

导 论^①

一、关于本书论题的说明

在现代公司制度下，由于资金提供者与资金使用者以及企业所有权和控制权的分离，必然会产生管理者与股东、股东与债权人之间的利益冲突，即财务代理问题。财务代理问题主要源于以下三个方面：第一，管理者与所有者目标差异引发的利益冲突。对企业拥有控制权的管理者为追求自身效用最大化，可能会损害股东的利益。第二，股东与债权人目标差异引发的利益冲突。在以有限责任为特征的负债筹资条件下，会激励股东从事高风险投资，从而导致财富由债权人向股东的转移；当股东与债权人之间的争议是通过有代价的破产程序解决时，对已发行债务的有限责任可能会促使股东放弃有利可图的投资机会。第三，存在信息不对称问题。管理者拥有关于企业未来价值的内部信息，但由于道德风险，管理者不可能把这些信息明确地向市场传递，这可能会造成企业股票被市场错误的定价。若企业需要发行股票为新项目筹资，错误定价可能会导致企业放弃净现值为正的投资项目。信息不对称也会导致对管理者激励的短期化。

在我国经济转轨过程中，由于国有资本投资主体的不确定性和企业的内源性融资，造成了严重的财务代理关系扭曲。主要表现在：第一，内部人控制。近年来，国内外很多学者对我国公司治理

① 张双才（1961—）清华大学经济管理学院博士后。

理结构中的内部人控制问题进行了研究。由于控制权主体缺位、资本市场不完善,使得管理者利用产权上的超弱控制形成了事实上的内部人控制。如经理人员利用信息优势,用掌握公司的控制权和经营权来谋取自身的利益,侵蚀所有者利益。第二,银行对国有企业债权软约束。总体来看,在我国经济体制转轨过程中,国有银行对企业资金需求没有形成约束力;企业贷款逾期不偿还本息,或只偿还其中的一部分,并不受到相应的惩罚。债权软约束使债权未能在国有企业治理的结构中发挥应有的作用,从而使国有企业的治理结构存在着重大的缺陷,无法实现对企业的相机控制,也使得对企业经营者的激励机制受到损害。

解决财务代理问题,需要建立有效的约束、监督与激励机制。但在我国经济转轨过程中,这一机制尚未形成。表现在:(1)市场约束机制不健全。从股票市场看,20世纪90年代初期,股票市场只被看做是融资的场所,即使在今天,其约束力度仍非常有限。主要表现为:大部分股权不能流通,使上市在很大程度上丧失了改变企业机制的作用;股票市场的功效严重衰减,投资非机构化,限制了股东对公司管理层的监督;股票价格不能有效反映公司价值,使“用脚投票”机制的作用大打折扣。从经理市场看,目前,企业家这种生产要素基本上没有进入市场,真正的市场供求机制尚未建立起来。从并购市场看,由于大部分股权不流通,使得并购改组只能以场外交易的方式进行,这不仅加剧了上市公司产权的模糊和交易的不规范,也使得利用并购市场约束代理人行为成为空谈。(2)债权软约束。由于国有银行对国有企业的债权软约束,使债权人利益无法保障,不能实现对企业的相机治理。(3)激励机制不完善。目前,我国已认识到了建立企业家激励机制的迫切性,并采取了一些具体措施。但在实际操作过程中尚存有明显的偏差(如年薪制方式下的激励行为短期化)。

对上述财务代理问题进行理论研究和实证分析是财务/金融学

研究的重要领域，但目前我国对这一问题的研究尚未形成系统的理论框架。本书试图在借鉴国外财务代理理论的基础上，建立财务代理理论的基本框架，并通过对我国经济转轨过程中出现的特殊财务代理问题的实证分析，探讨解决我国财务代理问题的基本途径。

二、研究方法

本书拟采用两种分析方法：

（一 实证分析与规范分析相结合

1983年，詹森(Jensen, 1983)提出了研究代理理论两种方法，即“实证代理理论”和“委托人—代理人”理论。委托人—代理人一词首先由罗斯(Ross, 1973)提出，是一种规范分析方法。它集中研究的是委托人如何设计一个补偿系统（一个契约）来促使另一个人（他的代理人）为委托人的利益行动。在现代企业中，就是所有者如何促使雇员为实现自己的目标函数而行动。实证代理理论是由詹森和麦克林(Jensen and Mecling, 1976)创立的。他们假定要解决这些规范问题，并在假定股东和债权人要获得收益权的前提下，研究每一个当事人所面临的决策机制，并刻画出委托人与代理人之间的均衡契约形式。他们认为，代理关系是一种契约关系，是个人或一些人（委托人）授权另个人或一些人（代理人）为他们的利益而行事，并授予代理人某些决策权。如果相互关联的双方当事人都是自身效用最大化者，那就有理由相信代理人不可能总是为委托人的最大利益而行动。委托人为了限制这种利益的偏离，必须设置适当的激励机制，激发代理人的积极性。在支付一定监督成本条件下，限制代理人的偏离行为。实际上，这两种方法都是研究追求个人利益最大化的个人之间的契约签订活动，都假设通过契约签订过程把代理成本减少到最小限度。因此，这两种方法都是最优契约理论。但是，二者在研究方法上却有显著的

不同实证代理理论强调实证分析 侧重于分析签订契约和控制等制度性因素；而委托人—代理人理论主要是通过数学模型分析和探讨委托人与代理人之间的激励机制和风险分担机制。本研究课题试图从两种方法联系的角度入手，在对国外财务代理理论进行深入分析和评价的基础上 回答分析‘是什么’的问题。在此基础上 结合对我国经济转轨过程中所出现的财务代理问题的研究 提出‘该怎样’的政策建议。

（二）历史分析与逻辑分析相结合

本书在分析研究中 对中国财务代理制度演变的过程、财务代理关系的现状和特征等几个方面，从历史发展和逻辑推断的角度进行考察和研究 通过纵向动态对比和横向比较分析 揭示我国财务代理关系扭曲的原因。

三、本书的基本框架和主要内容

本书共八章。第一章讨论企业财务代理问题的本质。第二章至第八章讨论解决代理问题的各种机制。

第一章是企业财务代理问题的本质。本章依据詹森、麦克林、霍肯和西贝特 (Haugen and Senbet, 1985) 及迈耶斯 (Myers, 1977) 对代理问题的研究，将财务代理问题归纳为以下三个方面：(1) 股东与管理者的利益冲突；(2) 股东与债权人的利益冲突；(3) 信息不对称的代理问题。代理冲突会产生代理成本。在讨论财务代理冲突和代理成本的基础上，进一步分析我国经济转轨过程中的突出财务代理问题。

第二章是企业融资结构与治理模式。本章在从融资角度分析当前流行的公司治理模式及其可行性的基础上 指出 由于融资模式和所处的社会经济环境不同 无论是‘股东主权模式’还是‘主银行制度’ 都不一定适合中国的国情。应针对我国转轨经济中的财

务代理问题，在现行制度框架内设计一套特殊的公司治理机制。这一治理机制至少应包括：完善法人治理结构中组织机构和相互制衡关系；同步发挥资本市场和银行机构对企业的监督控制作用；明确国有资产主体的出资人身份，强化其监督职能。

第三章是管理者激励机制。代理人激励主要是从管理者报酬的结构入手解决代理问题。本章从股东与管理者的目标差异出发，主要研究三个基本问题：第一个问题是风险分担问题。第二个问题是契约中的固定与变动、会计基准与市场基准、短期补偿与长期补偿的可能组合。补偿组合的基本目标是使对管理者的激励与企业所有者的目标一致。第三个问题是选择何种评价方式评价管理者的业绩。本章特别强调，管理者激励应注意保护债权人利益和保障管理者行为的长期化。

第四章是股权约束机制。本章分析了如何强化股东监控和董事会的约束功能，完善国有股权的约束机制。特别指出，从委托代理理论和信息经济学角度看，董事会对经理层的监督最有效率。在我国应强化董事会监督，特别是建立独立董事制度，为改变股权约束弱化的局面，应采取有效措施培育机构投资者。

第五章是市场约束机制。解决财务代理问题的市场机制包括资本市场、经理市场和产品市场。如果市场是完善有效的，则与破产、冒风险激励、放弃有利投资机会和额外消费等有关的代理问题可以完全中性化。然而，在实际工作中，存在着许多阻碍市场有效运行的因素。本章在分析市场机制的作用和局限性的基础上，对我国市场机制的现状、局限性以及如何发挥市场机制的作用进行探讨。

第六章是财务契约。市场不可能提供所有代理问题的彻底的和无代价的解决办法。霍肯和西贝特等认为，对于市场未能解决的代理问题，可以通过契约设计加以解决。霍肯和西贝特发表了一系列论文，探讨了如何通过契约设计解决代理问题。本章以此为基础，对利用财务契约解决财务代理问题的有效性和局限性以

及财务契约设计进行分析。

第七章是债权约束机制。债权以及与债权相伴随的破产机制（包括清算和重组两种形式）在企业的治理结构中能够起到重要而独特的作用。但是由于我国国有企业的债权“软约束”状况使得债权的治理功能并未有效发挥。本章在分析债权约束理论的基础上，探讨如何加强我国的债权约束功能。

第八章是信息显示。在金融市场上由于信息不对称使得运用市场解决代理问题的有效性大受影响。采取措施缓解信息不对称问题，将有助于降低代理成本。本章对信息显示手段进行系统分析，并探讨如何加强我国的信息显示功能。

四、本书的创新

本书的创新主要有以下几个方面：

（一）在分析已有的财务代理理论的成就与不足的基础上进一步深化了财务代理理论的内涵。在此基础上，提出了较完整的财务代理理论框架，构建了较为科学的财务代理理论体系

财务代理研究是财务/金融学的一个重要研究领域，但国内对这一课题尚未系统的研究，只有对个别问题的零散研究成果。从已发表的论文看，一般都侧重于代理关系中存在的问题及解决对策，但由于缺乏对国外财务代理理论的产生、发展及趋势的分析，以及我国代理关系的演变路径、原因的探讨，其提出的对策难免会有头痛医头、脚痛医脚之嫌。对如何解决财务代理问题，仍需进行更深入、更全面的研究。

国外对该类问题的研究源于 1976 年詹森和麦克林在其“企业理论：管理行为、代理成本和所有权控制”一文中提出了财务代理问题。目前，对该问题的研究主要包括财务契约学派和企业治理结构学派。

财务契约论最早的代表人物是史密斯和华纳 (Smith and Warner, 1979) 等人。史密斯和华纳认为, 股东与债权人之间主要有四种冲突来源: 股利支付、权益稀释、资产置换和次级投资。资本市场的参与者当然知道这些冲突。理性的债权人会完全洞察股东的动机, 并以支付较低价格的方式反映他们对股东行为的重新估量。由此而造成的企业价值减少是因发行债券发生并由股东承担的代理成本。为减少这一代理成本, 股东会从自身利益出发, 试图通过可转换债券、可赎回条款和优先债务条款等复杂财务契约来解决代理问题。霍肯和西贝特认为, 对代理问题的解决方法或许可以看成是对一揽子金融契约的设计, 目的在于向市场保证作为部分所有者的管理者所面临的收益和成本分布接近与其作为惟一所有者的分布。霍肯和西贝特发表了一系列论文, 探讨了如何通过契约设计解决代理的问题。其主要的结论是: (1) 在职消费所引起的代理问题可以通过可转换债券或包括外部人权益和经理股票选择权在内的契约设计来解决。然而, 这些财务契约是以产生风险激励为代价来减轻在职消费问题的。而经理股票选择权则产生了对经理人员选择高风险项目的激励。另一方面, 以择售权特征的可转换债券产生了对经理人员选择低风险项目的激励。可转换债券和经理股票选择权都不能同时消除两种类型的代理问题。企业必须提供将择购权和择售权相结合的复杂财务组合, 通过对择购权和择售权运用特定的定价函数, 可以同时解决风险激励和消费激励问题。(2) 因信息不对称引发的代理问题以及与激励放弃有利可图的未来投资机会相关的代理问题也可以通过公司债券中的可赎回条款加以解决。

企业治理结构学派主要探讨股东与管理者之间的利益冲突所引发的代理成本问题, 并试图通过所有权结构、资本市场以及企业兼并与收购等途径解决代理问题。例如, 哈里斯和拉维夫 (Harris and Raviv, 1989) 花了很大力气用静态和动态两个模型试图说明,

管理者在通常情况下是不会从股东的最大利益出发的，因此他们必须被监督，而债务正是这样一种惩戒的工具。斯图茨 (Stulz, 1985) 则从管理者对投票权控制的角度来分析股东与管理者的利益冲突。在哈里斯和拉维夫以及斯图茨的模型里，管理者必须要通过购买股票才能获得控股权，但是由于个人财富有限，借贷能力又受限制，这就使得要想在大型企业里控制大部分的股权相当困难。因此，在其他条件相同的情况下，企业资本结构里的债务或者诸如优先股和认股权证这类没有投票权的融资工具越多，管理者的控制权力就越大。

我们认为，虽然财务契约学派和治理结构学派均有其合理性，但由于其研究范围的局限，其结论未免偏颇。利用复杂财务契约可以在一定程度上缓解财务代理问题。例如，赎回条款可以用来减少债权人和股东之间的代理成本；经理股票选择权会使得管理者目标与股东的目标趋于一致，从而缓解股东与管理者之间的利益冲突。但是，由于信息不对称，管理者利用复杂财务契约向市场传递的信息可能不被外部投资者完全接受，从而限制了利用复杂财务契约解决代理问题的程度。所以，我们的观点是，复杂财务契约只能在一定程度上缓解财务代理问题，但远不能消除这一问题。企业治理结构学派强调债务在治理结构中的作用。对债权作用的研究可以使我们认识到债权以及与债权伴随的破产机制（包括清算和重组两种形式）在企业的治理结构中所能够起到的重要而独特的作用。企业资本结构中债权的存在，具有约束股权所有者的作用，使得企业的所有者（指股东）将更加关注企业的经济效益，更有动力监督企业的经营。因为破产机制的存在使企业的股东承受着更多的企业的经营风险，如果企业因经营效益较差而进入破产程序，那么企业的资产将首先来抵偿企业债务。但是，债权人不论是在风险承担方面还是在企业战略方面，与企业的权益索取者（股东）有截然不同的目标和关注点。债权人并不会无私地维护股东

的利益。高额举债会迫使管理者将注意力集中在短期收益的业绩上，使得他们很难对有吸引力的投资项目做出快速反应。^①

因此 解决或缓解财务代理问题 仅仅依靠财务契约或债权约束是远远不够的，应根据代理问题产生的原因和企业所处的经济环境 采取不同的方式解决代理问题。我们认为 有许多机制可以缓解或消除财务代理冲突，降低财务代理成本。这些机制可分为两大类：一类是内部约束与激励机制 另一类是外部控制机制。概括起来讲，解决代理问题的机制主要应包括：(1) 代理人激励。代理人激励就是从管理者报酬的结构入手解决代理问题。适当的激励机制确实可以有效地消除或缓解股东与管理者的利益冲突，降低由此而引发的代理成本。(2) 内部治理结构。代理理论认为 公司治理结构的设计和不断完善的主要目标是降低代理成本。完善的内部治理结构有助于防止公司各级机构采取有利于自己而损害剩余索取者利益的行为。(3) 市场机制。公司治理结构在实际运作过程中确实会存在问题，这些问题在很大程度上可以通过建立健全有效的要素市场和公司控制权市场来解决。解决财务代理问题的市场机制包括资本市场、经理市场、产品市场等。(4) 财务契约。对于市场未能解决的代理问题，可以通过复杂财务契约设计，使管理者市场保证作为部分所有者的管理者所面临的收益和成本分布接近与其作为惟一所有者的分布。(5) 信息显示。管理者可以通过适当的方式向市场传递有关信号，使外部投资者了解企业的真实价值。

(二 针对我国经济转轨中的财务代理问题 从融资结构出发，设计了一套公司治理模式

现代企业中普遍存在的一种经济现象是法人治理结构不完

布莱尔著 张荣刚译：《所有权与控制》 中国社会科学出版社 1999 年版， 35 页。

善。解决企业法人治理问题的关键是决策者是否有能力、动力和约束力做出利于企业提高价值的决策。企业融资对法人治理结构有较大的影响。首先，企业融资方式决定投资者对企业的控制程度和干预方式；其次，企业融资方式决定投资者对企业破产清算的控制方式的选择。不同的融资方式会形成不同的法人治理结构模式。从世界范围看，存在着两种典型的企业融资模式和法人治理结构：美国的证券型融资模式与相应的市场主导型法人治理结构和日本的主银行型融资模式与相应的相机治理型法人治理结构。事实证明，这两种法人治理结构都有各自的优缺点，适用于特定的社会经济环境。我们认为，在我国经济转轨过程中，由于融资结构的不确定性和处于演变之中，加之我国现行政治经济制度背景的特殊性，照搬哪一种治理模式都是不现实的。美国模式有赖于发达的资本市场，敌意收购可以制约代理人的盲目行为。而我国的资本市场发育程度较低，股权也不像美国那样分散，国有股权一般处于绝对控股地位，这就堵塞了通过敌意收购来更换不称职经理的途径。况且，我国法律也对敌意收购作了严格的限制，这就进一步增加了通过市场收购目标公司的难度。其次，我国尚没有形成善于从事公司经营管理的经营者阶层，高效的经理市场尚不存在，也没有建立合适的指标体系来评价经营者的才能。日本主银行模式最重要的价值在于它为主银行监控企业提供了动力。主银行之所以有监控的动力，是因为企业倘若破产清算，会发生大量成本；银行由于财务杠杆率极高，且绝大多数负债都是短期存款，若疏于监控，第一个受损的将是银行自己，主银行还会因对其他银行和大量商业信用提供担保而在破产时遭受损失。目前我国的银行制度却不能做到这一点。银行既不能实行“相机性控制”，也没有对企业实施监控的动因和能力。企业在不能按合同规定履行支付义务的状态下，银行并不能接管对企业有关资产的控制权。惟一能对内部人的控制权进行制约的是国家，而国家行使其控制权的具体

方式是各级政府机关对企业的行政干预。银行由于预算软约束的体制以及与国有企业之间“内源融资”的关系而不具有监控的动力。因此，我们认为目前国有企业还不具备日本主银行治理结构的体制条件和动力要求。

因此 无论是美国模式 还是日本模式 对经济转轨国家都不甚合适。我们认为 应针对我国经济转轨中的财务代理问题 在现行制度框架内 设计一套特殊的公司治理机制 这一治理机制至少应包括：(1)完善法人治理结构中的组织机构和相互制衡关系。一是强化董事会的约束功能。我国国有公司是以公有制为基础，董事、监事及经理、职工都是内部人 他们可能合谋损害全体股东 主要是国有大股东的利益。因此，强化公司治理结构的内部制衡在我国国有公司中有着特殊意义。我们认为，鉴于我国监事会的作用十分有限 可以借鉴美国的做法 强化董事会的约束职能。二是建立有效的激励机制。我国目前普遍存在着激励不足现象，应通过激励机制的建设，切实做到使管理者个人利益与公司利益挂钩。(2)同步发挥资本市场和银行机构对企业的监督控制作用。由于我国资本市场发育程度低 市场主体行为不规范 市场信号也不真实，资本市场难以起到正确评价经理人员业绩和公司价值的作用，再加上国有产权转让的障碍，在企业中持有很大股权的国家所有者难以用产权退出机制来保证所有者利益不受侵害等原因，使得近期内我国股票市场还不大可能在提高法人治理效率方面起重大作用。因此，应在大力发展资本市场、完善资本市场功能的同时，强化银行的监控职能，充分发挥银行在法人治理中的积极作用。(3)明确国有资产主体的出资人身份，强化其监督职能。对国有企业而言 委托人(国家)与股权代表人预期效用函数往往不一致 委托人预期效用最大化目标不能使股权代表人产生对管理者进行约束的内在动力，造成股权代表人对代理人的控制约束变得苍白无力。因此，必须健全国有资产的约束机制，进一步强化其监督职

能。(4) 积极培育机构投资者。机构投资者作为上市公司的大股东，比国有股东和其他法人股东有更大的动力对上市公司的经营者进行监督，从而有利于缓解上市公司信息不对称问题。

（三）构建了管理者激励契约的基本模型

(1) 本书针对我国经济转轨过程中管理者名义收入低、隐形收入高的现象，将管理者收益分为货币收益与非货币收益。在此基础上，通过构建模型，分析了报酬契约对管理者的激励作用，并指出，在经济转轨过程中，股东与管理者签订报酬契约时，应该在不排除归因于风险报酬部分的前提下，限定管理者对风险的承受。这是由于在转轨过程中，不确定性比较大，变动报酬部分的波动也比较大。但是，若排除变动报酬部分，就会失去对管理者的激励作用。

(2) 在确定管理者报酬结构时，不仅要考虑股东与管理者之间的代理关系，而且要考虑与其他契约相关者之间可能发生的利益冲突。管理者最佳补偿结构的设计要考虑到企业债权人利益，而不仅仅是股东权益。在考虑债权人利益的情况下，管理者激励契约所具有的特征是：管理者从契约中得到的报酬应等于固定工资加上按收益一定比例获得的回报，减去对因未履行偿债责任而使管理者受到惩罚的预期成本。对管理者而言，成本可以被解释为管理者在财务危机期间的工资大量缩减，也可以被看做是在破产时的管理者更替成本或因业绩较差所发生的解雇威胁的成本。在管理者报酬契约中增加对未履行偿债责任的惩罚条款，可以在很大程度上约束管理者的行为。从这一角度看，即使惩罚条款并不具有企业经营者最优积极性的效果，也足以保证管理者有动力保障债权人的利益，这在我国现阶段具有特殊意义。

(3) 根据对激励理论的分析，并在借鉴西方经理人员的激励补偿方案的基础上，提出了年薪和长期激励性报酬相结合的报酬体系。

（四）对债权约束进行了理论与实证分析

债权以及债权所伴随的破产机制（包括清算和重组两种形式）

在企业的治理结构中所能起到的重要而独特的作用主要包括：

(1) 债务契约是对企业经营者的“硬约束”。如果公司面临着足够多的债务，企业管理者会致力于改善企业经营，减少在职消费，以降低企业破产的概率。(2) 债务契约是实现“相机治理”的机制。(3) 企业资本结构中债权的存在，具有约束股权所有者的作用，使得企业的所有者（指股东）将更加关注企业的经济效益，更有动力监督企业的经营。

我们认为，要促使管理者努力提高企业价值，就必须使其控制权存在被剥夺的威胁。但我国国有企业治理结构中的一个显著特点是很难利用市场化手段更换管理者的控制权。因为我国国有企业的企业家控制权机制的特征是“控制权行政配置”，即政府行使对企业经营者的任免权，而不是通过管理者市场实现控制权配置的转移。政府作为国有企业的所有者应该具有对管理者的任免权，但问题在于这种权力的行使没有纳入到企业组织的内部，不是通过法人治理结构这种内部治理机制来实现的，政府任免管理者也不是基于市场竞争的优胜劣汰的逻辑来进行的，对于获得控制权的管理者也不存在来自控制权市场的竞争威胁。实质上这种任免权是一种行政权力，而非基于资本逻辑的所有者权力。在这种情况下，应充分发挥债权在公司治理中的积极作用。

本书在对债权约束理论进行分析的基础上，探讨了如何对国有企业与国有银行之间的债权债务关系的“虚拟性”采取措施，把真正的债权债务关系引入国有企业的资本结构之中，并将原来虚拟的债权债务转换为真正的债权债务关系，改善国有企业的治理结构。针对我国国有银行对国有企业“软约束”的特殊情况，指出发行债券融资具有更为重要的意义，它迫使企业走建立自我约束机制的道路。在此基础上，探讨了如何在深化企业改革、建立现代企业制度的过程中，要大力发展企业债券市场，提高企业债券融资比重，建立合理的融资结构。

第一章 企业财务代理问题的本质

在现代公司制度下，由于资金提供者与资金使用者以及企业所有权与控制权的分离，必然会产生管理者与股东、股东与债权人之间的利益冲突，即财务代理问题。表现为股东与管理者之间的利益冲突；股东与债权人的利益冲突以及信息不对称引发的代理问题。在我国经济转轨过程中，由于国有资本投资主体的不确定性和企业的内源性融资，产生了严重的财务代理冲突。代理冲突将引发代理成本。

第一节 财务代理问题的产生

企业财务代理关系的产生源于委托代理制，它的产生有其客观必然性。

一、所有权与控制权相分离

股份公司的两权分离是代理问题产生的前提条件和根本原

因。一般认为，股份公司起源于 16 世纪末 17 世纪初。^①但直到 19 世纪初，股份公司所占比例仍比较低。19 世纪中叶 英国颁布了股份公司法，在法律上确认了股份公司的有限责任制度和独立的法人地位 股份公司得到了迅速发展。与此同时 股份公司在欧洲其他国家和美国也迅速发展起来。

与古典企业相比，股份公司制企业融资方面的一个重要特征是需要借助于资本市场，从而形成众多投资主体。这众多的投资主体不可能都对企业直接管理 只能通过代理契约 把企业的经营管理权委托给公司董事会和经理，从而产生了所有权和控制权的分离。具体讲就是，现代公司制企业不再由股东直接控制和经营，而是由股东大会选举产生的董事会授权总经理去经营管理，股东与公司的生产过程、资本的运用过程相脱离 即使在掌握投票权的情况下，也只能通过选举董事会等方式间接地影响公司资产的运营。

1932 年，美国学者贝利和米恩斯(Berle and Means, 1932)系统揭示了现代股份公司中“所有权”与“控制权”分离问题。他们在《现代公司与私有财产》一书中 对美国 200 家最大的非金融公司进行了分析 发现在这些大公司中 已有 44% 是由并未掌握公司股权的经理人控制。并由此得出结论：现代公司已经发生了所有权与控制权的分离，公司实际上已由职业经理组成的“控制者集

^① 1602 年建立的荷兰东印度公司是世界上第一个永久性的公司。它具有近代股份公司制度的一些基本特征，主要靠募集股金筹资，具有法人地位，公司设股东大会，是最高权力机构。日本的大冢久雄认为，荷兰的东印度公司已经具有了现代公司的基本特征 即：(1) 股东的有限责任制度的建立；(2) 公司治理结构的建立；(3) 发行股票和允许股票转让 公司寿命的永久化 奥村宏：《日本的股份公司》中国展望出版社 1988 年版)。但也有学者认为，该公司具有特权性质，是靠皇室特权的支持建立起来的 是靠为政府服务换取垄断权 不能看做是现代意义上的公司制 刘伟、李风圣：《产权通论》北京出版社 1998 年版。

团'所控制。贝利和米恩斯认为 伴随经济集中引致的企业规模扩大以及股份的不断分散化 几乎看不到强有力的股份所有者 出现了'经营者支配'的状况 即被贝利和米恩斯称之为'经理革命'的公司权力结构。1963 年 美国学者勒纳(Lerner,1963)对美国最大的 200 家非金融公司的控制权状况也进行了分析 结果表明 经营者控制的资产比重已从 1932 年的 58% 上升到 1962 年的 85% 他从而认为贝利和米恩斯所说的企业控制权转移过程在 60 年代已基本完成。

代理理论认为 经营者不仅有自己的利益 而且追求的就是自己的利益 如在职消费、优裕的生活、经理帝国等 他们的利益与所有者的利益通常不相一致,例如,股东要求实现股权价值最大化,而经营者却往往追求销售收入或企业规模最大化。在这种情况下 要将经营者的目标统一到所有者的目标上去 就必须对经营者进行激励和监督。

二、股权高度分散化

股权分散是现代公司制企业(主要指股份有限公司或公众公司)的一个重要特征。股权分散化以后 所有者在对企业的控制和监督问题上会出现'机会主义'和'偷懒'或'搭便车'行为 从而导致所有者对经营者的控制和监督力度减弱。'机会主义'是理性人的自然行为。如果有机会使理性人在付出很少甚至不付出的情况下能获取较大收益的话,他必定会选择这种机会以实现自己的效用最大化。在一个投入难以计量或投入与产出之间没有明确对应关系的组织里 具有'机会主义'倾向的理性人肯定选择'偷懒'或

“搭便车”行为^①，而不会加大投入和努力工作。由于股权分散使得相当多的股东不愿意对企业经营进行控制和监督，因为他们可以“搭便车”。这样就使控制和监督成为一种公共产品，股东们缺乏激励机制对企业经营者进行控制和监督。另一方面，股权分散化以后，使得相当多的中小股东没有能力对企业进行控制或监督。在按股权比例投票原则下，中小股东的投票权重几乎等于零。如果要表达他们的意见就必须联合起来才行，而中小股东之间的联合成本是很高的。股权分散使两权分离的程度越来越大，所有者对企业的控制越来越弱，经营者对所有者的利益侵害的可能性也越来越大。

三、资本专用性

按照威廉姆森 (Williamson, 1985) 的解释，资本专用性是指当一项耐久性投资被用于支持某些特定的交易时，资本将完全或部分地无法改作他用。股份公司中的管理者就是一类具有人力资本专用性的代理人 (叶国鹏, 1994)。伴随社会分工的扩展、经营管理专业化程度的提高和专业知识的增加，使职业经理阶层通过大量成本的投入在经营管理能力上具有资产专用性，资产专用性的形成会使改变资产的用途变得困难。这样，他就会面对一个弹性较低的需求市场。公司中的代理人既受到市场竞争的压力，又面临下级经营管理人员追求“晋升”而形成的威胁，而且退出市场的成

阿尔钦和德姆塞茨在“生产、信息费用与经济组织”一文中就团队生产中成员投入的生产率和报酬的计量问题对组织的效率的影响进行了研究并指出，在成员之间的投入和报酬难以分开计量，且成员相互之间的监督存在监督费用时，就会存在偷懒激励，这时就需要通过产权的设置来解决对偷懒的监督问题，以提高团队生产的效率。这里把股东之间对企业的控制和监督也看成是一种具有“团队生产性质”的活动，在股权分散的情况下，股东对企业的控制和监督就会出现“偷懒”或“搭便车”问题。