

三友会计论丛

第11辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

基于代理冲突视角的 股权治理效应研究

万丛颖◎著

The Analysis of Governance
Effects Based on Agency Conflicts

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



三友会计论丛

第11辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

基于代理冲突视角的 股权治理效应研究

The Analysis of Governance
Effects Based on Agency Conflicts

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连



© 万丛颖 2010

图书在版编目 (CIP) 数据

基于代理冲突视角的股权治理效应研究 / 万丛颖著. —大连: 东北财经大学出版社, 2010.6

(三友会计论丛·第11辑)

ISBN 978-7-5654-0002-5

I. 基… II. 万… III. 股份有限公司—企业管理—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 097457 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 150mm×220mm

字数: 160 千字

印张: 6 3/4

印数: 1—2 000 册

2010 年 6 月第 1 版

2010 年 6 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 车 锐 王 莹 高 铭

责任校对: 毛 杰

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0002-5

定价: 20.00 元

作者简介

万丛颖，女，1982年生，辽宁大连人，2005年获英国萨里大学金融服务管理专业理学硕士学位，2009年东北财经大学财务管理专业博士研究生毕业，现为东北财经大学经济与社会发展研究院助理研究员，从事专职研究工作，主要研究方向为公司治理、财务治理和资本结构。曾在《金融研究》、《财政研究》、《经济管理》、《财经问题研究》、《中国资产评估》等专业期刊发表论文十余篇，主持并结项省级课题一项、副省级课题一项，在研省级课题两项。近期主要研究方向为上市公司的治理结构、股权结构等。

出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入,会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言,既是严峻的挑战,又是难得的机遇。说它是“挑战”,主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性,因为许多实践问题急需相应的理论指导,而这些实践和理论在我国又都是新生的,没有现成的经验和理论可资借鉴;说它是“机遇”,主要是强调在经济体制转轨的特定时期,往往最有可能出现“百花齐放,百家争鸣”的昌明景象,步入“名家辈出,名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”,抓住“机遇”,是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此,我们与中国会计学会财务成本分会(原中国中青年财务成本研究会)、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所,力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补,密切联系老、中、青三代会计工作者,发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性,致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务,以期为我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”,用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟

萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		

序

股权结构的设置作为公司治理的内部机制，近年来受到国内外学者的广泛关注，其治理效应也是公司治理研究中的重大课题。受到相关政策以及资本市场环境所限，我国上市公司的股权治理机制并未发挥其应有的治理效应。针对这一问题，以往学者从不同角度展开过广泛的分析与研究，但始终未得出统一的结论。随着股权分置改革的推进，这一问题也受到实务界和学术界的广泛关注。

万丛颖博士在东北财经大学经济与社会发展研究院从事专职科研工作，2006年考取博士研究生，学习期间主要从事股权结构、公司治理方向的研究，查阅了大量该领域的文献资料和数据，取得一系列前期研究成果，在《金融研究》、《财政研究》、《经济管理》等国家核心学术刊物上发表多篇学术论文，主持过辽宁省社会科学规划基金、辽宁省教育厅等多项相关领域的研究课题，并在研究过程中积累了较为丰富的研究经验，掌握了较为科学的研究方法，研究能力和理论水平都得到了较大的提高，为其博士论文的写作奠定了良好的基础。其博士论文选题新颖、论述充分、资料翔实、思路清晰，答辩时受到答辩主席东北大学博士生导师钟田丽教授以及答辩委员大连理工大学博士生导师李延喜教授等人的充分肯定和一致好评。

本书是在万丛颖撰写的博士论文的基础上，根据答辩过程中答辩委员提出的意见修改而成的。纵观全书，我认为本书具有以下几个主要特点：

一是较为系统和深入地对国内外相关领域的文献进行了梳理和评述，在前人的研究基础上发现无论是“狭义的公司治理”或“广义的公司治理”均不适合作为公司治理的标准模式，因而创新性地提出“中义的公司治理”概念，并基于此概念将代理冲突划分为三

个维度，对公司治理理论有所拓展。

二是采用了结构方程模型对相关问题进行分析。以往有关公司治理或财务治理的论文大多采用多元回归模型对变量之间的关系进行分析。然而由于股权结构变量之间的高度相关性而导致的多重共线性问题很难回避，因此得出的结论往往有失偏颇。本书采用的结构方程模型很好地克服了这一问题，并且能够对代理冲突的三个维度同时进行考量，这在目前的公司治理研究中尚属首例。

三是运用了财务学、管理学、产业组织学和计量经济学等多种学科的理论，采用多视角的交叉思维方式，对股权结构的治理功效进行跨学科分析，并形成较为完善的理论体系。

本书是万丛颖近年来学术研究成果的积累和沉淀，其视角独特、观点新颖，在一定程度上反映了作者在公司治理研究领域所做出的努力。作为她博士学位研究生的指导老师，我为这部专著的顺利出版而由衷地感到欣慰，也很愿意将此书推荐给广大读者。正如作者在后记中所说，她的学术研究才刚刚起步，作为一个年轻的研究工作者，她未来的研究道路还很漫长。衷心祝愿她能够以此为起点，在未来的学术道路上努力钻研，勤奋刻苦，取得更大、更好的成绩！

刘淑莲

2010年3月

前言

2005年5月我国正式启动的股权分置改革为股权治理效应的研究提供了新的契机,股权分置改革通过非流通股股东与流通股股东之间的利益平衡协商机制,对原流通股股东因股票市场价值缩水造成的损失予以补偿,从而解决非流通股的流通问题,以期实现真正的同股同权。股权分置改革之后,尽管现有的非流通股转为可流通,却并不等于全流通,这一方面源于相关制度的约束,另一方面取决于股东的策略选择。但是毫无疑问,股权分置改革必然对上市公司的股权结构产生重大影响,这种股权结构的变化也引起股权治理效应发生转变。基于这一宏观背景,本书对上市公司股权治理效应进行深入分析,探讨股权分置改革、公司产权性质和市场竞争对股权治理效应能够产生何种影响,并结合研究结论对我国治理模式的构建提出相关政策建议。

本书的主要内容与结构如下:

第1章,引言部分。该部分在本书的研究背景、研究意义的基础上,对本书的研究范围和相关的概念进行了界定,并阐明了研究思路和研究方法,最后对本书的内容、框架以及创新之处进行了介绍。

第2章,股权结构治理效应的文献综述。本部分主要对股权结构与代理问题之间的关系及其影响因素进行较为系统的文献回顾与评述,为本书后续的理论以及实证分析提供依据。

第3章,相关理论基础。本部分从公司治理的起源委托代理理论开始,对公司治理的相关理论进行归纳和梳理,并通过对比制度论、机制论、结构论以及目标论等不同学者提出的定义的回顾,提出介于广义和狭义的公司治理之间的中义的公司治理概念。随后对股权结构的治理效应的国内外相关理论进行回顾,总结出当前股权治理

效应的研究趋势与我国研究存在的问题，并对影响股权治理效应的内部及外部因素的相关理论进行回顾及评述。

第4章，股权结构的治理效应——基于代理成本视角分析。基于中义的公司治理概念，将利益相关者之间的代理冲突划分为三个维度，并建立结构方程模型对股权结构与代理成本之间的影响关系进行分析。最终的研究结论是，股权结构的治理机制对于不同代理冲突具有不同的治理效应，其中股权集中度对股权代理冲突和控制权代理冲突具有正向治理效应，股权制衡度对于股权代理冲突具有负向治理效应，而对控制权代理冲突则具有正向治理效应；国有股股东和法人股股东对上市公司的控制能力对债权代理冲突具有正向治理效应，对控制权代理冲突则具有负向治理效应。

第5章，股权分置改革之后股权结构的治理效应分析。建立在第4章的研究基础上，针对股权分置改革之后股权结构的变化引发的代理问题的变更进行理论分析并提出研究假设，采用相关数据进行检验。结果发现：股权分置改革对股权结构产生了直接的影响，既包括股权分布方面也包括股权性质方面。具体表现在国有股、法人股比例大幅下降，股权集中度的分散化，以及股权制衡度的显著提升。这种股权结构的变化引发各类代理冲突的变化，首先，国有股比例的大幅下降表明原国有股股东手中股权逐步分散到其他股东手中，相对原国有股股东来说，这些股东更为关注公司成长以及长期价值，因此较国有股股东更有对管理者行为进行监督和控制的动机，股权代理冲突大幅下降。其次，国有股股东和法人股股东在股改前对债权代理冲突均存在较强的治理动机，国有股股东由于与公司主要债权人国有银行之间存在同质性，降低了股东与债权人之间的利益冲突，而法人股股东出于对公司财务安全性和长期增长性的考虑，也存在维持与债权人之间良好关系的动机。股权分置改革之后随着两者持股比例的大幅下降，这种动机也随之减弱。尽管在两配对符号检验结果中显示债权代理冲突在股权分置改革之后并无显

著的变化，但股权治理效应有所降低。最后，控制权代理冲突并未随着非流通股流通限制的取消而降低，反而在股权分置改革之后有显著的升高，这主要源自于控股股东手中现金流权与控制权分离程度的增加。

第 6 章，不同产权性质下的股权结构治理效应分析。对国有和非国有上市公司的代理成本进行分析，并基于产权理论，分析产权属性对股权治理效应的影响，检验产权的归属是否会决定股权治理效应的高低。结果发现国有上市公司归属不清的产权性质导致国有上市公司的多重委托代理关系，这种关系一方面降低了股权结构对股权代理冲突的治理效应，另一方面激化了大股东对其他股东的利益侵占动机。非国有上市公司鲜明的私有产权性质能够有效避免国有上市公司的这种效率缺乏，然而非国有产权并非如产权理论所期待的那样高效，在股东与债权人之间的债权代理冲突方面，与国有上市公司相比，非国有上市公司中大股东对债权人利益侵占情况较为严重，因此同样存在效率缺乏。

第 7 章，不同市场竞争度下的股权结构治理效应分析。基于超产权理论，对市场竞争对于股权治理效应的影响进行分析，检验市场竞争与股权治理之间究竟存在替代还是互补效应。研究结论认为随着市场竞争度的提高，股权结构对股权代理冲突和债权代理冲突的治理效应有所增强，表明市场竞争与股权治理机制在针对股权代理冲突和债权代理冲突方面具有互补效应。而在控制权代理冲突方面，市场竞争度的升高会制约股权集中度对控制权代理冲突的治理效应，这表明激烈的市场竞争与股权治理机制方面存在相互替代的效应。

第 8 章，权变治理控制体系构建。对目前的治理模式进行归纳，总结现有治理模式的优缺点。并在此基础上，结合本书相关结论及我国资本市场背景，提出适用于我国上市公司的权变治理控制体系。

第 9 章，主要研究结论。对本书得出的结论进行总结，并结合

论文中存在的不足提出今后的研究方向。

本书的主要创新之处在于：

第一，研究内容的创新。考虑到股权分置改革之后，随着股权结构的变化，债权人和股东之间的利益冲突可能会日益严重，因此本书将债权人与公司所有者之间的代理问题也纳入到研究框架中，采用结构方程对股东、管理者、债权人三方的利益冲突进行综合分析，并根据利益相关者理论对委托代理理论进行扩展，提出一种中义的公司治理的概念。

第二，研究视角的创新。基于中义的公司治理概念，本书提出采用代理冲突指标对股权治理效应进行衡量，并根据不同利益相关者之间的冲突分为股权代理成本、债权代理成本和控制权代理成本。股权治理机制的治理机理即是通过股权结构的变化影响代理成本，从而改变公司绩效。

第三，研究方法的创新。股权集中度、股权制衡度、国有股股东持股比例、法人股股东持股比例等股权结构指标之间存在高度相关性，因此在以往的研究中采用回归方程的方法容易导致多重共线性问题，影响检验结果。此外，由于回归方程一次仅能引入一个因变量，因此使用回归方程对股权治理效应进行检验只能将代理冲突分别引入，而无法将多种代理冲突综合进行考量。因此，本书采用结构方程模型，将各股权结构指标以及三类代理成本同时引入模型，克服了采用传统的回归方程进行检验的方法上的缺陷。

此外，受研究时间和篇幅所限，本书存在以下不足有待在今后的研究中继续深入：

第一，未对全流通条件下的资本市场进行深化研究。股权分置改革虽已基本完成，但是受相关制度设定以及公司自身战略因素影响，我国资本市场目前并未实现真正意义上的全流通，因此本书并未将股权的流动性纳入到研究范畴之内。

第二，未对其他权变因素进行研究。出于研究完整性的考虑以

及本书篇幅的限制，本书没有涉及公司规模、政治法律因素，以及公司成长阶段等权变因素。

第三，对于代理冲突的衡量指标缺乏统计检验。本书对于代理冲突的衡量指标仅是结合前人研究以及我国相关制度设置进行选择，并未通过统计验证是否有效。

作 者

2010 年 3 月

目 录

1 引 言	1
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.2 相关概念界定.....	4
1.3 研究思路以及主要研究方法.....	5
1.4 主要研究内容、结构及创新之处.....	7
2 股权结构治理效应的文献综述	11
2.1 股权分布状况的治理效应.....	11
2.2 股东性质的治理效应.....	14
2.3 股权结构治理效应的评述.....	22
3 相关理论基础	26
3.1 公司治理理论.....	26
3.2 股权结构的治理效应.....	37
3.3 股权治理效应的影响因素.....	45
4 股权结构的治理效应分析	52
4.1 代理成本的三个维度——基于中义的公司治理的 理论分析.....	52
4.2 相关文献回顾.....	61
4.3 研究假设.....	65
4.4 研究设计.....	68
4.5 实证检验.....	74
4.6 研究结论.....	78
5 股权分置改革之后股权结构的治理效应分析	80
5.1 股权分置改革概述.....	81
5.2 股权分置改革对股权结构的影响.....	88

5.3	股权分置改革之后代理问题的变更.....	95
5.4	股权分置改革对股权结构与代理成本之间 关系的影响	102
5.5	研究结论	106
6	不同产权性质下的股权结构治理效应分析.....	110
6.1	我国国有上市公司存在的主要问题.....	110
6.2	国有公司与非国有公司产权差异	114
6.3	产权性质对股权治理效应的影响	124
6.4	研究结论	132
7	不同市场竞争度下的股权结构治理效应分析.....	134
7.1	市场竞争的治理效应.....	134
7.2	相关文献回顾.....	140
7.3	理论分析及研究假设.....	143
7.4	研究设计	144
7.5	实证检验	147
7.6	分组检验	152
7.7	研究结论	157
8	中国上市公司治理模式选择	161
8.1	公司治理模式.....	161
8.2	基于权变理论的权变治理模式	168
8.3	权变治理模式的构建.....	173
9	主要结论.....	176
9.1	结论	176
9.2	有待进一步分析的问题	179
	主要参考文献.....	181
	后 记	195

1 引 言

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

中国证券市场诞生于中国经济从计划体制向市场体制转轨的背景之下,这种特殊经济环境造成了我国上市公司一部分股份上市流通,一部分暂不上市流通的股权分置现象。股权分置问题向上可追溯至 20 世纪 80 年代末期的国有公司股份制改革。1992 年 5 月 15 日中国人民银行总行、国家体改委、国家计委、财政部联合发布的《股份制公司试点办法》规定,股份制试点的对象主要是国有公司,国家以资产折合成股份,根据投资主体的不同,股权设置规定为国有股、法人股、个人股、外资股四种形式,并要求公有资产股在公司中必须达到控股的程度,因而形成了目前在上市公司股权结构中国有股“一股独大”的局面。在这种情况下,为了避免公司上市后国有股的流通改变其国有的性质,导致国有资产流失,相关部门随后制订了上市公司发起人股份暂不流通的政策。1993 年 4 月 22 日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》中规定:“国家所有的股份的转让必须经国家有关部门批准。”1994 年 3 月 11 日国家国有资产管理局颁发的《股份制试点公司国有股权管理的实施意见》进一步从较大程度上限制国有股、法人股股份的上市流通。