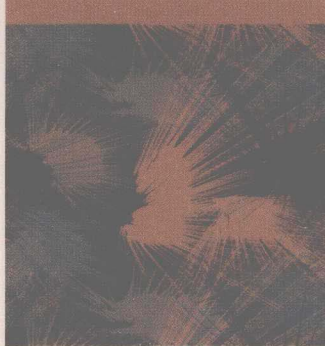




龚晓瑾 著

股权结构对企业边界的影响研究

GUQUAN JIEGOU DUI QIYE BIANJIE DE YINGXIANG YANJIU

中国社会科学出版社

广东商学院学术文库

龚晓瑾 著

股权结构对企业边界的影响研究

GUQUAN JIEGOU DUI QIYE BIANJIE DE YINGXIANG YANJIU

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构对企业边界的影响研究/龚晓瑾著. —北京: 中国社会科学出版社, 2011. 10

ISBN 978 - 7 - 5161 - 0088 - 2

(广东商学院学术文库)

I. ①股… II. ①龚… III. ①股权结构—影响—上市—公司—企业管理—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 177741 号

策划编辑 卢小生 (E-mail: georgelu@vip.sina.com)

责任编辑 卢小生

责任校对 刘 娟

封面设计 杨 蕾

技术编辑 李 建

出版发行	中国社会科学出版社	出版人	赵剑英
社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号	邮 编	100720
电 话	010 - 64073835 (编辑)	64058741 (宣传)	64070619 (网站)
	010 - 64030272 (批发)	64046282 (团购)	84029450 (零售)
网 址	http://www.csspw.cn (中文域名: 中国社科网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京市大兴区新魏印刷厂	装 订	廊坊市广阳区广增装订厂
版 次	2011 年 10 月第 1 版	印 次	2011 年 10 月第 1 次印刷
开 本	710 × 1000 1/16	插 页	2
印 张	9.25	印 数	1—6000 册
字 数	152 千字		
定 价	20.00 元		

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

谨以此书献给我敬爱的父亲

目 录

第一章 导论	1
一 企业边界演变的历史过程和本书的解释思路	1
二 研究企业边界的前提和意义	8
三 几个重要概念的界定	9
四 本书的基本分析框架和主要观点	17
第二章 现有的企业边界理论和公司治理理论	23
一 现有的企业边界理论	24
二 现有的公司治理理论	49
三 总结性评述	64
第三章 股权结构对企业纵向边界的影响机制	66
一 公司股权结构通过风险偏好效应对企业纵向边界的影响机制	67
二 公司股权结构通过规模扩张效应对企业纵向边界的影响	72
第四章 股权结构对企业纵向边界影响机制的数理模型分析	74
一 公司股权结构通过风险偏好效应对企业纵向边界的影响机制	74
二 公司股权结构通过规模扩张效应对企业纵向边界的影响	78
第五章 制造业上市公司的实证检验	83
一 计量模型与样本选择	83
二 变量选择与说明	84
三 变量的描述性统计与结果分析	90

四 计量步骤设计与结果分析	91
第六章 日美股权结构模式差异对企业纵向边界的影响	98
一 日本股权结构特征与分包模式	99
二 美国股权结构特征与纵向一体化模式	105
第七章 从股权结构模式演变视角解释企业边界的演变	108
第八章 结论及需要进一步研究的问题	117
附录	120
参考文献	122
后记	142

第一章 导论

本书选择研究企业纵向边界问题，是因为笔者认为目前尚缺乏一个理论体系来对企业边界的整个历史变化轨迹做出逻辑一致的解释。

一 企业边界演变的历史过程和本书的解释思路

自 19 世纪中后期直至今日，企业先是普遍经历了规模扩大的过程，纵向一体化程度越来越高；而后又经历了由扩张到缩小的变化过程。与此同时，公司股权结构则经历了从分散化，再到集中化的历史演变过程。

在关于企业边界现实变化的问题上，不同理论相继从不同角度做出了不同的解释。20 世纪 70 年代以来，公认的解释企业边界的主流理论是交易成本经济学（Foss and Klein, 2005；Williamson, 1971）。交易成本理论对企业边界外部化趋势的解释通常从节约交易成本的角度出发，即技术的提升和交流（通信）的标准化（Coombs and Metcalfe, 2000）减少了因搜寻信息所发生的交易成本，从而使市场交易变得更为有效。这是利用交易成本理论解释当前企业纵向分解现象的主要分析基础。然而，历史考察结果显示，这种交易成本降低的现象一直都在发生。那为什么在钱德勒企业占支配地位的时期促进了组织内部化发展，而在当今却促进了企业外包的发展呢^①？交易成本理论的回答并不令人满意。可见，基于风险中性和机会主义行为假设的交易成本经济学，只能部分地解释钱德勒式企业的出现或当前的企业外部化趋势，而无法完整地对企业边界的长期的整个历史变

^① 这也被称为“后钱德勒之谜”（post - Chandlerian puzzle），即虽然交通和通信成本自从美国南北战争就一直在减少，但是组织结构却并非单一往一个方向变化着的（Langlois, 2004）。

化过程进行逻辑一致的解释。

那么,股权结构的演变对企业边界会产生什么样的影响呢?自19世纪中后期直至20世纪70年代以前的股权结构分散化与同期的企业一体化程度上升之间,以及20世纪80年代以来的股权集中化趋势与同期发生的企业外包化趋势之间是一种巧合,还是有着某种因果联系?很多时候,上述股权结构与企业边界演变之间的关系往往被简单地视为一种巧合,股权结构与企业边界之间的内在联系常常被忽略了,使得现有理论往往缺乏对上述整个企业边界演变历史的逻辑一致的解释。基于这种现实,本书尝试从股权结构演变的视角,逻辑一致地解释钱德勒企业占支配地位的时期组织内部化发展,而当前却出现企业外包发展的整个历史过程。

笔者认为,股权结构与企业边界之间的内在联系被忽略的原因是:

一方面,交易成本经济学所讨论的企业边界的决定一直限于威廉姆森(1985)等人所建立的机会主义、有限理性和风险中性的行为假设基础上。由于对公司决策者偏好进行了风险中性的假设,这使得所有企业决策具有了风险偏好同质性特征,这就忽略了决策理论中影响决策的一个重要维度——风险偏好因素。交易成本理论所讨论的企业边界的决定因素必然主要围绕可客观度量的约束条件而展开,包括威廉姆森(Williamson, 1975, 1985)提出的资产专用性、不确定性和交易频率以及相互组合作为分析市场交易与企业边界之间的基本框架等。这样,交易成本理论所研究的企业边界问题也就没有延展到公司股权结构对决策者风险倾向的不同影响进而导致企业边界的变化上。

在研究思路,交易成本经济学的主要代表人物威廉姆森(Williamson, 1985),从资产专用性、不确定性和交易频率这三个维度对交易成本进行度量,其中特别强调资产专用性的影响,认为随着资产专用性提高,交易成本随之上升,而企业为了减少交易成本,就会更加倾向于选择纵向一体化。威廉姆森在对不确定性这个维度进行分析时,强调的是经济主体行为的不确定性,他认为人普遍存在“机会主义倾向”,人的行为很大程度上具有不可预测性。他指出,在其他两个维度不变的前提下,不确定性程度越高,企业越应该选择纵向一体化。但是这种理论范式与20世纪90年代以来伴随不确定性程度提高而出现的企业边界不断缩小的现实产生了冲突。使得这种研究思路由于“经不起实践的检验”而受到了攻击

(Ghoshal and Moran', 1996; Holmstrom and Roberts, 1998)。大量的理论和实证研究都表明,伴随着不确定性程度的提高,企业可能更倾向于采取外包等外部化的模式,而不一定选择内部化模式(Harrigan, 1985; Walker and Weber, 1987; Kogut, 1991; Shepard Andrea, 1993; Robertson and Gatignon, 1998)。有人(Holmstrom and Roberts, 1998; Veikko Thiele, 2008)甚至认为,即使在资产专用性程度和不确定性程度都很高的时候,企业也不一定必然地选择纵向一体化的模式,而很可能是选择外包、战略联盟等中间组织形态来实现交易的组织。

交易成本理论的解释和现实之间的矛盾的出现,可能是由于下面两个原因:一是威廉姆森的解释存在逻辑问题;二是这种分析思路遗漏了某些重要的解释变量。经过文献回顾和深入研析发现,威廉姆森的分析逻辑并没有问题,而且也在相当高的程度上得到了经验实证结果的支持。如大卫和汉(David and Han, 2004),曾对关于企业边界问题的63篇实证文献进行了比较分析。这63篇实证文献包括308个统计检验,涉及对资产专用性、不确定性和交易频率这几个主要维度与企业纵向一体化之间的关系实证。对于不确定性这个因素的实证结果不尽如人意,无论是商业不确定性,还是技术不确定性,都只有很低的经验支持率,结果相当模糊。大部分研究都显示,不确定性与纵向一体化选择没有什么相关性。这种实证结果的出现,其实并不难理解。企业这种组织形式可以通过建立就近观察的信息渠道、企业文化等方式而比市场更容易降低机会主义风险,而商业风险或技术风险则不可能通过组织方式的改变而有任何程度的降低。因此,在大卫和汉的对比研究中发现,63篇关于企业边界问题的实证文献中,在对资产专用性维度进行检验时,发现它相对其他维度具有明显更高的支持率,高达60%的实证结果支持资产专用性与一体化正相关的理论假说,认为资产专用性越高,企业越倾向于选择纵向一体化。从交易成本理论的推理逻辑和这么高的经验支持率说明,交易成本理论解释力不足的原因并不在于其解释逻辑有什么问题,而在于其研究思路忽略了某些重要影响因素。

保罗·L. 乔斯科(Paul L. Joskow, 1985, 1998)曾明确指出,交易成本理论对纵向一体化影响因素的解释中,忽略了对风险厌恶程度因素的分析。他认为,由决策者风险厌恶程度的差异所导致的风险承担成本上的

差异，和交易成本因素一样，也许都会在长期合同关系结构中发挥作用。他还强调指出，即使交易各方都是风险中性的，风险承担成本的最终分布仍然肯定会以某种方式反映于合同的条款和条件中。奇尔斯和麦克马金（Chiles and McMackin, 1996）等学者以及威廉姆森（2008）最近也认为，交易成本理论解释力不足的一个重要原因是其风险中性的同质性假设。他们还认为，在面临同等资产专用性程度时，若决策者为风险规避者，则他会给市场治理受到机会主义行为攻击造成的损失赋予更大的权重，因此他所估计的市场治理成本高于风险中性者，面临较低的资产专用性程度就可能采用企业来组织交易而不是通过市场。相反，一个风险爱好者面临更高的资产专用性程度时才可能采用企业来组织交易。但是，他们把决策者风险偏好的差异纯粹归因于信任、文化等因素。威廉姆森（2008）认为，决策者以节约交易成本为目标而比较和选择交易成本最小的治理模式时，风险因素无疑会影响决策者对不同治理模式的交易成本的估计和计算，因此在其他因素相同的条件下，风险的差异也会导致企业所选择治理模式的差异。他还以日美汽车制造业为例，认为之所以日本汽车制造业普遍选择分包的模式来获取零部件，主要原因在于日本的信任文化，使得分包面临机会主义风险降低，日本的汽车制造业公司对分包这种治理模式所计算的交易成本降低之故；而美国则相反。本书并不否认信任、文化等因素通过影响风险估计最终对企业边界的影响。但是从实证理论的角度来说，由于文化因素很难量化，用文化解释经济现象容易发生纯逻辑推理的问题。因此他们的研究并未指出公司股权结构与企业组织模式之间的因果联系，也无法进行实证检验。

为了对风险偏好与企业纵向一体化程度之间的关系能够进行实证检验，根据加里森（Garrison, 2001）的基本分析思路，则偏好概念必须在有限程度上内生化的才能符合实证逻辑的要求。这是因为，若像凯恩斯那样，虽然强调偏好或预期对经济行为的影响，但是他把人们在偏好上的差异及其变化纯粹归依于心理因素，是完全外生的，这就产生了可以把任何经济上的波动都归因于偏好变化的套套逻辑问题。相反，正如布兰查德（Oliver Blanchard, 2000）指出的，若像理性预期学派那样把预期概念完全内生化的，则又完全否定了预期或偏好对经济主体决策和选择的影响，而把人的行为当做机器式完全被动的反应。

为了使风险偏好概念在有限程度上内生化的，根据西特金和帕布洛 (Sitkin and Pablo, 1992)、阿莱·史密茨 (Ale Smidts, 1997)、埃尔克·U. 韦伯和理查德·A. 米利曼 (Elke U. Weber and Richard A. Milliman, 1997) 等学者的研究成果，风险偏好既受公司股权结构等情境因素的影响，也由决策者个人秉性等具有个体差异但不随时间情境而变化的个体异质性因素影响。而把股权结构因素作为影响决策者风险偏好的主要情境因素，再用计量分析中的个体固定效应方法控制住个体异质性因素的影响，就可以用实证数据来检验股权结构的不同如何影响企业纵向边界。而有关股权结构对决策者风险偏好产生怎样的影响的问题，公司治理理论不少文献进行过讨论和实证。

另一方面，由于企业边界长期以来被认为是交易成本经济学讨论的范畴，而不是公司治理理论关注的重点。公司治理理论虽然有不少文献研究了股权结构对企业经理层风险偏好的影响。但是却往往忽视了股权结构对企业纵向边界影响的研究。通常认为公司治理所关注的重点应该是公司内部不同层级与部门之间权力与责任的分配与制衡，却忽视了企业边界问题。

如伯利和米恩斯 (Berle and Means, 1932)、马里斯 (Marris, 1964) 认为，在公司控制权和所有权分离的股权结构下，职业经理和股东之间会产生直接的利益冲突及风险偏好的差异。股东追求公司价值最大化，而经理经营企业的目标不只包括个人财富最大化，还关注职位安全和声望。曼斯菲尔德 (Mansfield, 1968)、兰伯特和拉克 (Lambert and Larcker, 1985) 认为，这种目标的差异使经理比股东更规避风险。青木昌彦 (1984) 也认为：“即使股东不考虑风险，管理者的职业生涯和收入却是与企业经营业绩密切相关的，他在制定决策时会更注重安全性。”^① 阿尔钦和德姆塞茨 (Alchian and Demsetz, 1972) 也认为，由于高层管理人员的职位控制权收益及货币收入都直接跟就业岗位挂钩，因此按其推理，高层管理人员比股东更规避风险。从这些学者的理论逻辑看出，他们并不像奈特那样，把风险偏好的不同纯粹归因于个人特征，而是把股东和经理的风险偏好的差异跟其在公司中的身份相联系，因此其必然的逻辑推论是，

① [日] 青木昌彦：《企业的合作博弈理论》，中国人民大学出版社 2004 年版，第 20 页。

若赋予经理以股东的身份则就会影响其风险偏好。

如何使职业经理的偏好与股东保持一致呢?公司治理理论认为仍需从改善公司股权结构入手,而股权集中度和管理层持股比例代表了股权结构的两个主要方面(王克敏和陈井勇,2004;张宗益和宋增基,2003),因此公司治理理论主要关注以下两条途径,来降低股东和经理之间的代理问题,使职业经理的偏好与股东趋向一致。

其一是强调通过提高股权集中度加强对经理监控,来使高层管理人员偏好与股东趋同。如阿尔钦和德姆塞茨(1972)认为,大股东才有更强的激励去监督高层管理人员,使其目标和决策的选择不至于与股东偏离。

如施莱佛和维什尼(Shleifer and Vishny, 1997)也认为,既然在股权相对分散的情况下,股东出于“理性的无知”而采取“搭便车”行为,那么依照这样的逻辑,提高大股东的持股比例,使股权相对集中,就可以提高股东的监控动力,降低经理的经营行为对股东目标的偏离。

再如扎拉(Zahra, 2005)以上市家族企业为研究样本进行的实证研究,也发现家族持股比例与企业承担风险意愿正相关。也即是说,在其他条件不变的前提下,仅仅由于持股比重的提高,人们的风险规避程度会下降。

有关股权结构与绩效关系的文献,把绩效的提高作为代理成本下降的代理变量,以上四种观点一直延续至今。根据马西森(Mathiesen)对1968年以来比较著名的杂志的统计,研究股权结构与公司绩效关系的文献84篇中,分别持上述四种不同观点的文献数依次为35篇、13篇、11篇和25篇。可见,集中的股权结构有助于提高大股东的监督积极性,降低代理成本,从而提高公司价值的观点明显占了上风^①。

其二是认为主要应通过提高经理持股比重,赋予其股东身份来使职业经理和股东的目标一致,降低经理的风险规避行为。

如兰伯特和拉克(1985)认为,如果高层管理人员不持股,则他们为了保护职位安全,在做战略决策时就会回避风险。Agrawal和Mandelker(1987)则以企业债股比的提高作为风险规避度下降的代理变量,进行实

^① 曹廷求、孙文祥、于建霞:《资本结构、股权结构、成长机会与公司绩效》,《南开管理评论》2004年第7期。

证检验,发现其高层管理人员持有实质性股份的公司债股比也更高。Walking 和 Long (1984)、Baysinger 和 Hoskisson (1989) 及埃森哈特 (Eisenhardt, 1989) 等也认为,让高层管理人员持股能使其与股东的偏好更趋于一致。

本书通过把两种理论结合起来,对公司股权结构与企业边界之间联系背后的理论逻辑进行讨论。公司股权结构与边界决定之间的这种联系主要是通过决策者的风险偏好因素建立起来的。具体来说,公司股权结构的变化,一方面由于改变高层管理人员的风险偏好,从而改变高层管理人员的“自制”或“外购”决策,最终影响企业纵向边界的范围;另一方面,公司股权结构的变化会通过改变高层管理人员规模扩张动机,从而影响企业纵向边界的范围。而相互分割的交易成本理论与公司治理理论都难以在自己的领域内对这种联系做出有效和合理的解释。

本书从股权结构演变的视角,逻辑一致地解释“钱德勒企业占支配地位的时期组织内部化发展的历史,而当前却出现企业外包发展”的现象。20 世纪 70 年代以前的股权结构分散化 (Baumol, 1959; Penrose, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964; Lerner, 1966), 与同期的企业一体化程度上升之间,以及 20 世纪 80 年代以来的股权集中化 (Demsetz, 1983; Demsetz and Lehn, 1985; Shleifer and Vishny, 1986; Holderness and Sheehan, 1988) 与同期发生的企业外包化趋势之间是由同一种因果机制在起作用的,这种因果机制就是股权结构对企业纵向边界的影响机制。

本书的基本分析框架如图 1-1 所示。

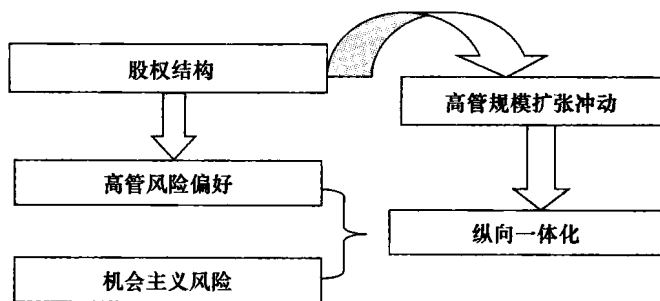


图 1-1 本书基本分析框架

二 研究企业边界的前提和意义

以“企业边界”为题，一个不可避免的问题是首先要确定研究企业边界是有意义的。本书首先从方法论的角度，对张五常（Steven N. S. Cheung, 1983）的无法确定企业边界或者说研究企业边界没有意义的观点给予回应：张五常持这种观点的原因在于其在研究方法上，没有把“理想类型”与“现实类型”区别开来。

应该承认，在现实生活中，处于企业和纯粹市场之间，还存在着由承包商等起中介作用的多种多样的组织形式，这些多种多样的组织形式形成了一个渐变的连续系统，而随着中间组织类型的不断增加，每相邻两种组织形式之间差别就会变得很小，以至于界限模糊。但是，由此就否定企业边界研究的理论价值是没有方法论根据的。借用沃尔特·欧肯（Walter Eucken, 1995）的说法，即使在现实生活中，处于企业和纯粹市场关系之间，存在着大量的中间组织形式，以至于每相邻两种组织形式之间很难区分，而且各种中间组织形式在量上占了绝大多数，也不能就此否定企业边界理论的价值，这并不利于企业理论的发展和完善。把现实中这无穷多种连续、渐变的“现实类型”的组织形式划分成几种“理想类型”来分析，正是科学研究能够从对具体、个别现象的分析中上升到理论一般的前提。理论分析必须进行片面的抽象。以现实中组织形式的多样性和渐变性来否定不同组织形式的边界划分和研究的意义，是犯了把“现实类型”误作为“理想类型”的错误^①。

此外，也有人从渐变一体化的边界模糊化演变趋势角度来否定研究边界的意义，同样道理，只有从少数几种可区分的理想类型的分析中，才能真正理解渐变一体化这类边界模糊化演变趋势发生的原因。

① 参见瓦尔特·欧肯《国民经济学基础》，左大培译，商务印书馆1995年版，第324页。

三 几个重要概念的界定

本书是关于企业股权结构与企业边界之间关系的研究,不同公司股权结构的不同导致其高层管理人员风险偏好和规模扩张动机的差异,从而导致面临相似资产专用性、不确定性和交易频率的公司纵向一体化程度的差异。因此,首先对股权结构、风险偏好以及企业边界进行一个清晰的概念界定。

(一) 股权结构

股权结构是指不同股东在公司总股本中的持股比例,此外还指不同性质股票,如普通股和优先股等在总股本中的比例。由于股权集中度和高层管理层持股比例代表了股权结构的两个主要方面(王克敏和陈井勇 2004; 张宗益和宋增基 2003),本书研究股权结构对纵向一体化程度的影响时,也只着重关注股权结构的这两个主要方面,即高层管理层持股比例和股权集中度对企业纵向边界的影响,而没有深入研究董事会规模等反映股权结构状况的其他因素对企业纵向边界的影响。

在公司治理理论的文献中,用来度量股权集中度的指标主要有前五大股东的持股比例简单和(CR_5)、前十大股东的持股比例简单和(CR_{10})、前五大股东的持股比例平方和(H_5)以及前十大股东的持股比例平方和(H_{10})。但是,“前五大股东的持股比例简单和”与“前十大股东的持股比例简单和”这两个指标不能反映股东权力随持股比例的提高而以更快比例提高这个基本事实。本书则用股权集中度这个变量来进行分析,主要是想要反映股东的监督积极性或者股东之间“搭便车”情况的。显然,持股比例简单和并不是好的指标。例如两个公司的 CR_5 假设都是 50%,其中 A 公司的前五大股东持股比例依次是 30%、10%、5%、3% 和 2%;而 B 公司的前五大股东持股比例都是 10%。则虽然两个公司用 CR_5 来度量的股权集中度同样高,但显而易见的是: A 公司存在着相对控股股东,它有着监督动力;而 B 公司中五大股东之间“搭便车”的可能性一般而言高得多,极有可能导致对高层管理人员监督的缺位。甚至即使 B 公司得 CR_5 更高,如高达 60%,前五大股东的持股比例分布与前例一样,即

各股东持股比例都增加到12%，而A公司所有情况都不变。此时可见，B公司中五大股东之间搭便车的问题仍然无法得到很好的解决，对高层管理人员的监督一般而言还不如CR₅比它低的A公司。可见，用CR₅来度量的股权集中度指标，并不能准确反映股东监督程度。

因此，本书遵循国外成熟的公司治理理论文献中如德姆塞茨和莱恩（1985）等学者的做法，采用前五大或前十大股东的持股比例平方和（即赫芬达尔指数）。公司治理理论基于其关注重点是代理问题的产生条件及解决路径。代理问题最严重的股权结构是股权集中度很低且高层管理人员完全不持股的极端状况。因为一方面股权集中度很低，每个股东都把自己的资金分散投资于很多公司，这就容易产生股东之间的“搭便车”问题，而缺乏对某单个公司高层管理人员的监督动力。格罗斯曼和哈特（1980）也证明，如果公司股权高度分散，小股东便会没有足够的激励来监督管理者。另一方面，高层管理人员完全不持股，领取固定工资的话，追求的必然只是自己的职位安全，而不会为股东追求公司价值最大化的考虑而承担任何风险行为，哪怕只需承担极小的风险就可能换取巨大的收益。这种股权结构在现实中是不能在竞争中生存的，本书将其作为分析的基准类别主要是为了理论分析的方便。

伯利和米恩斯（1932）、马里斯（1964）认为，在公司控制权和所有权分离的股权结构下，职业经理和股东之间会产生直接的利益冲突及风险偏好的差异问题。这个问题在股权集中度很低、高层管理人员持股比例也很低的“双低”情况下最为严重。股东追求公司价值最大化，而经理经营企业的目标不只包括个人财富最大化，还关注职位安全和声望。曼斯菲尔德（1968）、兰伯特和拉克（1985）认为，这种目标的差异使经理比股东更规避风险。青木昌彦（1984）也认为：“即使股东不考虑风险，管理者的职业生涯和收入却是与企业经营业绩密切相关的，他在制定决策时会更注重安全性。”^①

在现有国内外公司治理文献中，关于如何解决代理问题，使股东和职业经理的利益和偏好趋向一致的分析思路有两条：一是强调通过提高股权集中度加强对经理监控的办法。如施莱佛和维什尼（1986）、林斯（Lins，

^① [日] 青木昌彦：《企业的合作博弈理论》，中国人民大学出版社2004年版，第20页。

1999)、Claessens 和 Djankov (1999)、Claessens (1997), 其理由是既然在股权相对分散的情况下, 股东出于“理性的无知”而采取“搭便车”行为, 那么依照这样的逻辑, 提高大股东的持股比例, 使股权相对集中, 就可以提高股东的监控动力, 降低经理的经营行为对股东目标的偏离。这是强调“大棒”发挥的监控作用。二是提高经理持股比重, 赋予其股东身份来使职业经理和股东的目标一致, 降低经理的风险规避行为和规模扩张冲动, 如兰伯特和拉克 (1985)、贝辛格和霍斯金森 (Baysinger and Hoskinson, 1989)。此思路主要关注“胡萝卜”的激励功效。

(二) 风险偏好

马斯-科莱尔 (Mas - Colell, 1995) 等学者所著微观经济学教材中提到, 偏好法是经典消费者需求理论将个人选择行为模型化的一种基本方法。它将决策者的爱好视为个人的基本特征, 而决策者的爱好又被归结为满足理性公理的偏好关系, 然后用以解释个人的选择。

而风险偏好则是经济学在分析涉及风险因素的个人经济决策时的一个基本概念, 风险偏好也必须具备不随情境变化的个性特征, 才能对风险选择行为做出可靠的理论预测; 也才能根据不同的风险偏好特征划分出不同人群, 为企业人事安排、培训等管理活动提供政策依据。但是, 根据一些学者 (如 MacCrimmon and Wehrung, 1986, 1990; Payne, Laughhunn and Crum, 1980; Schoemaker, 1990) 的研究, 同一个决策者的风险偏好却随着情境不同而变化, 并没有表现出具备稳定的个性特征。

国内外研究风险偏好的情境依赖性的学者, 所运用的基本方法是经济学实验。情境因素的设定主要通过改变奖金额或彩票中奖的概率、改变接受实验者的禀赋及改变实验顺序来实现。绝大多数实验都证实了上述情境因素对人们风险偏好的影响, 说明人们风险偏好是情境依赖的。这些情境因素对人们风险偏好的影响被归纳为“激励效应”、“禀赋效应”、“学习效应”^①。所谓“激励效应”, 主要指随着奖金额的变化, 人们的风险偏好也会变化。如宾斯万格 (Binswanger, 1980) 对印度农民的实验、Kachelmeier 和 Shehatar (1992) 对我国北京大学学生所做的实验、哈里森

^① 转引自谢识予、孙碧波、朱弘鑫、筒井义郎、秦劼、万军民《两次风险态度实验研究及其比较分析》,《金融研究》2007年第11期。