

# 国有跨国公司境外企业公司治理研究

## ——基于双重型、叠加式委托代理的视角

宋光辉, 王晓晖, 秦全德

(华南理工大学 工商管理学院, 广东 广州 510640)

**摘要:** 国有跨国公司境外企业股权结构的相对集中或高度集中和产权关系的延伸, 使其委托代理呈现出双重型、叠加式的特征。基于此特征, 文章确立了双重型、叠加式委托代理理论并作为国有跨国公司境外企业公司治理研究的分析框架。研究结果表明, 完善国有跨国公司境外企业公司治理的前提和基础在于委托代理链能否形成有效的传导机制以及各级委托链的委托人和代理人是否明确。在公司治理结构与机制优化的基础上, 文章提出应从控股股东或大股东对经营者和中小股东对其代理人两条途径同时降低公司治理成本, 并通过模型对控股股东或大股东获取租金的合理界限与范围进行了界定。

**关键词:** 国有跨国公司; 委托代理; 境外企业; 公司治理

**中图分类号:** F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2010)11-0062-10

### 一、引言

20世纪80年代后半期以来, 国际经济一体化进程不断加快, 贸易体制和对外直接投资趋向自由化, 使得跨国公司在国家经济中的地位日益重要。近年来, 国有企业“走出去”的步伐正在显著加快。2010年5月商务部对外公布, 国有企业目前已有上万亿美元规模的境外国有产权。Dunning(1989)研究表明, 境外企业公司治理完善与否直接决定了跨国投资经营能否成功以及全球化战略是否能得以实现。为此, 对国有跨国公司境外企业公司治理进行深入探讨具有重要的理论与现实意义。

委托代理是公司治理产生的基础, 建立公司治理结构和机制的最终目的是要解决两权分离下代理人问题或内部人控制问题。通过分析可知, 我国国有跨国公司境外企业具有三个主要的差异化产权分离属性, 此产权分离属性影响和决定了其委托代理的类型: 第一, 在股权分布方面, 公司股权的分散与

收稿日期: 2010-02-01

作者简介: 宋光辉(1961—), 男, 河南信阳人, 华南理工大学工商管理学院教授, 博士生导师;

王晓晖(1973—), 男, 湖北武汉人, 华南理工大学工商管理学院博士研究生;

秦全德(1981—), 男, 湖南衡阳人, 华南理工大学工商管理学院博士研究生。

集中程度决定着公司治理所要解决的突出问题(冯根福,2004)。传统的公司治理理论以股权的充分分散为立论基础,其要解决的突出问题是全体股东和经营者之间的单一委托代理关系;而国有跨国公司境外企业股权相对集中或高度集中,其公司治理不仅要解决全体股东与经营者之间的利益冲突,还要解决大股东与中小股东之间的矛盾。第二,在股权权属性质方面,由于国有跨国公司境外企业股权基本为国有股或国有法人股,相对于私有权属企业其委托代理链条有向上游纵向延伸的倾向,而且愈到委托代理链条的上端,愈暴露出委托人实质上虚化的弱点。第三,在投资经营环境方面,国有跨国公司境外企业的国际拓展引起了产权关系的延长,同时也引发了组织形式和治理环境的变化。对此,本文基于国有跨国公司境外企业产权分离属性提出了具有叠加特征的双重委托代理理论模型,其更适合作为国有跨国公司境外企业公司治理问题的一般分析框架。

此外,既有公司治理的理论与实践在公司治理结构与治理机制的设计过程中,并未深入关注公司治理的成本、收益与效率三者之间的关系及其相应的测量与评价(严若森,2006)。事实上,任何公司治理问题归根结底都是在一定的公司治理环境下,在公司治理结构与机制优化整合的基础上,以最小的公司治理成本谋求最大的公司治理收益(李善民,2009)。因此,研究国有跨国公司境外企业公司治理问题,除了需研究其公司治理结构与机制的优化整合问题外,还要进一步深入研究其公司治理的成本、收益与效率问题。

本文从委托代理的视角出发,围绕完善国有跨国公司境外企业公司治理的主题,开展了如下研究工作:(1)基于国有跨国公司境外企业的特征分析,提出了双重型、叠加式委托代理理论,并以此作为国有跨国公司境外企业公司治理的一般分析框架。(2)根据双重型、叠加式委托代理理论对国有跨国公司境外企业的公司治理结构与机制进行了优化整合,并提出了降低国有跨国公司境外企业委托代理成本的实施路径,从而有利于实现公司价值及全体股东利益的最大化。

## 二、文献评述

由 Berle 和 Means(1932)开创的西方传统委托代理理论的核心在于如何设计一套有效的公司治理的结构与机制以保证代理人按照全体委托人的利益行事,它主要是针对以股权分散为主要特征的众多美国上市公司的一种较为成熟的公司治理问题的分析框架。Rajan(1992)、Weinstein 和 Yafeh(1994)、Franks 和 Mayer(1994)等从理论和实证两个方面说明了德、日等国上市公司大股东侵占中小股东利益的状况。OECD(2001)指出,亚洲国家和地区的上市公司中控股股东或大股东与中小股东之间的利益冲突表现得更为严重。中国上市公司暴露出的大量问题,也说明控股股东或大股东恶意侵占中小股东

利益问题相当严重(唐宗明、蒋位,2002)。因此,单一委托代理理论本身具有局限性,其无法涵盖和解释控股股东或大股东与中小股东利益冲突的情况。

对此,Tirole(2001)、郑志刚、冯根福(2004)针对股权集中型公司治理问题在不同层面和程度上构建了一个更具解释力的双重委托代理理论框架。Tirole(2001)通过构建控制性股东道德风险模型揭示了控制性股东的道德风险行为机理。郑志刚(2004)则在发展 Tirole(2001)的控制性股东道德风险模型的基础上,讨论了降低第二类代理成本(因股东之间利益冲突而导致的代理成本)的可能途径。相比较而言,冯根福(2004)的研究要更为深入,其描述了股权集中型公司中双重委托代理关系的一般特征,并对降低第二类代理成本的思路做了初步分析。

公司治理最优化研究方面,已有的公司治理研究将公司治理效率、公司治理成本与公司治理收益三者结合起来全面考虑的研究显得比较缺乏。Jensen 和 Meckling(1976)将代理成本定义为委托人的监督支出、代理人的担保支出以及剩余损失的总和。Dielt(1998)基于 Jensen 和 Meckling(1976)的代理成本定义,认为治理成本是由于投资者与经营者利益目标冲突而导致的经济损失。相比之下,郑志刚(2004)与冯根福(2004)均对第一类代理与第二类代理做出了基于单一视角或局部层面的区分,此工作非常有意义,特别是对于股权集中型公司而言,其意义显得更为重要。对于公司治理收益的界定与划分只是在将公司治理成本、公司治理收益与公司治理效率三者一起考虑时才稍有提及。

在我国跨国公司治理研究方面,周新军(2001)通过在华三资企业公司治理机制的研究,其指出保障各级委托链传导机制的有效性是跨国公司委托代理问题的关键。总之,既有理论对国有跨国公司境外企业公司治理的研究尚未形成一个基本与规范的理论分析框架。同时,我国跨国公司治理的研究基本局限于公司治理结构与机制的层面,而将公司治理成本、收益与效率结合起来的研究显得非常不够,这显然也是既有理论研究的不足。

### 三、国有跨国公司境外企业委托代理模型

经济学研究公司治理的问题是关于公司股权代理的问题,从经济学的角度分析,我国国有跨国公司境外企业委托代理具有如下差异化属性。

#### (一)我国国有跨国公司境外企业委托代理模型的叠加属性

通常的委托代理模型基本集中在单一公司,是一种封闭式模型;如果将相对开放的境内企业集团的委托代理模型纳入到全球范围则仍具有封闭性;而跨国公司的委托代理关系已经突破了单一的和国内集团式企业组织范围,表现形式发生了变化,结构关系更加复杂。

国有跨国公司的直接委托人是母公司,具体来说母公司的董事会;但董事会在本质上仍然是受人委托,而跨国代理关系中的最初委托人是母公司的

股东；这就形成了由国有跨国公司到境外企业委托代理的叠加式特征，即在单一公司代理系统基础上又叠加了若干层代理系统，如图 1 所示。

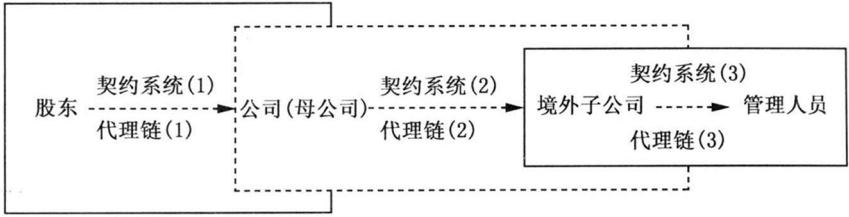


图 1 跨国公司委托代理关系

一般的国有跨国公司代理链表达式为：所有者(全民) $\xrightarrow{\text{委托}}$ 国家政府或地方政府 $\xrightarrow{\text{委托}}$ 国家(或地方)国资委 $\xrightarrow{\text{委托}}$ 国有控股公司(或其他类型母公司)董事会 $\xrightarrow{\text{委托}}$ 国有控股公司(或其他类型母公司)经营者 $\xrightarrow{\text{委托}}$ 境外子公司董事会 $\xrightarrow{\text{委托}}$ 境外子公司经营者。

从国有跨国公司境外企业初始代理人到其境外企业经营者的叠加式委托链来看，初始委托人或较初始层级的委托人距离境外企业遥远，使其在客观上很难直接和有效地观察和把握境外企业的内部运行，极易产生信息不对称。此外，全球范围内的各个资本市场、产品市场、劳动力市场等外部市场在不同地区之间的相互分割和发展水平不同，致使通过外部市场反映境外企业实际经营业绩的功能受到限制，初始委托人或较初始层次的委托人基本无法实现通过统一标准的外部市场对境外企业进行监督。最为重要的是，由于国有企业初始委托人的不明确，导致各链条上的委托人和代理人都不明确，这致使国有跨国公司境外企业代理链很难形成有效传导机制。为此，国有跨国公司境外企业很容易引发跨国代理问题。有些学者把国有跨国公司治理的问题归结为其委托代理链太长，将我国跨国公司的委托代理链与国际上跨国公司的委托代理链进行比较分析，发现这并非是关键，问题的关键在于委托链能否形成高效的传导机制以及各级委托链的委托人和代理人是否明确。

## (二)我国国有跨国公司境外企业委托代理模型的双重属性

由于我国国有跨国公司作为投资主体在其境外公司中所控制的股份比例往往较大，客观上形成了国资背景的控股股东或大股东掌握着公司的实际控制权，在委托代理关系模式上具有明显的双重委托特征，具体表现为：一种是国有跨国公司作为投资主体的境外企业的控股股东或大股东与其经营者之间的委托代理问题；另一种是国有跨国公司境外企业的中小股东与其代理人之间的委托代理问题。

由于国有跨国公司境外企业的控股股东或大股东掌握着公司董事会的实际控制权，可直接对经营者行为施加影响，呈现出强势特征；而中小股东则是

一个弱势群体,由于监督经营者成本过高,他们不得不委托控股股东或大股东对经营者进行监督。所以,全体股东与经营者之间的委托代理问题就往往转化为了控股股东或大股东与经营者之间的委托代理问题。在存在道德风险条件下,委托人(控股股东或大股东)推出的合约就成为以下问题的解:

$$\max_{[e_i(\omega(x_i))_{i=1,2,\dots,n}]} \sum_{i=1}^n P_i(e)B(t(x_i - \omega_i(x_i))) + r \quad (1)$$

$$\text{s.t.} \sum_{i=1}^n P_i(e)u(t\omega_i(x_i)) - C(e) \geq \bar{W} \quad (2)$$

$$\arg \max_e \left\{ \sum_{i=1}^n P_i(e)u(t\omega_i(x_i)) - C(e) \right\} \quad (3)$$

其中,  $e$  为代理人的努力程度,  $r$  代表租金(控股股东或大股东侵占中小股东利益的数量),  $t$  代表控股股东或大股东的持股比例;式(2)表示代理人(经营者)接受合约的条件;式(3)是激励相容约束,表示代理人一旦接受合约,则会选择最大化目标函数的努力水平;式(1)表示在参与约束和激励相容约束下,委托人(控股股东或大股东)将使其得自于合约和合约之外的剩余最大化。此模型与西方传统单一委托代理理论的不同之处主要体现在控股股东或大股东可以凭借其掌握的实际控制权侵占中小股东的利益而获取额外的租金。

由于控股股东或大股东在实际上履行监督经营者的职能,公司需对此种有成本的监督以一定的方式进行补偿。同时,公司也应防止控股股东或大股东可能会寻机采用各种方式对中小股东进行利益侵害。这样,中小股东作为委托人制定合约的目的是使控股股东或大股东获得的租金趋于合理化,中小股东作为委托人推出的合约是以下问题的解:

$$\max_{[e_i(\omega_i(x_i))_{i=1,\dots,n}]} \sum_{i=1}^n P_i(e)B(r - \omega_i(r_i)) \quad (4)$$

$$\text{s.t.} \sum_{i=1}^n P_i(e)U(\omega_i(r_i)) - V(e) \geq \underline{W} \quad (5)$$

$$\arg \max_e \left\{ \sum_{i=1}^n P_i(e)U(\omega_i(r_i)) - V(e) \right\} \quad (6)$$

其中,式(5)表示中小股东代理人接受合约的条件,式(6)表示中小股东代理人的激励相容约束,式(4)表示上述两个约束条件下中小股东愿意对控股股东或大股东支付的合理化租金。

通过以上分析,双重委托代理理论能更为准确地概括和反映以股权相对集中或高度集中为主要特征的国有跨国公司境外企业中的委托代理问题,其解释力更强。

#### 四、国有跨国公司境外企业委托代理模型的经济效应分析

公司治理的原则应是在既定的经济技术条件与制度环境下,以尽可能低

的治理成本获得尽可能大的治理收益。以下部分分别按照单一委托代理理论只降低单一委托代理成本的要求和按照双重委托代理理论降低双重委托代理成本的要求分别对国有跨国公司境外企业经济效应进行分析。

### (一)单一委托代理无租金控制下降低委托代理成本的经济效应分析

在国有跨国公司境外企业中,全体股东与经营者的委托代理问题实际上就转化为控股股东或大股东与经营者之间的委托代理问题。由于单一委托代理理论没有考虑如何有效防止控股股东或大股东恶意侵占中小股东利益这个因素,因而往往无法控制控股股东或大股东利用控制权寻机侵占中小股东的利益。

设  $x = ga + \lambda\epsilon$  为代理人的产出函数。其中,  $g$  为单位努力程度的产出系数;  $\epsilon$  为影响产出的市场随机因素,其服从  $N(0, \sigma_1^2)$  分布;  $\lambda$  表示市场随机因素对代理人产出的影响程度。经营者的报酬为  $S(x) = \mu + \omega x$ , 其中  $\omega$  为产出的分成系数。经营者的成本函数为  $C(a, r) = b(a+r)^2/2$ ,  $b > 0$  为常数系数, 其中  $r$  是控股股东或大股东利用控制权侵占中小股东利益获取的租金。

假设作为委托人的控股股东或大股东为风险中性, 作为代理人的经营者为风险规避, 经营者的效用函数为  $u = -e^{-\rho w}$  ( $\rho$  为不变风险规避系数)。 $\bar{w}$  为代理人的保留效用,  $t$  代表控股股东或大股东的持股比例。控股股东或大股东的期望收益为  $\max EV_1 = -t\mu + t(1-\omega)ga + r$ ; 经营者的确定性等价收入为  $EV_2 = t\mu + t\omega ga - b(a+r)^2/2 - \rho(t\omega)^2 \lambda^2 \sigma_1^2/2 \geq \bar{w}$ , 经营者效用最大化一阶条件为  $\partial EV_2/\partial a = 0$ , 则  $a = t\omega g/b - r$ 。

可建立如下的委托代理分析模型:

$$\max EV_1 = -t\mu + t(1-\omega)ga + r$$

$$\text{s.t. } EV_2 = t\mu + t\omega ga - b(a+r)^2/2 - \rho(t\omega)^2 \lambda^2 \sigma_1^2/2 \geq \bar{w}$$

$$a = t\omega g/b - r$$

于是, 公司的期望价值为  $EX = E(ga + \lambda\epsilon) = tg^3/(bg^3 + \rho b^2 \lambda^2 \sigma_1^2) - r$

命题 1: 在控股股东或大股东实现自身效用最大化下, 上市公司期望价值 (EX) 与控股股东或大股东掠夺的租金 ( $r$ ) 呈负相关关系, 与其持股比例 ( $t$ ) 呈正相关关系。

由此分析可知, 在控股股东或大股东持股比例不变的情况下, 其掠夺租金将导致上市公司价值下降和公司股票折价的情况, 造成中小股东多重利益损害, 最终可能使得原本诚实的、高质量的公司难以获得相应的公平价格或不得不开离市场, 形成恶性循环。

### (二)降低双重代理成本的经济效应分析与实现公司全体股东利益最大化

基于双重委托代理理论, 国有跨国境外企业除了要有有效降低控股股东或大股东对经营者的代理成本外, 还应降低中小股东代理人的代理成本。

设  $R = 1/r$ , 令中小股东代理人产出函数为  $R = ke + \delta\epsilon$ , 其中,  $k$  为单位努



力程度的产出系数;  $\epsilon$  为影响产出的市场随机因素, 其服从  $N(0, \sigma_2^2)$  分布;  $\delta$  表示市场随机因素对代理人产出的影响大小程度。中小股东对其代理人的支付函数为  $S(R) = c + dR$ 。中小股东代理人的成本函数为  $C(e) = fe^2/2$ 。  $\underline{W}$  为中小股东代理人的保留效用。

假设中小股东是一个有效的委托人, 且其对控股股东或大股东掠夺的租金进行约束; 中小股东与控股股东或大股东一样也是风险中性的, 中小股东代理人与经营者一样具有风险规避要求。

中小股东收入为:

$$V_3 = -c + (1-d)(ke + \delta\epsilon) \quad (7)$$

当且仅当中小股东风险中性的条件下, 其期望效用等于其期望收益, 由式(7)得其期望收益函数为:

$$EV_3 = Ev(V_3) = -c + (1-d)ke \quad (8)$$

中小股东代理人的收入为:

$$V_4 = c + d(ke + \delta\epsilon) - fe^2/2 \quad (9)$$

当代理人风险规避时, 采用 Arrow-Pratt 绝对风险规避度来描述代理人的风险规避程度:

$$\rho(V) = -u''(V)/u'(V) > 0 \quad (10)$$

由式(9)和  $R = ke + \delta\epsilon$ , 得到  $V_4 \sim N(c + dke - fe^2/2, d^2\delta^2\sigma_2^2)$ 。假定代理人的效用函数具有不变绝对风险规避特征, 即  $u(V_4) = -\exp(-\rho V_4)$ , 则代理人的效用函数期望值为:

$$\begin{aligned} Eu(V_4) &= E[-\exp(-\rho V_4)] \\ &= \int_{-\infty}^{+\infty} -e^{-\rho V_4} / \sqrt{2\pi} d\sigma_2 \times \exp[-(V_4 - c - dke + fe^2/2)^2 / \\ &\quad 2d^2\delta^2\sigma_2^2] dv_4 \\ &= -\exp[-\rho(c + dke - fe^2/2 - \rho d^2\delta^2\sigma_2^2/2)] \end{aligned} \quad (11)$$

当且仅当中小股东代理人风险规避的条件下, 其确定性等价收入为:

$$EV_4 = c + dke - \rho d^2\delta^2\sigma_2^2/2 - fe^2/2 \quad (12)$$

根据式(11), 有  $\partial Eu(V_4)/\partial EV_4 = \rho \exp(-\rho EV_4) > 0$ , 这样, 代理人最大化期望效用函数  $Eu(V_4)$  等价于最大化确定性等价收入式(12)。

假定一阶条件成立, 则  $\partial V_4/\partial e = dk - ef$ ; 在  $\partial V_4/\partial e = 0$  条件下,  $e = dk/f$ 。

于是, 可建立中小股东与其代理人的分析模型如下:

$$\max EV_3 = -c + (1-d)ke \quad (13)$$

$$\text{s.t. } c + dke - \rho d^2\delta^2\sigma_2^2/2 - fe^2/2 \geq \underline{W} \quad (14)$$

$$e = dk/f \quad (15)$$

在 Kuhn-Tucker 最优性条件下, 模型中不等式(14)的 Lagrange 乘子不为零(该乘子为 1), 则不等式的等号成立(从经济意义上讲, 当代理人能够从

事该项工作时，中小委托人没有必要给予代理人更多工资)。将模型中约束条件代入目标函数  $EV_3$ ，在  $\partial EV_3 / \partial d = 0$  条件下，求得：

$$ER = k^4 / (fk^2 + f^2 \rho \delta^2 \sigma_2^2), Er = 1/ER = (fk^2 + f^2 \rho \delta^2 \sigma_2^2) / k^4$$

命题 2：中小股东在有效解决了对其代理人的激励问题后，会把控股股东或大股东获得的期望租金控制在平均水平为  $(fk^2 + f^2 \rho \delta^2 \sigma_2^2) / k^4$  的合理范围内。这一期望租金水平是中小股东权衡风险成本与租金收益的结果。

### 五、基本结论与启示

综上所述，基于双重型、叠加式委托代理理论模型构建的国有跨国公司境外企业公司治理研究可总结为如图 2 所示的概念关系模型。

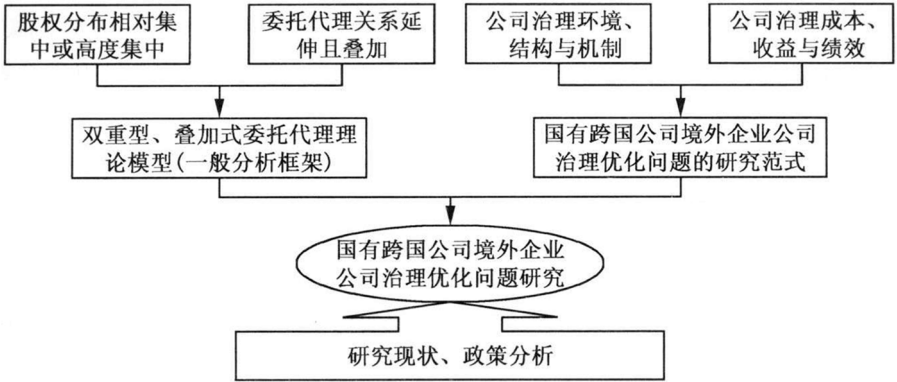


图 2 国有跨国公司境外企业公司治理研究概念关系模型

本文可得出以下两个基本结论：(1)委托代理链能否形成有效传导机制以及各级委托链的委托人和代理人是否明确是完善国有跨国公司境外企业公司治理的关键。(2)降低国有跨国公司境外企业代理成本主要有两条途径：一是国有跨国公司境外企业的控股股东或大股东对作为代理人的经营者能够进行充分的激励与约束，以有效降低第一类代理成本；二是中小股东对其代理人进行充分的激励与约束，以有效降低第二类代理成本。

完善国有跨国公司境外企业治理，首先应降低第一类代理成本，而其前提条件是大股东或控股股东必须是一个有效的委托人。为此，境外企业需积极引进具有一定规模的国内外私人战略投资者、机构投资者，真正改变国有股东独有或独大的股权结构格局，以提升各级委托人的有效性。同时，依据国有跨国公司各级契约关系有效传导的要求和境外投资经营的特点，还应重点关注如下控制要点：(1)在经营者的选聘上，应当充分运用市场竞争机制，以保证管理人员综合素质，并满足经理人员控制权收益的激励。同时，对经理人员实行薪金、福利和发展空间等多元化的激励方式，在标准上能与境外企业所在地合



理匹配。(2)境外企业在建立能与母公司衔接的财务会计制度的同时,还应建立满足所在国资本市场或政府监管要求的内外财务审计两套体系。(3)境外企业应在公司内外部建立开放式信息沟通机制和信息披露制度,以确保信息能在各关键控制点的顺畅流动。(4)严格执行境外管理当局自我评价和境外外部审计师独立评价的双重评价制度。

完善国有跨国公司境外企业的公司治理,还必须有效降低第二类代理成本,而其前提条件也是要求中小股东是有效的委托人。首先,在中小股东的组织和整合方面,应逐步建立和有效执行独立董事制度,通过独立董事集中代表中小股东担当行使相关权力的主体和中小股东权力执行方式上的优化,尽可能保护中小股东的利益不受损害。其次,必须基本界定清楚控股股东或大股东利益的界限和范围,否则,就难以对中小股东代理人履行职责的状况进行准确有效的考核与评价。再次,必须对中小股东的代理人进行有效激励与约束,并对风险成本与租金收益进行权衡,把控股股东或大股东获得的期望租金控制在一个合理范围内。

参考文献:

- [1]冯根福.双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架[J].经济研究,2004,(12):16—25.
- [2]李善民,张媛春.制度环境、交易规则与控制权协议转让的效率[J].经济研究,2009,(5):92—93.
- [3]唐宗明,蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析[J].经济研究,2002,(4):107—110.
- [4]严若森.双重委托代理理论与股权集中型公司治理最优化研究综述[J].当代经济科学,2006,(4):90—95.
- [5]郑志刚.投资者之间的利益冲突和公司治理机制的整合[J].经济研究,2004,(2):115—125.
- [6]周新军.跨国公司境外企业公司治理机制探析[J].南开管理评论,2001,(4):62—66.
- [7]Berle A, Means G. The modern corporation and private property[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [8]Diel H. Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and United States organizational response to market inefficiencies [M]. London: Rutledge, 1998.
- [9]Dunning J H. The Study of international business: A plea for a more interdisciplinary approach [J]. Journal of International Business Studies, 1989, 20: 411—436.
- [10]Franks J, Mayer C. The ownership and control of German corporation[R]. Manuscript, London Business School, 1994.
- [11]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305—360.
- [12]OECD. Corporate Governance in Asia [C]. Paris, 2001.
- [13]Rajan R. Insiders and outsiders: The choice between relationship and arms-length debt

[J].Journal of Finance,1992,47:1367—1400.

[14]Tirole J.Corporate governance [J].Econometrics,2001,69:1—35.

[15]Weinstein,David E,Yishay Yafeh.On the costs of a bank-centered financial system:  
Evidence from the changing main bank relations in Japan[R].Harvard University,1994.

## Corporate Governance of Overseas Firms of State-owned Multinational Corporations Based on Double and Stacking Principal-agency Frameworks

SONG Guang-hui, WANG Xiao-hui, QIN Quan-de

(School of Business Administration, South China University of Technology,  
Guangzhou 510640, China)

**Abstract:** Owing to the relatively or highly concentrated equity structure of overseas corporations and the further extension of ownerships relationship of state-owned multinational corporations, the overseas companies' principal-agency problem is featured by double and stacking types. On the basis of the characteristics, the paper builds the double and stacking principal-agency theory and applies it to analyze corporate governance of overseas firms belonging to state-owned multinational corporations. The research shows that the key premise and basis of improving corporate governance of overseas firms belonging to state-owned multinational corporations depends on the effective transmission mechanism of principal-agent chain and the definition of principals and agents at all levels. On the basis of the optimization of the structure and mechanism of corporate governance, the paper illustrates two roads to reduce the corporate governance cost, namely from the angle of controlling or major shareholders against the managers and from the angle of the medium or small shareholders against their agents, and defines the reasonable rent quantity that the controlling or major shareholders should be given through the analysis model.

**Key words:** state-owned multinational corporation; principal-agency theory; overseas firm; corporate governance

(责任编辑 周一叶)