

中国经济热点问题研究

——同济大学应用经济学科学论文集

陈伟忠/主编

Research on Hot Issues of
China's Economy:

Academic Papers of Applied Economics, Tongji University



科学出版社

中国经济热点问题研究

——同济大学应用经济学科学论文集

陈伟忠/主编

Research on Hot Issues of China's Economy:

Academic Papers of Applied Economics,
Tongji University

科学出版社

北 京

内 容 简 介

为了纪念并进一步促进同济大学应用经济学科的学术发展,本书收录了最近几年同济大学应用经济学科代表性学术论文。所收录的论文均发表于国内顶级学术期刊,如《经济研究》《管理世界》等。论文作者们具有良好的学历背景。论文选题涵盖金融、国际贸易、区域经济、产业经济等领域热点问题,具有理论与现实意义。论文创新点明确,研究方法科学,引证资料翔实,论证深入透彻,写作规范,语言表达准确,体现出作者们扎实的经济学理论基础与写作功底。

本书可以为经济类教师,以及本科、硕、博研究生,提供学术论文选题与写作参考,也可以在研究生导师指导学生论文写作时,作为学术论文写作教程使用。

图书在版编目(CIP)数据

中国经济热点问题研究:同济大学应用经济学科学论文集/陈伟忠主编.—北京:科学出版社,2017.6

ISBN 978-7-03-053036-3

I. ①中… II. ①陈… III. ①中国经济—文集 IV. ①F12-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第117803号

责任编辑:魏如萍 陶 璇/责任校对:张小霞

责任印制:吴兆东/封面设计:无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017年6月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2017年6月第一次印刷 印张:20 3/4

字数:486 000

定价:152.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

序

鲜有一个学科，像经济学之于中国一样，与国计民生联系得如此紧密；鲜有一个城市，像上海一样，海纳百川又弄潮时代；也鲜有一所高校，像同济一样，中西结合、社会学科与工程学科相互渗透。

18年前黄渝祥院长就明确提出了同济大学发展经济学科的战略构想。18年来，在学校的大力支持下，经过历届院系领导和全体老师励精图治、努力奋斗，终于从无到有，初步建成了具有同济特色的应用经济学科体系。同济大学的经济学科，牢牢立足上海、根植同济优势，探索有特色的学科发展道路。陈伟忠教授和叶耀明教授领衔的金融学学科团队，多年来一直致力于外汇、资本市场以及期货市场的研究，并与数学系进行团队合作，在反市场操纵、风险控制、数理金融等领域积累了大量成果；诸大建教授领衔的“可持续发展研究所”，在可持续发展与循环经济领域保持着国内最领先水准，几度为上海市乃至中央常委提供智囊支持；作为早年的海归学者，吴建伟教授长期从事城市产业规划和产业经济学的研究，并结合同济在规划领域的优势，在完成相关国家自然科学基金项目的同时，还主持了数十个城市的商务区、商业街和产业规划研究课题；林善浪教授带领的城市与区域经济学团队，结合同济特色，依托同济城市管理、土地管理、建筑管理等优势学科，培育出了具有自身特色的区域经济学学科；石建勋教授是国家社会科学基金决策咨询点的首席专家，他牵头的国家社会科学基金决策咨询点作为“新型智库”，涵盖经济、金融、法律、管理、政治等多个学科，围绕国家和上海的战略需求，聚焦经济、政治、社会建设中的重大问题，有着广泛的影响力。

如今，同济经济学科的新生代已然崛起，钟宁桦教授，2012年入选《经济研究》编辑部学者库，时年30岁的钟宁桦教授是其中最年轻的专家学者，也是同济经济学科年轻学术骨干的代表。2013年6月破格晋升副教授，2015年6月受聘为博士生导师。2015年（32岁时）获得中国经济学领域最高奖孙冶方经济科学奖。还曾获教育部高校科学研究优秀成果奖二等奖、“中国农村发展研究奖”（“杜润生”奖）、上海市社会科学界联合会2015~2016年度十大推介论文、上海市哲学社会科学优秀成果奖二等奖等重要奖项；2014年入选上海市浦江人才；2016年入选曙光人才和上海市年度“社科新人”。他的研究以我国经济改革中出现的重大问题为出发点，重点是通过考察微观企业、银行与家庭的经济决策，来理解我国各类宏观经济结构失衡的原因。程名望教授在农村劳动力转移和农民工就业领域已然成果累累：迄今为止在 *China Economics Review*、《经济研究》、《管理世界》、《经济学季刊》和《数量经济技术经济研究》等国内外经济学、管理学顶级或核心期刊发表论文50多篇，其中CSSCI（Chinese Social Sciences Citation Index，即中文社会科学引文索引）论文40余篇，有13篇被中国人民大学书报资料复印中心或高等学校文科学术文摘全文转载，出版专著或教材3本。主持教育部哲学社会科学研究重大课

题攻关项目 1 项（首席专家）；国家自然科学基金面上项目 3 项，教育部人文社会科学基金、教育部博士点基金、全国教育规划课题、上海市哲学社会科学课题等省部级课题 9 项。获“上海市优秀博士论文”、“教育部高等学校科学研究优秀成果奖（人文社会科学）二等奖”、“上海市哲学社会科学优秀著作一等奖”和“中国农村发展研究奖”（“杜润生”奖）等国家或省部级奖励 9 项。并为《解放日报》、《中国日报》、《新民晚报》和《新财经》等媒体撰稿。研究领域：发展经济学、劳动经济学、农业经济学、公共政策分析。

作为同济大学应用经济学科发展的阶段性成果，本书收录了最近几年同济大学应用经济学科师生们的代表性成果。这些论文都发表在国内顶级学术期刊，如《经济研究》、《管理世界》、《经济学（季刊）》、《金融研究》和《数量经济技术经济研究》等。论文选题均为国内外热点问题，内容涉及公司治理、对外贸易、贫困、银行管理、人力资本、劳动供给、外汇、储备、技术创新等比较广泛的研究领域。这些论文均采用较先进的研究方法，论证充分、写作规范，体现了作者们扎实的经济学理论基础与写作功底。

没有声名显赫的注目礼赞，但有着孜孜不倦的润物无声；没有荡气回肠的诗般历史，但有着继往开来的与时俱进；没有如雷贯耳的大师名号，却有着光芒熠熠的群星璀璨。同济的经济学学科坚持对学术的热爱，坚持对真理的探索，坚持教书育人的使命，坚持知识分子的理想。虽偏安于浦江之畔，然心系之于天下，志行万里，绝不中道而辍足！

陈伟忠

2017 年 6 月 14 日

目 录

- 1 公司治理与员工福利：来自中国非上市企业的证据
钟宁桦
- 20 农村工业化还能走多远？
钟宁桦
- 35 银行部门的市场化、信贷配置与工业重构
简泽 干春晖 余典范
- 58 进口自由化、竞争与本土企业的全要素生产率——基于中国加入WTO的一个自然实验
简泽 张涛 伏玉林
- 85 农村减贫：应该更关注教育还是健康？——基于收入增长和差距缩小双重视角的实证
程名望 Jin Yanhong 盖庆恩 史清华
- 105 银行债权治理、管理者偏好与国有企业的绩效
简泽
- 120 货币政策的预期冲击与产业经济转型效应分析——基于跨产业DSGE模型的视角
张伟 郑婕 黄炎龙
- 142 基于人力资本分布方差的中国国民经济生产函数研究
冯晓 朱彦元 杨茜
- 176 劳动无限供给下中国的经济波动
黎德福 唐雪梅
- 197 中国出口贸易联系是否稳定？
李永 金珂 孟祥月
- 213 非等间距产业上游度及贸易上游度测算方法的设计及应用
周华 李飞飞 赵轩 李品芳
- 231 货币性外汇储备资产的多层次优化配置
罗素梅 陈伟忠 周光友
- 250 技术创新、知识溢出与地区市场潜能
林善浪 张作雄
- 261 优化非农建设用地空间配置——基于地方政府自发改革试验的机制重构
林善浪 郭建锋 陶小马 施建刚
- 278 房地产交易中隐名购房的风险管理与防范
沈晖 谢逸
- 287 存款保险制度对商业银行道德风险影响的实证研究
王晓博 刘伟 辛飞飞
- 307 宏观经济环境下我国银行贷款和房价动态影响关系：基于SVAR模型的实证分析
叶欣 王婕

公司治理与员工福利：来自中国非上市企业的证据^{*}

钟宁桦

(同济大学经济与管理学院, 上海 200092)

摘要: 基于全国12个城市1 268家企业的调查数据, 本文考察公司治理结构对员工福利和企业绩效的影响。根据企业在16个约束经理人行为的治理结构上的表现, 文章构建一个公司治理指数。员工福利是以小时工资、养老保险覆盖率和其他一系列的指标来度量的。基准回归显示, 治理结构好的企业不仅利润率高、而且提供给了员工更好的福利。进一步的回归分析显示: 为了追求个人短期内的利益, 经理人会削减各类员工的福利以及培训支出, 这损害了企业的利润率; 而好的公司治理能够约束经理人, 调整他们在员工福利上的决策, 使其符合股东的利益。

关键词: 公司治理; 员工福利; 企业绩效

一、引言

公司治理结构源自现代企业经营权与所有权普遍分离的特征。企业的所有者(股东)并非企业的经营者(管理层), 进而就有了如何监管、激励经营者的问题。公司治理结构就是试图使经理人的各项决策符合股东利益的制度安排^①。公司治理大致可以分为内部治理结构与外部治理结构。内部治理包括董事会、经理人薪酬、财务信息披露、内部风险控制等; 而外部治理主要包括来自资本市场的监管, 更为广义的, 还包括来自产品市场和经理人劳动力市场的约束。由于公司治理直接事关企业的外部融资、资本回报和财务管理, 因此它是公司金融领域研究的核心问题之一。

在本文中, 作者想考察的一个问题是, 企业的内部治理结构是否会影响或者保护员工的利益? 之所以提出这个问题, 是基于一个观察, 即员工所做的投资可能与股东所做

^{*} 钟宁桦, 教授, E-mail: ninghua.zhong@gmail.com。作者感谢国家自然科学基金青年项目(71102036)的资助; 感谢“2011年中国金融评论”会议授予本文初稿该会唯一“Emerald”最佳论文奖。此外, 感谢香港科技大学、复旦大学、上海交通大学、南京大学、中山大学研讨会和“2012新兴市场的公司治理结构”(由英国驻香港领事馆和国际金融监管中心举办)的与会者对本文提出的宝贵建议。本文发表于《经济研究》, 2012年第12期。

^① 根据Shleifer和Vishny(1997)这份著名综述的定义, 公司治理结构是确保企业的出资人在他们的投资上得到合理回报的一系列制度安排。国外公司金融的文献中普遍发现好的公司治理能带来企业较高的利润率以及股票回报率。

的投资面临同样类型的风险。员工在工作中投入了体力、智力等人力资本；此外，他们还做了其他一些与工作相关的安排，如居住安排、配偶的工作、子女的入学，以及构建各类社会人际网络等。在做了这些投资之后，他们不能完全控制投资的回报，如同投入了物质资本，却不能控制投资回报的股东一样。

公司治理结构要解决的正是这类所有权与控制权分离的问题。不过，公司治理首要保护的是股东的利益，即物质资本的所有者，而非人力资本的所有者。然而，在股东利益最大化原则的驱使下，公司治理仍然有可能会影响员工的福利——如果经理人对待员工的态度与股东的态度不同，公司治理结构就可能约束经理人的自主权（discretion），并调整他们在员工福利发放上的决策。

经理人和股东在如何对待员工上可能有着不同的态度。西方公司金融的文献中普遍地发现，经理人追逐自己任期内（短期）的私人利益，而非将企业长期利润最大化的目标至于首位（Jensen and Meckling, 1976）。举例来说，经理人普遍有着一种“建造帝国”的倾向（empire building，也可称为“做大企业”）。即他们会努力使自己的企业更“大”——更大的规模、更高的销售额、更大的市场份额等。如此，经理人就能掌控更多的资源，或者在市场上有着更高的威望和更大的影响力。出于这样的愿望，经理人可能会将更多的资金配置到物质资本上，或者是投入意在扩大市场份额的营销和广告上。而同时，他们很可能会削减在员工福利上的投入，包括工资、各类福利、培训支出等。

与经理人的态度不同，股东会更多地关注企业的长期利润率，并可能更愿意在员工福利上加大投入。这是因为比较好的福利会激励员工更加努力地工作以保全这份工作，同时也有助于吸引来高素质的员工。此外，高福利还会激励员工做更多的“仅与本企业相关的投资”（firm-specific investments）。例如，学习并改进本企业独特的技术、发展企业内部的人际关系等，这些都有助于在长期中提高企业的生产力。出于这样的一些考虑，股东可能希望将员工的工资提高到“效率工资”的水平，或者至少会试图防止经理人为了私人的利益而过度削减员工的福利。

如果以上所陈述的情况确实在现实中发生着，那么作者应该能够观察到公司治理结构会同时对员工的工资和企业的利润率都产生显著的影响。基于世界银行国际金融公司（International Finance Corporation, IFC）2006年在中国12个城市1 268家企业中所作的调研数据，本文考察了治理结构对员工福利和企业绩效的影响。该数据中包含了非常丰富的有关企业内部治理结构以及员工福利的信息。在这些企业中，除了56家以外，其余的都是非上市企业。更为重要的是，中国的制度背景中有几个独有的特征，它们非常有利于考察内部治理结构是如何影响经理人在员工福利上的决策的。

首先，在中国，缺乏一个非常完善的企业所有权的交易市场，诸如恶意收购、代理权之争等争夺企业控制权的事件很少发生。因此，一些发达国家中存在的可能同时影响企业治理和员工福利的机制在中国并不存在。例如，Pagano和Volpin（2005a）发展了一个模型，其中，企业的经理人在面对外部恶意收购的威胁时会发给员工很高的工资，以获得他们的支持来一同抵制外部收购。与此同时，在面临外部收购的威胁时，股东和经理人还可能调整企业的内部治理结构。所以，外部收购威胁会带来复杂的治理结构与员工福利的变化。不过，在本文中并不需要考虑这个因素。另外一个可能同时影响企业

治理结构与员工福利的因素来自机构投资者。诸如公募基金等机构投资者当看到企业的季报不如预期时,就可能会大幅度减仓,导致企业的股价大跌。而经理人通常是希望股价稳定或者上升的,所以他们在预期到机构投资者的行为之后,可能会削减员工的工资以提高企业的账面利润。在本文中,由于样本企业大都为非上市公司,所以不用考虑来自机构投资者的压力。简而言之,样本企业所处的外部环境相对简单,这有利于辨析出内部治理对员工福利的影响。其次,中国劳动力市场的一个特征是对劳动力的保护非常弱,劳工保护的标准也很低。在这样的环境下,经理人更有可能侵犯员工的利益;也因此,考察内部治理结构是否能够保护员工利益,以一定程度地抵补外部管制以及内部工会力量上的不足显得很有意义。

关于公司治理,理论文献中有一个著名的问题,就此问题双方辩论了大半个世纪。那就是治理结构应该代表谁的利益?是否应该仅仅代表股东(shareholders)的利益,还是应该同时顾及其他利益相关者(stakeholders),如员工、供应商、顾客等?自从Berle(1931)、Dodd(1932)等开启了两权分离下的公司治理的讨论,大量的研究参与到了这个股东与利益相关者的辩论中(shareholders vs. stakeholders)^①。时至今日,这个问题仍然是公司金融领域讨论的焦点问题之一。例如,Tirole教授2001年在*Econometrica*上发表了一篇很有影响力的文章,在文中他提出了“利益相关者群体”(the stakeholder society)的概念(Tirole, 2001)。他论述到,因为经理层做出的有关企业利益最大化的决策会给其他的利益相关者带来外部性,所以公司治理结构应该是“使得经理层能够将其他利益相关者的利益内部化(internalize)的机制”,尤其应该顾及员工的利益,因为“他们不仅投入了人力资本,还做出了其他的一些相关的投资,诸如住房的安排、配偶的就业、自我培训、构建社会关系等等”。从本质上来说,这个辩论是规范性的(应该如何),而作者的这项研究是实证性的(事实上如何)。不过,本文通过考察现实中治理结构提高其他利益相关者利益的具体机制或许能加深对这个问题的理解。

本文也和员工持股的文献相关。作为公司治理的一部分, Kim(2009)研究发现员工持股为投资者和员工都带来了益处;而Robinson和Zhang(2005)发现员工持股会影响企业在人力资本上的投入。本文与这些研究的不同之处是作者考察一系列的不直接与员工利益相关的治理结构的作用。另外,在Shleifer和Vishny(1997)这篇著名的综述文章之后,有几千篇文献考察了治理结构对企业利润率和股票回报率的影响。与它们不同的是,本文考察治理结构是如何通过调整经理人在员工福利上的决策而影响企业的绩效的。这项研究还与Konzelmann等(2006)相关,其使用英国3 000个企业的数据考察了公司治理与人力资源管理之间的关联。它的结果显示公司治理会影响利益相关者的结构、本质以及他们互相之间做出承诺的可信性,而这些都会影响他们参与到生产活动中的积极性。虽然有着这些相关的研究,文献中很大程度上忽略了治理结构在企业劳动关

^① 在早期的讨论中, Dodd是利益相关者观点的提倡者, Dodd(1932)中提到,“企业是在规范意义下的私有产权,而社会可以合理地要求企业在运营过程中确保员工和顾客等的利益,即使这样做可能意味着所有者的专有权利(proprietary rights)被削弱了”(1162页)。而Berle是股东观点的拥护者, Berle(1931)中提出,经理层对多方负责会加剧企业所有权和经营权的分离,并降低经理层对股东负责的能力。

系上的作用。然而,这样的一项研究对现代企业日益变化着的本质而言是非常重要的。在过去的一二十年中,人力资本正在逐步取代物质资本成为企业最为重要的资产(Zingales, 2000)。而随之,对劳动力的保护与提供给员工的福利将会与企业的物质资本回报率同等地重要,共同决定一个企业是否能够抓住发展的机遇。因此,考察治理结构能否保证人力资本投资获得合理的回报是很有意义的。

本文的结构如下:第二部分介绍研究使用的数据,并比较不同治理水平的企业在诸多方面上表现的差异。第三部分使用回归分析,首先给出基准的结果,然后使用几组不同的模型来考察结果的稳健性。第四部分总结本文,并做进一步的一些讨论。

二、数据与统计描述

(一) 数据

本文使用的数据来自两个方面。第一部分是国际金融公司和北京大学中国经济研究中心(China Center for Economic Research, CCER)组织的一项关于企业社会责任的调查,此次调研在2006年的春季对全国12个城市的1 268家企业进行了问卷调查。问卷的内容涉及劳动保护、治理结构、市场环境、政府监管等方面。另一部分的数据来自国家统计局提供的这些样本企业在2002~2005年的财务和人员信息,包括雇用人数、资本余额、总利润、税收、总销售额等。调查的城市包括(从北至南)长春、丹东、赤峰、北京、石家庄、西安、淄博、重庆、十堰、吴江、杭州和顺德。无论从各类经济指标还是从地理分布来看,这些城市都构成了中国城市的一个代表集合。其中,北京和重庆为省级城市;长春、石家庄、西安、杭州为省会城市;丹东、赤峰、淄博、十堰为地级城市;吴江和顺德为中等县级城市。从地区分布来看,沿海、中部和西部地区各有4个城市。调查的企业是随机抽取的。不过,是从一个年销售额大于500万元的企业全集中抽取的,原因是国家统计局只保存着规模以上企业的数据。

为了保证该样本代表了真实的企业分布的状况,调研采取了两层的抽样策略。首先,将企业按所有制分成四种主要的类型,即国有企业、国内私营企业、港澳台企业和外资企业。其次,按各样本城市中每类企业的实际份额来抽取企业。在样本中,68.7%是国内私营企业,其余三类企业大致各占10%。再次,将企业按规模分成大中小三类。分类的标准为国家统计局通常的划分标准(SETC, 2003)。最后,使用各样本城市中三种规模的企业所占的份额来进行第二轮的企业随机抽取。

(二) 治理指数

作者首先为样本中的企业构建一个反映公司治理结构的指数。Gompers等(2003)采用了一种简单的方式构建了公司治理文献中最有名的GIM指数。作者照着他们的方法

来做：在数据中有16个有利于约束经理人行为而不直接与员工福利相关的治理结构。它们都是二元变量（表1）。例如，该企业雇用了外部审计、定期向股东提供财务报表、设立了一个董事会、制定了公司章程，或者与总经理签订书面合同并规定总经理的任期等。一个公司如果做到了一点就得一分，而公司治理指数就是该公司在所有这16个方面上得分的总值。在样本企业中，有33.83%的企业得分超过12分，作者称这组企业为“高水平治理”组。30.13%得分低于9分，它们被称为“低水平治理”组。其余36.04%的企业得分在9~12分，它们被称为“中间组”。表1中给出了这三组的统计描述。在所有16个方面上，“高水平治理”组的平均得分都是最高的，而“低水平治理”组的平均得分是最低的；并且，“高水平治理”和“低水平治理”之间的差异在统计上是高度显著的。这表明，在每一个治理结构方面上，公司治理指数都很好地反映了一个企业的表现。

表1 治理结构指数及其构成

项目	观察值	(1) 平均数, 高水平治理	(2) 平均数, 中间组	(3) 平均数, 低水平治理	t值: (1) 与 (3) 之间差异
治理指数 (样本企业中的比例)	1 268	>12 (33.83%)	[9, 12] (36.04%)	<9 (30.13%)	
1-1 信息披露与财务透明					
雇佣外部审计	1 231	0.94	0.82	0.55	13.95
定期向股东提供财务报表	1 174	0.98	0.88	0.51	17.58
定期向股东通报企业重大决策	1 154	0.99	0.91	0.55	16.61
定期评估重大风险并通告股东	1 180	0.76	0.55	0.40	10.81
每年至少召开一次股东大会	1 268	0.90	0.70	0.31	20.99
1-2 董事会和公司章程					
设立了董事会	1 173	0.93	0.79	0.38	19.04
制定了公司章程	1 242	1.00	1.00	0.66	13.78
包含有关决策程序的规定	1 121	0.97	0.78	0.34	24.10
包含有关内部交易的规定	1 114	0.81	0.36	0.08	27.23
包含有关信息披露的规定	1 116	0.83	0.30	0.11	26.80
包含有关利润分配的规定	1 120	0.98	0.74	0.26	29.48
包含有关财务管理的规定	1 121	0.99	0.89	0.43	21.26
包含有关人事任命的规定	1 119	0.98	0.82	0.35	24.40
包含有关纠纷解决的规定	1 102	0.92	0.54	0.16	30.45
1-3 总经理合同					
与总经理签订书面合同	1 164	0.77	0.52	0.25	16.33
规定了总经理的任期	1 152	0.63	0.40	0.17	14.55

表2中给出了这三组企业在其他一些公司治理结构上的表现。因为以下的一些原因，这些结构没有被包括在指数的构建中。总经理持股以及大股东数目（即持有10%以上企业股份的股东）在保护投资者利益上的作用是不确定的；文献中普遍发现它们的值在不同区间上有着不同方向的作用。同时，它们的作用还与大股东的退出机制等有关（Admati and Pfleiderer, 2009）。不过，由于所有权结构对任何有关公司治理的研究而言都是至关重要的，所以作者更加仔细地考察这两个变量。首先，样本企业的平均大股东数目是2.2个，这是在非上市企业中非常普遍的比较集中的股权结构。此外，该数目与公司治

理指数高度正相关。其背后的原因可能是，一个公司中若大股东的数目比较多，则每个股东持股的份额就比较少，而容易出现搭便车的现象（即大股东都不愿去监管经理人）；这种情况下就需要更好的治理结构。其次，在大约68%的样本企业中，总经理都持有公司股份。然而，他们具体持有多少份额在调研中没有询问。不过，我们仍可以通过考察总经理持股这个二元变量与大股东个数之间的相关性而对总经理持股的情况有个大概的了解。两者之间的相关系数是0.20（在1%的水平上显著）。这说明可能只有很少一部分的总经理持有超过10%以上的公司股份。在这种情况下，两权分离的情况虽然不如上市公司那么显著，却仍然是相当严重的——毕竟这些公司都是规模以上的企业，平均员工数有746人。在这样大的公司里，通常经理人都拥有相当大的自主权。

表2 没有用于构建治理结构指数的治理结构

项目	观察值	与治理指数的相关性	(1) 平均数，高水平治理	(2) 平均数，中间组	(3) 平均数，低水平治理	t 值：(1) 与 (3) 之间差异
治理指数 (样本企业中的比例)	1 268		> 12 (33.83%)	[9, 12] (36.04%)	< 9 (30.13%)	
2-1 总经理持股以及大股东数目						
总经理持有企业股份 (0, 1)	1 185	-0.02	0.65	0.71	0.68	0.70
大股东 (持有 10% 以上股份) 的数目	952	0.21***	2.47	2.33	1.68	7.12
2-2 董事会结构以及运作规则						
独立董事的数目	643	0.06	3.68	3.42	3.24	1.13
一股一票而非一股东一票 (0, 1)	687	0.10***	0.38	0.30	0.25	2.14
大股东有否决权 (0, 1)	718	-0.07**	0.73	0.78	0.81	1.57
一年至少召开一次董事会 (0, 1)	756	0.11***	0.71	0.58	0.62	1.81
董事会与经理层重合 (0, 1)	806	-0.13***	0.41	0.44	0.63	4.18
人力资源部门经理给董事会作用打分 (1~4)	800	0.24***	3.59	3.35	3.15	6.56

*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著

有关于董事会结构以及日常运作规则的变量也没有被包括在治理结构指数的构建中。这是因为它们的观测值比总样本少很多——只有建立了董事会（71%）的企业在这些变量上才可能有值。此外，最大的股东拥有否决权是否有利于保护股东的权益，以及“一股一票”是否比“一股东一票”更有效，都取决于该企业的所有权结构等因素，不能做统一的判断。从表2中的统计描述来看，比较清楚的是：相比“低水平治理”组，“高水平治理”组的企业召开董事会的频率更高、董事会和经理层重合的比例更低，而且它们的人力资源部门经理对董事会作用的评价也更高。

（三）主要的企业特征

公司治理结构取决于决定企业“合约环境”（Himmelberg et al., 1999）的一些企业特征。此外，企业层面的特征也会影响企业的绩效和员工的福利。所以在讨论治理结

构的作用之前，有必要先考察三组企业在几个重要的企业特征变量上的差异。表3中包括了以下五个变量的统计描述，即资本密集度、雇佣员工数、管理层教育水平、员工教育水平，以及农民工的比例。对于这些变量的介绍请见表3下方的注释。表3显示，“高水平治理”的企业有着更高的资本密集程度、它们的员工数目更大、管理层和员工的教育程度更高。不过，在农民工的比例上，“高水平治理”与“低水平治理”的差异并不显著。之后，作者将称这五个变量为“基准控制变量”，并将这组变量作为主要的控制变量。这是因为在基准回归模型中，作者要估计企业利润最大化问题的一阶条件——这个问题在根本上决定了企业的治理结构（Demsetz and Lehn，1985）、企业的绩效和员工的福利水平。

表3 公司治理、企业的主要特征以及企业

项目	与治理指数的 相关度	(1)平均数, 高 水平治理	(2)平均数, 中间组	(3)平均数, 低 水平治理	t值: (1)与(3) 之间差异
3-1 基准控制变量					
资本密集度(100 万元)	0.06**	0.23	0.15	0.15	1.68
雇佣员工数(100 人)	0.06**	9.81	8.24	4.49	1.77
管理层教育水平(1-4)	0.18***	2.64	2.35	2.07	6.45
员工教育水平(1-4)	0.14***	1.64	1.46	1.38	4.90
农民工的比例(1-5)	0.05	2.07	2.20	1.92	1.58
3-2 企业绩效					
2005 年税前利润余额	0.09***	0.084	0.077	0.059	2.71
2004 年税前利润余额	0.10***	0.096	0.084	0.062	3.47

*, **, ***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著

注：资本密集度为人均资本量。管理层（员工）教育水平1-4表示管理层（员工）中拿到大学以及高中以上学历的比例：0~20%，20%~40%，40%~60%，以及高于60%。农民工的比例1-5表示：低于20%，20%~40%，40%~60%，60%~80%，以及80%~100%。税前利润余额是指（利润+税收）/总销售额

为了估计企业利润最大化问题的一阶条件，首先，作者控制人均资本量与劳动力的数量以估计资本和劳动力的边际生产力。其次，管理层和员工的教育程度试图控制管理层和员工的素质，这与企业的技术水平和生产力有关；此外，教育程度高的管理者可能会更好地对待员工，而教育程度高的员工也可能更好地意识到他们自己的权益。最后，农民工的比例是要控制一个制度性的因素，即农民工在劳动力市场上是受歧视的。所以农民工比例较高的企业可能提供给员工的福利水平较低。

（四）企业绩效

作者使用税前利润余额（税前利润/销售额）来度量企业的绩效。表3中的第二组统计描述显示，“高水平治理”的企业2005年和2004年的税前利润余额都显著地高于“低水平治理”的企业。根据已有的文献，公司治理与企业绩效之间可能有几种关联的方式。其一是好的治理结构能够提高企业的绩效。主要的原因是，好的治理结构能够激励经理人寻找并投资于好的项目（Zingales，2000），从而增加公司价值。其二是公司在前几年中好的表现可能会带来更好的治理结构。公司治理结构是配置剩余控制权的（Hart，

1995), 所以, 企业较高的利润水平会提高实际控制权所能带来的利益, 因而会激励股东改善治理结构。其三, 比较差的业绩可能会引发股东提出改进公司治理的议案。例如, Karpoff 等 (1996) 研究了那些由股东提出改善治理结构议案的企业, 发现这些企业先前的绩效都比较差。

以上的这些讨论指出, 公司治理、企业绩效和员工福利之间可能有着非常复杂的内生性问题。解决内生性问题的最好方法是找到一个工具变量, 它只会影响治理结构, 而不会通过其他途径影响企业的绩效和员工的福利。然而, 就作者所知, 在国内外的有关公司治理结构的文献中, 几乎没有找到过“干净”的工具变量。此外, 由于治理结构的变化通常非常缓慢, 因此, 即便有几年的面板数据也不能解决问题——只有在长期的面板数据中, 才可能观察到大部分企业的治理结构都发生了变更, 从而可以使用固定效用的计量方法。在本文中, 作者将使用几组不同的计量模型考察全样本和一些特定子样本中的治理结构的作用。此外, 作者会加入两组控制变量来考察主要结果的稳定性。

(五) 员工福利

最后, 表4比较了三组企业提供的员工福利, 其中包括五组变量。第一组变量是关于工资和工作时间的。调研问卷中询问经理人有关企业的职员和工人的平均每月工资以及每月工作小时数。在本文中, 作者主要考察工人 (而非职员) 的工资和工作时间, 这是由于工人占到了员工的大部分。作者将平均每月工资除以每月工作时间以得到平均小时工资。与“高水平治理”组的企业相比, “低水平治理”组提供的平均小时工资高了 9.1%, 它们要求的平均每月工作时间少了 4 个小时, 而拖欠工资的概率低了 7%。第二组变量包括四类保险的覆盖率, 包括养老、医疗、意外事故以及失业。“高水平治理”组的保险覆盖率高于“低水平治理”组约 0.5, 即 10% 左右。最后四组变量包括组织培训与车间事故率、遣散福利、辅助设施以及员工在公司的平均年限。“高水平治理”组的企业在大部分的方面都显著地领先于“低水平治理”组的企业。尤其值得注意的是培训上的差异, 因为好的员工培训能够带来更高的工人生产力。在之后的回归分析中, 作者将以小时工资和养老保险覆盖率作为工人福利的主要指标。工资是劳动经济学领域最常考察的方面。此外, 诸如养老保险等辅助福利也是劳动经济学研究的对象。一些标准的工资补偿理论 (Rosen, 1986) 指出, 工人在做有关就业和劳动力供给的决定时, 会将工资和辅助福利合在一起与自己的偏好相匹配。

表4 公司治理与员工福利

项目	与治理指数的相关度	(1) 平均数, 高水平治理	(2) 平均数, 中间组	(3) 平均数, 低水平治理	t 值: (1) 与 (3) 之间差异
4-1 工资与工作时间					
小时工资 (元)	0.07**	6.21	5.84	5.69	2.23
每月工作时间 (小时)	-0.05*	178.3	181.9	182.1	1.91
是否曾经拖欠工人工资 (0, 1)	-0.09***	0.11	0.16	0.18	3.09

续表

项目	与治理指数的相关度	(1) 平均数, 高水平治理	(2) 平均数, 中间组	(3) 平均数, 低水平治理	t 值: (1) 与 (3) 之间差异
4-2 保险覆盖率 (1~5)					
养老保险	0.16***	3.94	3.43	3.27	5.65
政府提供的医疗保险	0.12***	3.49	2.95	2.92	4.12
工伤/意外保险	0.12***	4.23	4.00	3.78	3.97
失业保险	0.10***	3.55	3.30	3.10	3.27
4-3 组织培训与车间事故率					
制订了一个培训计划 (0, 1)	0.23***	0.93	0.89	0.73	7.84
组织上岗前安全培训 (0, 1)	0.08***	0.99	0.97	0.95	2.83
每年组织培训的次数	0.06**	6.29	4.10	3.49	1.71
培训费用占销售额的比例 (1~4)	0.12***	1.68	1.50	1.46	4.00
每 1 000 人车间事故率	-0.03	6.36	8.43	7.77	0.88
4-4 遣散福利					
辞退费相当于月工资的比例 (1~4)	0.16***	2.91	2.65	2.40	5.46
辞退工人时, 提前通知的时间 (1~4)	0.15***	2.70	2.57	2.28	5.38
4-5 辅助设施					
企业有员工食堂 (0, 1)	0.12***	0.88	0.85	0.77	4.14
企业有医务室 (0, 1)	0.05**	0.28	0.19	0.23	1.69
4-6 员工在公司的平均年限					
工人 (年)	-0.03	6.57	5.47	7.04	1.00
职员 (年)	-0.03	7.37	6.14	7.82	0.90

*, **, ***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著

注: 保险覆盖率1~5表示: 低于20%, 20%~40%, 40%~60%, 60%~80%, 以及80%~100%。培训费用占销售额的比例1~4表示: 低于0.1%, 0.1%~0.2%, 0.3%~0.5%, 以及高于0.5%。辞退费相当于月工资的比例1~4表示: 0%~20%, 20%~50%, 50%~100%, 以及超过100%。辞退工人时, 提前通知的时间1~4表示: 一周, 两周, 一个月, 以及一个月以上

三、实证结果

(一) 计量模型

作者使用的数据包含两个部分。第一部分是截面数据, 来自2006年的问卷调查, 其中包括2005年公司治理、员工福利等信息。第二部分是面板数据, 包含2002~2005年各年度的员工人数、固定资产、利润和税收、销售收入、工资总额以及劳动待业保险费。不过, 截面数据是非平衡的 (unbalanced)。在2005年, 样本的观察值有1 169个, 2004年为1 047个, 2003年716个, 2002年594个。并且, 截面数据中存在样本选择性偏差的问题, 即一个企业在样本中出现的次数不是随机的。这意味着, 如果公司治理结构的效

应在短期内是稳定的话,那么使用截面数据会放大那些有着最多样本数的企业的效应,从而导致估计误差。由于这个原因,作者在之后的回归分析中会主要使用截面数据。同时,在下面的基准回归结果中,作者会报告一组使用面板数据得到的估计结果。

作者考察的核心是治理结构指数在企业三个方面的表现上的作用,即反映企业利润率的税前利润余额(EBIT)、员工的平均每小时工资(Wage_{*i*}),以及企业的养老保险覆盖率(Pension)。在使用截面数据时,作者估计以下这个似不相关(seemingly unrelated regression, SUR)模型。模型中, G_i 是公司治理指数, Z_i 是“基准控制变量”以及“基准虚拟变量”。“基准虚拟变量”包括三组虚拟变量,即城市、行业和企业所有制。样本企业根据由国家统计局提供的行业代码的前两位数分为五个不同的行业,即农业、采掘业、制造业、公用事业以及服务业。所有制分为四类,城市共有12个[详见第二部分第(一)小节的介绍]。 β 是待估计的参数, ε 为服从正态分布且均值为零的随机扰动项。

$$EBIT_i = \beta_{E1} + \beta_{E2}G_i + \beta_{E3}Z_i + \varepsilon_{Ei} \quad (1)$$

$$\log(Wage_i) = \beta_{w1} + \beta_{w2}G_i + \beta_{w3}Z_i + \varepsilon_{wi} \quad (2)$$

$$Pension_i = \beta_{p1} + \beta_{p2}G_i + \beta_{p3}Z_i + \varepsilon_{pi} \quad (3)$$

在使用面板数据时,作者使用普通最小二乘法(ordinary least squares, OLS)模型。被解释变量是2002~2005各年的税前利润余额、各年度工资总额除以当年平均员工数并取对数,以及各年度劳动待业保险费除以当年平均员工数并取对数(面板数据中没有养老保险费信息)。在面板数据的回归中,作者还会控制年度虚拟变量。

(二) 基准结果

表5的前三列中汇报了第一组结果。公司治理指数在三个方面上均显著为正。估计的效应是,若一个公司在16个治理结构上多做到一个方面的话,税前利润余额提高0.2%,小时工资提高0.8%,而养老保险覆盖率提高0.069,即13.8%。在其他的“基准控制变量”上:更高的资本密集度与员工的教育水平都同时对应着更好的企业绩效以及员工福利;反之,一个企业的农民工比例越高,则绩效和福利越差。经理人较高的教育水平对应着较好的福利。此外,以员工数目来度量的企业的规模越大,小时工资越高;不过这个效应不大,每多100个员工对应着小时工资上涨0.2%。

表5 基准结果

项目	EBIT margin	log (Wage)	Pension coverage	EBIT margin	log (Wage)	Unemployment Insurance
公司治理指数	0.002** (0.001)	0.008*** (0.002)	0.069*** (0.012)	0.003** (0.001)	0.010*** (0.003)	0.018* (0.009)
资本密集度	0.054*** (0.014)	0.276*** (0.042)	0.540*** (0.196)	0.048 (0.030)	0.589*** (0.071)	0.308 (0.229)
雇用员工数	0 (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002 (0.002)	0 (0.000)	0.001*** (0.000)	0 (0.001)
管理层教育水平	-0.002 (0.003)	0.022** (0.009)	0.189*** (0.041)	0.002 (0.003)	0.025** (0.011)	0.054 (0.036)

续表

项目	EBIT margin	log (Wage)	Pension coverage	EBIT margin	log (Wage)	Unemployment Insurance
员工教育水平	0.021*** (0.005)	0.115*** (0.015)	0.175** (0.068)	0.016** (0.007)	0.130*** (0.022)	0.103 (0.072)
农民工比例	-0.007** (0.003)	-0.033*** (0.009)	-0.147*** (0.042)	-0.008*** (0.003)	-0.044*** (0.012)	-0.161*** (0.038)
基准控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虚拟变量				Yes	Yes	Yes
观察值	1 016	1 016	1 016	3 224	3 230	3 233
Psudo R ²	0.095	0.437	0.275	0.065	0.356	0.11

*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著

注：括号中为标准差

在表5的后三列中，作者使用面板数据来回归。观察值的数目在3 200个左右。治理结构指数在税前利润余额方面的作用是0.3%，在人均工资上的作用是1%。这两个结果都大于截面数据中的估计结果。这很可能是由之前提到的面板数据的选择性偏差引起的——治理结构效应强的企业更可能存活下来，并在面板数据中有着最多的观察值。治理结构在人均年度待业保险上的作用是18元。

（三）GLS与私营企业子样本

接着表5中的第一组回归结果，作者做了Breusch-Pagan检验，结果是：chi2（3）=59.684，Pr = 0.000 0。这个结果提示，可能存在不可观察的异方差性。为此，在本文的网上工作论文^①附录中表A1的前三列，作者使用了广义最小二乘（generalized least square，GLS）模型。估计出的标准差有些不同，不过所有估计的显著性水平都没有变化，这说明异方差的问题并不会严重地影响估计结果。基于此，之后作者都采用SUR模型并假设同方差性。此外，在表A1的模型2中，作者用SUR模型估计了私营企业子样本中公司治理的作用。近期的一些重大劳动纠纷大多发生在私营企业中，所以考察这组样本是很有意义的。估计的结果与基准回归结果很接近，并且治理结构在工资与养老保险覆盖率上的结果更大些。

（四）治理结构效应的一致性

由于治理结构并不是随机地分配给不同的企业的，因此，基于以上的结果并不能直接下结论说好的治理结构导致了企业的高利润和高福利。出于这个考虑，作者使用其他几组模型来检验基准结果的稳健性。首先，作者考察治理结构效应的一致性。它包括两个方面。第一部分，作者考察每一个单项治理结构在上述三个方面上的影响。这是为了避免在整体上观察到的治理结构指数的作用是由个别几个治理结构拉动的情況。

① <http://www.erj.cn/cn/lwInfo.aspx?m=20100921113738390893&n=20120709111855153624>。