



• 经济管理学术文库 •

杨松武 / 著

上市公司治理机制

——基于两类代理成本的研究

The Research on the Governance Institutions of Listed Company:
Based on the Double Agency Costs

在“漸進式”轉軌的大背景下，經理人代理成本與控股股東代理成本并存是我國上市公司、股票市場中特有的經濟現象。兩類代理成本并存，不但對原有代理成本研究框架發生衝擊，而且對公司治理機制作用的發揮也提出了嚴峻挑戰。如何將兩類代理成本置于同一框架下進行研究，以及如何科學評估公司治理機制對兩類代理成本的作用效果，將構成本研究的核心內容。本書的前半部分主要致力於兩類代理成本研究架構的構建，從國內外理論文獻演進和對中國現實經濟情況進行分析兩個層面展開。本書的後半部分側重于各類公司治理機制與兩類代理成本關係的經驗研究，使用面板數據計量方法，



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



• 经济管理学术文库 •

上市公司治理机制

——基于两类代理成本的研究



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司治理机制：基于两类代理成本的研究/杨松武著. —北京：经济管理出版社，2009. 7

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0696 - 4

I. 上… II. 杨… 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(2009)第 125119 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：世界知识印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：杜 菲

技术编辑：杨国强

责任校对：陈 颖

787mm × 1092mm/16

9.75 印张 166 千字

2009 年 8 月第 1 版

2009 年 8 月第 1 次印刷

定价：28.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 0696 - 4

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

自序

本书的主题，发端于笔者对中国上市公司代理成本特殊性及其所引发的公司治理问题的现实思考。在当今世界范围内，关于公司代理成本及其治理的研究主要存在两大架构：①在股权高度分散条件下，如何对经理人代理成本进行治理；②在股权相对集中条件下，如何对控股股东代理成本进行治理。第一个框架流行于20世纪80年代，研究对象为英美公司制度模式；第二个框架诞生于20世纪90年代，主要分析除盎格鲁—撒克逊模式外的其他公司制度。与世界上其他国家公司的代理成本情况不同，在中国的上市公司以及股票市场中，同时存在着高昂的经理人代理成本（或称为第一类代理成本）与控股股东代理成本（或称为第二类代理成本）。“两类代理成本并存”不但对原有代理成本研究框架产生冲击，而且对公司治理机制的作用发挥也提出了严峻挑战——毕竟，仅仅围绕如何降低经理人代理成本或者控股股东代理成本的研究思路很难适用于两类代理成本问题分析。同时，公司治理机制不能平行且均衡地作用于两类代理成本，也将导致公司治理机制的作用效果评价成为一道难题。

本书欲以此为契机，探讨依托于中国国情的两类代理成本与公司治理机制的理论框架；在理论分析的基础上，同时注重公司治理机制对代理成本作用的经验层面，以经验去检验理论，并对现实做出说明。研究中所采用的经验方法与以往同类经验研究略有不同，过去一般采用治理变量对公司绩效或市场价值进行回归，往往将代理成本作为一个整体来处理，殊不知，这掩盖了代理成本内部世界的变化情况；本书将在更具体的层面上，研究治理变量对两类代理成本的作用机制和效果，并考虑两类代理成本的整合问题，以期对治理机制如何更好地控制代理成本进行深度揭示。最终回到现实政策层面，希望理论研究结论能够为我国公司治理机制改革提供理论和经验上的支持。

从内容上看，本书可以分为前后两大部分：前面侧重于两类代理成本研究架构的理论分析，后面侧重于理论基础上的经验研究。在理论部分，首先通过对前人研究成果的历史和逻辑梳理，展现研究主题的理论价值所在；然后结合

中国实际，突出我国上市公司代理成本的特殊性，并进一步阐明了特殊性生成的原因，以及两类代理成本并存给公司治理带来的挑战。本书的经验研究部分主要沿着如下思路展开：首先揭示第一类代理成本与公司治理机制的关系，其次完成对第二类代理成本与公司治理机制关系的研究，最后在保持高度可比性的前提条件下，通过对以上两大研究结果进行汇总，总体上得出总代理成本与公司治理机制间的关系，并以此为依据，完成对各类别公司治理机制治理效果的筛选，相关政策启示也就水到渠成了。

关于两类代理成本及其治理的研究，在国内外学术界还是一个比较新的课题。从文献上看，仅有极少数学者从纯粹理论层面对其展开讨论，基于理论的经验研究基本上还是一片空白。本书的研究特点和学术价值也主要在这方面显示出来。

作为一项研究成果，本书主要取材于作者的博士学位论文。在本书行将付梓之际，特向我的博士生导师、中国社会科学院经济所研究员剧锦文老师致谢。没有他在三年里的谆谆教导，没有他在论文写作过程中的精心指导和严格把关，我想这份成果是不会面世的。作为我的第一本专著，我要把它献给我的父母。跟中国千千万万农民父母一样，他们没有受过教育，含辛茹苦把我养大，供我读书，这样的恩情比天高、比海深，非言辞所能表达。他们是最有资格接受这份“礼物”的。同时，还要感谢我的岳父岳母，他们对我学业和事业的倾力支持，其帮助是不可替代的。

此外，因受本人水平以及其他客观条件所限，研究过程中难免存在错误和不足之处，希望学术同仁和读者给予指正。

杨松武

2009年5月10日

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与主题	1
第二节 核心概念说明	5
第三节 研究方法、研究框架与创新	9
第二章 现代公司代理成本及其治理机制的理论演进	13
第一节 第一类代理成本与公司治理机制	13
第二节 第二类代理成本与公司治理机制	31
第三节 两类代理成本及其治理机制分析框架	39
第三章 我国上市公司代理成本的特殊性分析	43
第一节 世界范围内主要公司代理成本类型与特点	43
第二节 我国上市公司代理成本的特殊性分析	51
第三节 代理成本特殊性给公司治理带来的挑战	57
第四章 第一类代理成本与公司治理机制研究	59
第一节 引言	59
第二节 文献回顾、理论分析与假说	61
第三节 数据来源、变量定义与研究设计	66
第四节 公司治理机制效应的实证研究与结论	69
第五章 第二类代理成本与公司治理机制研究	92
第一节 关于第二类代理成本研究方法的探讨	93
第二节 公司治理机制与第二类代理成本关系的理论分析	96

第三节	数据来源、变量设计与研究方法	99
第四节	公司治理机制效果的实证分析	101
第六章	两类代理成本框架下的公司治理机制选择	111
第一节	治理机制效果汇总、评价与筛选	111
第二节	治理机制的分类评价与筛选	116
第三节	研究结论与政策启示	126
参考文献		134

第一章 导论

自现代公司制度诞生以来,代理成本就像一个如影随形的幽灵一直伴随其左右,给现代公司发展带来巨大困扰。伯利和米恩斯早在1932年即用实证方法旗帜鲜明地揭示了现代公司所面临的“所有权与控制权分离”危机,但对如何化解这一危机却也束手无策。1976年,Jensen与Meckling从抽象的理论层面揭开了代理成本的面纱,将代理成本的产生机理、负面作用公示于众,并开始探讨治理这一“幽灵”的机制、方法。自此之后,一个新的学科——公司治理(Corporate Governance)便诞生了。公司治理,从公司内部权力配置与结构分布看,表现为一定的治理结构;如果从具体发挥治理作用的制度层面看,则表现为一系列的治理机制。公司治理机制是现代企业代理成本的自发应对机制,本书着重从公司治理机制角度,循着“代理成本最小化”这一公司治理目标展开研究;将回顾代理成本与公司治理机制的既有分析框架,并结合我国股份公司代理成本的实际状况,尝试在两类代理成本理论框架下研究公司治理机制及其功效,以期对我国公司治理机制的筛选与合理配置提供理论和经验支持。

第一节 研究背景与主题

一、公司治理机制研究的现实背景

1. 全球范围内不断涌现的公司治理现象为公司治理机制研究提供了新的素材

(1) 经济全球化激发了世界范围的公司治理竞争。经济全球化是一个长期过程,但最近20年来发展尤为迅猛。经济全球化带来了市场竞争的国际化,一个国家要想在激烈的竞争中保持优势地位,首先需要塑造高质量的微观经济主体,而公司治理水平恰恰是决定企业、公司等主要微观经济主体竞争力的核心要素。在这个环节上,各国政府的任务是通过优化公司治理环境,引导构建科学的公司治理结构和合理的治理机制,保证公司在经济决策时选择最优化经

济行为，以更好的状态迎接国际市场的挑战。

经济全球化也带来了国际资本市场的一体化，越来越多的公司可以跨越国境在国际资本市场上获取融资。不过，如何保证自己的公司能为世界各国投资者所青睐而成功融资呢？良好的公司治理机制和治理水平是投资者考虑的重要因素。

(2) 美国大公司的治理失败案例警醒世人对看似成功的公司治理机制进行重新思考。从全球范围看，英美与日德的治理模式是全球范围内最为成功的两类模式，尤其在 20 世纪 90 年代后，人们对美国的治理模式更是推崇备至。但就在新世纪伊始，美国安然公司、世通公司因财务造假和巨额亏损而宣布破产，严重打击了美国投资者对资本市场的信心，同时也引发全球投资者对美国治理模式的质疑和思考。安然公司和世通公司丑闻暴露出美国公众公司治理机制中存在的漏洞，使人们怀疑以控制权市场为核心的治理机制组合是否能够有效约束公司“控制者”对投资者利益的掠夺。除了投资者之外，政府是这一事件最严正的关注者，因为当安然公司股价从 90 美元短时间内下滑至 30 美分时，公司股东财产损失殆尽，债权人面对高额贷款损失，公司雇员养老金计划损失惨重、血本无归……美国政府必须反思公司治理机制的漏洞所在并采取措施给予弥补，以挽回投资者信心。最终，美国国会和政府加速通过《萨班斯法案》，即“公众公司会计改革与投资者保护法案”，该法案强化了董事、经理对信息披露的法律责任，加大投资者保护力度，为世界各国政府塑造成功公司治理机制提供了范例。

(3) 机构投资者的兴起给各类公司治理机制作用带来较大影响。随着经济发展水平的逐步提高，普通民众占有的社会财富不断增长。尤其在发达国家，富裕的人们在支付日常消费后会形成一定数量的剩余财产，这部分财产不断转化为私人储蓄，越来越多地选择基金这一储蓄、投资形式。结果，养老基金、共同基金、保险基金等一系列基金机构投资者不断发展壮大，成为资本市场中的重要参与者。机构投资者的兴起，为克服股权分散条件下股东的集体行动问题提供了可能。机构投资者可能通过持有的大额股份行使表决权，从一个“用脚投票”的消极投资者转化为“用手投票”的积极投资者，为大股东机制的作用发挥带来“曙光”。机构投资者的存在也会影响控制权市场、董事会机制等发生作用的具体细节，相关作用需要新的理论和实证研究进行揭示。

(4) 英美模式与日德模式间的“趋同”使公司治理机制研究面临新的挑战。在英国和美国，股票市场发达，股权相对分散，董事会往往被经理层操纵

成为“橡皮图章”，公司治理作用主要依靠外部接管市场来完成；在德国和日本，资本市场发展水平逊于英美，公司融资的很大比例来自于银行和其他公司法人，股权集中度高，控制性股东主要通过操控董事会实现对公司的治理。前者一般被称为“市场型治理”，后者被命名为“关系型治理”。在进入新世纪之前，这两类治理模式基本上平行发展，各领风骚。20世纪80年代，德日两国经济充满活力，经济增长速度惊人，表现在微观层面上就成为日德模式优于美英模式的一个理由。但是在90年代的大部分时间里，美英两国经济稳定上升，德日经济却陷入停滞的“泥潭”，又让人对前面的结论来了个180度大转弯。进入新千年后，两类公司治理模式出现了一定水平的趋同。如美国开始重视董事会的角色，通过引入过半数的独立董事加强董事会的治理作用；同时，美国政府废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act），解除了商业银行涉足证券投资等非传统银行业务的限制，为银行有效参与公司治理提供了条件。在德国和日本，政府逐步放宽对证券市场发展的限制，鼓励证券市场在融资和监管中发挥更大作用，同时公司控制权市场也有一定程度的发育。公司治理趋同打破了原有治理模式的界限，引起人们对最优公司治理机制组合的新思考。

2. 我国国企改革、股票市场发展为公司治理机制研究提供了需求动力

自1978年始，我国政府开始考虑计划体制下的国营企业改革问题。经历了1978~1983年的“放权让利”、1983~1986年的“利改税”、1987~1993年的“承包经营责任制”，至1993年才最终确立公司制改革的大方向。随着国有企业改革的逐步推进以及股票市场的创建、发展，股份制企业从无到有，从少到多，已经成为我国企业的主要形式。然而，这些企业大多还受到计划体制遗留因素的影响，运作中仍存在政企不分、产权不明、治理失效等诸多问题，客观上需要通过产权改革和科学公司治理机制构建来加以解决。

2005年，我国政府启动了股权分置改革程序，意在彻底解决股票市场人为割裂的历史遗留问题。迄今为止，股权分置改革已经进入尾声，国有股、法人股基本实现市场定价与全流通，这一举措为股票市场发挥治理作用以及进一步理顺各类公司治理机制提供了必要条件。

二、公司治理机制研究的理论背景

1. 国际方面

(1) 对公司治理研究的整体评估。根据 Denis 和 McConnell (2003) 的观

点,世界范围内的公司治理研究可以分为前后两代:第一代发生在20世纪七八十年代,研究的特征表现为各国模仿美国的治理模式,主要研究个别国家的个别治理机制,特别是董事会组成与股票所有权。第二代发生在20世纪90年代后,这一阶段可以被称为“国际公司治理研究”,因为它着重考察不同法律体系对公司治理结构和效率的影响,并进行跨国比较,La Porta等人在其中发挥了重要作用。

(2) 公司治理机制的研究状况。根据公司治理机制所处理的代理成本不同,可以将相关研究分为两大类:其一,主要研究在股权高度分散条件下,以市场为主导的公司治理机制,处理分散股东与经理的委托—代理问题。从时间上看,它主要兴盛于20世纪90年代以前,更多地来源并应用于美国和英国的治理实践。其二,研究在股权相对集中条件下,中小股东如何通过相关机制,控制控股股东的代理成本问题。大约在20世纪90年代以后,研究者越来越多地发现,在英美之外的世界多数地区,股权结构并非处于分散化状态,正相反,它们往往保持着相当高的股权集中度。在这些国家和地区,强大的董事会基本上可以对经理实行有效控制,经理人代理成本问题没有英美国家那么严重。可是,另一种代理成本却日益显现和突出,即在股权相对集中条件下,控制性股东有条件、有能力对中小股东进行剥削。因此,处理控制性股东道德风险的研究成为公司治理机制研究的新主题。

2. 国内方面

(1) 过去研究的总结。从理论层面看,关于公司治理的广义和狭义概念,学术界已经达成共识;“股东主权论”、“人力资本主权论”、“利益相关者共同治理理论”的争论已经基本平息;至于公司治理路径选择,也不再局限于“以欧美为师还是以日德为师”,而是更加关注如何从我国的适应性出发进行制度创新。从实证层面看,各类研究正在逐步深化,主要围绕各类公司治理机制对公司绩效或企业价值的影响进行分析。实际上,公司绩效或企业价值与公司代理成本是一个问题的两个方面,二者基本保持负相关关系,代理成本越高,公司绩效或市场价值越低,反之则相反。只是因为代理成本测量方面存在困难,所以,直接研究治理机制对代理成本影响的成果较少。

(2) 出现的新趋势。近几年来,人们逐步认识到,在经济体制转型国家,公司的代理成本问题具有某种特殊性。它既不同于英美国家的经理人代理问题,也不同于股权集中型国家的控制性股东剥削问题,而是以上两类代理成本都具有一定生存空间。尤其在我国这样的“渐进式转轨”国家,两类代理成本

呈现持续性“双高”特征，这种情况与发达国家的“经典”情形差异较大，对此进行深入研究有着特别重要的理论价值和现实意义。于是，在国内出现了双重委托—代理理论的相关探讨，为公司治理机制研究提出新的挑战。

三、研究主题与意义

本书欲以此为契机，探讨两类代理成本与公司治理机制理论框架；同时，注重公司治理机制对代理成本作用的实证方面，以实证去检验理论，并对现实做出说明。本书所用实证方法与以往对公司治理机制的实证研究略有不同：过去一般采用治理变量对公司绩效或市场价值进行回归，对代理成本的处理往往是将其作为一个整体，这掩盖了代理成本内部世界的变化情况；本书将在更具体的层面上，探究治理变量对两类代理成本的作用机制和效果，并考虑两类代理成本的整合，以期对治理机制如何更好地控制代理成本进行深度揭示。归根结底，希望这项研究能够为我国公司治理机制改革提供理论和经验上的支持。

第二节 核心概念说明

一、股东主权论与利益相关者论

在人们的传统观念里，企业是股东的，“股东是企业的所有者”是这一命题的同义反复。在古典企业那里，此命题没有疑问。古典企业的所有者、管理者集于一身，在很多情况下被称为“企业家”，他投入物质资本建立企业，绝对地掌控着企业的剩余索取权和控制权。工人只是作为一种生产要素而被企业家所雇用，获得固定报酬，与“剩余”没有任何联系。无论从哪个角度看，古典企业都是属于股东的，他几乎负责企业的所有重大决策，有权获得企业创造的利润，并承担因决策失误所带来的财产损失风险。

即便如此，“企业是股东的”这一命题也不能简单地推演至现代公司制企业。现代公司，在现代企业理论视角下，是一系列契约的联结，因为契约本身并无所有者含义，所以，与企业所有权概念是不相关的（尤金·法马，1980），“公司是股东的”并无意义可言，逻辑上存在一定问题。于是可以撇开该命题不谈，但另一个问题还是无法回避的，那就是，“公司归根结底是为谁的利益服务的”？

对此问题的解答，主要存在两大对立性派别：股东主权论与利益相关者

论。股东主权论认为，公司应该为股东利益服务，公司经营目标是股东价值最大化。得出此结论的主要依据是：股东是物质资本的出资人，而物质资本一旦投入到企业中，就会成为“专用性资产”，这就意味着该资产很难从企业中转出，即使可以转出，其资产价值也将遭受大幅度贬值；于是，具有强专用性的物质资产在公司缔约后就成为弱势资产，承担着公司的主要经营风险。因此，公司经营目标理应是“为股东利益服务”（Williamson, 1984; 1985）。利益相关者论对这种解释持否定态度（布莱尔, 1995）。它不认为物质资产是强专用性资产，因为随着公司股份的上市，由物质资产转化成的公司证券在市场中具有较高流动性；通过执行分散化策略，投资者很容易把风险控制在较低水平上。与之对比，其他契约参与人的资本投入也具有一定专用性，比如雇员的人力资本。雇员为了适应企业的技术和组织环境，需要对自身进行大量人力资本投资，公司一旦遭遇外部因素冲击，证券所有者可以通过二级市场套现，而雇员的人力资本却很难转出，退一步讲，即使能够转移到新的工作岗位，他原先的人力资本价值也很难得到认可，不得不遭受贬值的厄运。因此，利益相关者理论主张：公司的经营目标是“为所有公司契约缔约者利益服务”，因为他们投入企业的资产都有一定程度的专用性，都为公司的价值创造做出贡献。

然而，一个公司不可能同时确立两个相互排斥的经营目标，二者必择其一。在本书中，笔者申明，将采用“股东主权论”观点，如此选择理由只有一个——经济学的效率原则。

从效率的角度看，利益相关者理论下的公司经营目标一般被确定为联合产出最大化，实际上是追求把公司产出这一“蛋糕”做到最大，从而每一个公司契约参与人都可能分得更多的剩余。然而，蛋糕做大不等于做蛋糕的人都可以得到更多，这里还存在一个事后“切蛋糕”的问题。联合产出最大化未考虑事后分配，只是达到了一种事前效率^①状态。事后效率与事前效率是两个不同的标准，事后效率指帕累托效率，即契约各方参与人都实现了在不减少他人利益前提下的自身利益最大化。很显然，只要存在事后单方面补偿转移成本，帕累托效率与事前效率就不可能相等。

在这两个标准中，从现实角度考察，事后效率的性质比事前效率更优越。股东主权论与事后效率有着密切的关系。当除股东外的其他契约参与人都收获

^① 关于事前效率与事后效率的探讨，参见 Marco Becht, Patrick Bolton & Ailsa Röell, “Corporate Governance and Control”, http://ssrn.com/abstract_id=343461。

其合约规定的收益,只有股东拥有剩余索取权,在不存在代理问题的条件下,股东价值最大化就等于公司剩余最大化,也就达到了帕累托效率标准。不过如此分析是纯粹理论上的,现实中公司的代理成本不能为零,股东价值最大化永远不可能达到帕累托最优状态。不过如果尽可能地对代理成本进行控制,股东价值最大化就可以无限趋近于帕累托标准。

因此可以说,股东主权论与利益相关者论相比,将更有利于公司实现效率经济目标。即使是利益相关者的重要倡导者 Tirole (2001)也不得不承认,利益相关者概念有三个难关:可保证收益的缺乏、决策中的锁定问题以及经理任务缺乏明确性。相对比,股东主权论更加有利:它弥补了可保证收益的缺乏;提供集中且明确的经理人激励;集中的控制权避免了决策时的拖后腿和锁定。鉴于此,我们坚持从股东主权论的角度出发展开后续研究。

二、不完全契约与公司治理

企业是一个契约的联结 (Alchain & Demsetz, 1972; 詹森和麦克林, 1976),在现代企业理论中是一个基本的命题,许多经济学者如科斯、张五常、阿尔钦与德姆塞茨、詹森与麦克林、霍姆斯塔姆、尤金·法马等人都坚持这一观点,形成契约经济学分支。既然企业是一系列契约,那么就需要通过契约去确立缔约者的权利和义务。早期的契约分析主要是完全契约理论。它假设缔约者处于阿罗—德布鲁经济中,可以预见未来可能出现的所有情况及其产生的后果,状态依存契约可以无成本达成。显然这是一种“真空”状态,在现实中并不存在。后来,委托—代理理论(或机制设计理论)把完全契约研究更推进一步。它承认未来可能情况的结果无法观察,因此不可缔约,但是只要假设不存在缔约成本,那么通过激励机制方法,利用事前的合约条款设计,也可以解决所有当事人的利益冲突和激励问题(弗鲁博顿和芮切特, 1991)。

但是,缔约成本在现实中是客观存在的。合约各方可能无法事先预知未来可能情况,或者即使可以预知,但第三仲裁方不能观察,或者即使第三方能观察,但是因为交易成本太高而不能证实,在这种情况下交易各方只能签订不完全契约。不完全契约理论主要来自于格罗斯曼与哈特(1986),哈特与莫尔(1990),哈特(1995)的贡献,他们的理论说明了剩余控制权的重要性。像企业或公司这样的复杂契约,几乎不可能是完全的,不能期望仅仅使用机制设计方法就能在事前解决缔约过程中的利益冲突问题。契约的事后“剩余”处理具有必然性,这就为公司治理提供了充分的空间。

因此, Hart (1995) 在其不完全合约的基础上提出, 公司治理可以被视为一种对最初契约中没有界定问题进行决策的机制, 也就是“剩余”决策的机制。与之相似, Zingales (1998) 认为: 公司治理是一套复杂的约束机制, 用来影响企业产生准租金的事后讨价还价。这两个概念界定具有共同点: 第一, 都是在最基本的经济学理论层面做出的, 不同于众多从公司金融、管理、政治、文化等角度的定义; 第二, 都对事前和事后有明确的划分, 强调了公司治理的事后重要性。因此, 在不完全契约条件下研究公司治理, 既是一种理性的选择, 也是一种必然的结果。

三、不对称信息、两类代理成本与公司治理机制

信息不对称是信息经济学所关注的焦点问题, 它描述的是一种信息的非均匀分布结构——在市场交易中, 交易一方拥有另一方所不知道的某种关键信息, 并且依靠对关键信息的垄断而在交易中占据优势地位, 攫取信息租金。信息不对称会引发委托—代理问题。通常, 信息经济理论将信息优势一方或者说拥有私人信息的一方称为代理人, 而将另一方称为委托人。在委托人与代理人之间的信息不对称可能会造成交易双方的利益失衡以及资源配置效率的下降, 由此导致的经济效率损失即是通常所说的“代理成本”。

不对称信息与代理成本是经济世界中普遍存在的现象, 不仅局限于市场交易, 应该说, 在任何缔约关系中, 都有它的存在空间。公司, 作为一个复杂契约, 当然概莫能外。Jensen 和 Meckling (1976) 指出: “我们把代理关系定义为一种契约, 在这种契约下, 一个人或更多的人 (即委托人) 聘用另一人 (即代理人) 代表他们来履行某些服务, 包括把若干决策权托付给代理人。”在这里, 他们揭示了公司股东与经理人之间的委托—代理关系。因为委托人与代理人都是效用最大化者, 二者之间存在潜在利益冲突, 代理人不会总因委托人的最大利益而行动, 因此信息不对称、利益相冲突必然产生代理成本。

此种代理成本的分析, 首先假设了股东作为一个利益一致的整体而存在, 他们之间不存在利益分歧。然而, 这一假设在很多情形下都不成立, 股东并非是完全同质的, 在控制性股东与非控制性股东之间不仅存在利益分歧, 而且也存在信息不对称, 因此代理成本同样不可避免。Shleifer 与 Vishny (1997) 在前人研究成果的基础上, 明确提出了大股东对中小股东进行剥削的可能性。之后, 以 La Porta 为首的一批学者对此问题进行了深入分析。这种控制性股东对非控制性股东的剥削以及由此所带来的效率损失, 是另一种重要的代理成本。

在这里,为了研究的方便,我们可以将前者命名为第一类代理成本,后者称为第二类代理成本。

除了这两种代理成本之外,在各种利益相关者之间,因为不对称信息和利益冲突,当然还存在着其他类型的代理成本,比如在股东与债权人之间、经理层与债权人之间、股东与供应商和消费者之间等。代理成本种类繁多、重要性各不相同,出于理论研究的需要,本书计划从中选取当前理论和现实中最受关注的两类代理成本(即第一类和第二类代理成本)进行重点分析,其他方面留待以后另辟专题深入研究。

根据假设,在其他代理成本不存在的条件下,只有第一类和第二类代理成本从负面影响着公司的经营绩效和企业价值高低,作为应对方法,公司治理机制的目标就是在给定条件下实现总代理成本的最小化。更明确地讲,公司治理机制是现代公司在所有权(或者现金流权利)与控制权分离的条件下,用于制约公司“控制者”代理问题的相关制度安排。据此,公司治理机制可以同时处理以上两类代理成本问题,因为公司的“控制者”可能是大权在握的经理人员,也可能是一言九鼎的控制性股东,抑或二者共同存在。他们的共同特征是拥有公司经营方面的私人信息,并握有决策大权,这便是两类代理成本产生的源泉。针对可能存在的代理成本问题,公司治理机制通过内部权力配置(即内部治理机制,如董事会、经理补偿、资本结构、股权结构设计等)和外部制度安排(即外部治理机制,如控制权市场、产品市场竞争、法律监管制度等),协调公司“控制者”与全体股东或公司的利益冲突。

第三节 研究方法、研究框架与创新

一、主要研究方法

1. 理论与研究与经验研究相结合

经济学的理论研究指的是使用归纳或演绎等思维方法,解释并说明经济现象间存在的本质性联系。它是对现象背后隐藏的规律性的展示,在此种意义上,理论研究本身属于抽象层面的东西。与之相对,经验研究侧重于经济现象分析,在具体层面,通过一定方法对经济现象进行剖析,从而为经济理论提供现实支持。本书所考察的代理成本与公司治理机制的关系,从根本上讲,是一种纯粹的理论关系,需要通过文字或数学模型等表达方式予以阐释。而这种理

论关系是否成立？是否经得起现实的验证？又需要从实践中寻找数据、案例等经济现象进行证实或者证伪。此二者要密切结合起来，从而保证理论来源于实践，并可以对经济现象进行科学合理的解释。

2. 实证研究与规范研究相结合

众所周知，实证研究主要回答“是什么”的问题，而规范研究是回答“应该是什么”或者“什么是最好”的问题。很显然，规范研究带有价值判断特征，而实证研究更强调其客观性，它们是两种截然不同的研究方法。在研究中，对于我国上市公司代理成本状况的分析、公司治理机制与代理成本关系的研究等，主要使用实证研究方法，将研究主题的现实情况从现象到理论“和盘托出”。而如何构建最优化的公司治理机制组合，却是一个规范性问题。需要按照代理成本最小化的目标原则，对公司治理机制组合进行筛选。

3. 定性研究与定量研究相结合

定性研究是对经济现象和规律的质的规定性进行描述，是任何经济学研究所不可或缺的、最为基础的研究方法。该方法常常用来定义概念、设定变量、阐述命题、对定量研究结果进行解释说明等。而定量方法专注于对经济问题的数量特征进行表述，利用数学、统计、计量等分析方法寻找数据背后的规律性。代理成本与公司治理机制问题是与经济现实紧密联系在一起，要想让理论分析更具说服力，使用定量方法对定性分析进行支持不但必要而且意义十分突出。本书拟采用计量方法构建模型，利用我国上市公司数据，对两类代理成本与公司治理机制的关系进行深入分析，实证研究主要公司治理机制对两类代理成本的作用效果，为最终公司治理机制效果评价和机制筛选提供支持。

二、主要内容和研究框架

正如标题所示，本书的主要内容为：关于两类代理成本的理论探讨以及在該理论指导下的公司治理机制功效研究。两类代理成本理论在经济学研究中还属于新生事物，除了个别学者从不同角度对其有所涉及外，几乎不存在现成的研究框架与分析范式，需要从理论和现实两个层面进行详细论证和解说。至于公司治理功效的研究，前人成果比较丰富，但基本上都是围绕降低经理人代理成本或者提高公司绩效做出，并未联系到第二类代理成本的存在以及公司治理机制对它的作用情况，因此并没有全面、深入地揭示公司治理机制对代理成本的作用效果。相比较来看，前者属于理论研究范畴，后者侧重于实证分析，两者间并不割裂，而是存在极为密切的逻辑关系：两类代理成本理论为公司治理