

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

上市公司代理问题、投资者 保护与公司价值

Agency Problem、Investor Protection and
corporate value of China's Listed Companies

■ 王力军 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

上市公司代理问题、投资者 保护与公司价值

*Agency Problems, Investor Protection and
Corporate Value of China's Listed Companies*

■ 郑海江 著



中国发展出版社

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

F276.6

95

上市公司代理问题、投资者 保护与公司价值

Agency Problem, Investor Protection and
corporate value of China's Listed Companies

■ 王力军 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：莫霓舫
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司代理问题、投资者保护与公司价值 / 王力军
著. —北京：经济科学出版社，2007. 10
(北京工商大学财务与会计学术前沿论丛)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 6467 - 2

I. 上… II. 王… III. 上市公司 - 企业管理 - 研究
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 112285 号

上市公司代理问题、投资者保护与公司价值

王力军 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 5.75 印张 150000 字

2007 年 10 月第一版 2007 年 10 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6467 - 2/F · 5728 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性，其作用在于填补某一领域的空白；（2）关键性，其作用在于对某些问题取得重大的突破；（3）深刻性，其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律；（4）复杂性，其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简；（5）前瞻性，其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系列当代财务与会计领域里的前沿性论著，这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完成的，是一套充满着求实创

新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同

时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学等多学科知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

序 言

我国证券市场尽管只有十余年的发展历史，但无论在市场容量、交易手段、监管规则，还是上市公司数量等方面，都取得了长足的进步。并且，作为一种极为重要的市场组织形态，证券市场在优化资源配置、调整经济结构、完善现代企业制度以及传播市场经济理念等方面无疑发挥着无可替代的巨大作用。

但是，不容否认的是，我国证券市场仍是一个处于成长阶段的新兴市场，在其运行过程中，尚有许多不完善和不尽如人意的地方。突出表现在由于各种内外部治理机制的发育尚不成熟，股权高度集中所导致的大股东的权力得不到有效制约，大股东与公司其他利益相关方之间的利益冲突相当严重。由于大股东的“掏空”行为比较普遍，小股东的利益往往会受到损害，上市公司的价值也无法实现最大化。这就引发我们思考公司治理所讨论的一个深层次问题，即我国上市公司所有权与控制权的分离是否造成了较为严重的代理冲突，其对公司价值会带来什么样的影响？什么样的治理机制

能够相对约束大股东的权利，降低代理成本，提高公司价值？这是自伯利和米恩斯（1932）以来，始终为学术界所关注的一个问题。

王力军同志所著《上市公司代理问题、投资者保护与公司价值》一书，是在其博士论文基础上修改而成的。作者在研读了大量中西方有关文献之后，对代理理论的发展脉络进行了较为系统的梳理。值得一提的是，作者吸收了西方学术界自 20 世纪 90 年代以来的一些最新研究成果，着重讨论了法律对投资者的保护作为一种治理机制对于降低代理成本、提高公司价值所发挥的重要作用，这的确是公司治理研究的一个新的方向。更进一步，作者结合我国的制度背景，借鉴企业合约理论和产权理论的相关研究成果，构建了一个分析我国上市公司代理问题的理论框架，从而为后续的实证研究打下了一个较为坚实的基础。尽管这个框架还略显粗疏，但作者试图从理论高度去解释中国现实问题的努力仍然值得赞赏和鼓励。

作者以其构建的理论框架为基础，结合我国的制度背景，实证检验了国有和民营两类最终控制人控制的上市公司其公司价值是否有所不同，不同类型的国有终极股东对上市公司价值有何影响，以及民营上市公司最终控制人的金字塔控制结构与公司价值的关系。在分析了最终控制人性质对公司价值的影响之后，作者还检验了法律对于投资者的保护作为一种治理机制是否能够有效地制约终极股东的权利，从而降低代理成本，提高公司价值。

作者的实证研究有许多较有新意的地方。比如，按照最终控制人的性质来对研究对象进行分类，而不是按照传统的

国有股、法人股和流通股分类，这在一定程度上提高了研究的可信度，是对以往类似研究文献的一个改进。对国有最终控制人按照政府控制层级更为细致的分类研究以及对民营上市公司金字塔结构控制的研究都深化了我们对上市公司的认识。另外，对投资者保护机制与公司价值之间关系的研究也丰富了我国公司治理机制有效性的研究文献。应该说，本书作者的研究工作对于理论发展以及治理实践都有积极意义。

王力军是我的博士生，他勤奋好学，刻苦努力，在学习过程中表现出务求真知的钻研精神，对此我感到很欣慰，也很高兴看到他的辛勤工作成果能够付梓成书。同时需要指出的是，学海无涯，理论的探讨没有止境，希望本书作者在新的工作岗位继续努力，针对研究过程中存在的不足和进一步的研究方向，理论结合实际，脚踏实地，勇于创新，为我们呈现更多、更好的研究成果。

是为序！

周晓苏

2007年8月

目 录

导 论 / 1

第1章 研究的理论框架 / 6

- 第一节 代理理论的研究成果 / 6
- 第二节 企业合约理论的研究成果 / 17
- 第三节 产权理论的研究成果 / 24
- 第四节 本章小结 / 30

第2章 跨国比较的经验证据 / 32

- 第一节 来自发达国家的经验证据 / 32
- 第二节 来自新兴市场国家的经验证据 / 42
- 第三节 来自转轨国家的经验证据 / 47
- 第四节 其他跨国比较的经验证据 / 56
- 第五节 本章小结 / 62

第3章 我国证券市场诞生和发展的逻辑 / 63

- 第一节 重工业优先增长的赶超战略与传统
经济体制的形成 / 63
- 第二节 国有企业的机制转换与融资方式的变革 / 65
- 第三节 我国上市公司代理问题的恶化以及
证券市场的边缘化 / 72
- 第四节 我国证券市场的投资者保护状况 / 78
- 第五节 本章小结 / 83

第4章 所有权、控制权与公司价值 / 85

- 第一节 导言 / 85
- 第二节 数据和研究设计 / 87
- 第三节 实证结果及分析 / 93
- 第四节 稳定性检验 / 106
- 第五节 本章小结 / 107

第5章 最终控制结构、投资者保护与公司价值 / 111

- 第一节 数据和研究设计 / 111
- 第二节 多元回归结果及分析 / 115
- 第三节 本章小结 / 128

第6章 代理问题、投资者保护与公司价值的进一步检验 / 130

- 第一节 引言 / 130
- 第二节 对全体样本的研究 / 132
- 第三节 对国有样本的研究 / 138
- 第四节 对民营样本的研究 / 143
- 第五节 本章小结 / 147

第7章 结 语 / 148

- 第一节 引言 / 148
- 第二节 研究得出的主要结论 / 149
- 第三节 研究存在的不足之处 / 151
- 第四节 一些相关的政策性建议 / 152

参考文献 / 156

后 记 / 168

导 论

一、问题的提出

公司治理 (corporate governance) 是目前理论及实务界均关注的热点问题, 学者们从不同的角度探讨了公司治理的内涵。比如 Cochran 和 Wartick (1988) 就认为, 公司治理要解决的是高级管理人员、股东、董事会和公司的其他利益相关者相互作用产生的诸多特定的问题。有关公司治理的核心问题是: (1) 谁从公司的决策 (经理的行为) 中获利? (2) 谁应该从公司的决策 (经理的行为) 中获利? 当两者存在矛盾时, 公司治理问题便随之出现了。Blair (1995) 则从狭义和广义的角度探讨了公司治理的含义。她认为, 狭义地说, 公司治理是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排。广义地讲, 公司治理则是指有关公司控制权或有关剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排, 这些安排决定公司的目标, 谁在什么状态下实施控制, 如何控制, 风险和收益如何在企业不同的成员之间分配这样一系列问题。Shleifer 和 Vishny (1997) 认为, 公司治理理论研究的是出资者确保自己可以得到投资回报的方法问题。投资

者如何使经理们将利润的一部分作为回报返还给自己？他们怎样确定管理层没有侵占他们所提供的资本或将其投资在不好的项目上？投资者如何控制经理层？钱颖一（1995）认为，公司治理结构是一套制度安排，用以支配若干在公司中有重大利害关系的团体——投资者（股东和贷款人）、经理人员、职工之间的关系，并从这些联盟中实现经济利益。公司治理结构包括：（1）如何配置和行使控制权；（2）如何监督和评价董事会、经理人员和职工；（3）如何设计和实施激励机制。费方域（1996）认为，公司治理的本质是一种关系合同，是一套制度安排，它给出公司各相关利益者之间的关系框架，对公司目标、总的原则、遇到情况时的决策办法、谁拥有剩余决策权和剩余索取权等定下规则，用于代表和服务于出资者（或相关利益者）的利益。它的功能，是对内部人控制加以控制、监督、激励和约束，核心是要解决由谁根据什么来评判经营者，并在代理成本太高时用更好的经营者来替换不好的经营者。林毅夫等（1997）则指出，所谓的公司治理结构，是指所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制的一整套安排。他们认为通常人们所关注的公司治理结构，实际指的是公司的直接控制或内部治理结构。对公司而言，更重要的应该是通过竞争的市场所实现的间接控制或外部治理。因而他们是从内、外两个角度来界定公司治理的，同时内外两个角度的中心是所有者对经营管理与绩效的监督与控制。张维迎（1998）认为公司治理结构是这样一种解决股份公司内部各种代理问题的机制，它规定着企业内部不同要素所有者的关系，特别是通过显性和隐性的合同对剩余索取权和控制权进行分配，从而影响企业家和资本家的关系。郑志刚（2005）认为，公司治理机制（corporate governance mechanism）是解决现代公司由于控制权和所有权分离所导致的代理问题的各种机制的总称，它既包括公司治理的法律和政治途径、产品和要素市场竞争、公司控制权市场、声誉市场等外部控制机制，同时包括激励合约、董事会（外部董事）、大股东治理、债务融资等内部控制系统。吴敬琏（2005）认为，狭义地说，公司治理指的是在所有与控制分离的情况

下,投资者与公司之间的利益分配和控制关系。广义而言,公司治理是以公司价值最大化为目标的一整套约束激励手段和制衡机制,用以规范和协调公司包括股东、债权人、管理人员、员工、供应商、零售商、消费者在内的利益相关者(stakeholders)之间的关系,其要旨是在履行公司的财务、法律和其他合同义务(即保护其他利益相关者的利益)的前提下使公司价值最大化(即保护股东利益)。……公司治理有时也被描述成一套保护“外部人”,即少数股东免受“内部人”即管理层和大股东侵害的规则和机制。

综合上述学者的研究,我们可以发现,公司治理关注的焦点是现代公司由于所有权与控制权发生分离所导致的企业利益相关者之间的利益冲突,这种利益冲突可能会损害到公司的价值,影响公司的长远发展,从而需要一系列的治理机制(分为内部机制,如股东大会、董事会、激励机制等;以及外部机制,如控制权市场、声誉机制、法律等)来约束企业各方,尤其是公司的内部人,维护企业各方的正当权益不受侵害,并以此促进公司价值的最大化。

我国证券市场自诞生十余年以来已经有了较为长足的发展,证券市场总市值和上市公司家数均不断增长且初具规模,证券市场已经成为我国建设社会主义市场经济体制不可或缺的一部分。但是由于我国证券市场仍然是一个新兴市场,制度发育还不成熟,投资者理性尚有待提高,市场投机氛围较为浓厚;再加上我国证券市场还具有转轨的性质,即承担着原国有企业建立现代企业制度、融资及转换经营机制的重任,新兴加转轨的现实使得我国证券市场积聚了大量的矛盾和问题需要予以化解。这方面一个突出的表现就是上市公司虽然具备了现代企业制度的雏形,其公司治理却仍处于很低的水平,从媒体持续不断曝光的上市公司丑闻就可见端倪,如较早的红光实业欺诈上市、银广夏业绩造假、猴王股份和济南轻骑大股东的“掏空”行为,到近期的三九药业大股东巨额占款、强庄德隆系崩盘、顾维军控制的格林柯尔系上市公司为其私人控制的公司大量输送利益,等等。除了这些情节非常严重、市场影响力较大的事件以外,我国上市公司的各种关

联交易、资产重组行为层出不穷，其中有相当部分属于不正当关联行为，也就是说这些行为仅仅是为了公司大股东或其他内部人的利益，而不是以上市公司的长远发展以及所有股东的共同利益作为出发点，这些不正当关联交易和资产重组屡禁不止，已经成为制约我国证券市场长期健康发展的一个毒瘤。究其根源，就在于由于缺乏有效的治理机制，股权高度集中所导致的大股东的权力得不到制约，大股东与公司其他利益相关者之间的利益冲突相当严重，一些上市公司的大股东利用其在上市公司的控制地位，通过各种合法或非法的手段为自己谋取私利，而置上市公司的长远发展以及公司其他小股东的利益于不顾。如果不能建立有效的治理机制来从根本上对大股东的权力加以制约，那么这种利益冲突势必会损害公司的价值，甚至危及到我国证券市场的长期健康持续发展。

正是基于此，本书希望在前人研究的基础上，通过更为细致的理论梳理和实证研究，进一步深入探讨我国上市公司由于股权高度集中所导致的代理问题及其表现形式，并着重检验我国法律对投资者的保护等外部治理机制是否能够在一定程度上约束公司内部人，降低代理成本，从而提高公司的价值。

二、研究的逻辑体系

本书以对代理问题的讨论作为逻辑起点。早期的代理理论以公众公司股权高度分散作为前提，主要研究外部股东与管理层之间的利益冲突所导致的代理问题；自 20 世纪 90 年代以来，代理理论转向了研究股权相对集中前提下大股东与小股东之间的利益冲突所导致的代理问题，法律对于投资者的保护作为一种治理机制的作用尤其得到了高度重视。但是，代理理论仍然存在研究视角的不足，主要表现在其始终以公司内部人和外部人之间的利益冲突作为逻辑主线，而忽略了由于企业合约的高度不完备和信息不对称所导致的企业剩余索取权和剩余控制权配置不当、逆向选择和道德风险以及机会主义行为等因素可