



# 行为公司治理

文芳 / 著



厦门大学出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社  
全国百佳图书出版单位



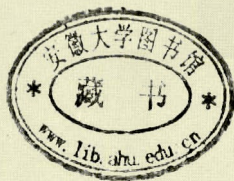
Economic  
Management

经管学术文库

# 行为公司治理

本书是教育部人文社会科学研究规划基金项目（项目批准号：12YJA630142）和广东省自然科学基金项目（项目批准号：S2011040001881）的研究成果之一。

文芳 / 著



厦门大学出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社  
全国百佳图书出版单位

**图书在版编目(CIP)数据**

行为公司治理/文芳著. —厦门:厦门大学出版社, 2012. 11  
(经管学术文库)

ISBN 978-7-5615-4442-6

I. ①行… II. ①文… III. ①公司-企业管理-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 249936 号

**厦门大学出版社出版发行**

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

[xmup@xmupress.com](mailto:xmup@xmupress.com)

**厦门市明亮印刷有限公司印刷**

2012 年 11 月第 1 版 2012 年 11 月第 1 次印刷

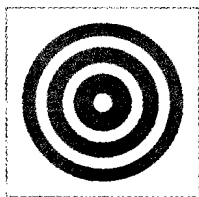
开本:720×970 1/16 印张:10 插页:1

字数:150 千字

定价:25.00 元

**本书如有印装质量问题请寄承印厂调换**

# 前 言



公司治理是公司财务领域最受关注的研究问题,也是我国经济发展中的重要实践问题。实践证明,基于参与主体理性假设的传统公司治理机制并不如人们预期的那么有效。本研究试图打破传统公司治理理论中理性人假设的局限性,以“公司治理参与主体存在非理性行为”作为基本假设,结合我国特有的制度背景和文化传统,通过一系列规范研究和实证研究,探索公司治理参与主体管理者、董事会、大股东非理性行为对公司治理有效性的影响,以期在当前公司治理机制不断完善而公司治理丑闻频发的矛盾提出新的解释。

本书共分为六章。

第一章,绪论。本章主要介绍本研究的背景和意义、研究思路、研究方法和主要研究内容。

第二章,理论基础与文献回顾。本章既是对相关理论和现有研究成果的一种回顾和评述,也是本研究的一个理论基础和起点。该部分梳理了公司治理理论的发展路径,试图从理论上为当前公司治理实践中的问题寻找答案。

第三章,管理者非理性行为的实证研究。本章包括如下内容:第一,检验管理者过度自信行为偏差对公司治理有效性的影响;第二,从管理者特征的角度探寻管理者过度自信行为偏差的影响因素

何在;第三,从激励机制的视角探寻薪酬激励对管理者过度自信行为偏差是否具有矫正作用;第四,探索外部制度环境的完善是否可以产生有效的调节作用。

第四章,董事会非理性行为的实证研究。在第三章管理者非理性行为的研究中,已发现管理者过度自信的行为偏差会弱化公司治理机制的有效性,本章主要探索作为公司治理核心机制的董事会能否对此有所作为。

第五章,大股东非理性行为的实证研究。20世纪80年代以来,大股东日益成为公司治理中的重要力量。本章以大股东主动增持作为研究的切入点,对大股东非理性行为及其与公司治理有效性的关系进行探索。

第六章,研究结论与政策建议。

通过上述研究发现,在当前公司治理机制下,管理者、董事会和大股东的非理性行为降低了公司治理的有效性,外部治理机制的完善具有一定的矫正作用。(1)对管理者的研究发现:①当公司业绩欠佳时,过度自信的管理者在一定程度上可以规避业绩欠佳带来的离职风险。②薪酬激励,无论薪酬水平还是薪酬差距,都是管理者自信程度的重要影响因素。③董事会成员特征,如年龄异质性、任期异质性和职业经验的异质性是管理者自信程度的重要影响因素。(2)对董事会的研究发现,董事会社会层级高度对其过度自信具有正向促进作用。总体来看,董事长在董事会中的作用非常突出,以其为替代指标的社会层级高度对董事会过度自信有显著的正面影响,但对于非国有上市公司而言,董事会成员群力群策的作用更为显著。(3)以大股东增持为研究的切入点,研究发现,大股东对未来过度乐观的预期对公司治理有效性有显著的负面影响。

本研究的创新和意义在于:第一,打破传统公司治理基于“理性人”的偏好一致和效用最大化对人的行为进行的解说,将行为研究

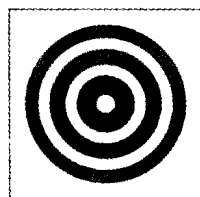
应用于解释公司治理的有效性,拓展了行为公司财务在公司治理领域的研究,在理论上具有一定的创新意义;第二,本研究以我国上市公司为样本,重点解决公司治理参与主体非理性行为的测度、其对公司治理有效性的影响,以及公司治理参与者非理性行为的影响因素何在等理论和实践中亟待解决的问题,因而具有一定的理论价值和现实意义。

由于人的心理是难以观测的,本研究认为从行为理论出发,考虑参与者的非理性因素,建立基于参与者行为表征的公司治理机制,可以为当前理性假设前提下公司治理机制不断完善而公司治理丑闻频发的矛盾现实寻找新的解决方案。

文芳

2012年9月

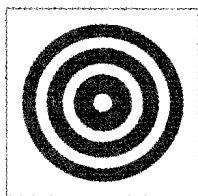
## 目 录



|                                        |     |
|----------------------------------------|-----|
| <b>第一章 绪 论</b> .....                   | 1   |
| 第一节 研究背景与问题的提出 .....                   | 1   |
| 第二节 本书结构安排及研究方法 .....                  | 4   |
| 第三节 本研究的创新之处 .....                     | 7   |
| 本章小结 .....                             | 8   |
| <b>第二章 理论基础与文献回顾</b> .....             | 9   |
| 第一节 第一代公司治理: Berle-Means 范式 .....      | 9   |
| 第二节 第二代公司治理: LLSV 范式 .....             | 14  |
| 第三节 第三代公司治理: 行为公司治理 .....              | 23  |
| 本章小结 .....                             | 35  |
| <b>第三章 管理者非理性行为的实证研究</b> .....         | 36  |
| 第一节 管理者信心与公司治理的有效性 .....               | 37  |
| 第二节 管理者政治联系与过度自信 .....                 | 51  |
| 第三节 薪酬激励与管理者过度自信: 基于薪酬<br>行为观的研究 ..... | 69  |
| 本章小结 .....                             | 83  |
| <b>第四章 董事会非理性行为的实证研究</b> .....         | 86  |
| 第一节 董事会成员特征与管理者过度自信 .....              | 86  |
| 第二节 社会层级与董事会的非理性行为 .....               | 104 |
| 本章小结 .....                             | 120 |

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| <b>第五章 大股东非理性行为的实证研究</b> | 122 |
| 第一节 制度背景与理论分析            | 123 |
| 第二节 实证研究设计               | 128 |
| 第三节 实证结果与分析              | 131 |
| 本章小结                     | 137 |
| <b>第六章 研究结论与启示</b>       | 138 |
| 第一节 研究结论                 | 138 |
| 第二节 研究启示                 | 139 |
| <b>参考文献</b>              | 141 |
| <b>后 记</b>               | 152 |

# 第一章 绪论



## 第一节 研究背景与问题的提出 ●●➡

公司治理是近几十年来公司财务领域最为关注的理论及现实问题,而其中特定的治理结构是否有效又是该问题的核心。虽然公司治理理论的研究经历了从 Berle-Means 范式向 LLSV 范式(La Porta, Lopez-de-Silance, Shleifer, Vishny, 1999, 2002 等)的转变,但在理论研究的变迁中,其背后隐藏的唯一不变的初衷是人们对公司治理效率的追寻。基于理性假设的前提下,大量文献研究了公司治理机制对公司治理效率的影响,其目的都是为了诊断公司治理问题,为公司治理效率的提升探明方向(Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Oliver Hart, 1995; Shleifer & Vishny, 1997 等)。因此,从理论上可以认为,公司治理制度设计越完善,公司各参与方的利益越能得到有效保护。但在公司治理框架日趋完善的今天,公司治理丑闻依然频发。原因何在?是什么因素导致公司治理理论与实践的巨大差距?或许正是问题研究的逻辑起点出现了偏差——公司治理参与主体的行为未必都是理性的。

Ludwig von Mises(1949)指出“经济学处理实实在在的人、脆

弱而会犯错的人,并不处理只有像神那样的全知而完善的思想中的存在。”<sup>①</sup>以 Langevoort(1998,2000)为代表的一些学者认为,公司治理制度失效并不是因为制度出了问题,而是制度下的人出了问题,人并非像传统理论假设的那样理性,相反人在很多时候是非理性的。Hall(2000)认为,法律与制度设计的目的在于影响和规范行为,但如果对行为本身缺乏了解,这一目标是不可能实现的。在公司治理研究中,人的行为更多的是指人的决策行为。前两代传统公司治理基于“理性人”的偏好一致和效用最大化来对人的行为进行解说,但现实中,很多时候人并不是理性的,而是有限理性,甚至是非理性的。个体具有追求最大化的理性倾向,同时也具有不努力追求最大化的非理性倾向,追求最大化只能是某些人在某些条件下采取的特定的行为特征。Malmendier 和 Tate(2005,2008)发现,管理者很多损害投资者的决策行为,并不是管理者自利倾向,而是管理者的心理和行为偏差所致,这也是一种代理问题,传统公司治理研究却没有涉及。

Morck(2009)提出了广义代理问题的概念。一种是传统意义上的代理问题,即从经济学视角提出的自利的代理人对委托人忠诚不足所导致的代理问题(Jensen & Meckling,1976);另一种是从社会心理学视角看待公司财务中的代理问题,当存在对 CEO 或控制性股东的过度忠诚,而不是对公众股东的忠诚不足时,公司决策依然会偏离股东价值最大化目标,这也是一种代理问题。因此,前一种代理问题是,行为人应当为代理人或其他人行为时社会福利会更高,而他却选择了为自己行为;后一种代理问题是,如果行为人应当自己思考作出判断时社会福利会更高,而他却充当了代理人。在公

---

<sup>①</sup> Ludwig von Mises,1949,Human Action;a treatise on economics,夏道平译,台湾:远流出版事业股份有限公司,1991年初版第156页。

公司治理中,这两类代理问题都有发生。当高管们未能诚实地履行公众股东的代理职责而屈从于个人私利时,就发生了由于忠诚不足而导致的\*\*第一类代理问题\*\*;当董事对 CEO 或控制性股东盲从时,就发生了因过度忠诚而导致的\*\*第二类代理问题\*\*。Morck(2007)认为第二类代理问题的发生是忽略了在制度设计的外部刺激下,制度参与者心理和行为受到的影响所致。因此,很多学者逐渐把制度参与者的心理因素和非理性行为引入对公司治理问题的研究(Oliver Mar-net,2005,2007),推动了新一代公司治理理论的发展,Morck(2007)将这一阶段的公司治理研究命名为“行为公司治理”<sup>①</sup>。

从目前有限的研究文献来看,学者们主要侧重于对公司治理参与主体的心理偏差进行定性分析,相应的经验研究文献很少,参与者非理性行为的影响及其调节机制何在尚未引起人们的重视。本研究认为以心理因素作为研究的切入点会受到人的心理难以观测的约束,这正是人们认识到传统公司治理理论存在问题的同时,对行为公司治理的研究却进展缓慢的原因。行为主义认为通过研究人的行为表现与社会环境之间相互作用的关系,主动地控制人类行为、进行广义上的文化设计,对社会发展将有不可替代的作用。结合行为主义理论的观点,本研究认为,行为公司治理应将公司治理参与主体的行为表征,而非心理偏差作为研究的对象。通过对公司治理参与主体行为的观测,找出影响行为的因素,检验以往制度安排的合理性,使公司治理机制建立在更为现实的基础之上,为当前公司治理理论与实践的差距寻找新的解决方案。

---

<sup>①</sup> 实际上,Morck(2007)提出的是“公司治理中的行为财务”,而没有明确地提到行为公司治理(Behavioral Corporate Governance)这一名词,但人们一般将其归功于 Morck 的研究。

## 第二节 本书结构安排及研究方法 ●●➡

### 一、研究思路与研究方法

本书的研究思路如图 1-1 所示。

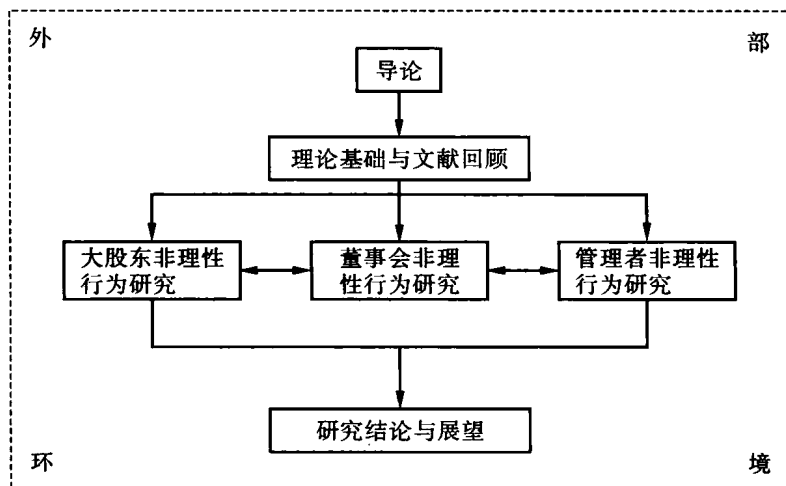


图 1 研究思路

根据上述研究思路,本研究遵循了从抽象到具体、从理论到实践的研究过程。采取了规范研究和实证研究相结合的研究方法,利用它们不同的特点互补余缺,以期获得较好的研究效果。

(1)在理论研究阶段,主要采用规范分析对国内外文献进行大范围检索,检索范围包括与本研究相关的重要财务学期刊,如 *Journal of Finance* 和 *Journal of Financial Economics* 等,以及重要心理学期刊 *Journal of Personality and Social Psychology* 和 *Cogni-*

*tive Psychology* 等。在对传统公司治理理论、行为公司财务理论和社会心理学基础知识融会贯通的基础上,开展对公司治理参与主体行为的专业学术文献评论,建立起本课题的研究框架,形成定性分析结果。

(2)在实证研究阶段,具体包括公司治理参与主体行为指标的设计和测度、公司治理有效性的指标设计和测度、样本选择、方法的选择、模型的建立及数据的处理。使用的样本主要为中国 A 股上市公司,数据主要来自 WIND、CAMAR 等商业数据和手工收集数据,研究方法包括多元线性回归、逻辑回归等。

## 二、本书的结构安排与主要内容 .....

本书共分为六章,其中第一章为绪论,第二章是理论基础与文献回顾,第三章、第四章和第五章为经验研究部分,第六章是研究结论、研究的局限性和对未来进一步研究的展望。各部分具体内容如下:

第一章,绪论。主要介绍本研究的背景和意义、研究思路、研究方法和主要内容。

第二章,理论基础与文献回顾。该部分既是对相关理论和现有研究成果的一种回顾和评述,也是本研究的一个理论基础和起点。基于传统理性假设的公司治理机制研究成果可谓汗牛充栋,实践中,各国关于公司治理机制的规范、投资者法律保护机制等日趋完善,但公司治理丑闻频发的现实让人不得不思考问题的原因何在。大量文献证实公司高管行为偏差是公司财务决策异化的重要原因。那么,公司治理参与主体非理性行为的存在是否是公司治理实践的重要影响因素呢?该部分梳理了公司治理理论的发展路径,试图从理论上探寻问题的答案。

第三章,管理者非理性行为的实证研究。这一部分包括如下内容:第一,检验管理者过度自信行为偏差对公司治理有效性的影响,研究发现管理者过度自信的行为偏差会弱化公司治理机制的有效性,表现为当公司业绩欠佳时,自信程度越高的管理者越不容易被更换,即管理者的过度自信在一定程度上可为其职位变更提供保护;第二,从管理者特征的角度,探寻管理者过度自信行为偏差的影响因素何在,包括管理者个人特征,如年龄、任期、教育水平等,也从管理者的社会背景,如政治联系视角探寻导致管理者过度自信行为偏差的渊源何在;第三,从激励机制的视角探寻薪酬激励对管理者过度自信行为偏差是否具有矫正作用,包括管理者绝对薪酬和与其他高管的薪酬差距两个维度进行实证检验;第四,外部制度环境的完善是否可以产生有效的调节作用。

第四章,董事会非理性行为的实证研究。作为公司治理核心机制的董事会,其功能的有效发挥对于保障公司治理机制的有效性具有重要意义。在第三章管理者非理性行为的前期研究中,已发现管理者过度自信的行为偏差会弱化公司治理机制的有效性,那么董事会能否对此有所作为呢?在这一章,首先检验董事会特征对管理者过度自信行为偏差的影响,如董事会成员团体的平均年龄、平均任期、平均教育水平等特征,以及董事会成员的社会关系能力等所发挥的作用;其次考察董事会自身是否存在非理性的行为偏差,本研究以 ST 公司为样本,考察与公司业绩欠佳的事实相比,董事会是否更忠实于自己在经理人选聘中的眼光,是否存在自大的心理和行为偏差?外部制度环境的完善是否具有调节作用?

第五章,大股东非理性行为的实证研究。20 世纪 80 年代以来,大股东日益成为公司治理中的重要力量。关于大股东在公司治理中的作用已形成大量的研究文献(Shleifer & Vishny,1986;LaPorta et al.,1999),但关于大股东在公司治理中作用的研究,无论是其

降低了股权分散情况下所有者与经营者之间的代理问题,还是大股东对中小股东利益侵占的负面影响,都是基于大股东自利的理性假设,公司治理中大股东的非理性行为在现有研究中并未得到关注。2008年8月27日,中国证监会发布《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》,对控股股东股份增持的约束予以修订,随之而来的大股东增持为本书研究、考察大股东行为提供了一个非常有价值的特定情境,可以使本研究对大股东的行为和作用有更为具体、更为直观的把握。因此,本研究将以此为切入点,对大股东非理性行为及其与公司治理有效性的关系进行探索。

第六章,研究结论与政策建议。在这一部分,结合前几部分的研究结果对当前公司治理机制设计的有效性进行判断,并为基于参与者行为的公司治理机制设计提出建议。同时,对本书进行总结,归纳出本研究的主要研究结论、存在的局限性以及未来进一步研究的方向等,从而使研究在理论和实践上更具有针对性。

### 第三节 本研究的创新之处 ●●➡

本研究的创新点主要体现在以下方面:

第一,在理论上,本研究试图打破传统公司治理基于“理性人”的偏好一致和效用最大化对人的行为进行的解说,将行为研究的最新发展引入公司治理的研究,在理论上具有一定的创新意义;

第二,从广义代理问题的视角,验证了董事会过度忠诚是管理者过度自信行为偏差的重要诱因;

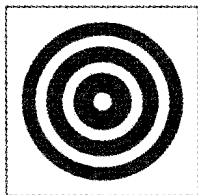
第三,从企业微观层面对参与人行为偏差、环境因素和公司治理有效性的分析为我国公司治理实践中存在的问题提供新的解释,为公司治理机制的进一步完善提供了新的思路。

## 本章小结 ●●➡

这一部分主要介绍了本书的选题背景和意义、研究思路、研究方法、主要研究内容、创新点和学术贡献，试图勾画出全书的基本轮廓。

## 第二章

## 理论基础与文献回顾



现代公司治理理论是财务学的重要组成部分。自 1932 年 Berle-Means 命题提出以来,公司治理理论经历了从 Berle-Means 范式向 LLSV (La Porta, Lopez-de-Silance, Shleifer, Vishny, 1999, 2002 等)范式的转变,研究的核心也从“所有权分散、所有权控制权分离”问题转向对“所有权集中、控制权现金流权分离”问题的分析(沈艺峰,2005,2006)。随着行为研究的兴起和公司治理实践问题的产生,新一代公司治理开始探索公司治理参与人行为和非理性因素对公司治理有效性的影响。本章对这一研究变迁的过程予以梳理。

## 第一节 第一代公司治理:Berle-Means 范式 ●●➡

1932 年,法学家 Berle 和 Means 在其著作《现代公司与私有财产》(*The Modern Corporation and Private Property*)中写道:“随着公司财富的所有权变得更加广为分散,对这些财富的所有权与控制权已经变得越来越少集中于同一个人之手,在公司制度下,对行业财富的控制可以而且正在被以最少的所有权利益来完成。……