

# 主体偏好、资本市场效率与经济组织形式选择

周晓东(副教授)

(郑州轻工业学院经济与管理学院, 郑州 450000)

**【摘要】** 不同经济组织形式的本质区别在于净现金流量上剩余索取权特征不同,即剩余索取权与决策职能的分离程度及剩余索取权可让渡性的不同。不同类型的经济组织在做出决策时,由于内部产权安排不同会做出不同的选择。行为主体的偏好及资本市场效率对经济组织形式的选择具有重要影响。在不同的资本市场环境及不同的行为主体偏好情况下,应该采取不同的组织形式。

**【关键词】** 主体偏好; 资本市场; 经济组织方式

## 一、引言

劳动分工促进了专业化生产,使人的劳动技能水平和熟练程度都得以提高,并且能够节省同一个人在不同工序之间转换所造成的成本,更为重要的是劳动分工和专业化能够使发明及运用先进技术设备成为可能。劳动生产上最大的增进,以及运用劳动时所表现的更大熟练、技巧和判断力,都是劳动分工的结果。分工程度的高低源于人们交换能力的高低,即市场范围的大小。人们的交换范围越大,则劳动分工程度即专业化程度越高(亚当·斯密,1997)。人们通过分工交换进行专业化生产能够得到比单独工作更高的效率。但是,由于分工的产生,客观上就存在着对这些分工交换进行整合、协调的需要,即协作问题。

所谓协作指的是许多人在同一生产过程中,或在相互联系的生产过程中,有计划的一起协同劳动。协作和分工是两个彼此不同又相互联系的范畴。协作使劳动过程相互结合,而分工则使劳动过程相互独立(马克思,2004)。一切规模较大的直接社会劳动或共同劳动,都或多或少的需要指挥,以协调个人的活动,并执行生产总体的运动——不同于这一总体的独立器官的运动——所产生的各种一般职能(马克思,2004)。劳动分工与协调的结果就是各种经济组织的产生。

所有权是占有、使用、收益和处分等多种权利的结合体。在自然经济状态下,占有权、使用权、收益权、处分权集中于同一行为主体。但随着自然经济向商品经济的过渡,所有权的各项职能发生不同程度的分离。这种分离程度与商品经济发展水平密切相关,商品经济越发达,各项职能的分离程度越高(马克思、恩格斯,1974)。所有权的各种成分在人与人之间的不同配置方式导致了经济组织形式的多样性。

任何经济组织的发展,一方面使它的各部分之间的技能在分支部分增加,另一方面使各部分之间的关系更为密切。组织不单单是个体的简单罗列,而是一个有机体,其内部某个部分的变动及外在环境的某个变化都会影响组织的变化(马歇尔,1997)。

不同组织形式的本质区别在于净现金流量上的剩余索取权特征不同,即剩余索取权与决策职能的分离程度及剩余索取权可让渡性的不同。不同类型的经济组织在做出决策时,由于内部产权安排不同会做出不同的选择。随着环境的不同及项目本身的差异,最优的组织形式也是不同的。一个项目在不同的资本市场环境及不同的行为主体偏好情况下,最好在不同的组织形式下进行(法玛,1985)。

## 二、主体偏好、资本市场效率对经济组织形式选择的作用机理

为了说明行为主体偏好及资本市场环境对经济组织形式选择的影响情况,本文通过业主制企业与股份制企业这两种典型经济组织形式的对比来分析经济组织形式与个体偏好、市场环境与投资决策的关系,把人的偏好与不同组织形式的投入-产出效率结合起来判断最优组织形式,从而将组织方式的选择建立在个人效用最大化基础上,而不是仅仅基于企业利润最大化这一假设之上。从方法论上讲,这种分析应具有更坚实的个人基础。

假定时期1总资源为 $R$ ,存在两种类型的行为决策主体:偏好于现期消费程度弱的 $A$ 与偏好现期消费程度强的 $B$ 。时期1与时期2的投入产出转换函数为 $P=F(k)$ ,其中 $k$ 表示时期1的投资量, $P$ 表示时期2的产出量;资本市场利率为 $r$ ;与此相对应,业主制企业、股份公司两种经济组织形式的投入产出转换函数分别表示为 $P_Y=F_Y(k)$ 及 $P_G=F_G(k)$ ;效用函数 $u=u(C_1, C_2)$ , $C_1, C_2$ 分别代表时期1的

消费与时期2的消费。其中：

$$F'_Y > 0,$$

$$F''_Y < 0,$$

$$F'_G > 0,$$

$$F''_G < 0,$$

由题意可知,  $k=R-C_1, C_2=F(k)=F(R-C_1)$ 。

本部分对两种情况进行分析。第一种情况在忽略不确定性及不同组织形式的投入-产出效率差异的假设条件下进行比较;第二种情况放松前提假设条件,在综合考虑到不同组织形式的代理成本、规模经济、不确定性及市场环境等因素下进行对比分析。

(一)确定性环境及组织投入产出效率相同情况下的对比分析

1. 当不存在资本市场时。

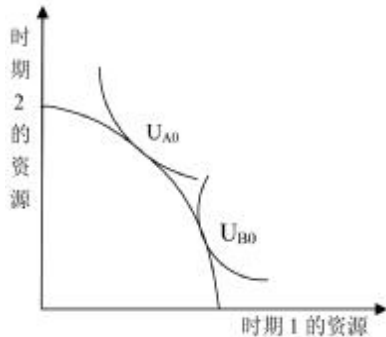


图1 不同偏好行为主体的消费选择比较

当不存在资本市场时,行为主体不能采用股份制公司的形式融资及让渡剩余所有权。在假定不同组织形式投入产出效率相同及不存在不确定性条件下,行为主体的目标函数表示为:  $\max u(C_1, C_2)$ 。

各种组织形式的约束条件均为  $C_2=F(R-C_1)$ , 构造拉格朗日函数:

$$L_1 = u(C_1, C_2) - \lambda [C_2 - F(R - C_1)] \quad (1)$$

求极值得:

$$Mu_1 = \frac{\partial u}{\partial C_1} = \lambda F' \quad (2)$$

$$Mu_2 = \frac{\partial u}{\partial C_2} = \lambda \quad (3)$$

$$\frac{Mu_1}{Mu_2} = MRS_{12} = F' \quad (4)$$

由于无论是弱偏好现期消费的A或是强偏好现期消费的B,都要满足条件  $\frac{Mu_1}{Mu_2} = F'$ , 且行为主体B比A更偏好现期消费,那么对于每一个确定的  $C_1, C_2$  值有:

$$\frac{Mu_1^A}{Mu_2^A} < \frac{Mu_1^B}{Mu_2^B} \quad (5)$$

所以A消费的  $C_1$  要比B少,消费的  $C_2$  要比B多。即反

映在图形上无差异曲线与转换线的切点位置不同(详见图1)。

2. 当存在资本市场时。

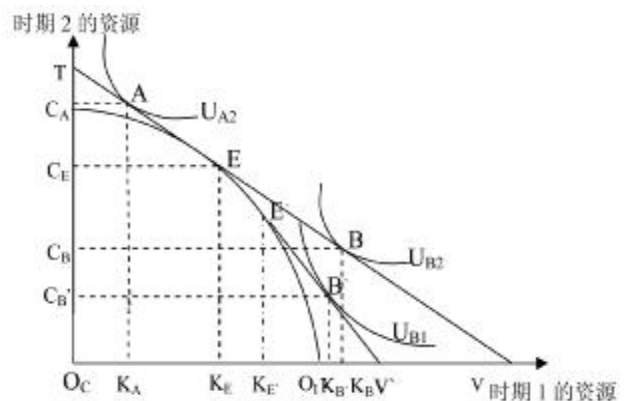


图2 确定性环境中不同经济组织形式比较

如果存在资本市场,由于业主制企业不能通过股市进行直接融资,只能通过债务方式进行融资,相对于股份公司,其融资渠道受到一定限制,不能通过比较自由选择最适宜的融资方式,所以整体而言业主制企业的融资成本相对较高,用  $r'$  表示。由上可知  $r' > r$ , 即业主制企业的融资成本线比资本市场利率线陡峭。业主制企业的融资成本线用  $E'V$  表示,其斜率为  $-(1+r')$ 。因此,对于拥有同样初始资源  $R$  的行为主体,采用业主制组织形式时,其收入约束线由直线  $TE$ 、弧线  $EE'$  与直线  $E'V$  连接而成,其中  $E'V$  斜率为  $-(1+r')$ , 与投入产出曲线相切于点  $E'$ 。采用股份制组织方式时收入约束线为  $TV$ , 其所涵盖的范围要大一些。如图2所示,行为主体A、B的效用无差异曲线分别与资本市场利率曲线、业主制企业的融资成本线  $E'V$  相切于A、B、B', 资本市场利率曲线与投入产出转换曲线相切于点E。

如果采用业主制企业的组织方式,当行为主体偏好现期消费程度比较小时如A,其无差异曲线形状比较平坦,与资本市场利率曲线的切点位于点E的上方。为实现效用最大化,那么行为主体可以通过在项目及股市上分散化投资,即将  $O_1K_E$  的资本投入到项目上,将  $K_EK_A$  的资本用来投入资本市场,在时期1消费  $O_CK_A$ , 在时期2消费  $C_A$ , 使自己的满足程度由  $U_{A0}$  上升到与资本市场利率曲线相切的效用无差异曲线  $U_{A2}$  上,此时切点为A。时期1与时期2消费的边际替代率  $MRS_{12}$  为  $1+r$ 。当行为主体强偏好现期消费时如B,由于行为主体B无法低成本利用资本市场融资,代表其所能达到的最高满足程度的无差异曲线  $U_{B1}$  与  $E'V$  相切于点E的下方B'点,其时期1以  $r'$  的资本价格,以债务形式融资  $K_B'K_E'$ , 在项目上的投资量为  $O_1K_B'$ , 在时期1和时期2的消费分别为  $O_CK_B'$ 、 $O_C C_{B'}$ 。

如果采用股份公司的组织形式,行为主体实现效用最大化的约束条件调整为  $C_2=(1+r)(R-C_1)+h$ , 在投入

产出转换函数确定的情况下,其中参数h的值由资本市场利率决定。

行为主体的目标函数是  $\max u(C_1, C_2)$ , 构造拉格朗日函数:

$$L_2 = u(C_1, C_2) - \lambda [C_2 - (1+r)(R - C_1) - h] \quad (6)$$

求极值得:

$$Mu_1 = \frac{\partial u}{\partial C_1} = \lambda(1+r) \quad (7)$$

$$Mu_2 = \frac{\partial u}{\partial C_2} = \lambda \quad (8)$$

$$\frac{Mu_1}{Mu_2} = MRS_{12} = 1+r \quad (9)$$

行为主体对不同时期消费的主观评价与资本市场的客观评价相同,都等于  $(1+r)$ ,符合消费均衡条件。与采用业主制组织形式相比,A的消费投资组合没发生变化,效用水平维持不变。在股份制组织形式下,行为主体B可以通过资本市场融资  $K_E K_B$ ,在项目上投资  $O_1 K_E$ ,因为如果超过这一数量,投资的边际效益将低于投资的机会成本  $1+r$ 。然后通过资本市场让渡剩余索取权  $C_E C_B$ ,从而使自己消费组合位于B点,相对于业主制组织形式其效用水平得到提高。

对于B,由于其强偏好于现期消费,当业主制企业不能以  $r$  的资本价格通过资本市场融资时,意味着由B所组建的业主制企业并不能充分有效利用资本市场,其此时选择的消费组合与其组建股份公司时不同,不同时期产品的边际替代率为  $(1+r)$ ,大于  $(1+r)$ 。

由于A弱偏好现期消费及B强偏好现期消费,那么对于每一个  $C_1, C_2$  消费组合,

$$\frac{Mu_1^A}{Mu_2^A} < \frac{Mu_1^B}{Mu_2^B}$$

在股份制组织

形式下,由于此时都满足条件  $\frac{Mu_1}{Mu_2} = 1+r$ ,所以A在时期1的消费  $C_1$  要比B的少,在时期2的消费  $C_2$  要比B的多。即反映在图形上无差异曲线与市场利率线的切点位置不同(如图2)。

对于股份公司,由于其剩余索取权可以自由地进行让渡,所以其投资决策依据市场价值最大化原则进行,对股份公司中偏好现期消费程度弱的行为主体,如A,无论是在哪一种组织形式,其行为并不改变。但是对于偏好现期消费程度强的行为主体,如B,股份公司这种组织方式相当于扩大了其消费选择空间,此时其消费组合点在点B。但是股份公司在项目上的投入产出组合却在点E。在这个过程中,B投资  $O_1 K_E$  于项目上,然后通过资本市场让渡剩余索取权,增加了自己的效用。从中我们可以看出,就融资角度来讲,采用股份制企业的经济组织方式对强偏好现期消费的B类行为主体而言效果最明显。因为该组织

方式使其可以相对有效地通过资本市场融资,从而使行为主体对不同时期消费的主观相对评价等于外部资本市场的客观评价。同时,资本市场的完善程度也影响着行为主体对经济组织形式的选择范围。

### (二)代理成本、规模经济、不确定性及资本市场效率与组织形式

股份公司由于在所有者与决策者之间利益诉求不一致,使其产生较高的控制、协调成本,如果考虑到股份公司的代理成本,那么股份公司的投入转换曲线将位于业主制企业投入转换曲线的下方。在这种情况下,对于不同偏好的行为主体,最优的组织形式可能各不相同。

对于A类型的行为主体而言,由于其并不需要借助资本市场让渡剩余索取权,同时股份公司又存在代理成本,所以对于这类行为主体而言,业主制企业应是一种适合的组方式。而对于B类型行为主体,由于借助资本市场让渡剩余索取权可以解决自己消费偏好与投入产出之间的矛盾,从而增加自己的福利。如果这种好处大于股份公司造成的代理成本的增加,那么即使股份公司的转换曲线低于业主制企业的转换曲线,采用股份制组织方式仍是最优的(如图3所示)。

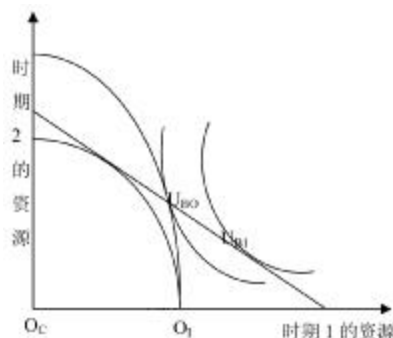


图3 存在代理成本条件下不同组织形式的比较

如果我们不仅考虑到组织中存在的代理成本,而且把由固定投入及管理专业化等原因造成的规模经济及不确定性所带来的风险成本也考虑进去,不同组织形式投入产出转换曲线之间的相互关系就更为复杂。

随着项目中由于技术因素而对规模要求比较高时,由单个行为主体提供全部资本常常是不可能的。当行为主体又面临市场风险时,让厌恶风险的单个主体或少数几个人提供资金,从节约融资成本的角度来看也是不划算的。与业主制组织方式相比,股份公司在管理专业化、风险分担及规模经济方面拥有优势,而在经营者的自我激励方面处于劣势。随着项目规模经济效益明显及市场不确定性加大时,股份公司的投资-产出转换曲线将最终越过业主制企业的投入产出转换曲线(如图4,5)。

根据以上分析,我们得到  $F'_Y(0) > F'_G(0)$ , 在每一投资水平  $k$  上,  $F''_Y(k) < F''_G(k)$ ; 由于资本市场的存在,采用股份制的行动主体实现效用最大化的约束条件为  $C_2 =$

$(1+r)(R-C_1)+h$ , 在投资产出转换函数确定的情况下, 其中  $h$  的值由  $(1+r)$  决定; 当投资机会成本曲线与业主制企业的投入产出转换曲线相切时,  $h=h_1$ ; 当投资机会成本曲线与股份制企业的投入产出转换曲线相切时,  $h=h_2$ 。

需要指出的是, 随着资本的利率成本的不同, 与业主制和股份制企业的投入产出转换曲线相切的两条市场利率曲线的相互关系也会发生变化。当融资的机会成本较大时, 市场利率曲线较陡峭, 与业主制企业的投入产出转换曲线相切的市场利率曲线离  $O_C$  点远,  $h_1 > h_2$ 。采用业主制组织形式时, 其行为主体的收入约束线由资本利率曲线  $T'E$ 、弧线  $EE'$  与业主制企业融资成本线  $E'V'$  连接而成, 其涵盖范围比股份制中行为主体的收入约束线的范围大, 此时采用业主制组织形式有优势 (图 4); 当资本的机会成本较小时, 市场利率曲线较平缓, 与股份制企业的投资产出转化曲线相切的市场利率曲线离  $O_C$  点远,  $h_2 > h_1$ , 此时采用股份制组织形式有优势 (如图 5)。

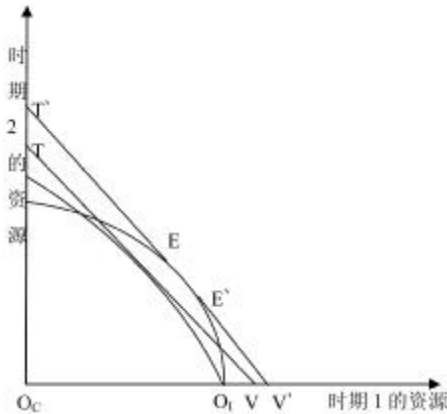


图 4 资本市场融资成本较高情形下不同组织形式的比较

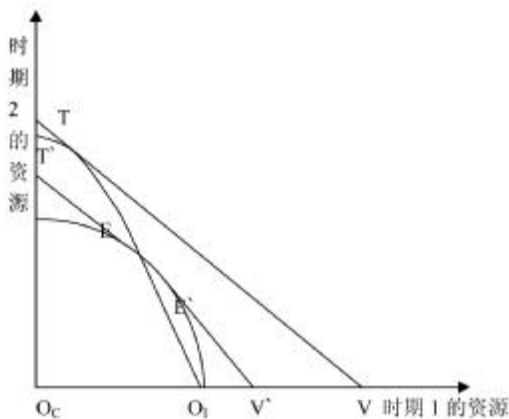


图 5 资本市场融资成本较低情形下不同组织形式的比较

从图形中可以看出, 当资本市场利率高时, 市场利率曲线越陡峭, 与业主制转换曲线相切的市场利率曲线的  $h$  值较大, 这意味着对于偏好现期消费弱的行为主体而言, 采用业主制的优势要更为明显。当资本市场利率较低时, 资本市场利率直线更可能与股份制企业转换曲线相切或取得角解, 此时对于偏好现期消费程度强的行

为主体, 采用股份制的优势要更为明显, 因为业主制无法相对有效通过资本市场来匹配最佳投资与自己消费偏好, 以至于不得不做出与社会福利最大化不一致的选择。

### 三、基本结论

当不考虑不确定性、规模经济、代理成本时, 如果行为主体对现期消费偏好程度弱, 那么采用股份制与业主制的差别相对较小; 如果行为主体对现期消费偏好程度强, 从市场价值最大化的角度考虑, 那么股份制一般优于业主制; 当资本市场利率高时, 将弱化股份公司相对于业主制企业的优势。因为资本市场利率高, 意味着当期消费的资本市场代价大, 从而使资本市场上当期消费与未来消费的相对价格与强偏好现期消费的行为主体主观上对两者的相对评价趋于一致, 进而减小了利用资本市场增加效用的空间, 如果我们把不确定性、规模经济、代理成本都考虑进去的话, 我们需要就成本收益进行综合权衡, 业主制、合伙制、有限责任制及股份公司的投资转换曲线相互关系不一定是一成不变的, 可能出现相互交叉的情况。

虽然在代理成本方面, 业主制企业优势最为明显, 但是其风险分担、规模经济 (如管理专业化、融资) 等方面都存在着劣势。当所处的市场风险较大, 进入门槛高时, 业主制企业将整体上处于劣势地位。合伙制、有限责任公司依次类推, 介于业主制企业与股份公司之间。合伙制企业、有限责任公司在融资和风险分担方面要优于业主制企业, 但是与股份有限公司相比, 其剩余索取权的让渡仍受到限制, 当其成员偏好不同时, 便常常会因投资和消费的关系产生矛盾, 不能按照市场价值最大化的原则配置资源。

从代理成本角度来看, 合伙制、有限责任公司与股份公司相比具有一定的优势。一般来讲, 人们的偏好差异越大, 市场不确定性越大, 规模经济效应越明显, 从市场价值最大化的角度来看, 股份公司组织方式的竞争能力越强, 反之则业主制组织方式竞争力越强。集体经济组织在剩余索取权的可让渡性上与合伙制企业相对比较接近, 而所有者数目一般比合伙制企业的多, 比股份公司的要少。

### 主要参考文献

- 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究 [M]. 北京: 商务印书馆, 1997.
- 马克思·恩格斯. 马克思·恩格斯全集 [M]. 北京: 人民出版社, 1974.
- 马克思. 资本论 (第二版) [M]. 北京: 人民出版社, 2004.
- 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值 [J]. 经济研究, 2003 (8).
- 申明浩. 治理结构对家族股东隧道行为的影响分析 [J]. 经济研究, 2008 (6).

【基金项目】河南省政府决策研究招标课题 (项目编号: 2014-331)