

# 利益相关者理论的缺陷与企业市场价值观点

王 涛<sup>1</sup>, 李志军<sup>2</sup>

(1. 西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710069; 2. 西安交通大学 经济与金融学院, 陕西 西安 710061)

**摘 要:** 在批判新古典企业理论的基础上, 利益相关者理论强调企业的所有权由企业的权益相关者分享, 而不应由出资者独占。但是, 作为一方新兴的理论, 其理论基础和实践都存在不足。分析利益相关者理论存在的问题, 说明企业市场价值最大化的理论观点可以弥补其理论不足, 它是企业战略和治理理论的发展趋势。

**关键词:** 经济学; 利益相关者理论; 公司治理; 企业市场价值; 股东; 契约

中图分类号: F270

文献标识码: A

文章编号: 1671-6248(2005)04-0031-04

## Defects of stakeholder theory and issue of corporation market value

WANG Tao<sup>1</sup>, LI Zhi-jun<sup>2</sup>

(1. School of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710069, China;

2. School of Finance and Economics Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061, China)

**Abstract:** On the basis of criticizing the neoclassicist theory, stakeholder theory emphasizes that the ownership of firm should be shared by stakeholders, not only by shareholders. This paper analyzes the stakeholder theory and points out its defects. This paper also offers a new viewpoint of value maximization in the corporation market, which can make up with the theoretical defects and can also become the trend of the corporation strategy and its governance.

**Key words:** economics; stakeholder theory; corporation governance; corporation market value; shareholder; contract

传统的企业理论是在“股东资本本位”的基础上构建起来的, 主流经济学家从产权的角度出发, 认为企业所有权应归属出资者单方面享有。近几十年来, 一部分经济学家和管理学家认为企业的生存和发展必须依靠企业的所有利益相关者的积极参与和支持, 企业目标不能只设定为股东利益最大化, 而应该考虑与其有利益关系的其他人员利益。这些相关利益人包括经营管理者、供应商、客户、债权人、员工、社区, 甚至包括政府部门, 这些关于利益相关者与公司治理、管理和战略方面关系的理论研究被称为利益相关者理论。

利益相关者理论认为企业决策是多个利益相关者合力的结果, 理论绕开了传统的产权或所有权问

题, 从分析企业的参与者——利益相关者在企业运行中的权利和责任入手, 认为过度强调股东的权利会导致其他利益相关者的投资不足, 进而降低企业潜在的财富创造。因此, 企业的治理问题不应只是企业股东的权利和作用问题, 还应包括对企业进行专用性投资的利益相关者的权责利问题。

### 一、利益相关者理论回顾

最早提出利益相关者社会观的是 Dodd E M, 他认为公司的投资者和经理人的决策对公司其他利益相关者会产生外部效应, 公司的董事长不仅是股东的信托人, 还应该是公司利益相关者的信托人, 利益相关者应包括公司雇员、消费者等<sup>[1]</sup>。1963年美

国斯坦福研究院定义利益相关者为“如果没有其支持,企业将无法生存的组织或群体”。Freeman R E 在此基础上将之加以扩展,他认为利益相关者是“那些能够影响企业目标实现,或者能够被企业实现目标过程影响的任何个人和群体”<sup>[2]</sup>。这个定义不仅将影响企业目标的个人和群体也视为利益相关者,同时还将受企业目标实现过程中所采取的行动影响的个人和群体看作利益相关者,正式将当地社区、政府部门、环境保护主义者等实体纳入利益相关者管理的研究范畴。Freeman R E 的观点强调了影响的双向性,首次将企业目标与利益相关者结合起来,且与当时西方国家正在兴起的企业社会责任的观点不谋而合,成为 20 世纪 90 年代关于利益相关者界定的一个标准范式。但是 Freeman R E 的定义过于宽泛,根据他的定义,几乎所有人都可以被视为企业的利益相关者,因而在利益相关者理论的推广和实践中无法应用。

Clarkson M A 提出了两种有代表性的分类方法。

第一,根据相关群体在企业经营活动中承担的风险种类,可以将利益相关者分为自愿利益相关者和非自愿利益相关者。前者是指在企业中主动进行物质资本或人力资本投资的个人或群体,他们自愿承担企业经营活动给自己带来的风险;后者是指由于企业活动而被动地承担了风险的个人或群体。

第二,根据相关者群体与企业联系的紧密性,可以将利益相关者分为首要的利益相关者和次要的利益相关者。前者是指这样一些个人和群体,倘若没有他们参与,公司就不可能持续生存,包括股东、投资者、雇员、顾客、供应商等;后者是指这样一些个人和群体,他们间接地影响企业的运作或者受到企业运作的间接影响,但他们并不与企业交易,对企业的生存也没有根本性的作用,比如媒体和众多的特定利益集团<sup>[3]</sup>。但是 Clarkson M A 没有说明那些并未暴露于风险当中,但同样享受到企业利益的个人或组织是否属于利益相关者。Donaldson T 和 Preston L 则进一步修补了这一缺陷,他们指出利益相关者是指那些由于企业的作为或不作为而受益或受损,或预期将会受益或受损的个人或团体,而由于企业受损而获益的团体或个人不是利益相关者<sup>[4]</sup>。

Michell A 归纳了 27 种有代表性的利益相关者定义,并提出了界定利益相关者的评分方法(score based approach)。Michell A 明确指出,有两个问题居于利益相关者理论的核心:一是利益相关者的认

定,二是利益相关者的特征。由此,可以从合法性、权力性和紧急性三个属性上对可能的利益相关者进行评分,然后根据分值的高低确定某一个人或者群体是不是企业的利益相关者、是哪一类型的利益相关者,要成为一个企业的利益相关者,至少要符合以上一条属性,否则不能成为企业的利益相关者<sup>[5]</sup>。Michell A 关于利益相关者分类的模型是动态的,即任何一个个人或群体获得或失去某些属性后,与企业的关系就会发生转变。

Blair M M 从资本专用性的角度,关注利益相关者投入的专用性资产以及由此而承担的剩余风险,她认为利益相关者的专用性投资是关键,而且在事实上承担了剩余风险,那么就应该享有相应的剩余索取权<sup>[6]</sup>。Blair M M 认为公司并非简单的实物资产的集合,而是一种法律结构,其投入并不仅限于股东,其他利益相关者往往都做出了专用性投资,这些投资的价值在极大程度上依赖于他们与公司持续长久的关系。企业就其本质而言,可以看作是上述利益相关者缔结的一组合约,其中每个产权主体向企业投入专用性资产,构成了“企业剩余”生产(或财富创造)的物质基础,按照谁贡献谁受益的原则,利益相关者应该分享企业的剩余收益权和控制权<sup>[7]</sup>。

强调利益相关者的学者还从企业法人产权的角度论述其理论依据,认为公司行为的物质基础是法人财产,而不是股东的资产,因而忽视股东以外的其他利益相关者对公司财富的创造是没有道理的。作为一项制度安排,公司治理必须平等地对待每个利益相关者的产权权益,通过剩余索取权的合理分配来实现各自的产权权益,通过控制权的分配来相互制约,以保护自身权益免遭他人侵害,从而达到长期稳定合作的目的<sup>[8]</sup>。

## 二、利益相关者理论存在的缺陷

由于利益相关者理论符合人们对企业的社会责任和伦理方面的要求,得到了广泛的认同,但是我们应该看到,尽管利益相关者理论取得了很大的进展,但还存在着不足。

首先,利益相关者的定义和划分依然是不确定的,尽管这些定义从不同范围和不同角度,给出了利益相关者定义和划分的必要条件,但是,哪一类或哪几类利益相关者应当拥有企业的产权?谁是重要的利益相关者?怎样辨别重要的利益相关者?谁能决定划分的规则?对于这些问题,目前的利益相关者

理论还无法给出令人信服的答案。由于其定义和界定的不确定,导致理论基础的不统一,也影响了理论框架的进一步完善。

其次,利益相关者理论在理论实践中也存在着一定的问题。第一,利益相关者理论反对利润最大化的一元目标,从表面上看,有利于协调利益相关者之间的关系和满足各方面的利益需求,但在实践中可能导致企业无法生存。企业是追求效益的经济主体,追求利润是企业得以与其他组织相区别的一个根本特征。实现价值增值是企业的原动力,利益相关者理论极力主张公司的目标是协调所有利益相关者的利益,在这种思路的指导下,公司运作的目标将会把保证就业、保护环境甚至保护人权等社会性责任放在与企业效益同等重要的地位,然而公司放弃了追求利润的商业性目标,它将迷失方向,背叛自己的“天性”,变成企业不像企业的奇怪结局<sup>[9]</sup>。第二,众多利益相关者利益目标与企业发展目标是不匹配的。已知的与公司价值密切相关的利益相关者如银行、经理层、雇员和供货商都是公司现金流的固定求偿者,他们对公司业绩上升的关心要小于对公司业绩下跌的关心,相对于股东,他们无法做到与企业发展目标完全一致。由利益相关者控制下的企业会变成风险规避型的企业,丧失创新和发展的动力。第三,利益相关者之间的利益无法协调。在不同种类的利益相关者之间甚至同类的利益相关者个体之间都有着不同的目标。企业要想协调各方利益相关者的利益,以求达到共赢,几乎不可能做到。在利益相关者共同治理下,利益相关者之间会发生利益冲突,形成对公司治理结构和战略政策的扭曲。第四,从利益相关者理论出发,很难设计出一种激励经理的支付合同和统一的控制结构,让经理层对所有的利益相关者都负责任,相当于让他们对谁都不负责任。多重目标很容易掩盖经理人自我利益最大化的行为,还可能导致企业经理人仅仅追求部分目标,而忽略了这些目标与效率或价值之间的关系。

最后,在利益相关者治理与企业绩效的关系上,还没有确定的实证依据。利益相关者理论认为,利益相关者参与共同治理使利益相关者在与企业合作的过程中能够投入更多的专用性资产而不必担心利益受损,有助于企业绩效的提高。但是,实证方面的研究显示,利益相关者治理与企业绩效的关系尚有待进一步证实。Berman S L等人在研究中发现,在利益相关者治理与企业绩效之间的联系中,只有两个变量的表现是显著的,即雇员关系和客户关系。

而这些是所有企业为了在竞争中所必须考虑的,不能作为利益相关者治理与企业业绩之间呈正相关关系的依据。与期望相反,Berman S L等人发现其他利益相关者治理因素与企业绩效没有明显相关关系<sup>[10]</sup>。事实上,由于利益相关者的制约,企业会缺乏高效决策和适应性,有可能丧失必须的效率和竞争力。

### 三、企业市场价值最大化的理论视角

针对利益相关者理论所存在的缺陷,Jensen M C认为,利益相关者理论为管理层树立了多个需要服务的对象,却又没有说明在众多相互冲突的目标之间如何进行权衡,管理者正可以利用表面迎合多元目标,实际达到谋取自身利益最大化的目的,现有的利益相关者理论实际加剧了企业的代理问题。Jensen M C提出“优化的利益相关者理论”,尝试利用该理论解决利益相关者之间可能互相冲突时的平衡问题和利益相关者之间矛盾对于企业战略的影响,使企业决策目标明确化。他认为企业的发展和治理应确立以企业长期市场价值最大化的单一目标,这样可以克服股东本位所造成片面追求利润的短期行为,也可以避免共同治理的多元目标带来的负面影响。他肯定了股东是企业最主要的利益相关者,认为其他利益相关者和企业之间存在着随机状态依存的关系,企业的相机治理是必要的。企业如果在某个利益相关者身上支出一个单位的资源可以带来不小于一个单位的长期价值增加值,那么就應該进行这样的支出,否则不进行该项支出<sup>[11]</sup>。

Jensen M C的企业长期市场价值最大化观点代表了公司治理和战略理论的新趋势,从当前的理论发展方向上来看,法学思维开始进入到公司决策和治理研究领域,与经济学和管理学逐步融合。在这种新的研究视角下,作为独立的法人实体,公司治理和发展的目标应该是各个利益相关者(包括股东)契约的联结体——企业本身的市场价值最大化。这种观点将股东和其他利益相关者的效用放置于企业整体效用内,认为企业效用的增长与股东和其他利益相关者的效用目标是一致的。企业的生存和发展固然离不开利益相关者的支持,但同样重要的是,利益相关者的利益实现必须以企业的发展为前提。企业市场价值的观点把企业看作具有独立人格的经济实体,企业的市场价值是对于企业价值的市场化评价。在这样的理论框架下,企业市场价值除了包括企业的物质资产价值,还包括企业的知识产权、声

誉、人力资源等无形资产价值,企业在市场中的行为和与利益相关者的互动,都会影响到市场对企业本身的评价。企业在追求利润的同时,必须认真对待企业的社会和伦理责任,否则就会影响企业的声誉,从而影响其市场价值。在这个观点中,企业的社会责任、社会形象以及对效率的追求都在法律和市场条件的约束下得到了有效的配置,因而这个理论观点也就具有良好的说服力。

#### 四、对企业市场价值观点的简要评论

企业的市场价值最大化观点提出了企业一元化的发展和治理目标,化解了利益相关者理论的多元目标给企业带来的利益冲突,其理论内涵也比股东利益最大化的一元观点丰富。在对于企业契约性质的认识方面,它与以往的利益相关者理论不同,利益相关者理论认为企业是一组利益相关者契约的组合,隐含利益相关者的剩余索取权是同等重要的,企业须为各个利益相关者的利益提供服务。而企业的市场价值观点则沿用了传统企业理论对于企业的看法,即企业是契约关系的联结。在这个含义下,企业是与各方利益相关者签约的重心。一方面是企业的利益相关各方支持或制约着企业的发展;另一方面,他们的利益也取决于企业的价值增长。在市场范围内,利益相关者对企业的影响体现在市场中企业的竞争力水平上,利益相关者的影响因子成为市场对于企业价值的评价指标。企业的物质资本专用性投资和人力资本专用性投资被看作是形成企业市场价值的内在性决定因素,其他利益相关者被看作是影响企业市场价值的外在因素,从而间接说明企业的股东、经营管理者与员工是企业重要的利益相关者。因此,企业追求市场化价值的优化理论模式,使不同利益相关者与企业的关系具有了差异性。

企业市场价值观点的分析方法接近于新古典均衡理论的分析范式,实际是新古典企业理论和利益相关者理论在方法论上的综合,因而数理分析和实证研究比较容易开展。在这里,公司治理问题被放在整个市场竞争的范围里考虑,公司治理也就不仅仅是企业内部权力的配置问题,而扩展为整个市场经济社会对于企业行为和企业绩效进行监督和控制的一整套制度安排。法律、文化和市场规则成为影响公司战略和公司治理的重要变量,外部治理也成

为公司治理的重要组成部分。当然,这个新的理论框架还有待于进一步发展。由于着力于市场范围内的公司行为和公司价值治理,因而对于企业内部组织结构的分析不足,它将制度假定为外生给定的,所以对于企业内部利益相关者之间的权力和利益安排的解释力还不够,这也是该理论观点有待完善的地方。

#### 参考文献:

- [1] Dodd E M. For whom are corporate managers trustees? [J]. Harvard Law Review, 1932, (45): 1145—1143.
- [2] Freeman R E. Strategic management: a stakeholder approach[M]. Boston: Pitman Press, 1984.
- [3] Clarkson M A. Stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance[J]. Academy of Management Review, 1995 (20): 92—117.
- [4] Donaldson T, Preston L. The stakeholder theory of corporation: concepts, evidence, and implications[J]. Academy of Management Review, 1995 (20): 63—91.
- [5] Mitchell A, Wood D. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts[J]. Academy of Management Review, 1997, 22(4): 853—866.
- [6] Blair M M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century [M]. Washington: Brookings Institute Press, 1995.
- [7] Blair M M. Wealth creation and wealth sharing: a colloquium on corporate governance and investments in human capital[M]. Washington: Brookings Institute Press 1996.
- [8] 杨瑞龙, 周业安. 企业共同治理的经济学分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [9] 周清杰, 孙振华. 论利益相关者的五大疑点[J]. 北京工商大学学报, 2003 (5): 18—20.
- [10] Berman S L, Wicks A C, Kotha S, Jones T M. Does stakeholder orientation matter? the relationship between stakeholder management models and firm financial performance[J]. Academy of Management Review, 1999 (42): 485—506.
- [11] Jensen M C. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function[J]. Journal of Applied Corporate Finance 2001, (14): 8—21.