

GONGSI  
ZHILI QIANYAN

# 公司治理前沿

——第四届公司治理国际研讨会论文集

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东



GONGSI  
ZHILI QIANYAN



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 公司治理前沿

第四届公司治理国际研讨会论文集

主 编：李维安

副主编：李建标 武立东

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 孙 偲

责任校对：徐领弟 张长松

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理前沿：第四届公司治理国际研讨会论文集 /  
李维安主编. —北京：经济科学出版社，2009. 4  
ISBN 978 - 7 - 5058 - 8076 - 4

I. 公… II. 李… III. 公司 - 企业管理 - 国际学术会议 -  
文集 IV. F276.6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 042175 号

## 公司治理前沿

第四届公司治理国际研讨会论文集

主 编：李维安

副主编：李建标 武立东

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

电子邮件：esp@ esp. com. cn

印刷厂印刷

装订厂装订

787 × 1092 16 开 36.25 印张 650000 字

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月第 1 次印刷

印数：000001—000000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8076 - 4 定价：00.00 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

中国公司治理正在由广义“违规”走向合规阶段，中国公司治理变革正面临国际化挑战，治理评价与风险预警问题日益引起公众的关注。在此背景下，2007年11月3日至4日，在教育部、国家自然科学基金委等单位的支持下，第四届公司治理国际研讨会在南开大学召开，本次会议的主题是“公司治理新阶段：合规、创新与发展”。出席这次会议的有中国大陆官、产、学人士和来自美、英、日、韩、澳等国内外专家学者和企业界人士500余人。通过大会主题报告、公司治理论坛、分会场报告等方式，就“公司治理评价”、“董事会治理”、“经理层治理”、“集团治理”、“网络治理”、“公司治理结构”、“投资者关系管理”、“博弈论与公司治理”、“公司治理改革与创新”、“公司治理法律环境”、“公司金融与并购”、“股权分置改革”、“旅游论坛”、“民营企业发展与公司治理”、“盈余管理”、“委托代理与公司治理”、“信息披露与独立董事”、“保险治理”、“银行业与投融资治理”等方面的问题进行了交流和探讨。

连续三届在南开大学召开的公司治理国际研讨会，为国内外官、产、学各界了解、研究公司治理搭建了一个平台。二十年来，公司治理问题受到广泛的讨论和前所未有的重视，公司治理的问题已突显为关系到全球经济金融稳定与发展的核心要素。最近，国内学界和企业界对国有独资公司的治理结果的试探性改革以及中国保险监督管理委员会（以下简称保监会）对保险公司治理结果的改革都寄予了深切的关注。与前三届公司治理国际研讨会相比，这次大会无论从出席会议代表的人数、与会嘉宾的学术地位、所代表国别地区的多样性以及发表论文的数量和质量等方面均有显著提高。本次大会在学术研究上的突破，主要体现在以下几个方面：研究方法的深化和突破；研究方向和内容的拓展；研究的国际化、理论和现实联系的紧密性等。本次会议国务院国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）组团参会，共商央企公司治理改革大计；中国保险监督管理委员会（以下简称保监会）、保险公司有关人员将出席保险治理专题论坛，积极探索保险公司治理改革的新方法和新途径；另外本次会议还将推出国内首届旅游企业公司治理论坛，为规模日益壮大的旅游行业献计献策。总之，这次大会的成功召

开，有利于国内外公司治理的合规化，对推动国内外公司治理创新和发展的理论研究和实践具有深远的意义。呈现在读者面前的本论文集是这次会议研讨成果的精华，它汇集了一些公司治理的真知灼见。

在论文集的第一部分中，唐跃军在《政策性扰动、大股东制衡与独立董事规模——来自 2001~2005 年中国上市公司的证据》报告中，通过实证研究发现，上市公司第一大股东持股比例越高，董事会中独立董事数量越少，第二至第五大股东对第一大股东的制衡度越高，董事会中独立董事数量越多。张光荣、曾勇在《股权制衡：公平与效率的抉择——基于中国上市公司的实证研究》报告中，指出，股权制衡机制确实可以对大股东的侵占行为产生制约，减轻大股东对公司利益的侵占，但同时，股权制衡会对公司的经营绩效产生显著的负面影响，这种负面影响在国有控股的公司和业绩好的公司中更为明显。王克敏、李薇在《信息透明度与大股东资金占用——基于中国上市公司的实证研究》报告中，将信息透明度作为公司治理机制的重要组成部分，论证了提高公司信息透明度在减少大股东与中小股东之间的信息不对称及缓解二者之间代理冲突方面发挥的重要作用，得出了信息透明度越差，大股东资金占用越严重的重要结论。高闯、柳昌承在《董事会规模、独立董事与企业价值：韩国上市公司的实证分析》的报告中，研究发现，企业价值是随董事会规模的增大而增加的正方向的关系。但是，独立董事比率对企业价值并没有显著的影响。刘运国、季虹在《董事会特征与 IPO 公司盈利预测可靠性——来自中国证券市场 A 股的数据》的报告中，通过实证研究发现，除了董事已任职时间外，我国董事会的其他特征对于盈利预测可靠性并不存在显著影响，并且还存在着董事所持有的股票未能真正发挥激励作用的问题。

在论文集的第二部分中，李维安、牛建波在《中国上市公司的治理溢价研究——基于中国公司治理指数的经验分析》的报告中，利用中国公司治理指数来表征企业整体的治理水平，研究表明，从企业总体的治理状况来看，公司治理存在显著的治理溢价效应，但是，该研究提供了实践的证据，而非仅仅是意愿上的。从公司治理的多个维度来看，董事会治理、经理层治理和利益相关者治理均产生显著的治理溢价，而股东治理、监事会治理和信息披露治理尚没有产生显著的治理溢价。章铁生、王芳萍、陈冬华在《上市公司丑闻、政府管制与中小投资者保护——以“琼民源”为例》的报告中，通过研究发现，在对琼民源丑闻事件的处理过程中，由于政府管制，地方政府和证券管制机构从各自利益出发行事，事实上实现了对中小投资者利益的某种程度的保护。肖珉、沈艺峰在《法的建立还是法的实施发挥了作用——基于我国上市公司的实证研究》的报告中，以上市公司的权益资本成本为衡量指标，分别从法的建立和法的实施两个方面研

究我国中小投资者法律保护的作用。研究结果发现，法的建立作用有限，仅能在立法建设的某个特定阶段体现出来；而法的实施作用明显，法律实施的典型事件和地区差异对上市公司的权益资本成本具有显著的影响。肖继辉、彭文平在《上市公司总经理报酬棘轮效应与相对业绩评价模型的应用》的报告中，对我国上市公司总经理报酬与公司业绩关系的实证分析，发现净资产收益率和股票回报率对总经理报酬水平有显著的正影响，但报酬业绩不敏感。杨德明、林斌在《投资者关系、地区法制水平与对价形成》的报告中，基于法与金融学理论，研究保障了流通股股东知情权的投资者关系与反映投资者法律保护程度的地区法制水平对对价的影响。研究发现，在不存在政府干预的样本中，投资者关系与地区法制水平对对价的影响显著正相关；但对于整体样本和存在政府干预的国有上市公司，这种影响并不显著。

在论文集的第三部分中，贾生华、窦军生《家族企业代际传承计划实证分析》的报告中，通过数据分析发现，目前处于代际传承过程中的浙江省家族企业对传承过程的认识和准备明显不足；企业家和子女对传承计划各要素制定与实施情况的感知不存在明显的差异；董事会的设置并未对传承计划的制定与实施产生实质性的推动作用。武立东、王建在《民营上市公司企业绩效、治理机制与高管人员报酬相关性研究》的报告中，通过实证发现，我国民营上市公司的报酬决定中存在大股东对高管的“赎买”行为，而民营上市公司的董事会能够发挥重要的战略参与作用。林润辉、帅燕霞在《企业集团网络治理评价研究——基于宏基的案例分析》的报告中，选取宏基公司为研究对象，用案例分析的方法研究其网络化进程，综合评价宏基集团各阶段的网络治理状况，并对各阶段的网络治理进行比较分析。最后总结出企业集团在发展过程中，不同的环境、企业发展状况等背景下企业集团的网络治理，以及各因素对集团网络治理的影响，得出几种典型的企业集团治理模式所适用的条件。

在论文集的第四部分中，王国成在《公司并购价格决定的博弈分析》报告中，从博弈论视角考察并购双方的策略互动关系，分析并购价格的形成和执行机制，重点探讨并购活动过程中的讨价还价博弈行为特征，凸显定价策略等主体行为能力在并购价格决定中的关键作用。古志辉、马国振在《兼并收购中公司价值的实物期权分析——基于华菱管线案例的研究》的报告中，系统介绍了海恩·利兰德（Hayne E. Leland）关于公司价值的期权定价的理论，通过将理论模型与传统现金流折现法（DCF 估价方法）结合后应用于兼并收购中的公司定价，对各个关键指标进行敏感性分析并给出了不同的价值估算结果，研究发现华菱管线在被收购过程中股权价值被低估。石柱峰在《结果效应还是替代效应：公司治理与现金股利分配的关系研究》的报告中，采用中国 A 股上市公司

2004~2006年的数据分析显示,在是否分配现金股利上,公司治理好的公司会分配现金股利,验证了“结果模型”,而对于2003~2006四年都分配现金股利的样本来说,公司治理在促进股利分配上是无效的,只有那些公司治理不好的公司才多分配股利,属于“替代模型”。张俊瑞、张健光在《上市公司现金持有理论与实证研究》的报告中,利用1990~2006年深沪两市上市公司的样本数据对企业持有现金的影响变量进行了经验研究。结果表明,用竞争理论和企业生命周期理论也能够对现金持有作出一定解释。

本论文集在英文部分,从公司财务、激励和治理角度收录了四篇文章,主要从波动市场中的机构和个人,激励、现金持有与公司治理绩效关系以及期权定价等方面论述了公司治理机制和效率。从类型治理和治理机制的角度收录了四篇论文,主要治理和伦理、会计信息、俱乐部公司治理模式和家族公司治理问题几个角度论述了不同的公司治理类型和治理模式。

南开大学第四届公司治理国际研讨会以及本论文精要的出版,凝结了许多人的心血,博士生任广乾、赵玉亮、巨龙、张斌、王光荣、李晓义等人在成书过程中投入了许多不眠之夜。我们期望在大家共同努力下中国的公司治理事业将做得更好。

文中未标明资料来源的图表均为作者原作。

编者

2008年12月

# 目 录



## 第一部分 股权结构与董事会治理

政策性扰动、大股东制衡与独立董事规模

——来自 2001 ~ 2005 年中国上市公司的证据 ..... 唐跃军 (5)

股权制衡：公平与效率的抉择

——基于中国上市公司的实证研究 ..... 张光荣 曾勇 (28)

信息透明度与大股东资金占用

——基于中国上市公司的实证研究 ..... 王克敏 李薇 (44)

董事会规模、独立董事与企业价值：韩国上市

公司的实证分析 ..... 高闯 柳昌承 (70)

董事会特征和审计意见的实证分析

——以中国上市公司为例 ..... 董南雁 张俊瑞 (84)

董事会特征与 IPO 公司盈利预测可靠性

——来自中国证券市场 A 股的数据 ..... 刘运国 季虹 (95)

## 第二部分 治理评价与治理质量

中国上市公司的治理溢价研究

——基于中国公司治理指数 (CCGI<sup>NK</sup>) 的经验分析 ..... 李维安 牛建波 (121)

上市公司丑闻、政府管制与中小投资者保护

——以“琼民源”为例 ..... 章铁生 王芳萍 陈冬华 (146)

法的建立还是法的实施发挥了作用

——基于我国上市公司的实证研究 ..... 肖珉 沈艺峰 (162)

异常应计与审计意见

——来自中国股票市场的经验证据 ..... 黄益建 李晓寒 (179)

上市公司总经理报酬棘轮效应与相对业绩评价

模型的应用 ..... 肖继辉 彭文平 (204)

投资者关系、地区法制水平与对价形成 ..... 杨德明 林斌 (223)

### 第三部分 家庭、银行和集团治理

家族企业代际传承计划实证分析 ..... 贾生华 窦军生 (241)

家族控制与对价支付

——一项基于中国家族上市公司的实证研究 ..... 姚瑶 逢咏梅 (253)

民营上市公司企业绩效、治理机制与高管人员

报酬相关性研究 ..... 武立东 王建 (271)

管理者行为与银行效率

——来自中国商业银行的证据 ..... 潘慧峰 郑建明 周建平 (284)

企业集团的治理效率与融资结构研究 ..... 李焰 黄磊 (299)

企业集团网络治理评价研究

——基于宏基的案例分析 ..... 林润辉 帅燕霞 (317)

### 第四部分 公司财务与治理效率

公司并购价格决定的博弈分析 ..... 王国成 (339)

兼并收购中公司价值的实物期权分析

——基于华菱管线案例的研究 ..... 古志辉 马国振 (353)

异质投资者、信息披露和资产定价 ..... 吴卫星 魏丽 (367)

海外可转债发行后转换价格重设对公司

价值之影响 ..... 李存修 胡星阳 王玛如 (375)

结果效应还是替代效应：公司治理与现金股利

分配的关系研究 ..... 石桂峰 (403)

上市公司现金持有理论与实证研究 ..... 张俊瑞 张健光 (420)



## Part I Corporation Finance, Incentives and Governance

- Who is the Winner in Volatile Markets, Institutions or Individuals?  
Evidence from Chinese Funds ..... *Yi Yao* (439)
- The Market Reaction to Listed Companies' Initial Disclosure of Stock-based  
Incentive Plan in China ..... *Xiao Shufang Xuan Ran Zhang Chenyu* (467)
- The Effect of Corporate Governance Structure on Corporate Cash  
Holdings: An Empirical Analysis of  
Nigerian Listed Firms ..... *Benjamin I. Ehikioya Qin Yuanjian* (478)
- Binomial Trees Used in Valuation of Contingent Claims in a Market in  
Face of Sudden Breaks ..... *Jin Gan Li Zhongfei Situ Rong Huang Wenzao* (489)

## Part II Typal Governance and Governance Mechanism

- Governance and Ethics: An Integrative Framework of Corporate Governance  
from the Perspective of the Board ..... *Yu Wei Zhou Jian Liu Xiaoyuan* (501)
- Barriers to Entry and Price Regulation in Accounting  
Information Market ..... *Mei Shiqiang Lin Zhi Ma Rong Xu Yarui* (518)
- An Inquiry into the Boom of English Clubs  
——From the Perspective of Corporate Governance  
of Professional Football Clubs ..... *Haoyong Zhou* (536)
- Dual Class Shares: a New Area for Family Firm in China ..... *Zhang Ronglai* (553)

**C O R P O R A T E  
G O V E R N A N C E**

**中文篇**

Chinese Writings





# 第一部分

## 股权结构与董事会治理



# 政策性扰动、大股东制衡与独立董事规模

——来自 2001 ~ 2005 年中国上市公司的证据

唐跃军

**摘要：**本文注意到伴随《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》（以下简称《指导意见》）和股权分置改革而来的政策性扰动对上市公司大股东制衡行为的影响，选择来自 2001 ~ 2005 年中国市场的经验证据，进一步细致刻画上市公司前五大股东间的制衡行为并讨论前两大股东的勾结行为，研究大股东制衡机制对独立董事规模和董事会独立性的重要作用。实证研究表明：（1）上市公司第一大股东持股比例和股权集中度越高，董事会中独立董事数量越少，独立董事比例越低，第一大股东（控股股东）不仅有动机而且也有能力操控董事会，往往无意于提高董事会的独立性；（2）第二至第五大股东对第一大股东的制衡度（或联合制衡度）越高，董事会中独立董事数量越多，独立董事比例越高，其他大股东可能发挥对第一大股东（控股股东）的制衡作用，提升董事会的独立性以便引入有效的外部监管；（3）第三至第五大股东对前两大股东的联合制衡度越高，董事会中独立董事数量越多，独立董事比例越高，在中国上市公司中，部分第二大股东存在和第一大股东勾结的可能，而第三至第五大股东则有可能结成联盟进行联合制衡；（4）《指导意见》和股权分置改革带来的政策性扰动分别在 2002 ~ 2003 年和 2005 年对上市公司大股东制衡行为造成了强烈影响。

**关键词：**大股东制衡 政策性扰动 独立董事规模 董事会独立性

## 一、引 言

董事会中独立董事规模（独立董事人数和独立董事比例）在很大程度上反映了公司董事会<sup>①</sup>的独立性特征（李维安，2001；于东智、王化成，2003），鉴于其对董事会治理及整个公司治理系统的重要性，国内外学者及市场监管部门均对独立董事规模给予相当多的关注。不过值得注意的是，目前研究者们似乎更加热衷于争论独立董事比例对于公司业绩和公司价值的影响<sup>②</sup>，而对于何种因素左

---

<sup>①</sup> 在市场机制较为有效的、成熟的市场经济中，特别是在股权较为分散的英美公司治理模式中，董事会会在某种程度上被认为是公司治理的核心（李维安，2001），而良好的董事会治理的关键则在于董事会独立性。

<sup>②</sup> 持有独立董事比例（或独立董事人数）与公司业绩和公司价值正相关、负相关、不相关三类不同观点的学者们至今依然各执一词。

右了董事会中独立董事的规模以及基于独立董事规模的董事会独立性则关注较少，为数不多的几个研究初步探索了股权结构（Brickley and James, 1987; Rediker and Seth, 1995; Arthur, 2001; Mark and Li, 2001）、公司管理层（特别是CEO<sup>①</sup>）（Yermack, 1996; Arthur, 2001）、财务状况（Weisbach, 1988; Denis and Sarin, 1999）以及经营环境（Randøy and Jenssen, 2004）等对公司独立董事人数和独立董事比例的影响。类似的，受到海外学者研究范式的影响，目前多数中国研究者习惯于把公司独立董事比例作为董事会独立性的代表，和股权结构因素并列，或作为董事会结构特征的重要方面，或综合在公司治理指数中，讨论董事会独立性对公司治理效率（主要体现在公司业绩、公司价值和管理层激励等方面）的影响。只有少数研究专门关注了董事会中独立董事规模的影响因素，而具体到股权结构与独立董事规模和董事会独立性方面，相关的研究才刚刚展开，研究者初步关注了控股股东持股、总经理持股、大股东数量（邵少敏等，2004）、机构投资者持股（吴晓晖、姜彦福，2006）等因素对董事会中独立董事比例的影响。

虽然目前已有部分海内外学者注意到了公司股权结构对独立董事规模和董事会独立性的影响（Brickley and James, 1987; Rediker and Seth, 1995; Arthur, 2001; Mark and Li, 2001; 邵少敏等，2004; 吴晓晖、姜彦福，2006），甚至在其中进一步讨论了股权集中度（Brickley and James, 1987）和管理层（大股东）控制（Arthur, 2001; 邵少敏等，2004），从而开始涉及大股东之间的制衡机制对独立董事规模和董事会独立性的作用，不过，（1）海外学者采用股权集中度和管理层（大股东）控制只能较为笼统或相当片面地反映大股东之间的制衡，需要进一步细致地刻画对独立董事规模和董事会独立性可能存在重要影响的股东制衡机制；（2）海外学者的研究结论基本上基于成熟的市场环境和公司治理模式，对处于转轨过程中、亟待规范的中国市场环境和股权高度集中的中国公司治理模式不一定适用；（3）中国学者尚未能充分关注大股东制衡行为对董事会独立性的重要影响（只附带讨论了大股东数量可能存在的影响），没有直接从大股东制衡的角度进行较为深入的研究；（4）中国学者未能注意到《指导意见》和股权分置改革可能对大股东制衡行为及内部人控制所造成的政策性扰动；（5）中国学者受到研究样本在空间和时间上的严重局限，其研究结论和中国转轨经济条件下的现实市场环境和公司治理模式之间可能存在矛盾。

---

<sup>①</sup> 詹森（Jensen, 1993）指出，如果董事会中独立董事比例占优，董事会能更好掌握决策控制权，从而更有力地对抗 CEO 的决策；保罗哈维奇等（Borokhovich et al., 1996）发现，公司业绩下滑时，CEO 被罢免的可能性和董事会中独立董事比例正相关，但是这个正相关关系只有独立董事在董事会中占优的情况下才成立。

有鉴于此，本文计划选择来自 2001 ~ 2005 年中国市场的经验证据，以中国经济转轨条件下特殊的市场环境和公司治理模式为研究背景，充分注意到伴随《指导意见》和股权分置改革而来的政策性扰动对上市公司大股东制衡行为的影响，进一步较为细致地刻画上市公司前五大股东间的制衡行为并试图对前两大股东的勾结行为（唐跃军、谢仍明，2006；唐跃军，2006；唐跃军等，2006）进行相应的讨论，研究大股东制衡机制对独立董事规模和董事会独立性的重要作用。

## 二、文献回顾与研究假设

### （一）相关文献回顾

布瑞克里和詹姆斯（Brickley and James, 1987）研究发现，股权集中度越高的公司董事会中独立董事比例越低。因为在高度集中的股权结构下，公司大股东或控股股东拥有操控董事会的动机与能力，可能不利于提高董事会的独立性。瑞德克和塞斯（Rediker and Seth, 1995）发现外部董事比例与内部所有权负相关，“内部人控制”有碍于提升董事会独立性。进一步地，亚瑟（Arthur, 2001）研究发现随着管理层持股增加，董事会中的独立董事比例呈下降趋势，同时，当管理层持股比例突破临界点 20% 之后，由于管理层（大股东）控制问题，独立董事比例出现显著的下降。马克和李（Mark and Li, 2001）发现：管理层拥有较多股份的公司，倾向于拥有一个由较少的独立董事组成的董事会；董事会规模较小的公司，倾向于拥有一个由较多独立董事组成的董事会；政府控股的公司倾向于聘用较少的独立董事。除关注股权集中度、内部所有权、管理层持股等对董事会独立性的潜在影响之外，耶麦克（Yermack, 1996）研究指出，CEO 可能会介入董事的提名，进而导致董事会中独立董事数量减少；亚瑟（2001）研究发现公司的 CEO 任期越长，董事会中的独立董事比例越低；魏斯巴赫（Weisbach, 1988），德尼斯和萨林（Denis and Sarin, 1999）等发现处于财务危机或削减股利的公司中，独立董事的数量往往较少，因为处于困境中的公司一般较难聘请到独立董事；此外，兰迪和詹森（Randøy and Jenssen, 2004）研究还发现，处于高竞争行业的公司外部董事较少，而处于低竞争行业的公司外部董事相对较多。

在中国，2001 年 8 月，中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）发布了《指导意见》，要求 2003 年 6 月 30 日前各上市公司董事会成员中至少应包括 1/3 的独立董事。这是我国首部关于在上市公司设立独立董事的规范性文件，标志着我国上市公司正式全面执行独立董事制度。然而目前，受到海外学者的影