

DANGDAI JINGJIXUE XILIE
CONGSHU ● 当代经济学系列丛书

● 陈郁编

● 上海三联书店
上海人民出版社

当代经济学译库

所有权、控制权与激励

——代理经济学文选

责任编辑 范蔚文
封面装帧 宋珍妮

所有权、控制权与激励

——代理经济学文选

陈 郁 编

生活·读书·新知

三联书店上海分店
上海绍兴路5号

上海人民出版社

上海绍兴路54号
邮政编码 200020

新华书店 上海发行所经销
上海三联读者服务公司排版
上海市中华印刷厂印刷

1998年3月第1版

1998年3月第1次印刷

开本:850×1168 1/32

印张:10 插页:2 字数:211,000

印数:1—5,000

ISBN 7-208-02497-9/F·511

定价:18.50元



出版前言

为了全面地、系统地反映当代经济学的全貌及其进程,总结与挖掘当代经济学已有的和潜在的成果,展示当代经济学新的发展方向,我们决定出版“当代经济学系列丛书”。

“当代经济学系列丛书”是大型的、高层次的、综合性的经济学理论丛书。它包括四个子系列:(1)当代经济学文库;(2)当代经济学译库;(3)当代经济学教学参考书系;(4)当代经济学新知文丛。该丛书在学科领域方面,不仅着眼于各传统经济学科的新成果,更注重经济前沿学科、边缘学科和综合学科的新成就;在选题的采择上,广泛联系海内外学者,努力开掘学术功底深厚、思想新颖独到、作品水平拔尖的“前沿、新、尖”著作。“文库”力求达到中国经济学界当前的最高水平;“译库”翻译当代经济学的名人名著;“教学参考书系”主要出版国外著

名高等院校 90 年代的通用教材；“新知文丛”则运用通俗易懂的语言，介绍国际上当代经济学的最新发展。

本丛书致力于推动中国经济学的现代化和国际标准化，力图在一个不太长的时期内，从研究范围、研究内容、研究方法、分析技术等方面逐步完成中国经济学从传统向现代的转轨。我们渴望经济学家们支持我们的追求，向这套丛书提供高质量的标准经济学著作，进而为提高中国经济学的水平，使之立足于世界经济之林而共同努力。

我们和经济学家一起瞻望着中国经济学的未来。

上海三联书店

上海人民出版社



编者的话

从经济学意义上关注委托代理关系被认为起始于罗纳德·科斯《企业的性质》一文。自从该文的价值被重新发现后,随着研究委托代理关系的文献大量涌现,一门新的经济学便出现了,它就是代理经济学。

根据肯尼思·阿罗的论述:委托代理关系在经济生活中无处不在,无时不有。如何在委托人和代理人之间进行利益分配及风险配置,如何使代理人尽心尽力地工作,是代理经济学所要探讨的。另外,委托代理关系与一般的经济实体之间的固定价格关系不同,它是一种更复杂的函数关系。委托人一般事先确定一种报酬机制,激励代理人尽职尽责;代理人则据此作出自己的行为选择,以实现自己的福利最大化。

代理经济学起源于对企业的观察,企业可以被视为一系列委

托代理关系的总和,它可以算是一种企业理论;委托代理关系无论从本质上还是从形式上看都是一种契约关系,代理经济学又算是一种契约经济学;在委托代理关系中对代理成本大小的计算导致对各种不同的激励机制的选择,代理经济学似乎又是交易费用经济学的一个特别领域;一般情况下,委托人与代理人之间的信息是非对称的,代理经济学又是信息经济学;如此等等,不一而足。

我们在此需要强调的是:在研究某一具体问题,代理经济学尽可以被看作是“某某经济学”,但切记它更是一般意义上的经济学。委托代理关系无处不在,无时不有,代理经济学能适用于研究一切经济问题,便证明了这一点。

本文选编翻译了代理经济学的代表性人物迈克尔·詹森和尤金·法马等人的七篇论文。虽说论文的选择尽可能地既要有学术文献价值又要有经验应用研究,但选择本身反映了编者的理论兴趣,难免不当,待将来修订吧(如果有这样的机会)。

二

迈克尔·詹森(Michael Jensen)教授、尤金·法马(Eugene Fama)教授、哈罗德·德姆塞茨(Harold Demsetz)教授等不仅给编者提供

了不少资料,而且同意对他们的作品进行中文翻译,编者在此深表谢意。

还需感谢本文选所收论文的原英文版权所有著《政治经济学杂志》(*The Journal of Political Economy*)、《商业杂志》(*The Journal of Business*)、《法律经济学杂志》(*The Journal of Law and Economics*)及其出版者芝加哥大学出版社(*The University of Chicago Press*)同意授权编者使用其出版物所载的论文;没有这样的帮助,本文选的出版是不可想象的。

编者译第1、3篇,在工作过程中,参考了刘世锦先生的节选译文,卢文荣参加了第3篇的翻译工作。王松青和朱云雁分别对第2、7篇进行了初译,编者重译。另外,张乃根译第4篇,朱菁译第5篇,朱菁和夏一红译第6篇。最后由编者对全部译文进行统校。在此,我对上述诸位在翻译工作方面齐心协力提供的帮助一并致谢。

尽管早已拿到本书的校样,但随着近些年来研究兴趣的转移,本书的印刷成书一拖再拖,编者万分有愧。诸事缠身,草草至此,谨为序。

陈 郁

1997年末

目 录

所有权、控制权与激励
——代理经济学文选
出版前言
编者的话

MULU

1. 企业理论:管理行为、代理成本与所有权结构 (迈克尔·詹森 威廉·梅克林)	1
2. 权利与生产函数:对劳动者管理型企业 and 共同决策的一种应用 (迈克尔·詹森 威廉·梅克林)	85
3. 代理问题与企业理论 (尤金·法马)	139
4. 所有权与控制权的分离 (尤金·法马 迈克尔·詹森)	166
5. 契约成本与融资决策 (尤金·法马)	198
6. 绩效报酬与对高层管理的激励 (迈克尔·詹森 凯文·墨菲)	227
7. 公司所有权的结构:原因和结果 (哈罗德·德姆塞茨 肯尼思·莱恩)	278

1

企业理论： 管理行为、代理成本 与所有权结构^①

迈克尔·詹森
威廉·梅克林

本文将代理理论、产权理论和金融理论的各种要素结合起来，发展成一种有关企业所有权结构的理论。我们确定了代理成本概念，揭示了它与“分离和控制”问题的关系，研究了由于债券和外部股权存在而产生的代理成本的性质，说明了谁来承担这些成本以及为什么要由他来承担，并研究了它们存在的帕累托最优性。我们也为企业提供了一个新的定义，并揭示了我们分析那些影响着债券和股权的形成和发行的各种要素是怎样成为市场问题完整性上供给方面的一个特殊案例。

不过，在钱财的处理上，股份公司的董事是为他人尽力，而私人合伙公司的伙员，则纯为自己打算。所

* 本文原载[美]《金融经济学杂志》1976年10月号，第305—360页。——编者

以,要想股份公司的董事们监视钱财用途,像私人合伙公司伙员那样用意周到,那是很难做到的。有如富家管事一样,他们往往拘泥于小节,而殊非主人的荣誉,因此他们非常容易使他们自己在保有荣誉这一点上置之不顾了。于是,疏忽和浪费,常为股份公司业务经营上多少难免的弊端。

亚当·斯密:《国富论》,1776年,坎南编
(现代图书出版公司,纽约,1937年,第700页)*

1. 导言与概要

1.1 本文的写作动机

在本文中,我们汲取(1)产权理论(2)代理理论和(3)金融理论的最新成果,发展成一种有关企业所有权结构^①的理论。另外,为力求将这三方面结合起来,我们的分析采取新的视角,并涉及专业文献和流行文献中的一系列问题,诸如企业的定义、“所有权与控制权的分离”、商业活动的“社会责任”、“公司目标函数”的界定、最优资本结构的决定、信用协议内容的分类、组织理论和整个市场问题的供给方面。

我们的理论有助于说明:

(1)在一个具有混合金融结构(其组成既有债权也有外部

* 参阅亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》,下卷,商务印书馆1981年版,第303页。——编者

股权)的企业中,企业家或管理者为什么将为企业选择那样一组活动,即让企业的总价值低于如果他是企业的唯一所有者时的价值(a set of activities)而且不论企业是在垄断体制下的还是在竞争体制下的产品或要素市场上运营,这一结果为什么总是与其无关;

(2)为什么他想使企业价值最大化的失败,是完完全全与效率相一致的;

(3)为什么即使管理者根本没有使企业价值最大化,普通股的发售仍是资本的一个切实可行的来源;

(4)为什么相对于股票而言,在通过债券筹集资金能有任何税收方面的好处之前,仍依赖于债券而将它作为资本的一个来源;

(5)为什么要发行优先股;

(6)为什么财务会计报表要主动地提供给贷方和股东,以及为什么管理者要聘用独立的审计人员来检查这些报表的精确度和准确性;

(7)为什么贷方常常要对那些他们予以借贷企业的活动进行约束,以及企业自己为什么被迫接受这些强加的约束;

(8)为什么某些产业会具有所有者自己经营企业的特征,而这些企业的资本的唯一外部来源是靠借贷;

(9)为什么受到高度管制的产业,如公用事业和银行业,在同等的风险水平的条件下,较之不受管制的企业,在债券和股票方面,会具有较高的比率;

(10)为什么证券分析为社会广泛采用,即使它不能增加投资者的资产组合收益。

1.2 企业理论：一个空匣子？

尽管经济学文献充斥着涉及“企业理论”的参考目录，但文献材料通常的归类却并不标以企业理论，而标以市场理论。在市场中，企业是重要的参与者。企业是一个运营着的“黑匣子”，以便迎合关于投入和产出的相应的边际条件，从而使利润最大化，或者更准确地说，使现值最大化。然而，除了最近极少数的尝试性步骤，我们没有任何理论来阐明个体参与者的互相抵触的目标是如何被结合到均衡之中，从而导致这样的结果。亚当·斯密、阿尔弗雷德·马歇尔和其他一些人已经指出了将企业视为一个黑匣子的这一观点的局限性。最近，盛行的和专业性的争议是有关公司的“社会责任”和所有权与控制权的分离，并且，有关“企业理论”的文献的轻率观点很明显是对这些问题的继续关注。⁽³⁾

近些年来，人们已作了许多重要的尝试，用其他模型替代利润或价值最大化模型来构造企业理论；每次尝试都是由于深信利润或价值最大化模型无助于说明大公司的管理行为。⁽⁴⁾某些再形成的尝试既驳斥了最大化行为的基本原理，也驳斥了更加特殊的利润最大化模型。在以下分析中，凡有关一切个人行为的部分，我们都坚持最大化行为的看法。⁽⁵⁾

1.3 产权

对于企业理论研究具有重要意义的一个独立流派，是由科斯的先驱性作品引发的，并由阿尔奇安、德姆塞茨和其他人推动的。⁽⁶⁾弗鲁博顿和佩杰维奇(1972年)对这类文献作了详尽的考察。当这种研究集中于“产权”⁽⁷⁾时，其所包含的主要内容要远比该术语提出的问题广泛得多。对于这里讨论的问题

来说重要的是,个人权利的界定决定了成本和报酬将如何在任何组织的参与者之间分配。既然权利的界定一般通过缔结契约(明示的或默认的)来完成,那么,组织中的个人行为,包括管理者的行为,将取决于这些契约的性质。在本文中,我们集中讨论契约在企业所有者与管理者之间所界定的产权的行为涵义。

1.4 代理成本

与当前企业理论之不足有关的许多问题也可以被看作是代理关系理论的特例,这类文献正不断涌现。^⑧即使这类文献所关注的问题与产权文献相类似,它还是独立发展起来了;事实上,这些研究彼此是有互补性的。

我们把代理关系定义为一种契约,在这种契约下,一个人或更多的人(即委托人)聘用另一人(即代理人)代表他们来履行某些服务,包括把若干决策权托付给代理人。如果这种关系的双方当事人都是效用最大化者,就有充分的理由相信,代理人不会总以委托人的最大利益而行动。委托人通过对代理人进行适当的激励,以及通过承担用来约束代理人越轨活动的监督费用,可以使其利益偏差有限。另外,在某些情形下,为确保代理人不采取某种危及委托人的行动,或者,若代理人采取这样的行动,保证委托人能得到补偿,可以由代理人支付一笔费用(保证金)。然而,对委托人或代理人来说,在费用为零时,要确保代理人作出按委托人观点来看是最优的决策,这一般是不可能的。在大多数代理关系中,委托人和代理人将分别承担正的监督费用和保证费用(非金钱方面的和金钱方面的),另外,代理人的决策^⑨与使委托人福利最大化的决策之间会

存在某些偏差。由于这种偏差，委托人的福利将遭受一定的货币损失，这也是代理关系的一种费用，并且，我们把这后一种费用称为“剩余损失”(“residual loss”)。我们将代理成本的总和定义为：

- (1) 委托人的监督支出；^⑨
- (2) 代理人的保证支出；
- (3) 剩余损失。

还应注意，即使不出现明显的委托—代理关系，只要在任何场合包含有两人或两人以上的合作性工作(就像本文的合作写作那样)，就会出现代理成本。从这个角度看，显然，我们对代理成本的定义及其对企业理论的重要涵义包括了这种关系，该关系与阿尔奇安和德姆塞茨(1972年)在有关企业理论的论文中提出的班组生产(team production)的逃避责任和监督问题很接近。

既然一家公司的股东与经理之间的关系符合一种纯粹代理关系的定义，那么，在现代所有权分散的公司中发现与“所有权与控制权分离”相关联的问题是和一股的代理问题紧密联系在一起的，就不必大惊小怪。下面，我们将揭示出，对公司这种形式所引起的代理费用为什么由公司来承担以及怎样承担的说明，将导致一种有关企业的所有权(或资本)结构的理论。

然而，在正式叙述之前，有必要指出代理问题的一般性质。诱导某一“代理人”开始去使“委托人”福利最大化，这一问题是相当普遍的。在所有组织中和所有合作性工作中——在企业的每一个管理层次上，^⑩在大学里，在合伙公司里，在联合体里，在政府机关里，在工会里，以及在代理关系就像在表

演艺艺术和不动产市场中那样普遍并有规范分类的关系中,该问题都是存在的。解释在每个这类场合(那里契约关系明显不同)所产生的代理成本的形式,以及这笔费用如何承担和为什么要这样做,这些理论的发展将导致一种内容丰富的组织理论,而目前经济学和社会科学一般都缺乏这种理论。在本文中,我们把我们的注意力仅集中于这种一般性问题的一小部分——即分析由公司的所有者和居统治地位的管理者(top management)之间的契约安排所引起的代理成本。

我们在这里对代理问题的研究明显不同于大多数现存的文献。现存的文献几乎将全部注意力集中于代理关系的规范方面,即在不确定性和不完全监督条件下,如何构造委托人与代理人之间的契约关系(包括补偿性激励),从而为代理人提供恰到好处的激励,促使其行为选择能使委托人的福利最大化。我们则几乎关注理论的实证方面。那就是,我们假定个人会解决这些规范问题,而且,股票和债券仅仅是作为要求权(claims)面发行的;我们研究每一个当事人面临的激励以及均衡性契约形式的决定因素,这种契约形式可以刻划为企业管理者(即代理人)与外部股票和债券持有者(即委托人)之间的关系。

1.5 对企业定义的若干一般见解

罗纳德·科斯(1937年)在其尚未发育成熟的、具有开创性的《企业的性质》一文中指出,经济学还没有实证性理论去决定企业的边界。他将企业的边界刻划为交换的范围,在那里,市场体制被放弃而代之以用权威和指令来完成资源的配置。他关注着使用市场的成本对契约和交换的影响,并指出当

使用市场的成本大于使用直接权威的成本时,活动就会被纳入企业内。阿尔奇安和德姆塞茨(1972年)反对这一企业内活动是由权威统制着的观点,正确地强调契约作为自主交换的一个媒介物的作用。他们强调联合投入或班组生产情形中监督的作用。^⑨我们非常同意他们触及了监督活动,但我们确信,阿尔奇安和德姆塞茨有关联合投入生产的观点太狭窄了,以致存在误导(misleading)。契约关系是企业的本质,不仅对雇员来说是如此,而且对供给者、顾客和信贷者等等来说也是如此。所有的契约都存在代理费用和监督问题,这与它们中是否存在联合生产无关;也就是说,联合生产只能解释与企业有关的个人行为的一小部分。对这些问题有待在另文中详细考察。

重要的是应承认,大多数组织完全是一种法律假设^⑩,可作为一组个人间契约关系的一个连结。它包括企业,诸如大学、医院和基金会等的非盈利机构,诸如互助性储蓄银行和保险公司以及合作社等的互助性组织,某些私人俱乐部,以及甚至诸如市政府、州政府和联邦政府等的政府实体,和诸如田纳西流域管理局、邮局和交通系统等的政府企业。

私人公司或私人企业完全只是法律假设的一种形式,可作为个人间契约关系的一个连结,并且也是以存在着组织的资产和现金流量可分割的剩余要求权(residual claims)为其特征,这种要求权一般不需要其他缔约个人的允许就可被售出。企业的尽管这一定义并没有实质性内容,可它强调的是企业和其他组织的契约本质,集中关注的是一系列至关重要的问题——为什么相应于各种各样的组织形式会出现一系列特定的契约关系?这些契约关系的结果是什么?它们又是怎样