

编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17520131151143

UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

实际控制人缺位与代理成本的关系研究
——基于公司治理的视角

Connecting Agency Cost and Controller Absence from the
Perspective of Corporate Governance

何晓芳

指导教师姓名: 黄炳艺副教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2016年 月

论文答辩时间: 2016年 月

学位授予日期: 2016年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

截至 2014 年 12 月 31 日，中国 A 股市场中共有 114 家上市公司实际控制人缺位。这些公司多数股权结构分散，第一大股东持股比例平均不超过 20%。由于无最终层面的控制人，这类公司成为了中国股权集中背景下的特殊群体。而针对成熟资本市场的研究结果表明，股权分散将会稀释外部股东监督动机，从而助长管理层机会主义、产生代理问题。于是本文基于 Berle 和 Means (1932) 提出的委托代理理论以及 Jensen 和 Meckling (1976) 等学者对该理论的发展，从股权代理冲突及契约激励的角度出发，研究在此类公司中，因实际控制权空置而可能导致的管理层代理行为。

本文在理论分析股权结构及薪酬契约对代理成本的影响的基础上，根据实际控制人是否缺位，将 2004-2014 年间的上市公司划分为两个子样本，然后利用多元线性回归模型进行实证研究。本文首先检验实际控制人的缺位是否会导致代理成本增加，然后探讨高管薪酬契约在代理冲突中扮演的角色，即——是符合“最优契约论”起到了激励作用，还是被管理层操纵成为代理成本自身。最后分析公司内部治理机制的监督效果。

本文主要得出以下结论：第一，在实际控制人缺位的公司中管理层代理成本更大；第二，在实际控制人缺位的公司中高管薪酬的敏感系数较低，而且存在薪酬粘性，说明在公司契约拟定和实施的过程中管理层会进行相机决策、维护私利，进一步增加了代理成本；第三，在治理因素上，适度增加管理层持股、引入机构投资者，将有助于缓解实际控制人缺位公司中的代理冲突。

关键词：实际控制人缺位；代理成本；高管薪酬契约

ABSTRACT

As at 31 December 2014, 114 listed companies in China's A-share market do not have actual controllers. Majority of the shareholding structures among these companies are diversified; the proportion of stakes in the largest shareholders' hands remain below 20 percent on average. Studies subject to matured capital markets have found that decentralized ownership weakens supervisions from external shareholders and thus result in agency problem. This paper is motivated by Berle and Means' Principal-agent theory. We will study the sequential effects of no controllers on managers' behaviors from the incentive contracts' point of view.

The empirical research applies linear regression model to two samples. We will divide the listed companies from 2004 to 2014 into two groups by the existence of actual controllers. The purpose of controlling the existence of actual controllers is to testify if lack of actual controllers result in increase in agency costs; and if the optimal contract is effective. Lastly, we will evaluate how well internal governance resolves the agency dilemma.

We argue that firms without actual controllers have higher agency costs, and the managers' pay-performance sensitives are low. The manager's compensation fluctuation and the profit fluctuation are highly asymmetric. This phenomenon implies the agency costs are even higher as the agents are acting in their own interests. At the corporate governance level, increasing the proportion of stakes in managers' hand and introducing institutional investors could relief the agency problem.

Keywords: Actual controller; agency cost; management salary contract

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容和框架	3
1.3 研究难点和主要创新点	4
第二章 概念界定及国内现状简述	6
2.1 相关概念的界定	6
2.1.1 实际控制人的定义.....	6
2.2.1 代理成本的定义.....	9
2.2 实际控制人缺位情况简析	10
2.2.1 实际控制人缺位公司基本情况.....	10
2.2.2 实际控制人缺位的缘由.....	12
第三章 理论基础与文献综述	15
3.1 相关理论基础	15
3.1.1 委托代理理论.....	15
3.1.2 最优契约论.....	16
3.1.3 管理层权力论.....	17
3.2 实际控制人与代理成本研究	18
3.2.1 实际控制人相关研究.....	18
3.2.2 代理成本相关研究.....	19
3.2.3 实际控制人与代理成本关系研究.....	21
3.2.4 评述.....	22
第四章 理论框架与研究假设	23
4.1 实际控制人缺位与代理成本	23
4.2 实际控制人缺位与高管薪酬	24

4.3	实际控制人缺位公司中代理问题的治理.....	26
4.3.1	股权集中度与代理成本.....	26
4.3.2	管理层持股与代理成本.....	28
4.3.3	董事会治理作用.....	29
第五章	实证研究设计	31
5.1	变量定义	31
5.1.1	被解释变量.....	31
5.1.2	解释变量.....	32
5.1.3	控制变量.....	35
5.2	模型设计	39
5.2.1	代理成本模型.....	39
5.2.2	高管薪酬模型.....	39
5.2.3	公司治理因素模型.....	42
5.3	样本选择与资料来源	43
5.4	研究方法	44
第六章	实证结果与分析	45
6.1	描述性统计	45
6.1.1	样本年度分布情况.....	45
6.1.2	主要变量描述性统计情况.....	46
6.2	相关性分析	50
6.3	实际控制人缺位与代理成本的分析.....	54
6.4	实际控制人缺位与高管薪酬的分析.....	57
6.4.1	高管薪酬业绩敏感度分析.....	57
6.4.2	高管薪酬粘性分析.....	58
6.5	公司治理效应分析	62
6.5.1	股权集中度与代理成本.....	62
6.5.2	管理层持股与代理成本.....	63
6.5.3	董事会特征与代理成本.....	64
6.5.4	其余变量与代理成本.....	65

6.6 稳健性检验	65
6.6.1 寻找对照组.....	65
6.6.2 采取滞后模型.....	68
第七章 结论、建议与展望	69
7.1 研究结论	69
7.2 建议	70
7.3 本文局限性	71
7.4 研究展望	71
参考文献.....	72
致 谢.....	81

厦门大学博硕士学位论文摘要

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Historical Background and Economic Significance	1
1.1.1 Historical Background	1
1.1.2 Economic Significance	2
1.2 Research Contents and Theoretical Frame.....	3
1.3 Challenges and Innovations.....	4
Chapter 2 Identification	6
2.1 Defining Relevant Concepts.....	6
2.1.1 Defining Actual Controller	6
2.2.1 Defining Agency Cost.....	9
2.2 Identifying Controllers' Existence	10
2.2.1 Summarizing Firms without Actual Controller	10
2.2.2 Reasons for the Absence of Actual Controller	12
Chapter 3 Relevant Theory and Literature Review.....	15
3.1 Relevant Theory.....	15
3.1.1 Principal-Agent Theory	15
3.1.2 Optimal Contract.....	16
3.1.3 Managerial Power Theory.....	17
3.2 Researches for Actual Controller and Agency Cost.....	18
3.2.1 Researches for Actual Controller.....	18
3.2.2 Researches for Agency Cost	19
3.2.3 Researches for Relationship of Actual Controller and Agency Cost..	21
3.2.4 Comments	22
Chapter 4 Theoretical Frame and Research Hypothesis.....	23
4.1 Absence of Actual Controller and Agency Cost	23
4.2 Absence of Actual Controller and Executive Salary	24
4.3 Corporate Governance In Firms without Actual Controller	26

4.3.1 Ownership Concentration and Agency Cost.....	26
4.3.2 Executive Shareholding and Agency Cost.....	28
4.3.3 Supervision from Board of Directors.....	29
Chapter 5 Design Stage	31
5.1 Definition of Variables	31
5.1.1 Dependent Variables	31
5.1.2 Explanatory Variables.....	32
5.1.3 Control Variables	35
5.2 Design the Model	39
5.2.1 Agency Cost Model	39
5.2.2 Manager Salary Model.....	39
5.2.3 Corporate Governance Model.....	42
5.3 Sample Selection	43
5.4 Research Method	44
Chapter 6 Results and Analysis.....	45
6.1 Descriptive Statistics	45
6.1.1 Distribution of Sample.....	45
6.1.2 Summary for Variables	46
6.2 Analyzing the Correlation	50
6.3 Analyzing the Absence of Actual Controller and Agency Cost.....	54
6.4 Analyzing the Absence of Actual Controller and Manager Salary	57
6.4.1 Analyzing Executive Pay-Performance Sensitive	57
6.4.2 Analyzing Executive Compensation Stickiness.....	58
6.5 Analyzing Corporate Governance	62
6.5.1 Ownership Concentration and Agency Cost.....	62
6.5.2 Executive Shareholding and Agency Cost.....	63
6.5.3 Board of Directors' Property and Agency Cost.....	64
6.5.4 Remnant Variables and Agency Cost	65
6.6 Robustness Test	65

6.6.1 Finding Control Group.....	65
6.6.2 Applying Distributed-lag Model.....	68
Chapter 7 Conclusion	69
7.1 Empirical Results.....	69
7.2 Suggestions	70
7.3 Limits	71
7.4 Extensions.....	71
References.....	72
Acknowledgement.....	81

厦门大学博硕士学位论文摘要

第一章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

万宝纷争将实际控制人缺位的上市公司引入人们的视野，也向人们展示了此类公司中管理者在重大事项决策中的话语权。事实上截至 2014 年 12 月 31 日，中国 A 股市场中实际控制人缺位的上市公司共有 114¹家，且该数目具有逐年递增的趋势。这不禁引发了人们对于关于此类公司治理效率及稳定发展稳定性的讨论。大多数媒体舆论对其的关注聚焦在可能发生的控制权争夺上，如并购将会导致的股价波动及管理层调换风险。Ang 等（2000）^[1]曾利用美联邦发布的中小企业财务调研数据库研究所有权和控制权重叠的小企业中零代理成本的情况，类似地，本文认为，可以利用此种公司的股权结构及实际控制权的空置，来研究股权代理问题。

在学术界，Berle 和 Means（1932）^[2]所定义的公司控制权强调了股东对公司的决策权或表决权，即直接控股股东所掌握的权力，局限于层级较少的股权控制结构。然后在 1999 年的研究中，LLS（La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer）^[3]通过层层追溯上市公司股权关系链，首次提出终极股东（Ultimate Control）控制的概念，它是指股权控制链条的最终控制者通过直接和间接（通过其控股企业所持有的该公司股份）持有公司股份而对公司拥有的实际控制权。在我国，实际控制人这个词首先由实务引用，后于 2005 年纳入《公司法》从而具备法律效力。对于实际控制人的规范也散见于其他各规章指引，比如证监会发布的《上市公司章程指引》、《首次公开发行股票并上市管理办法》，上交所、深交所发布的《公司控股股东及实际控制人行为指引》等。实务披露的规范为学术研究提供了样本来源，国内关于股权结构的研究也逐渐从控股股东转向实际控制人，研究维度主要承袭 La Porta 等学者开创的 LLSV（La Porta, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R.W.）^[4]范式，主要为探讨实际控制人性质、实现

¹在 Wind 及 CSMAR 数据库的基础上结合本文手工核对收集得来。

控制的方式以及两权分离程度、现金流权等特征对上市公司可能存在的支持或者掏空效应。

由于我国上市公司股权整体相对集中，所以学术界普遍认为上述与实际控制人或者控股股东相关的第二类代理问题要比管理层—股东层面的第一类代理问题更为严重，研究得出的结论也更具有现实意义。

然而随着市场的发展，实际控制人缺位的上市公司逐年增加。没有实际控制人，也就意味着任一终极股东均不能通过其持有的股东表决权（Vote Right; 控制权）或其他协议决定公司董事会半数以上成员的选任、控制股东会或对股东会决议产生决定性影响，也不存在其他自然人或法人通过社会资本、协议安排等其他路径主导公司决策的情况。这时分两种情况，存在控股股东或者不存在控股股东。如果存在控股股东却不存在实际控制人，说明控股股东之上的整体控制链条分散，即控股股东自身不存在实际控制人；而不存在控股股东的情况则为 Jensen 和 Meckling（1976）^[5]经典委托代理理论中的情况。在第一类委托代理理论研究盛行时期，最终股东或者实际控制人的概念尚未提出，当时的研究都是对公司第一层级的股权结构特征，也即直接持股人的特征和持股状况进行描述，刻画形态较为单一。当时的研究结论为，股权分散致使任一股东监督收益成本不对等，从而缺乏监督动机，易产生内部人控制问题、提高代理成本。而当前，出现了对整个控制链中实际控制人的考量。于是本文关注的是，在忽略第一层级是否存在控股股东后，总体股权结构中实际控制人的缺位，是否也能带来第一类代理问题。

1.1.2 研究意义

1.理论意义

（1）由于存在实际控制人的上市公司在中国 A 股市场中占绝大多数，所以目前关于实际控制人和终极控制链的研究着重考虑实际控制人的性质、控股方式、两权分离情况等因素对公司行为的影响。针对实际控制人缺位情况的实证研究较少，而本文则丰富了这方面的实证研究。希望能够在此领域进行有益的尝试，丰富与 A 股上市公司实际控制人有关的研究方向。

(2) 在我国股权相对集中的背景下，目前关于代理问题的研究以第二类代理冲突为主，关于第一类代理问题的研究较少且存在结论不一致的情况。本文新引入适合研究第一类代理问题的公司群体——实际控制人缺位的上市公司，可以为我国的股权代理问题研究增加新的佐证。

(3) 将经典委托代理理论放置于新的纵向横向兼顾的股权结构中进行研究，丰富了该理论的适用情境。

2.现实意义

(1) 通过探讨实际控制人缺位的上市公司中存在的代理问题，可以为股东及投资者提供一定信号警示作用，在对实际控制人缺位上市公司进行分析评价时，宜结合考虑机构持股及管理层持股比例。

(2) 本文论证了薪酬契约的激励有限性，并甄选了能够有效降低实际控制人缺位公司中代理成本的治理因素，为该类公司的内部治理机制设置提供了参考。

(3) 我国正在推行股权分置改革，而且随着二级市场的发展，上市公司的股权结构将会较以往发生一些变化。对于实际控制人缺位或者其他股权逐渐分散化的公司，本文可为市场监管部门提示可能的市场变化及隐藏风险，可为目前及以后的改革方向提供一定政策建议。

1.2 研究内容和框架

本文结合经典委托代理理论、最优契约论及管理者权力理论，结合前人研究经验，采取探索式研究方法，针对实际控制人缺位这一特殊主体进行研究。主要切入点为实际控制人的缺位是否使得此类公司第一类代理问题更加严重，然后探究该主体中薪酬制度的治理效果，是起到了一定治理作用，还是加重了代理成本、成为了代理问题本身。针对舆论对于此公司的评定——内部治理缺陷或是决策高效，分析该类公司内部治理中高管持股、董事特征以及外部治理中机构投资者的治理效果，以形成治理建议。

本文全文安排如下：

第一章，绪论。本章介绍了选题及行文背景、研究意义，全文安排以及研究难点创新点之所在。

第二章，概念界定及国内现状简述。本章对实际控制人及代理成本作以说明。然后统计分析截至 2014 年 12 月 31 日我国 A 股市场中实际控制人缺位公司的分布情况，对相关股权结构举例说明，增加读者对于实际控制人缺位的理解。

第三章，文献回顾。本章着重介绍了第一类委托代理理论、薪酬理论相关研究，具体涉及代理成本、实际控制人及两者关系的文献综述。

第四章，理论框架与研究假设。本章联系代理理论、高管薪酬相关理论及治理理论提出本文假设。

第五章，实证研究设计。本章根据研究假设，在前人研究的基础上构建相关模型，同时介绍了变量的选取及样本来源，说明了研究方法。

第六章，实证结果与分析。本章首先将样本按前文提及四种股权结构进行了划分，说明分布情况；然后对两类子样本在主要变量上进行了描述性统计及均值检验（含卡方检验）。在对主要变量进行相关性分析之后，利用多元线性回归模型验证实际控制人的股权代理成本是否较高，然后进一步检验薪酬契约的业绩敏感度差异及粘性差异，再次，对内部治理因素的治理作用进行总结评价。最后本文对前文的实证结果进行了稳健性检验。

第七章，结论、建议与展望。本章总结了本文的研究结论，对实际控制人缺位的公司降低代理成本提供了建议，最后说明了研究局限并引出了未来可能的研究方向。

1.3 研究难点和主要创新点

本文研究难点主要体现在实证设计方面，包括有效样本的采集和代理变量的合理设计。

实际控制人信息披露始于 2001 年，但早些年的数据并不完备，许多上市公司只是单纯披露股权结构，并未指明是否存在实际控制人及实际控制人具体信息，而对于控股股东的披露也常与第一大股东混淆。虽然 CSMAR 和 Wind 数

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.