

广东金融学院学术文库

公司治理、管理层权力与 公司价值研究

GongSi ZhiLi GuanLiCeng QuanLi Yu GongSi JiaZhi YanJiu

汤洪波 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书得到广东省哲学社会科学“十一五”规划2008年度学科共建项目《公司治理、管理层权力与公司价值研究》(08GE-05)、广东金融学院学术文库专项基金、国家自然科学基金(70602033)的资助。

公司治理、管理层权力 与 公司价值研究

汤洪波 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理、管理层权力与公司价值研究 / 汤洪波著.
—北京: 经济科学出版社, 2011.5
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0672 - 5

I. ①公… II. ①汤… III. ①公司 - 组织管理学
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 090926 号

责任编辑: 王长廷 王冬玲
责任校对: 王凡娥
版式设计: 代小卫
技术编辑: 邱 天

公司治理、管理层权力与公司价值研究

汤洪波 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

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京欣舒印务有限公司印刷

永胜装订厂装订

710 × 1000 16 开 10 印张 200000 字

2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0672 - 5 定价: 27.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

引 言

在从代理理论出发对公司治理的研究中，核心就是要解决企业家或管理人与外部投资人之间的激励问题，关键就是要解决委托人和代理人之间的道德风险和逆向选择。机制理论在公司治理中的一个重要运用就是通过一个事前有效率的激励相容合约来降低代理成本，但该理论在实际运用中并不是万能的，其重要原因就在于它忽略了代理人（即公司的高管人员和一般意义上的内部人）的权力，而公司高管往往会利用他们的权力竭力维护自身的利益，从一定意义上说，高管人员的权力成为代理问题的来源之一，因此，管理层权力是公司治理的一个重要研究范畴。同时，公司价值早已引起了古今中外众多学者的关注，关于公司价值的文献可谓汗牛充栋。在公司价值的创造过程中，高管人员的作用同样不可小视，其中，对于如何激励高管人员为公司创造价值又最为关键，在此基础上，对于高管人员报酬的研究在近二十年也取得了突飞猛进的成果，“其速度甚至超过了 CEO 报酬的增长”（墨菲，1998）。为明确起见，在本书的研究中，我们将高管人员主要定位于公司的 CEO。

一、问题的提出

传统的众多理论中对 CEO 的地位和作用都给予了高度重视，其根源就在于 CEO 位居公司科层结构的顶端，具有最大的权力。但遗憾的是，对 CEO 权力这一概念似乎没有引起足够的重视。尽管所有的研究都不否认 CEO 的权力，但对其权力来源和构成并未达成一致，更重要的是，对 CEO 的权力与其报酬、与公司价值以及与资本结构之间关系的研究还略显不足。本书试图将 CEO 的权力具体化，以“CEO 权力”为中心，研究它与公司价值的关系、与 CEO 报酬的关系以及与公司资本结构的关系。本书对西方学者的有关理论作了较为系统而全面的梳理、分析和提升，并以中国上市公司的资料对其中重要关系的分析论断进行了实证研究和印证。

二、研究思路和主要内容

CEO 的产生是现代公司制度的结果，是由企业家演进而来，因此本书的第 1 章首先研究作为 CEO 前身的企业家范畴的提出和演进过程。第 2 章分别从公司成长理论、管理租金理论和管理权力理论的发展轨迹中考察 CEO 的权力，并在此基础上分析了中国上市公司 CEO 的权力，建立了反映中国上市公司特征的 CEO 权力的组成结构，从而将 CEO 权力这一常见而重要的概念具体化。第 3 章在第 2 章的基础上，以中国上市公司的资料为基础，就 CEO 权力的各个组成要素与公司价值的关系进行了实证分析。第 4 章较为详尽地评介了 CEO 报酬的相关研究，对比了最优合约理论和公司治理理论在 CEO 报酬研究上的缺陷，阐释了管理权力理论对 CEO 报酬的解释。第 5 章就中国上市公司的数据，对 CEO 权力和报酬之间的关系进行了实证分析。第 6 章研究了 CEO 权力和公司资本结构之间的关系，试图从资本结构以及从代理理论到融资契约理论的发展中，探求 CEO 的权力是如

何得以体现的，考察的要点是：控制权及其控制，融资方式及其控制权的决定，证券工具的选择及融资契约条款等。第7章是研究的结论。

三、分析方法

在理论回顾的基础上，以中国上市公司为考察对象，结合中国实际，提出假设，运用实证分析方法进行假设检验并得出相应的结论。数据来源主要是基于 CSMAR 和 WIND 数据库，通过 2003 ~ 2004 年和 2008 ~ 2009 年的横截面数据进行分析，计量分析工具采用了 SPSS17.0。

四、主要特色

1. 对企业家理论的历史演进进行了重新梳理。企业家理论从康替龙到萨伊再到马歇尔的演进反映了企业家的职能或功能越来越具有多重性，他们的地位、身份越来越多样化，而其共同特点是把企业家混同于资本家。突出分析了熊彼特对企业家范畴的科学界定。熊彼特把企业家和投资者区别开来，并在“创新理论”的基础上赋予企业家与其地位相适应的特有的职能，这为把企业家理论纳入现代企业理论，奠定了理论前提。

2. 集中研究了 CEO 的权力。从彭罗斯和熊彼特的公司成长理论、管理租金理论、委托代理理论和管理权力理论的对比中逐步探究 CEO 权力的作用、意义和构成，将 CEO 权力这一抽象概念具体化。结合中国上市公司信息披露数据的现实状况，构造了中国上市公司 CEO 权力的结构。

3. 以 CEO 权力为出发点来研究 CEO 的报酬以及与公司价值的关系，通过实证分析得出了一些有益的结论。

4. 从 CEO 权力的变化来分析资本结构理论从 MM 定理到融资契约理论的发展过程。

目 录

第1章 企业家范畴的形成	1
1.1 企业家职能和地位的多重性	2
1.1.1 理查德·康替龙 (Richard Cantillon)	2
1.1.2 让·巴蒂斯特·萨伊 (Jean Baptiste Say)	3
1.1.3 阿弗里德·马歇尔 (Alfred Marshall)	4
1.2 熊彼特对企业家范畴的科学界定	7
1.2.1 熊彼特的“创新”理论和企业家的职能	8
1.2.2 企业家的地位及其和资本家的区别	9
1.2.3 企业家在均衡理论体系中的地位	10
1.3 企业家范畴与现代企业理论	12
第2章 CEO 权力与公司价值	13
2.1 公司成长理论中的 CEO 权力	14
2.1.1 彭罗斯和熊彼特的公司成长理论	14
2.1.2 管理租金理论	16
2.2 管理权力理论中 CEO 的权力及其结构	17
2.2.1 委托代理理论	17
2.2.2 管理权力理论	20
2.3 中国上市公司 CEO 的权力结构	23

第3章 CEO 权力与公司价值	
——来自中国上市公司的证据	26
3.1 模型	27
3.2 函数表达	29
3.3 假设	29
3.3.1 公司价值与组织上的权力	29
3.3.2 公司价值与所有权权力	30
3.3.3 公司价值与专家权力	32
3.3.4 公司价值与声望权力	32
3.4 2003 ~2004 年的数据及回归结果	33
3.4.1 2003 ~2004 年的数据样本	33
3.4.2 回归方法	35
3.5 2008 ~2009 年的数据及回归结果	43
3.5.1 描述性统计	43
3.5.2 回归方法——向后剔除法 (Backward)	45
3.6 实证发现与结论	57
3.6.1 共同的发现	57
3.6.2 2008 ~2009 年实证结果的变化	58
3.6.3 实证结果不支持的结论	59
第4章 CEO 的权力及其报酬	62
4.1 CEO 的报酬	63
4.1.1 CEO 报酬的组成	64
4.1.2 CEO 报酬的水平、结构和特征	70
4.1.3 权益报酬激励及其效应	72
4.1.4 CEO 股票期权的价值确定	76
4.1.5 CEO 权益激励水平的决定	78
4.1.6 关于权益报酬有效性的争议	79

4.1.7 国内学者对 CEO 报酬的研究	83
4.2 最优合约理论中的 CEO 报酬	86
4.2.1 最优合约理论及其贡献	86
4.2.2 最优合约理论的缺陷	91
4.3 公司治理理论中的 CEO 报酬	93
4.4 管理权力理论视野中的 CEO 权力与报酬	94
4.4.1 管理权力理论对最优合约理论的质疑	95
4.4.2 管理权力理论对 CEO 报酬的解释	96
4.4.3 管理权力理论发挥作用的条件	97

第 5 章 CEO 的权力及其报酬

——来自中国上市公司的证据	98
5.1 中国上市公司 CEO 的权力与报酬	98
5.2 模型、变量与函数表达	99
5.2.1 模型	99
5.2.2 变量及函数表达式	99
5.3 假设	101
5.3.1 CEO 报酬与组织上的权力	101
5.3.2 CEO 报酬与所有权权力	102
5.3.3 CEO 报酬与专家权力	103
5.3.4 CEO 报酬与声望权力	105
5.4 2003 ~ 2004 年数据及回归结果	105
5.4.1 2003 ~ 2004 年的数据样本	105
5.4.2 回归方法	106
5.5 2008 ~ 2009 年的数据及回归结果	111
5.5.1 统计性描述	111
5.5.2 回归方法——向后剔除法 (Backward)	112
5.6 实证发现与结论	120
5.6.1 共同的发现	120

5.6.2	2008~2009年实证结果的变化	121
5.6.3	实证结果不支持的结论	121
第6章	CEO权力与资本结构	124
6.1	CEO权力与代理理论	125
6.2	CEO权力与融资契约理论	127
6.2.1	控制权及其配置	127
6.2.2	融资方式和控制权的决定	128
6.2.3	证券工具的选择	130
6.3	融资契约条款	132
第7章	结论	136
7.1	理论分析和实证分析结论	136
7.2	局限和不足	139
	主要参考文献	140

第 1 章

企业家范畴的形成

企业家作为经济范畴，是关于企业家在企业中的职能和地位的理论抽象。企业家范畴是随着社会分工和商品经济的发展、企业组织的变化而演进的。康替龙、萨伊、马歇尔是 18 世纪初叶以后近 200 年间在企业家理论方面对后世最有影响的三位经济学家。在他们三人的著作中，企业家的职能或功能越来越具有多重性，他们的地位、身份越来越多样化，这反映了企业家范畴早期发展的三个阶段，而其共同特点是把企业家混同于资本家。20 世纪 20 年代，熊彼特异军突起，对企业家概念作了新的界定，他把企业家和投资者区别开来，并在“创新理论”的基础上赋予企业家与其地位相适应的特有的职能。熊彼特的研究成果为把企业家理论纳入现代企业理论，奠定了理论前提。

1.1

企业家职能和地位的多重性

1.1.1 理查德·康替龙 (Richard Cantillon)

在经济学文献中，“企业家”一词最早见于理查德·康替龙的《商业性质概论》。康替龙生于1697年，1734年被刺身亡。他是爱尔兰人，长期经营银行业和商业，曾迁居巴黎。《商业性质概论》写于他最后生活的三四年间，长期保存在法国重农学派的米拉波手上，直到1775年才得以问世。这部书考察了一国全年的农产品在社会各阶级间的流通和分配，形成重农主义理论体系的思想来源，熊彼特在《经济分析史》一书中认为，康替龙实际上是绘制《经济表》的第一人。

康替龙把社会划分为三个阶级，他说，除君主和土地所有者以外，其余所有居民分成两个阶级：企业家 (Entrepreneur) 和受雇者；后两个阶级是依靠土地所有者阶级维持生活和致富的。康替龙所说的企业家，是指在一国内所有交换和流通中起着“中介”作用的人，而他们的收入又是“不确定”的。最主要的企业家是租地农场主，他们租用土地、雇用工人进行生产，然后将农产品（谷物）的 $\frac{1}{3}$ 作为地租交给土地所有者， $\frac{1}{3}$ 用于补偿种子等生产费用和支付工资，余下的 $\frac{1}{3}$ 是企业家的利润。这样，就实现了全年农产品在各阶级间的流通和分配。就分配的量来看，土地所有者阶级的收入和受雇者阶级的收入，即地租和工资是确定的，因为企业家是按谷物的固定价格支付给他们的，但企业家自己的收入（利润），由于存在谷物供求变化、价格波动等不可预测的情况，则是不确定的。康替龙依此推断说，把农产品运到城市的商人，农产品的批发商和零售商，对农产品加工以及生产其他制造品的手工业者、工匠或手艺人等这些在交换和流动中起着中介作用的人，收入同样是不确定的，因而都属于企

业家阶级。他们中有的拥有资本能够独立营业，有的没有资本仅靠自身劳动为生。康替龙还依据收入不确定的原则，把在艺术和科学领域靠自身劳动为生的画家、医生、律师等，甚至乞丐和强盗也纳入企业家阶级，虽然他们并不是流通的中介人。

康替龙对企业家阶级和整个社会阶级的划分，反映了当时资本主义阶级关系的不成熟性，以及土地贵族的地位和土地所有权的作用远远大于产业资本家和资本权利的社会经济状况。他实际上肯定了企业家在财富生产中的重要地位，并把企业家界定为不确定性的承担者和冒险者，他因为抓住了当时企业家最普遍的特点，而为后世的经济学家所沿用。

1.1.2 让·巴蒂斯特·萨伊（Jean Baptiste Say）

萨伊（1766～1832年）是法国经济学家，曾到英国求学，也担任过纱厂经理，并兼任机械师、工程师的工作，主要著作《政治经济学概论》发表于1803年，作者身前出过五版，最后一版于1826年印行，离康替龙著作写作时期已近一个世纪。那时，随着产业革命的不断扩展，物理学、机械学等学科的发展，机器大工业的兴起，资本主义社会三大阶级的形成，脑力劳动和体力劳动的分离等一系列新现象的出现，使具有经济理论和实践经验的萨伊有可能对企业家的作用和特征有更为准确的认识。

萨伊是以亚当·斯密的《国富论》作为自己的理论出发点的。斯密虽然以“看不见的手”论证了经济自由主义，但由于价值理论的混乱，并未形成完整的市场经济理论，因而萨伊也不是在这个理论框架内讨论企业家的。

萨伊在《政治经济学概论》一书中把斯密的三种收入构成价值的错误理论发展为“三位一体”的分配模式，认为地租来自土地，利息来自资本，工资来自劳动。他在对劳动进行具体分析时，论述了企业家劳动的特点。他把劳动分为三个动作，或者说三个步骤：一是

研究关于产品的规律和自然趋势；二是应用上述知识来实现一个有用的目的；三是进行上述两步骤所提示的用手的工作。概括地说，就是理论、应用和执行。完成第一和第三个动作的是科学家和工人，完成第二个动作的人就是企业家，他们或是农场主，或是工厂主，或是商人。显然，萨伊所说的企业家是指运用科学、组织工人进行生产的人。这和康替龙的观点基本一致。所不同的是，他不再认为企业家是靠地主致富的，而断定企业家的利润是自己劳动的工资。

萨伊认为，作为企业家要具备多种品质和技能。如作为工厂主，应有判断力、坚毅、常识和专业知识，掌握监督与管理的技术，敏于计算等才能。作为商人，需要熟悉所经营货物的性质，各种货物在世界各地的市价，各国通货及其汇率；了解运输方法、运输风险和运输费用；善于识别各种客户，避免受骗等等。

萨伊的贡献在于，他在企业家尚未形成独立的社会阶层的年代，继亚当·斯密之后进一步从经济范畴上对资本家和企业家作了界定。他说，企业家必须垫付一定量自己的资本，因而他的收入有两部分，他以经理资格获得一部分收入并以资本家资格获得另一部分收入。这两种收入需要区分开来，因为它们决定于完全不同的原则。作为资本家所取得的收入，他称为“利息”，其数量依存于资本的多寡、投资的安稳性等等。而企业家以经理的资格获得的收入，他称为“利润”，说劳动的利润依存于所施展的技巧程度、积极性、判断力等等。这样，他就界定了企业家收入的源泉，确定了企业家作为依据的经济范畴。但是，由于现实生活中资本家和企业家是合二为一的，因此，萨伊又把资本家的职能赋予企业家，强调企业家是不确定性承担者，甚至把企业家直接称为“冒险者”。

1.1.3 阿弗里德·马歇尔 (Alfred Marshall)

马歇尔 (1842 ~ 1924 年)，新古典学派创始人，主要著作《经济学原理》于 1890 年出版，至 1920 年共出 8 版。马歇尔活动的年代离

萨伊生活的年代又近一个世纪。资本主义在 19 世纪和 20 世纪之交开始进入一个新的阶段，经济生活中出现一系列新现象，促使企业家理论在马歇尔著作中得到重大的推进，主要表现在：

(1) 欧洲市场经济体制的高度发展，企业家地位和多方面作用的充分显现，使马歇尔能从多视角去考察和界定企业家。马歇尔从企业家作为“中间商人”出发，探讨企业家的本质机能。他认为，生产活动和销售活动是供给适应需求产品的整体过程。一方面，企业家在企业内部担当组织者，使各种生产要素变成适合于需求的商品（即生产制造业）；另一方面，企业家以市场为交易途径，使各种商品最终转到最需要的需求者手中（即商业）。概括来说，企业家的作用是把生产要素在企业内组合成商品并将商品以合适的渠道送到消费者手中，企业家是生产要素卖方与产品买方的中间人。同时，企业家为了追求成本最小化，必然是运用新技术、采用新形式的创新者。马歇尔还从对企业家活动的分析中，引导出企业家的另一个重要职能——风险承担者。马歇尔认为，企业是以扩大消费者剩余和生产者剩余为目的，企业家为财货和服务把关定向并使之组织化的过程，也就是从购进、投入商品到产出、实现、成功销售商品的过程，在此过程中必将出现会带来风险的资本的固定化，从而增加了风险负担。资本，不论其来源于借贷还是来源于自有，一旦经营失败，企业家都要承担由此带来的损失。总之，在马歇尔的著作中，对企业家的各种职能——企业组织的领导协调者、中间商、创新者、不确定性承担者——都作了清晰的论述。

关于企业家的品质，马歇尔提出了新的要求。他指出，由于企业规模扩大，企业内部将出现专业分工，细小环节的具体和常规的管理机能被委托给下级处理，对作为上级的企业家要求有更高的品质，他应具有能从更高水平上统帅全局的领导机能。他认为，他必须是一个天生的领导者。他必须具有首先适当地选择他的助手，然后充分信任他们的能力；而且必须具有使他们关心营业和信任他们的能力，以发挥他们内在的进取心和创造力；同时，他自己对一切事务实行总的掌

握，并保持主要计划的井井有条和前后一致。

(2) 19世纪末期，垄断组织开始出现，企业组织形式发生变化，特别是出现了现代股份制，这些新现象在马歇尔的著作中都得到了反映。马歇尔以较大篇幅讨论了工业组织，研究了组织增大效率的多种因素。特别可贵的是，他敏锐地察觉到“股份公司组织”的一个特点——所有权和经营权的分离及由此形成的新型的企业家。他认为，股份公司的所有权涉及许多人，它使得许多没有特殊经营知识的人，把他们的资本交给他们所雇用的人去运用，同时，它给具有经营管理的天才、而没有继承任何物质资本或营业关系的人，提供了很大的机会。马歇尔看到，在这种新的组织形式中，出现了一种无资本的、被雇用的企业家。不过，马歇尔只是附带地把他们作为企业家的一个类别、一个变异来论述，而没有把他们看做是典型的企业家。

萨伊把资本所有者和作为资本经营者的企业家区别开来，是因为在当时这两者不过是同一阶级即资本家阶级的两种不同功能；马歇尔把资本所有者和资本经营者都称为企业家，则模糊了企业家的定位。

(3) 在马歇尔生活的时代，社会再生产过程的难点不在直接生产过程，而是在流通过程，在商业起着重要作用的实现阶段。同时，随着市场经济的发展，出现了多种发挥中介作用的现代服务业。马歇尔从这些新现象出发，借用萨伊用来论证效用价值论的观点，即生产不是生产物质而是生产效用的观点，把非物质生产领域的行业，诸如商业以及各式各样的服务行业，统统纳入了生产劳动的范畴，从而把这些领域的经营者纳入企业家范畴。他认为，人不能创造物质性事物，即使从事物质性事物的生产，实际上也只是创造了效用。商人并不参与生产，但他创造效用，使物质转移重新得到安排。他还举例说，股票交易所和商品交易所的经营者几乎没有雇佣直接劳动者，但是，他们是企业家。因为他们自己承担很大的风险，极大地影响着商品的生产者和消费者双方的利益。他甚至认为，证券银行业是表现企业家精神精髓的、最典型的领域之一。马歇尔对企业家概念的扩大，是与分工细密、高度发展的市场经济相一致的。

马歇尔的企业家理论，他关于企业家职能的多重性、企业家定位的模糊性、企业家概念的广泛性的观点，具有与他的整个理论体系一样的特点：包容多种观点的折中性，全面而缺乏鲜明性，但也正是这个特点，使它成为各种后继理论的一个重要的思想来源。

(4) 马歇尔建立了均衡理论体系，奠定了现代微观经济学的基础。但是，在新古典理论模式中，却没有企业家的位置。在这里，厂商是在既定的生产函数下，依照边际成本等于边际收益的原则，计算出利润最大化的产量，然后以等产量线与等成本线的切点作为坐标来完成既定产量的最佳要素组合。如果生产过程是按照这种规范进行的，那么，哪里还需要企业家个人的能动作用呢？马歇尔似乎也察觉到了这个问题，他解释说，上述结论是建立在“片面的静态学的假设”上，如果从活生生的各种力量和运动的观念出发，生产过程是企业家根据需要进行恰当地调整供给的过程，而这一“调整”工作，企业家是要付出艰苦的劳动的。可以看出，马歇尔是用市场结构中的潜在形式来解释企业家的作用，而没能用独立的形式来论述企业家的特殊意义。

1.2

熊彼特对企业家范畴的科学界定

约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特 (J. A. Schumpeter, 1883 ~ 1950 年)，美籍奥地利人，当代西方著名经济学家。曾游学英国，就教于马歇尔，也曾与考茨基、希法亭等有过密切关系。他著名的“创新”理论及在此基础上对企业家范畴的新的界定，是在他早期成名作《经济发展理论》一书中最先提出的。该书首次出版于1912年，修订再版于1926年。

在马歇尔之后的20年间，伴随着科学技术的大发展，资本主义进入了新阶段，垄断组织、以股份制为组织形式的大公司在经济生活中占据主导地位。在新的历史条件下，显现出马歇尔企业家理论的缺