

# 基于双重委托代理的创业 企业治理框架构建与研究展望

王 垒,刘新民,王 松

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

**摘 要:**当前创业板上市公司内部治理结构形式的“完美”与现实中凸显的治理诟病,表明借鉴英美等股权分散为特征的成熟上市企业的治理规范和标准,对于具有强家族治理特征的中国创业企业并不见得一定适用。首先,从第一重委托代理关系中高管代理人的机会主义道德风险与第二重委托代理关系中的大股东侵占利益道德风险两个方面,分析了现阶段关于两类委托代理问题治理的研究进展,指出了当前研究缺少关注创业企业治理特殊情境的不足。其次,基于双重委托代理框架构建了创业企业治理框架,提出在第一重委托代理关系中,从代理人激励视角分析创始高管在创业企业股权安排对创业企业治理的影响,在第二重委托代理关系中,分析大股东委托人在合理控制权私有收益下所发挥的“监督效应”大于“侵占效应”的最佳股权安排,在双重委托代理关系下,分析创业企业不同股权身份制衡度对企业治理的影响路径,并充分考虑外部市场化程度、行业竞争差异以及企业规模等管理情境,以上研究成果将为提高创业上市公司内部治理水平提供理论指导。

**关键词:**双重委托代理;创业企业治理框架;创始高管;终极控制;大股东;代理问题

中图分类号:F276.5

文献标识码:A

文章编号:1008-7699(2016)03-0068-06

在全球经济发展迅速的背景下,以往粗犷的经济发展方式已无法满足当今社会经济可持续发展的需求。转变经济发展方式,重点加强创新型企业发展成为当今社会经济发展的当务之急。为了给以上所提的新兴产业提供一个较好的发展环境,创业板块应运而生。创业板市场 90% 的上市公司基本符合战略性新兴产业方向,这在很大程度为创业企业发展和战略性新兴产业培育提供了较高的技术、投资和融资平台。在近 5 年的发展和运行过程中,“高管套现”“低增长”成为了创业板市场的明显印迹,创业板市场的发展并没有如人们预期的那么顺利。以山东省为例,截止 2012 年底细数 18 家山东股,曾经 15 家出现破发,然后梳理 2013 年报可以发现,18 家山东股在业绩表现、市场表现方面变得十分落寞。然而,2014 年 12 月份由中国社科院金融研究所发布的研究报告显示,创业板相对于主板上市公司在公司经营状况、公司内部的治理结构等方面确是有显著的优势。值得深思的是,创业板上市公司在治理结构形式等方面近乎“完美”的情况下为什么还会表现出如此多的治理诟病? 借鉴英美等股权分散为特征的成熟上市企业的治理规范和标准,对于具有强家族治理特征的中国创业板企业是否真的适用?

在企业内部治理理论的形成和发展过程中,解决委托代理问题是公司治理研究领域的重要核心。国内治理理论的发展已经突破了西方传统的单重委托代理关系框架,考虑国内股权集中等特征形成和发展

收稿日期:2016-03-12

基金项目:国家自然科学基金面上资助项目(71371111);高等学校博士学科点专项科研基金(20133718110009);中国博士后科学基金面上资助项目(2015M5820019);山东省博士后创新项目专项资金资助项目(201403008);山东科技大学科研创新团队支持计划“组织治理与系统决策”(2015TDJH103)

作者简介:王 垒(1986—),男,山东淄博人,山东科技大学经济管理学院讲师,工学博士,管理学在站博士后。

了双重委托代理理论。在第一重委托代理关系中,参与人主要是控股股东委托人或大股东委托人与高管代理人,代理问题主要表现为委托人和代理人信息不对称下导致的管理层机会主义行为;在第二重委托代理关系中,参与人主要是指小股东委托人与控股股东代理人或是大股东代理人,代理问题表现在由于股权集中引起的大股东侵犯小股东利益的道德风险行为。目前研究积累的大量成果力求最优策略解决两重委托代理问题,比如“独立董事的引入”“股权制衡设计”“减少两权分离度”等,集中在对公司治理结构的优化。但是以往的研究和分析大都关注成熟、大型的制造业上市公司的内部治理结构完善,根据内部治理结构进化论观点,处于不同生命周期阶段的企业应该匹配不同的治理机制,以往相关研究结论未必适用于处于创业阶段企业。因此,考虑国内转型经济发展的特殊背景,在双重委托代理框架下系统梳理企业治理的研究进展,找出目前研究存在的缺口,并基于国内特殊管理情境及创业企业特征,构建基于双重委托代理的创业企业治理理论的未来研究框架,这对于完善和建立创业企业治理理论,促进战略性新兴产业培育都有重要的理论和实践意义。

## 一、第一重委托代理关系:高管代理人机会主义风险治理

在第一重委托代理关系中,解决和减少企业管理层机会主义行为是优化公司治理结构的重点。国内外学者对公司治理中第一类代理问题的研究,主要分为理论模型和实证分析两类,理论模型的分析主要在委托代理模型的基础上设计有效契约对高管代理人进行激励,实证分析主要是针对公司治理结构对高管薪酬及高管行为的影响机制进行验证。

### (一)理论建模——委托代理模型的拓展

模型研究在标准委托代理理论模型(HM模型)基础上,委托人设计有效契约合同对代理人进行激励来减少其自身的机会主义行为,促进高管代理人在满足自身收益的前提下不会损害委托人的收益,表现为单委托人单代理人的情形。在1对1的标准委托代理模型中,学者主要集中在各种报酬形式对代理人激励效果的讨论上。随着管理环境的日益复杂,学者们逐渐发现,传统仅仅以金钱进行激励的方式,并不能取得理想的激励效果。因此,对于代理人的长期激励方式逐渐转向代理人的个人偏好等方面的研究。

现有研究已经突破传统委托代理模型中1对1的委托代理关系模型,将委托代理模型中1对1的形式延伸到了对于1对多关系的研究,1对多的关系是指一个委托人同时对应多个业绩可以相互比较的代理人。探讨项目团队合作中的道德风险和团队绩效问题,研究主要集中在个人信息化特征<sup>[1]</sup>和锦标赛等模型。<sup>[2]</sup>将代理人的公平偏好、互惠偏好、利他偏好、薪酬差距等引入项目团队委托代理模型,探讨了参与人不同行为偏好对其努力选择及其绩效的影响。<sup>[3-5]</sup>

由Bernheim和Whinston<sup>[6]</sup>对于“共同代理”的定义可知,在共同代理模型中,一个代理人与多个个人偏好相冲突的委托人对应。共同代理理论研究的核心问题是委托人与代理人如何在生产剩余相互分配的情况下,达到有效率的产出。<sup>[7]</sup>针对国有企业特殊的异质委托情境,考虑国企高管在职消费和隐藏收益自利行为,国内学者王垒等<sup>[8]</sup>分析了代理人不同自利行为对政府股东和社会股东纳什均衡合同中最优激励契约设计的影响。

然而在实际商业活动中,普遍存在着多委托人多代理人状况,由于参与人之间存在着合作或竞争的复杂关系网络,现有研究也只是在探讨他们在什么样的显示机制下存在纳什均衡解以及均衡解的稳定性问题。也有学者针对国内国有企业特殊情景提出了关于国有企业的三边道德风险模型,设计出了有效契约以此来规避异质委托情境下的代理人机会主义行为。<sup>[9]</sup>

### (二)实证分析——高管激励效果及更替机制

Jensen和Meckling(1976)提出使用股权对高管进行激励,为了获取股权的未来收益,高管代理人能

够努力工作,降低了股东与管理层之间的代理成本,从长期来看能够使高管利益与股东利益趋于一致。但近年来,随着 Enron 等公司丑闻的出现,发现了股权激励存在的负面影响,因此,股权激励能否完全适用于管理层,学者们仍在围绕“最优契约理论”和“管理层权力理论”进行探讨,但迄今未达成一致结论。因为股权激励效果会受到一系列因素的影响,比如制度因素。现在主流研究已经开始关注由股权激励计划实施产生的一系列代理问题,例 CEO 薪酬的过度支付、<sup>[10]</sup>管理层盈余操纵等等,这些都会对企业的治理效果产生不良影响。

在实证方面的另一支脉络主要从对管理层机会主义行为事后惩罚的视角,开展对高管离任机制的讨论,试图设计有效的治理机制来约束管理层机会主义行为提高治理效率,研究视角和切入点越来越细化,从开始关注大型成熟的上市公司,到近年来国外学者以英美创业企业创始人作为研究切入对象,分析了创始人离任、创始人投资决策、创始人战略选择等对创业企业有效治理的影响关系。国内学者贺小刚发表了一系列有关家族企业创始人离任影响的相关成果,主要集中在创始人交接模式、<sup>[11]</sup>创始人离任情境<sup>[12]</sup>等对企业治理效果的影响。另外,据统计,许多企业在经营良好的情况下,经常会出现随着家族创始人的退出而骤然倒闭的情况,因此,家族创始人合理的退出方式对于公司的发展至关重要。渐进退出或激进退出等退出方式的不同对于公司绩效会产生显著性差异。<sup>[13]</sup>至于退出方式的选择,很大程度上受创始高管的经营业绩与其期望水平的差距,以及继任者来源的影响。<sup>[14]</sup>

另外,近几年来开始有学者关注从创始人激励视角来研究其对于企业创新战略的影响,因为创始高管在一定程度上能够决定董事会的结构,对创始高管的激励能够促进董事会结构合理化,有利于公司的有效治理,已有学者从创始高管视角对创业企业 IPO 后的董事会结构与公司研发资源投入的关系进行了研究;针对创业上市公司高管离任事件,区分了公司创始高管和非创始高管离任,分析了不同高管身份对公司发展的影响机理。

## 二、第二重委托代理关系:大股东委托人利益侵占风险治理

在第二重委托代理关系研究中,主要为股权集中条件下大股东对小股东利益侵占风险治理的研究,其中不乏一些文献综述的评论,如 Sheifer 和 Denis 等都是将第二类代理问题中的股权集中视为一种治理机制,与其他治理机制一起进行了讨论。Holderness<sup>[15]</sup>主要基于美国公司目前普遍存在股权集中现象,在股权集中的情况下,对于大股东与公司发展关系的文献进行梳理比较,对于第二类代理问题的侵占效益进行总结。总结国内外关于大股东侵占小股东利益的研究成果,可以概括为第二类代理问题产生的原因、大股东侵占小股东利益的方式、大股东侵占小股东利益的后果以及避免第二类代理问题的机制等四个方面。

国内学者通过大量的实证和案例分析从以上四个方面揭示了第二类代理问题的存在。<sup>[16-18]</sup>在回答国内上市公司是否存在第二类代理问题方面,主要是从关联交易、金字塔结构和交叉持股等方面探究大股东通过隧道行为对中小股东进行利益侵占;关于避免第二类代理问题的机制,已有研究证明大股东的现金股利非但没有遏制他们的侵占欲望,反而为他们攫取私人收益提供了途径。而增大其他股东的股权制衡能力,从而在一定程度上消除一股独大的现象,能够使其他中小股东增强对于控股股东的监督能力,从而降低第二类代理问题的成本,而且,民营企业的股权制衡效果要优于国有企业;对于大股东侵占方式的研究,我国上市公司的大股东大多通过现金股利和资金侵占两种方式进行。现金股利非但没有促使控股股东努力经营公司,反而导致了其对于资金的侵占,已有研究表明,社会法人控股股东相比较国有控股股东对于资金侵占的程度更严重。<sup>[19]</sup>吴育辉等<sup>[20]</sup>在双重代理关系框架下,分析了大股东委托人和管理层代理人之间的掏空与自利行为的博弈过程及结果。而在特殊的管理情境下,连燕玲等<sup>[21]</sup>对危机冲击下的大

股东行为进行了研究,该情况下,大股东出于其本能的管家意识,对于上市公司不会实施正常经营期间所进行的侵占掠夺性行为,反而会表现出支撑行为,而且,大股东持股比例的提高有利于支撑行为的发挥,从而促进公司绩效的改善;对于大股东侵占小股东引起的一系列后果中,早在 Claessens 对东亚地区控股股东研究时就已发现,终极控股股东利用金字塔结构分离其控制权和现金流权,两权分离度的增大加大了控股股东的隧道效应动机,显著降低公司价值。<sup>[22]</sup>基于中国的现状,赵尚梅等<sup>[23]</sup>发现地方政府的特殊大股东对城市商业银行存在过度的掏空行为,严重影响了商业银行的信贷结构和经营绩效。另外,马磊等<sup>[24]</sup>通过案例研究对国内股权分置改革第一股“三一重工”发现尽管终极控制股东通过金字塔持股实现了两权分离,但并未影响企业治理绩效,没有表现出终极控制股东的侵占效应,但后续实证研究发现,中国民营企业上市公司终极股东都不愿意放弃大股东的身份,两权分离度与治理绩效表现出显著的负相关关系。<sup>[25]</sup>

### 三、基于双重委托代理的创业企业治理框架

目前国内外关于企业两类代理问题的研究已经进行了大量尝试。但是关于第一重委托代理关系中的代理人机会主义风险问题,主要集中在对大型成熟制造业企业的研究,而且大都在委托代理框架下从监督代理人视角来进行分析,尽管相关理论模型对有效企业高管契约进行了拓展,试图更好地激励代理人,但可操作性有待加强,而且缺少相关的实证检验。另外,针对创业企业代理人的研究,主要集中在对创始人惩罚性离任或是自愿离任导致的企业绩效变化的分析,明显缺少从创始人激励视角针对创始人股权如何设计以此提高治理效率的研究,这将会导致对企业 IPO 后的绩效恶化缺乏前瞻性和预防性。

图 1 基于双重委托代理理论的创业企业治理框架

针对第二重委托代理关系中大股东侵占风险问题,国内外主要考虑如何避免大股东与小股东利益的冲突,进一步减少大股东的侵占行为。但是,在实际治理过程中大股东由于股权集中也有动机发挥监督效应,对高管的机会主义行为进行监督和避免,在这种情况下就出现了小股东的搭便车行为,那么合理的控制权私有收益是大股东发挥监督效应的激励基础。但是目前研究没能够区分创业企业控股股东合理控制权私益和超额控制权私益,这也使我们无法正确看待创业企业大股东的侵占行为,对相关企业行为认识较为片面。关于公司治理理论的形成和发展,国外主要是针对英美企业的实证分析。然而,管理理论发展和形成不可能避免地依赖情境性因素,单纯的引进西方理论指导我国企业治理实践将会出现“水土不服”。因此如何结合我国转型经济体特殊背景,在充分考虑我国管理情境的基础上凝练具有中国

特色的内部治理理论是目前研究的关键所在。<sup>[26]</sup>

创业板市场是战略性新兴产业培育的重要平台,而创业板上市公司的股权安排是提高内部治理水平的重要内核,考虑国内特殊创业管理情境,在双重委托代理框架下探讨创业企业治理理论将更加符合创业企业治理实践。针对创业企业,未来研究应该基于完全契约及隐性契约理论,分析创业企业在内部治理过程中的参与主体,识别不同身份类型的控股股东、终极控股股东、中小股东以及高管之间的博弈关系,依据不同的控制权配置体系,抽象概括创业企业双重委托代理关系特征,构建创业企业双重委托代理关系分析框架,具体见图 1。

在第一重委托代理关系中,考虑创业企业特殊阶段,从创始高管激励视角分析其股权安排对治理效率的影响。以往研究主要针对大型成熟制造业企业,而且主要是在委托代理理论框架下从职业经理人的监督视角来分析第一类代理问题对治理效率的影响,未来研究可从创始高管激励视角,以管家理论为理论基点,考虑国内创业企业的情境因素以及创业者的特点,分析其股权安排对治理效率的影响,是在董事会结构进化论观点下对创业企业内部治理理论的一个补充尝试。在控股股东或是大股东与高管的委托代理关系下,分析创始高管在创业企业 IPO 后的股权安排对企业治理效率的影响。以创业板上市公司为研究对象,选取创始高管控制董事会程度、创始高管持股数量和创始高管持股分散程度三个变量,借助多元回归分析验证其对企业治理效率的影响,并检验两两变量之间的交互作用,分析变量之间替代效应或是互补效应,在管家理论框架下从创始高管激励视角来解释创业企业创始高管股权安排对企业治理效率的影响机理,通过对创始高管的有效股权激励来减少第一类委托代理问题。

在第二重委托代理关系中,区分大股东合理控制权私益和超额控制权私益,分析创业企业大股东发挥“监督效应”大于“侵占效应”作用的最佳股权安排。以往研究主要就如何避免大股东超额控制权私有收益做出解答,未来研究可以拓展创业企业大股东控制权私有收益类型,认为大股东股权集中应当获取合理的控制权私益来弥补发挥监督效应所带来的成本,对创业企业第二类代理问题的解决提供新的视角和结论。在大股东与小股东的委托代理关系下,区分不同大股东身份类型,验证大股东股权集中对企业治理效率的影响。关注大股东股权集中所发挥的“监督效应”和“侵占效应”,区分合理控制权私益和超额控制权私益概念,借助分位数回归法验证大股东股权集中所发挥的“监督效应”大于“侵占效应”的最佳股权安排,并考虑风投基金(VC)等不同大股东身份之间的差异,从不同身份大股东动机来解释不同股权安排,在给出大股东合理控制权私益解释的同时减少第二类委托代理问题。

在双重委托代理关系下,在多个大股东、小股东以及高管等多重委托代理关系下,考虑引入不同高管身份类型和企业战略(国际化战略、多元化)等中介变量,分析创业企业不同股权身份制衡度对企业治理效率的影响路径。主要综合考虑两类代理问题的影响,从不同股东身份的制衡情况如何影响董事会或是高层管理人员的选聘,以及如何基于企业自身资源和能力来制定企业战略,到最后如何影响企业治理效果的逻辑来展开讨论。在此基础上,针对国内转型经济体的特殊背景,考虑了外部市场化程度、行业竞争差异以及企业规模等管理情境,构建具有调节效应的中介模型,理清创业企业不同股权身份制衡度对企业治理效果的影响关系和机理。借助以上研究结论和成果,考虑行业特性、企业规模等管理情境,可以从创始高管在董事会股权安排、大股东股权集中度以及不同身份股东制衡度等方面提出提高创业上市公司内部治理水平的改进方案,并可以对国内创业企业内部治理水平提升提供借鉴。

本文主要以创业企业的治理理论为研究对象,在双重委托代理框架下探讨创业企业股权安排对企业治理的影响关系,并基于国内特殊管理情境分析多种受制条件的影响机理。本文的研究设计主要试图回答以下几个问题:第一,在第一重委托代理关系中,怎样的创始高管股权结构安排能够获取较高的企业治理水平,来解决第一类代理问题中的高管代理人机会主义风险;第二,在第二重委托代理关系中,分析不同身份大股东股权集中如何影响企业内部治理水平,在创业企业中是否存在合理的控制权私有收益而引

发的“监督效应”大于“侵占效应”的情况;第三,在双重委托代理关系框架下,创业企业不同股权身份制衡度对创业企业内部治理存在怎样的影响路径。上述问题的回答一方面可使创业企业内部治理理论更为完善,另外可以为创业板上市公司微观治理和战略性新兴产业培育提供理论指导。

### 参考文献:

- [1]宋紫峰,周业安.收入不平等、惩罚和公共品自愿供给的实验经济学研究[J].世界经济,2011(10):35-54.
- [2]周权雄,朱卫平.国企锦标赛激励效应与制约因素研究[J].经济学,2010(2):571-595.
- [3]MAXIMIANO S.,SLOOF R.,SONNEMANS J. Gift exchange in a multi-worker firm[J]. Economic Journal,2007(522): 1025-1050.
- [4]KAZEROONI E. S. KHORASANI K. Multi-agent team cooperation:a game theory approach[J]. Automatica,2009(6):1-9.
- [5]田厚平,刘长贤,吴萍.非对称信息下参与者不同风险偏好组合的委托代理问题[J].管理工程学报,2007(3):24-28.
- [6]BERNHEIM B. D,WHINSTON M. D. Common Agency[J]. Econometrica,1986(4):923-942.
- [7]THIELEV. ,Performance measurement in multi-task agencies[J]. Research in Economics,2007(3):148-163.
- [8]王垒,刘新民,丁黎黎.异质委托情境下国企高管自利行为对激励契约的影响分析[J].上海经济研究,2015(9):41-48.
- [9]王垒,刘新民,丁黎黎.委托代理理论在国有企业的拓展:从单边道德风险到三边道德风险[J].商业研究,2015(12):18-23.
- [10]游春.股权激励、董事会、TMT团队与经营绩效——基于中国上市公司的实证分析[J].管理评论,2010(9):3-12.
- [11]贺小刚,燕琼琼,等.创始人离任中的权力交接模式与企业成长——基于我国上市公司的实证研究[J].中国工业经济,2011(10):98-108.
- [12]贺小刚,张远飞,梅琳.创始人离任对企业成长的影响分析[J].管理学报,2013(6):816-823.
- [13]梅琳,贺小刚,李婧.创始人渐进退出还是激进退出?——对创业家族企业的实证研究[J].经济研究,2012(1):60-70.
- [14]吕斐斐,贺小刚,葛菲.期望差距与创始人离任方式选择:基于中国家族上市公司的分析[J].财经研究,2015(7):68-80.
- [15]HOLDERNESS C G. A Survey of Blockholders and Corporate Control[J]. Economic Policy Review,2003(4):51-64.
- [16]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004(12):3-13.
- [17]ALMEIDA H,CAMPHELLO M,LIU C. The financial accelerator:Evidence from international housing markets[J]. Review of Finance,2006(10):321-352.
- [18]刘峰,贺建刚,魏明海.控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究[J].管理世界,2004(8):102-118.
- [19]马曙光,黄志忠,薛云奎.股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J].会计研究,2005(9):44-50.
- [20]吴育辉,吴世农.股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J].管理科学学报,2011(8):34-44.
- [21]连燕玲,贺小刚,张远飞等.危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效[J].管理世界,2012(9):142-155.
- [22]CLAESSENS S,DJANKOV S,FAN J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings [J]. Journal of Finance,2002(6):2741-2771.
- [23]赵尚梅,史宏梅,杜华东.地方政府在城市商业银行的大股东掏空行为——从地方政府融资平台贷款视角的研究[J].管理评论,2013(12):32-41.
- [24]马磊,徐向艺.两权分离度与公司治理绩效实证研究[J].中国工业经济,2010(12):108-116.
- [25]徐向艺,徐宁.金字塔结构下股权激励的双重效应研究——来自我国上市公司的经验证据[J].经济管理,2010(9):59-65.
- [26]刘新民,王垒,张莹.我国创业板上市企业治理问题研究述评与展望[J].科技与管理,2014(6):105-110.