

股权激励：能否构成股东价值 最大化原则的挑战？

郑志刚*

摘要 与利益相关者论认为的股权激励是对公司治理传统的股东价值最大化原则的“挑战”不同，本文指出，由于在实现时机和承担风险等方面的显著差异，股权激励不能简单等同于产权安排，从而并不能构成对股东价值最大化原则的挑战。

关键词 股权激励，产权安排，股东价值最大化原则

一、问题的提出

现代企业理论（见 Alchian and Demsetz, 1972, Jensen and Meckling, 1976 等）把企业理解为利益集团之间的隐性契约的组合，这些利益集团不仅包括股东、经理人、雇员和债权人，同时还包括客户、供货商、社区居民以及政府等。他们共同构成了一个企业的利益相关者。企业的契约观反映了主流企业理论对企业性质认识的深化。然而，现代企业理论的上述认识在公司治理的目标选择上引发了分歧。同样从企业是利益相关者签订的一组合约的认识出发¹，一些学者（如 Blair, 1995, Donaldson and Preston, 1995 等）则在公司治理的目标选择上，坚持利益相关者价值最大化原则，从而在理论上形成了与传统的股东价值最大化原则针锋相对的所谓的利益相关者论，在实践中则积极推行利益相关者的“共同治理”。在利益相关论者看来，既然企业的经营决策影响到所有利益相关者，经理人就应对所有利益相关者负责，而不能只对股东（一部分利益相关者）负责。企业决策应该是平衡所有利益相关者的利益，而不仅仅是最大化股东的利益。Tirole（2002）把其特征概括为经理人享有广泛的任务和利益相关者之间控制权的分享。

利益相关论者把 Berle 和 Means（1932）所关注的以投资者的所有权和经理人的“控制权”相分离为特征的“经理人革命”理解为公司治理发展史上对股东价值最大化原则的“第一次挑战”。Aghion 和 Tirole（1997）把组织中

* 中国人民大学财政金融学院。通讯地址：中国人民大学财政金融学院，100872；电话：（010）62513010，E-mail: zhengzhig@ruc.edu.cn。作者感谢两位匿名评审人对本文有益的评论。同时感谢姚洋和《经济学（季刊）》编辑部其他老师在本文评审过程中审慎负责的态度和热情细致的工作。

¹ 如多纳德逊、邓非（2001）认为，企业是一个人格化组织，是其利益相关者之间综合性社会契约的汇集点。参见多纳德逊、邓非（2001）。

的权威区分为作为剩余控制权所有者的股东的正式(formal)权威和作为实际控制权所有者的经理人的真正的权威,从而对作为剩余控制权的股东权力与作为实际控制权的经理人的经营权进行了区分。前者主要是指以表决权方式实现的股东对企业未来重大决策的影响力,或者说,与Berle和Means意义上的“所有权”相对应;而后者则是指经理人作为代理人所具有的信息优势而获得的实际经营权,或者说,与Berle和Means意义上的“控制权”相对应。我们看到,Berle和Means在这里提到的经理人的“控制权”其实是通常意义下的“经营权”,它与现代产权文献中作为产权的重要内容之一的(剩余)控制权是不同的,尽管二者的英文都为“control”。所谓的“经理人革命”带给经理人的仅仅是企业的实际控制权,或者说是通常意义下的经营权,它显然没有动摇股东对企业所有权控制的局面,因而也并没有构成对公司治理股东价值最大化原则的挑战。然而,正如Burkart,Gromb和Panunzi(1997)所指出的那样,现代产权理论(见Grossman和Hart(1986)、Hart和Moore(1990)等)将所有权与控制权两个概念等同起来,从而无法准确地刻画二者的分离。显然,一些利益相关论者把Berle和Means(1932)所关注的“经理人革命”(实际控制权,或者说经营权)理解为公司治理发展史上对股东价值最大化原则(剩余控制权)的第一次挑战是由于把产权与实际经营权混为一谈所致。

随着新经济中人力资本的重要性日趋显著,对人力资本所有者进行股权激励已成为许多国家公众公司改进公司治理的重要举措。这里的股权激励指的是以授予股票或股票期权等实现的对人力资本所有者进行激励的各种方式的总称。通过股权激励,企业使高层管理人员的高物质回报建立在企业良好的业绩基础上,从而使高层管理人员有激励改善企业的绩效。事实上,股权激励在公司治理实践中的发展,一方面来源于新经济对人力资本所有者提供激励的现实要求,另一方面则得益于以现代博弈论与信息经济学为基本分析工具的激励机制设计理论的发展和推广。它与基于可证实变量的激励合约设计等显性激励以及职业关注(career concern)等隐性激励成为公司治理实践中大量使用的激励手段(见Holmstrom,1999等)。

由于股权激励在形式上表现为人力资本所有者(如经理人和雇员等)以股票或股票期权实现的对企业的控制,一些经济学家把股权激励同样理解为实现企业产权安排的方式。甚至有一些经济学家认为,公司治理实践中对人力资本所有者进行股权激励的结果,使经理人对股东单一利益服务的格局,转变为向包括人力资本所有者在内的利益相关者共同负责的利益相关者群体,从而构成对公司治理的传统的股东价值最大化原则的“新的挑战”(见Blair,1995,Donaldson and Preston,1995等)。

在考察产权的特性与产权安排所遵循的原则的基础上,本文认为,股权激励虽然在形式上表现出与产权安排的一致性,但二者之间存在重要的差异。产权安排是事前的(企业形成前)的非合约机制,强调剩余控制权的分配;

而股权激励则是事后企业资源关键程度的变化的反映，它是激励合约设计的结果，强调的是与努力程度挂钩的剩余索取权。由于产权的所有者和作为股权激励对象的人力资本所有者面临的外部选择和承担的风险不同，股权激励并不能简单等同于产权安排，因而，向人力资本所有者提供股权激励并不能构成对公司治理股东价值最大化原则的挑战。

本文以下的内容安排如下。在第二部分，我们讨论产权的特性与产权安排所遵循的原则，它构成我们对股权激励与产权安排做出区分的理论基础。第三部分指出股权激励与产权安排在外部分选择价值、风险承担等方面的区别，以此表明对人力资本进行股权激励并不能构成对公司治理股东价值最大化原则的挑战。最后以评论性结语简单总结全文。

二、产权安排的原则和产权的特性

对产权安排在公司治理重要性的认识显然得益于现代产权理论的发展（参见 Grossman 和 Hart（1986），Hart 和 Moore（1990）等）。现代企业理论把企业理解为不同的利益集团所签订的一系列合约的组合，但由于无法事先对未来可能发生的所有情况做出合理的预测（或即使可以预测，其实际发生的成本也可能高于在合约不完全下所发生的成本），不同的利益集团所签订的合约总是不完全的。对于“不完全”的合约，合约双方通常无法对进行专用性投资的一方的努力程度和外部环境对生产经营的影响做出区分。合约的一方可能会在事后谎称是良好的外部环境而不是对方的努力使企业盈利，以此来拒绝向进行专用性投资的一方支付合约规定的报酬。进行专用性投资的一方理性地预期到对方的“敲竹杠”行为，事前进行专用性投资的激励会显著降低，从而导致效率的损失。现代产权理论认为，从保护专用性投资激励和提高效率的角度，应该把企业的剩余控制权和剩余索取权交给进行专用性投资的一方所有。企业的剩余控制权和剩余索取权共同构成所谓的“产权”。

然而，Chin（1998）、Meza 和 Lockwood（1998）、Rajan 和 Zingales（1998a）等通过在产权理论的分析框架中引入外部选择或威胁点证明，由于存在外部选择，进行专用性投资的资产越多，外部选择的价值越低，反而会削弱产权所有者进行专用性投资的积极性。因而，他们认为，产权在提供专用性投资激励上存在缺陷。我们以产业组织理论中经典的 GE 与 Fisher Body 的案例来解释外部选择的存在对专用性投资激励的影响。作为一项专用性投资，将钢铁企业 Fisher Body 的厂址设置靠近汽车制造企业 GE 的工厂将提高生产效率。然而，迁址同时会降低 Fisher Body 在其他用途的价值（外部选择价值，例如，Fisher Body 向 Ford 等其他汽车企业的供货成本将上升）。在双方最初的谈判中，拥有 Fisher Body 较大比例股份，从而内在化了专用性投资的成本的 Fisher Body 股东强烈抵制工厂的搬迁。最终的搬迁直到双方垂直一

体化后才得以实现(参见 Klein, Crawford and Alchian, 1978 等)。

按照 Rajan 和 Zingales, 一个企业中的权力来源于对关键资源的控制; 被定义为使用和与关键资源协同工作的能力的通路(access)同样可以成为分配权力, 从而提供专用性投资激励的非合约机制。这里所谓的关键资源, 按照 Rajan 和 Zingales, 可以是一台机器, 也可以是一个建议, 甚至可以是人力资本。建立在资产的互补性的假设下, Rajan 和 Zingales 认为, 对关键资源拥有财产所有权的所有者将成为 Aghion and Tirole (1997) 意义上的企业“正式的权威”², 并向人力资本所有者授予使用关键资源的权力, 形成所谓的通路管制过程。获得通路的人力资本所有者随着与关键资源的接触程度的加深, 逐渐成为 Aghion 和 Tirole (1997) 意义上的企业真正权威。与产权安排不同的是, 获得对关键资源通路的人力资本所有者作为真正的权威得到的不是新的剩余控制权, 而仅仅是把他的人力资本进行专业化而使自身价值提高的机会。因而通路管制过程所提供的激励并不像产权一样因为外部选择的存在而受到影响。只有人力资本所有者专用性投资越多, 其获得使用关键资源的权力才会越大, 从而使自身价值提高的机会越多。从上述意义上讲, 与产权安排相比, 人力资本所有者从通路管制中得到的权力更取决于他的真实投资。因此, Rajan 和 Zingales 认为一个企业通过通路管制不仅同样可以实现向人力资本所有者提供专用性投资激励的目的, 同时通路是一个比产权更好的提供激励的非合约机制。

一些研究表明, 日本的一些汽车企业通过实行一种被称为管理竞争模式(一种通路管制形式), 以企业与有限数量的独立供货商保持长期和紧密的关系来替代用以保护专用性投资的产权机制。例如, 日本的丰田公司由两个给予技术专业特许通路的独立供货商构成稳定的供货体系。丰田要求每家供货商投资以满足公司的要求; 进行专业化的供货商由于是两个有资格提供货物的供货商中的一员而获得一定程度的事后市场权力。然而, 丰田从来不允诺给予这两个供货商固定的业务配额, 而是根据两个供货商的效率程度, 不断调整每个供货商的配额。通过把通路仅仅限制在两个供货商, 丰田给予他们获得权力的可能性。但他们所获得的实际权力却取决于他们的投资额。丰田正是通过上述管理竞争(又被称为有限竞争)模式使公司能够分享各个供货商的创新并获得与供货商稳定的业务关系, 同时与垂直一体化的供货商投资水平相比, 供货商以更高的水平进行专用性投资(参见 Rajan 和 Zingales, 2000 等)。

需要注意的是, 尽管 Rajan 和 Zingales 发展的通路管制理论为我们描绘了可以替代产权安排实现提供专用性投资激励目的的非合约机制, 然而, 建立

² Rajan 和 Zingales 在对企业所有权的看法上与 Fama(1980)具有一致性, 即他们都强调了财产所有权的重要性, 而认为企业所有权是一个可有可无的概念。见 Rajan and Zingales(1998)。

在完全信息假设基础上的通路管制理论在很多情形下缺乏现实的可操作性，或者说，我们不能指望非人力资本的所有者对每个人力资本的所有者所提供的专用性投资程度做出准确判断，从而合理地做出通路管制的决策。这也是我们在现实中看到更多的是，产权安排尽管存在缺陷，但仍然被大量使用的原因。Rajan 和 Zingales (2000) 进一步把通路管制理论，与他们所批评的产权理论总结为企业的关键资源理论。Rajan 和 Zingales 以此来强调，无论产权安排，还是通路管制，企业中的权力都来源于关键资源的提供和（剩余）控制。与产权理论相比，Rajan 和 Zingales 发展的通路管制理论的一个重要的理论意义显然在于使我们进一步认识到企业中权力的来源，和产权安排的现实依据。

通路管制理论另一个重要的理论意义在于，它进一步揭示了产权理论曾经忽视，直到 Aghion 和 Tirole (1997) 才明确指出的剩余控制权（产权）与实际控制权的区分。按照 Rajan 和 Zingales 发展的通路管制理论，非人力资本的所有者所获得的权力与作为通路管制的结果，人力资本所有者所获得的权力是不同的。如果我们用产权理论的术语来刻画二者的区分，非人力资本所有者获得的是剩余权力，而人力资本所有者获得的是实际的控制权。由此也决定了前者成为企业中正式的权威，而后者成为企业中真正的权威。

在 Rajan 和 Zingales 的意义上，产权安排（或通路管制）的依据显然不仅可以是产权理论所认同的非人力资本，同时也可以是人力资本本身。然而，由于一个有效的产权安排必须考虑外部选择，同时，从降低人力资本所有者道德风险的角度，我们需要指出的是，人力资本在这里负有特殊的含义。首先，人力资本与其所有者的不可分性使得一个获得权力的人力资本所有者，或者由于无法承担相应的义务，或者所做出的承诺是不可置信的，通常会出现所谓的道德风险问题。由此决定了成为产权安排依据的人力资本必须具有一定的非人力资本的特性，如可抵押性等。其次，我们知道，产权安排的意义在于向事后外部选择将显著降低的一方提供进行专用性投资激励。产权安排的依据所具有的在事后外部选择降低的性质，决定了其在事前必然具有沉淀性。从上述意义上讲，成为产权安排依据的人力资本表现为一种“人力资本的结晶”。它或者是一种具有潜在市场价值的无形资产，如专利等；或者是具有排他权的商业建议，它的泄漏和再出售被法律所禁止。

Rajan 和 Zingales 发展的通路管制理论表明，一个有效的产权安排不仅与所控制资源的关键程度有关，而且与进行专业化的资源的外部选择有关。作为产权安排的依据，它首先必须是有价值的；其次，可以对它的价值进行完全的衡量，从而保证其在法律上的可证实性。我们把可抵押性，沉淀性（低的外部选择价值）等所刻画的非人力资本和“人力资本的结晶”所具有的特性概括为“资源的关键程度”。一个有效的产权安排通常是由最关键资源的提供者成为剩余权力的索取者。这不仅有利于形成对关键资源的提供者的激励，

同时在一定程度上避免了提供者的道德风险行为的发生。当资源的关键程度发生改变,最优的产权安排应该相应发生改变。不同资源关键程度的比较在很大程度上取决于进行专业化的资源所面临的外部选择价值的大小。对于外部选择价值较高的资源,其关键程度相应更大。产权安排的关键资源原则上是产权理论所强调的产权安排的剩余控制权与剩余索取权对应原则的另一种表述形式,其核心内容仍然是希望通过产权的安排来实现对关键资源提供者的激励(参见 Grossman 和 Hart (1986), Hart 和 Moore (1990) 等)。从产权安排的关键资源原则出发,一个自然的推论是,产权安排尽管是用来解决合约的不完全性的一种制度设计,但产权作用的有效发挥则建立在产权安排依据的价值的完全可衡量的基础上,或者说产权的所有者对未来企业经营风险的承担所做出的承诺必须是可置信的。在非人力资本相对于人力资本更为稀缺和人力资本所有者所具有的道德风险倾向的现实经济条件下,在一定意义上,对非人力资本以及人力资本结晶的财产所有权将最终决定企业产权的安排,这也同时成为在一些市场经济高度发达的国家特别重视对私有产权保护的现实原因。

在公司治理实践中,由于股东的投资对现代企业的生存和发展的重要作用,股东以获得产权(以及健全的制度框架下法律对产权所有者提供的相应保护),从而实现对企业的(剩余)控制的方式成为企业“名义”上的所有者。上述产权安排的结果,不仅保护和鼓励了股东投资的积极性,企业同时确立了正式的权威和公司治理的主体,使资金的实际使用者,即经理人对作为产权的所有者的股东负有法律上的诚信责任。

总结以上对产权理论和通路管制理论的分析,我们看到,产权具有如下的特性:

首先,产权本质上是一种激励手段。其目的是通过剩余控制权的分配,使拥有产权的一方有激励进行专用性投资。除了产权外,通路管制同样是一个(甚至比产权更好的)提供激励的非合约机制³。

其次,产权属于非合约的分配权力的机制。按照现代企业理论,企业的权威或权力之所以不同于市场价格机制,是由于权力的实施是无法明确详尽地列入合约的,因而这些权力被称为剩余控制权;产权(安排)的意义在于,一方面,将在合约中无法列入的情形下做出决定的权力(剩余控制权)授予所有者;另一方面,则要求作为代理人的经理人对产权的所有者股东负有法律上的诚信责任。

第三,产权(安排)最重要的特性在于,作为非合约的分配权力的机制,产权的安排是发生融资关系的双方事前(在企业形成前)博弈的结果:资金

³ 如果仅仅从提供激励的角度出发,除了非合约机制,还存在大量的合约机制。如在公司治理实践中大量使用的激励合约设计等合约机制同样可以用来向人力资本所有者提供激励。对于一些相对完备的合约,以合约机制提供激励可能比非合约机制更有效。

的提供者以牺牲资金的使用权为代价，获得名义的剩余控制权（产权），成为企业正式的权威；经理人由于信息优势而获得实际的控制权，成为企业真正的权威，同时向产权的所有者负有法律上的诚信责任。一个理性的资金提供者将预期到，如果没有剩余控制权，可能会面临经理人“敲竹杠”的威胁，从而在事前做出拒绝提供资金的决策。

三、股权激励与产权安排的区别

上一部分讨论的产权安排所遵循的原则和产权的特性成为本部分区分股权激励与产权安排的理论依据。

首先，产权安排与股权激励所发生的时机不同决定了其在企业制度形成过程中发挥的作用不同。前面的分析已经指出，产权的安排是发生融资关系的双方事前，也即在企业形成前完成的，它是双方理性预期博弈的结果。如果不把企业的剩余控制权交给资金的提供者，经理人便无法获得生产和经营所必须的资金。更为重要的是，通过产权的安排，企业确立了正式的权威。他同时成为在企业成立后，包括激励合约等在内的公司治理机制的设计和实施的主体。在公司治理的实践中，企业正式权威的主体性在股东价值最大化的原则下，表现为股东大会是一个企业的最高权力机构，有权对关系企业生存发展的重大问题做出最后的裁决。

产权安排与股权激励所发生时机的不同同时也决定了二者在企业制度形成过程中发挥的作用是不同的。通过产权安排所形成的是企业最基本的制度，它决定了一个企业是采取合伙制、合作制，还是公司制；而股权激励仅仅是在企业所确立的基本制度内股权结构数量上的变动。产权安排的上述特征决定了其在一个企业的公司治理体系中处于基础地位和发挥重要作用。事实上，产权安排在公司治理中所处的基础地位和重要作用也使一些持利益相关论的经济学家错误地把产权安排看做是公司治理本身，而忽略了包括接管威胁等在内的公司治理机制，强调经理人具有广泛的任务和利益相关者之间控制权的分享，热衷于讨论利益相关者的“共同治理”。

其次，产权安排与股权激励所强调的产权内涵的重点不同。按照现代产权理论，产权是剩余控制权与剩余索取权的统称。产权安排作为企业的基本制度的确立过程，更强调的是剩余控制权，即通过对在合约中事先未做出规定的事项拥有控制权力而对企业的发展加以规划（见 Grossman 和 Hart（1986），Hart 和 Moore（1990）等）；而股权激励作为激励合约设计的结果，更强调的是与人力资本所有者的努力程度挂钩的剩余索取权，即在企业价值实现后去掉合约收益后剩余的分配方案。换句话说，产权所有者更关心的是一个“蛋糕”如何做大的问题，而作为股权激励对象的人力资本所有者更关心的是一个“蛋糕”如何分配的问题。蛋糕只有首先做大，参与人才能分得

更多。产权安排与股权激励所强调的产权内涵的重点不同,使我们从一个新的角度看到了二者在所处层次和所发挥作用的差异。

再次,作为产权安排与股权激励依据的性质不同的“资本”所面临的外部选择不同。产权安排原则所要求的资产必须具有的可抵押性和沉淀性等决定了一旦做出产权安排,资产的外部选择的价值将降低。然而,对于与其所有者具有不可分性的人力资本,当面对激烈的市场竞争时,其专用性投资的外部选择的价值反而可能提高。特别是,在知识经济时代,人力资本在干中学所积累的知识,使人力资本的价值在一些竞争性行业的流动出现“不降反升”的现象。例如,在IT行业中,主要的技术人员有时通过频繁的流动来获得高的报酬。这不仅是由于人力资本在IT行业的专用性投资的过程同时也是知识的积累的过程,同时IT行业异常激烈的竞争提高了人力资本外部选择的价值,从而导致人力资本在流动中出现价值增加的现象。

最后,产权的所有者与作为股权激励对象的人力资本所有者所承担的风险不同。当一个企业在未来的经营失利时,获得股权激励的人力资本的所有者仅仅失去获得合约工资溢价的机会。这里的工资溢价指的是高于合约工资的货币收入部分。而对于初始的产权所有者,则意味着投资的丧失。行为经济学的研究(参见Daniel Kahneman等)表明,使已经拥有的财富重新失去,要比期望得到但没有得到所导致的(心理)损失更大。因此,对于初始成为产权的所有者和出于激励机制设计的目的而成为股权激励对象的人力资本所有者二者所承担的风险存在显著差异。这也决定了二者所面临的激励是不同的。产权安排向初始的产权所有者提供的是长期的激励,特别是,对于一些大股东,除非企业出现严重的代理问题等而被接管或破产重组,否则不会轻易放弃对一个企业的控制;而对于一些作为股权激励对象的人力资本所有者,获得股权的目的可能并不是为了控制企业,甚至仅仅是为了套现。

尽管在设计股票期权时,可以对执行期做出一个较长期限的规定,从而使股权激励在一定程度上具有了长期激励的某些特性,但在行为方式上,由于其他控制性股东的事实存在,与产权安排相比,其所提供的激励仍表现出某种“短期”的特性。作为股权激励依据的人力资本不仅与其所有者是不可分的,而且由于强调的是事后的剩余索取权,当企业经营成功,参与企业剩余的分享,从而获得工资溢价;而当企业经营失败,作为合约收益人,人力资本所有者不承担相应的损失。从上述意义上讲,当对人力资本进行股权激励时,其所有者会表现出某种道德风险倾向。给定作为股权激励对象的人力资本所有者可以对企业的实际经营产生影响,他通常会鼓动企业选择投资高风险项目,失败的损失由初始产权所有者承担,成功所获得的剩余则由人力资本所有者与初始产权所有者共同分享,由此导致严重的外部性⁴。

⁴ 作为高能的激励手段,股权激励也使一些公司的高层管理人员不惜铤而走险,通过会计作假来制造虚假的企业业绩,以此获得高额回报。美国发生的安然、全球通讯等多起丑闻正是这方面的经典案例。

四、评论性总结

由于股权激励在形式上表现为人力资本所有者以股票或股票期权实现的对公司的控制，利益相关者论把公司治理实践中出现的对人力资本所有者进行股权激励理解为“使经理人对股东单一利益服务的格局，转变为向包括人力资本所有者在内的利益相关者共同负责的利益相关者社会”，并由此认为其构成对公司治理传统的股东价值最大化原则的“新的挑战”。

在考察产权的特性与产权安排所遵循的原则的基础上，本文指出，股权激励虽然在形式上表现出与产权安排的一致性，但二者之间存在重要的差异。产权安排是事前的（企业形成前）的非合约机制，强调剩余控制权的分配；而股权激励则是事后企业资源关键程度的变化的反映，它是激励合约设计的结果，强调的是与努力程度挂钩的剩余索取权。由于产权的所有者和作为股权激励对象的人力资本所有者所面临的外部选择和所承担的风险不同，股权激励并不能简单等同于产权安排。因而，对人力资本所有者进行股权激励并不能构成对股东价值最大化原则的新的挑战。

从风险与责任对应等保证产权安排有效合理的原则出发，在公司治理实践中，我们仍应坚持股东价值最大化原则。毕竟，对利益相关者利益的保护在产权安排上的体现（如利益相关者之间控制权的分享和经理人广泛的任务等）面临在多目标决策环境中经理人激励机制设计和经理人无法真正对自己的行为负责等困难（经理人可以保护其中一个利益相关者的利益的名义而损害另一个利益相关者的利益），因而在实践中缺乏可操作性，并容易引发混乱，不利于实现对利益相关者利益的真正保护⁵。但对利益相关者利益的保护在产权安排层次上实施的困难并不意味利益相关者的利益不需要或者不应该保护。对于作为合约收益人的利益相关者利益的保护更多体现在合约和法律途径等公司治理机制的设计与实施上（包括股权激励等），而不是简单停留在产权的安排。

参考文献

- [1] Aghion, Philippe, and Jean, Tirole, “Formal and Real Authority in Organizations”, *Journal of Political Economy*, 1997, 105, 1—29.
- [2] Alchian, A. and H. Demsetz, “Production, Information Cost, and Economic Organization”, *American Economic Review*, 1972, 62, 777—795.
- [3] Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. London: Macmillan, 1932.

⁵ 除了在实际中的危害，利益相关者论在公司治理理论研究上则误导了研究方向，片面强调产权安排的重要性，而忽视对实现公司治理目标同样重要的包括接管市场在内等公司治理机制的研究等。

- [4] Blair, M., *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington: Brookings Institution, 1995.
- [5] Burkart, Mike, Denis, Gromb, and Fausto, Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and The Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112, 963—728.
- [6] Grossman, Sanford, and Oliver, Hart, "The Costs and the Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 1986, 94, 691—719.
- [7] Hart, Oliver and John, Moore, "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, 1990, 98, 1119—1158.
- [8] Holmstrom Bengt and John Roberts, "The Boundaries of the Firm Revisited", *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 12, 73—94.
- [9] Jensen, Michael C., and William H., Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 305—360.
- [10] Meza, David D., and Ben, Lockwood, "Does Asset Ownership always Motivates Managers? Outside Options and the Property Rights Theory of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113, 361—386.
- [11] Rajan, Raghuram G., and Zingales Luigi, "Power in a Theory of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 1998a, 113, 387—432.
- [12] Rajan, Raghuram G., and Zingales, Luigi, "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A theory of the Origin and Growth of Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116, 805—852.
- [13] Rajan, Raghuram G., and Zingales, Luigi, "The Governance of the New Enterprise", working paper, University of Chicago, 2000.
- [14] Tirole, Jean, *Lecture Notes on Corporate Finance*, mimeo, Toulouse, IDEI, 2001.

Stock-based Incentives: Do They Constitute a Challenge to the Principle of Shareholders' Value Maximization?

ZHIGANG ZHENG

(Renmin University of China)

Abstract While stock-based incentives are regarded by some economists as a new challenge to the principle of shareholders' value maximization, we argue in this paper that since stock-based incentives and arrangement of property rights are significantly different in the distribution of power and risks, stock-based incentives cannot be simply treated as arrangements of property rights and thus do not constitute a challenge to the principle of shareholders' value maximization.

JEL Classification D23, G32, J31