



信毅学术文库

股票流动性、 公司治理与代理成本

——基于我国上市公司的实证研究

熊家财 著



信毅学术文库

股票流动性、 公司治理与代理成本

——基于我国上市公司的实证研究

熊家财 著

 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

股票流动性、公司治理与代理成本——基于我国上市公司的实证研究/熊家财著.
—上海:复旦大学出版社,2015.12
(信毅学术文库)
ISBN 978-7-309-11881-0

I. 股… II. 熊… III. 上市公司-企业管理-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 248171 号

股票流动性、公司治理与代理成本——基于我国上市公司的实证研究
熊家财 著
责任编辑/宋朝阳 谢同君

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
江苏凤凰数码印务有限公司

开本 787×960 1/16 印张 13.25 字数 169 千
2015 年 12 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-11881-0/F·2211
定价:29.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究

总序

Preface

“书籍是人类进步的阶梯。”通过书面记载,语言、文字、图画能够较为完好地保存下来,可以大量印制和快速传播,大大地方便人类的阅读和学习。当下,国家和社会对创新性知识的巨大需求促成了中国学术出版的新一轮繁荣。学术能力已成为当前高校综合服务水平的重要体现,是学校价值追求和人才培养的关键影响因素。

科学合理的学科专业结构、能够引领学科前沿的师资队伍、作为知识载体和传播媒介的优秀作品,是高校作为学术创新主体必备的三大要素。江西财经大学较为科学合理的学科结构和相对优秀的师资队伍,为我校的学术发展与繁荣奠定了坚实的基础。学校教师中教材、学术专著编撰出版活动活跃。

为加强我校学术专著出版管理,淬炼教师学术科研能力,江西财经大学与复旦大学出版社经过充分磋商,达成共识,分批次推出高品质专著系列。为此,我们根据江西财经大学“信敏廉毅”校训精神,将之命名为“信毅学术文库”。前期我们已分批出版了“江西财经大学学术文库”和“江西财经大学博士论文文库”,为打造学术精品,突出江财特色,现将上述两个系列整合汇编为“信毅学术文库”。

本期“信毅学术文库”共选取了9部学术专著予以资助出版。这些学术专著囊括对经济、管理、法律、社会等各方面内容的研究,关注了社会热点论题和有重要研究和参考价值的选题,有一定的学术价值和现实指导意义。专著的作者既有学术领域的资深学者,也有初出茅庐的新聘博士。资深学者学术涵养深厚,且精于写作,他们专著的出版必定能够带来较好的学术影响和社会效益。作为青年学者,

优秀博士学术思维活跃,容易提出新的甚至是有突破性的学术观点,从而成为学术研究或学术讨论的焦点,把他们的学术研究成果编撰成书,其社会效益也不言自明。一般而言,国家级课题项目的研究在专业领域具有较强的创新性,必须达到国内甚至国际的领先水准,基于此,我们也吸纳了部分国家级科研课题项目研究成果。

“信毅学术文库”将分期分批出版问世,我们将严格质量管理,努力提升学术专著水平,力争将“信毅学术文库”打造成业内有影响的高端品牌。“信毅学术文库”的出版,得到了复旦大学出版社的大力支持,对他们的敬业精神和远见卓识,我感到由衷的钦佩。

王 乔

2014年11月6日

前言

Foreword

所有权与经营权两权分离,导致公司由“所有者控制”变为“经营者控制”,经营者可能牺牲所有者的利益谋取个人私利,最终引发委托代理问题。因此,如何加强公司治理从而缓解委托代理问题已成为公司金融领域的基础课题之一。本书以 2005—2011 年间 A 股非金融类上市公司为样本,率先从市场微观结构的角度研究我国上市公司股票流动性对公司治理以及代理成本的影响及其作用机制。

首先,本书分析了股票流动性对 CEO 薪酬契约的影响,结果发现:我国上市公司股票流动性有助于提高 CEO 薪酬股价敏感性;国有上市公司股票流动性与 CEO 薪酬股价敏感性之间的正相关关系较弱;股票流动性通过股价信息含量影响 CEO 薪酬股价敏感性,即股票流动性有助于增加股价信息含量;源自流动性变化的股价信息含量有助于提高 CEO 薪酬股价敏感性。如果使用不同指标衡量股票流动性、股价信息含量和 CEO 薪酬股价敏感性,同时,使用上市公司送股和转增股本进行稳健性分析,上述结论均保持一致。

其次,本书从董事会监督和 CEO 变更业绩敏感性的角度探讨了流动性对公司治理的影响,结果发现:股票流动性有助于强化董事会监督;股票流动性有助于增强 CEO 变更与公司业绩之间的敏感性。如果考虑变量内生性,并使用不同变量度量股票流动性与公司业绩,以上结论均成立。

最后,本书从代理成本视角考察股票流动性影响公司治理的经济后果。通过建立随机前沿模型测算公司实际价值偏离最优价值的程度并以此估计代理效率和代理成本,在此基础上分析股票流动性

对代理成本的影响,发现管理层代理冲突导致公司价值较最优水平下降了 33.3%~38%,相当于 42.02 亿~51.58 亿元人民币。股票流动性有助于缓解代理冲突并降低代理成本,但国有控股上市公司股票流动性与管理层代理成本之间的负相关关系较弱。进一步分析表明,股票流动性主要通过强化大股东监督、提升股价信息含量和增加 CEO 薪酬股价敏感性等机制影响代理成本。

本书的研究结论表明,股票流动性有助于增强 CEO 薪酬股价敏感性和董事会监督并降低代理成本,具有积极的公司治理效应。只有继续深化国有企业改革,优化股权结构、资本结构与公司治理,培育与发展机构投资者和证券分析师等市场中介,完善信息披露制度并加强内幕交易打击力度,才能增强市场流动性并设计出合理有效的市场化薪酬制度和董事会结构,从而切实改善公司治理并降低代理成本。

目 录

Contents

1 引言	1
1.1 研究背景与目的	1
1.2 研究意义	4
1.3 逻辑框架与结构安排	4
1.4 研究方法	7
1.5 贡献与创新	8
2 文献综述	10
2.1 股票流动性研究综述	10
2.2 公司治理研究综述	25
2.3 代理成本研究综述	37
2.4 文献述评	40
3 股票流动性发挥治理效应的理论基础	41
3.1 薪酬契约理论	41
3.2 大股东监督理论	52
3.3 控制权市场理论	60
3.4 其他模型	66
3.5 理论述评	73

4 股票流动性与 CEO 薪酬契约	74
4.1 研究假设与计量模型	74
4.2 变量选取	79
4.3 数据选取	84
4.4 描述性统计	85
4.5 实证结果	85
4.6 基于送转股的进一步分析	95
4.7 稳健性分析	98
4.8 本章小结	104
 5 股票流动性、董事会监督与 CEO 变更	 107
5.1 研究假设与计量模型	107
5.2 变量选取	113
5.3 数据选取	120
5.4 描述性统计	120
5.5 实证结果	123
5.6 稳健性分析	128
5.7 本章小结	139
 6 股票流动性与代理成本	 140
6.1 研究假设与计量模型	140
6.2 变量选取	146
6.3 数据选取	150
6.4 描述性统计	151
6.5 实证结果	151
6.6 进一步分析	160

6.7 稳健性分析	169
6.8 本章小结	174
7 结论与政策建议	176
7.1 结论	176
7.2 政策建议	177
7.3 本书局限和研究展望	179
附录	181
参考文献	182
后记	200

引言

1.1 研究背景与目的

所有权与经营权两权分离,导致公司由所有者控制变为经营者控制,经理人可能不按所有者利益最大化原则努力工作,而是通过偷懒、在职消费(Jensen and Meckling, 1976)、非效率投资(Betrand and Mullainathan, 2003)或构建帝国(Jensen, 1986)等方式谋取私利,最终引发现代公司的委托代理问题。正如 Habib 和 Ljungqvist(2005)发现代理成本导致美国上市公司企业价值较最优水平下降了约 16%,相当于 14.32 亿美元。鉴于我国法律体系尚不完善、对投资者保护较差,委托代理问题的后果更加严重。如深交所发布的《2007 年证券市场主体违法违规情况报告》^①所示,2007 年上市公司共发生 62 起董事、监事和高管重大违规事件。平新乔等(2003)发现国有企业的代理冲突导致企业效率仅为 30%~40%。

Jensen 和 Meckling(1976)、Jensen 和 Murphy(1990)、Shleifer 和 Vishny(1997)等一系列理论与实证研究表明,设计良好的激励机制有助于规范高管寻租、缓解投资不足或投资过度、优化公司治理、降低代理成本并提高公司价值。Jensen 和 Murphy(1990)认为,将管

^① 资料来源: <http://news.hexun.com/upload/sjsbgzqw.pdf>。

理者薪酬与企业绩效相挂钩的业绩型薪酬有助于降低代理成本；同时，薪酬业绩敏感性越高，高管薪酬契约的激励和约束效果越好，业绩型薪酬就越有效。Ang 等(2000)、Almazan 等(2005)等一系列实证研究也表明，建立有效的薪酬激励机制，有助于抑制首席执行官(CEO)的机会主义行为并降低公司代理成本。

董事会的主要职责是代表股东选聘或解雇公司的高级管理层，设计薪酬计划，以及制定公司战略决策等。因此，董事会将提供资金的外部股东与使用这些资金创造价值的经理人联结起来，成为公司治理机制的核心(Hermalin and Weisbach, 2003)。然而，董事会在监督和控制经理人问题上所表现出的低效，长期以来受到理论界的批评。鉴于股东仅拥有对经理人推荐的董事候选人的投票表决权，我们无法想像一个由经理人推荐产生的董事会将对管理层实施严格、有效的监督(郑志刚, 2004)。Fama 和 Jensen(1983)指出，作为其他公司的决策者，外部董事更看重内部董事在经理人市场上的声誉，认为声誉高的内部董事具有更高的监督效率；Weisbach(1988)发现内部董事向与其职业密切联系的经理人发起挑战时，需要支付更多的成本；Jensen(1993)认为美国的董事会应该朝着小规模方向改进，只保留 CEO 作为内部董事，其他董事会席位由外部董事担任。学界把外部董事占董事会总人数之比称为“董事会独立性”，它与“董事会规模”一道成为衡量董事会效率的重要指标。

此外，Jensen 和 Warner(1988)认为，公司治理较好的企业通过识别并替换业绩不佳的高管以提升企业业绩、减少代理成本并增加股东财富，因此高管变更有助于约束经理人，也是衡量公司治理的重要指标。鉴于选聘和解雇公司管理层是董事会的重要职能之一，我们可通过高管变更考察董事会运行状况。根据第二章的文献综述可知，已有文献主要从股权结构、董事会治理、会计信息质量、产品市场竞争和政府干预等视角研究 CEO 激励机制，而董事会监管的相关文献也仅从企业运营特征和企业绩效等视角考察董事会规模和董事会独立性，尚未从市场微观结构的视角研究 CEO 激励机制和董事会

监督。

股票流动性是市场以合理价格交易资产的能力,包括市场宽度(交易价偏离中间价的程度)、深度(给定报价下可交易的股票数)、弹性(委托不平衡的调整速度)和即时性(达成交易所需时间长度)四个维度。它是市场微观结构理论的核心内容。在流动性良好的市场中,投资者可低成本完成证券交易、风险配置等需求,证券发行者也可便利地为投资项目融资。流动性的匮乏将导致市场交易不顺,证券发行受阻,市场的资源配置功能减弱,因此流动性是证券市场的生命力所在(O' Hara,1995)。早期文献主要关注流动性水平和流动性风险对资产价格的影响(Amihud and Mendelson,1986;Pastor and Stambaugh,2003;Acharya and Pedersen,2005),但是,近年来一系列研究表明,股票流动性与公司财务和公司治理密切相关。例如,Lipson 和 Mortal(2009)发现股票流动性较高的公司具有较低的财务杠杆;Fang 等(2009)发现流动性有助于增加公司价值;Munoz(2013)发现股票日均换手率与公司资本投资呈显著的正相关关系;Adamati 和 Pfleiderer(2009)以及 Edmans(2009)发现股票流动性有助于强化大股东的退出威胁,从而限制经理人机会主义行为;Jayaraman 和 Milbourn(2012)发现 CEO 股权收入占总薪酬的比重和 CEO 薪酬股价敏感性均与股票流动性呈显著的正相关关系。本书的前期研究也发现,股票流动性高的公司更有动力实施高管股权激励计划,以强化 CEO 与股东之间的利益共享和风险共担的合作关系。在此背景下,有关股票流动性是否影响公司治理和代理成本已成为一个亟待研究和解决的理论与现实问题。

此外,2005 年开始的股权分置改革彻底改变了我国股市的“二元”股权结构,增强了公司治理的利益协同性,大股东及其代理人将更加关注公司股价及流动性。为此,本书以 2005—2011 年间 A 股非金融类上市公司为样本,使用五种指标衡量流动性,同时,构建一系列理论假设与计量模型,研究股票流动性与 CEO 薪酬契约、董事会监督以及代理成本之间的内在关系。

1.2 研究意义

本书的选题属于市场微观结构与公司治理的交叉领域,具有重要的理论与实践意义。

首先,近年来国外学者已开始关注交易行为、交易成本、市场摩擦和市场流动性对公司治理的影响,但国内研究仍集中于分析股权结构和企业运营特征的影响,较少从市场微观结构角度研究高管激励机制和董事会治理等问题。本书重点考察股票流动性对 CEO 薪酬业绩敏感性、CEO 变更业绩敏感性、董事会监督和代理成本的影响,有助于补充和完善我国上市公司治理结构方面的相关研究。

其次,有关股票流动性的研究,国内已经获得的成果主要集中在流动性与交易规则、流动性与投资者行为以及流动性与资产定价三方面。本书从高管激励机制、董事会监督和代理成本视角论证了股票流动性的公司治理作用,进一步丰富和拓展了我国市场微观结构方面的应用研究。

再次,本书研究结论表明,股票流动性有助于上市公司设计出合理有效的薪酬契约、增强董事会监督职能并降低代理成本。因此,本书研究可为上市公司优化治理结构、降低代理成本并完善激励机制提供重要的理论支持。

最后,本书的实证结果表明股票流动性有助于完善我国上市公司的 CEO 激励机制和董事会治理并降低代理成本,这为监管当局进一步建立健全法律体系,加强投资者保护,完善证券发行机制和交易机制,维护市场流动性以及优化资源配置效率提供重要的经验证据。

1.3 逻辑框架与结构安排

1.3.1 逻辑框架

本书运用市场微观结构理论、公司金融理论和公司治理理论,从

理论上对股票流动性与公司治理和代理成本之间的关系进行深入探讨。实证上,以 2005—2011 年间沪深 A 股非金融类上市公司市场交易数据和财务数据为研究对象,尝试从多维视角全面深入透视股票流动性、公司治理与代理成本之间的关系。通过使用一系列计量模型系统检验股票流动性对 CEO^① 薪酬业绩敏感性、董事会监督、CEO 变更业绩敏感性和代理成本的影响,为研究股票流动性对公司治理和代理成本的影响提供较全面的证据,并为我国上市公司完善治理结构和降低代理成本提供一系列崭新的政策建议。

本书的逻辑框架如图 1-1 所示。

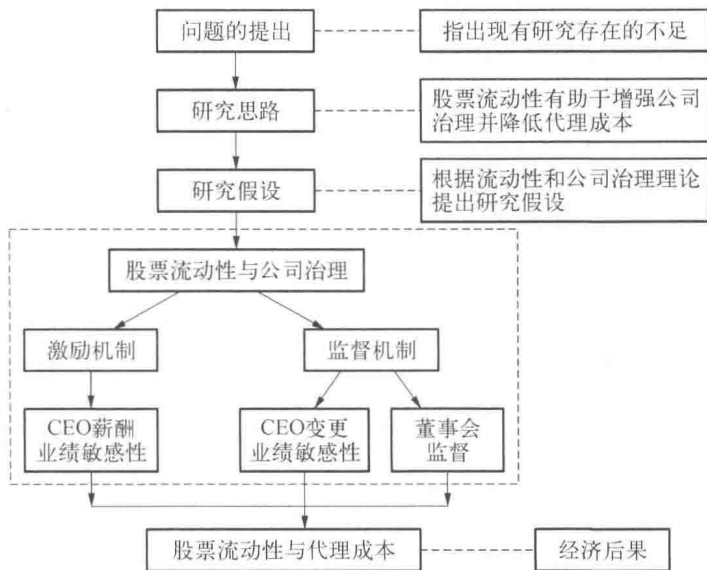


图 1-1 逻辑框架图

1.3.2 结构安排

根据上述思路,本书分成七章进行论述,具体安排如下。

^① 本书关注掌握企业实际经营决策权的 CEO,包括在财务报告中披露职务为总经理、总裁、经理以及首席执行官的高管。

第一章：引言。首先提供本书的研究背景与目的以及研究意义，然后具体阐述本书的研究内容、逻辑框架和研究方法，最后指出本书的主要创新与贡献。

第二章：文献综述。首先回顾和评述国内外有关股票流动性的研究，然后介绍和评述国内外有关公司治理的主要研究成果，最后综述国内外有关代理成本的研究成果。

第三章：股票流动性发挥治理效应的理论基础。本书主要从经理人薪酬契约理论、大股东监督理论、控制权市场理论以及其他相关理论四个视角介绍有关股票流动性发挥治理效应的理论模型，目的是为本书第四至第六章的实证分析提供理论基础。

第四章：股票流动性与 CEO 薪酬契约。结合公司产权性质，从 CEO 薪酬契约视角探讨股票流动性的治理作用。同时，以股价信息含量为中间变量，深入剖析股票流动性影响 CEO 薪酬契约的传导机制。此外，使用不同变量度量流动性、股价信息含量和 CEO 薪酬股价敏感性，同时使用上市公司送转股和转增股本进行稳健性分析。为此，本书首先进行理论分析并提出研究假设，然后构建计量模型检验上述假设，并根据实证结果形成相关结论。

第五章：股票流动性、董事会监督与 CEO 变更。主要从董事会监督与 CEO 变更业绩敏感性视角考察股票流动性的治理作用，同时使用不同变量度量流动性与董事会监督进行稳健性分析。为此，首先构建研究假设，然后设置计量模型检验假设，并根据实证结果形成有关结论。

第六章：股票流动性与代理成本。结合我国上市公司产权性质，从代理成本视角考察股票流动性的经济后果的同时，从大股东监督、股价信息含量和 CEO 薪酬契约三个角度考察流动性影响代理成本的作用机制。为此，首先进行理论分析并提出研究假设，进而构建随机前沿模型检验上述假设，在此基础上进一步分析流动性影响代理成本的传导机制，最后形成结论。

第七章：结论与政策建议。对论文的主要发现进行总结，然后

根据研究结果提出政策建议,最后指出本书的局限以及进一步的研究方向。

1.4 研究方法

本书以市场微观结构理论、公司金融理论和公司治理理论为基础,采用计量模型探讨股票流动性对 CEO 薪酬业绩敏感性、董事会监督、CEO 变更业绩敏感性和代理成本的影响。在研究中力求做到规范分析与实证分析有机结合、定性分析与定量分析有机结合、理论研究与政策建议相结合。本书所采用的主要研究方法如下。

1. 文献比较法

第二章通过对国内外现有股票流动性、CEO 薪酬业绩敏感性、CEO 变更业绩敏感性、董事会监督和代理成本的文献进行比较分析,洞悉文献演变过程,为进一步构建理论假设提供支持。

2. 定性分析法

综合运用市场微观结构理论、公司金融理论和公司治理理论,对股票流动性影响 CEO 薪酬业绩敏感性、CEO 变更业绩敏感性、董事会监督和代理成本的作用机制进行深入分析,并进一步提出理论假设。

3. 定量分析法

本书以实证分析为主的,主要使用的计量方法和模型如下。

- (1) 鉴于大量上市公司的 CEO 持股数量为零,因此第四章使用面板数据 Tobit 模型研究股票流动性对 CEO 薪酬契约的影响;
- (2) 第五章使用二项 Logit 模型研究股票流动性对 CEO 变更业绩敏感性的影响;
- (3) 第五章使用面板数据混合 OLS 和固定效应模型分析股票流动性对董事会监督的影响;
- (4) 鉴于代理冲突只会降低企业价值,因此第六章使用随机前沿模型考察股票流动性对代理成本的影响;
- (5) 鉴于公司治理与股票流动性可能存在双向因果关系,第四至第