

基于代理人自我价值负载的行为公司治理研究

高雷

(南京审计学院 金融学院, 江苏 南京 211815)

摘要:以公司治理和行为经济学理论发展趋势为导向,在提出自我价值负载理论的基础上,建立了基于代理人自我价值负载的行为公司治理理论,并运用行为经济学实验进行了验证。研究发现,公司治理代理人无法理性化其自我价值负载,理性的公司治理代理人也难以摆脱自我价值负载对其行为的显著影响。

关键词:行为经济学;公司治理;自我价值;价值负载

中图分类号:F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)01-0001-08 **收稿日期:**2010-09-25

作者简介:高雷(1977—),男,上海人,南京审计学院金融学院教授,博士生导师,德国汉诺威大学博士,主要研究方向为金融、财务和公司治理。

基金项目:国家自然科学基金(71002109);教育部人文社会科学研究项目(08JC630047);江苏省高校哲学社会科学重大项目(08SJB6300021)

一、引言

传统经济学理论是建立在“理性经济人”假设(Homo Oeconomicus)基础上的。实用主义哲学认为,任何理论都不过是人们为了能获得真实预测而设计的工具,它们并无真假之分,只有有效或无效、适当或不适当、方便或不方便之分,因此理论的科学价值完全由它的结论是否符合现实来决定,而与其假设是否真实无关,验证假设的不真实无法证伪一个理论,只有验证结论的不真实才行。1953年Friedman声称理性经济人可以是虚构的,无需检验,只要基于该假设的理论有足够强的预测力就行了^[1]。但是,近几十年来大量违反理论预测的行为现象(“异象”)反复出现,可以认为基于理性经济人假设的理论在这些场合下是失效的。“有限理性”研究正是在这种背景下产生的。1955年Simon提出了“满意”理论(Satisfactory Theory)^[2]、1966年Leibenstein提出了“X-效率”理论(X-Efficiency Theory)^[3]、1996年Gigerenzer和Goldstein提出了“生态理性”理论(Theory of Ecological Rationality)^[4]、1998年Selten提出了“期望调整”理论(Aspiration Adaptation Theo-

ry)^[5]、2005年Camerer等人提出了“神经经济人”理论(Theory of Homo Neuroeconomicus)^[6]、2009年何大安提出了“行为人”理论^[7]。然而,有限理性的本质仍未被解释清楚。本文在国内外学术界首次提出了自我价值负载理论,指出有限理性的本质在于经济主体无法完全理性地看待自己和对待自己,出现有限理性的根本原因是人无法把自己当作无价值负载的客体。

20世纪30年代兴起的公司治理研究,近年来已引起工商管理等多个学科领域的普遍关注。在实践领域,公司治理也成为投资者、金融机构和监管部门等重点关注的全球性热点问题。目前,公司治理在处于新兴市场和转型经济中的我国面临严峻的挑战。针对提高公司治理水平已成为我国现代企业制度建立核心内容的现实,既要对公司治理基础理论进行创新,也要对公司治理制度进行创新,以提升我国企业的科学管理水平和核心竞争力。虽然公司治理问题已成为国内外学术界的热点课题,但由于其具有学科交叉性强和实践性强的特点,目前公司治理理论体系尚处在发展和完善的过程中。委托代理关系是公司治理的核心。主流公司治理研究从无价值负载的理性代

理人假设出发,结果遇到了越来越多的困难和无法解释的问题。本文提出基于代理人自我价值负载的行为委托代理理论,建议将委托人和代理人都视为价值主体,尽可能满足代理人的自我价值负载,尊重、信任代理人,强化对代理人的内在激励。

本文以公司治理和行为经济学理论发展趋势为导向,在自我价值负载理论和基于代理人自我价值负载的行为委托代理理论的基础上,建立基于代理人自我价值负载的行为公司治理理论,并期望据此解决中国公司治理实践问题,以降低代理人的行为成本(Behavioral Costs),减少公司治理风险,提高公司和谐程度,改善公司治理效果,推动中国公司治理实践的发展。

二、研究现状

主流公司治理研究从代理人是无价值负载的理性经济人这一假设出发,试图在委托代理理论的基础上通过设计相容的激励与约束机制来保证公司治理的有效性。1932年Berle和Means对现代公司的所有权与控制权两权分离的研究是公司治理理论的学术起源^[8]。自Jensen和Meckling的研究开始^[9],主流公司治理研究取得了长足发展^[10]。然而,近年来主流公司治理研究遇到了越来越多的困难,对诸如管理层追求尊重、挑战和声誉等非物质激励^[11]、高管的过度乐观^[12]、高管的利他主义^[13]、高管重视友情^[14]、家族企业治理困境^[15-16]、控制权之争和董事会的独立性等许多公司治理实践中的重要问题无法做出合理解释^[17-18],这影响了公司治理研究的深入和相应的制度创新。Larcker等人2004年以2106家公司为样本的研究发现主流公司治理研究常用的结构性指标仅解释了管理者行为及公司绩效变化的0.6%至9.3%,故此他们认为主流公司治理研究不能很有效地指导公司治理实践^[19]。

在这种情况下,不少学者放弃了无价值负载的理性代理人假设。Roll提出“自大理论”(Hubris Theory),指出收购方的过度自信导致了公司并购中出价偏高的现象^[20]。Robert和Gomez-Mejia建立了一个行为代理模型,主要用行为经济学中的展望理论(Prospect Theory)来解释管理层的风险偏好与风险承担行为^[21]。Malmendier和Tate的研究发现高管的非理性程度越高,进行的

并购活动就越多,投资和现金流之间的敏感性也越高^[22-23]。此外,Doukas和Brown也都发现管理者越过度自信,就越频繁地并购,而并购带来的回报率就越低^[24-25]。2009年Hribar和Yang发现过度自信的CEO易发布过于乐观的盈余预测,并为了实现预测而进行盈余管理^[26]。Lin等人用中国台湾地区的数据也得到了同样的结果^[27]。Blair和Stout提出股东和管理层之间的相互信任关系不仅能强化对管理层的外在激励,还能改变管理层的内在偏好,进而提高公司治理效率^[28]。Hermalin和Weisbach研究了管理层的行为偏好对公司治理的影响,指出运用行为经济学理论研究管理层的行为特征对完善公司治理机制具有重要意义^[29]。Jeffery等人建立了一个基于行为经济学的公司兼并研究框架^[30]。Yermack认为降低CEO对董事会成员的控制有利于提高董事会的治理效率^[31]。Morek针对近年来发生的公司治理丑闻,指出公司治理的一个严重问题就是董事会成员和其他高管对CEO的自发性顺从(Reflexive Subservience)超过了他们对法律规范的服从和对股东的忠诚,他宣称充分考虑代理人的行为特征具有重大意义^[32]。Shefrin通过对Sony、Syn-tex、3Com等公司的案例研究得出结论:基于理性经济人假设的契约理论设计出的激励机制不能够克服行为因素的影响,代理人的行为成本使激励相容机制难以发挥应有的作用,因此现有公司治理机制作用有限^[33]。Bertrand和Schoar的研究发现CEO的决策通常反映其个人行为特征而不是股东意志,例如激进的CEO会保持较高的财务杠杆并持有较少的现金流,还倾向于通过兼并来实现公司的成长,而保守的CEO会持有较多的现金流并倾向于通过内部投资实现公司成长^[34]。姜付秀等人从行为经济学角度,以深沪两市2002至2005年间的上市公司为研究对象进行的研究发现管理者过度自信对企业的扩张产生了显著的影响,并加大了企业陷入财务困境的可能性^[35]。余明桂等人从行为经济学角度研究也发现管理者过度自信会导致企业的负债率尤其是短期负债率显著提高^[36]。Shefrin、Roberts等人 and Hendry都强调高管的个性和行为特征等对公司决策和公司治理的影响^[37-39]。Campbell等人、Goel和Thakor发现很自信的经理比理性的经理更容易升为CEO,不过极端自信或极端不自信的CEO也容易

被撤职^[40-41]。Westphal 和 Stern 提供了奉迎讨好、阿谀奉承和经营人际关系网有助于当选董事的证据^[42-43]。

上述研究关注了代理人的行为特征,推动了公司治理研究的深入与发展。但是,这些现象驱动的零散研究尚未形成完整的理论体系,因而无法对公司治理实践中纷繁复杂的现象做出一以贯之的理论分析。为了能将研究提升至规律性层面,高雷、刘绪光结合行为经济学理论研究,提出了一个行为公司治理理论框架雏形^[44-46]。

三、理论研究

(一) 自我价值负载理论

本文在国内外学术界首次提出,有限理性的本质在于经济主体无法完全理性地看待自己和对待自己(例如大多数人不愿知道自己的死亡日期),有限理性的根本原因是人无法把自己当作无价值负载的客体。高雷、刘绪光认为人都有关于自我的意识,都能准确感知自我与非我的边界,都对自我本能地认同与欣赏,并视自我为价值主体,而视非我为客体,客体的意义和价值都是由自我这个价值主体赋予的,客体是被用作肯定自我这个价值主体的工具,即经济主体都有先验的自我价值负载,都戴着有色眼镜^[44]。具有自我主体价值负载的经济主体是具有价值取向(value-oriented)的,并非价值中立(value-neutral)的。自我价值负载导致经济主体不愿充分尊重非我客体,减弱了工具理性程度,降低了追求利益最大化的效率,甚至会在一定程度上造成自我束缚。客观地说,“自我”与“非我”并无不同,可不少人视自我的价值无限宝贵,非我只是被用作肯定自我价值的工具,因而将自我与非我之间的关系对立起来,引起自我束缚。当然,我们不能将经济主体的自我价值负载斥之为“非理性”。帕斯卡强调理智不能认识人生,认为“心有其理”(le Coeur a ses raisons),即心灵自有不为理性所知的理由,心灵的思维方式是理性所不能把握的^[47]。本文认为,理性不能控制人,人有与自我意识相关联的超越工具理性的自我价值负载。康德在伦理学上提出了“人是目的”这一理念,即人在任何时候都应被视为目的,人成为目的是无条件的,因而具有绝对、终极的价值,若非自愿,人不能被牺牲或被利用来达到其他目的,任何把人工具化或手段化的

观念和行为都是错的^[48]。哥德尔不完备定理也告诉我们,作为逻辑上是封闭系统的人永远无法超出自己来认识自己,所以永远认同自己、永远偏向于自己、永远无法中立^[49]。毕竟,我们没有一个“天钩”可以把我们吊离我们自己,从而达到更高的客观的中立的立场。总之,经济主体的自我价值负载感是无法理性化(rationalize)的,因为经济主体无法把自己当作无价值负载的客体。因此,经济主体永远不可能成为完全客观理性的“经济人”。理性经济人假设的根本错误在于经济主体无法脱离自己来客观中立地看待自己,并且经济主体具有与生俱来的超越工具理性的自我价值负载。Kahneman 和 Tversky 提出经济主体的决策在很大程度上取决于问题的表达方式^[50]。本文指出,正因为经济主体具有自我价值负载,偏向于赞同特定价值,所以才有“半空”和“半满”的区别^[16]、“屡战屡败”和“屡败屡战”的区别^[45]、“增加 90% 的存活几率”和“减少 10% 的死亡几率”的区别等^[51]。

(二) 基于代理人自我价值负载的行为委托代理理论

本文认为,委托人可能会视代理人为实现其目的的工具,可代理人在自我价值负载的影响下绝不会视自己为工具,而只会视自己为价值主体,摩擦和冲突由此产生。譬如,许多人会潜意识地将自己衡量和评价事物的标准作为合适标准,委托人通常乐于见到代理人按照与他一致的行为方式行事,而代理人又往往喜欢按照他自己的行为方式行事。那么,如何解决公司治理中的代理问题呢?笔者提出了基于代理人自我价值负载的行为委托代理理论。笔者认为,既然代理人无法做到为了委托人的利益而把自己真正视为他人的工具,那么单一的物质激励机制必然无法完全奏效^[52],所以正确的做法应该是把委托人和代理人都视为价值主体,尽可能满足代理人的自我价值负载,尊重、信任代理人,强化对代理人的内在激励,如成长机会、成就感、归属感和自我实现等^[53-54]。把委托人和代理人都视为价值主体,这一转变为我们将“代理人的自我价值负载”引入公司内部治理研究提供了切入点。本文提出,将基于委托人一元价值主体的“单边治理结构”变为基于委托人与代理人二元价值主体的“双边治理结构”,强调委托人和代理人二元价值主体间

的共生共荣与和谐互容,强调人文价值关怀与“友善信号”的传递在稳定治理关系、提高治理效率的过程中的作用。心理因素和企业文化的内容可被巧妙地纳入基于代理人自我价值负载的委托代理机制的设计中。通过发出长期合作的信号,使代理人产生心理承诺(甚至改变价值取向),发自内心、自愿地努力工作,并自我约束。Camerer指出通过科学的方法,可以在反复行为博弈中培养信任、强化信念、模仿学习、沟通协调、形成声誉^[55]。另一方面,自我价值负载可能导致公司治理中的代理人的自我评价过高以及不遵守公司规章制度的现象^[56-57]。对此,本文建议:在完善公司治理制度建设及机制设计时必须充分考虑代理人的自我价值负载对其行为的影响,认识其特点与规律,因势利导,注意外生激励与内生动机之间的良性互动以取得主动性,并要求代理人习惯于“跳出自己看自己”、换位思考及“自我否定”,从而形成自觉约束。

本文结合公司治理与行为经济学两条线索,提出行为公司治理。本文认为,与基于“无自我价值负载的理性代理人”的传统公司治理相比,基于代理人自我价值负载的行为公司治理将导致深度治理(Deep Governance),实现治理收益最大化的目标。行为公司治理理论可以解释传统公司治理理论无法解释的六个重要问题。

1. 自主权争问题

受自我价值负载的影响,许多公司管理人员有“宁为鸡首,不为凤尾”的行为偏好。公司中的中层管理人员偏好独当一面的职位(为“鸡首”,以自己为主),而不是辅助性职位(为“凤尾”,以他人为主);高层管理人员偏好维持公司的惨淡经营(为“鸡首”,以自己为主),而不是被大公司并购(为“凤尾”,以他人为主)。不少中层管理人员希望设立较多的分支机构,以便自己担任部门决策者,满足自我价值负载,可这样无疑会使公司的组织机构过于膨胀,且众多作为“鸡首”的部门决策者常常各自为政而不顾整体合作,引起代理成本上升。对不少高管而言,被并购后失去公司控制权有碍其自我价值负载,所以他们往往竭力避免并购的命运,即使是实际上很有益的并购。因此现实中的并购成功率比理论中的明显低^[17,58]。对此,本文提出:要充分考虑代理人的自我价值负载,注意因势利导、掌握主动;代理人

也要学会跳出自己看自己,避免过强的自我价值负载,同时升华思想境界,把个人价值融入公司价值中,从公司的发展中实现自我价值,获得成就感。

2. 过度扩张问题

本文认为公司规模过度扩张很可能是由于高管强烈的自我价值负载所致。事实上,规模的过度扩张通常不利于经济效率和经济效益的提高(麦肯锡的调查甚至表明剥离是一种经常被忽视的重要的潜在增值来源),而公司高管却有着很强的扩张冲动。这一点在处于新兴市场和转型经济中的我国特别明显,许多高管醉心于构建庞大的私人王国。自我价值负载理论让我们从一个新的视角来分析上述问题。与传统的理性代理人假设不同,本文认为他们进行扩张未必是理性的个人利益最大化,而只是因为有过强的自我价值负载。对此,本文建议通过科学的心理培训和良好的企业文化来抑制代理人过强的自我主体价值负载。心理培训和企业文化对代理人行为的约束是通过规范高管的心理活动过程来实现的,有助于高管形成自觉约束、自我约束。

3. 高管持股问题

高管持股作为公司激励机制的重要实现形式,一直受到企业界、学术界和政策规制者的高度关注。本文认为高管持股的关键不在于经济激励,而在于能使代理人获得身份认同感,感到其价值主体地位被凸显,有助于满足其自我价值负载。本文提出:基于代理人自我价值负载的行为公司治理理论能为代理人行为准则的形成奠定基础,构筑出以人为本的企业文化环境,有助于激发出代理人的创造力。

4. 家族治理问题

本文认为家族企业发展前期的管理团队通常规模较小且主要由家族成员组成,管理团队中的每个家族成员都感觉自己是公司的主人,在自我价值负载的影响下,管理团队具有凝聚力强、决策迅速、执行彻底等特征,因而能大幅降低代理成本,提高治理效率,在激烈的市场竞争中得到高速发展。然而,随着家族企业的快速成长,不断加入的新高管不符合原家族成员的自我价值负载,这也是大量家族企业发展后期内部纷争尤其多的原因。另外,许多家族企业创始人建立在强烈自我价值负载基础上的“一把手主义”也桎梏了家族

企业的后期发展,他们往往一意孤行,盲目自信,不愿认错。对此,本文建议:家族企业高管成员要防范过强的自我价值负载,了解自我价值负载对理性决策和公司治理的影响,有效控制行为成本。

5. 独立董事制度问题

独立董事制度是国内外学术界和企业界十分关心的问题。基于自我价值负载的行为公司治理理论能为研究独立董事的行为模式和职能定位提供新的思路。从哥德尔不完备定理可以知道,人能用自己的眼睛看清别人的脸,却永远无法用自己的眼睛看见自己的脸。本文认为经济主体能为他人理性决策,却在自我价值负载的影响下不能为自己理性决策。Shefrin 将行为成本定义为与管理者由于认知缺陷及心理因素影响所犯错误相联系的成本^[40]。本文认为自我价值负载造成了最严重、最隐蔽、最不易控制的行为成本。在为公司决策时,独立董事由于与自我价值无涉而能理性决策,但是很多没有私心全心全意为公司考虑的内部董事却容易受到自我价值负载的影响而经常无法进行理性决策,所以产生了行为成本而他们自己并不知道,他们一直认为自己在为公司着想、在做“正确”的事情。由此可见,独立董事制度符合基于代理人自我价值负载的行为公司治理理论,公司应充分认识独立董事制度的合理性,发挥独立董事制度的优势。

6. 人本治理问题

自我价值负载理论启示我们:企业要以人为本,民主用人,尊重代理人的个性和价值,这样才能促进代理人工作的自主性和创造性,促进代理人释放潜能,在实现企业价值的同时实现自我价值。

四、实验研究

本文运用行为经济学实验来研究公司治理代理人的自我价值负载对其行为的影响。本文设计了8个实验,每个实验都有两轮,实验问卷见附录。我们首先对国内某大学的50名企业管理专业本科生做了预备实验,然后选取了同城的另一所高校的150名正在或将要担任公司治理代理人的MBA学生作为正式实验的被试。其中,4名被试出现认知偏差,因此他们4人的数据未纳入分析。全部146名有效被试中,男生84名,占总人数的57.5%,女生62名,占总人数的42.5%。本

文的正式实验结果显示:全部8个实验的两轮实验结果都有统计上显著的差异,表明公司治理代理人的行为除了受工具理性的引导,还在很大程度上受自我价值负载的影响。我们以实验1和实验2为例说明经济主体无法理性化自我价值负载。从实验1的结果来看,第一轮中,123名被试认为“李嘉诚的管理方式与我一致”与“我的管理方式与李嘉诚一致”听上去不一样;第二轮中,129名被试认为“李嘉诚的管理方式与我一致”与“我的管理方式与李嘉诚一致”其实一样。进一步研究发现,116名认为“李嘉诚的管理方式与我一致”与“我的管理方式与李嘉诚一致”其实一样的被试认为两者听上去不一样,前者由于凸显了自我价值负载因而听起来感觉更好,这反映了公司治理代理人在不缺乏理性的情况下仍无法避免自我价值负载对其行为的影响。从实验2的结果来看,第一轮中,31名被试为自己选A;第二轮中,70名被试为其员工选A。两轮实验结果有统计上显著的差异,说明理性的公司治理代理人难以摆脱自我价值负载对其行为的影响。

五、结论

本文瞄准学术研究前沿,以公司治理理论创新和实际应用为研究主线,从行为经济学视角,开展了结合管理学、经济学、心理学和伦理学等多学科的系统深入的理论和实验研究,建立了基于代理人自我价值负载的行为公司治理理论,科学验证了代理人自我价值负载的内在统一性和逻辑一致性,并客观揭示了代理人行为在整个公司治理理论体系创新中的基础地位及现实解释力。本文实现了原创性基础理论创新,并有望构成我国对世界公司治理理论研究的贡献。本文还能为提高我国公司的治理水平及核心竞争力提供理论指导和决策支持。

参考文献:

- [1] Friedman M. Methodology of positive economics [M]// Friedman M. Essays in positive economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953: 8-9.
- [2] Simon H A. A behavioral model of rational choice [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1955, 69: 99-118.
- [3] Leibenstein H. Allocative efficiency vs x-efficiency [J]. American Economic Review, 1966, 56: 392-415.

- [4] Gigerenzer G, Goldstein D G. Reasoning the fast and frugal way: models of bounded rationality [J]. *Psychological Review*, 1996, 103: 3 – 19.
- [5] Selten R. Aspiration adaptation theory [J]. *Journal of Mathematical Psychology*, 1998, 42: 191 – 214.
- [6] Camerer C, Loewenstein G, Prelec D. Neuroeconomics: how neuroscience can inform economics [J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43: 19 – 21.
- [7] 何大安. 交易过程中的行为最大化 [J]. *中国社会科学*, 2009(5): 116 – 127.
- [8] Berle A, Means G. *The modern corporation and private property* [M]. New York: Macmillan, 1932: 35 – 47.
- [9] Jensen M, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3: 305 – 360.
- [10] Denis D K, McConnell J J. International corporate governance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38: 1 – 36.
- [11] Bradley M, Schipani C A, Sundaram A K. The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at across-roads [J]. *Law and Contemporary Problems*, 1999, 62: 9 – 86.
- [12] Heaton J B. Managerial optimism and corporate finance [J]. *Financial Management*, 2002, 31: 33 – 35.
- [13] Stout L A. On the proper motives of corporate directors (Or, why you don't want to invite homo economicus to join your board) [J]. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2003, 28: 1 – 25.
- [14] Adams R, Ferreira D. A theory of friendly boards [J]. *Journal of Finance*, 2007, 62: 217 – 250.
- [15] Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N. Toward a theory of agency and altruism in family firms [J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18: 473 – 494.
- [16] Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N, et al. Agency relationships in family firms: theory and evidence [J]. *Organization Science*, 2001, 12: 99 – 116.
- [17] Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70: 295 – 311.
- [18] Gillette A B, Noe T H, Rebello M J. Corporate board composition, protocols, and voting behavior: experimental evidence [J]. *Journal of Finance*, 2003, 58: 2001 – 2027.
- [19] Larcker D F, Scott A R. How important is corporate governance [J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, 42: 258 – 280.
- [20] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers [J]. *Journal of Business*, 1986, 59: 201 – 213.
- [21] Robert M W, Gomez-Mejia L R. A behavioral agency model of managerial risk taking [J]. *The Academy of Management Review*, 1998, 23: 137 – 149.
- [22] Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89: 20 – 43.
- [23] Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment [J]. *Journal of Finance*, 2005, 60: 2661 – 2700.
- [24] Doukas J A, Petmezas D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias [J]. *European Financial Management*, 2007, 13: 537 – 571.
- [25] Brown R, Sarma N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions [J]. *Journal of Economics and Business*, 2007, 59: 358 – 379.
- [26] Hribar P, Yang H. Does CEO overconfidence affect management forecasting and subsequent earnings management? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47: 36 – 46.
- [27] Lin Yueh-hsiang, Hu Shing-yang, Chen Ming-shen. Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan [J]. *Pacific Basin Finance Journal*, 2005, 13: 523 – 546.
- [28] Blair M M, Stout L A. Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law [J]. *University of Pennsylvania Law Review*, 2001, 149: 1735 – 1810.
- [29] Hermalin B, Weisbach M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature [J]. *Economic Policy Review*, 2003, 9: 7 – 26.
- [30] Jeffery D H, Vikas A, Christopher P N. Toward a framework of corporate merger process and outcomes: a behavioral perspective [J]. *International Journal of Public Administration*, 2003, 26: 97 – 117.
- [31] Yermack D. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59: 2281 – 2308.
- [32] Morck R. Behavioral finance in corporate governance-eco-

- nomics and the ethics of the devil's advocate[J]. *Journal of Management and Governance*,2009,12:179-200.
- [33] Shefrin H. Behavioral corporate finance[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*,2001,14:113-126.
- [34] Bertrand M,Schoar A. Managing with style;the effect of managers on firm policies[J]. *Quarterly Journal of Economics*,2003,118:1169-1208.
- [35] 姜付秀,张敏,陆正飞,等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. *经济研究*,2009(1):5-12.
- [36] 余明桂,夏新平,邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. *管理世界*,2006(8):104-125.
- [37] Shefrin H. Behavior corporate finance;decisions that create value [M]. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2007: 609-643.
- [38] Roberts J D,Terry M,Stiles P. Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director;creating accountability in the boardroom[J]. *British Journal of Management*,2005,16:99-107.
- [39] Hendry J. Beyond self-interest; agency theory and the board in a satisficing world[J]. *British Journal of Management*,2005,16:55-63.
- [40] Campbell T C,Johnson S,Rutherford J,et al. CEO confidence and forced turnover[R/OL]. [2009-11-09]. <http://ssrn.com/abstract=1280410>.
- [41] Goel A M,Thakor A V. Overconfidence,CEO selection, and corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 2008,63:2737-2784.
- [42] Westphal J,Stern I. The other pathway to the boardroom;how interpersonal influence behavior can substitute for elite credentials and demographic majority status in gaining access to board appointments[J]. *Administrative Science Quarterly*,2006,51:169-204.
- [43] Westphal J,Stern I. Flattery will get you everywhere: how ingratiation, boardroom behavior, and demographic minority status affect additional board appointments at U. S. companies[J]. *Academy of Management Journal*, 2007,50:267-288.
- [44] 高雷,刘绪光. 基于自我主体价值的行为公司治理理论[J]. *中国工业经济*,2008(3):32-36.
- [45] 高雷. 有限理性与自我主体意识[J]. *经济学家*, 2007(1):11-16.
- [46] Gao Lei. Behavioral finance and chinese stock market [M]. Berlin:Logos Publisher,2005:126-176.
- [47] 帕斯卡. 思想录[M]. 北京:中国社会科学出版社, 2007:385-397.
- [48] 康德. 形而上学原理[M]. 上海:上海人民出版社, 2002:138-147.
- [49] Gao Lei,Schmidt U. Self is never neutral;why economic agents behave irrationally[J]. *Journal of Behavioral Finance*,2005,6:27-37.
- [50] Kahneman D,Tversky A. Choices,values,and frames[M]. Cambridge:Cambridge University Press,2000:44-67.
- [51] Edwards A,Ellyn G,Covey J,et al. Presenting risk information;a review of the effects of "framing" and other manipulations on patient outcomes [J]. *Journal of Health Communication*,2001,6:61-82.
- [52] 蒲勇健. 建立在行为经济学理论基础上的委托-代理模型:物质效用与动机公平的替代[J]. *经济学(季刊)*,2008(1):512-545.
- [53] Benabou R,Tirole J. Intrinsic and extrinsic motivation [J]. *Review of Economic Studies*,2003,70:489-520.
- [54] Frey B S,Felix O G. The cost of price-incentive;an empirical analysis of motivation crowding-out[J]. *American Economic Review*,1997,87:746-755.
- [55] Camerer C F. Behavioral game theory;experiments in strategic interaction[M]. Princeton:Princeton University Press,2003:69-88.
- [56] Marnet O. Behaviour and rationality in corporate governance[M]. Abingdon:Routledge Publisher,2008:115-129.
- [57] Marnet O. Behaviour and rationality in corporate governance[J]. *Journal of Economic Issues*,2005,39:613-622.
- [58] Sara M,Schlingemann F,Stulz R. Wealth destruction on a massive scale? a study of acquiring firm returns in the recent merger wave[J]. *Journal of Finance*,2005,60:757-782.

(责任编辑:杨凤春)

附录:实验问卷设计

实验 1

- “李嘉诚的管理方式与我一致”和“我的管理方式与李嘉诚一致”听上去一样吗? 是 否
“李嘉诚的管理方式与我一致”和“我的管理方式与李嘉诚一致”其实一样吗? 是 否

实验 2

- 您去选购猪肉,发现有两种价格相同而标识不同的猪肉。A:50%是肥肉;B:50%是瘦肉。
如果您为自己在 A、B 两种猪肉之间选择,请问您会选 A 吗? 是 否
如果您是在为您的员工选购,请问您会选 A 吗? 是 否

实验 3

- 如果您为自己挑职务,您认为“鸡首”比“凤尾”好吗? 是 否
如果您为他人挑职务,您认为“鸡首”比“凤尾”好吗? 是 否

实验 4

- 两个同样困苦的人希望您能施以援手,
其中一人碰巧和您有过相同的不幸遭遇,请问您会觉得他更值得同情吗? 是 否
其中另一人没和您有过相同的不幸遭遇,请问您会觉得他更值得同情吗? 是 否

实验 5

- 3 个月前,公司以每股 20 元的价格买入了 Z 股票 1000 万股。时至今日,Z 股票的价格跌至每股 10 元,而且按照目前的行情估计,价格继续下跌的可能性较大。
如果您是公司的内部董事,请问您现在肯定会提议卖出 Z 股票吗? 是 否
如果您是公司的外部董事,请问您现在肯定会提议卖出 Z 股票吗? 是 否

实验 6

- 半年前,作为高级经理的您,经过认真的市场调查与可行性分析后,提出了一项新产品研发项目,该项目立刻被批准上马。半年来,该项目已投入 3000 万元,但是近期的一起意外事件致使新产品的市场前景变得黯淡。如果继续该项目,将有 90% 的可能性新增损失 600 万,10% 的可能性新增盈利 5000 万。
请问您会继续此项目吗? 是 否
如果是您的下级经理遇到上述问题,请问您会允许他继续此项目吗? 是 否

实验 7

- 假设作为高级经理的您正面对以下两个项目。
A 项目:产生确定的总计为 1000 万元的现金流;
B 项目:20% 的概率不产生现金流,80% 的概率产生总计为 1500 万元的现金流。
如果您自己在 A、B 两项目之间选择,请问您会选 B 吗? 是 否
如果您为您的下级经理在 A、B 两项目之间选择,请问您会选 B 吗? 是 否

实验 8

- 如果您是公司董事长,您乐于经理按照您的行为方式行事吗? 是 否
如果您是公司经理,您乐于按照董事长的行为方式行事吗? 是 否

Behavioral Corporate Governance Based on Agent's Load of Self-Value

GAO Lei

Abstract: This research develops the theory of behavioral corporate governance based on the theory of agent's load of self-value. The results of our experimental study demonstrate that agents in corporate governance can not rationalize their load of self-value, and the load of self-value exerts significant influence on the behavior of rational agents in corporate governance.

Key words: behavioral economics; corporate governance; self-value; value-loaded