

# 民主还是集权

## ——创业者治理结构的选择

王哲兵 韩立岩\*

**摘要** 本文提出企业治理结构选择的理论模型,比较了民主与集权两种治理结构对于公司业绩的影响,认为治理结构的选择依赖于公司生命周期的发展阶段。在创业阶段,集权的治理结构更有效率,但要求兼作经理人的创业者有充足的资金。若资金不足,由于经理人控制权寻租和小股东投票权损失,公司面临较高的融资成本,作为补偿,要求经理人的商业能力要显著高于经理人市场的平均水平,即经理人能力同自有资金在一定程度上可相互替代。本文还应用指数化期权定价方法给出了小股东投票权损失估值,结果表明,经理人市场平均商业能力提高越快,投票权损失越大。

**关键词** 控制权收益,创业者,民主与集权

### 一、引言

公司治理的民主与集权,即公司控制权配置模式的选择问题,是公司治理理论的核心问题,也是企业经济学的基础问题。目前我国正处于工业化与制度转轨的新阶段,而所有类型的企业也处在二次创业的关键时期。国有企业要市场化,民营企业要现代化,外资企业要本地化,其间适合各自特点的治理结构的选择都是重中之重。

民主的治理结构是指由众多利益相关方共享公司决策权的平衡结构;其基本准则是,当各方意见不一致时,按照事先约定的原则最终达成一致(Boot, *et al.*, 2006)。但是这种一致往往是各方利益妥协的结果,对公司的长期价值或者核心竞争力而言并非最优。针对民主治理结构的不足, Burkart *et al.* (1997) 主张,应该由掌握信息的一方(一般指经理人)享有公司的决策权,即采取集权的治理结构。将控制权集中于一方可提高决策效率,但这

\* 王哲兵,首都经济贸易大学会计学院;韩立岩,北京航空航天大学经济管理学院。通信作者及地址:韩立岩,北京市学院路37号北航经管学院,100191;电话:18910989019;E-mail:hanly1@163.com。本文得到以下项目资助:国家自然科学基金重点项目(70831001)和创新群体项目(70821061)、北京航空航天大学博士研究生创新基金(300297)、首都经济贸易大学青年项目(2012XJQ009)。匿名评审人的学术批评与中肯建议对于提高本文质量起到了重要作用,作者深表感谢,当然文责自负。

种决策可能是有偏的(偏离无控制权的利益相关者的利益)(姚伟等, 2003), 甚至导致对部分利益相关者的负面影响。

传统的委托代理理论认为公司治理的最优结构是采用“三权分立”的民主治理结构, 即在公司的所有权和经营管理权分开后, 分别由董事会、高管层和监事会行使决策权、经营管理权和监督权。通过权力的制衡, 使三大机关各司其职, 又相互制约, 保证公司顺利运行。同国家的三权分立不同, 公司在分权过程中最重要的就是所有权和经营权的分离。早在1932年, Berle and Means (1932) 就明确指出: 所有权与经营管理权的分离, 将会使经理人同公司所有者的利益发生冲突; 并认为, 在两权分离的现代企业中, 约束和监督经理人的机会主义行为将成为公司治理要解决的核心问题。针对如何约束代理人的机会主义行为, 并激励代理人按照委托人的利益行事, 众多学者编制了公司治理指数(白重恩等, 2005; 李维安和牛建波, 2004; 李维安和张国萍, 2005; 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组, 2006; 施东晖和司徒大年, 2004; 岳中志和蒲勇健, 2005), 并研究了公司治理指数同公司业绩、成长性以及融资偏好等众多反映公司状况的指标之间的关系, 结果表明公司治理指数同公司绩效确有显著的相关关系。唐跃军和李维安(2008)更直接提出了利益相关者治理指数, 研究表明利益相关者对公司治理的参与及其和谐程度对公司成长起着极为重要的积极作用。

在委托代理的框架下, 民主的治理结构似乎是最优的治理结构形式。但是, Rajan and Zingales (2000) 指出在委托代理框架下, 代理人并不能发挥积极性和主动性以及在奈特(Knight)意义上承担风险与不确定性的企业家精神, 这种限制代理人权力的民主的治理结构将会失去意义。为激发代理人的企业家精神, Rajan and Zingales (2000) 建议将公司的控制权赋予代理人作为一种激励, 即采取集权的控制权配置模式。然而现实中, 欲在所有权和经营权完全分离的现代企业中采取集权的治理结构而不受委托代理问题的困扰几乎是不可能的。因此, 集权的内涵应该包括股份的持有。为避免委托代理问题且实现集权的治理结构, 公司的所有权和经营管理权必须有一定程度的集中, 其典型代表就是家族企业。

近期, 对委托代理理论的反思掀起了比较上市公司与家族企业两种治理结构对公司业绩影响的浪潮。尽管目前的学术界认为家族企业这种组织方式会受到自有资本限制、家族内部争斗、经理人堑壕以及裙带关系等问题的困扰(Allen and Panian, 1982; Chandler, 1990; Gomez-Mejia *et al.*, 2003; Perez-Gonzalez, 2006; Schulze *et al.*, 2003), 但是有关美国家族企业的实证研究表明, 家族企业的业绩要优于美国的绝大多数上市公司。Anderson and Reeb (2003, 2004)、McConaughy *et al.* (1998) 和 Villalonga and Amit (2006) 等人分别考察了标普500、商业周刊1000和财富500中的家族企业, 结果表明家族企业的托宾 $q$ 值明显高于其他公司。我国学者李新春等(2006)则原创

地提出了公司治理的保健机制（民主）和激励机制（集权）的概念，并将上市家族企业同国企分开考察。其研究结果表明，对家族企业而言，激励机制对企业家精神具有显著的正向促进作用，保健机制则表现为不作为或失灵；对国有企业而言，激励机制对企业家精神并无显著影响，而保健机制对企业家精神却具有较为显著的“倒U形”作用。

民主还是集权，公司到底应该采取哪种治理方式？如上所述，若集权的公司治理结构明显地优于民主的公司组织形式，为何目前大多数公司采取公开上市的形式而非家族企业？笔者认为，问题的答案依赖于公司在生命周期中所处的阶段。处于创业初期的公司偏好集权的治理结构，而处于成熟期公司的偏好则需要进一步研究才能确定。创业的必要条件之一便是创业者独一无二的“创业点子”，“创业点子”的实现需要赋予创业者足够的自主空间。民主制度的束缚并不利于创业者实现其创业理想，集权的治理结构恰好可以为创业者提供创造的空间，但创业理想的实现还受另一个条件的制约，即资金。采取集权的公司组织形式可以赋予创业者自主决定权，但却伴随着较高的融资成本。

本文将通过理论模型讨论创业者对公司治理结构的选择问题。笔者首先修正了传统的委托代理模型中所有权的集中对公司业绩的影响函数，将民主与集权两种公司治理结构纳入同一维度进行比较分析，逻辑地比较两种制度的优点与缺点。进而，笔者比较在创业阶段民主与集权两种制度的优劣，以及融资约束条件对公司治理结构选择的影响。

本文的理论创新表现为：第一，建立了公司治理结构选择对公司业绩影响的理论模型，给出了一个公司治理结构选择的分析框架，进而论证了集权模式下CEO的持股份额完全取决于CEO的能力，而50%持股与全部持股是两个稳定状态；第二，从理论上研究了创业者的公司治理模式的选择问题，提出三种可能的决策关系，论证了在资金充裕条件下偏于集权的合理性，发现了创业者能力与创业资金两种资源的相互替代性；第三，运用指数化期权方法，推导了在自有资金不足而引入外部资金的创业模式下，公司关于未来替换CEO的投票权价值，发现外部经理人市场的平均商业能力提高速度越快则集权模式的融资成本越高。本文所建立的理论模型属于静态范畴，主要讨论了公司创业阶段的治理结构选择问题，有关集权制度下的管理者堑壕问题以及代际传承等重要问题，暂不予以考虑。

## 二、模型的假设

下面要提出治理结构因素对公司业绩影响的模型，为此首先给出四条基本假设。

**假设 1** CEO 持有公司股份为  $r$  ( $r \in [0, 1]$ )。

根据 Berle and Means(1932)以及张小茜和汪炜(2008)的研究可知,股东持股份额可近似表示公司的控制权,因此本文用 CEO 持股比例来表示经理人的控制权。 $r=0$  时,表示公司的所有权与管理经营权完全分开,即公司采取民主的治理结构; $r=1$  时,表示公司的所有权与经营管理权均控制在同一人手中,公司采取集权的治理结构。因此, $r$  亦表示公司的集权程度。

**假设 2** 假设公司的股东和 CEO 都是风险中性的,且股东提供给 CEO 的报酬契约是: $\omega = \bar{\omega} + r\pi$ 。

其中, $\bar{\omega}$  是 CEO 固定薪酬, $r$  ( $r \in [0, 1]$ ) 为 CEO 持有公司的股份份额,同时代表 CEO 分享企业剩余收益的比例, $\pi$  为公司利润。

**假设 3** 将 CEO 的行为分为两类:一是经营管理权允许范围内的正常经营管理行为  $a_1$ , 其利润  $\pi_1$  与 CEO 的能力  $p$  正相关;二是作为公司的所有者可以采取的正常经营管理行为之外的“非常行为” $a_2$ , 例如控制权寻租行为、公司并购决策等战略性行为等,其利润为  $\pi_2$ 。

CEO 通过正常的经营活动  $a_1$  获得利润  $\pi_1$ , CEO 的能力强会赢得更高的利润。而所有权与经营管理权集中赋予 CEO 的“非常行为” $a_2$  对公司的业绩却有正负两方面的影响 (Gugler *et al.*, 2008)。正面影响就是所谓的协同效应,CEO 持股份额的提高使经理人的利益同公司所有者的利益趋于一致,在一定程度上可解决委托代理问题,并且由于 CEO 的双重身份,可以减少公司所有者与管理者的沟通障碍,提高管理效率,进而提高公司利润  $\pi_2$ 。负面影响即经理人堑壕理论,伴随 CEO 持股份额的增加,公司的所有者解雇或替换该 CEO 的概率将会降低,这为 CEO 控制权寻租提供了更大的自由度,设 CEO 控制权寻租收入可由货币的多少量化为  $R$ , 且该收益为 CEO 所独享。

**假设 4** 由假设 3 可知  $a_2$  同  $r$  正相关,因此假设  $\pi_2$  同  $r$  正相关,记  $\pi_2 = \pi_2(r)$ 。具体公式如下:

$$\pi_2 = \begin{cases} k_1 r(1-r), & 0 \leq r < 1/2; \\ 1/4k_1, & 1/2 \leq r \leq 1; \end{cases} \quad k_1 > 0,$$

其中  $k_1$  为二次函数的系数, $k_1$  越大意味着相同的集权程度为公司带来的正面收益越大。

上述假设是有文献依据的。当 CEO 持股份额超过 50% 时,CEO 作为控股股东就可拥有公司 100% 的控制权 (刘少波, 2007)。因此,本文假设 CEO 持股份额达到 50% 以上时,协同效应不再增加。故本文假设当  $0 \leq r < 1/2$  时, $\pi_2$  会随着  $r$  的增加而增加,且满足  $\pi_2'(r) > 0$ ,  $\pi_2''(r) < 0$ ; 当  $1/2 \leq r < 1$  时,

CEO 控股已超过  $1/2$ ，此时  $\pi_2$  不会随着  $r$  的增加而继续增加，即  $\pi_2'(r)=0$ 。不失一般性，可假设当  $0 \leq r < 1/2$ ， $\pi_2$  为二次函数；当  $1/2 \leq r < 1$ ， $\pi_2$  为常数。

目前，并没有具体方法可直接衡量 CEO 控制权寻租收益  $R$  的大小，但有两种方式可进行间接的衡量。第一种方法是由 Barclay and Holderness (1989) 提出的，通过考察公开上市公司在进行大规模的股权转让时的私下协商价格来间接衡量控制权价值。并购方支付给控股股东的价格反映了这部分股份的价格和控制权价值之和。因此，Barclay and Holderness 认为，并购方支付的价格同市场价格的差额反映的就是控制权收益的大小。另一种方法需要公司发行多种具有不同投票权的股票。这种情况下，通过计算具有投票权和不具有投票权的股票的价差，就可以得到投票权价值 (Lease *et al.*, 1984; DeAngelo and De Angelo, 1985)。上述两种方法均可推出 CEO 控制权寻租收益  $R$  为其持有公司股票份额  $r$  的线性函数，不妨假设  $R=R(r)=k_2r$ ，其中  $k_2$  为收益函数的系数，且满足  $k_2 > 0$ 。但上述方法并未考虑 CEO 控制权寻租成本，本文将成本函数带入控制权寻租的效用函数中，重新推导 CEO 控制权寻租收益  $R$  的表达式。上述线性函数转化为控制权寻租收益的可能性边界曲线，即  $R=R(r) \leq k_2r$ 。

假设行为  $a_2$  的成本为  $C_2$ ，且满足  $C_2' > 0$  以及  $C_2'' > 0$ 。假设成本可用货币衡量，其值为： $C_2 = \frac{b_2}{2}R^2$ ，其中， $b_2 > 0$ 。 $b_2$  为成本系数，其值越大意味着同样的寻租收益给 CEO 带来的负效用越大。

持有公司股票份额为  $r$  的 CEO，通过控制权寻租的直接收益为  $R$ 。但是，在分享企业利润时，会损失  $rR$ ，因此 CEO 控制权寻租的真实收益为  $(1-r)R$ 。假设 CEO 控制权寻租的效用函数为  $U_R = (1-r)R - \frac{b_2}{2}R^2$ ，因此  $R$  同  $r$  的关系转化为求解下面的优化问题：

$$\begin{aligned} \text{Max } U_R &= (1-r)R - \frac{b_2}{2}R^2; \\ \text{s. t. } R &\leq k_2r. \end{aligned} \quad (1)$$

从收益的角度，根据 Dyck and Zingales (2004) 的实证研究可知， $k_2$  的大小同该国法律对投资者的保护负相关。这是由这一收益的性质所决定的。只有当控制权收益不能够被他人证实（例如：面临诉讼时不能轻易取证）的时候，CEO 才会攫取这一收益。如果这一收益可以轻易地被察觉，则外部股东完全可能阻止内部股东攫取这一收益。从成本的角度我们可以发现同样的问题，即国家的法律对投资者的保护越多，则 CEO 进行控制权寻租的成本越高，即  $b_2$  越大。因此， $b_2$  与  $k_2$  呈负相关关系。鉴于此，不妨假设  $b_2 = 1/k_2$ 。

将  $b_2=1/k_2$  代入模型 (1), 可解得:

$$R = \begin{cases} k_2 r, & 0 \leq r < 1/2; \\ k_2(1-r), & 1/2 \leq r \leq 1. \end{cases} \quad (2)$$

考虑到集权模式存在的基本合理性, 控制权带给公司的公有边际收益要大于带给控制人本身的私有边际收益, 并且私有边际收益又不能太低。因此本文假设  $1/2k_1 < k_2 < k_1$ , 这就可以保证  $R$  和  $\pi_2$  在  $(0, 1/2)$  内有交点。

综上所述可知, 公司的所有权与经营管理权的集中对公司业绩的影响如图 1 所示。

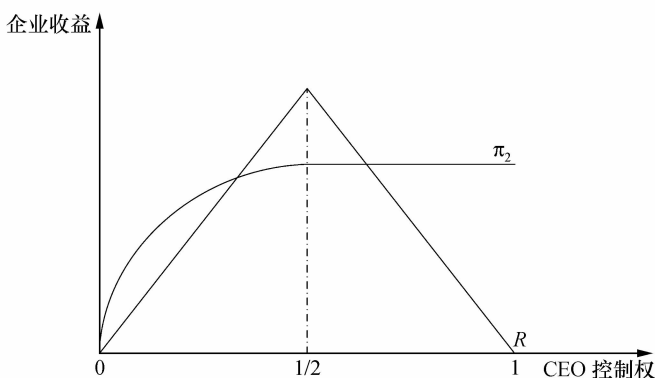


图 1 集权与企业收益关系图

### 三、治理结构选择对公司业绩影响模型

本部分首先讨论一般情况下, 民主与集权两种截然不同的公司治理结构是如何影响公司业绩的。由假设可知, CEO 持有股票份额  $r$  可表示公司的集权程度。考虑到集权可赋予 CEO 正常经营管理权以外的其他权利, 并进而影响公司的利润, 因此, 本文的公司利润  $\pi$  的期望值如公式 (3) 所示:

$$\begin{aligned} E(\pi) &= E(\pi_1) + E(\pi_2) - E(R) - \bar{\omega} \\ &= \begin{cases} E(a_1) + k_1(1-r)r - k_2r - \bar{\omega}, & 0 \leq r < 1/2; \\ E(a_1) + 1/4k_1 - k_2 + k_2r - \bar{\omega}, & 1/2 \leq r < 1. \end{cases} \end{aligned} \quad (3)$$

给定公司利润的期望函数, 则 CEO 的期望收益如公式 (4) 所示:

$$\begin{aligned} \omega &= \bar{\omega} + rE(\pi) + R \\ &= \begin{cases} \bar{\omega} + r[E(a_1) + k_1(1-r)r - k_2r - \bar{\omega}] + k_2r, & 0 \leq r < 1/2; \\ \bar{\omega} + r[E(a_1) + 1/4k_1 - k_2 + k_2r - \bar{\omega}] + k_2 - k_2r, & 1/2 \leq r < 1. \end{cases} \end{aligned} \quad (4)$$

**[命题一]** 民主的治理结构下，公司董事会可通过股权激励等手段提高公司业绩，且存在一个经理人的最优持股水平  $\bar{r}$ ，当经理人持股份额为  $\bar{r}$  时，公司业绩最优。

**证明** 当  $0 \leq r < 1/2$ ，即 CEO 的持股份额小于  $1/2$  时，公司的所有权和经营管理权基本处于分离状态，可认为此时公司为民主的治理结构。根据公司法的规定，公司的经营方针和投资计划、非职工代表担任的董事、监事资格以及董事、监事的报酬、董事会以及监事会报告、年度财务预算方案和年度财务决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等重要议案均须  $1/2$  以上的股东通过。因此，由于 CEO 持有的公司股份小于  $1/2$ ，CEO 持股数目是由董事会决定的。当 CEO 持股数目过低时，董事会可按照薪酬激励计划，通过授予 CEO 期股、期权等手段提高 CEO 个人利益同公司利益之间的相关关系，以期解决委托代理问题，实现公司利润最大化。当 CEO 持股数目超过一定范围，且 CEO 的控制权寻租行为损害了股东的利益时，股东则可通过董事会辞退该 CEO，并在经理人市场中找到合适的继任者。因此，在民主的治理结构下，CEO 的最优持股份额是通过求解公司的期望利润最大化问题得到的。

$$\begin{aligned} \max E(\pi) &= E(\pi_1) + E(\pi_2) - R - \bar{\omega} = E(p) + k_1(1-r)r - k_2r - \bar{\omega}, \\ \text{s. t. } &0 \leq r < 1/2. \end{aligned} \quad (5)$$

对模型 (5) 求一阶导数，并求解  $\frac{d[E(\pi)]}{dr} = -2rk_1 + (k_1 - k_2) = 0$ 。可解得在民主的治理结构下，CEO 的最优持股份额为： $\bar{r} = \frac{k_1 - k_2}{2k_1}$ 。将  $\bar{r}$  带入公式 (5) 可知，民主的治理结构下公司利润的最大值为  $E(\pi_r) = E(p) + \frac{(k_1 - k_2)^2}{4k_1} - \bar{\omega}$ 。

**[命题二]** 集权的治理结构下，经理人的最优持股份额取决于经理人的商业能力，且 50% 持股与完全持股是两个稳定状态。

**证明** 当  $1/2 \leq r < 1$ ，即 CEO 的持股份额大于或等于  $1/2$  时，CEO 持有公司大多数的股票，公司的所有权与经营管理权均集中在 CEO 的手中，因此可认为此时的公司治理结构为集权的治理结构。CEO 可根据其个人利益来决定自己的持股比例。因此问题转化为如何能最大化 CEO 的收益，如公式 (6) 所示。

$$\text{Max } \omega = \bar{\omega} + rE(\pi) + R. \quad (6)$$

由公式 (4) 可知当  $1/2 \leq r < 1$  时， $\omega = \bar{\omega} + r[E(a_1) + 1/4k_1 - k_2 + k_2r - \bar{\omega}] - k_2r + k_2$ ，因此问题可转化为公式 (7)。

$$\text{Max } \omega = k_2r^2 + [E(p) + 1/4k_1 - 2k_2 - \bar{\omega}]r + k_2 + \bar{\omega},$$

$$\text{s. t. } 1/2 \leq r < 1. \quad (7)$$

由公式(7)可知,由于 $k_2 > 0$ , $\omega$ 的取值为 $r$ 的二次函数,且开口向上,因此 $\omega$ 的最大值取决于该二次函数的对称轴 $\left(\frac{2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1 - E(p)}{2k_2}\right)$ 的位置。当 $\frac{2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1 - E(p)}{2k_2} > \frac{3}{4}$ 时,即 $E(p) < 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$ 时,Max  $\omega$ 的解为 $r = 1/2$ ;当 $\frac{2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1 - E(p)}{2k_2} < \frac{3}{4}$ 时,即 $E(p) > 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$ 时,Max  $\omega$ 的解为 $r = 1$ 。当 $\frac{2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1 - E(p)}{2k_2} = \frac{3}{4}$ 时,即 $E(p) = 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$ 时,Max  $\omega$ 的解为 $r = 1/2$ 或 $1$ 。由于 $k_1$ 、 $k_2$ 以及 $\bar{\omega}$ 均为常数,可见,当 $1/2 \leq r < 1$ 时,CEO的持股份额完全取决于CEO的能力 $E(p)$ ,当CEO的能力 $E(p) > 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$ 时,CEO偏向完全持股,当CEO的能力 $E(p) < 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$ 时,CEO偏好持有1/2的股份。该结论同Bitler *et al.* (2005)对美国私有企业股权结构的统计数据刚好吻合。如图2所示,美国20%以上私有企业CEO持股在50%左右,接近70%的私有企业由CEO完全控股。

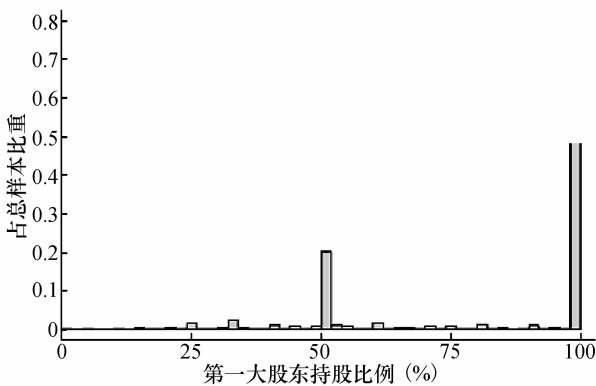


图2 美国私有企业CEO持股比例分布图

注:引自Bitler *et al.* (2005)。

若CEO持股份额 $r$ 为50%,代入公式(3)可得公司的利润为 $E(\pi_{\frac{1}{2}}) = E(p) + \frac{1}{4}k_1 - \frac{1}{2}k_2 - \bar{\omega}$ ;若CEO持股份额 $r$ 为1,代入公式(3)可得公司的利润为 $E(\pi_1) = E(p) + \frac{1}{4}k_1 - \bar{\omega}$ 。假设CEO的能力 $E(p)$ 为已知,则可证明 $E(\pi_{\frac{1}{2}}) < E(\pi_r) < E(\pi_1)$ 。在集权的情形下,CEO的商业能力越高,越偏好完全持股,公司的利润越高;CEO的商业能力越低,越偏好持有半数股份,公司的利润越低。由此可见,在一般意义下很难讨论民主与集权两种治理结构的优劣,采取民主模式的公司利润居中,而采取集权模式的公司利润表现极



端。Miller *et al.* (2007) 关于家族企业实证研究的结论为本文的逻辑结论提供了有力的旁证。Miller 等人将美国上市公司分成两种主要类型：由家族控股的家族企业与除家族企业外的其他上市公司。在区分了“微软”这类由创始人负责经营管理的家族企业与继承人掌管的家族企业后，Miller 等人发现仅有创始人掌管的公司业绩显著优于非家族上市公司，而由继承者管理的公司业绩则要低于民主的企业。由于家族企业的所有权和经营权尚未分开，因此是一种典型的集权治理结构。除家族企业外的其他上市公司可视为民主的治理结构。Miller *et al.* (2007) 基于经验证据的结论是：创始人掌管的家族企业的业绩显著优于其他上市公司，而处于创业阶段的公司一般是由创始人掌管的，因此在统计意义上可以认为创业阶段集权模式优于民主模式。但是从不同文献来看在其他发展阶段民主和集权两种模式的优劣还没有一个定论。本文下面将继续讨论创业期间，创业者对民主与集权两种治理结构的选择问题。

#### 四、创业者的选择

假设在创业前，创业者已确定将要进入的行业，相关资本结构的选择、资本与劳动力等生产要素的配比以及产出品等都已确定。唯一需要选择的的就是公司的治理结构：采取所有权与经营权分开的民主治理结构，简称民主方案；由控股股东担任公司的 CEO，即集权的公司治理结构，简称集权方案。选择集权方案又面临两种可能：一是无自有资金限制与外部融资约束，此时 CEO 需要持有公司全部的股份；二是有自有资金限制，此时创业者将面临外部融资约束。

##### (一) 民主方案

当创业者采取民主方案时，创业者出资或者与合伙人共同出资成立公司，并在经理人市场雇佣 CEO。假设该 CEO 的能力为  $p_D$ ，薪酬合约为  $\omega = \bar{\omega} + rE(\pi)$ ，则此时创业者期望收益的最大值可由本文第三部分给出的模型得出。

当 CEO 持股为  $\bar{r} = \frac{k_1 - k_2}{2k_1}$  时，公司业绩最优，此时公司的期望收益为：

$$E(\pi_D) = E(p_D) + \frac{(k_1 - k_2)^2}{4k_1} - \bar{\omega}. \quad (8)$$

##### (二) 无自有资金限制的集权方案

创业者欲采取集权方案，则需要由创业者自己担任公司的 CEO。无自有资金限制与外部融资约束，则需要创业者全部出资而持有公司 100% 的股份。

在集权的治理结构下,若创业者无自有资金限制,其愿意持有公司全部股份的约束条件如下:

(1) 由本文第三部分的讨论可知,  $E(p_A) > 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$ , 其中  $p_A$  为集权的治理结构下创业者的能力;

(2) 创业者的创业收益大于分别将资金用于理财以及在劳动力市场出卖劳动力的收入之和。

作为理想状态,假设资本市场是完全竞争的,且资本市场中仅有一种投资方式,即购买采取民主方案的公司的股票。若创业者将资金投资于此,则投资回报为:  $E(\pi_D) = [E(p_D) + k_1(1-r)r - k_2r - \bar{\omega}]$ , 其中  $\bar{r} = \frac{k_1 - k_2}{2k_1}$ ; 假设创业者在另一家类似的公司中担当经理人,其收入为  $\omega = \bar{\omega} + rE(\pi_D) + R$ 。如果创业者作为公司的经理人所持有的公司的股票是由公司董事会按照市场价格出售给 CEO 的,由于资本市场是完全竞争的,创业者要为这部分的股份支付成本  $rE(\pi_D)$ , 因此创业者作为经理人的实际劳动收入为  $\bar{\omega} + R$ 。创业者投资于资本市场和在劳动力市场获得劳动收入之和为:

$$E(\pi_D) + \bar{\omega} + R = [E(p_D) + k_1(1-r)r - k_2r - \bar{\omega}] + \bar{\omega} + k_2r. \quad (9)$$

由公式(4)可知,创业者采取集权方案的收益为  $\omega_A = E(p_A) + 1/4k_1$ 。创业者采取集权方案的收益大于分别投资于资本市场和担当经理人的收入之和,即  $\omega_A \geq E(\pi_D) + \bar{\omega} + R$ 。将公式(9)代入上式可以推出:  $E(p_A) + 1/4k_1 \geq E(p_D) + k_1(1-r)r$ 。将  $\bar{r} = \frac{k_1 - k_2}{2k_1}$  代入上式可得:

$$E(p_A) \geq E(p_D) - \frac{k_2^2}{4k_1}. \quad (10)$$

因为  $k_1, k_2 > 0$ , 所以  $\frac{k_2^2}{4k_1} > 0$ 。因而,创业者愿意百分之百出资自己创业的条件为,

$$E(p_A) > 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1 \quad \text{且} \quad E(p_A) \geq E(p_D) - \frac{k_2^2}{4k_1}.$$

当职业经理人市场中经理人的能力  $E(p_D)$  高于  $1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$  时,创业者的能力  $E(p_A)$  可略小于经理人市场中经理人的能力  $E(p_D)$ , 但是略低的幅度不能超过  $\frac{k_2^2}{4k_1}$ 。即当无自有资金限制,且满足  $E(p_D) > 1/2k_2 + \bar{\omega} - 1/4k_1$  时,即使创业者的经营管理能力略低于经理人市场的平均水平,创业者仍可采取完全控股的方式完成创业。此时公司的业绩同民主模式下的公司业绩之差为:

$$\begin{aligned}
 E(\pi_A) - E(\pi_D) &= \left[ E(p_A) + \frac{k_1}{4} - \bar{\omega} \right] - \left[ E(p_D) + \frac{(k_1 - k_2)^2}{4k_1} - \bar{\omega} \right] \\
 &= E(p_A) - E(p_D) + \frac{k_1}{4} - \frac{(k_1 - k_2)^2}{4k_1} \\
 &\geq \frac{k_1 k_2 - k_2^2}{2k_1}.
 \end{aligned}$$

由于  $k_1, k_2 > 0$ , 且  $1/2k_1 < k_2 < k_1$ , 可以证明  $\frac{k_1 k_2 - k_2^2}{2k_1} > 0$ , 即  $E(\pi_A) > E(\pi_D)$ 。综上所述可得:

**[命题三]** 创业过程中, 完全持股的集权的公司治理模式明显优于民主模式, 即使创业者商业能力略低于经理人市场平均水平, 亦可通过集权的高效率管理获得较高收益。

### (三) 有自有资金限制的集权方案

当创业者的自有资金有限, 必须从外部融资时, 则必须考虑外部融资约束。假设创业者自己出资而拥有公司的股份份额为  $r$ ,  $r \in [0.5, 1)$ , 并由创业者本人担任公司的 CEO, 创业所需的其他资金通过向外部投资者融资获得, 外部投资者拥有公司的股份份额为  $1-r$ 。

外部投资者在投资前已知公司的治理结构是集权模式, 外部投资者持股比例小于  $1/2$ 。因此外部投资者在公司的经营方针和投资计划、董事和监事的任免与报酬确定、年度财务预算决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等重要事项上将失去否决权。对外部投资者而言, 最重要的还是在当外部经理人市场的平均水平提升、公司当前的 CEO 水平相对于外部经理人市场已经处于较低水平时, 外部投资者作为公司的小股东, 即使联合起来也不能轻易地辞退当前的 CEO 而另聘他人, 只能承担一切损失。因此, 外部投资者在参股的同时, 就出售了一个对当前经理人的看跌期权 PO, 有关期权 PO 的价值将在第五部分讨论。

由上述讨论可知:

**[命题四]** 当创业者采取集权方案创建公司时, 外部投资者愿意投资的条件为投资于集权模式公司的期望收益大于或等于投资于民主模式公司的期望收益同看跌期权 PO 的价值之和, 如公式 (11) 所示。

$$(1-r)E(\pi_A) \geq (1-r)E(\pi_D) + V_P(1-r), \quad (11)$$

其中,  $V_P$  为期权 PO 的价值。

由于  $1-r > 0$ , 公式 (11) 的两端同时除以  $1-r$  可得  $E(\pi_A) \geq E(\pi_D) + V_P$ , 即采取集权方案时公司的期望收益大于采取民主方案时公司的期望收益

同看跌期权的价值之和。将公式(3)和公式(8)代入上式可得:

$$E(p_A) + \frac{1}{4}k_1 - k_2 + k_2r - \bar{\omega} \geq E(p_D) + \frac{(k_1 - k_2)^2}{4k_1} - \bar{\omega} + V_P.$$

整理后,可得:

$$E(p_A) - E(p_D) \geq \frac{k_2^2 + 2k_1k_2}{4k_1} - k_2r + V_P. \quad (12)$$

当  $r=0.5$  时,  $E(p_A) - E(p_D) \geq \frac{k_2^2}{4k_1} + V_P$ 。可以证明  $\frac{k_2^2}{4k_1} + V_P$  恒大于零。

因此当  $r=0.5$  时,对创业者的能力要求最高。此时创业者若想从外部投资者处取得资金支持,其能力  $E(p_A)$  要高于在劳动力市场中提供劳动力的职业经理人的平均能力  $E(p_D)$ , 高出的具体值为  $\frac{k_2^2}{4k_1} + V_P$ 。这一结论同 Boot *et al.*

(2006) 的研究结论相同。Boot 等人的研究认为,创业者需要在自主决策权和融资成本之间进行抉择,创业者的自主决策权越高,资本成本也会越高。但是本文的研究结果表明,在集权的治理结构下,创业者的融资成本是关于  $r$  的减函数。当  $r$  接近 1 时,CEO 的自主决策权高,但融资成本相对于  $r$  等于 0.5 时反而降低。本文的研究结果表明,在创业过程中 CEO 的能力同自有资金具有一定的替代性。

由上文讨论可知,无论是否存在自有资金限制,创业期间采取集权模式的公司业绩均要优于采取民主模式的公司。当创业者资金充足时,即使经理人的商业能力略低于经理人市场水平,亦可通过完全控股的方式完成创业理想,且由于完全控股模式的高管理效率,公司的利润将高于采取民主的治理结构的公司的平均水平。当自有资金不足时,获得外部资金参与的充要条件为公司的期望利润高于民主模式下公司利润的平均水平与控制权价值之和,即要求创业者的商业能力高于经理人市场平均水平。由此可见创业过程中,创业者的能力同资金具有一定的替代性。

## 五、投票权价值

在民主的治理结构中,股东在经理人市场中挑选合适的经理人,并将公司的经营权交给该经理人,但同时保留对经理人的监督及任免权。当所雇佣的经理人的表现低于职业经理人平均水平时,股东有权利解聘该经理人,并从经理人市场雇佣一个新的经理人,这相当于公司在雇佣经理人的同时拥有一个保护性看跌期权,我们称之为“投票权”。

作为类期权的投票权同一般期权的最显著的区别是,一份期权在到期日价值将归零,而投票权持有者无论在当期是否行权,下一期将直接拥有一个

新的期权，这类似于实物期权中的多重期权。若假定公司是永续的，则可将投票权视为一个无限重期权。由于董事会每次决策的过程都是上一次过程的重复，因此，本文仅详细讨论第一次决策的过程，并给出单一期权的价值，通过分析单一期权的价值同各参数之间的关系可推测各参数对无限重期权，即投票权价值的影响。

Hermalin (2005) 给出了单一期权的价值，但他的模型中候选人的能力同时间变量无关。投票权作为无限重期权，长期而言必须考虑候选人能力随时间的变化。若将候选人能力视为期权的执行价格，则候选人水平的变化意味着执行价格的不确定性，在期权定价中这类期权被称为指数化期权 (indexed stock option)。本文将借鉴 Hermalin (2005) 的方法并结合 Johnson and Tian (2000) 给出的指数化期权定价法对公司的投票权进行定价。

### (一) 模型的时间安排

第一阶段：董事会在经理人市场中雇佣一个 CEO (用脚注 0 来表示)。由于信息不对称，董事会并不能精确地知道该 CEO 的能力，但可知经理人能力  $p_0$  的概率分布。假设经理人的能力  $p_0$  服从均值为  $\mu_0$ ，方差为  $\frac{1}{\tau_0}$  的正态分布，其中  $\tau_0$  表示分布的精确度。

经理人的候选人集合为外部经理人市场，在其中任选一个经理人为继任者，则该经理人能力的概率分布同经理人市场的概率分布相同。假设外部经理人市场中任一经理人的能力  $p_M$  服从正态分布  $N\left(\mu_{M0} + r_M t, \frac{1}{\tau_M}\right)$ 。其中  $t$  为时间， $r_M$  为经理人市场商业能力的增长率， $\mu_{M0}$  为 0 期时经理人市场水平， $\frac{1}{\tau_M}$  为波动率。

第二阶段：董事会通过监督经理人的行为，得到一个信号  $y_0$ ，这一信号服从正态分布，均值同经理人能力  $p_0$  相同，对任意经理人而言，方差均为  $\frac{1}{s_0}$ 。同时，董事会接触某一 CEO 候选人后，通过对候选人的考察可获得信号  $y_1$ ， $y_1$  的分布亦为正态分布，均值同候选人的能力  $p_M$  相同，方差为  $\frac{1}{s_1}$ 。由于董事会对现任经理人的了解程度要高于候选人，因此  $\frac{1}{s_0} < \frac{1}{s_1}$ 。

第三阶段：在接收到信号  $y_0$ 、 $y_1$  后，董事会将分别更新对当前经理人的能力  $p_0$  以及候选人的能力  $p_M$  的估计。通过比较当前经理人能力的后验估计同候选人的能力的后验估计值的高低来决定是否解雇当前经理人。

第四阶段：获得收益  $x$ 。公司的收益服从同经理人（第一阶段雇佣的经理人；若第三阶段解雇了该经理人，则为其继任者）能力相同的正态分布。且

随机变量  $p_0$  和  $p_M$  相互独立,  $y_0$  和  $y_1$  也相互独立。

## (二) 董事会认识修正

假设经理人的能力不会随着时间的推移而变化。董事会获取信号  $y_0$  后, 则会修正对 CEO 能力的估计。修正后的 CEO 的能力水平服从均值为  $\hat{\mu}_0$ , 方差为  $\frac{1}{\hat{\tau}_0}$  的正态分布, 其中

$$\hat{\mu}_0 = \frac{\tau_0 \mu_0 + s_0 y_0}{\tau_0 + s_0}, \quad \hat{\tau}_0 = \tau_0 + s_0.$$

(相关证明详见 DeGroot, 1970, pp. 167—169)。

由于经理人市场的平均能力按照  $r_M$  的速度增长, 因此  $t_1$  时刻经理人市场的分布服从均值为  $\mu_{M1} = \mu_{M0} + r_M t_1$  的正态分布。董事会获取信号  $y_1$  后, 则会修正对候选人能力的估计。修正后的候选人能力水平服从均值为  $\hat{\mu}_{M1}$ , 方差为  $\frac{1}{\hat{\tau}_M}$  的正态分布, 其中

$$\hat{\mu}_{M1} = \frac{\tau_M \mu_{M1} + s_1 y_1}{\tau_M + s_1}, \quad \hat{\tau}_M = \tau_M + s_1.$$

当  $\hat{\mu}_0 < \hat{\mu}_{M1}$  时, 董事会将选择解雇当前 CEO, 并且在经理人中聘任新的 CEO; 当  $\hat{\mu}_0 \geq \hat{\mu}_{M1}$  时, 原 CEO 留任。故可将  $\hat{\mu}_{M1}$  视为期权的执行价格。

## (三) 期权价值

给定当前 CEO 的能力  $p_0$ , 信号  $y_0$  服从均值为  $p_0$  方差为  $\frac{1}{s_0}$  的正态分布。因此, 在给定 CEO 的能力  $p_0$  的先验估计  $\mu_0$  的情形下, 信号  $y_0$  服从均值为  $\mu_0$ , 方差为  $\frac{1}{s_0} + \frac{1}{\tau_0}$  的正态分布。同理可知给定候选人的能力  $p_M$  的先验估计  $\mu_{M1}$  的情形下, 信号  $y_1$  服从均值为  $\mu_{M1}$  方差为  $\frac{1}{s_1} + \frac{1}{\tau_M}$  的正态分布。

给定候选人水平, 投票权在期权到期日的收益为  $\max\{0, \hat{\mu}_{M1} - \hat{\mu}_0\}$ 。参考 Johnson and Tian (2000) 给出的指数化期权定价公式可知, 该收益的期望就是期权的价值。将  $\hat{\mu}_0$  和  $\hat{\mu}_{M1}$  的表达式代入  $\hat{\mu}_{M1} - \hat{\mu}_0$  可得:

$$\begin{aligned} \hat{\mu}_{M1} - \hat{\mu}_0 &= \frac{\tau_M \mu_{M1} + s_1 y_1}{\tau_M + s_1} - \frac{\tau_0 \mu_0 + s_0 y_0}{\tau_0 + s_0} \\ &= (\mu_{M1} - \mu_0) + \left[ \frac{s_1}{\tau_M + s_1} (y_1 - \mu_{M1}) - \frac{s_0}{\tau_0 + s_0} (y_0 - \mu_0) \right]. \end{aligned}$$

由于  $y_0$  和  $y_1$  服从相互独立的正态分布, 且给定  $\mu_0$  和  $\mu_{M1}$ , 信号  $y_0$  和  $y_1$

的均值和方差均为已知，由此可知  $\frac{s_1}{\tau_M + s_1}(y_1 - \mu_{M1}) - \frac{s_0}{\tau_0 + s_0}(y_0 - \mu_0)$  服从均值为 0，方差为  $\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_M(\tau_M + s_1)}$  的正态分布。

为使表达简洁，假设  $z = \sqrt{H} \left[ \frac{s_1}{\tau_M + s_1}(y_1 - \mu_{M1}) - \frac{s_0}{\tau_0 + s_0}(y_0 - \mu_0) \right]$ ，其中

$$H = \frac{1}{\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_M(\tau_M + s_1)}}, \text{ 则 } z \text{ 服从均值为 0, 方差为 1 的标准正态分布。}$$

$t_1$  时刻到期的期权价值为：

$$\begin{aligned} V_1 &= E[\max(0, \hat{\mu}_{M1} - \hat{\mu}_0)] \\ &= \int_{-\infty}^{+\infty} \max\left\{0, (\mu_{M1} - \mu_0) + \frac{z}{\sqrt{H}}\right\} \sqrt{\frac{1}{2\pi}} e^{-\frac{z^2}{2}} dz \\ &= (\mu_{M1} - \mu_0) [1 - N((\mu_0 - \mu_{M1}) \sqrt{H})] + \frac{1}{\sqrt{2\pi H}} e^{-\frac{1}{2}(\mu_0 - \mu_{M1})^2 H}, \end{aligned} \quad (13)$$

其中  $N(\cdot)$  为标准正态分布累积密度函数。

对上式求偏导可得：

$$\frac{\partial V_1}{\partial \mu_0} = N((\mu_0 - \mu_{M1}) \sqrt{H}) - 1, \quad (14)$$

$$\frac{\partial V_1}{\partial \mu_{M1}} = 1 - N((\mu_0 - \mu_{M1}) \sqrt{H}), \quad (15)$$

$$\frac{\partial V_1}{\partial r_M} = \frac{\partial V_1}{\partial \mu_{M1}} \cdot \frac{\partial \mu_{M1}}{\partial r_M} = [1 - N((\mu_0 - \mu_{M1}) \sqrt{H})] t. \quad (16)$$

由于  $N(\cdot)$  是标准正态分布累积密度函数，因此  $0 < N((\mu_{M1} - \mu_0) \sqrt{H}) < 1$ ，可知  $\frac{\partial V_1}{\partial \mu_0} < 0$ ， $\frac{\partial V_1}{\partial \mu_{M1}} > 0$ ， $\frac{\partial V_1}{\partial r_M} > 0$ 。由此可知，期权价值是关于当前 CEO 水平的估计  $\mu_0$  的减函数，关于候选人水平  $\mu_M$  的增函数，尤其是关于外部经理人市场中经理人能力平均增长率  $r_M$  的增函数。

由于每次投票过程为上述过程的重复，假设第  $n$  次投票的投票权价值为  $V_n$ ，则股票投票权的总价值为  $V_P = \sum_{n=1}^{\infty} V_n$ 。由公式 (14) — (16) 可推断，当前 CEO 能力  $\mu_0$  越高，投票权价值越低；而外部经理人市场中经理人能力的平均增长率  $r_M$  越高，投票权价值越高。由公式 (12) 可知，给定 CEO 自有资金量，即给定 CEO 持股份额  $r$  以及职业经理人市场平均商业能力的提高速度  $r_M$ ，当前 CEO 的能力  $\mu_0$  越高，小股东要求的控制权损失补偿越低，公司的融资成本反而下降，也就是说 CEO 能力越强，实现“强人治理”的阻力越小。若给定 CEO 的持股比例  $r$  和当前能力  $\mu_0$ ，由公式 (12) 可知职业经理

人市场的提高速度  $r_M$  越高,小股东要求的控制权损失补偿越高,创业者通过集权的方式完成创业的阻力越大。因此可见集权模式的实现不仅同创业者的能力和自有资金有关,还同外部经理人市场的提高速度有关。在经理人人才短缺的年代,通过集权模式完成创业相对容易;而在经理人人才辈出的年代,若想通过集权模式完成创业,将面临更高的融资成本。

## 六、结论与展望

本文首先建立了一个基于公司业绩的**处于创业阶段**的治理结构选择的理论模型,旨在比较民主和集权两种不同的公司治理结构对于公司业绩的影响因素。该模型修正了传统的委托代理模型中CEO持股份额对公司业绩的影响函数,使其更符合实际状况;逻辑地论证了CEO持股份额对公司业绩的正负两方面的影响,正面影响为经理人持股所带来的协同效应,而负面影响为经理人的控制权寻租行为。我们发现协同效应对公司业绩的影响先增加后不变,而控制权寻租行为是一个关于经理人持股份额的倒U形曲线。本文进一步比较在创业阶段民主与集权两种制度的优劣,以及融资约束条件对公司治理结构选择的影响,进而论证了集权模式下CEO的持股份额完全取决于CEO的能力,而50%持股与全部持股是两个稳定状态。

其后运用该模型重点讨论了创业阶段公司治理结构的选择问题。模型逻辑上支持了这样的基本观点:创业的成功取决于创建者的眼力与能力,因此决策力与执行力要有高度的协同,因此集权就是天然的选择。但是实现这个选择的充分条件是创业者可以调动足够的资金和其本人杰出的商业能力。当创业者的资金不足而需要外部融资时,将面临较高的融资成本。创业者商业能力要显著高于经理人市场的平均能力,为作为小股东的其他投资者带来高额回报以期弥补小股东的投票权损失;这同时也说明在创业过程中创业者的商业能力同自有资金具有一定的替代性。模型的论证还表明,在集权的治理结构下,创业者的融资成本是其持股比例的减函数。当接近全额持股时,作为CEO的创业者自主决策权最高,而其融资成本相对于50%持股时反而降低。

本文最后应用指数化期权定价方法给出了当创业者实行集权模式又进行外部股权融资时小股东投票权损失的定价公式。结果表明,经理人市场平均商业能力增长越快,投票权损失越大。

本文的理论模型还是一个静态模型,主要讨论了公司创业阶段的治理结构选择问题。关于公司全生命周期阶段的治理模式选择问题、集权制度下的管理者堑壕问题以及代际传承问题等重要问题,值得建立动态模型进行更深入的研究。本文模型并未考虑债券融资,债务融资作为企业的重要资金来源对公司的股权结构亦会产生重要影响,有关股权结构同资本结构相互作用也是今后的研究课题。



## 参 考 文 献

- [1] Allen, M., and S. Panian, "Power, Performance and Succession in the Large Corporation", *Administrative Science Quarterly*, 1982, 4(27), 538—547.
- [2] Anderson, R., and D. Reeb, "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms", *Administrative Science Quarterly*, 2004, 2(49), 209—237.
- [3] Anderson, R., and D. Reeb, "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 2003, 3(58), 1301—1328.
- [4] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜, "中国上市公司治理结构的实证研究", 《经济研究》, 2005 年第 2 期, 第 18—27 页。
- [5] Barclay, M., and C. Holderness, "Private Benefits of Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics*, 1989, 2(25), 371—395.
- [6] Berle, A., and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932, 196—218.
- [7] Bitler, M., T. Moskowitz, and A. Vissing-Jorgensen, "Testing Agency Theory with Entrepreneurs Effort and Wealth", *Journal of Finance*, 2005, 2(60), 539—576.
- [8] Boot, A., A. Gopalan, et al., "The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership", *Journal of Finance*, 2006, 2(61), 803—836.
- [9] Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 3(112), 693—728.
- [10] Chandler Jr., A., "The Enduring Logic of Industrial Success", *Harvard Business Review*, 1990, 2(68), 130—140.
- [11] DeAngelo, H., and L. DeAngelo, "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock", *Journal of Financial Economics*, 1985, 1(14), 36—39.
- [12] DeGroot, M., *Optimal Statistical Decisions*. New York: McGraw-Hill, 1970.
- [13] Dyck, A., and L. Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 2004, 2(59), 537—600.
- [14] Gomez-Mejia, L., M. Larrazza-Kintana, et al., "The Determinants of Executive Compensation in Family Controlled Public Corporations", *Academy of Management Journal*, 2003, 2(46), 226—237.
- [15] Gugler, K., D. Mueller, et al., "Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison", *Journal of Corporate Finance*, 2008, 5(14), 688—705.
- [16] Hermalin, B., "Trends in Corporate Governance", *Journal of Finance*, 2005, 5(65), 2351—2384.
- [17] Johnson, S., and Y. Tian, "Indexed Executive Stock Options", *Journal of Financial Economics*, 2000, 1(57), 35—64.
- [18] Lease, R., J. McConnell, et al., "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations", *Journal of Business*, 1984, 4(57), 443—467.
- [19] 李维安、牛建波, "中国上市公司经理层治理评价与实证研究", 《中国工业经济》, 2004 年第 9 期, 第 57—64 页。
- [20] 李维安、张国萍, "经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究", 《经济研究》, 2005 年第 11 期, 第 87—98 页。
- [21] 李新春、苏琦、董文卓, "公司治理与企业家精神", 《经济研究》, 2006 年第 2 期, 第 57—68 页。

- [22] 刘少波,“控制权收益悖论与超控制权收益”,《经济研究》,2007年第2期,第86—96页。
- [23] McConaughy, D., M. Walker, *et al.*, “Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value”, *Review of Financial Economics*, 1998, 1(7), 1—19.
- [24] Miller, D., I. Breton-Miller, *et al.*, “Are Family Firms Really Superior Performers”, *Journal of Corporate Finance*, 2007, 5(13), 820—858.
- [25] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组,“中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析——基于中国1149家上市公司的研究”,《管理世界》,2006年第3期,第4—10页。
- [26] Perez-Gonzalez, F., “Inherited Control and Firm Performance”, *American Economic Review*, 2006, 5(96), 1559—1588.
- [27] Rajan, R., and L. Zingales, “The Governance of New Enterprise”, NBER Working paper, 2000.
- [28] Schulze, W., M. Lubatkin, *et al.*, “Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion among the Directors of Private Family Firms”, *Academy of Management Journal*, 2003, 2(46), 179—194.
- [29] 施东晖、司徒大年,“中国上市公司治理水平及对绩效影响的经验研究”,《世界经济》,2004年第5期,第69—79页。
- [30] 唐跃军、李维安,“公司和谐、利益相关者治理与公司业绩”,《中国工业经济》,2008年第6期,第86—98页。
- [31] Villalonga, B., and R. Amit, “How Do Family Ownership, Management and Control Affect Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, 2006, 2(80), 385—417.
- [32] 姚伟、黄卓、郭磊,“公司治理理论前沿综述”,《经济研究》,2003年第5期,第84—94页。
- [33] 岳中志、蒲勇健,“公司治理结构完善度水平指标体系及评价模型”,《管理世界》,2005年第5期,第154—155页。
- [34] 张小茜、汪炜,“持股结构、决议机制与上市公司控制权”,《经济研究》,2008年第11期,第40—50页。

## The Founder's Choice between Democracy and Autocracy in Corporate Governance

ZHEBING WANG

(*Capital University of Economics and Business*)

LIYAN HAN

(*Beihang University*)

**Abstract** We present a theoretical model of founder's choice between democracy and autocracy in corporate governance. At the start-up period, the choice of autocracy is more efficient though it requires more initial capital. If external finance is needed, the founder would bear higher capital cost due to manager's rent-seeking and the loss of voting right of minority shareholders. We show that founder's own capitals and his managerial skills are substitutes. The results show that the higher the level of managerial skills, the more losses in voting right.

**JEL Classification** G32, L32, M13