

**Corporate Governance And  
The Growth Of Listed SMEs**

---

# 公司治理与 中小上市公司成长

---

曾江洪 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 公司治理与中小 上市公司成长

曾江洪 著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与中小上市公司成长/曾江洪著. —北京:  
经济科学出版社, 2010. 4

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9134 - 0

I. ①公… II. ①曾… III. ①中小企业 - 上市公司 -  
企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 035819 号

责任编辑: 漆 熠

责任校对: 杨晓莹

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

## 公司治理与中小上市公司成长

曾江洪 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 11 印张 200000 字

2010 年 4 月第 1 版 2010 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9134 - 0 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 前 言

随着中国资本市场的进一步发展，中小上市公司已发展成为中国企业的主力军和优秀代表，是中国国民经济的重要组成部分。研究中小上市公司治理具有描述和解释中国经济、政治体制改革过程的典型性，具有揭示和预测中国市场经济发展状况的前瞻性，具有体现和标志中国国民经济发展水平的代表性。公司治理的核心在于保证公司的财产安全、科学决策和高效经营。对于上市公司而言，为了提升公司绩效和可持续发展能力，以吸引更多的投资者，必然要关注治理状况的改善、在行业中的地位、科学决策机制的完善等问题。公司成长性是公司治理水平和健全与否的直接而有效的反应，良好的公司治理必然与公司持续健康的发展相联系。可以说，公司治理的合理性、有效性是提高公司成长性的必要条件。从这个意义上讲，本书关于公司治理与公司成长性的研究选题具有时代紧迫性及重要的理论价值和现实意义。

本书选取中国中小上市公司治理与成长性的关系作为研究对象，采用辩证分析方法、实证分析法、计量经济学分析方法，在中小企业理论、成长理论和公司治理理论的基础上，通过分析我国中小企业的成长和公司治理现状及进行国际比较，剖析公司治理对中小企业成长性的作用。

本书在运用委托代理理论构建了中小企业公司治理与成长性关系模型的基础上，用主成分分析法建立由1个一级指标、4个二级指标、14个三级指标构成的中小上市公司成长性评价体系，并对我国214家中小上市公司从2002年到2005年的成长性进行了排名。然后，分别从股权治理、债权治理、董事会治理和管理层激励等四个维度研究它们与中小上市公司成长之间的关系，通过描述性统计和回归分析，得到以下结论：

(1) 股权治理方面的研究发现股权集中度与公司成长性无相关关系；国有控股公司的股权比例与成长性存在正相关关系；对于国有控股公司，第一大股东对公司经营状况影响最大，第二至第五大股东持股比例合计与公司成长性存在微

弱的负相关关系；对于民营企业，第一大股东持股比例与公司成长性负相关。

(2) 债权治理方面的研究中，我们建立了债权治理指数 F 的评价体系，研究发现规模较大的国有企业治理排名位于前列；F 指数与公司成长性存在显著的倒 U 型关系；偿债能力的提高伴随公司的低成长；债务融资与公司成长显著正相关；债务期限与公司成长性有微弱的正相关关系，债务期限结构不平衡；债务类型单一，银行借款融资占绝对地位；资产期限与公司成长性有微弱的负相关关系，资产期限结构不平衡。

(3) 董事会治理方面的研究发现董事会规模、独立董事和执行董事比例、董事会受教育程度与公司后期成长性呈显著的正相关关系；董事会平稳性指数与公司当期成长性存在倒“U”型关系；股东单位高管人员在公司董事会兼任执行董事与公司成长性负相关；两职状态对公司成长性没有产生显著作用。

(4) 管理层激励方面的研究发现年度薪金是公司重要的激励机制，对公司成长性有较高的敏感性影响；高管持股比例较低，与公司成长性存在“U”型关系；实际在上市公司领薪的高管人数与成长性正相关；公司规模、财务杠杆、行业属性显著影响着公司成长性和管理层激励的关系。

最后，本书提出有利于实现我国中小上市公司持续成长的公司治理政策建议，包括政府管理、投资融资、财政税收、人力资源、激励机制、市场环境等方面，并指出我国企业公司治理的改革应该从过去的强调股权多元化向今后的强调董事会的规范建设上来。从理论上讲，这将有助于弥补国内外在该研究领域的不足，完善和发展中小企业成长理论及公司治理理论；在实践方面，这可以为制定出完善我国中小上市公司治理的有效政策措施提供借鉴，以促进我国中小上市公司更快、更好、更健康地成长。

本书是在作者的博士论文基础上修改而成，感谢我的导师李一智教授给予我的指导和帮助；感谢中南大学商学院院长陈晓红教授委任我为中南大学资本运营与公司治理研究中心主任、中南大学中小企业研究中心副主任，这为我的研究工作提供了一个很好的平台；感谢在本书研究工作中协助我做了大量文献收集和样本统计工作的研究生王小丁、李玉环、丁宁和陈迪宇等；感谢经济科学出版社的漆熠女士为本书出版所做的工作。

曹江洪

2010 年元月

# 目 录

<b>第一章 导 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究问题的切入点和意义 .....	3
1.3 本书研究框架和主要研究内容 .....	5
1.4 研究方法和技术路线 .....	9
<b>第二章 中小上市公司治理与成长性的理论研究</b> .....	<b>11</b>
2.1 相关概念界定 .....	11
2.2 基础理论回顾 .....	16
2.3 中小上市公司治理与成长性的研究综述 .....	21
2.4 中小上市公司治理与成长性的理论分析与一般模型 .....	26
2.5 本章小结 .....	30
<b>第三章 中小上市公司成长性评价指标和模型选择</b> .....	<b>32</b>
3.1 关于上市公司成长性评价的文献综述 .....	32
3.2 公司成长性的主成分评价方法和模型 .....	34
3.3 上市公司成长性的主成分评价检验 .....	36
3.4 本章小结 .....	42
<b>第四章 股权治理与中小上市公司的成长性</b> .....	<b>43</b>
4.1 文献回顾 .....	43
4.2 研究背景和基本假设 .....	48
4.3 变量选择和样本数据说明 .....	50

4.4 股权结构与成长性关系的计量模型和实证检验 ..... 52

4.5 本章小结 ..... 58

**第五章 债权治理与中小上市公司的成长性 ..... 60**

5.1 国内外研究现状及其分析 ..... 61

5.2 理论分析与概念模型 ..... 63

5.3 债权治理评价系统及变量设计 ..... 68

5.4 债权治理评价及描述性统计 ..... 71

5.5 债权治理指数与公司成长性的实证分析 ..... 84

5.6 本章小结 ..... 91

**第六章 董事会治理与中小上市公司的成长性 ..... 94**

6.1 文献综述 ..... 94

6.2 理论分析与研究假设 ..... 97

6.3 变量选择及样本数据说明 ..... 100

6.4 计量模型与实证分析 ..... 106

6.5 本章小结 ..... 109

**第七章 管理层激励与中小上市公司的成长性 ..... 112**

7.1 文献回顾和简要评论 ..... 112

7.2 研究设计 ..... 119

7.3 实证分析 ..... 123

7.4 本章小结 ..... 135

**第八章 结论与政策建议 ..... 137**

8.1 主要结论 ..... 137

8.2 政策建议 ..... 143

8.3 本书的创新与有待深入研究的问题 ..... 148

**参考文献 ..... 151**

**附录 ..... 162**

# 第一章 导 论

尽管有些学者把公司治理的思想起源归溯到亚当·斯密，但多数学者认为公司治理的问题实际上源自 Berle 与 Means (1932)<sup>[1]</sup>，从他们的大作《现代公司与私有财产》问世以来，所有权与控制权的分离真正得到了关注。20 世纪 80 年代初期，公司治理作为一个明确的概念出现在经济学文献中<sup>[2]</sup>，20 世纪 90 年代，公司治理被视为西方经济发展的主要问题。而公司治理在我国得到重视还只有十来年，却已经形成了大量的文献和著作。理论界对公司治理的研究虽然还没有形成完整的体系，但它一直是主流经济学研究的重点内容。

## 1.1

### 研究背景

中小企业是市场经济体系中最活跃的、最具潜力的企业群体，具有规模小、市场竞争激烈等显著特征。20 世纪 80 年代以来，我国中小企业蓬勃发展，在国民经济中占有越来越重要的地位<sup>[3]</sup>。据中国国家统计局 2003 年公布的统计数据表明，我国国有及产品销售收入在 500 万元以上的工业企业达 19.6 万户。其中，按照我国中小企业的划分标准，中小工业企业数量达到 19.4 万户，占全部国有及规模以上企业总数的 99%；实现总产值 9.34 万亿元，占全部国有及规模以上企业总产值的 65.6%。与 1998 年相比，2003 年中小工业企业在家数累计增长 23.3% 的同时，实现总产值增加近 1.35 倍<sup>[2]</sup>。同时全国 75% 的就业机会和 69% 的出口都是由中小企业创造的。同时随着我国经济的不断发展，适应证券市场发展的公司型中小企业法人家数也不断增加。截至 2004 年，在 19.6 万户国有及规模以上中小工业企业中，有限责任公司和股份有限公司数量达到 32919 户，占 16.78%，实现总产值 4.46 万亿元，占 31.35%<sup>[4]</sup>。



虽然，中小企业在各国经济中都有着重要的战略地位，但不可否认，中小企业的死亡率高，平均寿命短也是世界范围内的共同现象。根据有关学者对美国中小企业的研究，约有68%的中小企业在第一个5年内倒闭，19%的企业可生存6~10年，只有13%的企业寿命超过10年<sup>[5]</sup>。而根据陈放的研究，中国中小企业的平均寿命只有2.9年。私营中小企业的死亡率之高在世界上也是罕见的，1998年为6.22%；1997年为8.39%；1992年为8.32%。同时成长型中小企业户数比重不高，为30.5%<sup>[4]</sup>。发展型中小企业的“发展性”不强。在成长型企业中，真正具有高成长性和渐进成长能力的企业不足3.32%，96.48%的企业集中在“缓慢成长”档次<sup>[6]</sup>。

我国政府在经历了企业“抓大放小”和“做大做强”的热潮之后，逐步认识到中小企业是促进国民经济发展的重要驱动力，开始重视中小企业的发展。2002年，全国人大常委会通过了《中华人民共和国中小企业促进法》，这标志着我国对中小企业的管理开始步入法治的阶段。在促进中小企业发展方面，中央和有关部门出台了不少法律、法规和政策等。例如，《合伙企业法》、《个人独资企业法》、《乡镇企业法》等，前国家经贸委出台了《国家经贸委关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》，国家税务总局也发出了《关于中小企业信用担保、再担保机构免征营业税的通知》。各省市政府也多次通过对中小企业的外部环境进行调查、研究，多次召开了企业经营环境的治理工作会议<sup>[7]</sup>。

中小企业公司治理已经引起了国内越来越多的关注，一些理论工作者对中小企业中的家族企业的治理做了相关研究，如李亚主编的《民营企业公司治理》和于立等著《中国乡镇企业产权与治理结构研究》等。但在理论研究和实践中还存在以下问题：第一，对于中小企业的公司治理，在理论和实践上一直没有充分引起关注。理论研究的深度和中小企业对国民经济的重要性不相匹配，中小企业的公司治理研究还远没有国有大企业公司治理研究的那样深入。第二，中小企业公司治理水平较低，治理结构虚化。一般来说，在中小企业中，即使按照《公司法》的相关要求建立了相应的公司治理结构，而且通常看起来相当规范，但是其实际效果并不理想。实际上，用企业管理机制替代企业治理机制，是中小企业常见的体制性问题。第三，董事会的决策和监督能力有待加强。中小企业的治理结构，从表面上看，通常形成三会四权（股东会、董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权）的机制。但从实际情况看，由于股权高度集中，董事会由大股东控制，形同虚设，没有形成健全、独立的董事会来保证健全的经营机制，以及建立一套健全的经理层考核机

制。同时，中小企业现行的公司治理结构，决策透明度低，缺乏良好的内部风险控制机制。如果决策发生重大失误，很难被有效的纠正过来。第四，产权不清，中小企业的激励机制不完善。中小企业中的高级管理人员虽然相对薪酬较好，但由于不拥有产权，缺乏产权关切度。中小企业经常发生大股东和职业经理人之间的矛盾，这说明中小企业公司治理中的激励机制还存在一定的问题。

## 1.2

### 研究问题的切入点和意义

#### 1.2.1 研究问题的切入点

本书重点对我国中小上市公司的治理结构和公司成长性问题进行研究。从广义上讲，公司治理结构是适用于所有类型公司的一套基本准则和制度安排，是一个非常宽泛的和普遍适用的概念。但是从现实情形看，中国的《公司法》赋予公司四种不同的类型，即有限责任公司、国有独资有限公司、股份有限公司、上市公司，不同类型的公司客观上有着自身的治理特点。我们在本书中选取中国中小上市公司治理与成长性作为研究对象，而没有对公司治理结构进行一般的宽泛性研究，除了上市公司信息披露的公开性、研究数据容易获取外，还基于以下三个方面的考虑：

(1) 中小企业在各国经济发展中占有十分重要的地位，其在扩大就业、活跃市场、收入分配、社会稳定和国民经济结构布局等方面起到难以替代的作用。中小企业是市场竞争的推进器、就业的主渠道、企业家和创业文化的发源地。对中小企业进行研究有助于我国经济发展和社会稳定。

(2) 对中小上市公司成长性进行研究具有保护和帮助中小企业发展的作用。中小企业在国民经济中起到了重要作用，但中小企业的死亡率和淘汰率相当高，其生存和发展已成为社会经济生活中一个不容忽视的普遍性问题。随着深圳证券交易所推出“中小企业版”，对中小上市公司的成长性进行研究将成为中小企业研究的一个重点，这样可以更好地发挥中小企业的作用。

(3) 对中小上市公司治理与其成长性的关系进行研究具有现实性和开拓性。公司治理的核心在于保证公司的科学决策和高效经营。对于上市公司而言，公司

治理质量是决定其竞争力的关键因素，为了提升公司绩效和可持续发展能力以吸引更多的投资者，必然要关注治理状况的改善、行业中的地位、上市公司科学决策机制的完善和诊断控制等问题。公司成长性是公司治理水平和健全与否的直接有效的反映，良好的公司治理必然与公司持续健康的发展相联系。可以说，公司治理的合理性、有效性是提高公司成长性的必要条件。随着中国资本市场的进一步发展，中小上市公司已发展成为中国企业的主力军和优秀代表，是中国国民经济的精华所在。从而，研究中小上市公司治理与成长性具有时代紧迫性及重要的理论价值和现实意义。

需要特别说明的是，我们基于上述因素的考虑选择中小上市公司治理进行重点研究，并没有将中小上市公司治理与一般意义上的公司治理结构及其理论割裂开来。实际上，本书的研究从一开始就是建立在公司治理的基本命题与理论基础之上的，不单纯从表象上和宽泛的角度对公司治理进行一般的描述性研究正是本书的一个主要特色。

### 1.2.2 研究意义

中小上市公司治理结构问题的核心在于保证公司的决策科学和提高公司成长性。而中小上市公司成长情况是公司治理水平和健全与否的最有效和最直接的反映，高水准的公司治理必然与良好的公司成长和持续发展能力相联系。在外部环境及其他影响条件相同的情况下，如果一家公司的治理结构是健全和有效的，那么这家公司的经营成长会比较好，从而其成长也会是相对较快的。可以说，公司治理结构的效率是公司成长性高的必要条件。就本书对公司治理结构与公司成长的理论和实证研究而言，我们认为至少有两方面的重要意义：

#### (1) 研究我国中小企业公司治理的意义。

改革开放以来，我国的中小企业得到了迅速发展，已经成为现阶段经济发展和运行中不可或缺的重要力量，在确保国民经济增长、缓解就业压力、实现国民经济战略调整和优化经济结构等方面日益发挥着重要作用。但是，中小企业也存在着一系列有待解决的困难和问题。除融资难问题外，公司治理结构不完善、不健全已经成为制约中小企业发展的最根本、最核心的因素。另外，按照传统的公司治理的理论，中小企业尤其是小企业的治理结构无法找到相应的理论根据。

因此，从公司治理角度入手剖析中小企业的生存现状具有重要的现实意义。越来越多的投资者和企业的管理者意识到，良好的公司治理是企业增强核心竞争

力和提高经营绩效的必要保证，是保护所有者及其他利益相关者，保护现代市场体系有序、高效运行的微观基础。对于中小企业而言，要选择适合自身特点的公司治理结构，必须从内部治理和外部治理两个角度进行综合分析，同时根据企业所处的不同成长阶段进行有针对性的研究，在此基础上才可以提出完善我国中小企业公司治理的政策建议。

(2) 研究我国中小上市公司成长性的意义。

尽管中小企业是推动国民经济发展的力量，但由于其自身实力弱、发展的波动性大和抗风险能力差等方面的特点，中小企业的死亡率非常高。

而成长性公司的灵魂，是股市的生命，是国民经济可持续发展的主要动力，是衡量上市公司经营状况和发展前景的一项非常重要的指标。对于中小企业来说，它比单纯的绩效高低更为重要。企业成长不仅包括的绩效的提高也包括规模的扩大、素质的提高，它是一个动态的指标，着眼于企业未来发展趋势的预期。

因此，要充分发挥中小企业的作用，保证国民经济的稳定持续增长，就必须使中小企业具有足够高的成长性，即一国经济中必须拥有足够数量的成长型中小企业。由此可见，对于中小上市公司成长性的研究十分必要。近年来，有关对中小上市公司成长性的研究也已经成为中小企业研究领域的热点。

### 1.3

## 本书研究框架和主要研究内容

### 1.3.1 本书研究框架

中小上市公司治理与公司成长的关系是本书的研究主题。本书的理论和实证研究将始终围绕该主题进行。从实质看，公司治理结构是研究参与公司经营行为和经营方向的各有关人员之间权利和义务关系的理论，其中最主要的关系有：①股东；②董事会；③由经理领导的经理层人员；④债权人、员工、供应商等利益相关者。公司治理就是要研究这些“关系人”的权利、责任及其相互作用和相互影响的关系（Cochran & Wartick, 1988<sup>[8]</sup>；李健, 1999<sup>[9]</sup>等）。

在利益相关者中，债权人在当前无疑是最重要的，而且从投资角度看，股东和债权人共同构成了公司最终的投资人，而员工和供应商实际上并未或很少参与

公司治理结构。因此，从公司治理结构的参与主体角度看，本书对公司治理结构与公司成长的具体研究主要集中在以下四个方面（见图 1-1）：

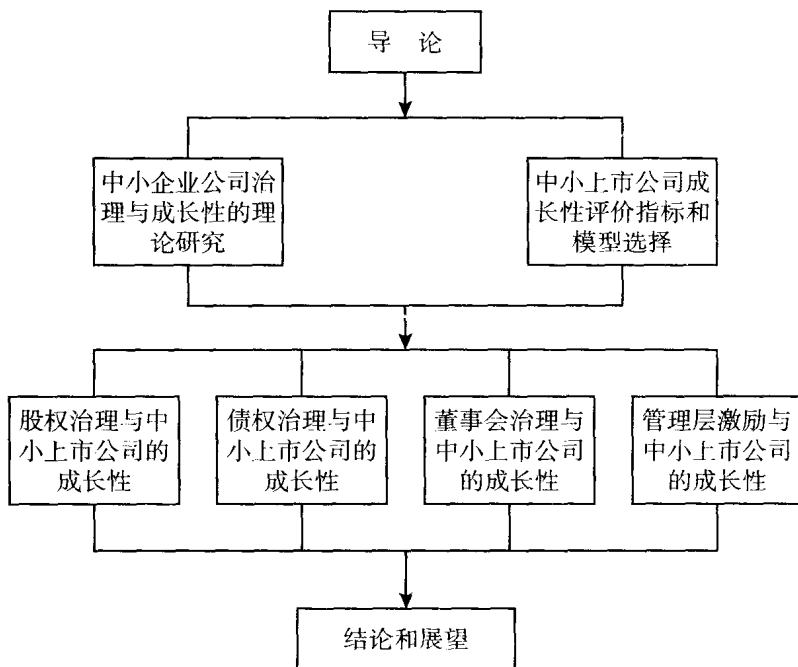


图 1-1 研究框架

- (1) 股权治理与公司成长；
- (2) 债权治理与公司成长；
- (3) 董事会治理与公司成长；
- (4) 管理层激励与公司成长。

需要特别说明的是，与国内其他学者不同，我们特别研究了债权治理与公司成长的关系，并认为它与股权一样都是我们需要特别重视和深入研究的问题。尽管从公司资本构成的角度看，债权人和股东共同构成了公司最重要的资金来源，但在国内无论是实务界还是理论界学者都常常忽视债权人在公司治理中的作用。近年来国内学者的众多研究文献大部分集中在股权治理效率的研究上，如对股权集中度、股权构成等与公司成长关系的分析，而很少有学者对债权治理与公司成长的关系进行理论分析和实证研究。不论是以股东利益最大化的观点，还是以参

与者利益平衡的观点，忽视债权人在公司治理中的作用是他们研究公司治理时的一个共同点。然而，实际上债权治理与公司成长之间存在着密切的逻辑联系，债权治理与股权治理一样在公司治理中共同发挥着重要作用，在它们的背后反映了债权人和股东在公司中的契约关系，即控制权安排和收益索取权：股东一般享有企业正常经营情况下的控制权和剩余收益索取权，而债权人通过事先签订的债务契约享有固定收益索取权和公司不能正常经营情况下的控制权。因此，债权人不可避免地参与了公司治理，从而与股东一样形成了债权治理和股权治理，只是产生作用的机制不同。

债权治理主要表现为债权人以相机治理、直接介入等方式监督制约经理人员的行为。相机控制，即控制权的转移，是指当企业无力偿还债务时，剩余控制权和剩余索取权便由股东转移给债权人，债权人通过清算和重组直接迫使经理人员丧失控制权，在这种破产威胁下，债权对经理人员形成了“硬约束”，达到治理的目的。此外，债权治理还可以通过对经理人员的日常监督来达到治理的目的，诸如抑制经理人员的非效率投资，降低公司异常未来盈余，制约经理人员的在职消费等。通过这些治理方式促使经理人员高效经营管理，从而提高企业价值，促进企业成长。Williamson (1988) 也认为，企业的债权和股权在市场经济条件下不应仅仅被看作不同的融资工具，还应该被看作是不同的治理结构。所以债权治理也是公司治理结构中的重要研究内容。

### 1.3.2 主要研究内容

在本书的结构安排上，本书共分成8个部分。具体而言，本书各章的主要内容如下：

第一章，导论。分析本书的研究背景和选题意义，然后提出了我们研究的切入点以及主要内容和框架，讨论了本书的研究方法与技术路线。

第二章，中小上市公司治理与成长性的理论研究。本部分首先对主要概念进行了界定，对公司成长性和公司治理的基本理论进行了比较分析，并主要运用委托代理理论建立了中小上市公司治理结构与公司成长关系的初步研究框架和一般理论模型，为我们对中小上市公司治理结构与公司成长问题进行深入的研究提供必要的理论基础。

第三章，中小上市公司成长性的评价指标与模型选择。公司成长指标的选择不同对实证结论有至关重要的影响，正确地评价上市公司成长是衡量上市公司治

理效果的关键。

在本章我们首先对我国学者关于上市公司成长的评价指标选择进行了回顾和综述，接着分析了本书选用的评价上市公司成长的主成分评价方法和模型，并对我国上市公司成长进行了实证检验。由于本书各部分在实证研究时选择的样本并不完全一致，需要用主成分方法测算出不同样本公司的成长综合指标。本章是我们进行实证研究我国上市公司治理结构和公司成长的基础。

第四章，中小上市公司股权治理与公司成长。本章与接下来的第五章、第六章和第七章在研究的结构上基本是一致的。首先是对国内外学者关于股权治理与公司成长的研究文献分别进行了回顾和简要评价，目的是寻求他们的合理之处和不足，我们相信这是进行理论研究和实证分析创新的前提。本章的研究主要是2002年主板与中小企业板189家中小上市公司的实证研究，阐述了股权集中度与公司成长性之间的关系。从前五大股东持股比例之和、第一大股东持股比例、不同股权性质下第一大股东持股比例、是否存在其他大股东、第一大股权性质等多个方面来研究大股东对公司成长性的影响。

第五章，中小上市公司债权治理与公司成长。本章通过实际调查分析和数据处理，在剖析债权治理与企业成长性的基础上，利用因子分析法对债权治理进行综合评价和判断，从偿债能力、债务融资程度、资产期限、负债期限四个角度，探索企业债权治理的关键影响因素，构建了基于因子分析法的债权治理指数综合评价函数。通过实证观测债权治理与中小上市公司生存、成长、发展的关系，并根据研究结果提出有利于中小上市公司当前及长远的公司治理对策。

第六章，中小上市公司董事会治理与公司成长。本章检验了2002年的董事会治理对其后3年的成长性的影响。关于两者的关系的研究是由以下几个方面进行理论和实证分析的，一是董事会规模与公司成长性的关系；二是董事会平稳性与公司成长性的关系；三是董事会结构与成长性的关系；四是董事会领导结构与成长性的关系；五是董事会教育水平与成长性的关系。

第七章，中小上市公司管理层激励与公司成长。本部分主要围绕管理层的具体激励内容与公司成长的关系进行了研究，主要内容包括：一是在控制了公司规模、财务杠杆比率、所属行业等因素的情况下，对年度薪金、持股比例与公司成长性进行了实证分析；二是对在上市公司领取年度收入和持股的经理层人员比例与公司成长的关系进行了实证研究；三是对样本公司的企业性质进行了分类，就国有和民营企业进行了比较分析。

第八章，结论和展望。本部分对全书的主要结论进行了概括性总结，并在主

要研究结论和分析基础上, 阐明本书理论分析和实证研究结果对提升我国上市公司治理结构效率的启示, 希望能够提出一些提高公司治理效率的有价值的政策建议。

#### 1. 4

### 研究方法和技术路线

本书以公司治理领域内相关的文献资料为先导, 以新制度经济学、货币金融学、实证会计学以及计量经济学理论为指导, 运用规范研究与实证分析相结合、定性研究与定量分析相结合、比较研究与综合分析相结合的方法。对于本书研究的中小上市公司治理结构与公司成长问题而言, 它不仅是一个理论问题, 更是一个实践问题。也正如弗里德曼所言, 经济学主要是一门实证科学, 因此本书在分析中除了必要的规范分析以外, 更注重试图通过逻辑实证和经验实证来检验一些结论。目前国内外学者对于公司治理结构与公司成长问题的理论研究相对成熟, 但如何在理论指导下对我国中小上市公司治理结构与公司成长问题进行实证分析仍是一个比较薄弱的环节, 因此我们以此作为本书的研究重点。

本书的研究方法主要是实证研究方法, 即对中小上市公司治理的现实经济关系“本身究竟是怎样的”这一问题作出理论上、逻辑上和经验数据上的分析和解答。实证研究的不是“应该是怎样的”, 人们“应该怎样行为”或经济“应该按照怎样的方式运行”等, 而是在于实事求是地说明现实中的经济关系本身是怎样的, 人们事实上是如何行为, 各种经济变量实际上是以怎样的方式相互联系的, 各种经济问题和经济现象发生的实际原因是什么, 等等。

具体到本书对中小上市公司治理与成长性的研究, 每部分的研究过程可基本表述如下: 首先是对国内外学者关于每部分的研究文献进行综述, 对国内外学者的研究现状进行总结。其次是对各论题的研究背景即我国上市公司的治理结构情况进行概括性的分析, 在对各论题进行深入的理论研究基础上提出本书的研究假设。第三是本书各部分进行实证研究的变量选择和样本数据说明, 相当于本书进行实证研究的准备。第四是对各部分所提出的研究假设进行实证检验。最后是对各部分的小结, 为我们在各部分得出的主要结论以及对结论的进一步深入分析。即在本书各部分的研究中, 我们都将试图努力地遵循这样的一般步骤来展开研究:

文献综述—理论分析和研究假设—变量选择和样本数据说明—计量模型和实证检验—结论及启示。需要特别指出的是, 对国内外学者就相关问题的研究进行



综述，寻找他们研究的合理之处和不足，这是理论与实证研究创新的前提。公司治理是国内外学者研究的现实热点，许多学者已经从不同的角度得出了许多关于公司治理结构与公司成长的研究成果。本书在学习国外的优秀研究成果基础上，注重中国转轨时期经济发展的特殊性，采用理论与实证相结合的方法，在理论分析的基础上重点以实证研究方式对我国中小上市公司的治理结构与公司成长问题进行了有益的探讨。限于论题和篇幅，本书仅仅是重点通过实证结果分析中小上市公司治理与成长关系“是怎样的”，并提出了它们之间应该是“怎样的”建议。

在具体的实证方法和计量模型上，本书克服了国内学者在实证研究公司治理结构与公司成长方面文献的不足，尝试运用了主成分分析法等经济计量学的研究成果。当然，经济计量方法的运用不能脱离经济理论，模型的建立和统计分析应注意与经济理论紧密结合，尽量使文中所得的分析结论不仅得到实证检验支持，而且有充分的理论基础，以达到定量分析和定性分析的统一。