

Research on Ownership Structure, CEO Incentive
and Governance Performance based on Chinese System View



制度视角下的股权、CEO激励 及其治理绩效研究

杨 青 陈 峰◎著

 复旦大学出版社

Research on Ownership Structure, CEO Incentive
and Governance Performance based on Chinese System View

制度视角下的股权、CEO激励 及其治理绩效研究

杨 青 陈 峰◎著

 復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

制度视角下的股权、CEO 激励及其治理绩效研究/杨青,陈峰著. —上海:
复旦大学出版社,2017.4
ISBN 978-7-309-12914-4

I. 制… II. ①杨…②陈… III. 企业-股权激励-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 067116 号

制度视角下的股权、CEO 激励及其治理绩效研究

杨 青 陈 峰 著

责任编辑/徐惠平 姜作达

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853

外埠邮购: 86-21-65109143 出版部电话: 86-21-65642845

当纳利(上海)信息技术有限公司

开本 787×960 1/16 印张 15 字数 217 千

2017 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-12914-4/F·2362

定价: 36.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。

版权所有 侵权必究

本著作受国家自然科学基金项目《基于制度视角的跨期动态CEO薪酬激励定价及其治理绩效研究》（编号：71373049）、教育部人文社会科学研究基金项目《治理环境变化下的我国公司股权性质与投资绩效研究》（编号：11YJA790180）联合资助，特此深表谢忱。

目 录

导 言	1
第 1 章 研究主旨	10
1.1 研究背景	10
1.2 研究现状	14
1.2.1 动态 CEO 激励理论的发展与挑战：基于代理理论	14
1.2.2 跨期 CEO 薪酬激励与人力资本定价的现实解释与发展	17
1.2.3 CEO 薪酬激励与股权关系的发展动态	23
1.2.4 制度因素视角下的 CEO 激励研究动态	28
1.3 研究框架	33
第 2 章 公司治理中的文化与法律因素	37
2.1 公司治理目标分析	37
2.2 公司治理模式选择	39
2.3 公司治理范畴	41
2.4 外部治理机制之制度和文化影响	41
2.4.1 法律因素	43
2.4.2 潜在文化因素的影响	47
2.5 以我国上市银行治理为例的投资者立法保护	52

2.5.1	背景分析	52
2.5.2	研究视角	53
2.5.3	研究方法、变量和样本	55
2.5.4	定性比较分析结果	58
2.5.5	政策建议	61
第3章	股权分置改革与 CEO 激励政策效应分析	67
3.1	研究背景	67
3.2	上市公司高管薪酬激励的现实基础	70
3.2.1	股权分置改革与高管激励政策	70
3.2.2	控股股东类型与高管激励机制	72
3.3	研究设计	74
3.3.1	不同股权性质下的上市公司激励模型	74
3.3.2	上市公司高管激励的灵敏度模型	76
3.3.3	样本的选取与数据来源	76
3.4	实证分析	77
3.4.1	描述性统计	77
3.4.2	模型分析	79
3.4.3	绩效与薪酬支付关系的灵敏度分析	84
3.5	研究结论	86
第4章	董事会的激励监控职能	88
4.1	董事会职能问题的提出	88
4.2	董事会职能研究模型	90
4.2.1	理论溯源	90
4.2.2	概念模型	93
4.3	董事会二元职能模型设计	97
4.3.1	数据来源	97

4.3.2	研究方法	98
4.4	实证分析	99
4.4.1	描述性统计	99
4.4.2	相关性分析	101
4.4.3	董事会双层职能模型测试	103
4.4.4	稳健性测试	106
4.5	研究结论	109
第 5 章	董事激励与 CEO 激励关系问题	111
5.1	公司董事与高管激励现实背景	111
5.2	董事和 CEO 关联关系的研究假设	113
5.2.1	理论基础分析	113
5.2.2	董事与 CEO 关系的实证基础	115
5.2.3	董事与 CEO 关系的研究假设	117
5.3	董事与高管薪酬关系的实证模型	119
5.3.1	研究模型	119
5.3.2	数据来源	121
5.4	董事与 CEO 薪酬关系的中国市场实证检验	121
5.4.1	基础数据说明	121
5.4.2	关系模型实证分析	124
5.4.3	董事与 CEO 薪酬关系进一步的分析	130
5.5	研究结论与政策建议	132
第 6 章	CEO 激励与公司治理绩效	134
6.1	高管激励现实背景	134
6.2	高管激励与公司治理研究假设	136
6.2.1	激励的逻辑框架	136
6.2.2	我国高管激励研究假说	138

6.3	我国高管激励研究设计	140
6.4	上市公司高管激励与治理绩效实证样本选择	144
6.4.1	样本选取和数据来源	144
6.4.2	样本特征分析	145
6.4.3	相关性分析	148
6.5	薪酬与业绩关系实证分析	149
6.5.1	薪酬与公司绩效关系分析	149
6.5.2	CEO 薪酬激励后效分析	152
6.5.3	稳健性分析	154
6.6	研究结论	157
第7章	基于市场的我国 CEO 薪酬水平研究	159
7.1	我国 CEO 薪酬现实背景分析	159
7.2	薪酬激励理论基础回顾	161
7.2.1	“契约论”与“揩油论”之争	161
7.2.2	“幸运支付”假说的实证研究	163
7.3	我国 CEO 幸运支付的研究假设	164
7.4	我国上市公司 CEO 幸运薪酬激励模型设计	167
7.4.1	实证模型	167
7.4.2	研究变量	168
7.4.3	样本和数据来源	170
7.5	上市公司 CEO 幸运薪酬水平实证检验	170
7.5.1	描述性统计	170
7.5.2	全样本模型分析	175
7.5.3	区分实际控制人的模型分析	177
7.5.4	稳健性检验	179
7.6	政策建议	181

第 8 章	CEO 激励理论的发展	183
8.1	最优契约理论——结构模型视角	183
8.2	CEO 薪酬水平分配模型	185
8.2.1	基本建模思想	185
8.2.2	均衡模型的确定	186
8.2.3	CEO 的跨期分配模型	187
8.3	CEO 薪酬竞争均衡模型	190
8.3.1	基本建模思路	190
8.3.2	均衡状态下高管薪酬的确定	191
8.3.3	主要假说与验证	193
8.4	CEO 薪酬最优结构模型	194
8.4.1	基本理论模型	195
8.4.2	模型简化与数值求解	197
8.4.3	数据校准与实证证据	199
参考文献		201
后 记		229

导 言

自 1978 年改革开放以来,我国推行现代企业制度,使得我国整体经济取得长足的进步^①。回顾整个现代企业制度改革进程,可以大致划分为以下几个阶段(科斯、王宁,2013)。

第一阶段,1980 年代,是我国现代企业制度改革的初创期,这一时期主要有三个方面的变化。

(1) 民营企业开始萌芽。如吴仁宝、禹作敏、鲁冠球开始创业,荣毅仁创办中信(1979),1979 年上海出现第一家民营企业,陈春先开办第一个民营科技企业(1980);1983 年步鑫生作为改革典型,其间,刘永行、王石、张瑞敏、潘宁等创业初步成功;1987 年,宗庆后、任正非、怀汉新、柳传志等开始创业;1989 年黄宏生、史玉柱和李东生创业初具战果。这些具有企业家精神的企业家们创办的企业如今不少成为行业的佼佼者,尤其以王石为代表的万科、张瑞敏为代表的海尔、柳传志为代表的联想集团以及今天趋于技术领先的任正非为代表的华为成为我国重要产业发展的历史见证。

(2) 国有企业方面,在改革初期,自主权的扩大及经营承包责任制被用来激励高管与员工,但是改革并未触及国有企业所有制结构,所有者缺位现象严重(科斯、王宁,2013);尤其价格双轨制,使得控制国家资源分配和国企的高管这一特权阶层获得了这一时期的套利机会。同时,国营企业的“三角债”问题严重,具体例如 1979 年首钢等八家国企进行扩大企业自主权实验,联营企业成为当时解决融资问题的具有时代特色的一种经营方式。

^① 参见附录 1 我国 GDP 总量数据。

(3) 制度建设方面,1979 年我国成立了外汇管理总局;1980 年国务院颁布《国营工业企业利润留成试行办法》;同时,中央与地方试行“财政分灶”方案;1983 年批转《关于国营企业利改税试行办法》;1985 年国家取消企业计划外自销产品价格限制,形成“价格双轨制”;1987 年开始征收个人收入调节税;1988 年人大一次会议通过宪法修正案,北京市第一批私营企业注册,“私营经济”被正式认可。这些有关现代企业基本规制的建立为我国下一阶段公司制度的发展提供了良好的土壤和经济环境。

第二阶段,1990 年代,是我国民营企业的大发展期,同时国有企业加快市场化改革进程,资本市场开始发展。

(1) 乡村集体企业利润首次超过国营企业,并于次年突破万亿元大关;期间,沈阳飞龙、三株等企业崛起;1999 年,阿里巴巴、盛大、携程、当当等互联网技术创新企业出现,开始凸显中国民营经济活力;尤其新浪以今天盛行的可变利益实体——(VIE, variable interests entity)方式首次登陆美国纳斯达克市场,获得海外上市融资的机会,这一行为展示了中国经济开拓国际资本市场的勇气。

(2) 股份制改造步伐加快,实体经济中体现为解决失业问题。具体例如 1991 年陈光探索国企产权实验,在长沙首次推行产权置换与职工身份置换相结合的改革模式;资本市场(沪深两市)1990 年成立后^①,使得国有企业可直接向公众募集资金,以解决国有企业资金来源和软约束问题;但是依然保持国有控股,这使得政府与企业关系错综复杂,如行业垄断严重且国有资产(内部)定价问题突出;尤其后期国企改革进入“国退民进”阶段,一些国企退出竞争性行业(1998),国有企业资产流失问题开始涌现,对国有、集体性企业的产权关系明晰的要求突显。因此,这一阶段也是国有企业所有权改革的转型期。

(3) 沪深两市资本市场开始建设,直接融资与国际融资渠道开始打通。1990 年年底,沪深两市开业,飞乐音响、延中实业、爱使电子、中华电工、真空电子、飞乐股份、豫园商城、凤凰化工等“沪市老八股”和深发展、万科 A、深金田、安

① (1) 沪市:上海证券交易所(Shanghai Stock Exchange)位于上海浦东新区,创立于 1990 年 11 月 26 日,同年 12 月 19 日开始正式营业。(2) 深市:深圳证券交易所,1990 年 12 月 1 日正式营业,地址位于中国深圳深南大道 2012 号。

达和原野等“深市老五股”集体亮相；同时，仰融筹划“华晨中国汽车”纽约上市（1991）；通用汽车、摩托罗拉、惠普等外资加大对中国投资；侨兴环球第一个于1999年2月17日在纳斯达克上市，中远投资于1993年10月5日在新加坡上市，上海石化于1993年7月26日在纽交所上市。同时，在1997年亚洲金融风暴中初显国家资本力量与国际金融大鳄的博弈力量，国内资本市场的建设和国际资本投资的开拓，为我国现代企业改革融通资金方面提供了较为全面而有效的通道。

（4）制度建设方面，1992年十四大提出建设社会主义市场经济体制的总目标。1993年年底颁布了《公司法》；1996年，国有企业大面积上市；之后随着《乡镇企业法》《合伙企业法》，一直到2000年的《外资企业法》等的相继出台，各种形式的现代企业在中国市场蓬勃发展，成为国有经济的重要补充；同时，金融制度安排方面，国家也对我国各种经济实体给予了充分的支持，如1995年《中国人民银行法》的颁布，到1998年《证券法》的实行，这些制度安排为我国资金资本市场配合现代企业的发展提供了很好的培植土壤。

第三阶段，2000年代，是中国企业实现真正意义上的现代化并迈入国际市场、参与全球竞争的重要时期。

（1）这一阶段，中国民营企业经营开始注重战略化和资本运作。2001年，吉利获得民营汽车牌照，并于2010年收购沃尔沃，随后，“国退民进”受到抑制；但是民企重型化运动出色，戴国坊、郭广昌、刘永行等加入；在2001年互联网泡沫时期，中国互联网行业面临严冬蛰伏，并于2003年开始复苏，凸显中国互联网技术在中国长尾市场应用的优势；同时，2002年中国以其低廉的人力成本开始成为“世界制造工厂”，并于2005年开始打响国际并购规模战役，如联想收购IBM的laptop业务，TCL收购汤姆逊，当然也有凯雷收购徐工事件；阿里巴巴于2007年在香港上市。这些标志着中国现代企业开始从产业经营逐步走向资本运作阶段。

（2）国有企业突出产业战略化重组，国有银行资本化改革先行。自2000年之后，国企经历了另一轮更为激进的改制狂潮：国家大力扶持垄断产业，支持重组；中国电信、中国联通、中国石油等在纽约或香港上市。但是，由于国有资产产

权交易的封闭市场,郎咸平等专家质疑产权改革。2003 年 12 月 16 日,由国务院批准设立的国有独资投资控股公司——中央汇金投资有限责任公司成立,并注资中国银行 225 亿美元、建设银行 200 亿美元、建银投资公司 25 亿美元,拉开国有商业银行股份制改革序幕^①。2006 年,国有银行市场化改造完成,通过剥离、注资、引进战略投资者等方式优化资产并相继上市。

(3) 资本市场改革与相关配套改革措施:2003 年我国成立了国资委,简化政府与企业关系,配套相关激励机制改革,并完成国有商业银行的改制;2005 年开始,我国资本市场股权分置改革,通过资本市场国有股、法人股等不可交易、不能流通的股份改变为可流通的限售 A 股,极大地推动了资本市场的流动性以及企业职业经理人市场激励制度的改革,股权激励开始出现并盛行。尤其,资本市场经历 2007—2008 年全球经济金融危机,上证指数从最高 6124 点下探到约 1664 点,我国资本市场及广大投资者经受考验;同时,我国多层次资本市场开始建立,2001 年 3 月推出新三板后,2004 年 5 月,经国务院批准,中国证监会批复同意深圳交易所在主板市场内设立中小企业板块;并于 2009 年 10 月 30 日,中国创业板正式开始上市,我国资本市场逐步多元化,为各层次企业融资提供了多种渠道。

(4) 制度完善方面:2002 年的美国安然和世贸通欺诈事件引发全球公司治理改革高潮,在该阶段,我国除了颁布修正了《公司法》《证券法》等,不断完善市场规制,同时加强了市场的管理规制,出台了《企业破产法》(2006)、《劳动合同法》(2007)、《反垄断法》(2008)、《国有资产法》(2008)等等,全面完善我国经济市场主体、市场竞争性质等的管理制度。

第四,现阶段,也就是自 2012 年后,我国企业现代化更是加快了发展的步伐,在新一轮的经济金融全球化格局下,呈现出“熊皮特(J A Schumpeter)式创

^① 2005 年 6 月 23 日,交行 H 股在香港上市;2005 年 10 月 27 日,建行 H 股在香港上市;2006 年 6 月 1 日中行 H 股在香港上市,7 月 5 日中行 A 股在上海上市;2006 年 10 月 27 日,工行 A+H 股同步上市;2007 年 5 月 15 日,交行 A 股在上海上市;2007 年 9 月 25 日,建行 A 股在上海上市。2010 年 7 月 15 日和 16 日,农行 A 股和 H 股先后在上海证交所和香港联交所成功上市。

新”模式的特色。

(1) 首先是电子商务与互联网金融新兴产业大行其道,中国市场的“屌丝经济”发挥长尾效应,并且各产业出现资本国际化趋势。这里以阿里巴巴(Alibaba)为典型代表:2007年,阿里巴巴在香港上市,后私有化,于2014年在美国纳斯达克上市,创造当日市值达2 600多亿美元的神话传奇;VIE结构企业盛行,截至2016年8月26日,中国VIE公司在美国纳斯达克上市的公司数目为136家,总市值为8 268.21亿美元;同时,一些VIE公司开始回归国内资本市场,如暴风科技等。互联网金融方面,支付宝、余额宝互通互联,P2P、众筹融资等模式出现,互联网思维的跨界合作和长尾经营模式对现有企业融资模式、传统企业盈利模式和结构带来重大挑战。

(2) 资本市场方面,在我国是进一步完善多层次资本市场体系建设^①:2014年沪港通、深港通等,我国现代企业融资呈现出多层次、多渠道的趋势。2015年以扶持创新公司为目的的新三板开始发力,截至2016年8月24日,新三板公司数目总计为8 850家,其中包含做市转让1 630家,协议转让7 220家(wind数据库),但同时2015—2016年股市的剧烈波动也对监管部门带来了更大的挑战。

(3) 制度建设方面,《证券法》《公司法》《保险法》等等都进行了修正^②,朝着更有利于市场创新和开拓的方向前进。自2012年,支付宝等网络支付手段纳入银监会监管范畴,意味着金融业监管的口径扩大,当前Internet+对创业大军以及资本市场的冲击无疑也是重大的,如2014年阿里巴巴利用股权激励方式全面

① 上海证券交易所:创立于1990年11月26日,同年12月19日开始正式营业。深圳证券交易所:成立于1990年12月1日。创业板:2012年4月20日,深交所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》,并于当年5月1日起正式实施,2012年10月23日,创业板启动仪式在深圳举行。同年10月30日,创业板首批公司上市仪式在深圳举行。青岛特锐德电气股份有限公司等28家公司人民币普通股股票挂牌上市。中小企板:2014年5月17日,经国务院批准,中国证监会正式发出批复,同意上海证券交易所主板市场内设立中小企业板块,并核准了中小企业板块实施方案。5月27日,举行中小企业板块启动仪式。新三板:于2013年12月31日起股转系统面向全国接收企业挂牌申请。

② 附录2列示了自1978年以来,我国现代企业制度改革相关的部分主要法律法规建设。

收购天弘基金,获取相关基金经营牌照后,将支付宝的资金与余额宝资金打通,借助货币基金投资渠道,不到两年时间就实现了近 9 000 亿资金的规模,跃居中国基金公司规模排名第一;期间,人力资本定价和激励制度的创新首当其冲,以至于北大的梁建章教授称之为“Human Capitalist”时代(2015);同时 2014—2015 年,P2P 的野蛮式增长,数目最高达到 3 000 多家。但同时在一两年间也出现了近三分之一的公司出现破产、倒闭、跑路的现象,截至 2016 年 8 月 24 日,P2P 数目正常运营平台数量为 463 家,问题平台数量为 1 418 家(网贷之家数据);这说明一方面我们迫切需要了解互联网经济创新的规律和特色,同时也暴露出我国金融业分业监管、混业经营的现实问题。因此,互联网技术创新应用的多元化态势,对现有产业的冲击等,亟待监管部门以新的视野对现代企业实施有效监督,防范市场的系统风险或者说区域性风险。

关于我国的现代企业制度的改革及其配套市场环境的建设,从宏观政治层面,即中国内部的“建制议程(constitutional agenda)”而言,孔飞力(Philip A Kuhn)(2013)认为主要解决三大问题:第一是国家权力及其合法性问题;第二是公共利益的维护问题;第三是国家和地方财政问题;因此,我们深知,只有企业、市场和国家这三者通力合作,通过一定制度安排,在合适的激励机制和产权市场的保障下,共同维持一个灵活而富有弹性的生产结构,整体经济发展才会持续进步,熊皮特所谓的“创新”才不会带来“过度破坏”的影响。

当前,整体经济方面供给侧改革的提出,我国企业尤其是国有企业改革何去何从,需要我们站在十字路口,做出时代的选择!

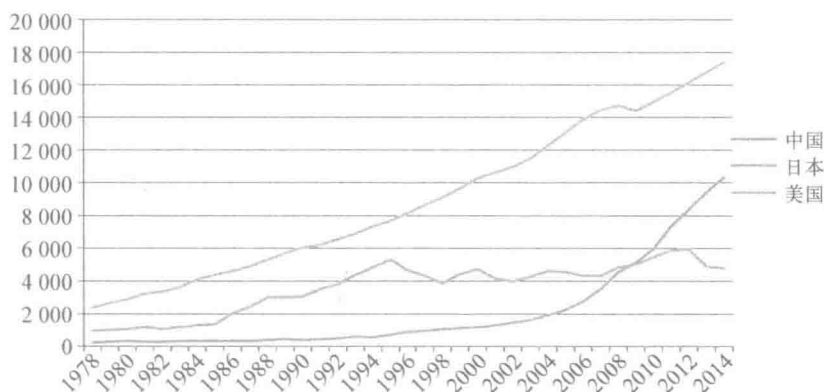
改革开放 39 年来,当整体的政治经济法律框架已经具备,现代化企业迎来它的进一步发展势必是在其核心细节及其激励机制的设定与执行方面。这里,我们将研究视野定格在我国现代企业的典型代表,即 A 股上市公司的股权结构、CEO 激励模式及其治理绩效方面,以管窥豹,或许能为我们回答我国经济改革中的选择或者是问题的提出提供一个更为具体的事实支持和经济意义解释。

附录 1: 中国自 1978 年以来整体经济发展态势

表导-1 中国自 1978—2014 年 GDP 的发展 (单位: 亿元)

1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
3 678. 7	4 100. 5	4 587. 6	4 935. 8	5 373. 4	6 020. 9	7 278. 5	9 098. 9
1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
10 376. 2	12 174. 6	15 180. 4	17 179. 7	18 872. 9	22 005. 6	27 194. 5	35 673. 2
1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
48 637. 5	61 339. 9	71 813. 6	79 715	85 195. 5	90 564. 4	100 280. 1	110 863. 1
2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
121 717. 4	137 422	161 840. 2	187 318. 9	219 438. 5	270 232. 3	319 515. 5	349 081. 4
2010	2011	2012	2013	2014			
413 030. 3	489 300. 6	540 367. 4	595 244. 4	643 974			

资料来源: 国家统计局(2016)。数据较之前增加是因为 2016 年 7 月国家统计局调整 GDP 的核算法, 使得各年数据上升约 1%, 当时统计局还未更新 2015 年的数据。



资料来源: IMF, world economic outlook database(october 07, 2014), 1978—1979 年的数据参见吴晓波(2008)。

图导-1 中国与美国、日本 1978—2014 年的 GDP 总额比较

附录 2: 与我国现代企业制度改革相关的律法体系发展里程碑表

在 1978—2008 年的 30 年里,中国政府颁布了 229 部国家级的法规,2009 年到 2015 年 6 月 26 日止,又陆续颁布或修正了 23 部;部分重要经济领域法规参见表导-2。

表导-2 我国颁布的 43 部重要经济领域国家级法规名录

次序	时 间	法 规 名 称	次序	时 间	法 规 名 称
1	1979. 7. 8	《中外合资经营企业法》	20	1999. 8. 30	《个人独资企业法》
2	1981. 12. 31	《经济合同法》	21	2000. 10. 31	《外资企业法》
3	1985. 3. 21	《涉外经济合同法》(失效)	22	2001. 4. 28	《信托法》
4	1986. 4. 12	《外资企业法》和《民法通则》	23	2001. 10. 27	《商标法》
5	1986. 12. 02	《破产法(试行)》(失效)	24	2002. 6. 29	《中小企业促进法》
6	1987. 6. 23	《技术合同法》(失效)	25	2003. 10. 28	《投资基金法》
7	1988. 4. 13	《中外合作经营企业法》	26	2006. 8. 27	《企业破产法》
8	1988. 4. 13	《全民所有制工业企业法》	27	2006. 10. 31	《反洗钱法》
9	1991. 4. 9	《中华人民共和国民事诉讼法》	28	2006. 10. 31	《农民专业合作社法》
10	1993. 12. 29	《公司法》	29	2007. 3. 16	《物权法》
11	1995. 3. 18	《中国人民银行法》	30	2007. 6. 29	《劳动合同法》
12	1995. 5. 10	《票据法》	31	2007. 8. 30	《反垄断法》
13	1995. 6. 30	《保险法》和《担保法》	32	2008. 8. 29	《循环经济促进法》
14	1995. 9. 10	《商业银行法》	33	2008. 10. 28	《国有资产法》
15	1996. 10. 29	《乡镇企业法》	34	2010. 10. 28	《社会保险法》
16	1997. 2. 23	《合伙企业法》	35	2012. 4. 27	《军人保险法》
17	1997. 12. 29	《价格法》	36	2012. 12. 28	《劳动合同法(修正)》
18	1998. 12. 29	《证券法》	37	2012. 12. 28	《证券投资基金法(修正)》
19	1999. 3. 15	《中华人民共和国合同法》	38	2013. 6. 29	《证券法(2013 修正)》