



高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校
社会发展研究中心

汇集高校哲学社会科学优秀原创学术成果
搭建高校哲学社会科学学术著作出版平台
探索高校哲学社会科学专著出版的新模式
扩大高校哲学社会科学科研成果的影响力



上市公司大股东 代理问题实证研究

Empirical Study on Large Shareholder
Agency Problems in Listed Companies

宋力/著

光明日报出版社



高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校
社会发展研究中心

汇集高校哲学社会科学优秀原创学术成果
搭建高校哲学社会科学学术著作出版平台
探索高校哲学社会科学专著出版的新模式
扩大高校哲学社会科学科研成果的影响力



上市公司大股东 代理问题实证研究

Empirical Study on Large Shareholder
Agency Problems in Listed Companies

宋力/著

光明日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司大股东代理问题实证研究/宋力著. —北京:
光明日报出版社, 2009. 12

(高校社科文库)

ISBN 978 - 7 - 5112 - 0454 - 7

I. 上… II. 宋… III. 上市公司—股东—研究—中国
IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 206539 号

上市公司大股东代理问题实证研究

作 者: 宋 力 著

出 版 人: 朱 庆

责任编辑: 刘 彬

特约编辑: 赵 婧

责任校对: 叶衍瑛 陆 舟

责任印制: 胡 骑 宋云鹏

出版发行: 光明日报出版社

地 址: 北京市崇文区珠市口东大街 5 号, 100062

电 话: 010 - 67078241(咨询), 67078945(发行), 67078235(邮购)

传 真: 010 - 67078227, 67078233, 67078255

网 址: <http://book.gmw.cn>

E - mail: gmcbbs@gmw.cn

法律顾问: 北京市华沛德律师事务所张永福律师

印 刷: 北京大运河印刷有限责任公司

装 订: 北京大运河印刷有限责任公司

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社发行部联系调换

开本: 690 × 975 毫米 1/16

字数: 240 千字

印张: 14. 25

版次: 2009 年 12 月第 1 版

印次: 2010 年 1 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978 - 7 - 5112 - 0454 - 7

定价: 30. 80 元



前 言

中小投资者利益保护问题是资本市场中的重要研究课题之一，揭示和监管大股东对中小股东利益的侵害是实现中小投资者利益保护的必要前提。本书通过对我国上市公司大股东与小股东之间的代理问题的分析，从理论和实证两方面揭示大股东通过隧道挖掘方式对小股东及上市公司侵害程度，揭示上市公司的公司治理特征与控股股东代理行为及其对中小股东侵害程度间的内在关系，使得保护中小股东权益这一监管理念更具有可操作性。

本书是在我主持完成的国家社科基金项目“上市公司大股东代理问题研究”研究成果的核心部分，本书的主要研究的内容有：（1）针对控股股东表现出的主要代理行为，创建了大股东侵占成本的测量体系；（2）运用层次分析法构建了大股东控制能力约束指数，用以反映公司治理因素对大股东行为的约束，体现大股东对公司的实际控制能力强弱情况。（3）运用回归分析、因子分析等方法对公司治理因素与大股东代理行为的关系进行了实证研究。研究发现：当公司治理因素对大股东约束越强，上市公司的侵占成本越小，有利于公司绩效的提高；以公司治理的维度为因子变量比单个公司治理指标变量对控股股东侵占成本的影响更为显著。通过对盈余管理与控股股东代理行为的关系研究发现：第一大股东持股比例与盈余管理行为呈倒U型；高管与公司利益的一致程度因素与盈余管理呈负相关关系；董事会与经理层的两职合一状况因素与盈余管理正相关；高管规模状况因素与盈余管理呈负相关关系。（4）运用回归分析、因子分析等方法开展了公司治理因素对控股股东操纵下的关联交易影响的研究。实证研究的主要结论是：控股股东持股比例与资金占用、关联销售侵占成本显著正相关；高管规模与资金占用、关联销售侵占成本从总体趋势上看呈现正相关关系；控股股东控制的高管人数与资金占用、关联销售侵占成本正向关系显著。（5）通过对股权分置改革后控股股东代理行为变化的分析，构建了股权分置改革后控股股东代理行为指数。运用代理行为指数对样本公司分析发现，控股股东通过非公允的关联交易和影响上市公司独立性，进而



通过间接方式来侵害上市公司和中小股东利益的行为比较普遍。(6) 对股权分置改革后公司治理与控股股东代理行为的关系研究发现:大股东间的股权制衡对控股股东代理行为有抑制作用,机构投资者和“小非”股东对控股股东、“大非”股东有制衡作用;独立董事占董事会人数比例、年度及临时股东大会会议的出席率、与控股股东代理行为指数存在显著的负相关关系,不在上市公司领取报酬的董事所占的比例与控股股东代理行为指数存在显著的正相关关系。(7) 结合研究结论提出建立控股股东疑是行为谈话制度、高管薪酬与控股股东代理行为挂钩机制、利用股票期权计划约束控股股东代理行为、建立对控股股东、高管人员代理行为收益的追讨长效机制、建立独立董事、监事会人员任职资格及工作业绩数据库、限定控股股东的一致关系人出任上市公司高管的比例、对控股股东可能操纵股价行为进行实时监控等10项监管建议与对策。

本书的主要读者对象是中国证券市场的投资者及其上市公司高管人员、从事经济管理研究工作的教师及研究生,由于本书的大多数章节的内容是由实证研究论文构成,对于刚刚开始从事实证研究的读者可以参考本书的研究内容和方法进行相关的实证研究。

在本书编写过程中,参考和引用了许多文献资料,这些文献资料给本项研究以启迪,丰富了这本著作的研究内容,这些文献资料大部分已在本书参考文献中列出,但由于受本书的篇幅所限以及部分网上文献没有明确的出处,所参考的少部分文献资料没有列入参考文献中,在这里我们向这些文献资料的作者表示歉意,并向书中引用的所有文献资料的作者致谢。在本书出版过程中,承蒙光明日报出版社和教育部高等学校社会发展研究中心的支持与帮助,使得本书能够尽快呈现在读者面前。在此,表示衷心的感谢!由于作者水平和时间有限,书中难免有不当之处,恳请读者批评指正。



CONTENTS

目 录

第一章 绪论 / 1

- 1.1 问题的提出 / 1
- 1.2 研究目的与研究意义 / 2
- 1.3 研究思路、研究内容与创新点 / 3
- 1.4 项目研究的理论基础 / 9

第二章 文献综述 / 12

- 2.1 关于大股东与小股东代理问题的研究 / 12
- 2.2 关于公司内部治理和代理问题的研究 / 18
- 2.3 关于大股东代理问题与盈余管理的研究 / 20
- 2.4 关于控股股东代理与关联交易问题的研究 / 23
- 2.5 关于控股股东代理与财务政策问题的研究 / 28

第三章 大股东代理行为、盈余管理与公司治理 / 38

- 3.1 股权结构对大股东以代理行为获得私有收益的影响 / 38
- 3.2 公司内部治理对大股东以代理行为实现私有收益的影响 / 39
- 3.3 大股东以代理行为实现私有收益过程的盈余管理行为验证 / 40



- 3.4 盈余管理与第一大股东持股比例关系的分析 / 45
- 3.5 盈余管理与公司治理结构关系的实证分析 / 49
- 3.6 本章小结 / 65

- 第四章 大股东侵占成本测量体系构建 / 67**
 - 4.1 大股东获利方式的统计分析 / 67
 - 4.2 控股股东侵占成本的测量指标建立 / 71
 - 4.3 大股东侵占成本指标有效性验证 / 78
 - 4.4 本章小结 / 82

- 第五章 关联交易下的大股东代理问题与公司治理 / 84**
 - 5.1 关联交易的特征及不公平的关联交易产生的根源 / 84
 - 5.2 控股股东通过不公平关联交易侵占中小股东利益的方式 / 87
 - 5.3 公司治理因素对资金占用代理行为的影响分析 / 89
 - 5.4 公司治理因素对控股股东关联销售侵占成本的影响分析 / 108
 - 5.5 本章小结 / 120

- 第六章 大股东实际控制能力与大股东侵占成本的关系研究 / 122**
 - 6.1 大股东实际控制能力指数构建 / 122
 - 6.2 约束指数的分布特征初步分析 / 130
 - 6.3 大股东实际控制能力与公司绩效的实证研究 / 137
 - 6.4 大股东控制能力与代理行为研究 / 142
 - 6.5 本章小结 / 146



第七章 大股东代理行为评价指数研究	/ 148
7.1 股权分置改革后控股股东代理行为的变化	/ 148
7.2 控股股东代理行为分析	/ 150
7.3 控股股东代理行为评价指标体系的构建	/ 163
7.4 控股股东代理行为评价指数在理论与实践中的应用	/ 174
7.5 本章小结	/ 175
第八章 股权分置改革后控股股东代理行为实证分析	/ 176
8.1 控股股东代理行为评价体系的实证检验	/ 176
8.2 控股股东代理行为分布特征分析	/ 180
8.3 股权制衡与控股股东代理行为的实证研究	/ 186
8.4 公司治理因素与控股股东代理行为指数关系的实证分析	/ 191
8.5 本章小结	/ 195
第九章 研究结论与监管对策	/ 196
9.1 研究结论	/ 196
9.2 控股股东代理行为监管建议与对策	/ 201
9.3 研究的局限性与展望	/ 206
参考文献	/ 207



第一章

绪论

1.1 问题的提出

自从 Berle 和 Means (1932) 的开创性研究以来, 有关公司治理的研究一直集中在传统的代理问题上, 即由于股权高度分散而导致的管理者与外部股东之间的代理问题。^[1] 近年来, 一些学者发现, 除美国和英国等少数几个国家外, 世界上大部分国家的企业的股权不是分散而是相当集中的。例如, La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer (1999) 发现, 在 27 个高收入国家, 约有 64% 的大企业存在大股东 (controlling shareholder)。^[2] Faccio 和 Lang (2002) 发现, 在 13 个西欧国家中, 除英国和爱尔兰外, 其他国家的股权高度集中。在 5232 家上市公司中, 44.29% 由家族控制, 这些大股东主要通过金字塔结构和交叉持股方式分离投票权与现金流量权, 强化对企业的控制。^[3] 在德国, 家族大股东控制了 20.5% 的企业 (Franks 和 Mayer, 1997)。^[4] 在新兴市场, 所有权集中度比成熟市场更高。Claessens, Djankov 和 Lang (2000) 发现, 除日本以外的东亚国家, 超过 40% 的上市公司是由家族控制的。^[5]

股权集中在少数大股东手中, 导致另一类代理问题的产生, 即大股东凭借其控股权的优势侵占小股东的利益, 为其获得私有收益而产生掠夺行为, 称“大股东的代理问题”。因为大股东一旦控制了企业, 它们常常利用企业的资源谋取私利, 损害其他股东和利益相关者的利益。正如 LLS (1999) 所言, 在世界上大多数大企业中, 主要的代理问题是大股东掠夺小股东, 而不是职业经理侵害外部股东利益。^[2] Claessens, Djankov, Fan 和 Lang (2002, 以下简称 CD-FL) 也认为, 在大多数国家的公司中, 大股东掠夺小股东是非常重要的委托—代理问题。^[6]

大股东可能采取多种手段掠夺小股东, 如支付给高级管理者过高的报酬、大股东通过上市公司担保而取得贷款、股权稀释、关联交易、夺取企业的投资机会或者迫使企业投资于不盈利但却有利于大股东的投资项目等等。Johnson,



La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer (2000) 使用“利益输送”(tunneling)一词来描述大股东转移企业资源的行为。^[7]大股东转移上市公司资源进而攫取控制权私有收益(private benefits of control), 这种收益不但不能为其他小股东分享, 而且还直接损害小股东的利益。当大股东通过金字塔结构和交叉持股方式分离所有权与控制权、大股东担任企业的高级管理者以及法律对小股东的保护较差时, 这种利益输送行为可能更加严重。

大股东的代理问题可能出现在大股东与小股东有利益冲突的任何地方。不过, 在新兴市场, 这类代理问题尤其严重, 因为在新兴市场保护小股东的治理机制非常不健全, 如保护小股东的法律和司法体系、分散的所有权结构、独立性高的董事会、活跃的外部接管市场以及有效的信息批露等。中国资本市场是一个典型的新兴市场, 发展时间短, 保护投资者的相关法律和司法体系还相当不健全, 股权高度集中, 控制权市场基本不存在, 人为的市场分割和政府作为大多数上市公司的大股东, 使大股东的利益几乎不会受到其他股东的约束和挑战。上市公司的大股东可以肆无忌惮地掠夺小股东而很少受到法律的惩罚, 大股东掠夺小股东的事件频频发生。如何防范大股东对中小股东的掠夺, 有效地保护中小股东的利益成为我国资本市场亟待解决的问题。因此, 大股东代理问题的研究就成为公司治理研究的一个重要领域。

1.2 研究目的与研究意义

项目的研究目的及研究意义是通过分析我国上市公司大股东与小股东之间的代理问题, 从理论和实证两方面揭示大股东通过隧道挖掘方式对小股东及上市公司侵害程度, 揭示上市公司公司治理特征与对中小股东侵害程度间的内在关系, 使得保护中小股东权益这一监管理念更具有可操作性, 这对促进我国中小股东权益的保护具有实质性意义, 进而可以实现社会资源的合理配置, 进一步完善我国上市公司的治理理论。具体来说, 项目的研究目的及研究意义主要包括以下方面:

(1) 从理论上来说, 分析上市公司大股东与小股东之间的代理问题, 有利于扩展公司治理的研究。国外学者对有关大股东与小股东的代理问题在各国间差异的比较研究中, 是以国家为单位进行比较分析, 这些研究没有将中国包括在内。此外, 国内学者对上市公司大股东与小股东的代理问题虽然有较深入的研究, 但缺乏科学的实证证据和计量方法。因此进一步深入研究中国这样一个特殊的新兴市场有助于丰富有关公司治理理论的研究, 增加相关研究的文献



积累。

(2) 从小股东保护与其经济效应的关系来看,法律保护小股东和债权人免受大股东和管理者的掠夺,有利于促进金融市场发展,提高资本配置效率。Castro, Clementi 和 MacDonald (2003) 发现,投资者保护可以促进经济增长。^[8] Johnson, Boone, Breach 和 Friedman (2000) 发现,对投资者保护弱的国家,内部人侵害小股东和债务人的利益是上世纪末东南亚金融危机爆发的主要原因之一。^[9] 从以上可以看出,深入分析大股东与小股东之间的代理问题,研究小股东的有效保护,对于促进我国金融市场的健康发展,加速经济增长具有重要意义。

(3) 从上市公司的角度来看,认识大股东侵害小股东问题,有助于规范企业的治理结构,吸引外部投资者,降低资本成本。良好的投资者保护有助于企业减少融资成本,获得更多的外部资金。Himmelberg, Hubbard 和 Love (2002) 发现,投资者保护有助于企业减少资本成本,扩大投资。^[10] Klapper 和 Love (2002) 也发现,在新兴市场,投资者保护越好,企业经营业绩和市场价格越高。^[11] 因此,研究大股东与小股东的代理问题有助于企业改善治理结构,减少融资成本,提高企业经营业绩和市场价格。

(4) 从监管的角度来看,深入认识大股东与小股东之间的代理问题,揭示其一般规律,有助于监管者更好地实施有效的监管措施,提高监管效率,促进资本市场的规范化运作。使得保护中小股东权益这一监管理念更具有可操作性,这对促进我国中小股东权益的保护具有实质性意义,进而实现社会资源的合理配置;此外,从广大中小投资者的角度来看,认识大股东侵害小股东问题,有利于帮助中小投资者避免受到大股东侵害,主动回避可能对其利益构成侵害的公司,选择合适的投资对象,取得合理的投资回报。对于上市公司而言,由于监管部门的严格监管和中小股东的主动回避,必然迫使“问题”公司完善公司治理结构。

1.3 研究思路、研究内容与创新点

1.3.1 研究目标、思路与研究内容

项目的研究目标:一是建立控股股东对上市公司及中小股东利益直接侵害而产生的控股股东侵占成本的测量体系。二是研究股权结构、公司治理因素与控股股东代理行为的量化关系,寻找发生控股股东代理行为概率较大时股权结



构、公司治理因素的经验值。三是构建控股股东代理行为评价指数，分析股权分置改革后控股股东代理行为的特征。四是结合研究结论提出对控股股东代理行为的监管建议。

由于本项目的研究期间我国上市公司实施了股权分置改革，股权分置改革前后控股股东的利益取向的变化导致控股股东代理行为表现方式的改变，股权分置改革前控股股东代理行为主要以直接侵占上市公司利益为主，主要是侵占上市公司资金、非公允关联交易侵占上市公司利益、针对中小投资者的高价增发配股以提高其持有的股票的净资产等，这些代理行为可以通过技术控股股东侵占成本的方式来测量其对上市公司和中小投资者利益的侵占程度。股权分置改革后控股股东的代理行为表现为多样性和隐蔽性，且一般都规避了有明文规定的监管条例，控股股东代理行为主要是通过影响上市公司独立性、非公允的关联交易、操纵相关信息和公司利润、影响股票价格等方式来侵占上市公司和中小股东利益，控股股东持有的股票在禁售期后将上市流通，控股股东为了其持有的股票能上市流通卖个好价钱，其行为的变异性较大，在后股权分置时期，控股股东对上市公司的支持行为和代理行为交替出现，这就使得在研究控股股东代理行为时不能采用直接计量控股股东代理行为产生的侵占成本，而只能采用构建评价指数的间接测量方法。因此，对控股股东代理行为的研究分为股权分置改革前（以直接侵占为主）和股权分置改革后（以间接侵害为主）两个阶段来进行，股权分置改革前，控股股东行为的变异性较小，特别是2003~2004年是控股股东代理行为最为严重的时期，这一时期可以视为问题暴露时期，这一阶段主要侧重于研究控股股东代理行为产生的侵占成本如何量化、公司治理因素与控股股东代理行为的关系、确定发生控股股东严重侵害中小股东利益时公司治理的经验阈值。股权分置时期控股股东为了其私有利益的最大化，侵害中小股东利益的代理行为较为严重和具有代表性，控股股东代理行为暴露的较为明显，表现为控股股东对上市公司及中小股东利益的直接侵占。因此，将这一时期视为控股股东代理问题暴露的“问题窗口”，透过这一“问题窗口”来研究股权结构、公司治理因素与控股股东代理行为的量化关系，既可以揭示控股股东直接侵占中小股东利益的代理行为的内因，又可以增强所研究问题的显著性。

由于股权结构、公司治理因素与控股股东代理行为的关系是内因与现象的关系，尽管股权分置改革实施促使控股股东暂时收敛和隐蔽了对中小股东侵害的代理行为，但控股股东代理行为的收敛只是由直接侵占中小股东利益变为间



接侵害，由连续、长期变为间歇、隐蔽，若不改变股权结构、公司治理因素这些引发控股股东代理行为的内在因素，控股股东代理行为不仅不会减少，而且会以新的、更隐蔽的方式出现。因此，以控股股东代理问题暴露时期为研究样本所得到的股权结构、公司治理因素与控股股东代理行为的量化关系的研究成果，对后股权分置时期及未来的全流通时代仍然具有现实的意义。

股权分置改革后，对控股股东代理行为的研究主要是构建控股股东代理行为评价指数，发现控股股东代理行为新的特征，控股股东代理行为与公司治理的关系。2005~2007年是股权分置改革期间，控股股东为了顺利实现其股份的流通及其利益最大化的需要，直接侵占上市公司利益的控股股东代理行为明显减少，多家上市公司的控股股东出现对上市公司的支持行为，其代理行为主要是以操纵信息披露等间接影响中小股东利益的形式出现，控股股东代理行为变得更为隐蔽和复杂。通过构建控股股东代理行为评价指数，实现对控股股东间接影响中小股东利益的代理行为的判别及评价，可以为监管部门提供测量控股股东代理行为的工具，通过对后股权分置时代控股股东代理行为的统计分析，揭示股权分置改革后控股股东代理行为的特征，揭示控股股东间接侵害中小股东利益的代理行为与公司治理的量化关系，对从公司治理层面来进一步完善监管措施具有重要的意义。

项目研究的基本思路是：对控股股东直接侵占上市公司及中小股东利益的代理行为的研究是从构建控股股东侵占成本的量化指标体系入手，分析影响控股股东代理行为的公司治理因素，研究公司治理与控股股东代理行为的量化关系，最终确定发生严重代理行为时的公司治理指标阈值。对控股股东间接侵害中小股东利益的代理行为的研究是从构建控股股东代理行为评价指数入手，分析股权分置改革后控股股东代理行为的新特征，运用实证分析的方法研究公司治理因素与控股股东代理行为指数的关系。在确定公司治理因素与控股股东代理行为具体的量化关系后，结合研究结论提出防范控股股东代理行为的措施与建议。

具体的研究过程和应用的研方法是：（1）构建控股股东侵占成本的测量体系，主要通过对控股股东代理行为及其获得私有收益的实现方式分析，依据控股股东可能实现的私有收益的数量构建控股股东侵占成本的近似测量公式；（2）测量控股股东操纵下的上市公司盈余管理与控股股东实现私有收益的关系，公司治理因素与控股股东操纵下的上市公司盈余管理的关系，主要通过对有盈余管理行为的样本公司的实证研究来实现，运用的方法主要有统计检



验、主成份分析、多元回归分析等；(3) 关联交易行为产生的控股股东侵占成本与公司治理的关系研究，主要通过对有关联交易行为的样本公司的实证研究来实现，运用的方法主要有统计检验、主成份分析、多元回归分析等；(4) 大股东对上市公司的控制能力与控股股东侵占成本的关系研究，主要通过构建了大股东控制能力的约束指数来研究大股东对上市公司的控制能力与控股股东侵占成本的关系，运用的实证研究方法主要有统计描述、多元回归分析等；(5) 构建控股股东代理行为评价指数，分析股权分置改革后控股股东代理行为的新特征；(6) 运用实证分析的方法研究公司治理因素与控股股东代理行为指数的关系；(7) 结合研究结论提出防范控股股东代理行为的措施与建议。

项目研究内容：(1) 构建控股股东侵占成本的测量体系；(2) 控股股东操纵下的上市公司盈余管理与控股股东代理行为的关系；(3) 股权分置改革前、后公司治理与控股股东代理行为的量化关系；(4) 大股东控制能力与控股股东代理行为的量化关系；(5) 控股股东代理行为评价指数的建立；(6) 股权分置改革后，控股股东代理行为的特征。(7) 防范控股股东代理行为的措施与建议。

1.3.2 创新点

(1) 创建了大股东侵占成本的测量体系。针对控股股东代理主要行为构建了相应的计量公式，如：无偿占用上市公司资金、为获取私有收益的再融资行为、非公允的关联交易、回报率不公平的现金股利分配、现金净流量累计为负值的对外投资等控股股东代理行为产生的侵占成本的计量。

(2) 构建了大股东控制能力的约束指数。控股股东约束指数以公司治理理论为基础，综合近年来我国学者的相关研究成果，包括股权结构、董事会、监事会和高管人员行为四个维度的 18 项评价指标。该指标体系着眼于公司治理因素对大股东行为的约束，体现大股东对公司的实际控制能力强弱情况。

(3) 发现了公司治理因素与大股东代理行为的新的关系。对大股东直接侵占行为的实证研究发现：大股东控制能力的约束指数与侵占成本呈显著的负相关关系，与综合绩效呈显著的正相关关系。即当公司治理因素对大股东约束越强，上市公司的侵占成本越小，同时有利于公司绩效的提高；以公司治理的维度为因子变量比单个公司治理指标变量对控股股东侵占成本的影响更为显著。通过对盈余管理与控股股东代理行为的关系研究发现：第一大股东持股比例与盈余管理行为呈倒 U 型；高管与公司利益的一致程度因素与盈余管理呈负相关关系；董事会与经理层的两职合一状况因素与盈余管理呈正相关关系；



高管规模状况因素与盈余管理呈负相关关系。对股权分置改革后的样本研究分析,大股东间的股权制衡对控股股东代理行为有抑制作用,机构投资者和“小非”股东对控股股东有制衡作用。公司治理指标中独立董事占董事会人数比例、年度股东大会会议的出席率、临时股东大会会议的出席率与控股股东代理行为指数存在显著的负相关关系,不在上市公司领取报酬的董事所占的比例与控股股东代理行为指数存在显著的正相关关系。

(4) 揭示了公司治理因素对控股股东操纵下的关联交易的影响。实证研究显示:控股股东持股比例与资金占用侵占成本显著正相关、高管规模与资金占用侵占成本从总体趋势上看呈现正相关关系、控股股东控制的高管人数与资金占用侵占成本正向关系显著、高管持股人数比例与资金占用侵占成本相关关系不显著;控股股东持股比例与关联销售侵占成本显著正相关、高管规模与关联销售侵占成本从总体趋势上看呈现正相关关系、控股股东控制的高管人数与关联销售侵占成本正向关系显著、高管持股人数比例与关联销售侵占成本相关关系不显著。

(5) 构建了股权分置改革后控股股东代理行为评价指数。为了有效地判别股权分置改革后控股股东代理行为发生的程度,构建了股权分置改革后控股股东代理行为评价指数,并运用代理行为指数对股权分置改革后的控股股东代理行为的特征进行了分析。

(6) 结合研究结论提出了对控股股东代理行为的监管对策。提出了建立控股股东疑是行为谈话制度,高管薪酬与控股股东代理行为挂钩机制,利用股票期权计划约束控股股东代理行为,对控股股东、高管人员代理行为收益的追讨长效机制,独立董事、监事会人员任职资格及工作业绩数据库,限定控股股东的一致关系人出任上市公司高管的比例,建立控股股东诚信评价体系,对控股股东可能操纵股价行为进行实时监控,保障中小股东的投票权,加强关联交易监控的措施等监管建议与对策。

1.3.3 几个主要概念的界定

项目研究中的主要概念的界定:(1) 大股东即控股股东,指直接和间接掌握上市公司控制权的股东,本研究对大股东与控股股东的概念未加以区分。(2) 控股股东代理行为,指控股股东为了获得自身利益而从事有损于上市公司利益和中小投资者的行为。(3) 控股股东侵占成本,指控股股东通过其代理行为对中小股东利益直接侵占的规模和程度,反映由控股股东代理行为产生的中小股东利益的损失。(4) 控股股东私有收益,指控股股东通过其代理行



为而获得的收益。

1.3.4 实证研究样本选择的说明

本研究对控股股东以直接侵占中小股东利益为主代理行为的实证研究采用的样本数据是2001~2004年股改前上市公司的数据,对控股股东以间接侵害中小股东利益为主代理行为的实证研究采用的样本数据是2005~2007年股改后上市公司的数据。股权分置改革前控股股东代理行为主要是以直接侵占中小股东利益的为主,主要表现为直接占用上市公司资金、非公允的关联交易、高价向中小股东增发配股等。在2001~2004年期间,控股股东代理行为最为突出。而2005~2007年正处于股权分置改革期间,绝大部分上市公司的控股股东为了顺利的完成股权分置改革,暂时停止了对上市公司中小股东利益的直接侵占,而是通过影响上市公司独立性,操纵信息披露、操纵股利政策、影响公司股价的关联交易行为等代理行为间接侵害中小股东利益。一些公司的控股股东为了大小非上市流通时卖个好价钱,还对上市公司进行了利益输送,因此,在2005~2007年间控股股东行为的变异性很大,因此,不适合用制度变革期间的数据进行控股股东直接侵占中小股东利益的实证研究。对股权分置改革后控股股东代理行为的实证研究主要以控股股东间接侵占中小股东利益为主,并借助于所建立的控股股东代理行为指数来研究控股股东代理行为的特征及其与公司治理的关系,样本数据采用2005~2007年上市公司的数据。

公司治理因素是产生控股股东的代理行为的内在原因,这种内因虽然不会因为股权分置改革的进行而发生本质的变化,但股权分置改革期间随着控股股东追求短期内的利益取向变化,控股股东直接侵占中小股东利益的代理行为可能暂时被搁置或延缓,因此,运用2001~2004年的数据研究控股股东代理行为可以最小化控股股东行为的变异性,使得所研究的结论更具显著性。控股股东代理行为不会因股权分置改革的完成而消失,公司治理因素对控股股东代理行为的影响与制约关系是内因与现象的关系,股权分置改革的完成可能导致控股股东的具体代理行为的变化,即现象的变化,因此,采用2001~2004年的数据研究所得出的公司治理因素与控股股东代理行为的量化关系的结论不会因股权分置改革的完成而发生显著变化。2009年后在全流通的背景下,控股股东对上市公司及中小股东利益的直接侵占和间接侵害会交替出现,将对股权分置改革前后控股股东直接侵占与间接侵害中小股东利益的研究结论相结合,能够全面地揭示公司治理与控股股东代理行为的内在的量化关系,为今后防范控股股东代理行为提供经验研究依据。



1.4 项目研究的理论基础

1.4.1 委托代理理论

委托代理理论是过去 30 多年里契约理论最重要的发展之一。它是 20 世纪 60 年代末 70 年代初一些经济学家深入研究企业内部信息不对称和激励问题发展起来的。委托代理理论的中心任务是研究在利益相冲突和信息不对称的环境下, 委托人如何设计最优契约激励代理人。在委托代理的关系当中, 由于委托人与代理人的效用函数不一样, 委托人追求的是自己的财富更大, 而代理人追求自己的工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间最大化, 这必然导致两者的利益冲突。在没有有效的制度安排下代理人的行为很可能最终损害委托人的利益。为了预防和惩治代理人的败德行为, 委托人有必要采取“胡萝卜与大棒”政策: 一方面是对其代理人进行激励, 力求实现激励相容; 另一方面对代理的过程实行监督, 充分发挥“经理人市场”的作用。这样使得代理人的行为符合委托人的效用函数, 从而部分解决委托代理问题。

从解决问题的角度出发, 上市公司的委托代理理论主要有两种: 一种是规范代理理论, 是指由于代理人目标函数与委托人目标函数不一致, 加上存在不确定性和信息不对称, 代理人有可能偏离委托人的目标函数而委托人难以观察并监督而出现的代理人损害委托人利益的委托代理问题。解决此类问题, 规范的代理理论追求特定形式的合同设计, 注重对问题的数学模型化处理, 从效用函数、不确定信息分布和报酬安排出发, 构造风险适当当的合同关系。该理论认为企业的所有权和分配是给定的, 重点在于事前雇佣合同和信息系统设计。二是实证代理理论。代表人物如阿尔钦和德姆塞茨 (1972), 詹森和麦克林 (1976)。假定上述规范问题已经解决, 着重研究表明委托人和代理人之间关系的均衡合同的决定因素和面临的激励问题, 其侧重点在于寻找以最小的代理成本构造可观测合同的方法。詹森和麦克林 (1976) 提出了代理成本的概念, 并认为代理成本是企业所有权结构的决定因素。

在上市公司中存在着多层多个委托代理关系, 其中大股东与经理层之间的委托代理问题属于规范代理理论的范畴, 即解决此类代理问题的重点是如何设计一套董事选任制度或合同, 以选出具有充分独立性的董事监督经理人的经营表现和成果, 亦即可以通过公司治理内部机制 (股权结构、董事会、经理层激励、信息披露和透明度) 的有效安排来激励和约束代理人。

大股东与中小股东之间的代理问题是目前全世界范围的一个共性问题, 尤