

金博士书丛
JINBOSHISHUCONG

OWNERSHIP
STRUCTURE, STAKEHOLDER CONDUCT
AND AGENCY COST

股权结构、 利益相关者行为 与代理成本

李 源 著



中国财政经济出版社

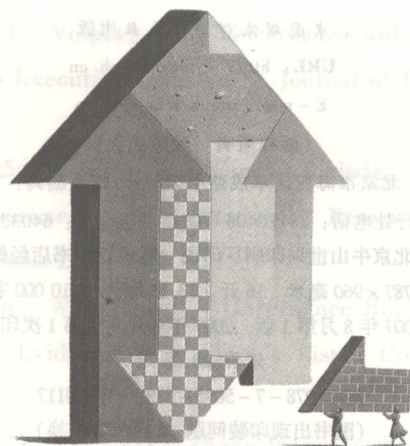
OWNERSHIP
STRUCTURE, STAKEHOLDER CONDUCT
AND AGENCY COST

股权结构、

利益相关者行为

与代理成本

李源著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构、利益相关者行为与代理成本/李源著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007. 8

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0135 - 1

I. 股… II. 李… III. 股份有限公司 - 股份制 - 研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 122479 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 13.25 印张 210 000 字

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0135 - 1/F·0117

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



股权结构是公司治理微观结构中最重要的因素。公司的股权结构直接决定了公司控制权在不同股东之间的分配。随着股权分置改革的完成，我国上市公司股权结构正在发生深刻变化，但这种变化主要集中在流通权的问题上，而大股东通过其表决权控制代理人，进而侵占公司利益的行为依然是我国资本市场发展中有待解决的普遍问题。

本书以外部投资者利益保护为核心，以公司股权结构为基础，通过对不同股权结构下利益相关者行为的分析，探索了中国上市公司股权结构与代理成本的关系。本书的内容在很多方面丰富了国内在公司治理方面的研究。

第一，作者创造性地将产业组织理论中对市场结构的描述方法运用到对上市公司股权结构的描述中，从集中度、差别化以及进入壁垒等方面对上市公司股权结构特征进行了系统分析，有利于更好地认识和理解上市公司的股权结构。

第二，作者在对上市公司初始股权结构和股权结构现状分析的基础上，对我国上市公司股权结构变化的路径、方式及相关政策的变化进行了系统梳理。

第三，作者以资本结构理论、代理理论、内部人控制分析及理性人博弈分析为理论分析框架，在我国特殊的制度背景下，对拥有不同股权集中度及不同控股股东上市公司的主要利益相关者（股东、债权人和经理人）的行为进行了综合分析，并提出了有关假说。尤其值得一提的是，作者在讨论权益资本的同时，将债务资本引起的债权人利益及行为纳入了分析范围，这种研究具有很好的现实意义。最后，作者以较大的力度，对本书所提出的不同股权结构下权益代理成本、债务代理成本以及控股股东与中小

股东之间代理成本假说进行了实证检验。

本书选题具有学科前沿性，它的出版，具有以下几个方面的意义。

第一，本书的研究思路具有借鉴意义。本书以股权结构决定利益相关者行为，而利益相关者行为又影响代理成本为基本研究思路，为我国上市公司公司治理问题的研究提供了一条清晰的研究路线。

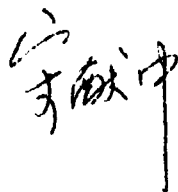
第二，可以帮助读者了解国家监管政策给上市公司股权结构变化带来的影响，有助于寻找促进上市公司股权结构向有效率方向演进的方法和途径，为企业上市时股权结构的设计提供一些可供参考的依据。

第三，本书在对主要利益相关者行为分析基础上所提出的代理成本假说及其实证检验结果有助于探讨在中国目前对投资者利益保护水平下，哪一种股权结构可以有更好的治理效果，从而可以为今后改革政策的制定提供一定依据。此外，在中国逐渐放开对贷款利率的管制，银行对贷款实行自由定价的背景下，研究公司股权结构对债务代理成本的影响具有前瞻意义。

本书所做的一系列探索及其所得出的结论无疑会使读者有所收获。

是为序。

暨南大学教授、博士生导师



2007年7月于暨南园

摘要

股权结构作为公司治理微观结构中最重要因素之一，一直受到学术界的关注。股权结构及其引发的形形色色的利益侵害与投资者保护问题，始终是公司治理研究的核心问题。中国独特的制度背景为这类研究提供了一个非常好的研究场所。本书遵循“股权结构—利益相关者行为—代理成本”（简称 SCC）这样一个研究思路，在对中国上市公司股权结构系统考察的基础上，分析了不同股权结构下，上市公司主要利益相关者——股东（控股股东）、债权人和经理人可能的代理行为，并对因此导致的代理成本提出了假说。在此基础上，对中国上市公司股权结构与权益代理成本、债务代理成本以及大股东与中小股东之间代理成本的关系进行了实证检验。对股权结构考察的结果显示，尽管中国上市公司通过 IPO、股权再融资和股权收购等方式使得股权集中度呈逐年下降趋势，民营控股公司逐年增多，但是股权结构仍呈高度集中状态，国有控股上市公司仍占绝大部分，股权结构具有很强的壁垒效应。国有控股公司股权集中度高于民营控股公司，而民营控股公司的控制结构比国有控股公司复杂，控制权与现金流权的分离度较高。对不同股权结构下利益相关者行为及中国上市公司代理成本的分析研究表明，大股东的存在可以起到监督经理人的作用，股权结构为垄断型的公司在削弱权益代理成本方面与其他类型公司相比具有明显优势。国有控股上市公司权益代理成本显著低于民营控股上市公司。在股权高度集中的公司，债权人与控股股东可能存在合谋行为，其债务代理成本较低。在中国目前的法律环境下，民营控股上市公司与国有控股上市公司相比，控股股东更可能侵占外部投资者利益，因而债务代理成本较高，而其中通过买壳方式上市的公司其债务代理成本又显著高于直接上市类公司。上市公司控股股东通过关联交易、股利政策、股权再融资等方式

侵占中小股东利益，最终控制人所持有的现金流权与控股股东的控制权和利成负相关关系；控制权与现金流权的分离度与控股股东的控制权和利成正相关关系。寡头型股权结构的公司其大股东与中小股东之间的代理问题并未得到遏制，随着股权制衡度的提高，控股股东与中小股东之间的代理成本反而提高。国有控股上市公司控股股东与中小股东代理成本要低于民营控股公司，买壳上市的民营控股股东比直接上市的民营控股股东有更强的动机掠夺中小股东。本书的研究表明，基于中国上市公司股权结构的公司治理研究，既应遵从 LLSV 范式，也不能脱离 Berle 和 Means 范式。

关键词：股权结构；利益相关者行为；代理成本；中国上市公司

The word "Abstract" is centered within a diamond-shaped frame. The frame is composed of two overlapping, slightly offset diamond outlines, creating a three-dimensional effect. The word "Abstract" is written in a serif font, with the 'A' and 'B' being particularly prominent.

Abstract

As the most important element of corporate governance microstructure, ownership structure has always been the focus of the academe. The various damages to the interests of outside investors' incurred by insiders misappropriations of companies' assets make ownership structure and protection for outside investors' interests the core issue of corporate governance. The special situation resulting from the particular regime of China provides an ideal ground to enrich the study in this area. Along the route of "ownership structure – stakeholder conduct – agency cost", this thesis has systematically examined different ownership structures of companies listed on exchanges of China and analyzed their principal stakeholders' corresponding conducts respectively. Based on these, we proposed some hypotheses about agency costs under different ownership structures in China listed companies and test them using the empirical data. The result of our research shows that although the concentration of ownership is declining through IPO, SEO and M&A and more and more privately controlled listed companies occur, the high concentration of ownership still prevails in the market in general and state controlled listed companies are the biggest part of the pie so far. The ownership structure of China listed companies has strong entrenchment effects. The ownership concentration of state controlled listed companies is higher than that of privately controlled listed companies, and the control structure of privately controlled listed companies is more complicated than that of state controlled listed companies. The theoretical analysis and the empirical study reveal that large shareholders can supervise management effectively, and monopoly ownership structure has significant advantage over the other of owner-

ship structures in decreasing the conflict of interest between the management and the shareholder. The agency cost of the management in state controlled listed companies is lower than that in privately controlled listed companies. In companies with high ownership concentration, collusion may exist between creditors and controlling shareholders, and this may be one of the reasons of the lower level conflict of interest between them. In the present legal environment of China, controlling shareholders of privately controlled listed companies have stronger incentives to expropriate outsider investors than those of state controlled listed companies. This explains distinguishing higher agency cost in these companies, especially in those privately controlled listed companies going public by buyout of shell companies. So both the conflict of interests between creditors and shareholders and the conflict of interests between the controlling shareholders and the minority shareholders are more intense in privately controlled listed companies (specially those going public by buyout of shell companies) than that in state controlled listed companies. The controlling shareholders in China listed companies usually snatch the private benefits through manipulating affiliated transactions, SEO and dividend policies. There exists a direct relationship between controlling shareholders' private benefits and the degree of separation of cash flow ownership from right of control, whereas controlling shareholders' private benefits has a negative relationship with the level of cash flow ownership. Oligopoly shareholders cannot hold back the conflict of interest between the large shareholders and the minority shareholders. The ownership balance does not put a stop on the agency problem. On the contrary, the agency costs increase with the rise of rate of ownership balance, which is the total shares of the second and third largest shareholders divided by the shares of the largest shareholder. The study of this thesis reveals that both LLSV's model and Berle and Means's model should be followed when we study corporate governance based on ownership structures of China listed companies.

Key words: ownership structure; stakeholder conduct; agency cost; listed companies in China

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 研究背景	(1)
1.2 研究问题的提出及研究意义	(4)
1.3 研究思路、结构安排及研究方法	(6)
1.4 本书的突破	(10)
第 2 章 理论综述	(12)
2.1 股权结构内生性研究	(12)
2.2 股权结构效率研究	(19)
第 3 章 中国上市公司股权结构及其变化分析	(36)
3.1 中国上市公司的初始股权结构	(36)
3.2 中国上市公司股权结构现状的特征分析	(43)
3.3 中国上市公司股权结构变化的路径	(63)
3.4 中国上市公司股权结构变化的方式	(67)
3.5 本章小结	(78)
第 4 章 不同股权集中度下的利益相关者行为分析	(80)
4.1 竞争型股权结构下的利益相关者行为	(80)
4.2 垄断型股权结构下的利益相关者行为	(84)
4.3 寡头型股权结构下大股东的联盟与监控行为	(101)
4.4 本章小结	(109)
第 5 章 不同性质控股股东下的利益相关者行为分析	(111)
5.1 国有控股上市公司利益相关者行为分析	(112)
5.2 民营控股上市公司利益相关者行为分析	(123)
5.3 本章小结	(131)

第6章 上市公司代理成本的实证检验	(133)
6.1 权益代理成本的实证检验	(133)
6.2 债务代理成本的实证检验	(142)
6.3 控股股东与中小股东代理成本的实证检验	(152)
6.4 本章小结	(164)
第7章 结论	(166)
7.1 主要研究结论	(166)
7.2 几点启示	(171)
7.3 研究的局限性	(172)
7.4 有待进一步研究的问题	(173)
参考文献	(176)
后 记	(201)

第 1 章

导 论

1.1 研究背景

股权结构是指公司股权比例配置的结构。在任何一家公司中，所有权与控制权很难完全分离。控制者通常拥有一些他们所控制公司的所有权，而一些所有者，根据他们持有的股份比例，对他们所拥有的公司具有一定控制权。公司的股权结构分布直接决定了公司控制权在不同股东之间的分配。不同股东因在公司所拥有股权的不同决定了在公司内部话语权的差异。因此，股权结构作为公司治理微观结构中最重要因素，一直受到学术界的关注，股权结构及其引发的形形色色的利益侵害与投资者保护问题始终是公司治理研究的核心问题。

在经济大萧条时期，Berle 和 Means 关于股权结构分散给股东带来危险的观点帮助形成了 20 世纪 30 年代的联邦证券立法，该立法旨在保护分散股东免受职业经理人的侵害。此后，关于股权结构与公司治理的研究，在 20 世纪 70 年代和 80 年代主要是基于美国公司分散股权结构的研究。基于股权分散形成的股东和经理人之间的委托—代理关系也成为公司治理研究的基本范式。到 20 世纪 90 年代，基于其他国家公司的研究开始出现。开始主要是对经济发达国家如德国、日本和英国的研究，20 世纪 90 年代末以后，对世界各国的研究越来越多，既包括发达市场也包括新兴市场。随着研究扩展到美国以外的世界其他国家（地区），人们首先发现日

本和德国公司的股权结构较为集中 (Berglof & Perotti, 1994; Franks & Mayer, 1995); 全球范围内的国别比较研究更是显示, 集中是大部分国家公司股权结构的主导形态, 即使是美国公司也存在一定程度的股权集中现象。有学者 (如 Denis and McConnell, 2002) 将公司治理的研究划分为两个阶段: 将主要基于美国分散股权结构的研究称为第一代研究, 将基于集中股权结构的研究称为第二代研究, 其标志性的文献是 La Porta、Lopez - de - Silanes、Shleifer 和 Vishny (学界简称 LLSV) 的 “Law and Finance” (1998)。第一代研究致力于解决股权分散化下的 “弱股东、强管理层” 问题, 目前第二代研究方兴未艾, 在理论基础、研究重点、研究方法以及政策影响力等方面都发生了 “革命性” 的变化。该阶段的公司治理研究认为, 公司治理的研究重点不应仅限于股东和经理层之间的代理问题, 而应更多地关注大小股东之间的利益冲突和代理问题, 并从全球角度比较分析 “强大股东、弱小股东” 格局对公司绩效和资本市场发展的影响。我国学者宁向东 (2005) 将上述两类公司治理问题分别概括为代理型公司治理问题和剥夺型公司治理问题。

事实上, 除了上述两类代理问题与股权结构相关外, 还有一类代理问题也与股权结构相关, 这就是债权人与股东之间的代理问题。Shleifer 和 Vishny (1997) 把公司治理看作是 “确保投资者获得投资收益的方式”, 而 La Porta 等 (2000) 认为公司治理是 “保护外部投资者免受内部人剥削” 的一套机制。他们所说的投资者 (外部投资者) 既包括股东, 也包括债权人。但是关于债务代理成本与股权结构之间关系的研究在国内外的文献中都是比较少见的。原因可能在于, 债务代理成本受外部法律环境的影响很大, 在法律对投资者利益保护较好的国家, 如美国, 其债务代理成本较弱, 因而研究的人较少。而在中国, 虽然银行每年的坏账损失巨大, 逃废债务的事件时有发生, 但是大家把更多的注意力集中到银行的国有属性和其内部风险控制方面。

当代公司治理研究内容与中国上市公司所存在的代理问题非常吻合, 中国独特的制度背景为丰富这类研究内容提供了一个非常好的研究场所。

第一, 股权结构的形成及变化与中国经济体制改革的深化是同步的。根据胡鞍钢、胡光宇 (2004) 对中国经济体制改革阶段的划分, 将中国上市公司股权结构的形成及变化与之相配合, 形成表 1-1。从表 1-1 中

可以看出,中国证券市场成立之初是为了帮助国有企业解困,于是,绝大多数的上市公司都由国有企业改制而来。更为重要的是,为了维护公有制的主体地位,国有企业必须在改制过程中依据相关法规保持其在上市公司中的控股地位,这种难得的制度约束,决定了中国上市公司的股权结构变化在很大程度上由国家的管制行为外生决定,而非公司为了适应外部环境自发形成,从而可以在很大程度上避免内生性的技术困扰。

表 1-1 经济体制改革阶段与上市公司股权结构的变化

阶段	时间	经济体制改革目标	中国上市公司股权结构的变化
原轨	1978 年前	国家按计划定生产任务,资源由国家分配	股票市场不存在
异轨	1979 ~ 1992 年	党的十一届三中全会决定党和国家的工作重心转到经济建设上来。随后出现了一系列国有企业放权让利的改革措施	进行股份制试点,1990 年建立股票市场。1990 年 12 月,上海证券交易所成立,最初有 8 家股票上市交易。1991 年 4 月,深圳证券交易所成立,有 6 家股票上市交易。两家全国性的交易系统,证券交易自动报价系统(STAQS)以及国家电子交易系统(NETS)于 1991 年 4 月投入使用,1992 年证监会成立。中国的股票市场是 1992 年 2 月向国际投资者开放的,上海真空电子在上海证券交易所发行 B 股。紧接着南方玻璃在深圳发行 B 股,也是 1992 年 2 月。A 股和 B 股股东被赋予同样的权利和股利
转轨	1992 ~ 2002 年	1992 年党的十四大明确经济体制改革的方向是建立社会主义市场经济体制 1993 年党的十四届三中全会明确提出了建立现代企业制度是国有企业改革方向 1997 年党的十五大要求按现代企业制度进行规范的公司制改革	股票市场成为国有企业改制的场所。国有控股上市公司成为资本市场的主体。虽然也出现了一些实际控制人为自然人的上市公司,但是通常戴着“集体企业”、“乡镇企业”这样的红帽子。2001 年出现第一家自然人控股的上市公司。这段时间,上市公司的股权高度集中
接轨	2002 年至今	2002 年党的十六大提出全面建设小康社会目标,决定进一步改革国有资产管理体制	越来越多的民营企业进入资本市场,同时也出现越来越多的外资控股或参股上市公司。新上市公司的平均股权集中度有较大幅度下降

第二,民营控股上市公司日益增多,这为在中国目前对投资者利益保护的法律条件下,比较国有控股上市公司和民营控股上市公司的代理成本提供了可能。

第三,中国上市公司股权高度集中,公司经理人一方面要代表大股东利益行使决策权,从而导致控股股东与中小股东的利益冲突;另一方面,

由于内部人控制，公司控制权又事实上掌握在经理人手中，这使得“控股股东与中小股东之间的利益冲突”与“股东与经理之间的利益冲突”这两种不同的代理问题在我国上市公司奇妙结合在一起。

第四，在股票市场建立之前，中国的银行体系就已经开始发生变革，到目前，中国银行的经营已经基本上实现了规范化市场运作，贷款利率可以在一定范围内实施浮动，银行在一定程度上拥有自主定价权。这为研究上市公司债务代理成本与其股权结构的关系提供了机会。

1.2 研究问题的提出及研究意义

1.2.1 问题的提出

国内外已有大量文献对股权结构与公司治理效应的关系进行了研究。这些研究通常将公司绩效（企业价值）作为治理效果判断标准，并得出许多有意义的结论，但是这些研究结论存在严重分歧。特别是在国内的研究文献中，尽管大部分学者认为公司股权结构对公司治理和绩效具有显著的影响，但是这种影响并没有取得一致的结论。国内学者在理论分析框架、实证研究方法和变量选择等方面主要借用和模仿西方成熟资本市场的研究成果，而基于我国市场情况的研究理论基础较为薄弱，还未能提炼整理出完整的理论分析框架，并从该框架出发建立假设进行实证检验。此外，以企业绩效（企业价值）作为公司治理效果的替代指标也是有缺陷的。公司绩效（企业价值）的决定因素是多方面的。公司绩效（公司价值）= 公司最大可能产出 - 经营效率损失 - 代理成本。经营效率损失是指由于经营决策失误或经营决策能力不足所带来的价值损失。从实证研究角度看，如果直接使用公司绩效（公司价值）作为股权结构的公司治理效果的判断标准，那么公司经营效率的差异就有可能导致研究结果的误差。而经营效率差异实际上很大程度上归因于与股权结构无关的各项要素：比如公司生产经营的内外环境及公司经理人员的能力等。公司经营的内外环境显然不会受到股权结构的影响。至于经理人能力，在发达资本市场，经理人市场也相对发达，可以假设经理人的能力是同一的，而在新兴市场经济国家，这一假设往往不能成立。因此，企业价值或绩效仅仅

是股权结构效率（治理效应）的一个推断性指标。股权结构作为公司治理的一个重要方面，研究股权结构与代理成本之间的关系比研究股权结构与企业绩效或企业价值之间的关系更加直接，也更有助于提出改善公司治理的政策建议。但是，由于代理成本的衡量指标难以选择，直接研究股权结构与代理成本之间关系的文献较少。另外还有一个值得关注的问题是，在上述对股权结构与公司治理效应关系的研究中，通常把对股东利益的保护作为公司治理的唯一目标，而忽视了对债权人利益保护问题。在我国商业银行存在较高坏账损失的情况下，研究对债权人利益的保护也是十分重要的。

我国是转轨经济国家，企业，尤其是国有企业的股份制改造大部分是由政府推动的。在对公司上市进行股权结构设计时，股权结构的治理效应并不是唯一考虑的因素，还往往掺杂着政治上的考虑。随着经济改革的深化，我国资本市场在经历了十几年的发展之后也日益成熟，上市公司的股权结构已经发生了变化。但是，从目前国内现有的研究来看，系统研究上市公司股权结构变化的文献尚较少见到。

鉴于上述围绕股权结构进行的研究中所存在的缺憾，本书将对如下问题进行重点考察和研究：

第一，中国上市公司自资本市场建立以来，其初始股权结构是怎样的？股权结构的现状又是如何？股权结构是否发生了变化？如果发生了变化，其变化路径是怎样的？是通过哪些方式发生变化的？

第二，考虑股东利益（特别是中小股东利益）和债权人利益，构建理论框架分析不同股权结构下公司主要利益相关者的行为，从而对不同股权结构下产生的权益代理成本、债务代理成本、大股东对中小股东的代理成本提出假说。

第三，寻找上述代理成本的替代表征指标，并运用上市公司数据对股权结构与代理成本的关系进行实证检验。

1.2.2 研究意义

1.2.2.1 理论意义

近年来，国内有众多学者对我国上市公司的公司治理问题围绕股权结构的安排进行了研究。然而，由于缺乏一个统一的理论框架，这些文献的结论很难相互衔接，从而阻碍了国内文献的积累。本书试图以外部投资者

利益保护为核心,以公司股权结构为基础,通过对不同股权结构下利益相关者行为的分析,探索中国上市公司股权结构与代理成本的关系,为研究中国上市公司的公司治理问题提供一种范式,丰富新兴市场的公司治理理论。

1.2.2.2 实践意义

第一,通过对我国上市公司股权结构现状、股权结构变化路径及变化方式的系统研究,帮助我们了解国家监管政策给上市公司股权结构变化带来的影响,寻找促进上市公司股权结构向有效率方向演进的方法和途径,也可以为企业上市时股权结构的设计提供一些可供参考的依据。

第二,股权集中和股权分散可以带来不同的代理问题。通过实证检验不同集中度类型与几种代理成本的关系,有助于探讨在中国目前对投资者利益保护水平下,哪一种股权结构可以有更好的治理效果。

第三,通过对国有控股上市公司和民营控股上市公司股东与经理人之间代理成本以及控股股东与中小股东代理成本的比较分析,为今后改革政策的制定提供一定依据。

第四,债权人作为外部投资者之一,对其利益的保护关系到国民经济的健康发展。在中国逐渐放开对贷款利率的管制,银行对贷款实行自由定价的背景下,研究公司股权结构对债务代理成本的影响非常有意义。

1.3 研究思路、结构安排及研究方法

1.3.1 研究思路及基本研究假定

本书遵循“股权结构—利益相关者行为—代理成本”(Structure - Conduct - Cost)这样一个研究思路。该思路的基本出发点是,股权结构(Structure)决定利益相关者行为(Conduct),利益相关者行为影响代理成本(Cost)。通过对我国上市公司股权结构特征的考察,分析上市公司不同股权结构下主要利益相关者的代理行为,以及不同行为所导致的各利益相关者之间的委托代理问题,并运用实证研究方法比较我国上市公司不同股权结构下的代理成本及代理成本与股权结构之间的相关关系。本书的研究框架见图1-1。