革、私人储蓄的急剧增加，资本市场的自由化和一体化等原因也客观上造成了人们对公司控制的关注。包括经济学家

在内的研究者也想从公司控制问题本身之中寻找公司治理失效的原因，并寻求解决问题的办法，以此提高公司绩效，实现股东价值的最大化。因此，以新的角度重新审视公司治理中的控制权问题是必要的。

与很多国家主要是由于股权高度分散导致股东对管理层缺乏约束而外部监督机制不完善所造成的公司治理的问题不同，我国的公司治理非常特殊，包括一股独大、法制环境不健全、上市公司大部分为国有控股企业而可能导致“所有者缺位”等，这些特殊情况形成的治理现状是：股权相对集中，由于国有股代理人缺位的客观事实使得国家对企业的控制减弱，而形成了内部人控制的现象。企业经营者的道德水平成了决定企业命运的最后防线，公司董事会和监事会出现了不同程度的边缘化。同时，信息不对称、人才市场尚未形成、中介市场发展不完善和并购市场的缺乏都使得公司治理和控制较低的水平上运行。但是我国治理现状带来的经济后果却与其他国家很相似：都是由于缺乏合理的控制权配置机制，使得控制权在股东和经营者之间的安排无效率，出现了企业主要利益相关者滥用控制权的行为而损害了其他利益主体的利益，妨碍了企业目标的实现。

1.1.3 研究意义

本书选取“财务控制权”这个隐藏在“价值”背后的更为抽象、更为实质的带支配能力的根本性力量作为研究的核心，在已有的国内外相关研究基础上，从财务层面剖析公司控制，试图寻找我国企业现有控制机制发挥作用非常有限的制度根源，以实现公司控制权配置过程中价值控制与关系控制的统一；同时，本书也试图以“财务控制权”为纽带，为财务理论与公司治理理论的契合搭建一座桥梁，在一些研究的欠缺之处做出努力、尝试和补充。这两点应该将是本书研究的主要意义所在。

1.2 国内外研究现状

将财务控制权的概念直接提炼出来运用于企业财务学的研究领域，在西方并不多见，这与西方学者对公司财务的定义和理解有关。西方财务学首先就宣称是在公司财务经理（Financial Manager, Vice President of Finance, Treasurer）层次上，研究如何进行财务管理问题。美国 J. 费雷德·韦斯顿和托马·E. 科普兰所著的《管理财务学》（1992）中的第一句就是：“财务学可用财务经理的职能

和责任来确定其定义。”这意味着西方财务学的研究重心是财务经理层次上的财务管理,即所谓的“专业财务”,这是在企业组织结构中第二个层次上讨论财务管理,在该层次上的财务主要是企业财务决策的执行性问题,其管理的直接目标是确保公司正常的现金流转,是整个企业财务控制权配置运行机制中的一个组成部分。本书主要研究的是公司主要利益相关者之间财务关系的协调和公司重大财务事项的决策问题。因此,本书的文献综述也将从这一层次上展开。

1.2.1 企业理论中的控制权研究

1.2.1.1 控制权的归属

1. 剩余控制权与剩余索取权的对应关系

尽管不同学者对剩余索取权和剩余控制权决定企业所有权的观点有不同的认识,但实际上都没有否认二者之间的相互联系。普遍的关于企业控制权安排的研究都认为剩余控制权与剩余索取权应该统一,二者相互对应地分布于企业同一主体,这是企业效率最大化的本质要求,否则就会造成对签约各方激励约束机制的扭曲:有收益权而无控制权时,人们会使个人的收入最大化而不考虑资源配置的最优;相应地,有控制权而无收益权时,人们不会做出最佳决策以便使企业总收益最大化。Alchain&Demsets (1972)的“团队生产”理论、Holmstrom (1982)的“预算平衡”理论论证了让监督者和委托人享有剩余索取权的理论逻辑;Grossman&Hart等人则从合同的不完全性出发强调剩余控制权安排的重要性。此外,Aghion&Bolton (1992)从企业融资的角度、Blair (1995)从风险承担者与风险制造者相对应的角度、巴泽尔(1997)从人力资本属于主动性资产的角度以及Jensen&Meckling (1999)从企业知识结构的角度出发,都指出,决策权(剩余控制权)的安排应该给予拥有剩余收益的要素所有者。

2. 企业控制权的安排

企业控制权在企业众多的利益相关者之间应该如何分配,分配依据的标准是什么,哪些主体应该占主导地位等问题一直是争论的焦点。

(1) 由非人力资本单独拥有企业控制权。早期企业理论从各自视角论述了企业经济活动中契约的不完全性与企业制度的关系,但他们几乎众口一词:只有将企业控制权交给资本家的契约才是有效率的。这种观点至少从Knight (1921)^[1]开始已经成为经济学者理解全部企业制度的一把钥匙。Hart (1990, 1995)从资产专用性的角度论述了古典企业的情形,他指出,剩余控制权与剩

余索取权是高度互补的,它们的分离将导致套牢问题,且在有些情况下它们的分离根本行不通,并将导致公司控制权市场的无效率,故把它们配置给同一个人是合理的。只有把两者结合起来,才能使控制权配置机制更好地运行。Putterman (1993) 还进一步指出,尽管存在所谓的所有权和控制权的分离,但是终极控制权始终在股东手中,也必须由股东拥有^[2]。Alchain & Demsets (1972) 也从“团队生产”的角度对此进行了论证。我国学者张维迎 (1996) 从人力资本与其所有者的不可分离性出发,认为人力资本与其所有者容易“偷懒”,因此需要激励或监督,而非人力资本的可抵押性意味着它是一种“抵押品”,容易受到“虐待”,是企业风险的真正承担者,也应拥有企业控制权^[3]。

(2) 由人力资本所有者与非人力资本所有者共同分享企业控制权。随着知识经济的到来,人力资本的重要性日益凸现,因此物质资本所有者的单边控制遭到了质疑和反对。Blair (1995) 认为,经理、员工都是企业专用性资产的投资者,承担了企业的风险,也应与股东一起分享企业所有权^[4]。巴泽尔 (1997) 以人力资本属于企业“主动性资本”的视角来说明其拥有企业控制权的合理性,他形象地表述为“决定所有权最优化配置的总原则是:对资产平均收入影响倾向更大的一方,得到剩余的份额也应该更大”^[5]。杨小凯和黄有光 (1993) 建立了一个关于企业一般均衡的契约模式,即“间接定价理论”。他们认为,把那些“不可能触摸的知识财产”卷入分工的方法就是对它们实行“间接定价”,即让这些资产的所有者领取“分工经济”的剩余。因此,管理专家拥有剩余权是企业的最优选择^[6]。Aghion & Tirole (1997) 的模型指出了经理人在决策中的信息优势。股东虽然对一些决策拥有名义控制权,而经理人却拥有实际控制^[7]。Burkart, Gromb & Panunzi (1997) 的模型揭示了经理人拥有实际的控制权时的决策过程^[8]。Rajan & Zingales (1998) 认为权利不只是来自物质资本所有权,因此企业并不能够完全由非人力资本所决定,特别是那些人力资本已经成为企业存在和发展的关键性要素的新型企业中。在新型企业中,决定企业存在和发展的关键要素是具有不可让渡性的人力资本,这就决定了物质资本所有者不再居于企业主导地位^[9]。另外,不少学者也指出包括企业员工和经理在内的许多当事人都是为企业进行了专用性投资,同样面临被“套牢”的风险和承担着企业的经营风险,所以企业应该实行“利益相关者”的共治理,分享企业剩余控制权和剩余索取权。如 Klein (2000)^[10]、Coase (2000)^[11]、Freeland (2000)^[12] 等人关于 GM-Fisher 收购案例的争论,说明人力资本专用性在企业控制权的分配中起到了巨大作用。Tirole (2001) 提出了一个生产过程的组织模型来分析控制权的分配对利益相关者团体总福利水平的影响^[13]。Maskin & Tirole (1999)^[14]、Hongbin Cai (2003)^[15] 等人的模型证明

了共同分享剩余控制权对专用性投资的激励作用。

我国学者周其仁(1996)、杨瑞龙和周业安(1997, 1998)、方竹兰(1997)、陆维杰(1998)、洪智敏(1998)等人也从不同的角度论证了企业所有权应该由人力资本所有者拥有的理论逻辑。总之,现代企业是由人力资本和非人力资本共同组合而成,契约集合的本质要求企业控制权必须在这两类生产要素投入者之间进行分配。

1.2.1.2 控制权的配置机制与配置效率

最优的控制权安排能够实现企业契约目标,达到企业价值最大化。关于控制权配置与企业价值关系的研究应追溯到 Berle&Means (1932),自此之后,企业控制权机制如何设置以及控制权结构与经营绩效之间的关系就成为经济学家经常讨论的话题,并进行了较多的理论与实证研究。另外,信息质量的高低是影响企业契约目标实现与否的重要因素,特别是财务信息。合理的企业控制权配置将通过向企业的利益相关者提供较高质量的财务信息来减少代理成本的产生,并最终影响到企业价值。因此,关于控制权机制和企业财务信息质量之间的关系研究也从未间断。对于这两个问题的综述,我们拟在本书的第6章展开。

1.2.2 财务学理论中的控制权研究

1.2.2.1 资本结构与控制权

资本结构的控制权理论开始于20世纪80年代末。Harris&Raviv (1988)以及 Stulz (1988)三位学者首先推动了这个方向的研究。他们都是从讨论企业控制权的最优分配出发,得出一定的控制权分配结构,然后再联系企业的资本结构,即选择一定的资本结构来对应前面的控制权结构。所不同的是,两个模型在目标函数上有着一定的差异。Harris&Raviv 模型是以使经理人的期望效用最大化为目标来得出最优的控制权结构^[16],而 Stulz 模型是以使被动投资者的期望收益最大化为目标来得出最优的控制权结构^[17]。

Aghion&Bolton (1992) 则通过引入不完全契约观点,将控制权理论的研究又大大地推进了一步。Aghion&Bolton 认为,对于契约中没有明确规定的场合,控制权如何分配就显得尤为重要。公司治理的一个很重要的方面就是控制权如何分配,或者公司内部的控制权按照怎样的规则进行分配,而选择怎样的资本结构实际上就是选择了一种控制权分配的规则。Aghion&Bolton 模型正是在这个基本的思路下,分析了三种最优的控制权分配以及相对应的资本结

构模式^[18]。

Hart (1995) 模型对 Aghion & Bolton 模型做出了进一步的发展, 他明确指出了不同情况下公司最优债务融资规模的大小, 并认为债务融资可以起到比激励契约更好的约束作用^[19]。

还有一类文献研究控制权竞争中的融资行为。在这些研究中, 经理被假定既从其股份又从其控制权本身获得收益。在职经理可以通过改变自己所持股票的比例, 操纵或影响股权收购的能力, 相对来说, 在职经理股份越大, 外部股东的收益就越小, 潜在股权收购成功的可能性就越小。由于在职经理及潜在的股权收购者的能力不同, 企业的价值取决于股权收购的结果, 而这种结果反过来又由经理的所有权份额所决定。由于经理的股份是由企业的融资结构间接决定的, 因此, 这种控制权之争也成为一种融资结构理论。Stulz, Zwiebel, Novaes & Zingales 相继通过构造理论模型研究指出, 管理层在面对接管威胁时, 常常采用提高债权融资比例、使债权融资比例超出最优水平的形式, 提高自己的投票权比例, 减少自由现金流量, 以降低控制权变更的威胁^[20]; 而在没有受到接管威胁或其他治理机制的约束时, 则尽量避免债务融资, 以降低企业经营的财务风险, 享受不受约束的控制权收益^[21]。这一点得到了 Berger & Yermack (1997) 实证研究结论的支持。

1. 2. 2. 2 财务治理与财务控制

1. 国内对财务治理与财权的研究

虽然“财务治理”一词是近几年才被提出的, 但理论界对财务治理的研究却要早得多。

(1) 财务治理与财权研究的初见端倪

早在刘贵生教授《财务原理论纲——财务分配论》的论述中, 有关财务治理的研究就初见端倪了。他认为财务本质上是拥有分配权的所有者对财力资源的一种分配活动, 这种分配活动反映着不同所有者之间的经济利益关系。他特别强调进行财务分配首先必须享有分配权, 并指出在股份公司享有财务分配权的主体是拥有所有权的所有者和拥有企业法人财产权的公司^[22]。不难看出, 他是从财务分配权的流动和配置来探讨公司的财务治理。可以说, 这是国内在财务治理与财权研究领域具有开创性的重要探索, 为以后财务学界探讨财权提供了思路。

(2) 财务治理与财权研究的进一步发展

汤谷良 (1994) 教授从现代企业法人治理结构的视角进行分析, 提出了公司股东大会、董事会总经理、财务经理三个层次瓜分了企业的全部财权, 从而