

# 利益相关者价值研究综述

王秀华(博士)

(青岛农业大学经济与管理学院 青岛 266109)

**【摘要】**利益相关者价值是利益相关者理论的基本概念,其模糊性致使利益相关者理论长期以来存在争议。理论界关于利益相关者价值的界定有三种思路:利益相关者理论内部自我检讨与修正、忽略或回避、超越利益相关者理论的外部突破。本文研究认为,应从更深、更广的视角超越利益相关者理论,借助企业所有权理论和集体选择理论来重新认识利益相关者的价值归属,并科学地对其进行衡量。

**【关键词】**利益相关者价值 利益相关者理论 所有权理论 集体选择理论

## 一、利益相关者价值:利益相关者理论的基本概念

自1963年利益相关者理论概念的首次提出至今,利益相关者理论得到了较快的发展和广泛的认同。尤其是最近20年,“利益相关者理论覆盖了企业管理的所有方面,并成为企业价值管理的核心。

自从1965年Igor Ansoff出版的关于公司战略的参考资料引起普遍关注后,利益相关者理论便成为企业管理理论中的一个支柱了”(Harrison等,1999)。Freeman和Phillips(2002)撰文指出,利益相关者理论不仅在伦理学、企业战略、经济学、

组织理论等领域发挥了巨大的作用,而且在法学、政治经济学等领域产生了重要的影响。尽管如此,理论界对于利益相关者理论一直有争议,未能取得统一认识,以致成为影响利益相关者理论深入发展的一大障碍。

利益相关者理论的支持者认为,企业经营目标应该用利益相关者财富最大化来替代股东财富最大化(Stiglitz, 2006; Donaldson和Dunfee, 2002; Clarkson, 1991)。管理者的工作是保持所有这些(利益相关者)群体的支持,平衡他们的利益,使组织成为一个能够实现利益相关者价值最大化的地方

## 四、住房公积金使用建议

公积金入市确实提供了更广泛的运用渠道,笔者也不反对住房公积金入市,但入市似乎还时机未到,而坚持原来的体制也没有完成缴纳住房公积金的初衷。因此,可以对公积金体制稍做修正、进行完善,提高公积金的利用效率。

1. 长期看趋势。①静闻养老金入市佳音。养老金与住房公积金都是保障金,性质也相差无几,也曾因为与住房公积金一样被认为是资金沉淀,不能实现保值增值而提上入市议程,现在已经进入股市。住房公积金是否入市可以将养老金的入市状况作为参照。②坐观股票市场状况。股市风险高,我国资本市场的发展还不够完善,若要做到住房公积金保值增值必定要建立相应的专业机构来应对这种高风险,进行技术层面的风险控制。类似机构是否建立,是否完善也关乎住房公积金的命运。

综上,笔者认为目前应当看养老金入市状况,听股票市场动静,拟解决入市难题思路,分析股票市场投资价值。时间是检验一切的真理,一口吃不了大胖子,认准形势,适时适当顺势适量进入股票市场。

2. 短期增用途。短期内应当对住房公积金稍作修正,增加住房公积金的多种用途,提高利用效率。

(1)降低利用住房公积金进行租房的门坎,这对于某些不愿买房或是买不起房的缴付者来说更公平一些,同时资金也实现了它的价值,缴付者也更多地享受到了住房公积金带来的利益。

(2)扩大公积金使用受益群体,拓宽公积金使用渠道。在个人购买住房时,可以使用直系亲属的公积金,享受贷款优惠,激活公积金资源。

(3)完善住房公积金直接投资公租房的运营模式,取住房公积金于民,用之于民。不断地完善相关法律法规,使住房公积金真正惠及于民,同时也达到了最大限度发挥住房公积金利用效率的目的,拉动经济增长。

(4)要解决住房公积金运用效率低的现状,可以适当放宽公积金的用途。海南省在2010年修订《海南住房公积金提取操作规程》与《海南住房公积金个人贷款操作规程》,其中规定,除用于住房相关费用外,住房公积金还可用于支付物业费、子女大中专学费、医疗费和事故灾难费等。

## 主要参考文献

1. 王立君,赵铁男.放宽住房公积金使用办法是激活房市和刺激消费的有效途径.吉林金融研究,2009;1
2. 沈翀,魏宗凯.公积金入市传闻引争议.半月谈,2013;6

(Freeman, 1999)。然而,对于将利益相关者价值最大化作为企业目标的这一说法却引发了理论界的长期争论,表现为著名的“股东价值与利益相关者价值之争”。

詹森(Jensen, 2000, 2002)、马库克斯(Marcoux, 2000)、斯滕伯格(Sternberg, 1997, 2000)等对利益相关者理论宣扬追求利益相关者价值最大化的观点进行了猛烈的抨击,他们抨击的主要原因有两点:第一,利益相关者理论为管理机会主义提供了借口。他们从经营者和股东之间的代理问题出发,认为如果没有道德约束,风险承受(所有权)与决策制定(控制权)之间的分离将导致管理者以公司利益和股东剩余现金流量为代价来为自己牟利。第二,利益相关者理论不能够为公司提供一个足够具体的目标引导功能。认为利益相关者理论要求企业以“平衡”所有利益相关者利益代替长期所有者价值的最大化来作为企业目标,无法实现“启蒙的行动指导”(Illuminatingly Action-guiding)。Jensen 也认为,由于利益相关者理论没有提供更好的定义,它让管理者和董事们对公司的管理工作不必负责;缺乏业绩标准,管理者无法以任何原则来评价(决策的效果)。不仅如此,当越来越多的有远见的大企业将利益相关者理论应用到实践中时,一些反对利益相关者理论的小公司和金融家联手,将矛头对准了这些大公司,掀起了一场“股东价值保卫战”,成为 20 世纪 80 年代全球第四次并购浪潮的主旋律。

股东价值理论的支持者认为以利益相关者价值最大化作为企业经营目标将会导致企业目标的多元化,并在一定程度上纵容管理机会主义行为,从而坚决反对利益相关者价值最大化。2007 年美国管理学年会中,格尔(Agle)、唐纳森(Donaldson)、弗里曼(Freeman)、詹森(Jensen)、米切尔(Mitchell)和伍德(Wood)等在回顾当代利益相关者基础文献时将股东价值和利益相关者价值之间的争论视为利益相关者理论家们的三大工作之一,足见其重要性。但同时,该次年会也提出:“当前的研究应该从利益相关者理论是否(if)能够满足企业经营成功转变为利益相关者理论如何(how)满足经营成功的问题”(Agle 等, 2001) 这种说法的转变在一定程度上暗示了学者们应该结束“利益相关者价值最大化与股东价值最大化孰是孰非”的争论,将研究重点转向“如何”满足的问题上。然而,这种说法只是将矛盾进行了转移,企图回避利益相关者价值最大化这一有争议的说法而已。

实际上,研究利益相关者如何满足企业经营成功的问题之前,我们必须对“经营成功”本身进行界定。而“经营成功”这一概念与利益相关者价值“平衡说”一样,都过于定性,无法对现实实践提供全面指导。因此,利益相关者理论争议问题的关键就在于“利益相关者价值”这一词汇本身,“利益相关者价值”的最化问题一直没能解决。本文所称“利益相关者价值”概念从范畴上包含股东价值的概念,是股东价值概念内涵的扩大和发展,但为了使研究焦点更为集中,本文仅对受抨击的更广范围的利益相关者价值进行研究,因而下文在介绍利益相

关者价值相关研究时,并未包含狭义的物质资本所有者价值的相关研究成果。

只有明确“利益相关者价值”这一基本概念,才能够真正解答股东价值理论的质疑,利益相关者理论才能够进一步发展。但遗憾的是,鲜有文献单独对“利益相关者价值”这一指标进行专门的研究。本文拟在对利益相关者理论文献进行梳理的基础上,挖掘利益相关者价值发展的轨迹。

## 二、利益相关者价值研究回顾

利益相关者价值这一概念应该包含归属和计量两个层面,其中,利益相关者价值的归属是这两个层面的核心内容,而当前利益相关者价值发展的轨迹实际上就是对利益相关者价值的归属进行界定的轨迹。在对利益相关者价值进行界定这一问题上,目前理论界有三种思路:①利益相关者理论内部自我检讨和修正;②忽略或回避这一问题;③利益相关者理论外部突破。

### (一)利益相关者理论内部自我检讨和修正

自 20 世纪末期利益相关者价值最大化观念产生以来,针对持续不断的质疑甚至抨击,Hendry(2001)认为这种质疑来自于规范化的利益相关者理论对工具性的利益相关者理论的偏离。Hendry 将规范化的利益相关者理论划分为用来回答不同问题的三个层次:第一个层次的理论坚持认为,在一个公平的社会中,企业应该为其所有利益相关者而非仅仅为股东利益而管理;第二个层次的理论研究着眼于法律层面,应制定完善的法律法规,以反映公平社会的期望;第三个层次的理论研究是在法律法规规定的环境下,企业管理者应该负什么样的道德责任。

而工具性的利益相关者理论则将关注利益相关者利益的目的锁定为实现股东财富最大化。因而 Hendry 认为两种利益相关者理论之间的矛盾造成了当前的质疑。表面上看,Hendry 的看法有一定的道理,利益相关者理论自身确实应该保持观点的一致性。然而,Hendry 的问题在于得出了规范化的利益相关者理论偏离工具性的利益相关者理论的不恰当性结论。这种结论实际上是建立在工具性利益相关者理论是正确的,且规范化利益相关者理论中的利益相关者与工具性利益相关者理论中的利益相关者范畴严重不一致的基础上的。Letza 等(2004)指出,虽然工具性利益相关者理论表面上要在股东和利益相关者之间架起一座桥梁,但实际上它或者掉进公司股东利益之中,或者掉进形成公司战略的利益相关者价值之中,因而,工具性利益相关者理论也可能是错误的。

Vinten(2001)则看到了事情的本质。他在反击 Sternberg(沿着弗里德曼的思路对利益相关者理论进行猛烈抨击的学者之一)时尖锐而精辟地指出了 Sternberg 的两个错误:一是对利益相关者概念进行了无限泛化;二是认为平衡无限多的利益相关者利益意味着利益均等,这两个错误使得 Vinten 得出了利益相关者理论与企业不相容的错误命题。针对 Sternberg 找不到平衡利益相关者利益基础的诘难,Vinten 认

为,卡普兰和诺顿的平衡计分卡是平衡利益相关者利益的较好的工具。然而,对于如何保证利益相关者价值的单一目标导向这一至关重要的问题,Vinten并未做出令人满意的解答。但毕竟,Vinten的分析首次触及到了问题的核心。他指出,利益相关者概念的泛化使得利益相关者价值最大化寸步难行。而股东价值最大化和泛利益相关者价值最大化实际上是两个极端,如果不能抛弃非此即彼的思路,则股东价值最大化和利益相关者价值最大化将永远不能融合。历史已经不断证实企业经营目标的范式正在由股东模型向利益相关者模型转移(Letza, 2004),利益相关者价值的内涵应该介于股东价值和最广泛的利益相关者价值之间。

(二)回避利益相关者价值

Freeman及其所领导的研究团队一直站在理论论战的最前沿,对抨击利益相关者理论的观点进行了——回应。Phillips等(2003)对利益相关者理论引起的质疑进行了分类。他们认为利益相关者理论的质疑可以被分为“关键性的扭曲”和“友好的误解”两大类,并汇总了两类质疑的主要观点和代表人物。然而,对于这些质疑,Phillips等似乎采用了“以他人之矛攻他人之盾”的策略进行了回击,即在承认利益相关者理论无法为企业提供一个明确的目标导向的同时,指出股东价值理论存在同样的问题。尽管他们成功地反击竞争对手,但对如何更好地运用利益相关者理论则只字未提。

Freeman(2007)在美国管理学年会上以“Ending the so-called ‘Friedman-Freeman’ Debate”为题希望结束这场争论。他依然沿着上述路径,从分离定理、整合革命、责任原则和开放性争论等四个角度进行了论述,其出发点是进行平衡,但他对利益相关者价值的界定及计量却并未给予正面回答。Freeman及其团队的提纲挈领对利益相关者理论的形成和发展做出了重要的贡献,但利益相关者价值的确切归属和具体衡量问题已经到了必须解决的时候了。

(三)利益相关者理论外部突破

Mitchell(2007)注意到了利益相关者价值最大化操作的难点,认真思索了Jensen的观点。Jensen(2002)曾经批评道:“由于利益相关者理论没有提供一个好的定义,这使得公司的管理层和董事无法对其在公司资源的管理上负责任。没有业绩评价标准,不能按照任何原则对管理者工作进行评价”。Mitchell充分肯定了Jensen的观点。他承认,与股份联合公司理论不同,利益相关者理论的一个关键问题是如何让管理者根据利益相关者理论学家所支持的社会目标和价值考虑他们的行为的问题。他进一步将利益相关者之间的利害关系看作是与股东的实物资本相对应的概念,大胆地提出了“利害关系联合公司”(the Joint-Stake Company)的构想,试图从利益相关者理论外部的企业理论上寻求新的突破。

Mitchell认为“利害关系联合公司”是与“股份联合公司”(the Joint-Stock Company)相对的概念,两者在产权市场、税收、通货、制度基础、剩余权益类型、责任类型以及会计基础等

方面都有所差异,详见下表。

利害关系联合公司与股份联合公司的比较

| 社会安排      | 股份联合公司     | 利害关系联合公司     |
|-----------|------------|--------------|
| 服务于财产权的市场 | 股票市场       | 价值网络股份市场     |
| 税收        | 底线基础的所得税   | 增值税          |
| 通货        | 国内的        | 跨国的          |
| 制度基础      | 国内标准       | 国际标准         |
| 剩余权益类型    | 股票投资者基础的权益 | 机会或价值创造基础的权益 |
| 责任类型      | 所有权控制型责任   | 机会控制型责任      |
| 会计基础      | 历史成本基础     | 非平衡会计、价值交易会计 |

资料来源:2007年美国管理学年会 Ronald K. Mitchell: The Joint-stake Company and Accountability for Opportunity: What if?. Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory, Business Ethics Quarterly, 2008; 18

Mitchell的构想是大胆的,抓住了问题的实质。与现有企业所有权更注重实物资本相比,利害关系联合公司更加注重利益相关者之间的关系,这确实是利益相关者理论与股东理论相区别的重要特征。但我们又不得不说,Mitchell的构想似乎过于激进,利害关系联合公司的形成需要整个社会随之发生正式规范的巨变,这种跨越式的变革或许会激起股东理论支持者更加疯狂的批评,对利益相关者理论所受到的抨击似乎也没有太多助益。这是因为:第一,以机会控制型责任取代所有权控制型责任会加剧反利益相关者理论学者的误解,使得利益相关者理论成为管理机会主义复兴的工具;第二,非平衡会计更容易引起学者们对企业价值管理多目标导向的误解,并且还会带来审计、业绩评价等新的问题。第三,即使“利害关系联合公司”真的出现,利益相关者价值的具体归属及衡量也依然需要解决。不解决利益相关者价值的衡量问题,“利害关系联合公司”也只能陷入空想的境地。

尽管如此,Mitchell“利害关系联合公司”的构想还是给了我们很大的启发:第一,股票市场只是服务于企业财产权的众多市场之一,因而,以股票市场价值作为企业价值的替代变量本身存在一定的局限性,企业价值管理目标将不仅体现在股票市场上,而且体现在其他能够反映企业所有权的利益相关者群体对应的市场上;第二,所有权改革或许是解决问题的核心,企业剩余权益的类型不应天然地归属于股东,而是应该按照利益相关者在企业价值创造中的贡献来确定。

所有权理论研究的最新进展也表明,股东以外的利益相关者分享企业所有权的条件已经成熟。Donaldson和Preston(1995)认为,公司本质上是受多种市场力量影响的经济实体,而不应该是由股东主导的一般组织形式。考虑到债权人、管理者和员工等众多参与者为企业提供的特殊资源,股东并不是公司的唯一所有者。Blair(1995)也持相似的观点。周其仁(1996)认为,企业是一个由人力资本与非人力资本组成的特殊合约,人力资本是“积极货币”,而非人力资本是“消极货币”,并进一步论证了人力资本由于其产权特性拥有企业所有

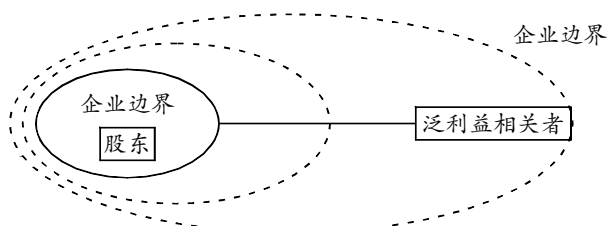
权的必要性,显然,这种认识与张维迎的观点有所不同。杨瑞龙和周业安(1997)等提出人力资本的“专用性”为人力资本享有企业所有权提供了条件,但这只为人力资本享有企业所有权提供了一种可能性。方竹兰(1997)认为现代企业的“分享制”实际上是人力资本所有者作为企业财富的真正创造者这一内在本质在企业所有权契约关系中的一种体现,进而论证了人力资本所有者拥有企业所有权是历史的必然趋势。美国法学家 Henry Hansmann(2002)则认为,所有与企业存在交易的利益相关者都可能成为企业的所有者,最优的企业所有权安排是企业所有客户的交易成本和所有权成本之和最小的企业所有权配置形式。王竹泉等(2006、2012)认为,企业最终的所有权形式取决于利益相关者的集体选择。

### 三、利益相关者价值未来发展展望

从上述分析中我们可以得到以下几点启示:

第一,利益相关者概念的泛化是导致利益相关者价值模糊的主要原因。如果将利益相关者范围缩小到股东这唯一的利益相关者,则利益相关者价值等同于股东价值,此时,对利益相关者理论的抨击也将不复存在。

第二,利益相关者价值问题已经不是利益相关者理论自身的问题,其解决必须超越利益相关者理论,从更广泛的视角探求解决途径。当前,利益相关者价值被视为与股东价值相对立的概念而存在。而实际上,利益相关者价值与股东价值仅仅是在概念内涵范围上存在差异。股东是企业重要的利益相关者之一,而被抨击的利益相关者价值则往往被理解为最广泛的利益相关者价值,即泛利益相关者价值。如果在股东和泛利益相关者之间架起一座桥梁,则无疑股东价值和泛利益相关者价值将分别位于桥的两端,详见下图。



企业边界与利益相关者范围

而能够将股东和泛利益相关者概念统一在一起的就是企业的边界。当企业边界最小时,位于边界内部的仅有股东,随着企业边界的不断扩展,进入企业边界的利益相关者也会不断增多,当企业边界扩展到足够大时,所有利益相关者均会进入到企业内部。此时,股东和泛利益相关者都将与企业这一载体联系在一起。因而,利益相关者价值问题的解决必须深入到企业所有权理论。

第三,利益相关者价值应介于股东价值和泛利益相关者价值之间。无论是所有权理论的研究进展,还是当前企业实践,均表明股东作为企业唯一的关键利益相关者这一论断已经无法成立,股东以外的利益相关者分享企业所有权已经成为不可阻挡之趋势。而泛利益相关者分享企业所有权意味着

企业应该同等对待所有利益相关者,但“利益相关者理论并非意味着对所有利益相关者同等对待”;同时,泛利益相关者价值从表面上看似乎考虑了所有利益相关者的利益,但却在某种程度上走上了与股东价值相对的另一极端。因此,利益相关者价值应该介于股东价值和泛利益相关者价值之间,那么哪些利益相关者应该被纳入到企业所有权内部,哪些利益相关者又应该被排除在所有权之外成为决定利益相关者价值的关键呢?王竹泉、杜媛(2012)的研究表明,企业所有权的形成是利益相关者集体选择的结果,参与集体选择的利益相关者享有企业所有权。则利益相关者价值等同于参与集体选择的利益相关者价值,等同于企业所有权价值,进而等同于企业价值。此时,利益相关者价值与股东价值之间的矛盾消失了,股东价值是利益相关者价值的特殊形式,利益相关者的衡量可以借鉴现有企业价值衡量理论加以解决。

【注】本文系国家自然科学基金项目“利益相关者集体选择视角下的企业价值管理研究”(编号:71172018)和山东省社科规划项目“山东省上市公司经营业绩与公司治理的相关性研究”(编号:11DKJ03)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. Jeffrey S. Harrison, R. Edward Freeman. Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives. *Academy of Management Journal*, 1999; 42
2. R. Edward Freeman, Robert A. Phillips. Stakeholder Theory: A Libertarian Defense. *Business Ethics Quarterly*, 2002; 12
3. Marco G. D., Guidi J. H., Heather T. Maximizing the firm's value to society through ethical business decisions: Incorporating 'moral debt' claims, *Critical Perspectives on Accounting*, 2008; 19
4. R. Edward Freeman. Divergent Stakeholder Theory. *Academy of Management Review*, 1999; 24
5. Bradley R. Agle, Thomas Donaldson, R. Edward Freeman, Michael C. Jensen, Ronald K. Mitchell, Donna J. Wood. Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory, *Business Ethics Quarterly*, 2008; 18
6. John Hendry. Missing the Target: Normative Stakeholder Theory and the Corporate Governance Debate. *Business Ethics Quarterly*, 2001; 11
7. Steve Letza, Xiuping Sun, James Kirkbride. Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance. *Corporate Governance*, 2004; 12
8. Gerald Vinten. Shareholder versus Stakeholder — is there a governance dilemma?. *Corporate Governance*, 2001; 9
9. Robert Phillips et al.. What Stakeholder Theory is not, *Business Ethics Quarterly*, 2003; 13