

股东价值统御商业思维是错误的吗？

2013年11月13日



数年来，企业一直奉行这样的信条：在测评企业的成功时，股东价值高于一切。但是，考虑到高管数额庞大的薪酬往往得益于股票期权，所以，高估股东价值的作用，会导致公司管理层过度专注股票价格短期表现这一测评标准。沃顿商学院法律研究与商业道德教授埃里克·O.奥兹（Eric W. Orts）认为，过度关注企业的短期表现会伤害企业的长期发展。他在就其新作《企业人：企业的法理》（*Business Persons: A Legal Theory of the Firm*）接受沃顿知识在线访谈时指出，测评企业的成功有更好的标准。

以下即为本次访谈经过编辑的文字版。

沃顿知识在线：埃里克，你在书中谈到了这样一种观点：人们往往认为股东和高管才是公司中唯一重要的群体，其他人在企业的运营过程中都无足轻重。而股东价值的概念以及高管才是创造股东价值创造者的观念则强化了这种认识，人们认为只有它们才是企业中最为重要的两个事情。你能谈谈为什么说这是一种很有局限性的观点吗？

埃里克·O.奥兹：我认为，我们必须从法律的角度来审视企业的建立过程——这也是本书的主要观点。企业的建立是个由下而上的过程，起初，人们聚到一起组建成团队，之后，他们成为企业的资本和劳动力的管理人，这需要他们拥有组织治理的专业学识，也就是管理能力。如果你从历史和法律的角度来审视，你会发现，这是个非常复杂的过程。企业本身就是个非常错综复杂的组织，这也是我们开设商学院的原因所在，商学院会向人们传授企业管理的知识，会告诉经理人企业管理的复杂性。最小型的初创企业往往只有一个人，但很快，大部分企业的经济规模和经营范围就会得到扩展，这就意味着你会拥有一家非常庞大的企业，一个将很多流动要素整合到一起的组织。

某些经济理论认为，这些流动要素并不重要，它们认为，股东才是唯一重要的群体。关注股票价格的测评方法有其优势，我并不是说股东不重要，股东有投票权，他们有权决定让谁入选公司的董事会，这就意味着他们拥有决定让谁任职首席执行官的权威。但在大多数情况下，股东并不能发挥这种作用。我认为，那种股东价值的观点——也就是认为公司经理应该只关注股东价值的观点——把我们引向了麻烦重重的境地。

新闻报道里有很多这样的例子——各种公司欺诈事件持续出现，比如会计舞弊、内部交易丑闻，等等。但我认为，公司欺诈问题，尤其是财务欺诈问题，部分原因就在于人们创造出的这样一种激励机制——要求企业经理人只关注短期股东价值。这种理论认为，经理人应该以增加股东价值的方式管理企业。如果股东价值增长了，那么，每个人就都是受益者，公司经理人的薪酬水平也会随之提高。

但实际上，这种理念有时候产生的结果是，如果你采用短期期权或者其他机制，只根据企业的股价表现确定经理人的薪酬，那么，你就为他们制造了谋求欺诈的错误激励机制。我认为，这是当人们接受某些经济理论时未曾想到的问题。用经济术语来说，这种理念被称为“代理人理论”（principal agent theory）。代理人理论是大约20或30年前创立并受到推崇的。而现在，这个理论又被人用于争论高管薪酬的问题，这个理论认为，从根本上来说，你需要将经理人视为股东的代理人，所以，有人认为，（他们之间的关系）才是唯一重要的关系。

我在本书中表达的观点是，还有很多事情同样很重要。员工很重要，提高他们积极性的方式也很重要。但实际上，“代理人理论”根本就没有考虑到这些环节。其他同样很重要的群体（还包括）债权人、债券持有人以及企业资金的其他提供者。另外，代理人理论模型也没有认识到留存收益的重要性。所以，本书的主要论点是，这些经济理论是错误的，这些理论助长了经理人只应该设法（提升）股票价格，尤其是短期股价的观念。我认为，从目前来看，事实证明，这些经济理论是错误的，而人们奉行的理念却正是它们的产物。

我在书中谈到的一个论点是：“我们来看看另一个理论——换句话会说，让我们从传统的法律角度来看企业的创建、企业的形成以及企业的长期运营过程，它们与人们公认的经济理论是不同的。”

沃顿知识在线：你在书中谈到了这样一种观念：因为股东价值是核心价值，是最重要的价值，也是高于一切的价值，所以，你会根据股东价值——也就是股票价格——来确定高管的薪酬水平。因此，这种机制自然会激励高管们要让股价涨得尽可能高，这对所有人都是好事。但在实践中，正如你谈到的，有人批评说，他们之所以设法提高股票的短期价格，是因为他们的薪酬有很大一部分都以股票期权为基础，而期权则与股票价格直接相关。因此，他们希望下一个季度——当然，还有下一年度——的财务业绩能将股票价格推升得尽量高。可如果你将所有的资产和资源一股脑都投入进去，以便提高短期股价，你就会错失（长期发展）的机会。

有些公司则采用其他策略，比如亚马逊（Amazon），它们会为了长期发展而投资。为了确保取得投资的长期成功，它们会接受某些环节的短期损失。所以，除了你刚才谈到的，（这些经济理论）可能导致欺诈以外，这些经济观点还有另一部分含义，对吗？

奥兹：我认为确实如此。从某种程度上来说，这是意义更重大的部分。奉行这些经济理论的一个问题是，你会增加欺诈的发生，会导致企业制度的功能失调。实际上，你应该关注企业的长期可持续增长，因为它会带来“水涨船高”的成果，能创造更多的财富，能让每个人都从中受益。可如果我们没有制订恰当的制度——部分原因在于我们接受的经济理论，部分原因在于听取经济理论以及遵循这些经济理论的原则——我们就会遇到麻烦。

我认为，你提出了一个重大的议题。一家企业的目标是什么呢？你怎么从法律和经济角度，为企业的长期经济增长制订正确的激励机制呢？我在本书中列举的例证是谷歌公司（Google）。具体来说，当谷歌上市时，公司决定不采用只为股东着想的传统治理策略。20世纪80年代，特拉华州有个名为“露华浓”（Revlon）的著名案例（露华浓规则是当公司的被出售或分拆已经不可避免时，董事会应当采取措施使股东利益最大化。——译者注），法庭在判决时称，在某些情况下，如果你出售公司或者准备出售公司，那么，我们可以要求你为公司获得最高价。

这个案件还有其他一些复杂环节。我们要讨论的是：好了，可为什么我们认为那些（利益）只属于股东呢？为什么我们只看现在的股票价格，并认为那就是公司的内在价值呢？（在某个时候）股票价格的涨跌可能有各种理由。我认为，随着时间的推移，我们会看到，过于看重人工操纵的股票价格是错误的。谷歌就是一家一直拒绝这一观念的成功公司，他们称：“不，我们要从根本上同步控制.....”

从历史上看，福特汽车公司（Ford Motor Company）是另一个以这种策略大获成功的例证。该公司做的是同样的事情，公司的行为表明，在一个持股人分布广泛的市场中，只看重股东价值可能并不是公司应该遵循的唯一运营模式。此外，为了让企业长期可持续增长，我们还必须更深入地理解企业的激励机制，并就企业应该如何运作的问题进行很多不同的试验，而不是像某些经济学家极力主张的那样，用一个经济理论的模板在全世界套用，并主张每个人都必须接受这种股东价值最大化的模式.....

还有很多其他例证证明，不按这套理论运行的公司，比那些只关注公司短期收益的公司取得了更大的成功。

沃顿知识在线：当人们讨论股东价值最大化的时候，就像你刚才谈到的，他们往往意指“短期”价值。你有时会听人们谈到，公司高管有这么做的信托责任（fiduciary responsibility）。不过你似乎认为，他们还有其他责任。事实上，如果不为企业的长期发展投资，他们就是不负责任的。如果短期内支付过多的红利，那么，你的留存收益中就没有多少钱用于能为公司带来长期增长的下一个新产品投资了。

奥兹：是的，我认为，在美国，人们就公司高管的信托责任到底是什么的问题，传递出了很多错误信息，有时候，这些错误信息出自商学院，不过有时候则是从法学院流出的。事实上，评判企业的原则让美国的企业高管有很多自由裁量权.....现在，我们已经看到了一些变化，这些变化将我们引向了股东价值最大化的模式。我前面提到的露华浓案例就是其中之一。当然，还有其他一些类似特拉华州的那类法律案例也将人们引向了那个方向。

不过特拉华州其他一些案例和其他法律部门认为：“等等，公司不必非得那么运作不可。”我在本书中谈到了一个很有趣的试验，我将其称为“混合社会企业”（hybrid social enterprises）。特拉华州颁布了一个有益于企业的规定，该条例明确说明，你可以拥有两个不同的目标。一个目标是挣钱，而另一个则是环境目标，或者是在某个特定国家缓解卫生问题之类的社会目标。这些试验表明，实际上，企业的目标相当多样，这也是我在本书中提出的一个主要论点。

你拥有一家企业，你当然可以只专注于股东价值最大化。我并不是说我们不能以那种方式构建企业。不过我们还有很多其他模式可供选择，不但在美国如此，在世界其他地方也一样，不同的公司可以关注不同的目标.....如果我们允许不同的公司追求多样化的目标，那么，我们的环境就会变得更好。

本书谈到的一个论点是，西方现代社会的一个优点是我们拥有这样一种法律架构——它允许人们从零开始成为企业家，允许人们聚集到一起提出新设想，提出构建企业的新途径，这些途径可能行得通，也可能行不通。此外，这个法律架构还允许由供应和需求来决定企业的命运。但是，我们不会要求人们按某些特定的方式来管理企业。我认为，这是个很好的环境条件，也是促使我写作本书的缘由之一。

沃顿知识在线：你在书中谈到了一个可能会让某些人感到吃惊的观点，那就是：尽管他们持有股票，但股东并不是公司资金的主要提供者。（误以为他们是主要出资者的错误观点）可能是人们认为股东应该拥有如此突出地位的一个理由。人们可能有这样一种观念，认为股东是公司的主要投资人。但是，你谈到，事实上，一般而言，情况并非如此。

奥兹：现在，金融文献已非常清楚地表明，公司资金和财产——也就是公司可以决定配置到新项目上的新资金——的主要来源是留存收益。实证研究证明，事实确实如此，不但在美国如此，在很多其他国家也是如此，牛津大学的科林·迈尔（Colin Mayer）就是这一结论的主要支持者和论文的作者之一。研究表明，股东价值理念——因为资金来自股东，因此你只需对股东负有责任的观念——是错误的。

还有一个事实是，公司会通过金融信贷和债务融资的方式获得大量资金。这种融资方式通常被解读为“契约关系”（contractual relationships）。虽然它们之间确实存在着契约关系，但从一定程度上来说，有时候你也对那些资金提供者负有一定责任。实际上，企业内的财产关系要复杂得多，所有权也是非常“碎片化”的，远不是经理人和股东之间的关系那么简单，上面谈到的契约关系就是一个例证，我在本书中对此有更为详尽的论述。

无论什么时候，只要你提出了解决某些问题的一个简单方法，人们可能就会紧紧抓住不放，并认为那就是一把可以敲打任何问题的锤子。举例来说，他们就是这么使用代理人理论模型的。对他们来说，它就是解决方案。我认为，这么做从根本上就是错误的。

我的意思并不是说股东不重要，正如我在前面谈到的，他们当然很重要，他们有权选举董事，股东在公司中确实扮演着重要的角色。但是，认为股东价值就是一切，企业经理人应该只考虑他们，而不对研发进行战略思考，不去思考如何激励员工，不去思考如何处理与政府部门的关系等各种其他议题，我认为，这就未免太低估经理人在企业中扮演的角色的重要性了，同时也把他们的工作说得过于轻松了。

所以，我的观点是：股东价值确实很重要，也是衡量企业运营好坏的一个标准，但并不是唯一的标准。我们还必须考虑那些范围更广泛的利害关系。