

股权价值决定：一种基于经济权力的 证券资产定价模型^{*}

张屹山 董直庆 王林辉

内容提要：本文在 Nash 讨价还价模型的基础上，以企业要素所有者博弈入手，以资源和经济权力禀赋为视角，重新演绎了非对等资源禀赋和权力结构下的股权定价模型。指出，股权价值取决于股东的资源和权力禀赋结构。即股东资源价值越大，则控制权越大、剩余分配越多，该股东实际股权价值越高；股东间资源禀赋越不对等，控制权结构越不平衡，企业利益侵占越严重，弱势股东的实际股权价值越低；在现实经济中，股票并非天然体现“同股同权，同股同价”特性。

关键词：股权价值 经济权力 剩余分配

作者简介：张屹山，吉林大学商学院院长、教授，130012。

董直庆，吉林大学数量经济研究中心博士后，副教授，130012。

王林辉，东北师范大学经济学院副教授，吉林大学商学院博士生，130117。

中图分类号：F830 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2007)09-0049-07

一、前言

企业是相关利益者的企业，随着经营环境复杂化和专业化，“劳动雇佣资本”、“技术雇佣资本”、“劳动与资本合作”逐步取代了“资本雇佣劳动”的企业组织形式，企业更多体现为所有要素所有者的资本禀赋差异及相互间合作的合约关系，企业组织模式呈现出多元化特征^①。

要素所有者向企业投入资本（物质资本或人力资本），共同参与企业剩余价值创造，就必然要求分享企业产权和剩余收益^②。若当事人行为和企业的产出均可测，在完全信息和竞争环境下，物质资本所有者（股东）、员工、经理人、政府均将以要素贡献（要素边际生产力）来分配企业剩余，企业生产和分配效率达到最优，实现帕累托最优均衡^③。当然，这种最优均衡结构是建立在企业主体边际贡献和产出可测、信息完全和平等博弈原则基础上。但在现实世界中，信息不对称、企业内部人行为和真实产出不可测、资源禀赋不对等是现实经济的主要特征，信息不对称下不知情者就完全可能为知情者（内部人）承担风险并可能遭受利益侵害，导致无法实现最优帕累托分配均衡。同时，不对称信息和不对等地位决定了强权主体完全可能获得超额的企业剩余^④。正如 James Mirrlees (1996) 指出，传统企业治理对于剩余分配研究基于当事人对等的经济地位，无法解释现实经济个体资源禀

* 本文感谢国家社会科学基金青年项目(006CJL009)、中国博士后科学基金项目(20060390910)、吉大哲学社会科学精品项目(419060200018、2005QN016)、东北师大人文社科校内青年基金项目(2005QNR002、06QN008)资助。

① 新型企业资本包括物质资本、人力资本、一般人力资本、组织资本、社会和金融资本(杨继国、安增军, 2004)。

② 企业所有权包括剩余索取权和剩余控制权，当然所有权的范围还不尽于此。谢德仁(2002)认为，企业是四类合约的集合体，包括要素所有者间的合约；组织资本创造和增值的合约。

③ 传统文献主要关注知识含量大，创新高，可测度小的经理人，即职工从人力资本问题中消失了(姚先国等, 2002)。

④ 初始谈判形成的剩余分配规则与所有权结构并非一成不变，要素所有者行为与约束的变化都将影响博弈个体的谈判力与剩余分配结构。因此，企业剩余分配必然是一个再谈判与合约再缔结的动态过程。

赋差异及社会生产和分配结构的不平等关系。近些年陆续曝光的伊利、中石油等企业的高管腐败事件、上市公司恶性担保事件、高管高薪等均反映了企业剩余侵占问题的严重性。表明,内部人控制、强权利益侵占已经成为当前企业治理中的普遍现象(张屹山等,2005)。

对于企业剩余分配冲突问题,学术界主要集中于两个层面的研究,一是股东和经理人之间。传统企业治理和委托代理理论从信息和资本特性出发,认为委托人与代理人利益冲突问题是企业剩余分配中最为突出的问题。依据英美等国成熟市场中多数上市公司股权结构特征,指出股权分散、两权高度分离下,股东与经营者的利益与权力冲突是企业治理的主要问题。基于对信息不对称、代理问题、巨额交易成本和不可测行为的预期,为实施有效奖惩,“资本强权观”和不完全契约理论下企业治理就成为委托人设计最优委托代理机制,以保护资本投资收益和防止内部人机会主义行为(诸如代理人的逆向选择和道德风险行为的理论);二是内部人和外部人之间的激励约束问题,特别是防范大股东对中小股东的利益侵占。毫无疑问,当前对剩余分配和治理机制的这两个层面,文献都有了广泛的分析,但将企业利益冲突特别是第二层面的问题纳入到企业股权定价模型的研究,目前尚不多见。为此,本文依据不同资源禀赋下参与者对企业剩余分配的博弈性质,重新演绎了非对等经济关系下的股权定价机制。

二、文献回顾

在个体市场权力对等和单边经济关系逻辑下,传统股票价格理论研究主要体现为:

(1) 股权定价理论,包括托宾-q模型和资本资产定价模型(CAPM)等。诸如:托宾-q定义了

单位投资资本在一给定时间内的市场价值: $q(t) = \int_{\tau=1}^T e^{-r(\tau-t)} \pi(k(\tau)) d\tau + e^{-r(T-t)} q(T)$, 存续期为

T ; $q(t) = \int_{\tau=1}^{+\infty} e^{-r(\tau-t)} \pi(k(\tau)) d\tau$, 无限存续期; Lucas(1978)假定消费者风险中性和同质性,得出股票

定价模型: $p_{it} = E[\sum_{j=1}^{\infty} (1+\theta)^{-j} d_{i(t+j)} | t]$; Blanchard and Fischer(1989)利用拉姆齐跨期替代约束得出不确定条件下的资本资产定价模型: $E(r_{it}) = r_f - \text{cov}(U'(c_{t+1}), r_{it}) / E(U'(c_{t+1}))$; Black-Scholes(1973)基于不付红利的美式看涨期权定价模式下的股票定价模型: $p_t = Xe^{-r(T-t)} N(-d_2) - SN(-d_1)$ 。(2) 股权价格性质理论。诸如 Cootner(1964)的有效性模型、Fama(1965)的股权价格非对称性、恩格尔(1982)的 ARCH 模型和布朗运动特性等。

可以看出,传统股权定价模型本质上根源于物质资本“强权观”下的投资资本价值理论,即股权价值是企业未来系列投资收益的利润流现值,这与传统的“股东至上论”——企业应归物质资本所有者股东所有(即资本雇佣劳动)的理论相吻合。也就是说,在企业剩余分配过程中,现实世界信息不完全和要素边际贡献也不可测,要素所有者将无法以要素贡献即要素边际生产力来获取报酬,股东完全占有企业剩余。同时,现实个体对等的经济关系可能很少存在,正是由于个体拥有资源价值的差异,社会资源和企业剩余分配结构更多表现为个体非对等的经济关系。因此,基于物质资本强权观和对等经济关系的研究文献无法真实描述现实剩余分配和股权价值问题。

那么,现实经济个体的资源禀赋和非对等经济权力存在差异,企业真实剩余分配和股权价值如何决定? 企业治理理论指出,现代企业由于个体信息差异、资本专用性程度不同、正交易成本和两权分离特征,企业剩余分配不再完全取决于个体“法定”产权的优势和权利,而是取决于当事人事实的控制权(Hart, O and Moore, 1990, 1998)。在双方利益分配的谈判过程中, Aumann, Robert J., and H. Kurz(1977)、Jan Svejnar(1986)引入了谈判力、威胁点和合约临界点等概念来刻画博弈个体的属性特征,认为谈判力虽是外生的,受制度、环境和其他因素影响不直接进入双方效用函数,但对事实控

制和剩余分配有着正向作用力。周鹏、张宏志(2002)认为个体谈判力越大,控制权越大,企业剩余分配份额就越大。即股东谈判力越大,其股权价值也就越大。

制度博弈理论演绎表明,企业剩余分配和事实控制权主要取决于如下两个因素:企业制度和个体权力禀赋。制度虽规定了当事人对企业剩余分配的原则和事后的执行方式,但事实控制权却决定了企业剩余分配的原则。黄少安、宫明波(2003)指出,企业剩余分配和真实经济的 Nash 均衡解,表面上可能取决于一国的社会文化习俗或制度结构,但一国社会习俗惯例和制度却正是通过如下机制形成的:在社会或个体的初始合约缔结过程中,主体拥有非对等资源 and 谈判力,拥有控制权的个体将利用权力制定出有利于自身效用最大化的制度安排,当这一不对等但有效的制度安排被后续个体不断模仿,将得以强化和巩固,就形成了具有自我实施能力的社会习俗或惯例。

正如 Acemoglu et al. (2005) 指出的那样,个体凭借其掌控的资源(包括物质资本或人力资本价值以及资源稀缺性)发出强有效的可置信信号和权力,使其在合约缔结前就已经占据优势,通过在谈判过程中进一步强化其经济地位,并缔结出基于其资源禀赋的剩余分配结构。事实上,内部人如大股东正是凭借其物质资本所占据的绝对或相对的控制地位,在外部资本强权合约规则的作用下拥有企业事实控制权,从而成为企业剩余分配安排中的强权主体,实现了有利于自身的剩余分配。因此,个体的经济资源禀赋和价值结构才是企业剩余分配的决定因素,谈判力只是个体资源价值的一种表现形式或手段(李富强等,2005)。

三、非对等经济关系下的股权价值决定模型

(一)谈判力和 Nash 讨价还价模型(马丁 J. 奥斯本、阿里尔·鲁宾斯坦,2000)

Nash 讨价还价模型需要如下三类假定:首先,每个参与人对不确定性事件的偏好关系可以用事件集上的连续函数(参与人的 $V-N-M$ 效用函数)的期望表示;其次,达不成协议是最低约束,即总存在着一个比达不成协议更优的协议,并且每次博弈中都允许存在异议与反异议;再次,协议具有惟一性、凸性、无差别性(任一协议至少与协议失败无差别)。则 Nash 双人讨价还价模型的均衡解满足 PAR(帕累托效率)、SYM(对称性)、IIA(不相关替代的独立性),且满足惟一性。

Nash 讨价还价均衡解最大化 $U(u_1(x), u_2(x); x \in X)$ 值, $u_1(x^*) \cdot u_2(x^*) \geq u_1(x) \cdot u_2(x)$, 其中 $u_i, i = 1, 2$ 代表了偏好的 $u_i(D) = 0$ 的两个 $v-N-M$ 效用函数,如图(马丁 J. 奥斯本等,2000, P280):

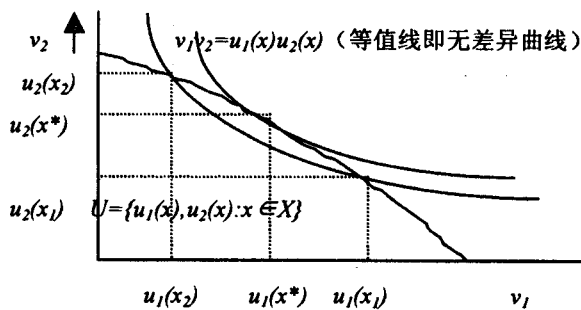


图1 Nash 讨价还价问题 $\langle X, D, \gamma_1, \gamma_2 \rangle$ 的均衡解 x^* 的几何性质

Nash 讨价还价解说明谈判者的谈判协议满足谈判者效用之积最大化,对于 Nash 均衡解是否惟一? Jan Svejnar, (1982, 1986),周鹏、张宏志(2002)通过谈判力模型,认为谈判力 γ_{ij} 决定了企业剩余的再分配,并且在谈判力下的 Nash 双人讨价还价模型均衡解惟一。黄少安、宫明波(2003)认为,若满足对称性(Symmetric)、帕累托最优、选择独立无关性(Independence of Irrelevant Alternatives, IIA)、原点效用独立(Independence of the Utility Origins, IUO)、单位效用独立(IUU)五个性质,讨价还价解是惟一的。但现实经济活动却通常不满足 IUU 和 IIA 性质,而且均衡解性质在实践中也无法验证。因此, Nash 讨价还价模型均衡解并非惟一(Border and Segal, 1997)。

(二)股权价值决定:基于资源禀赋和经济权力差异下的定价模型

个体不对等资源禀赋表明,经济最终选择哪一个 Nash 均衡解,不是取决于个体的谈判力,也不是取决于个体社会环境或社会习俗惯例,而一切分配制度都是博弈均衡的结果。即使这类要素能够解释与均衡之间的相关性,却无法解释要素与经济均衡的因果关系。制度博弈均衡表明,剩余分配取决于个体所拥有的关键资源价值(Acemoglu, 2005)。利用 Nash 双人讨价还价模型、集团寻租模型(傅江景,2004)和企业剩余分配模型(李富强等,2005),股权定价机制如下:

假定 1:企业剩余分配均衡解满足 Nash 均衡解性质。Nash 讨价还价模型表明:若偏好满足完备的、自反的、传递的、二元的、连续且为凸,可以通过偏好 U 来实现对最优解的选择。

假定 2:收入直接度量效用。根据货币度量的效用函数性质:货币与效用间存在单调变换,货币可以直接度量效用 $\mu(p; q, m) \equiv e(p, v(q, m))$,即寻求消费者效用最大化即收入最大化。

假定 3:经济权力界定为主体凭借所掌控的资源而形成的对他人的影响力和控制力,经济权力取决于要素所有者的资源禀赋,资源禀赋差异决定权力结构和权力差异,并决定收入分配结构。

假定 4:企业的生产要素所有者包括股东、管理者、员工、债权人、政府(以税收的方式实现)等。简化分析问题的需要,假定企业剩余分配只在股东(以下用 SH 表示)与其他要素所有者(本文特指人力资本所有者 HC)间进行,支付矩阵为(0-1)。

假定 5:t 期企业剩余为 π_t ;博弈均衡时股东与人力资本所有者分别获得剩余 π_{SH_t} 和 π_{HC_t} ; 股东 SH_i 与人力资本所有者 HC_j 中存在 q_1 、 q_2 个风险中性、追求效用最大化的成员。 SH_{it} 、 HC_{jt} 分别表示 t 期时第 i 个股东和第 j 个人力资本所有者为获得剩余而进行的资本投入或成本支出。

假定 6: γ_{it} 、 β_{jt} 分别表示股东与人力资本所有者中第 i 个、第 j 个个体在第 t 期时的权力禀赋系数^①,并以向量线性组合来刻画博弈双方的权力结构。

企业剩余分配博弈按个体性质可以分为两类:一是股东与人力资本所有者的博弈;二是股东内部大股东与中小股东间的博弈。若企业总剩余为 π_t ,外部博弈均衡时股东集团 i 以 $p_{it} = \sum \gamma_{it} SH_{it} / (\sum \gamma_{it} SH_{it} + \sum \beta_{jt} HC_{jt})$ 概率获得剩余 π_{SH_t} (权力与支出决定获胜概率)^②;人力资本所有者集团以 $p_{jt} = \sum \beta_{jt} HC_{jt} / (\sum \gamma_{it} SH_{it} + \sum \beta_{jt} HC_{jt})$ 概率获得 π_{HC_t} 份额剩余。二者之和等于企业总剩余 π_t 。其中 $p_{it} = \gamma_{it} SH_{it} / \sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it} SH_{it}$ 来表示股东 i 获取股东总收益 π_{SH_t} 的概率, $p_{jt} = \beta_{jt} HC_{jt} / \sum_{j=1}^{q_2} \beta_{jt} HC_{jt}$ 表示第 j 个人力资本所有者获取企业总剩余 π_{HC_t} 的概率。两类博弈模型分别表示为:

$$\text{Max}_{SH_{it}} U_{it} = (\pi_{SH_t} - SH_{it}) p_{it} + (0 - SH_{it}) (1 - p_{it}), i = 1, \dots, q_1 \quad (1)$$

$$\text{Max}_{HC_{jt}} U_{jt} = (\pi_{HC_t} - HC_{jt}) p_{jt} + (0 - HC_{jt}) (1 - p_{jt}), j = 1, \dots, q_2 \quad (2)$$

四、股权定价模型和股权价值特性

由于股权价值主要体现为股东的权力价值,为此,先对股东间的博弈均衡过程进行演绎。依据 Nash 讨价还价模型的 Nash 均衡解性质,(1)式 U_{it} 极值的一阶条件为:

$$U'_{it} = 0 = ((\pi_{SH_t} - SH_{it}) p_{it} + (0 - SH_{it}) (1 - p_{it}))'_{SH_{it}} = (\gamma_{it} \pi_{SH_t} \sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it} SH_{it} - \gamma_{it}^2 SH_{it}^2) / (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it} SH_{it})^2 - 1 \quad (3)$$

证券市场中的股票以相同价格交易,等价于股东的资本投入相等,即 $SH_{it} = SH_i$,由(3)式可得:

① 第 t 期权力系数取决于:当期资本账面和市场价值;不同性质资本稀缺性;制度约束包括规定资本可获得报酬多少和程度等;(物质与人力)资本市场的发育与成熟程度;要素所有者行为的创新性和可测度。

② 某一股东 i 以概率 p_{it} 获取总利益与股东 i 只是获取部分利益的现实并不矛盾,因为以某一概率得到群体总利益与 100% 得到某一部分利益的结果是一致的,但这样假定却有利于本文的分析。

$$SH_i = (\gamma_{it}\pi_{SHt} \sum_{i=1}^n \gamma_{it}) / (\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^n \gamma_{it})^2) \quad (4)$$

将(4)式代入(1)式得:

$$U_{SH, \max} = \gamma_{it}\pi_{SHt} / (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it}) (\gamma_{it}\pi_{SHt} \sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it}) / (\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it})^2) = \pi_{SHt} \gamma_{it}^3 / (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it}) (\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it})^2) \quad (5)$$

其中: $0 \leq \gamma_{it} \leq 1$ 。现实世界中股东拥有的关键资源(在此主要指物质资本)价值往往存在差异, 这样, 由于股东经济权力不同, 在经济均衡时, 不同股东可能得到实际企业剩余分配份额不同。

若股东 i_0 拥有完全控制权: $\gamma_{i_0t} = 1, \gamma_{jt} = 0, i \neq j, j = 1, \dots, q_1$ (100%控制权且无外部性), 则:

$U_{SHi_0, \max} = \pi_{SHt}$, 即若股东拥有完全控制权, 其将占有全部股东剩余, 其他股东股权价值 $p_t \rightarrow 0$ 。

结论 1: 若某一股东拥有完全的控制权, 该股东将获得全部剩余, 普通股股权价值将趋于零。

结论 1 表明, 如果企业事实控制权结构不平衡, 企业剩余分配将难以实现公平。我国上市公司中一股独大是基本的现实, 意味着股权分置改革若不同时进行适度的股权分拆, 可能无法真正保证其他投资者的利益和实现企业有效治理, 股市过分投机和圈钱现象将无法根除。

若每一股东拥有对等非完全的控制权(即拥有部分控制权, 则经济权力 γ_{it} 对每一股东 i 都相等 $\gamma_{it} = \gamma_{jt} \neq 1$), 所有股东的初始权力禀赋相同, 则股东获得的企业剩余和股权价值分别为:

$$U_{SHi, \max} = \pi_{SHt} / q_1 (1 + q_1^2); p_t = \int_{t=1}^{\infty} \pi_{SHt} \delta^t dt / q_1 (1 + q_1^2)。$$

即企业总剩余增长, 股东所得剩余总额必然随之增长, 单位股权价值将随之提高。若股权数量的增加, 单位股份剩余必然下降, 从而股权价值下跌。同时随着股份数量增加, 股东搭便车或集体一致成本随之提高, 股权价值进一步减少。意味着只要股东权力禀赋相同, 单位股权剩余必然相等。

即股权价值 $p_t = \int_{t=1}^{\infty} \pi_{SHt} \delta^t dt / q_1 (1 + q_1^2)$ 在等额股份的股东间无差异, 只取决于企业剩余与股东规模。即在所有股东的权力禀赋无差异下, 真实股权价值模型才与现金流定价模型一致。

结论 2: 股东权力禀赋相等或权力结构对称, 股东权力对股权价值没有影响, 体现股票“同股同权, 同股同价”特性, 即股权价值与企业剩余 (π_{SHt}) 成正比, 与股份规模成反比。

若 $\gamma_{s, it} \neq \gamma_{s, jt} \neq 0, i \neq j$, 则股东总剩余和股权价值分别为:

$$U_{SH, \max} = \pi_{SHt} \gamma_{it}^3 / (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it}) (\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it})^2); p_t = \int_{t=1}^{\infty} [\pi_{SHt} \gamma_{it}^3 / (\gamma_{it}^2 + (\sum_{i=1}^{q_1} \gamma_{it})^2)] \delta^t dt$$

结论 3: 若任一股东的权力禀赋不相等或权力结构不对称, 则不同资源禀赋股东剩余存在差异。权力禀赋 γ_{it} 越大, 该股东的股权真实价值越高, 体现“同股不同权, 同股不同价”特征。

在现实的股票二级市场中, 股权价值在不同权力主体间却表现出价位相同。一个可能的解释是, 强势权力主体的所有权价值增量有可能通过企业控制权得到了转移, 或是强势主体得到了未进入相对弱势主体目标函数中的其它剩余收益。诸如当前股市中大量发生的控股股东和内部人的“掏空”、恶性担保及圈钱融资等行为就是这一模型的直接体现。现实世界中不同股东资本不同, 天然决定了股东间权力禀赋的差异。也正是这种不对等权力决定了企业剩余分配和企业所有权分配不均衡是市场机制无法解决的, 即市场存在失灵。若 $\gamma_{it} / \gamma_{jt} \rightarrow \infty$, 诸如 $\gamma_{it} = 1, \gamma_{jt} = 0$ (其中 $i \neq j, j = 1, \dots, i-1, i+1, \dots, q_1$) 时, 该股东 i 获得了企业股东的所有利益。

因此, 为促进股市健康发展, 当企业股东的权力严重不对称时, 股东间对企业剩余分配必然需要第三方(政府)提供援助, 保护股市中小投资者的利益。例如增加大股东的数量, 加强公司监管和弱势群体利益保护等。当然, 股权定价模型表明对投资者利益保护的最有效的机制, 就是通过市场机制培育规模相当的股东, 实现权力制衡和利益均衡分配。

此外,企业剩余分配不仅在股东间,还大量发生在股东和人力资本所有者之间。现代企业治理冲突就往往体现为内部人(诸如经理人)对外部人(诸如中小股东)的利益侵占。现实世界中,股东能否实现收入最大化以及实现程度如何,取决于股东和人力资本所有者如经理人的事实控制权。根据模型(2),可得人力资本所有者最优均衡解(假定 $HC_{jt} = HC_t$,即人力资本无差异):

$$HC_t = (\beta_{jt}\pi_{HCt} \sum_{j=1}^{q_2} \beta_{jt}) / (\beta_{jt}^2 + (\sum_{j=1}^{q_2} \beta_{jt})^2) \quad (6)$$

$$U_{HC, \max} = \pi_{HCt} \beta_{jt}^3 / (\beta_{jt}^2 + (\sum_{j=1}^{q_2} \beta_{jt})^2) \quad (7)$$

将(4)-(7)式代入企业外部博弈模型,可得股东和人力资本所有者最大化目标:

$$\text{Max} U_{SH, HC} = (\sum \gamma_{it} SH_t / (\sum \gamma_{it} SH_t + \sum \beta_{jt} HC_t)) \pi_t - \sum_{i=1}^{q_1} SH_t \quad (8)$$

$$\text{Max} U_{HC, SH} = (\sum \beta_{jt} HC_t / (\sum \gamma_{it} SH_t + \sum \beta_{jt} HC_t)) \pi_t - \sum_{j=1}^{q_2} HC_t \quad (9)$$

满足: $U_{SH, HC} + U_{HC, SH} = \pi_t$ 。将两式求极值,利用拉格朗日一阶条件得: $q_2 HC_t = q_1 SH_t$ 。

将(1)式代入(8)和(9)式的一阶条件中,可得:

$$SH_t = \pi_t q_2 (\sum \gamma_{it}) (\sum \beta_{jt}) / (q_2 \sum \gamma_{it} + q_1 \sum \beta_{jt})^2 \quad (10)$$

$$HC_t = \pi_t q_1 (\sum \gamma_{it}) (\sum \beta_{jt}) / (q_2 \sum \gamma_{it} + q_1 \sum \beta_{jt})^2 \quad (11)$$

求解(8)-(11)可得:

$$\pi_{SHt} = [q_1 \sum \gamma_{it} / (q_1 \sum \gamma_{it} + q_2 \sum \beta_{jt}) - q_1 q_2 (\sum \gamma_{it}) (\sum \beta_{jt}) / (q_2 \sum \gamma_{it} + q_1 \sum \beta_{jt})^2] \pi_t \quad (12)$$

$$\pi_{HCt} = [1 - q_2 \sum \gamma_{it} / (q_1 \sum \gamma_{it} + q_2 \sum \beta_{jt}) - q_1 q_2 (\sum \gamma_{it}) (\sum \beta_{jt}) / (q_2 \sum \gamma_{it} + q_1 \sum \beta_{jt})^2] \pi_t \quad (13)$$

(12)、(13)表明,股东对企业剩余的获取不仅取决于其物质资本投入所形成的权力禀赋的大小与结构,还取决于人力资本所有者的人力资本投入所形成的经济权力禀赋及权力结构。即股权价值取决于股东和所有要素所有者的权力禀赋和权力结构。

1. 若令 $\gamma_{it} = 0, \beta_{jt} = 1$ (指企业完全被人力资本所有者所控制),则 $\pi_{st} = 0, \pi_{Lt} = \pi_t$,即企业完全是“劳动雇佣资本”,则股东只获取固定的投资收益,无法参与企业剩余分配。随着专业化分工和经济环境的复杂化,这种组织形式的企业正日益显现。

2. 若令 $\gamma_{it} = 1, \beta_{jt} = 0$,则 $\pi_{st} = \pi_t, \pi_{Lt} = 0$,人力资本所有者只获取固定的投资收益率,不参与企业剩余的分配,满足古典企业的基本特征。据统计,2000年我国股市交易印花税与佣金总和超过上市公司企业总剩余,中小股东企业剩余分配份额为零。当然,一般情况是,真实企业剩余分配处于二者之间,股权价值体现股东与人力资本所有者的权力结构。

结论4:要素所有者的权力禀赋和权力结构决定企业剩余分配份额和股权价值,而要素所有者的经济权力取决于各自的关键资源价值。

经济权力模型表明,由于要素所有者的资源禀赋和经济权力禀赋天然存在差异,不同的企业就必然表现出不同的产权结构与治理结构。因此,即使不同的企业存在相等的企业剩余,企业真实分配机制不同也将导致股权真实价值的差异。

五、基本结论

本文以非对等资源 and 权力禀赋为视角,分析了基于资源和权力禀赋差异下的企业剩余分配过程,重新演绎了股权价值决定和股权价值特性。指出:(1)要素所有者的权力禀赋与权力结构直接决定企业剩余分配结构。权力禀赋越大,权力结构越不平衡,控制权主体获取的企业剩余也就越多。(2)若股东权力禀赋与权力结构相同,博弈均衡将体现股权“同股同权、同股同价”特性;若股东间资源禀赋不同,股票将体现“同股不同权、同股不同价”。强势股东必然侵占弱势股东的利益,造

成企业剩余不平等分配。(3)股东剩余与企业总剩余成正比,与股份规模成反比。若中小股东群体数量越大,中小股东保护自身权利和缔结有效分配规则的难度越大,股东剩余所得将越低。

资源禀赋的差异决定了经济个体的不对等权力,非对等权力和内部人利益侵占成为现实企业剩余分配的普遍现象。企业剩余分配过程和股权价值决定模型给我国股市健康发展提供如下启示:

(1)应培育一定数量具有制衡权力的所有者集团,实现权力相互制衡。要素所有者的企业剩余分配机制表明,强权主体往往通过不对等的权力获得超额企业剩余,侵占弱势群体利益。因此,权力需要制衡和约束,包括国企产权改革在内的企业治理应偏向于扶植多元的控制权主体。(2)应尽快建立并完善股市的“问责机制”,深化并完善控制权控制机制。我国股市并不缺乏对股市管理者和相关参与者的利益激励机制,而是缺乏权责对称和问责机制。实践表明,权责越清晰、越对称,经济效率越高。(3)建立中小投资者的利益保护机制,减少权力禀赋差异下的企业剩余分配不平等。这种不平等是所有者博弈过程中由于权力差异自然形成的,市场机制无法解决即天然存在市场失灵,政府应提供第三方援助。包括提供中小投资者利益保护的法制建设、提高中小股东的企业控制权、扩大董事会中中小股东代表的数量并加大其权重系数等。(4)完善股市制度、促进股市中介发展和信息流通。强势主体之所以能够实现对企业剩余的侵占,在很大程度上是利用了信息优势。可以通过建设和完善股市信息流通制度,增加控制权利益侵占成本。

主要参考文献:

1. Acemoglu et al., Institutions as the Fundamental Cause of Long-run Growth. www.mit.edu, 2005.
2. Dow, Gregory, Why Capital Hires Labour: A Bargaining Perspective. *AER*, Vol.183, 1993, pp.118-134.
3. Border et al., Preferences over Solutions to the Bargaining Problem. *Econometrica*, Vol.65, 1997, pp.1-18.
4. Hart and Moore, Property Rights and the Nature of the Firm. *J. P. Economics*, Vol.98, 1990, pp.1119-1158.
5. Hart, O and Moore, Default and Renegotiation. *Q. J. of Economics*, Vol.113, 1998, pp.1-41.
6. Lucas, Robert, Asset Prices in an Exchange Economy. *Econometrics*, Vol.6, 1978, pp.1426-1445.
7. Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *J. M., Credit and Banking*, 1969, pp.15-29.
8. 周鹏、张宏志:《利益相关者间的谈判与企业治理结构》,《经济研究》2002年第6期。
9. 傅江景:《权力结构、集团规模与集体寻租》,《经济科学》2004年第4期。
10. 李富强、张屹山、董直庆:《企业剩余分配:一种以经济权力为状态依存特征的动态均衡》,《数量经济技术经济研究》2005年第12期。
11. 张屹山、董直庆、王林辉:《我国上市公司大股东与中小股东企业剩余分配不均衡的权力解读》,《财贸经济》2005年第12期。
12. 黄少安、官明波:《论两主体情形下合作剩余的分配》,《经济研究》2003年第12期。
13. 姚先国等:《乡镇企业和国有企业效率差异的人力资本产权分析》,《经济研究》2002年第3期。
14. 杨继国、安增军:《企业理论的演进逻辑及其发展方向》,《中国工业经济》2004年第7期。
15. 夏立军、方轶强:《政府控制、治理环境与公司价值》,《经济研究》2005年第5期。
16. 马丁J. 奥斯本、阿里尔·鲁宾斯坦著:《博弈论教程》,魏玉根译,中国社会科学出版社2001年版。

责任编辑:肖 峰