

交叉持股下的委托代理问题新探

陈其末

(湖北第二师范学院 武汉 430205)

【摘要】 本文指出交叉持股能缓解信息不对称,进而分析了交叉持股对股东与债权人、股东与管理层以及大股东与小股东之间的委托代理问题的影响,得出交叉持股是一把“双刃剑”,对企业集团总价值和社会福利有着正面和负面影响。

【关键词】 交叉持股 信息不对称 代理问题

从市场博弈的角度来看,市场的参与者都根据各自拥有的信息,以实现自身利益最大化为目标进行博弈。然而,参与博弈的各方信息不对称,必然会使委托代理问题成为公司治理中的一大难题。一般来说,合理的制度安排可以降低代理成本,而交叉持股的适时适度会在一定程度上改变企业的股东、债权人及管理者的信息不对称状况,从而形成委托代理关系以使各方相互制衡。不过,从交叉持股的产生和发展历史来看,无论是横向交叉持股制度还是纵向交叉持股制度,都对公司的各种代理问题产生积极或消极的影响。这就是说,交叉持股是一把“双刃剑”,如果使用得当,则会对企业产生正面影响;如果使用失当,则会对企业产生负面影响,甚至会形成经济泡沫,从而严重损害有关各方的利益。

一、交叉持股能缓解信息不对称

在交易市场上,只要一方的经济行为影响另一方的经济利益就会形成经济学上的委托代理关系。其中,拥有私人信息的一方是代理人,不拥有私人信息的一方为委托人。在信息不对称的市场上,事前的信息不对称会导致逆向选择,事后的信

息不对称会导致道德风险。

信息不对称使得拥有私人信息的一方在交易中选择了他们本来不想选择的东西,这就是所谓的逆向选择。逆向选择不仅会使不拥有私人信息的一方吃亏,而且也会使拥有私人信息的一方吃亏。显然,交易告吹后谁都不可能获得好处。如果因参与交易的一方无法观察另一方的行为,或者因监督成本太高而无法实施监督,那么就会产生道德风险。参与交易的另一方无法发现的行为叫做隐藏行为,隐藏行为会给交易带来效率损失。正是考虑到隐藏行为和道德风险,交易合同中增加了有关的约束条款,否则交易就不能顺利进行。

道德风险和隐藏行为普遍存在于经济活动之中。为了提高交易效率,交易双方必须签订合理的交易合同,以促使掌握信息、控制行动的一方采取使双方都满意的行为。交叉持股就是一种激励机制,其能使企业集团内部的成员企业具备信息优势,降低成员企业之间的信息不对称程度,从而降低企业的交易成本。

公司交叉持股制度通过多种渠道将公司内部的信息传递

从逐步回归分析的结果来看,t检验、F检验的值都具有显著性,调整后的拟合优度达到了0.371,表示模型的整体拟合效果较好。我们还考察了模型中自变量的VIF值,发现所有自变量的VIF值都小于4,表明模型不存在多重共线性问题。另外,我们对上述研究结果进行了如下敏感性分析,以考察其可靠性:①将总资产净利率作为公司盈利能力的替代变量;②将年末主营业务收入的自然对数作为公司规模替代变量。分析结果基本上与前文结果保持一致,这有力地证明了本文研究结论的稳健性。

尽管本文的研究结论支持理论假设,但是实证检验中因制造业上市公司相关财务资料获取的困难,未能得到广告费用和研发费用的数据,不能用“(研发费用+广告费用)/主营业务收入”指标来度量公司资产专用性,以考察资产专用性对公司资本结构的影响。另外,本文研究仅以北京地区制造业上市公司为研究对象,从而研究结论能否推广到其他行业和地区还有待进一步研究。

主要参考文献

1. 钱春海,贺旭光,欧阳令南.交易费用、资产专用性与企业融资决策.上海管理科学,2002;2
2. 程宏伟.隐性契约、专用性投资与资本结构.中国工业经济,2004;8
3. 王永海,范明.资产专用性视角下的资本结构动态分析.中国工业经济,2004;1
4. 李青原,陈晓,王永海.产品市场竞争、资产专用性与资本结构——来自中国制造业上市公司的经验证据.金融研究,2007;4
5. 李青原,王永海.资产专用性与公司资本结构——来自中国制造业股份有限公司的经验证据.会计研究,2006;7
6. 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析.经济研究,2001;11
7. 奥利弗·威廉姆森著,张群群,黄涛译.反托拉斯经济学.北京:经济科学出版社,1999

给外部股东(尤其是交叉持股股东),降低了经理与外部股东之间的信息不对称程度,从而有利于减少企业内部的代理问题。Bae 和 Kim(1998)认为,日本的企业集团将净资产投资于交叉持股的成员企业,使得交叉持股成为一个影响经理和股东之间信息不对称程度的重要因素。Sheard(1994)认为与企业交叉持股的金融机构具有更大的信息优势,因此能更好地发挥监督作用。Li Jang 和 Jeong Bon Kim(2000)从提高资本市场的信息传递效率出发,实证分析了交叉持股对缓解股东与经理之间的信息不对称的作用。他们运用大量样本,检查了企业之间交叉持股的信息功能,研究结果表明:随着交叉持股水平的提高,企业和市场参与者之间的信息不对称程度将降低,而且交叉持股水平高的企业的股票价格能较早地体现出企业未来盈利能力的信息,而交叉持股水平较低的企业股票价格对企业未来盈利能力信息的体现较晚。日本企业的交叉持股制度有利于将企业内部的信息传递给外部股东,有助于缓解经理和外部股东之间的信息不对称。

James S. Ang 和 Richard Constand(2002)认为,日本企业的交叉持股制度提供了解决代理问题和信息不对称问题的一个替代方法。交叉持股制度是介于完全独立和完全一体化之间的一种模式,其实质是通过隐性契约建立一种联系机制,用以证明企业之间的相互承诺。交叉持股制度通过使成员企业之间分享信息、共享收益、共担风险,减少了企业之间的机会主义行为,使企业可以集中注意力于长期决策的制定,以及与供应商、顾客、银行等保持长期的交易关系,鼓励了成员企业之间的专用性资产投资。如果企业集团内成员企业的数量是庞大的,就可以减少每一个成员企业的交叉持股数量,即与多家企业实现交叉持股能形成规模经济。更进一步来看,交叉持股的好处是可以获得企业集团内部其他企业的有关信息。一个成员企业拥有的信息不仅包括自己的经验信息,还包括其他成员企业的经验信息。而且为了共同的利益,多个企业的监督也可以通过避免“搭便车”而获得效率的提高。交叉持股制度通过降低成员企业之间的代理成本,在企业集团内部建立长期的契约关系,鼓励了成员企业之间的专用性资产投资。违背交叉持股契约会导致自身收益的减少,因此交叉持股制度是可以自我执行的。

二、交叉持股对股东与债权人之间的代理问题的影响

股东在有限责任制度的保护下进行高风险投资,借此实现财富从债权人向自身的转移。由于股东的过度投资行为会使债权人的利益受损,因而债权人会担心股东在投资过程中实施机会主义行为。对股东的隐藏行为和道德风险的预计,会促使债权人通过提高利率和在债务合同中加入限制性条款等方式来提高企业的债务资金成本,使股东承担所使用的财务资源的溢价,从而对道德风险和隐藏行为加以控制。但这也可能引发股东的逆向选择,使一项本可获利的投资由于高额的成本而无法实施,造成投资不足。在这种情况下,债权人持有债务企业的股票是解决股东与债权人之间的代理问题的一个不错的选择。从激励的角度看,为防止股东的道德风险行为,在特定状态出现后,让债权人享有一定的控制权是一种帕累

托改进(张维迎,2005)。

大量学者的研究证明,银行持有债务企业的股份的目的是防范股东的逆向选择和道德风险。交叉持股使债权人能以股东的身份参与到企业的经营管理中,利用拥有的内部信息回避风险、获取收益。交叉持股能防止股东对债权人的利益侵占。Sheard(1994)指出,日本的银行同时拥有债务企业的债权和股权,而持有股权可以缓解投资不足的问题。日本的《反垄断法》规定,银行持有其债务企业的股份不能超过股份总额的5%。Morck 和 Nakamura(1999)认为在5%的限制条件下,金融企业持有成员企业的债权数远远超过了其所持有的股权数,这么做可能主要是为了保护自己作为债权人的利益。Bernard Black(1992)指出这5%的股份赋予了股东在必要时建立股东联盟以影响管理层的动机的能力。Weinstein 和 Yafeh(1998)指出债权人往往会拒绝高风险、高回报的项目,从而使企业的经营效率降低;同时,他们证明了在获得银行贷款时,与银行有关联的公司比一般公司要支付更多的利息。

从另一个角度看,由于交叉持股在一定程度上抵御了敌意接管,有可能会使受到较大的股权激励的管理者在控制权威胁较小的情况下更倾向于投资风险较大、收益不确定性较强的项目,使得债权人承担较大的风险,从而债权人的利益受损。而且,交叉持股使同一笔资金在企业集团内部流转,从而使该笔资金流经的所有成员企业的资本总额增加。流经的成员企业越多,虚增的资本就越多。虚增资本会影响到财务杠杆,在为企业带来融资优势的同时,也增大了企业的财务风险。债权人被注水的资本蒙蔽,从而承担了投资风险。交叉持股像一把“双刃剑”,在保护债权人利益的同时也增大了债权人应承担的风险。

三、交叉持股对股东与管理层之间的代理问题的影响

对于交叉持股对股东与管理层之间的代理问题的影响,目前有两种相左的观点。一种观点认为交叉持股制度有利于降低股东与管理层之间的代理成本,即交叉持股制度可以被看作是股东对管理层做出的不接受收购和不干预管理的承诺,通过阻止企业经理事前选择收益较低的投资项目,以获得企业事前管理效率的改善。交叉持股形成的股东与管理层之间的隐性契约,使股东的承诺对管理层而言变得可信。Burkart(1997)指出经理的逐利行为在某种程度上与股东的利益相符,表明存在一个最优的大股东持股比例。在其模型中,股东可以通过减少监管并诱使经理为获取私利而努力工作以获利,这被称为激励效应。因此,交叉持股制度作为一种信号传递机制,能够消除股东的机会主义行为对经理提高管理效率的威胁,保证与企业内部剩余索取权和控制权安排相对应的原则的顺利执行,从而提高企业管理效率。Hiroshi Osano(1996)指出交叉持股企业的共同防御的相互承诺和共担风险,解决了由外部接管威胁所引发的管理层短视问题。参与交叉持股的企业不会将其持有的其他企业的股份出售给外部接管者,否则其将受到其他企业的报复,从而直接面临外部敌意接管的威胁。因此,交叉持股形成了一种含有报复机制的隐性契约。但是这一隐性契约是否有效取决于企业新发行的用于

交叉持股的股份比例是否超过了一个标准,如果超过了,则隐性契约是有效的;否则,是无效的。在交叉持股的情况下,当一些条件具备时,由于消除了外部敌意接管对成员企业的威胁,从而可以避免企业经理的短期行为,即不选择短期收益较高的投资项目而选择长期收益较高的投资项目。这时,企业的经营管理效率便得到提高。不仅仅是企业经理,所有参与交叉持股的企业的情况都得到了改善。同时,由于企业经理选择了长期收益较高的投资项目而不是采取短期行为,因此也提高了企业的股票价值。所以,交叉持股制度通过阻止企业经理事前选择长期收益较低的投资项目,以获得企业事前管理效率的提高;而外部敌意接管机制则是通过阻止企业经理选择长期收益较低的投资项目而获得事后的管理效率提高。

另一种相反的观点是交叉持股使企业内部股东与管理层之间的委托代理问题更加严重。大量实证研究表明,企业交叉持股减小了股东对经理的监督作用,使得经理在没有约束的情况下行使其控制权,从而产生了机会主义行为,严重损害了股东的利益。Hideaki Murase(1998)分析指出,交叉持股将剩余索取权从股东手中转移到经理手中。Nyberg(1995)指出,交叉持股意味着更好地进行管理者防御,能减少股东获得收购要约的机会,经理可以通过交叉持股获得控制权。Ogishima(1993)指出,当主要股东与交叉持股方形成密切的交易关系时,其就不再能够很好地监督管理层。Tachibanaki和Nagakubo(1997)认为,交叉持股制度是一种成员企业的经理实施“串谋”的制度,成员企业的经理在这一制度下许诺不相互实施监督。还有许多实证研究表明,交叉持股导致企业的弱盈利性。Zhai(1999)收集了在东京上市的制造业公司的利润率进行研究,结果显示:交叉持股公司的利润率低于非交叉持股公司的利润率。他认为交叉持股会使一个企业的自由现金流增大,从而增大了经理层的权力,导致一些非盈利的投资项目的增多,降低了企业的盈利水平。还有学者利用模型分析指出,交叉持股可以被看成是股东不接受收购要约的承诺。在这种情况下,经理会获取私利,因此股东面临着权衡的问题。当股东和经理的利益分歧不是很大时,允许经理自由裁量时的社会福利较好;而当股东的利益与经理的利益相差很大时,在接管的威胁下社会福利较好。

四、交叉持股对大股东与小股东之间的代理问题的影响

交叉持股造成现金流权与控制权分离,进而引致大股东对小股东的利益侵占。Claessens等(2002)研究发现,公司的价值随最大股东的现金流权的增大而增长,与正的激励效应一

致;但当最大股东的控制权超过其现金流权时,公司价值下降,与利益侵占效应一致。大股东常常可以相对较小的现金流权来控制公司,通常通过金字塔结构、交叉持股使控制权大于所有权,从而导致公司价值下降。大股东的股权越集中,其就越有能力从小股东那里攫取价值,侵占小股东利益。Shleifer和Vishny(1997)指出,当所有权超过一定界限时,大股东几乎完全控制公司并且获得不被少数股东分享的控制权。La Porta等(1998)指出,对于法律体系还不完善的新兴市场,由于对投资者的保护能力较弱,公司所有权和控制权分离所引起的大股东与小股东的代理问题显得更为突出。La Porta等(2002)证明对少数股东保护能力弱的国家的公司价值较低,而这些国家往往倾向于选择较集中的股权结构。Harris和Raviv(1998)也指出,所有权与控制权的分离降低了股东价值。Morck等(2000)研究加拿大公司的数据发现,集中的控制权阻碍了公司价值的增长,因为进行利益侵占的控股股东可以通过保持现有资本的价值获得既得利益。

从我国证券市场的发展状况来看,由于内外部治理机制都不够健全、股权高度集中,大股东的权力得不到有效限制,大股东的“掏空”行为比较普遍,致使小股东的利益受损,从而上市公司的价值不能实现最大化。交叉持股使控股股东能够以较小的现金流权获得较大的控制权,大股东的权力被放大,其更容易对小股东进行利益侵占,最终导致上市公司价值增长受挫、社会福利减少。

主要参考文献

1. 张维迎. 产权、激励与公司治理. 北京: 经济科学出版社, 2005
2. 孔洁琰. 交叉持股下的非理性繁荣. 首席财务官, 2007; 8
3. Jacobson R., D. Aaker. Myopic Management Behavior with Efficient but Imperfect Financial Markets: A Comparison of Information Asymmetries in the US and Japan. *Journal of Accounting and Economics*, 1993; 16
4. Kaplan S.N., B.A. Minton. Appointment of outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 1994; 36
5. Michael C. Jensen, William H. Meckling. A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms. *Journal of Financial Economics*, 1976; 4
6. Shleifer, Vishny. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 1997; 2