

企业所有权配置与优化公司治理*

——兼谈人力资本产权激励机制

赵世君 沈 路

摘 要：本文以产权理论为切入点，认为参与企业的资本家和企业家、经理都可以根据各自的财产所有权而享有企业所有权，并且只有“剩余索取权”和“剩余控制权”两权对应才能有效发挥产权激励作用。而目前企业中产权“错位”已阻碍了企业的发展和价值创造。通过分析得出以下结论，在新经济时代，应通过强化财务资本的“剩余控制权”和提高人力资本的“剩余索取权”使两权逐渐对应，以发挥产权激励作用，降低代理成本，提高企业价值。

关键词：财务资本；人力资本；剩余索取权；剩余控制权；产权激励

中图分类号：F271 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894 (2008) 01-0022-06

现代企业理论认为企业是产权交易的一种方式，是一系列契约的有机组合，并且由于契约存

* 本文为国家自然科学基金项目《开放经济条件下区域政策有效性研究》(编号：70203006)的后续研究成果。

总额调整成应纳税额，再将应纳税额乘上适用税率得出应纳税额。而所谓资产负债表观念是通过重置成本会计（或定期对期末资产估价）求得期内资产净增量后，再将期内资产净增量乘以适用所得税率得出应纳税额。这其中还涉及到公允价值的确定与应用问题，而本次两税合并文件中明确了企业所得税的应税所得范围。上列新税法与新会计准则两者如何协调统一，还有待于国家有关细则的进一步出台。此外，本次两税合并有关文件中还将收入总额界定为“企业以货币形式和非货币形式从各种来源取得的收入”，同时，草案对“不征税收入”也做了明确规定，即财政拨款、纳入财政管理的行政事业性收费、政府性基金等属于财政性资金的收入。同时还将国债利息收入，符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益等，规定为“免税收入”。在企业费用扣除和资产的税务处理方面，目前内资、外资企业所得税在成本费用等扣除方面规定不尽一致，比如：内资企业所得税实行计税工资制度，外资企业所得税实行据实扣除制度。草案统一了企业实际发生的各项支出扣除政策，规定了公益性捐赠支出扣除的标准，明确了不得扣除的支出范围。同时，对企业实际发生的有关固定资产、无形资产、长期待摊费用、投资资产和存货等方面的支出扣除做了统一规范。

企业研发费用按实际发生额的150%扣除；广告费支出不超过当年销售收入15%的部分，可据实扣除，超过比例的部分可结转到以后年度扣除。由于新税法扩大了税前扣除标准，缩小了税基，在新税法实施后，上列对收入、费用的规定必然会对企业的成本费用带来相当大的影响。

(作者单位：上海对外贸易学院)

在着很多“漏洞”，即契约的“不完备性，”这就使得明确诸如所有权、财产所有权和企业所有权变得极为重要。因为它们既是当不确定性发生后，制约当事人行使各自的权利、填补契约“漏洞”的经济学理论基础，也是帮助契约各方以产权理论为指导、制定最优企业所有权安排实现最优化公司治理的理论工具。产权也称财产所有权，是指针对特定财产的使用、受益及让渡权，企业的所有权是指对企业占有、使用、收益和转让的权利，企业的所有权又可具体化为对企业的“剩余控制权”和“剩余收益索取权”。所谓的“剩余控制权”是指公司面对突如其来的危险或机遇时由谁来行使契约未规定的裁断权；^①所谓的“剩余收益索取权”是当企业获得未预见收益或发生未预见性损失时，由谁来分享此收益或承担此损失。财产所有权和企业所有权的概念对于准确理解公司的契约性和公司治理问题至关重要。因为财产所有权（包括财务资本和人力资本所有权）是交易的前提、订约的基础；而企业所有权的安排，即“剩余索取权”和“剩余控制权”的分配方式则是交易的结果。

如果将市场里的企业看成是“一个人力资本与非人力资本的特别合约”（周其仁，1998），即以企业家为代表人力资本与资本家为代表的财务资本的特别合约，那么按照产权理论资本家和企业家都可凭借其财产所有权而享有企业所有权。舒而茨等人力资本经济学家认为，人力资本与财务资本拥有共同的属性，即资本的收益性。而且如果将人的健康、生产知识和生产技能及企业家素质看成是一种资本存量，那么，财务资本与人力资本在为企业创造财富方面几乎没有什么本质区别。因此从产权角度看，如果说资本家通过向企业注入财务资本而享有企业所有权，那么企业家、经理乃至工人也理应通过向企业提供人力资本而享有企业的所有权。事实上，产权理论为公司治理结构奠定了经济学理论基础，即企业中的人力资本和财务资本都有资格凭借各自的“财产所有权”而享有企业所有权——“剩余控制权”和“剩余索取权”，那么由此引发了一个与公司治理有关的问题，那就是究竟何种企业所有权的安排才是实现有效公司治理的最优安排？本文将从企业所有权配置现状、企业所有权配置与有效公司治理结构、企业所有权的配置与公司价值等方面讨论这一问题。

一、企业所有权配置现状

现代企业是从古典业主式企业发展而来，在古典业主式企业中，资本家既为企业提供财务资本又亲自参与企业管理，即资本家同时提供管理类人力资本，而此时由于生产力发展水平限制生产所需工人的知识、技能，因此资本家以强大的财务实力和亲自参加企业管理来绝对控制企业，拥有全部剩余索取权便成了理所当然的逻辑。这种理念已根深蒂固，即使在新经济时代的今天情况也没有大的改观。迄今为止企业的资产负债表仍然以财务资本出资人的角度出发编制的，即资产是财务资本所有者拥有的权利，负债是财务资本所有者所承担的义务，资产减去负债便是股东权益，而将人力资本的权益“置之度外”；传统的财务管理学也将其目标定位于股东财富最大化，这都充分说明了财务资本在企业所有权分配中唯我独尊的地位，其表现形式便是资本家享有全部剩余索取权的“资本雇佣劳动”的私有制。当然，这样的所有权安排并不利于新经济时代企业价值创造，因为在新经济条件下大部分企业的所有者已无法胜任管理的职能依次从中层管理权、高层管理权退出，人力资本逐步取代财务资本而获得了企业的部分甚至是大部分控制权，有人将这种现象称之为经理对企业的“自然控制权”。在股权高度分散的情况下管理层甚至可以通过操控董事会而影响股东大会，使两会成为名存实亡的“橡皮图章”，其表现形式是“早期的经理革命”和当前的“内部人控制”。上述情形使企业所有权，即企业的“剩余索取权”与“剩余控制权”配置发生严重“错位”，其具体表现为一方面依法享有索取权的财务资本提供

者,如中国广大中小股东却可能实质上丧失了企业控制权而无法合理监督和约束企业家做出最优决策,而另一方面掌握企业控制权的企业家、经营者却享有很少,甚至根本不享有剩余索取权,如中国的国有企业及许多上市公司的经营者均无法名正言顺地享有剩余索取权。这样的制度安排既不能激励企业家从事有利企业发展和价值创造的良好行为,也无法约束他们从事损公肥私的败德行为。事实证明,企业的“剩余控制权”与“剩余索取权”配置错位,必然使企业所有者对经营者监督不利、激励不足,企业的经营者就可能因缺乏相应的激励机制和约束机制而通过“偷懒”或者是挥霍企业财产来满足自己的私欲,提高自己的效用。因此企业所有权在财务资本和人力资本之间合理配置是有效公司治理的前提。

二、企业所有权的配置与有效的公司治理结构

按照企业理论与公司治理目标,最优的所有权安排应是能充分发挥产权激励与约束作用促使企业参与者的经济行为外部性内部化、降低代理成本、最终实现企业价值最大化的所有权安排。自1921年经济学家Frank, Knight起,诸如Harris和Raviv, Milgrom和Robert (1994)就不断提出并反复研究论证,企业的“剩余控制权”和“剩余索取权”对应(以下简称“两权对应”),即拥有剩余索取权和承担风险的人应当拥有控制权,或者反之,拥有控制权的人应当承担风险,是优化公司治理的前提。这是因为:

第一,只有“两权对应”才能引导委托人事前在寻找代理人时出于自身利益的考虑,有足够的动力花费必要的成本去收集相关的信息,发现并选择最合适的代理人(经理);在事中有足够的动力去监督考评代理人的业绩;事后根据考评的结果对代理人实施奖优罚劣,直至解雇不称职或不尽职的经理。否则拥有控制权的当事人不享有剩余索取权,无需对自己的行为后果负责,那么这种“廉价的投票权”就无法保证最有才能的人当选为企业经理,而一些平庸之辈便可以通过贿赂不负责任的投票人而登上企业管理的宝座。此外,如果享有控制权的当事人既不能分享因企业经营得当而取得的盈余,也无需承担因企业经营不当而发生的损失,这便使控制权人丧失对企业经理进行必要监督、激励与约束的动力,其结果是诱发内部人控制的局面。我国目前有些国有企业及国企改制上市公司的经营效率较低、经济效益较差与其经营者选择、委派机制不无关系。

第二,只有“两权对应”才能发挥产权与制度自身的激励与约束作用。因为管理人员一经受聘于企业,按照公司法或公司章程的要求就必须授予其一定的自由决策权力,即经理对企业的生产经营决策所形成的“自然控制权”。在信息不对称和经理行为动机难以监督的前提下,如果不赋予其一定的“剩余索取权”,而仅仅是让其获得固定的合同收入,那么经理人员努力工作所获得的利润就成为他本人无法分享的准公共产品,经理会因不愿意替别人做嫁衣而选择偷懒或其他败德行为。因此,如果公司赋予其“自然控制权”就理应同时授予其一定的“剩余索取权”,这样一来“剩余索取权”将对经营者发挥内在的激励约束作用,使其从自身利益出发自觉抵制损害企业利益的行为,积极采取使企业增值的经营策略。

第三,只有“两权对应”才能使剩余索取权获得保障。也就是说只有名正言顺的“剩余控制权”才能保证名副其实的“剩余索取权”,因为投资人在公司中的权力的行使和利益的分享除受相关法律保护外主要靠投票权和其他方式的控制权来实现,如不给剩余索取权以控制权,则投资人将无能力监督代理人的行为,法律上赋予的剩余索取权也就名存实亡。例如,在中国的许多上市公司中,由于国有股一股独大,董事会的组建、管理人员的任命、经营决策、利润分配的方案制定都由国有控股股东操控,中小股东虽然在理论上享有“剩余索取权”和“剩

余控制权”，但因实际上丧失了“剩余控制权”而使“剩余索取权”也名存实亡，表现为面对大股东的侵权，如侵吞、占用上市公司资金，随意改变募集资金投向、虚假陈述、恶意圈钱等管理层的欺诈行为无可奈何，无计可施。^②

综上所述，以上第一点说明“剩余控制权”应跟着“剩余索取权”走，即谁对企业投入了资源，使自身的利益置于企业的经营风险之下，谁对企业就应拥有控制权；第二点说明“剩余索取权”应跟着“剩余控制权”走，即对于掌握企业控制权的人应分配给其相应的剩余索取权以发挥产权和制度的激励约束作用；第三点是说两者的相互关系，即“剩余索取权”是“剩余控制权”的前提，“剩余控制权”是“剩余索取权”的保障，或者通俗地说失去“剩余索取权”的“剩余控制权”将没有动力去选择最优秀的代理人并监督他们制定最优决策；而失去“剩余控制权”的“剩余索取权”将没能力维护自己的权益。不论从何种角度看，“两权对应”对于建立有效的公司治理结构，提升企业价值都至关重要，其有助于使个人经济行为的外部性内部化从而节省代理成本，也只有“两权对应”才有可能实现通常意义上的权、责、利相结合，在这里“权”属于控制权范畴，而“责”和“利”则属于“索取权”范畴。

三、企业所有权的配置方案及企业价值

前已述及现代企业是资本家财务资本与企业家人力资本的有机结合的产物。因此，各方均可以根据各自对企业投入的资本（财务资本或人力资本）的多少而享有企业所有权，这一点可以通过下述会计平衡方程式形象化地加以描述：

$$\text{资产} = \text{负债} + \text{所有者权益}; \quad (1)$$

企业家 债权人 所有者（股东）

$$\text{收入} - \text{成本、费用} = \text{利润} \quad (2)$$

寻找市场、创造商机 生产什么、如何生产 如何在各利益相关者人之间分配

会计平衡方程式（1）包含了这样一层经济学含义：资本家，包括所有者（股东）和债权人为企业提供财务资本并委托企业家在其授权范围内从事经营活动；会计平衡方程式（2）包含了这样一层经济学含义：企业家的责任是制定经营决策，即寻找潜在的市场需求并最终决定生产什么，以确保生产出的产品或提供的服务适销对路，并组织生产活动，即根据既定的经营决策以最经济有效的方式将各要素投入转化成产品或劳务的产出，解决的是如何生产的问题。由此观之，企业的各方参与者，包括股东、债权人、企业家、经理、甚至工人都可对企业的生产经营投入资本，因此按照产权理论都有资格凭借各自对企业的贡献及对企业实施一定的控制权而索取相应的剩余。当然，有效的公司治理绝不是将企业所有权平均分配各方参与者，而是应根据企业参与者各自承担的风险和所做的贡献加以恰当地分配。下面将讨论企业各方参与者对企业贡献的大小和承担风险的高低并提出建议性的企业所有权分配方案。

1. 财务资本与人力资本之间的比较 在传统工业时代，大多数企业是技术相对简单的资本密集型企业，财务资本对企业的生存与发展至关重要，并且随着企业所有权与经营权的分离，财务资本一旦进入企业就与其所有者相分离并被暴露在各种经营风险甚至是被经营者滥用的风险下，此时人力资本的作用尚未得到充分体现，另外由于此时生产技术相对简单，人力资本的“专用性”不强且很容易从一个领域退出而进入另一个领域，使其承担的风险相对较低。因此，不论从对企业贡献和承担风险的角度看此时均应让财务资本占有更多甚至是绝对占有企业的所有权，这就是传统工业时代“资本雇佣劳动”的由来。然而随着知识经济时代的形成与发展，企业所面临的生产经营环境和社会财富创造的方式已发生了革命性的变化，高新技术产业的产生与发展不仅要依靠财务资

本更主要的是依靠高新技术和优质的人力资源,诸如比尔·盖茨、戴尔等精英对社会进步和企业财富创造的贡献已远非财务资本所能匹敌。此外社会分工的细化和生产的专业化使人力资本逐渐依赖于所服务的企业形成了一定数量的“专用资产”,资产锁定性的增强加大了人力资本所承担的风险,此时基于人力资本的贡献性及所承受的风险,在企业所有权配置上也必须赋予其应有的地位,否则就无法实现最有效的公司治理机制。例如在美国,高科技公司已不断通过实施股票期权计划,管理层持股,员工持股等计划来强化人力资本对企业事务的参与及利润的分享。上述不同时代及产业背景下,财务资本及人力资本发挥的作用、所承担的风险及各自应享有的企业所有权情况可用下表简单加以描述。

项目 时代与行业背景	资本类别	贡献性	风险性	合理的产权配置比例
传统工业时代的传统产业	财务资本	大	高	高甚至全部占有
	人力资本	小	低	低甚至不占有
新经济时代下的高新技术产业	财务资本	较大,但逐渐减弱	高	较高,但有所下降
	人力资本	较大,并逐渐增强	逐步提高	较高,并有上升要求

根据表中描述,随着知识经济时代形成与发展,有效的公司治理应做到继续强化财务资本的“控制权”,以保障其“索取权”和对人力资本的监督能力;同时提高人力资本的“索取权”,以激励约束他们更好地行使“控制权”。

2. 财务资本内部各要素之间的比较 首先就财务资本投入者而言,从对企业提供资本、所做贡献的角度看股东和债权人没有任何区别,然而两者面对风险却迥然不同。因为各国的“公司法”和“破产法”,大多要求:(1)在企业处于正常生产经营状态(持续经营)下,不论企业盈亏与否对其债务必须做到到期还本付息,而股东则不能从企业抽回投资,也无法保证获得稳定的收益;(2)在企业处于破产状态下债权人索偿权在前,股东索偿权在后。以上分析表明股东与债权人之间,股东是企业最大的风险承担者,因此理应优先享有企业所有权,债权人尽管也可凭借为企业作出了贡献而参与公司治理,但因承担风险小而地位次之。这是因为为了防范和控制风险股东最有动力去选择最优秀的经理并监督经理制定、执行最优决策。

3. 人力资本内部各要素之间的比较 根据企业内各类成员的工作性质,可以将企业内人力资本分为:(1)决定生产什么和生产多少的经营成员,简称管理者,尤指高层经理;(2)决定如何生产和设计产品工艺流程人员,简称工程师;(3)负责具体操作的工人。张维迎(1996)证明:“最优的安排取决于每类成员在企业中的相对重要性和对其监督的难易程度。”首先从重要性角度看,管理者的工作是面对外部的不确定性用自己的智慧和经验进行着非程序化的决策,他对不断变化的经济环境的观察、反应、应对能力及工作积极性对企业的生存、发展可谓至关重要,甚至是生死攸关,中国“一人可兴邦”的理念和西方人注重企业家素质的思想均强调了管理者的重要性。其次从监督的难易程度看,受信息不对称和工作性质的影响,股东观察和监督经理的信息成本高、效果差,而经理观察和监督工人就相对容易些,即存在着监督的不对称性问题。因此不论是从贡献角度还是从监督的角度来看管理人员、技术人员都应比工人拥有更多的企业所有权。因为授予管理者相对多的“剩余索取权”有助实现“两权对应”,这种安排既可以对经营者形成产权激励与约束又可以调动其监督工人的积极性。经济学家早已证实:要想保证监督机制发挥作用就应授予监督者以“剩余索取权”,否则他将丧失监督的积极性。总之,从各类成员对企业的相对重要性和对其监督的难易程度出发,将企业所有权相对多地分配给经营成员将产生较少的“总”激励损失,因为在这种安排下生产成员自我激励的弱化可以通过经营成员对他们的监督来弥补。

(下转第77页)

果公司在披露前瞻性信息时伴有有意义的警戒性声明,表明该信息的前瞻性本质并指出可能导致预测无法实现的风险因素,那么法院将认为该项信息中的不实陈述或遗漏不具有重大性,或者投资者对该信息的依赖是不合理的,从而免除公司的责任。《私人证券诉讼改革法》也为伴有足够的警戒性声明的陈述提供了安全港。信息披露分为两种:历史信息的披露和前瞻性信息的披露。前瞻性信息的披露对投资者具有指导作用,但是由于带有更强的不确定性,因此需要给予保护。上市公司可以充分利用“提示注意”原则和安全港条款对上市公司的保护作用,在进行前瞻性信息披露的时候,做到符合“提示注意”原则和安全港条款提出的前提条件和要求。同时,“提示注意”原则和安全港条款对我国证券法的完善也有重大的借鉴作用。

(作者单位:复旦大学 上海WTO事务咨询中心)

注释:

- ① In re Sina Corp. Securities Litigation, Slip Copy, 2006 WL 2742048, S.D.N.Y., 2006.
- ② 10b-5规则(Rule 10b-5)是美国证券交易委员会(SEC)为配合实施《1934年证券交易法》(1934年法)第10b条,而制订的一个全方位的反欺诈规定,适用于与证券交易有关的各种欺诈行为。
- ③ Harris v. City of New York一案中确立该规则。
- ④ Halperin v. eBanker USA.com, Inc.
- ⑤ 17 C.F.R. § 240.10b-5.
- ⑥ Kalnit v. Eichler.
- ⑦ 在Rombach v. Chang一案中。
- ⑧ Basic Inc. v. Lexinson.
- ⑨ 此外, Resnick v. Swartz.

(上接第26页)

四、结 论

综上所述,企业的所有权应按企业各方参与者对企业贡献的大小和承担风险的高低来分配。在现代企业中,就总体而言有效的公司治理应通过强化股东大会和董事会的职能来加强财务资本对企业的“控制权”,通过管理层持股、员工持股等手段提高人力资本对企业的“索取权”;就财务资本内部而言,应让承担风险大的股东拥有相对多的企业所有权;对人力资本内部而言让重要而难以监督的管理人员(包括关键技术人员)拥有相对多的企业所有权。如此所有权配置将有效促进“两权对应”,以便发挥产权的激励与约束作用,使参与企业各方决策行为的外部性内部化,从而降低总代理成本、提高企业价值。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] 陈信元,陈冬华,朱凯.股权结构与公司业绩:文献回顾与未来研究方向[J].中国会计与财务研究,2004,(6).
- [2] 张俊瑞,赵进文,张建.高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J].会计研究,2003,(9).
- [3] 李跃平.薪酬激励在我国公司治理中的运用[J].经济社会体制比较,2003,(3).
- [4] 刘斌,刘星,李世新,何顺文.CEO薪酬与企业业绩互动效应的实证检验[J].会计研究,2003,(3).
- [5] 张晖,陈志广.高级管理人员激励与企业绩效——以沪市上市公司为样本的实证研究[J].世界经济文汇,2006,(6).
- [6] 李增泉.激励机制与企业绩效[J].会计研究,2000,(1).
- [7] 魏刚.高级管理层激励与上市公司经营绩效[J].经济研究,2000,(3).
- [8] 周其仁.市场中的企业“一个人力资本与非人力资本的特别合约”[J].经济研究,1996.

注释:

- ① 广义的控制权应包括:一是选择经营者的权力,二是监督经营者的权力,三是经营决策权(张维迎,1996)。
- ② 目前实施的流通股股东分类表决机制已明显缓解了此类问题。