

# 从股东至上到利益相关者价值最大化： 一个研究文献综述

周翼翔，郝云宏

(浙江工商大学 工商管理学院, 浙江 杭州 310018)

[摘要] 在企业发展的过程中, 股东利益至上一直被认为是理所当然的事, 也深深被主流企业理论所接受并构成其假设前提之一。然而随着企业社会责任问题的兴起和利益相关者理论的日益完善, 该理论正越来越受到人们置疑, 包含股东在内的所有利益相关者价值最大化似乎更能调和人们的疑问。但利益相关者理论也面临着许多问题和挑战, 其弱点决定着它还并非是一个成熟的理论体系。

[关键词] 股东至上; 利益相关者; 社会责任

[中图分类号] F121.26 [文献标识码] A [文章编号] 1672-0598(2008)05-0020-07

## 一、引言

企业是谁的企业? 企业应该为谁服务? 这个在主流企业理论看来早已成为定论的问题, 在过去的 20 多年里, 随着人们对企业社会责任问题的关注, 再一次成为企业理论中的热点问题, 也让一部分经济学家为此争论不休。在主流企业理论看来, 答案是唯一的: 既然企业是由股东出资组建, 那么企业当然就是属于股东的, 按照这个逻辑, 企业为股东的利益服务, 追求股东利益最大化也就成了天经地义的事了。但持利益相关者观点的经济学家对此却发出疑问: 如果企业只是股东的, 那么在高科技知识型企业中, 对于掌握了稀缺资源的非股东成员的企业来说, 忽视他们的存在, 股东价值最大化还能实现吗? 我们又如何解释现实中非投资人利益相关者的暗示要求权对企业市场价值的影响?

以此为背景, 我们尝试对该领域内主要贡献者的观点进行归纳, 并梳理其理论逻辑, 力求展示主流和非主流企业理论对这个问题争辩的系统发展过程。具体讲, 在古典和新古典经济学那里, 股东至上理论为何能大行其道? 该理论在哪些方面受到利益相关者理论的挑战? 利益相关者理论产生的根据是什么? 它在解释企业的行为时存在哪些

问题和不足? 需要在哪些方面做进一步的改进? 它有没有可能取代股东至上的观点而成为一种主流企业理论? 本文期望能为人们进一步寻求上述问题的答案提供一些有益的视角。

## 二、股东至上: 理论和逻辑的统一

企业的发展离不开雇员、债权人、供应商、政府、社区等的支持和努力, 为何必须把股东的利益放在第一位, 由资本去雇佣劳动而不是劳动雇佣资本? 张维迎(1996)认为要从生产要素所有者的角度来考虑, 在企业的生产所投入的要素虽然有多种, 但其所有者其实为两大类, 一类是提供人力资本的所有者; 另一类是提供物质资本(非人力资本)的所有者。人力资本与其所有者是不可分离的, 这种不可分离性使人力资本不具有“可抵押性”, 非人力资本与其所有者是可以分离的, 具有抵押性, 他才是企业风险的真正承担者。因此, 最优“企业所有权”安排的原则就是剩余索取权和剩余控制权在股东和经理之间分配。也就是说, 从产权的流动性、人力资本的难以度量性、物质资本的可抵押性以及信息非对称角度来讲, “股东主权至

\* [收稿日期] 2008-07-10

[基金项目] 国家自然科学基金项目《基于利益相关者理论的企业经营绩效综合评价体系研究》(编号: 70472076)。

[作者简介] 周翼翔(1976-), 男, 安徽省枞阳县人, 讲师, 博士生, 研究方向: 公司治理与战略管理。

郝云宏(1962-), 男, 陕西省宜川县人, 教授, 博士生导师, 研究方向: 公司治理与战略管理。

上或者说物质资本作为“长期缔约者”介入企业治理结构无可非议,也能带来最大的治理效率。

这种观点其实和传统的新古典企业理论的看法是一致的,该理论认为企业是物质资本所有者与人力资本所有者之间组成的契约集合,由于信息的不完全性、行为人的有限理性等原因,合约是不完备的,因此企业所有权是重要的。提高企业效率的关键就是如何合理配置这种所有权(指剩余所取权和剩余控制权)以避免企业内的偷懒和“搭便车”现象,而最有效率的安排要求企业剩余索取权的安排应该对应(Milgrom and Roberts, 1992),即让资本所有者拥有企业的剩余所取权和剩余控制权。企业运营的结果是,股东获得剩余收益,其他的投入者在边际上获得正常的或市场竞争性的收益(Donaldson and Preston, 1995),这就是“股东至上主义”逻辑的起点。

如果我们从承担风险的角度来看,该理论是有一定说服力的:股东出资兴办企业,所投入的资本固化为大量的专用性资产,公司的权力来源于股东的原始财产,公司治理通过对公司的各种权力的配置而奏效。若企业出现财务危机,首先遭受损失的便是专用性资产。按照风险与权益相匹配的原则,股东便是企业的所有者,其他要素所有者,如债权人、雇员等,由于不承担资产受损的风险,因而只能成为固定收入者,不属于企业的剩余索取者。将公司内部治理结构单纯定位为股东与经理的委托代理关系,其效率标准就是股东利益最大化(李世英, 2004;胡建平, 2007)。它表现在法律上,就是股东大会作为公司的最高权利机关存在,在经济上就表现为股东权益最大化构成企业的终极目标(杨瑞龙,周业安, 2001)。

从股东和其他利益相关者相互博弈的角度来看,股东利益至上也有其一定的必然性,因为工业经济时代的生产要素主要是土地、劳动、资本(财务资本),知识资源仅处于次要地位。在工业经济时代,企业的各利益当事人投入企业的资源分别为:股东投入财务资源和部分人力资源,债权人全部投入财务资源,雇员投入体力劳动和知识资源,经理人员则投入知识资源,其他利益当事人也投入相应的资源。但工业经济时代,知识资源对企业财富的创造、经济的发展及社会贡献的作用不太明显,起主导作用的是财务资源。更主要的是,在工业经济时代,知识资源所有者拥有的知识资源还很有限,且这些专用性极强的知识资源不一定有合适

的方式显示自己的实力。而财务资源所有者则可以用大量的物质财富来显示自己的实力,这就使得财务资源所有者在企业的权利博弈中处于有利的地位。由于契约各方实力明显悬殊,博弈的结果必然是“财务资本至上”、“资本雇佣劳动”,雇员、经理人员的部分权益被财务资源所有者剥夺。此外,同是财务资源提供者的股东与债权人之间也存在一个博弈问题。尽管双方提供的均为财务资源,都能为企业创造增量价值,但债权人让渡的仅仅是财务资源有限期的使用权。所以,在股东与债权人之间的博弈中,股东仍是赢家,而最终成为企业的真正所有者,债权人只能按期收回本息,即“谈判的结果由股东独占企业的所有权,而其他利益相关主体不得不暂时放弃对企业所有权的要求,只能成为固定的收入者(陈功, 2000)”。

从法学的角度来看,在劳动与资本这两个基本生产要素中,为公司提供物质资本的“资本家”的权利是资本所有权,为公司提供“劳动”的雇员的权利只是一种对资本运用的他物权。由于所有权支配他物权,所以在法律上便确立了拥有所有权的股东地位的至上。股东本位成为公司法的重要原则之一。在这一理念指导下,只有股东是公司的“所有人”、“内部人”,公司的“成员”,在公司进行经营决策时,在决定董事、经营者的义务时,股东利益最大限度的保护是公司的出发点。为了确保股东利益的实现,传统公司法设计了一系列具体机制,使股东利益最大化得以确认与实现(曲冬梅, 2002)。另外,传统的财产权观念来自罗马法,即所谓财产权就是对所拥有的实物资产具有占有、使用、处置及收益等一系列权能,如果有产者把他们的实物财产投入到公司,那么自然公司的财产就等价于这些投资者的财产。所以,有关公司财产的一切权益均属于股东(张先治,甄红线, 2006)。

总之,基于新古典企业理论假设的股东至上主义认为,企业的生产经营目标是一元的,即实现利润最大化,将这一假设延伸到治理过程中,就是股东利益取向是唯一的、排他的,特别是当现代公司由“所有者控制”过渡到“经营者控制”的情况下,股东作为企业的所有者此时日益远离企业的经营管理,作为企业的出资者,如何实现自身的利益、加强对经营者的监督制衡就成为他们所重点关心的问题,此时“股东利益至上”的论调正好适应了这种需求。而利益相关者的多重价值最大化模糊了企业的经营目标,无法给企业管理者提供一个完全

明确的目标函数,而没有这类目标函数,势必导致管理上的混乱、冲突、无效率甚至完全失败(Jensen, 2002)。企业的任务就是使用它的资源,按照游戏规则,从事增加利润的活动(Friedman, 1962)。让高级经理们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(Bishop, 1994)。

### 三、社会责任、企业绩效与利益相关者理论

尽管股东至上理论在相当长的时间内占据了统治地位并被一批经济学家和股东所推崇而逐渐成为“主流”,但 20 世纪 30 年代初,美国的经济大危机迫使人们反思在经济力量中占据主导地位的少数大公司的作用。一些学者认为,由于这些大公司的垄断地位及对政府的广泛的影响力,导致了社会收入分配的严重不平等和就业机会的丧失。因此,政府必须出面干涉这些大企业的活动,通过立法及其他归置措施迫使企业承担必要的社会责任。不仅商业活动要对社区承担社会责任,而且那些从事这些商业活动的公司的经理们理应在其经营活动中自愿负起相应的社会责任(Dodd, 1932),至少应在股东和其他利益相关者之间寻找到一种平衡点(Goodpaster, 1991)。在这种背景下,“股东至上”的治理模式就逐渐受到了经济学家们的置疑,其中最具代表性的就是弗里曼、布莱尔等人,并最终演化成以弗里曼为代表的相关利用者理论与詹森为代表的“股东价值最大化”理论之间的激烈论战(沈洪涛,沈艺峰,2007)。

利益相关者理论首先对股东至上理论的前提假设提出挑战。主流企业理论认为,企业家或雇主是风险中性者,工人是风险厌恶者。厌恶风险的工人将市场不确定性风险转嫁给资本家,同时向资本家支付“风险佣金”,自己却自愿领取一个固定的“确定性等价工资”;相反,资本家因风险偏好优势,承担了市场不确定性风险而取得经营管理权威,并成为剩余索取者,享有“风险佣金”。这就是所谓“资本雇佣劳动”的命题(杨瑞龙、杨其静,

2000)。另外,资产专用性和不完全性也使得让资本家在团队中充当监督者的制度安排更有效率。这种把当事人的风险态度、资产专用性以及团队监督的差别性假说作为契约性质的变量应该说有一定的合理性,然而如果把它进一步推崇为企业产生的根源和企业治理结构决定性的解释变量,却难以得到理论上的解释,在实证中也难以获得支持(陈宏辉,2004)。况且,企业是一个人力资本和一个非人力资本合约组成的,人力资本的特殊性决定了其运用只可“激励”而无法“挤榨”(周其仁,1996)。人力资本通过在“干中学”,不断提高其技能,增加谈判力,也会具有和物质资本同样的专用性。也就是说,企业实际上是一个“状态依存”的经济存在物,是一个以所有权为中心的社会关系的集合。企业剩余权的拥有者不断向外扩展,已从昔日的股东逐渐扩展到其他的利益相关者,包括管理者、工人、客户、供应商、银行、社区等(宋瑞卿,2001)。就政府层面而言,在股东无法成为政府实现其公共政策目标工具的情况下,公司的经营目标其实是实现所有利益相关者而不仅仅是股东的利益(Sundaram and Inkpen, 2001)。

契约理论和产权理论一直都被认为是股东价值最大化理论最为坚实的理论基础,但具有讽刺意味的是这恰恰也是利益相关者理论者一直试图用来说服前者的工具。就契约理论而言,股东价值最大化是从委托代理关系出发,得出对其有利的结论。该理论认为,为了使企业获得最大的效益,应该使物质资本的投资者(股东)成为委托人,由他们来监督其他代理人的投入,因为他们最有积极性这样做。但持有利益相关者观点的学者从“企业是一组企业的联结点”的角度出发,认为企业是所有利益相关者之间的一系列多边契约(Freeman and Evan, 1990),每个利益相关者都能自愿地签订那些为他们创造价值的契约,也只有承认利益相关者相互之间的利益才能达成他们之间的团结,所以公司治理结构应该符合公平企业的信条。其中最

正如张维迎所说,在逻辑上,一个职业经理人要逃避责任的最好办法就是宣布对所有人都负责任。这样其实他可以不对任何人负责:如果企业亏损了,他可以说,这是为了照顾消费者的利益;反过来,商品提价的时候,他也有充分的理由,因为他不光对客户负责,还要考虑股东的利益。当然,裁员的时候,他也有道理,因为他要照顾其他利益相关者的利益。在这样的概念下,“对所有人负责”其实是对任何人都不负责。详见《经济界》2007(5): 11~16。

尤其是 20 世纪 80 年代美国兴起的一股公司之间的“恶意收购”浪潮更引发了人们对“股东至上”逻辑的声讨。恶意收购者高价购买被收购对象公司的股票,然后重组公司高层经理人员,改变公司经营方针,并解雇大量工人。这种“恶意收购”股东在短期是可以获利的,而损害了员工等利益相关者的利益,是和企业的长期发展相违背的。

为重要的内容包括任何代理人都必须照顾所有利益相关者的利益,公司应该以永久经营的方式来保证利益相关者的利益(Freeman, 1994)。企业中并不是只有股东才承担了剩余风险,工人、债权人、供应商、社区都可能是剩余风险的承担者,企业中的契约主要是通过协商来执行的。企业中签订契约的主体远不止企业所有者股东、经理人和员工,还包括所有会影响企业生存发展或受企业生存发展影响的人体和群体,如政府、供应商、分销商、债权人、消费者、环保组织、社区等等,这些利益相关者都和企业签订了契约,只不过有的是契约是显形契约,有的契约是隐性契约。例如,经理人员和一般员工往往与企业签订有明确的雇佣契约,但供应商、分销商、环保组织、社区等利益相关者与企业之间所存在的隐性契约往往容易被忽视。也就是说,这些利益相关者与企业的关系并非只是市场交易关系,而且还蕴涵有以专用性投资为基础的利益和风险关系(陈宏辉,2004)。退一步讲,即使是股东价值最大化所依赖的委托代理理论,持利益相关者观点的学者看来,也只不过被前者人为地缩小了其使用范围而已,因为我们本来就可以把利益相关者而不单单是股东当作委托人来看待,代理理论中所界定地委托代理关系可以被看做更为一般的利益相关者代理关系中的一种(Hill and Jones, 1992)。

产权理论始终被看做股东利益最大化思想的最重要根基之一,但股东价值最大化理论对产权的解释是十分狭隘的。利益相关者理论认为,在现实生活中,公司是由股东和其他利益相关者所共同拥有,在这样一个错综复杂的组织里要完整和清晰地界定产权是不可能的。故必须从多元理论的角度来重新定义产权,财产权的概念包括对多重利益相关者而不只是公司股东的责任(Shankman, 1999)。况且各种主流企业理论并没有充足的理由证明,企业的剩余索取权和剩余控制权应该归企业股东所独有,而且现实之中剩余索取权和剩余控制权的分享、让渡也正日益盛行(陈宏辉,2004)。

在通过对主流企业理论的批判,建立了自己的理论基础之后,持利益相关者理论的学者试图通过实证去证明利益公司抛弃股东至上的传统观点不但没有损害股东的利益,而且提高了公司整体的财务绩效,是个帕累托改进的过程,尽管这种实证在有些学者看来显得异常艰辛和困难。根据Margolis&Walsh(2001)的统计,到2001年为止,公开发表的关于公司社会责任与财务绩效关系的实

证研究共有122篇。他在1997年选取了从1972到1994年间这一领域经过同行评审发表的51篇研究进行回顾,发现得出公司社会责任与公司财务绩效正相关的论文有33篇,后来Roman, Hayibor&Agle(1999)进一步在采用了更加严格的分类方法之后,研究发现了更多的公司社会责任与公司财务业绩关系正相关的证据(沈洪涛,沈艺峰,2007)。

陈宏辉(2004)从组织行为学理论出发,将企业绩效分为任务绩效和周边绩效,通过实证分析,每一种利益相关者的某些利益要求实现方式也会影响到企业绩效。倘若企业严重忽视了某些利益相关者的利益要求的话,他们就有可能通过各种方式来影响企业的正常经营和持续发展,就是向环保组织、基督教协会、消费者这类群体都会通过各种方式去深刻地影响企业地经营绩效。金立印(2006)基于消费者视角,开发了一组用于测评企业社会责任运动的量表体系并对其进行了实证检验。结果显示基于该量表体系所测评的企业社会责任运动业绩感知水平与消费者的企业信赖感和忠诚度显著相关。

Greenley等(1997)的研究发现公司对多元利益相关者的关注水平越高,则业绩越好:客户导向与销售增长率正相关;而竞争者导向对绩效(以ROI和销售增长率)有重要影响;员工导向与新产品开发成功率相关;股东导向与市场份额和ROI相关。Luk等(2005)的研究也证实利益相关者导向能带给公司有用的价值(Instrumental Values)。Waddock等(1997)关注了企业的关键利益相关者关系管理与企业社会绩效间的积极关系。他们认为,企业社会绩效实际上就是企业与基本利益相关者之间的关系,而企业社会绩效的核心是企业如何处理与各类利益相关者群体的关系。在对中国的进一步实证也表明:利益相关者导向尽管对中国不同所有制的企业绩绩效上的影响差异很大,但对中国企业的组织绩效具有积极影响(何新明,2006)。

Doucouliagos(1997)把样本划分为资本管理型和劳动管理型两类。并用生产可能性边界来估计企业的技术效率,依次作为企业绩效的一个替代性度量指标,通过计量发现,在一些小样本的检验上,资本管理型企业的绩效更高,而对于大样本检验,劳动管理型企业的绩效更高。在多数研究中,劳动管理型企业的技术效率反而好于资本管理型企业,这就从实证上否定了“资本雇佣劳动”才是最优制

度安排的假设。

沿着类似的思路,张凤香(2006)以上市公司为例,通过设置五个利益相关者治理评价指标,考察了中国 100 佳上市公司利益相关者参与公司治理和利益相关者权益的保护状况,结果表明利益相关者治理的表现均显著高于样本总体;同时,良好有效的利益相关者治理机制,可能有助于提升上市公司的企业业绩和企业价值。因此在公司治理中考虑利益相关者的权益,鼓励利益相关者适当而有效的参与公司治理和管理。

与以往的研究不同,周延风、罗文恩、肖文建(2007)从捐助慈善事业、保护环境以及善待员工三个层次,对企业承担社会责任行为与我国消费者响应的关系进行了实证研究。数据分析结果表明,三个层次的企业社会责任行为对消费者购买意向和产品质量感知均有显著影响。他们的实证明显示,无论是在善待员工、环境保护还是慈善捐助方面,企业社会责任行为对消费者的意向都有显著的影响,这与 Sen 等(2001)和 Mohr 等(2005)的研究结论一致。同时,当企业积极保护周边环境或者给予员工人性化关怀时,消费者对其产品质量也更加信任与放心,不过,研究发现企业社会责任行为与消费者响应之间的关系,并非只是简单的相关关系,不同类型的消费者,对企业社会责任行为的响应并不完全相同。

#### 四、现实的问题和挑战

尽管很多实证都支持公司治理应该采用利益相关者模式,如 1992 年,哈佛大学的课题组在很长的时间里研究了两类公司的业绩,一类公司比较注重利益相关者的值;另一类则只重视传统的股东价值。结果他们发现在 11 年的时间里,前一类公司价值平均增长了 682%,而后一类只增长了 166% (金海平,2007)。但这些研究还不足以推翻股东主导的单边治理模式的有效性,因为有类似的计量研究却给出了完全相反的结论。以英美为代表的股东至上模式表现出迅猛的发展势头更给利益相关者理论提出了这样一个问题:如何解释这种现象?是短期这样还是长期这两种模式相互共存?这就必须从理论到实证上都要有个合理的证明和诠释,以前的实证研究虽表明多数情况下采用利益相关者治理模式的公司和其经营绩效成正比关系,但即使是作者本人也承认其实证所做的假设有些是不严格甚至是经不住推敲的。尤其是在以下几

个方面。

(一)利益相关者的界定问题。为谁服务首先要解决的问题就是企业是谁的?采用利益相关者治理就意味着在公司治理中各个层面的利益都要被考虑进去,那么就存在着这样一个问题:利益相关者的边界在哪里?它是包括所有的人和物甚至空气在内的所有和企业有关物体还是一个特定的范围?也就是说利益相关者的界定问题,尽管目前有各种各样的界定,如:广义的利益相关者和狭义的利益相关者、现实的利益相关者和潜在的利益相关者、关键利益相关者和非关键利益相关者等。但总的来说,每一种界定方法都能找出它的缺陷,即使对于非主流企业理论的经济学家来说,目前对利益相关者的界定也还未达成一致的结论,这无疑会给利益相关者理论的体系构建带来制约,也容易使其成为股东至上理论的攻击目标。另外,企业的边界也是在不断变化的,例如战略联盟和虚拟企业就是这种状况,这样利益相关者的范围就在不断扩展。因为未联盟前的企业和联盟后的企业利益相关者的范围是不一样的,这又给利益相关者的界定带来了新的问题。

(二)利益相关者的绩效评价问题。支持公司治理应采用利益相关者模式的学者其实有个隐含的前提,那就是利益相关者治理模式的公司绩效要比采用股东至上治理模式的公司的绩效要强。由于不同的利益相关者参与企业决策的实践对企业实际绩效的影响很难计量,因为影响企业绩效的因素很多,无法把它们有效地分离开,因而也就不能提出真正有说服力的计量检验结果。在前文中,我们可以看到,并非所有的实证都支持利益相关者治理的绩效性,这就给利益相关者治理提出了一个挑战:既然采用利益相关者治理方法无法改变企业的绩效,我们为什么还要去采用利益相关者治理?这里有三种可能:一是确实如同这些实证所言,利益相关者治理和企业绩效本来就没有明显的正相关性;二是这些实证采用的方法可能有问题,但实际中有些国家的例子却证明非利益相关者治理确实也是有绩效的;三是对绩效的定义可能有问题,这里的绩效应该是社会绩效而不单纯是财务上的绩效,但社会绩效到底怎么去衡量,目前仍然是个难题,也为利益相关者理论留下了诟病。

(三)基于利益相关者的公司治理模式。利益相关者理论的归宿实际上是提出一套使用的公司治理模式(陈宏辉,2004)。在传统的设计中,无论

是“资本雇佣劳动”模式还是“劳动雇佣资本”模式都会有明确的责任人和清晰的委托-代理关系,在理论上思路清晰,在操作上也十分明了可行。但这种单边治理模式一直不被利益相关者理论者所看好,在指出其缺陷后,他们提出了基于利益相关者理论的公司治理模式,把利益相关者而不仅仅是股东作为企业的最高权利机关,企业的经营目标不再是单纯的盈利最大化,同时还必须承担相应的社会责任(杨瑞龙,周业安,2001)。这在理论上没有问题,但在实践中怎样实施这个模式就遇到了两个问题:一是不是所有包括像社区这类利益相关者都参与到企业治理还是有一部分利益相关者参与到公司治理中,如果所有能想得出的利益相关者都参与公司的日常治理中去,那极有可能又回到我们开始所讲到的问题“谁都负责任,结果谁都负不了责任”;如果是部分参与,到底是哪部分利益相关者才能参与?即使如文献上所说的利益相关者对公司治理一方面通过政府立法间接规范竞争秩序,为公司的良好运转创造一个良好的条件。另一方面,让一部分利益相关者通过直接介入公司的决策机构,参与公司的战略制定,从而来保障自身的利益。或者根据成本收益原则,哪一类利益相关者可能直接进入董事会等决策机构,要取决于这种直接介入是否能带来企业利益的增加。反之,如果不让某一方加入就必然遭受企业整体利益的明显或潜在的损失,那么让其进入就是有效的。但这些只是理论上的,现实中到底让哪部分利益相关者参与公司治理才是合理的也没有一个定论,处理得不好又可能回到“股东至上”的老路。二是企业的社会责任问题,现有的问题都强调企业要承担社会责任,并且已有大量文献去证明企业承担社会责任有可能是和企业绩效正相关的,但企业怎样去做才是实现了社会责任,在利润目标和社会责任发生冲突时是不是放弃利润就算是实现了社会责任。现有的文献涉及很少,也未就此问题达成一致。这也给利益相关者理论的可接受程度提出了挑战。

#### [参考文献]

- [1] Milgrom, J and J. Roberts, Economics, Organization and Management[M], Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1992
- [2] Donaldson, T., and Preston, L. E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications[J], Academy of Management Review, 1995, Vol 20(1).
- [3] Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporation Objective Function[M], Unfolding Stakeholder Thinking, Greenleaf Publishing Limited, 2002
- [4] Friedman M., Capitalism and freedom[M], Chicago: university of Chicago Press 1962
- [5] Matthew Bishop, John Anderson Kay, Colin P. Mayer, Privatization and Economic Performance[M], Oxford University Press, 1994
- [6] Dodd, M. E., For whom are corporate managers trustees [M], Harvard Law Review, 1932(45), 1145 - 1163
- [7] Goodpaster, K. E., Business Ethics and stakeholder analysis[J], Business Ethics Quarterly, 1991(1), 53 - 57.
- [8] Sundaram and Inkpen, Cross-border acquisitions in response to bilateral/regional trade liberalization, Transnational Corporations[J], vol 10(1) (April 2001), 93 - 123.
- [9] Freeman, R. Edward, and Evan, William, 1990, Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation[J], Journal of Behavioral Economics, Vol 19(4), p. 354
- [10] Freeman, R. Edward, 1994, The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions [J], Business Ethics Quarterly, Vol 4, 133
- [11] Hill, Charles W., and Thomas Jones, 1992, Stakeholder - agency theory[J], Journal of Management Studies, Vol 29, 415 - 417.
- [12] Shankman, N. A. 1999, Reframing the debate between agency and stakeholder theories of the firm [J], Journal of Business Ethics, Vol 19(4), 319 - 334
- [13] Margolis, Joshua D., and Walsh, James P, 2001, Social Enterprise Series No 19 - Misery Loves Companies, Whither Social Initiatives by Business? [Z], Harvard Business School Working Paper Series, No. 1 - 58
- [14] Doucouliagos The Comparative Efficiency and Productivity of Labor - Managed and Capital - Managed Firms[J], Review of Radical Political Economics, Vol 29(2), 45 - 69.
- [15] 张维迎. 所有制、治理结构及委托-代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点 [J]. 经济研究, 1996, (9): 3 - 15.
- [16] 李世英. 对公司股东与利益相关者的比较研究——一个契约理论的扩展分析 [J]. 当代经济科学, 2004, (11): 33 - 36
- [17] 胡建平. 公司治理: 股东至上还是利益相关者至上 [J]. 会计师, 2007, (7): 21 - 24
- [18] 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: 113 - 146

- [19] 陈功. 从“股东财富最大化”到“利益相关者财富最大化”[J]. 辽宁财税, 2000, (10): 23 - 24.
- [20] 曲冬梅. 从股东利益最大化到利益相关者利益最大化——我国公司法研究的一个不可忽视的问题[J]. 山东师范大学学报(人文社会科学版), 2002, (2): 123 - 125.
- [21] 张先治, 甄红线. 基于价值的公司治理——股东价值与利益相关者价值的比较[J]. 财经问题研究, 2006, (6): 31 - 36.
- [22] 张维迎. 企业利润与企业社会责任[J]. 经济界, 2007(5): 11 - 16.
- [23] 沈洪涛, 沈艺峰. 公司社会责任思想起源与演变[M]. 上海: 上海人民出版社, 2007: 116 - 186.
- [24] 沈洪涛. 公司特征与公司社会责任信息披露——来自我国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2007, (3): 9 - 16.
- [25] 杨瑞龙, 杨其静. 对“资本雇佣劳动”命题的反思[J]. 经济科学, 2000, (6): 91 - 100.
- [26] 陈宏辉. 企业利益相关者的利益要求: 理论与实证研究[M]. 北京: 经济管理出版社, 2004: 37 - 99.
- [27] 周其仁. 市场里的企业: 一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. 经济研究, 1996, (6): 71 - 79.
- [28] 宋瑞卿. 企业是谁的? ——关于中国企业管理的哲学思考[J]. 企业管理, 2001, (10): 85 - 86.
- [29] 金立印. 企业社会责任运动测评指标体系实证研究——消费者视角[J]. 中国工业经济, 2006(6): 114 - 120.
- [30] 何新明. 营销价值观与组织绩效关系的实证研究: 兼论企业所有制的影响[J]. 中国工业经济, 2006, (8): 117 - 124.
- [31] 张凤香. 上市公司利益相关者治理分析——以上市公司 100 佳为例[J]. 财经问题研究, 2006, (9): 57 - 61.
- [32] 周延风, 罗文恩, 肖文建. 企业社会责任行为与消费者响应——消费者个人特征和价格信号的调节[J]. 中国工业经济, 2007, (3): 62 - 69.
- [33] 金海平. 股东利益至上传统的颠覆——国外公司利益相关者理论评介[J]. 南京社会科学, 2007, (3): 25 - 30.

(责任编辑: 朱德东)

## From supreme shareholder to maximizing the value of stakeholder: a literature review

ZHOU Yi-xiang, HAO Yun-hong

(School of Business Administration, Zhejiang Gongshang University, Zhejiang Hangzhou 310038, China)

**Abstract:** In the process of enterprise development, the interests of shareholder above everything else have always been taken for granted, which is also deeply accepted by the mainstream enterprise theory and which constitutes one of its assumptions. However, with the rise of corporate social responsibility issues and the steady improvement of stakeholder theory, the theory is increasingly questioned by more and more people. The maximizing value of all stakeholders including shareholders is more likely to reconcile people's doubt. But stakeholder theory is also faced with many problems and challenges, and its weaknesses determine that it is not a mature theoretical system.

**Keywords:** supreme shareholder; stakeholder; social responsibility