

从宝万之争看企业控制权的归属

赵强 吴祥

摘要：本文通过理论归纳和宝万之争的案例分析，提出企业控制权归属问题，以契约理论和企业家精神理论为切入点，对企业的本质进行总结，进而分析企业控制权的本质，并阐述控制权归属于谁对企业的发展才是有利的，认为应该将企业控制权交给使企业福利最大化的一方，也即由相对价值更高的一方拥有企业控制权。通过对实践中具体对赌协议、高科技企业IPO股权制度设计案例的分析，论证了企业控制权应交给对企业贡献最大的要素提供者。本文的研究对于完善我国资本市场的制度建设提供了参考意见，即在控制权确定方面，证券监管部门应当给予证券市场参与者更多选择权，而不局限于现行唯股权控制论的单一模式。

关键词：企业控制权；契约；企业家精神；股权制度

中图分类号：F275.3 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2020)11-0040-06

2015～2017年，资本市场的宝万股权之争吸引了国人的高度关注，虽然随着国家政策监管层面和深圳地铁的介入，股权之争尘埃落定，一场资本市场大戏落下帷幕，但是该事件带给我们很多思考，如企业到底属于谁？在企业中，将企业的最高权力赋予所有者还是经营者对于企业来说是合适的？该如何选择？传统代理理论中的两权分离，所有权、经营权具体界限该如何厘清？本文拟在该方面做些探讨。

一、问题的提出：企业控制权到底归属于谁

企业控制权是指支配使用资产的一项权利，从法律上看具有排他性，尤

其是利用企业资产从事市场经营的决策权。新古典经济学理论认为，有限责任公司的股东对公司的债务承担有限责任，主要是以其出资额为限，股东也理所当然地成为了公司的所有人，拥有对公司的控制权，享有公司的剩余利润索取权。债权人、管理层、员工都是企业的利益相关者，他们或多或少地参与到企业的经营生产过程中，在某种程度上，企业的效益也直接决定了利益相关者的经济利益，但是这些利益相关者无法同股东相提并论，无法分享企业的控制权。企业的控制权归属于股东，这种观点从公司产生以来，就被奉为是不言而喻的“公理”，被企业的各方利益相关者所遵循。我国乃至世界范围内的

多数政府也都在公司法、证券法等相关法规中有股东是企业所有人、股东大会是最高权力机构的规定和说明。

但是，前段时间宝能公司对于万科控制权的争夺案例中，诸多学者、企业家以及万科的中小股东、客户（购买万科物业）或多或少地表达出了对王石管理层特别是王石本人的同情和惋惜，不少人惊讶于王石（管理团队）对万科集团所持有的股份之低，与其在万科集团发展过程中发挥的重大作用严重不匹配，潜意识里认为万科应该是归王石（管理团队）“所有”，早就应由其控制才对，怎么突然多出个第一大股东华润，又怎么半路上杀出了个宝能公司？如果真实的逻辑同新古典经济学理论

作者简介：赵强，中国核工业集团有限公司财资部主任，高级会计师；
吴祥，中国核工业集团有限公司预算处副处长，中央财经大学会计学院博士研究生。

认为的那样：股东理所当然地应该拥有企业的控制权。那么为何有那么多人替王石（管理团队）鸣不平惋惜？这不禁让人遐想，公司的控制权是不是一定要归属于股东？是不是还有别的可能性？探讨公司控制权的归属，有必要研究公司的本质，本文从契约理论、企业家精神探讨企业及企业的控制权，并结合实践中企业控制权的控制方法和过程，得出有关结论并提出政策建议。

二、从契约理论看企业控制权

1937年，科斯阐述了企业的本质，提出企业是市场的一种替代，通过企业这一个契约，签订一次合同，取代市场交易过程中存在的多个契约，节约了交易费用。在契约理论看来，企业本质上就是一系列契约的结合体，具体来说就是用要素市场的合约来代替市场交易合约，物质资本所有者、人力资本所有者与企业签订合同之后，相关生产要素便纳入到企业边界内，按照合约的内容，各要素履行应尽的义务，并取得约定的权益，在企业内部，通过计划、权威，组织生产经营活动。

在科斯的研究结论中，传统的企业合约只陈述了有关要素供给的范围，而如何完成有关供给的具体细节成为企业家可在签约日后行使的权利。概括地说，在企业合约中，有关权利的条款是没有事前完全界定的，要素购买方有权利在合约执行过程中再追加约定的一种特别合约。这也意味着契约的表现形式有完全契约和不完全契约两种：完全契约中，当事人可以设计出一种涵盖未来所有可能情况的契约，可以明确规定双方的权利和义务；但是不完全契约理论则相反，它认为由于人的理性是有限的，是无法预见未来可能发生的情况，即便能够预见那也是没法全部在契约中体现出来的，由此不完全契约是常见的契约情况。

两个或两个以上缔约人通过产权交易来合作利用各自的资源，这就构成契约的内容。契约中最少有双方缔约人，所以说没有两个或两个以上的资源所有权，就没有“市场合约”。市场契约是多个所有权之间为了某种目的，彼此之间做出一定的承若，因此，就不会有人问“这个契约属于谁？”在契约理论看来，契约既不属于任何单方的所有权，也不是由相关各参与方共同拥有。企业本质上就是一系列多项合约的结合体。企业是市场契约的观点，同时就隐含着“企业不能只有一个所有权”的思想。因此对于企业属于谁这类问题，更准确的提问应该是企业契约中，对公司控制权归属的约定，更倾向于判定（约定）给谁？假定非人力资本提供者也即是物质资本提供者（资方）、人力资本提供者共同签约成立企业，双方签订的是完全协议，就可以在企业成立（合约签订）时，确定下来谁对新成立的企业拥有控制权。完全协议背景下，合约双方经过筛选、博弈和协商，最终确定下合作的对象以及各项合约条款，在此之前，双方在各自的要素市场中经过充分的竞争，体现在非人力资本提供者和其他的非人力资本提供者之间竞争，人力资本和其他人力资本提供者之间竞争。在各自要素市场的竞争过程中，要素双方对企业的价值就被体现出来，对企业来说更为重要的要素在新成立企业中也就获得更多的主动性，往往也就是获得了新企业的控制权。当市场中资金异常稀缺时，非人力资本提供者议价能力更高，更容易获得企业的控制权；而当人力资本在企业发展中发挥不可替代的作用时，人力资本提供者往往也就拥有企业更多的话语权了。

而在不完全契约背景下，由于缔约双方无法就未来的各种情况作出准确、详尽的约定，那么，在这种情形下，双方该如何约定？哈特（1986、1990）就

因为在不完全契约方面做出了重大贡献而获得2016年诺贝尔经济学奖，哈特先后提出GHM理论和最佳证券设计理论，把契约参与人的权利分为可明确界定的特定权利和剩余权利（即所有权）。在契约不完全的情形下，必须明确谁拥有事后的剩余控制权。为了最大化总产出，剩余控制权应该安排给对总产出重要的一方，事后的控制权配置应该要以总体福利最大化为原则。

依据哈特的理论，企业控制权（剩余控制权）应由契约约定给能为企业带来更多效益的要素一方，可能是资本方，也可能是劳动供给方，而不一定都是归属于资本方。理论上，当资本在企业后续发展中更重要时，资本提供者将拥有控制权；而当人力资本更为重要时，人力资本将拥有控制权。在古典企业里，企业的物质资本同时又兼任企业管理者和企业家，非人力资本与人力资本的所有者合为一人。资本家在古典企业里一身多任，并不需要作为财务资本家的自己与作为经理和企业家的自己签订契约，这就构成“资本家拥有古典企业”命题的认识论起源。周其仁（1996）认为，人们常讲的早期经济发展中“资本的相对稀缺”，财务资本家更为重要，那不过是对企业财务资本家和企业家人力资本不加区分的一种模糊的判断而已。

张维迎（2014）指出，一方面，企业契约理论解释了企业的存在以及企业内部所有权和激励的重要性，加深了人们对企业作为一种制度的理解；另一方面，契约理论最大缺陷是没有对企业家在企业形成中的作用予以足够的重视，契约理论中的企业仍然是没有企业家的企业。周其仁（1996）认为，早期的制度经济学家未能关注到人力资本在企业契约中的重要性，主要是因为20世纪60年代现代人力资本理论兴起之前，经济学家更多地关注土地和资

金,对劳务要素的研究,要比对土地和非人力资本研究薄弱。而伴随学界对人力资本,特别是企业家及企业家精神的研究,人们日益认识到了人力资本的重要性。

三、从企业家精神看企业控制权

在企业内部,企业家以及凝聚在企业家身上的企业家精神是企业的一项重要资产。企业家这一术语最早由康替龙(1730)引入经济学中,而萨依(1800)首先强调了企业家的重要性,穆勒(1848)在英国推广了这一术语,但是在这之后,很长一段时间内,企业家这个概念几乎在经济学文献中消失了,鲍莫尔后来指出,企业家的“消失”与新古典经济学的兴起有关,在新古典主义关于厂商的理论中,企业家填补了被称为“固定要素”的那个缺口,企业家才能的高低决定了厂商有效规模的限度,在新古典经济学理论中,企业家的作用是静态和被动的,这反映了该理论强调的是完全的信息(这使得管理和决策变得无足轻重)和完全市场,在这种状态下,毋需企业家的干预。

奈特(1921、1967)从不确定性的角度阐述了企业家的功能,由于未来充满了不确定性,不确定性便带来了风险,该风险是不可测,并无法回避的,在不确定性环境下做出决策的人,必须承担决策的全部后果,这类人员就是企业家,企业家在企业中发挥的作用就是应付不确定性。熊彼特(1934)重新提出企业家是经济发展的带头人,其作用在于创新,或实现新的组合,创新包括有新产品、新工艺、新市场、新原料及新的组织方式,其讲解的企业家并不直接参与发明,而是决定如何组织分配资源,以便更好实现发明。因此,在熊彼特看来,企业家发挥的是管理和决策的功能,哈耶克(1937)、柯兹纳(1937)等人积极改进了这一观点,他们的研究

指出企业家在获取和使用信息方面的作用,企业家对市场中的利益机会异常敏感,并且有能力通过套利型的经营来谋取利益,这使得企业家成为市场中的重要因素。

舒尔茨(1960)通过分析国家和地区长期经济增长规律,发现有一些经济增长的速度是传统经济学没有办法解释的,进而提出人力资本的概念。他的研究认为,在经济发展过程中,只要人的质量提高,把科学技术运用到生产当中去,同样可以实现经济的快速发展,正是由于人力资本的存在,会使社会的经济资源变得更有价值。该理论意义重大,改变过去人们重视土地、劳动力、机器、资金在经济增长中发挥重大作用的认识,第一次明确指出人的质量、智力、对风险的态度、进取心、知识的累计程度以及技能的熟练度对社会发展同样起着重大作用。

阿尔钦和德姆塞茨(1972)提出团队理论,认为企业的本质就是一种团队生产方式,在团队中会存在偷懒行为,因此就需要对监督者进行额外的监督和某种激励,同时,由于对监管者的监管成本过于高昂,阿尔钦和德姆塞茨主张“以剩余索取权来激励企业监管者”,强调了剩余索取权安排的重要性。在詹森和麦克林(1976)的委托代理理论看来,企业中存在的代理成本是所有权结构的决定因素,因此企业内让经营者成为完全剩余权益的拥有者,能够大力降低甚至使消除代理成本。霍姆斯特姆和泰勒尔(1989)的研究进一步指出了所有权在解决企业激励问题中起着重要作用,研究结论显示所有权应该与边际贡献最难计量的投入要素相联系。

杨小凯和黄有光(1995)指出市场很难对企业家的活动进行直接交易,其交易效率低,因而在市场对其直接定价的成本较高。企业的组织形式将企业家功能卷入分工,在市场中不直接

对企业家活动的投入和产出进行买卖,卖“想法”的人最好的策略就是自己组织企业,依据自己的“想法”进行生产,在支付雇员工资及有关成本后,倘若还有剩余,那么剩余的收益就是“想法”的间接价格。如果是一个被市场认可的“想法”,其间接价格(收益)就高。如果是个馊主意,那就只有亏本的份了。因此,杨小凯和黄有光主张让那些不容易监督的人(企业家)同时拥有企业的剩余索取权和剩余控制权,以作为对其劳动的间接定价,避免对其直接定价和买卖。哈特(1995)等人修正了非人力资本拥有企业所有权的观点,相信最佳的所有权安排是总盈余最大化的所有权结构,主张拥有重要投资或重要人力资本的一方应该拥有所有权。

拉杰和金格拉斯(1998、2000)指出企业发展中的关键资源可能是人力资本,也可能是非人力资本,进一步指出在创新性企业发展中,具有不可让渡性的人力资本更多成为了企业存在和发展的关键。

国内也有大量研究关注到企业家的概念,周其仁(1996)把企业看成是人力资本与非人力资本之间的一个特殊契约,指出人力资本的特殊性,不同于机器、厂房、骡马这类资产,你购买之后就完全拥有了这类资产的产权,可以按照自己意愿使用。人力资本天然归属个人,而且只能属于个人,非“激励”难以调度,即使是奴隶时代,农场主也是想尽办法去激励奴隶(巴泽尔,1977)。福格尔(1972)发现为了节约奴隶制的费用,一部分奴隶主必须善待奴隶,而且创新出定额制,即允许奴隶在超额完成既定动作后,可以拥有属于“自己的”私产,这种情况下,部分“优秀”的奴隶有了积累财富的路径,甚至攒钱买下了自己,成为法律上的自由民,这也是为什么企业中的土地无须激励,银行资金无须激励,厂房机器、建



图 / 陈刚

筑设备无须激励,而人力因素就非谈激励不可,本质上是由人力资本的产权特性决定的。正是人力资本的这一特点,使市场的企业合约不可能在事先就约定好一切事项,而必须保留一些事前说不清楚的内容并由激励机制来调节。

张维迎(1994、2015)认为从本质上说,企业是企业内部成员相互间的一种契约,是一种合作组织,企业制度的目的是界定成员间的权力与责任。所有企业成员共同努力才能形成收入和利润,在企业实践中,准确衡量出每个个体所做的贡献是极其困难的,因此,企业制度首要解决的问题就是如何使员工有勤奋工作的积极性;其次是人才(特别是企业家)选择机制,即如何把有才能的人选拔任命到最需要的岗位?企业制度通过剩余索取权和控制权的分配来解决这两个问题。企业家的决策是在非常不确定的情况下做出的,最难直接评估。具体实践安排中,剩余索取权和控制权应该尽可能分配给企业中最难监督、最具有私人信息的成员——也是企业家。张维迎主张在

企业中,负责经营决策的企业家应该拥有较多剩余索取权和控制权,强调企业家以及凝聚在企业家身上的企业家精神的重要性,认为这种精神是市场最为稀缺、最为重要的资源,他尝试构建一套以企业家为中心,以契约关系为本质的企业理论,这就近乎“劳动也可以雇佣资本”的观点了。

在20世纪60年代,西方经济学中的人力资本理论兴起,人们更加认识到,知识及人力资本已经成为现代经济发展的重要因素。人力资本在企业、社会成长进步过程中发挥着“发动机”作用。这也正如布劳代尔(1977)指出的那样,在历史上任何时代都发生过“一些钱财找不到投资场所”的时刻。这也就是说,即使在传统的制造业企业内,真正稀却的是凝聚在企业家身上的人力资本,而不是财务资本。更不用说在人力价值凸显的今天,人力资本的相对稀缺性也必将在企业所有权的分配过程中得到体现。

那么在真实经济世界里,人力资本与非人力资本(物质资本)之间是如何

协商、博弈的呢?周其仁(1997)通过调研横店公司股权及控制权状况,认为企业家对企业控制权的获取并不是自发形成的,企业家的控制权是在无数次的斗争和“讨价还价”中取得的,是在制度改革和创新过程中形成的,企业家控制权的来源主要是横店集团控制人身上的企业家和制度企业家的才能,这种能力经过市场的验证,而逐渐得到了认可,体现着“强权界定权利”的原则(Umbeck, 1977)。

随着经济的发展,我国的要素市场日趋成熟,各种融资方式不断从国外引进,金融领域的契约创新不断涌现,这为我们进行非人力资本和人力资本是如何争夺企业控制权的研究提供了绝佳的案例。

四、实践中企业控制权的确定

(一) 对赌协议

对赌协议直译意思是估值调整机制,一般发生在收并购过程中,也伴随着一个融资、吸引投资的过程,投融资双方(也可以说是并购、出让双方)对

于未来不确定的情况进行一种约定,如果未达到约定的目标,那么为保障投资人的利益,投资方则行使一种权利,通常是对企业进行控制或者是要求对方提供回购;如果实现了预定的目标,那么融资方则可以行使某种权利,通常是双方进一步深入的合作,或者是给与融资方一项重大奖励。进入21世纪后,作为融资的一种方式,对赌协议案例层出不穷。简单地分析,企业管理层(企业家)在创业早期,拥有对创业企业的绝对控制权,管理层拥有企业家的才能,能够敏锐捕捉到市场的信息,并快速做出反应,从而获得收益,拥有很好的计划方案和管理才能,但是,在发展过程中,缺乏资金。资本所有人通过调研分析、前期考察,决定对管理层创业的企业进行投资,但是,投资过程中会附加一条特别的条款,往往会要求企业在将来的一段时间内经营业绩达到一定的预期,或者实现某项标志性任务(比如说3年内实现上市)。如果被投资企业在接下来一段时间内实现了约定要求,那么双方将会履行一个有利于管理层的合约,通常是管理层继续以很优越的条件融资,继续掌控创业企业;而一旦未能实现约定要求时,投资方将要获得补偿,这种补偿代价也是极其昂贵的。2003年,蒙牛在发展过程中,资金压力大,为获得摩根士丹利领衔的投资,蒙牛管理层同投资人签署了一份基于未来业绩增长的对赌协议。合同双方约定,未来三年(即从2003~2006年),蒙牛乳业的复合年增长率不能低于50%。若业绩未达到该目标,公司管理层将向摩根士丹利转让6000万~7000万股的公司股份;倘若业绩增长实现了该目标,那么摩根士丹利等投资人将对等奖励相应的股票给蒙牛管理层。仔细分析该条款,其实本质上它就是一份双方基于管理层才能的议价协议,当管理层才能得到了市场的认可,企业业绩

取得预期效果后,由管理层(企业家)拥有更多的控制权,而当管理层(企业家)未能得到市场的认可时,资本提供者将在企业中得到更多的话语权,甚至是把管理层赶出创业企业,完全接管或者处置掉创业企业。2014年,由于未能实现对赌协议中约定的在2012年年底实现IPO的要求,俏江南的创始人张兰拥有俏江南的股份按照协议要求,经过一系列的转换变卖后,由原来的89.47%下降到17.3%,丧失了对企业的控制权。当然,类似的例子还有很多,包括像永乐电器、太子奶、雷士照明等一大批企业。这些案例中有管理层最终实现约定要求,赢得对赌协议,抓住企业控制权,也有于对赌中折戟,丢失企业控制权的。对赌制度安排是在资本市场、劳动力要素市场高度发达的基础上孕育出来的,借助于对赌协议的内容,我们可以清晰地看出人力资本与非人力资本在企业控制权争夺过程中的动态逻辑过程。

(二) 同股不同权的约定

古典企业中,股东是企业的所有人,股东大会是企业最高的权力机构,制定企业的发展战略,企业在生产经营过程中的重大事宜需由股东大会审议批准,股东表决的基础是股票数量,每股一票,在企业内,占据多数股份的股东将拥有控制权。我国最新的《公司法》明确指出:股份的发行,实行公开、公平、公正的原则,必须同股同权,同股同利,企业同一次发行的股票,每股价格和背后的权利应当相同,任何组织、机构或者个人所购买的股份,都应当支付相同的价款。这便是“同股同权同利”的由来,也是世界范围内大部分国家普遍采取的制度安排。

而进入21世纪后,在美国资本市场创新出AB股的制度,即将股票分为A、B两种类型,通过机制约定外部投资者持有的1张A普通股有1票投票

权,而部分特定管理层拥有的一张B系列普通股每股则有N票(通常为10票)投票权。A、B股同股不同权,通过持有很少的一部分股份就可以实现对公司的控制,确保了创始人和管理者实现对公司的绝对控制,同时外部投资人通过股份的增加,也实现了目标的收益。

以2014年上市的谷歌为例,谷歌公司在上市前夕引入AB股制度,分为A、B两类同价股票,企业创始人获分配B股,其他公众股东则获分配A股。在AB股双股并行的制度下,B股的每股投票权为A股的10倍。按照股权结构设计,谷歌创始人及部分核心高管通过持有B股,实际共获得70%以上的投票权,创始人和核心高管团队能够让渡出较多股份,吸引更多外部投资人,同时以较少的持股实现了对公司的掌控。比如说百度公司在上市前夕,公司创始人李彦宏与妻子合计持有558万份普通股,其中A类股9万股,股票投票权仅占0.09%,但其持有的B类股为549万股,拥有的投票权高达68.08%,通过该制度设计,在百度公司股权中,李彦宏夫妇仅持有20.78%的股份,实现了68.17%的控制权。还有2015年在美国上市的京东集团,得益于AB股制度的安排,其创始人刘强东在只有15%的股权前提下,获得80%左右的投票权。

正是因为同股不同权的合伙人制度未能通过香港交易所的认可,阿里巴巴绕道去美国上市,借助于合伙人制度,以马云和蔡崇信为代表的管理层握有集团的控制权。此外,马化腾在其创立的腾讯公司中,持股比例只有10%左右,但第一大股东来自南非的MIH集团对管理层给予了充分信任和肯定,与管理层签订投票权委托协定,达成一致行动人,由此,马化腾等创始人也可以将腾讯集团牢牢控制在手中。

上述创业型企业的公司股权制度安排,并不是由于资本方的无私,主动

让出控制权,而是资本方清楚地认识到人力资本在这类企业中的重要性,通常情况下,在科技创新型企业发展中,都具有一部分灵魂人物,或者说一些至关重要的几个关键人物,一旦失去这些人的参与或努力,公司很容易失去方向,更谈不上呈几何倍数的快速增长了。和哈特的研究一致,企业的控制权应该给对企业贡献最大的一方,是对所有人都有利的制度安排,能够最大化实现各方的利益。人力资本在科技类企业的重要性要远高于其他类型的企业,或者说相比较传统行业,科技类企业中核心人力资本更加不可替代,这也是为什么在国内外的科技类企业中,其管理层拥有控制权的比重远高于其他类型的企业。其实,早在阿里巴巴实施合伙人制度前,管理层就曾经在互联网行业最艰难的时期,出售过企业的股权给雅虎公司,导致在一段时间内,管理层丧失了对企业的绝对控制权,而后经过一系列的运作和斗争,管理层重新夺回控制权,这个过程也验证了企业控制权是随着要素对企业重要性的波动而不断调整的。

回归到宝万双方之争,首先可以肯定,该事件的发生显示出我国证券市场的快速发展与逐渐成熟,各要素在现有的制度范围内采取措施,展开对企业的控制权的争夺,维护各自的利益,这无可厚非,更涉及不到道德的范畴。只是王石等管理层处于被动的局面,这更多的是受现有制度的掣肘引起的。由于我国一直强调同股同权,未曾推行过AB股制度,所以,虽然管理层在万科公司发展过程中发挥着重大作用,但是也无法通过股权安排,获得控制权。此外,万科管理层和前任第一大股东华润集团之间早期的融洽合作,正是基于华润集团对万科管理层经营才能的认可,所以从2000年开始,华润集团成为万科第一大股东后,就放手万科管理层去

运作,鼎力相助,不加干预。这种关系类似于马化腾与南非MIH集团之间的关系,只是后者二人通过白纸黑字的协议,约定了马化腾拥有南非MIH集团股份的投票权,而前者更多的是种口头约定——“隐形”契约,不能把这种契约书面化的原因应该有多种,既包括文化上的因素,也基于华润集团作为国企的身份,转移其拥有股份的投票权给公司管理层,就不免涉嫌国有资产流失的风险,这其中的难度可想而知,这种隐形契约的“漏洞”就让宝能资本后期的乘虚而入埋下了隐患。当然从理性角度来看,在成熟的资本市场上,万科控制权的归属应该交由市场来决定,由市场对要素双方进行出价,最后把控制权交给对企业最为重要的一方,这是对各方都有利的结局。

总之,在古典企业理论时期,专业化分工程度有限,金融资本还未完全独立于传统产业,企业的创始人同时发挥着人力资本和非人力资本的功能,从而企业控制权天然归属于企业的创始人。而当金融资本日趋发达,特别是建立在资本市场基础上的股权融资盛行背景下,企业将产生两位股东,一是以人力资本为代表的管理层,二是以非人力资本为代表的资本方,企业的控制权何去何从?到底归属于哪位股东方?本文通过理论归纳和案例分析,认为应该将企业控制权交给使企业福利最大化的一方,也即由相对价值更高的一方拥有企业控制权。企业不同要素的相对市价情况,是由一切进入企业合约中的要素市场竞争来决定的。与此同时,我们也要认识到缺失高度发达的经理人市场、劳动力市场以及资本市场,没有这些铺垫,就难以成就出一个个现代化企业。我国的证券市场也应主动改革,在IPO制度及公司治理制度设计上,给与市场参与方更多的选择权,甚至制度设计权,一方面促进上市公司治理的进一

步提高,为企业的成长提供坚实制度基础;另一方面也吸引更多的优质企业资源,促进我国证券市场的健康、持续发展。□

责任编辑 武献杰

主要参考文献

- [1]Oliver Hart, Grossman, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. Journal of Political Economy, 1986, (8) : 691-719.
- [2]Schultz,T. Investment in Human Capital [J].American Economic Review, 1961, (3) : 1-17.
- [3]Stigel, G, and C. Friedman, The Literature of Economic, The Case of Berle and Means[J].Journal of Law and Economic, 1983, (26) : 237-268.
- [4]Alchian,A.and Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization[J]. American Economic Review, 1972, (62) : 777-795.
- [5]周其仁.市场里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约[J].经济研究, 1996, (6) : 2-5.
- [6]张维迎.企业的企业家——契约理论[M].上海:上海三联书店和上海人民出版社, 1995.
- [7]郑凤田.美国人企业家精神·序言[M].北京:中国经济出版社, 2001.
- [8]张维迎.企业家——经济增长的国王[M].北京:北京大学出版社, 2014.
- [9]张维迎.经济学原理[M].陕西:西北大学出版社, 2015.