

XIANGGANG SHANGSHI GONGSI DAILI XINGWEI
YU GUQUAN JIEGOU YANJIU

郑 华 乔向兵 王晓润 赵建东 著



香港上市公司代理行为 与股权结构研究

——企业生命周期契约论的观点



经济科学出版社
Economic Science Press

安徽农业大学农科教结合研究中心资助出版

香港上市公司代理行为与 股权结构研究

——企业生命周期契约论的观点

郑 华 乔向兵 王晓润 赵建东 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

香港上市公司代理行为与股权结构研究：企业生命周期契约论的观点/郑华等著. —北京：经济科学出版社，2015. 10

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6176 - 2

I. ①香… II. ①郑… III. ①上市公司 - 企业管理 - 研究 - 香港 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 247071 号

责任编辑：李 雪

责任校对：杨 海

责任印制：邱 天

香港上市公司代理行为与股权结构研究

——企业生命周期契约论的观点

郑 华 乔向兵 王晓润 赵建东 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http: //jjkxcbs. tmall. com

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 10. 75 印张 150000 字

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6176 - 2 定价：38. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

股权结构对于股东行为的影响在学术界和实务界一直都有很高的关注度。本书在这两个变量的基础上又加入了时间变量，试图讨论在企业发展的不同阶段股权结构对于股东行为的影响。本研究首先梳理了企业契约理论、企业控制权理论、股权结构理论和企业生命周期理论，通过理论研究初步讨论了契约视野的企业生命周期理论，在此基础上提出了企业生命周期不同阶段控股股东代理行为与股权结构之关联性分析模型，然后采用香港交易所 2000 年至 2007 年年初 111 家上市公司为研究样本，通过实证研究，检验上市子公司于企业生命周期不同阶段控股股东代理行为与股权结构之间的关联性，得出了以下实证结果：

上市公司控股股东在企业生命周期的不同阶段会对上市公司实行不同的代理行为（支持或掏空）。

1. 当上市公司处于契约缔结期，股权集中度高的上市公司控股股东对其实行支持行为。

2. 在第一大股东持股比例低于某一持股比例的条件下，当上市公司处于契约集聚期的赢利阶段时，股权集中度高的上市公司控股股东对其实行掏空行为。

3. 在第一大股东持股比例高于某一持股比例条件下，当

上市公司处于契约集聚期赢利阶段时，股权集中度高的上市公司控股股东对其实行支持行为。

4. 当上市公司处于契约重组期，股权集中度高的上市公司控股股东对其实行支持行为。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究动机与目的	1
第二节 研究范围与限制	3
第三节 研究架构	4
第二章 文献探讨	6
第一节 企业契约理论	6
第二节 企业控制权理论	15
第三节 股权结构理论	28
第四节 企业生命周期理论	39
第五节 企业契约理论、企业生命周期理论及股权 结构理论之间的关系	47
第三章 研究设计	52
第一节 实证架构与研究假说	52
第二节 数据来源与样本选取	83
第三节 研究变量操作性定义	87
第四节 实证分析方法	96

第四章 实证结果分析 100

 第一节 描述性统计 100

 第二节 契约缔结期股权集中度与公司绩效相关性分析 105

 第三节 契约集聚期股权集中度与公司绩效相关性分析 108

 第四节 契约瓦解期股权集中度与公司绩效相关性分析 116

 第五节 契约重组期股权集中度与公司绩效相关性分析 121

 第六节 实证检验 123

 第七节 控股股东代理行为分析 129

第五章 结论与建议 135

 第一节 结论 135

 第二节 后续研究的建议 149

参考文献 151

后记 162

第一章

绪 论

第一节 研究动机与目的

一、研究动机

现代公司制度往往与代理问题相联系。有限责任制度、公司资本制度、公司法人制度等现代公司制的基本制度在创造现代公司提高风险分担、资源配置、融资便利等方面效率的同时，也由于现代公司制度内在的缺陷和机制带来了公司治理问题。一方面由于所有权和控制权分离带来了管理层对所有者的代理问题和控股股东对中小股东的代理问题，另一方面由于交叉持股、金字塔持股等股权结构的复杂化和控制权实现方式的复杂化，使得所有权与现金流量权发生了分离，这种分离也恶化了两种代理问题。代理问题的研究可以 20 世纪 90 年代为界，在两个范式下进行：一是 20 世纪 90 年代中期以前的伯利和米恩斯推断（即 B—M 范式）；二是 20 世纪 90 年代中期以后的拉波特—洛佩兹—施莱弗—维什尼范式（即 LLSV 范式）。前一个范式着重研究权益代理问题即管理层对股东的代理问题，而后一个范式着重研究控制权收益问题或者说核

心代理问题即大股东对中小股东的代理问题。

现有关于管理层对股东代理问题和大股东对中小股东代理问题研究的文献已相当丰富，但是本研究发现：

(1) 大量的研究是针对独立的经济实体开展研究，而不是从公司集团或母子公司关联角度去研究，因而难以避免片面性。自莱蒙和林斯(2003)研究亚洲国家普遍有现金流量权与控制权不对等，产生谁才是公司真正的控制者问题后，目前寻求打破公司治理疆界，探求集团治理的学者才多了起来。

(2) 学者们在讨论公司代理问题的时候，看到了公司生命周期与控股股东代理行为具有一定的关联性，但系统地对此加以研究的文献并不多见，他们往往将处于不同生命周期的企业放在一起加以比较，这也许是研究结果如关于股权结构与公司绩效关系的研究结果相互矛盾的原因之一。

(3) 在关于企业生命周期和公司成长的研究中，大量文献是从企业规模、组织结构、经营战略、公司能力、控制方式、管理风格、产品或技术生命周期、灵活性与可控性等角度去讨论企业生命周期和公司成长的，鲜有从企业契约的角度来讨论企业生命周期与公司成长，这与企业的契约理论已经成为当今现代企业理论的主流的面貌是不相称的。

上述促成了笔者如下研究动机：

(1) 能否从企业生命周期的角度去研究代理绩效与股权结构关系问题，将企业生命周期的变量考虑进去。

(2) 能否从企业的契约理论角度去探究企业生命周期问题，探究企业生命周期不同阶段代理绩效与股权结构关系问题。

(3) 能否突破传统的公司治理研究疆界，从母子公司关联的视野对这些问题开展研究。

二、研究目的

参酌上述研究动机，结合研究的可行性，形成了本书的研究目的。本研究的研究目的为：

(1) 通过研究,用现代企业理论的主流理论——企业的契约理论去解释企业生命周期现象,初步讨论契约视角的企业生命周期问题,丰富企业生命周期理论和企业成长理论。

(2) 将企业生命周期变量引进代理绩效与股权结构关系的研究中,探究企业生命周期不同阶段上市公司子公司控股股东代理行为选择问题,从中寻找出规律性。

第二节 研究范围与限制

一、研究范围

(一) 研究对象

本书从企业生命周期的角度来探讨香港上市公司代理问题与股权结构的关系问题,因此,本研究仅仅探讨香港交易所主板上市公司和创业板上市公司,不涉及其他股票市场。为尽量保证研究的客观性,防止会计报表的操纵带来的偏差,降低人为操纵程度,本研究选择公司治理水平在亚洲处于领先地位的香港交易所之主板上市公司和创业板上市公司作为研究样本和对象。

(二) 研究时间区间

香港于 1891 年开始有正式的证券交易市场,后来形成四所并存的局面,1986 年四所合并,至 2000 年 3 月合并完成。截至 2000 年 3 月,共计 570 家上市公司。在此期间,香港股市经历了一系列重大事件,特别是香港回归对股市产生了重大影响。因此本研究为避开一些对股市带来重大影响的历史事件,选择 2000 年至 2007 年 3 月这一期间作为研究时间区间。

二、研究限制

本研究在样本数据的获取上遇到诸多困难，这可能会影响研究工作的进展和质量。具体有如下几方面：

(1) 本书原本拟用第一大股东持股比例指标外，还会使用控股股东控制权与现金流量权分离度、股权制衡度指标来考察股权结构与控股股东的代理行为关系，但是这些资料收集整理比较困难，有时难以判断，或者缺失，因而被迫放弃。

(2) 本书的研究初始是考虑综合使用财务数据和市场数据来研究问题，但最终采用公司财务资料，而没有运用市场资料来说明问题，这是由于公司历史资料缺失太多。

(3) 本书最初研究动机之一是从母子关系的角度去探寻企业生命周期不同阶段上市公司代理问题与股权结构的关系问题，但因符合要求的样本数据太少而被迫放弃。如要研究母公司处于契约瓦解期、子公司处于契约重组期，子公司控股股东对待子公司的代理行为策略，则首先必须存在一定数量的上市母公司，其次要求这些母公司有一定数量的上市子公司，再次子公司必须处于契约重组阶段，这些要求导致样本数据极少。

(4) 获得的样本数据，它们都是来自于香港交易所上市公司自己的网站，在这些公司网站中，许多网站仅仅公布一年的公司年报，其他年份年报不能从该公司网站中查到，而作为样本公司，只有一年的年报资料是不够的。因此，由于这些公司没能提供其他年份的年报而未能纳入研究范围。

第三节 研究架构

本书首先陈述研究动机与目的的发展，界定了研究范围与限制，据

此回顾相关文献，进而阐述研究设计、命题建构、数据收集方法、变量操作性定义与实证分析方法。

对研究资料进行收集分析后，本书描述了样本数据的特性，构建实证模型以检验研究假说，验证了香港上市公司代理行为与股权结构之间的关系与企业生命周期的关联。最后本书提出了研究结论与后续研究建议。全书共分五章，内容说明如下：

第一章：绪论

本章首先提出研究动机与目的，并界定研究范围，包括研究期间、研究样本以及在研究进行过程中所面临的限制与困难，其次说明本研究研究流程与架构。

第二章：文献探讨

本章首先进行相关文献的回顾，包括企业契约理论、企业控制权理论、股权结构理论、代理成本、控制权收益与资本结构关系、企业生命周期理论等，进而评述回顾文献并归纳出其对本研究的意义。

第三章：研究设计

本章首先介绍研究分析架构的理论背景、分析架构，在此基础上提出了控股股东代理行为分析模型及待检验的研究假说。其次介绍了数据来源、收集方式及选取标准。最后定义了研究变量和描述了实证研究方法。

第四章：实证结果分析

本章首先进行了样本描述性统计分析，然后通过实证分析方法验证本书研究假说，再对实证结果进行结构性分析与阐述。最后，对各项分析结果进行推论并提出其对研究上的贡献。

第五章：结论及建议

本章对本研究的研究假说与实证分析结果进行综合性的讨论，得出研究结论后并提出了对后续研究的建议。

第二章

文献探讨

本研究所要讨论的核心问题是上市公司控股股东在企业生命周期不同阶段的代理行为取向，因此在文献探讨上，主要综述了企业契约理论、企业控制权理论、股权结构理论、代理成本理论以及企业生命周期理论等相关文献。

第一节 企业契约理论

企业契约理论是当前企业理论的主流流派。现代契约理论认为，契约是人们用以寻找、辨别和商讨交易机会的工具。在所有权激励人们去寻找对其资产最具生产力的使用方法的同时，缔约自由降低了辨别成本（平乔维奇，1999）。美国法学家伊恩·麦克内尔讨论了契约关系，并将契约关系进行了划分，即古典契约关系、新古典契约关系和关系型契约关系。其运用现代契约理论的基本观点对企业产生、发展及其性质作出解释，形成了企业的契约理论。因此现代企业理论又被称为“企业的契约理论”。现代企业理论的一个核心观点认为，企业是一系列（不完全）契约（合同）的有机组合，是人们之间交易产权的一种方式，市场经济活动的任何分析必须首先讨论“契约”。

企业契约理论流派作为目前企业理论主流，摒弃了企业是物质财富

简单聚集和物质要素技术关系或生产函数的观点，指出：企业是一组契约的联结，从人与人之间的交易关系来解释企业的问题，因而从一个方面说明了企业的性质，揭示了企业关系的秘密。企业契约理论是现代企业理论发展的新阶段。现代企业契约理论可以概括为：（1）企业的契约性，企业的显著特征就是契约性，企业是一组契约的连接点；（2）契约的不完全性以及由此导致所有权的重要性（张维迎，1996）。由于契约是不完备的，因此，谁拥有契约规定之外的决策权才是最重要的。

企业契约论对企业的研究大致可以概括为交易费用理论和代理理论这两个方面。交易费用理论主要是侧重于从企业外部研究，而代理理论则侧重于从企业内部进行研究。

一、交易费用理论

交易成本是科斯的一个关键性的基础性的概念，它的发现是企业理论发展史上的一个重要里程碑。科斯（1960）认为交易费用包括搜寻费用、谈判费用和实施费用。米尔格罗姆和罗伯茨（1983）认为，交易费用就是体制运行的成本，包括协调成本和激励成本。一般认为，交易费用是在经济制度运行过程中，进行交易的当事人所注入的时间、精力、支付的信息费用和其他有关交易的开支。

交易费用理论是以交易费用为核心概念和分析工具，着眼于企业 and 市场关系的研究，认为企业是节约市场交易费用的一种交易方式或者契约安排。交易费用理论又可以分为资产专用性理论以及间接定价理论（张维迎，1995）。

（一）间接定价理论

杨小凯和黄有光（1994）认为，企业的出现是由于这种方式或安排能够节约市场直接定价的成本，企业所有权的内部结构与定价成本有关，管理者之所以取得剩余索取权，是由于管理劳动或管理服务难于由

市场直接定价，或者说由市场直接定价成本太高，由其获得剩余索取权体现了管理服务的间接定价。间接定价理论认为，企业和市场是两种可以相互替代的资源分配的手段，企业的功能在于节约市场交易成本。科斯认为市场和企业是资源分配的两种可以相互替代的手段。二者的区别表现在：在市场上资源的配置由非人格化的价格来调节；而在企业内，资源的配置则通过权威来完成。它们之间的选择依赖于市场定价的成本与企业内官僚组织的成本之间的大小关系。企业之所以出现，是由于权威关系能大量减少需分散市场定价的交易数目，即按合约对投入物行使有限使用权的企业家或者代理人可以不依靠市场价格机制而指挥生产。阿尔钦与德姆塞茨认为“企业并不拥有自己所有的投入，它也不具有命令、强制及对行动的纪律约束等权利，这同任何两个人之间普通的市场合约没有丝毫不同……雇主与雇员之间的长期合约不是我们所说的企业组织的实质”。张五常（1983）认为企业存在的原因不仅是节约交易费用，而且企业关系也是一种市场关系，是一种高级的市场关系——要素市场关系，产品市场与要素市场在企业外部和内部的分离的唯一原因就是为节约交易费用，从而避免了对要素投入进行直接的高成本的计量考核。企业仅仅是用要素市场取代产品市场，或者说是用“一种合约取代另一种合约”。杨小凯和黄有光（1994）将科斯与张五常的企业理论用一个数学模型精细化。该模型把企业所有权的内部结构与定价成本相联系，同时把企业的均衡组织形式与交易费用相联系。杨小凯与黄有光认为企业是一种巧妙的交易方式，它可以把一些交易费用极高的活动（例如管理知识的生产）卷入分工，避免这类活动的直接定价和直接交易，所以这种理论又被称作“间接定价理论”。

（二）资产专用性理论

威廉姆森（1975，1981，1985）对资产专用性理论作出了开拓型的贡献，将交易成本对企业的影响又往前推进了一步。他从资产专用性、不确定性和交易发生的频率三个角度分析了交易的性质和它们对交易成本的影响，其中，资产专用性理论影响最为深远。所谓专用资产是指专

用于某一生产过程的资产，如果将其移作他用的话，就会极大地降低其价值。资产专用性的实质是一种“套住”效应，或费茨罗和穆勒（1984）模型中的“非流动性”。威廉姆森认为，当一项交易涉及耐久性的、专用性资产的投资时，会产生“套牢”效应，即当交易提前终止时，专用性使得这部分资产全部或部分因为改作他用而遭受损失，当交易的一方投入了专用性资产，另一方则有可能通过采取损害对方的“机会主义”行为来使自己获利，因此，专用性投资会增加市场交易的成本，而契约和组织的保证则有可能会大大降低这种交易成本，于是交易就会从市场转向企业的内部。威廉姆森因而认为，如果交易的资产具有专用性，买卖双方就有共同经营的动机。由于信息的不充分和契约的不完备，专用资产的交易双方无法在签订契约前完全确定他们之间的利益分配。在有限理性、机会主义和资产专用性强的情况下，通过市场组织完成交易的成本非常高，而通过企业这种组织形式则可以大大减少交易费用，于是交易从市场转移到企业内部，企业就这样产生了。

二、代理理论

产生于20世纪60年代末70年代初的代理理论是企业契约理论在过去四十多年中最重要的发展。学者们在阿罗—德布鲁体系中企业“黑箱”理论的基础上，深入探究关于企业内部信息不对称和激励问题，从而产生了代理理论。代理理论着眼于企业内部的组织结构与企业中的代理关系，把企业看作是委托人和代理人围绕风险分配作的一种契约安排。约翰逊和麦克林（1976）认为“在这种契约下，一个人或者更多的人（即委托人）聘用另一个人（即代理人）代理他们来履行某些服务，包括把若干决策权托付给代理人”，在这种委托—代理关系中，由于代理人的利己心和信息不对称现象的存在，就会出现“道德风险”和“逆向选择”问题。因此，对于企业而言，关键的问题就在于，委托人应设计一套有激励意义的合约，以控制代理人的道德风险和逆向选择，进而减少代理费用。

代理理论集中分析了企业内部不同成员（监督者和被监督者、委托人和代理人）的激励和风险分配问题。代理理论主要包括团队理论和委托—代理理论。

（一）团队生产理论

在科斯之后，阿尔钦和德姆塞茨（1972）将研究的重点从市场的交易成本转移到企业内部结构的激励问题（监督成本）上，提出了剩余索取权假说。根据剩余索取权假说，企业之所以有效率的前提就在于进行所谓的“团队生产”能够提高生产率。所谓“团队生产”是指：（1）有两个或以上具有共同愿望的成员；（2）所有的成员协作生产；（3）团队生产的结果难以分割，难以确定每个成员对产出的贡献量。在这样的合作生产过程中，由于人的自利和机会主义动机，就有可能产生偷懒和搭便车行为。为了减少这两种行为，就有必要实施监督，于是在团队中至少应包括两类人员：生产人员和监督人员，但监督人员同样也存在偷懒或搭便车的动机，为了解决这一问题，就需要给予监督者一定的激励，这就是赋予监督者所有权和剩余索取权以保证监督者的积极性。

代理理论研究的核心主要讨论在信息不对称、合约不完全条件下，激励合约是如何降低代理成本，使代理人获得与委托人目标一致的自我激励。“团队生产”被认为是解决代理问题的一种方法（阿尔钦和德姆塞茨，1972）。团队生产理论认为，企业本质上仍是一种契约安排，表现为“团队生产”的方式，它并没有比市场更优越的命令、强制和纪律约束等权威特征。团队生产理论虽然在一定程度上解决了企业生产中的“监督”与“被监督”问题，通过剩余控制权的适当配置消除信息不对称与代理问题，但是“团队生产”也产生了新的风险，即逆向选择与道德风险问题。

（二）委托—代理理论

1. 委托—代理关系及委托代理问题产生形成的原因

较早涉及公司所有权和控制权分离这一问题的是亚当·斯密。