



经济管理学术文库·管理类

国有控股上市公司 治理机制研究

Research on the Governance Mechanism of
State-owned Listed Company

李向荣 牛芳 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

013044151

F279.241
145



经济管理学术文库·管理类

国有控股上市公司 治理机制研究

Research on the Governance Mechaniam of
State-owened Listed Company

李向荣 牛 芳 / 著



北航

C1647018

F279.241
145



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

国有控股上市公司治理机制研究/李向荣, 牛芳著. —北京: 经济管理出版社, 2013.5
ISBN 978-7-5096-2425-8

I. ①国… II. ①李… ②牛… III. ①国有控股公司—上市公司—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 080487 号

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 张 达

责任印制: 黄 铄

责任校对: 蒋 方

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京广益印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 15.25

字 数: 280 千字

版 次: 2013 年 7 月第 1 版 2013 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2425-8

定 价: 45.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

中国体制转轨在很大程度上规定着国有（控股）企业改革的性质、目标和任务。经济理论界关于这些目标和任务的研究，通常集中在国有控股公司治理的股权结构、董事会结构等主要治理机制选择及与此相关的委托代理等的一般分析方面，而对中国制度环境约束下的国有控股公司治理机制选择的专门分析尚不多见。国有控股企业选择什么样的公司治理机制、如何构建有效的治理结构涉及社会经济运行的微观基础，关系我国体制转轨能不能使公司运作达到现代企业制度的要求。本书的研究从多层面（制度环境、政府、企业）切入，对国有控股公司治理低效的原因及国有控股公司治理机制的选择进行理论分析，并从多视角（外生、动态内生、交互作用）入手就一些关键性结论进行经验性的实证检验。

迄今为止，学术界关于我国公司治理机制选择的研究大多是沿着“引进”、“移植”的路径来展开的，这些研究通过对发达国家公司治理机制的评论提出了我国公司治理机制应如何选择的建议。本书的研究将指出，对公司治理机制的选择不能忽视制度环境的约束作用，强调制度环境的路径依赖会决定公司治理的多样性并决定公司治理机制的个性化，我国国有控股公司治理机制的选择应在“引进”和“创新”的基础上进行。基于这样的分析理路，本书尝试性地将国有控股公司治理机制的选择纳入制度环境约束的框架之内，通过对当前制度环境下的国有控股企业治理低效原因的分析，对现有治理机制治理的作用



展开检验，从而对国有控股公司有效治理机制的选择进行理论描述。

在理论研究方面，本书首先论述了制度环境对公司治理机制选择约束的作用机理，然后从制度环境的视角切入，运用相关理论分析了国有控股企业治理低效的深层次原因。针对国有控股公司中的现有治理机制的作用机理，本书在理论研究上依旧从制度环境的视角切入，对各种治理机制的理想环境与现实制度环境、最优结构与现状等进行了比较分析，论述了其治理作用过程并提出了相关的推论和假设。同样，本书也依据制度环境的约束分析了国有控股企业治理中的外部约束等问题。

在实证研究方面，本书首先借用传统的研究方法，把公司治理机制看做外生变量，利用上市公司的截面数据，运用多元线性回归模型检验了董事会、股权结构、融资结构及管理报酬机制在国有企业中的治理作用。

基于理论和实证方面的分析，本书最后对国有控股公司治理机制的选择问题提出了自己的观点和看法，并提出了相应的政策建议，以期对国有控股公司治理机制的选择提供一种新的思路，促进我国国有控股企业治理改革的进程。

本书的撰写由中北大学经济与管理学院的李向荣负责第一、三、五、七章，约14万字；牛芳负责第二、四、六、八章，约14万字。同时，感谢中北大学经济与管理学院王文寅教授的指导与支持，感谢团队成员彭佑元、张克勇、王建明对本书提出的中肯意见。此外，本书参考了诸多相关领域专家及学者的研究成果，因篇幅所限，在此不一一列举，谨向他们表达深深的谢意！由于作者水平有限，书中难免存在不足与疏漏，敬请各位专家和读者批评指正。

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景	1
第二节 研究目的与意义	5
第三节 研究对象的界定	6
第四节 研究方法	7
第五节 主要内容和研究框架	9
第六节 可能的创新之处	12
第二章 理论基础及文献综述	15
第一节 相关理论	15
第二节 几个相关理论问题的探讨	31
第三章 公司治理机制与制度环境约束的理论分析	43
第一节 制度、制度环境与制度安排	43
第二节 公司治理机制与制度环境的相关性	47
第四章 国有控股公司治理低效的原因分析	61
第一节 国有控股公司中的二级委托代理问题	62
第二节 二级委托代理关系下的“内部人控制”	65
第三节 多元化目标与国有控股公司治理效率	68



第四节 “一股独大” 是否能成为国有控股公司治理低效的 关键解释变量	74
第五章 外生视角下国有控股公司治理机制作用研究	85
第一节 研究假设	86
第二节 实证检验	117
本章小结	134
第六章 动态内生视角下的国有控股上市公司治理机制研究	141
第一节 内生性的理论分析框架	141
第二节 动态内生性下的国有控股上市公司内部治理机制研究	146
本章小结	183
第七章 国有控股上市公司内部治理机制交互作用研究	191
第一节 研究假设	191
第二节 模型设计	193
第三节 模型的联立性检验	196
第四节 联立方程的可识别检验	198
第五节 实证检验	201
第六节 稳定性检验	207
本章小结	209
第八章 国有控股公司治理机制的选择	211
第一节 国有控股公司治理机制的选择	212
第二节 国有控股公司的治理主体及其行为的进一步透视	217
第三节 制度环境变迁与国有控股公司治理机制的趋势展望	218
参考文献	221

第一章 导论

第一节 选题背景

中国的经济体制改革走到今天，如何解决国有（控股）企业的治理低效甚至失效是一个至为重要的问题（刘磊等，2004）。国有（控股）企业的治理改革及其深化，归根到底是一个关于企业治理机制的选择与构建问题，选择合理的公司治理机制是提高国有控股企业治理效率的必要前提。国有控股公司选择什么样的公司治理机制、如何构建有效的公司治理结构之所以成为学术界讨论的一个热门话题，是因为它涉及社会经济运行的微观基础，关系我国体制转轨能不能真正使公司运作达到现代企业制度的要求。从选题背景来考察，对我国国有控股公司治理机制的分析和研究，一方面要考虑到我国制度环境的约束，另一方面要考虑到全球经济一体化对我国控股公司治理机制选择的影响。也就是说，我们对国有控股公司治理机制的研究要分析和探讨国内和国际的外部约束。

一、国际背景的考察

在现代企业制度的运行和发展中，公司作为商品生产和服务的提供主体，在各国经济与社会中的地位和作用日益显现，许多公司的规模不断膨胀扩大，公司经营变得越来越复杂化和专业化。受到个人能力和可获得信息量的制约，所有者（股东）对公司的控制力度不断下降，侵害所有者利益的事件时有发生。为此，许多国家纷纷出台了一系列措施来规范公司的运行。这些措施包括：要求更严的公司上市和信息披露规则、明确独立董事占董事会成员的比例、推行董事的强制培训及颁布公司治理的强制性法令等。尽管不同国家的政策、制度和法令等具有一定的个性，但它们或多或少体现着一些共同的特征。



近十几年来,随着全球经济一体化进程的加快,市场竞争日趋激烈,企业的生存正面临日益严峻的挑战,公司治理的重要性更加突出,有效的公司治理成为提升企业在国际市场上的竞争力和改善企业业绩的关键所在。鉴于公司的巨大作用(包括负面作用),越来越多的国家认识到,良好的公司治理已不再仅仅是公司自己的事情,而是与各国的经济利益密切相关的问题,是涉及一个国家的经济健康发展和经济繁荣的大问题,也是一个社会公共经济利益问题。^① 公司治理的改革受到了越来越多的关注。许多国家、国际组织、自律性团体和企业都在着手制定各自的公司治理原则和公司治理指引,试图通过各种原则或指引来推进公司治理的改革。例如,1991年,英国伦敦证券交易所成立了一个专门的公司治理委员会,提交了一份著名的研究报告,即凯德伯瑞(Cadbury)研究报告,其中就规定了上市公司的董事会应该遵循的四个最佳行为准则;1998年,经合组织(OECD)颁布了颇具影响的《公司治理原则》,旨在帮助成员国及非成员国评估和改善其经济法律法规和制度体系,以提高公司治理水平;2005年,OECD又颁布了《国有企业公司治理指南》。^② 还有一些私人公司,如标准普尔、加利福尼亚公务员退休养老基金(CALPERS)和麦肯锡等,也都积极呼吁新兴市场国家深入进行公司治理的改革(白重恩等,2005)。

根据达尔文主义(Darwinian)的观点,企业的生存竞争在很大程度上是企业治理机制的竞争(Kole和Lehn,1997、1999)。在经济全球化的背景下,良好的公司治理成为各国企业有效参与国际竞争的必要条件。为此,各国(特别是发展中国家)纷纷掀起了公司治理改革的热潮,希望通过提高本国公司的治理水平来提升本国公司在国际市场上的竞争力。在这一浪潮中,公司治理的比较研究备受关注,各国(尤其是发展中国家)开始学习和借鉴别的国家(主要是英、美、德、日国家)的公司治理经验,模仿它们的治理模式,“移植”它们的治理机制,以期完善本国公司的治理结构、提高公司治理效率。然而,在这种模仿和学习的过程中,如果忽视本国的制度环境约束而盲目地“引进”,往往难以达到预期目的,甚至会带来灾难性的后果(如对我国国有控股企业治理的改革,盲目地照搬别国的模式,可能会带来更严重的国有资产流失问题)。因此,如何根据本国公司的治理环境要求,有选择地“引进”新的公司治理机制或对现有公司治理机制进行优化,做到“既与国际接轨又体现本国特色”,成为各国公司治理面对的一个亟待解决的问题。这种状况表明,在全球化背景下的公司治理机制之间的竞

① 宁金成. 公司治理结构: 控制经营者理论与制度研究 [M]. 北京: 法律出版社, 2007: 67.

② 陈赤平. 公司治理的契约分析: 基于企业合作效率的研究 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2006: 1.



争，成为推进国有企业治理改革的外部压力。

二、国内背景的考察

中国正处在经济转轨过程中，同发达的资本主义国家相比较，其制度环境有着自己鲜明的特征，造就了中国企业独特的外部治理环境。突出表现在以下几个方面：

第一，证券市场运行不规范。英美发达国家有着成熟的证券市场，公司股票价格的变动是公司经营业绩的“晴雨表”，这为股东特别是中小股东，参与公司治理提供了最廉价、最可靠的信息，基于证券市场上股票价格的变化对经理人员进行的管理报酬和职位调整对经理人员的行为产生了有效的激励和约束作用。然而，在我国的证券市场上，由于信息披露及上市公司行为规范等制度的不完善，证券市场上的违规操作较为普遍，股票价格的波动往往是人为炒作的结果而不是企业经营绩效好坏的反映，这种股市信息传递功能的丧失使股东失去了有效了解企业经营状况的渠道，也使股权所有者丧失了一种能够对企业经营者进行激励和约束的外部手段。

第二，缺乏有效的经理市场。发达资本主义国家有着成熟的经理市场，竞争的经理市场不仅能够给企业提供大量的职业管理人员，从而可以随时替换“不作为”的经营者，而且能够对现任经理人员的经营能力（声誉）记录在案，进而影响到他们的未来收益甚至职业生涯。这种来自同行的竞争压力构成了对经理人员强有力的约束和激励，激励着追求自身利益最大化的经理人员努力工作，减少机会主义行为。然而，我国的经理市场还很不成熟，其市场并不能给企业提供有关职业经理人员太多的信息，对优秀经营者的选择较为困难，大多是一个不断试错的过程，提高了选择的成本。经理市场信息传递渠道的不畅通，也使得经理人员的机会主义行为大大增加，其激励功能受到极大的制约。这种状况会在一定程度和范围内影响国有企业的公司治理。

第三，法律制度供给不足。真正的市场经济是法制规范的经济，法制的完善是公司治理高效和有序的有力保证。法律制度对投资者利益的保护程度影响着投资者对市场和企业的信心，进而影响企业的资本结构乃至公司治理结构。有效的公司治理离不开法律法规的支持。但我国的市场建设时间短，法律制度供给相对不足，公司治理还不规范，对投资者利益的保护还有很长的路要走。由于我国的体制改革没有先例可供参考，立法始终滞后于经济发展的进程。尽管我国于1994年颁布了《公司法》，确认了资本关系和分配关系的法律地位；2005年10



月，十届全国人大常委会第十八次会议先后表决审议通过了修订后的《公司法》和《证券法》，并于2006年1月1日正式实施，修订后的新《公司法》及《证券法》进一步规范了公司利益相关者在公司治理中的地位和权利、完善了公司治理结构，然而，新《公司法》和《证券法》仍有某些有待修改之处。^①

以上情况说明，我国的制度环境与发达国家有着很大的差异，企业的外部治理环境与其他国家相比较有着明显的不同，这种制度环境必然会影响我国公司治理机制的选择，尤其是影响国有控股企业治理机制的选择。易言之，我国经济体制转轨的事实已成为国有（控股）企业治理改革过程中不可忽视的外部约束力量。

回顾20世纪80年代以来企业制度改革的历史，我国曾开展过以“放权让利”为特征的国有企业改革：从最初利润上交到利润分成制，到后期的承包制，再到当前以股份制和现代企业治理为特征的市场化改革，并逐一试验了以完善企业治理结构为目标的“债转股”、“国有股减持”和“股权分置”改革等产权改革措施。改革至今，市场化和产权改革取得了巨大的成功，涌现了一批像海尔、联想等有竞争力的国有（控股）企业，但大部分国有（控股）企业的处境尚未根本好转（李富强等，2006）。这种状况留给学者的是对国有控股公司治理机制的思考。

在过去的20多年里，我国的国有（控股）企业改革取得了重大成就，企业脱困的目标基本达到，但并没有实现真正意义上的、实质性的突破，这主要表现在企业内部治理机制仍然不合理，治理结构不完善，国有控股企业脱困在相当大的程度上是靠政策推动的。也就是说，真正市场意义上的现代企业制度在我国并没有完全建立。中国加入世界贸易组织后，政府的优惠政策将逐步取消，企业面对的是一个竞争性的世界市场，企业只有在机制上不断创新、结构上进一步完善，才能在激烈的市场竞争中取胜（刘汉民等，2001）。这种情况对国有控股公司的生存和发展的压力是显而易见的，它要求对国有控股公司的治理机制进行重新选择。

我国国有控股公司所面临的市场竞争压力的不断加大，集中体现在公司的内部制衡和外部约束的协调方面，加强国有控股企业治理的改革、选择合理的公司治理机制以提高国有控股公司治理效率，成为提升我国国有控股公司市场竞争力和生存能力的客观要求。一般来讲，良好的公司治理机制，有助于吸收高质量的

^① 陈信元，朱红军. 转型经济中的公司治理：基于中国上市公司的案例 [M]. 北京：清华大学出版社，2007：5-7.



经济资源（财物的和人力的），并能引导它们流向最优的配置，构建一个富有效率的公司治理机制成为国企改革（公司化道路）成败的关键。^①在经济全球化的背景下，日趋激烈的市场竞争对国有控股企业的生存构成的威胁成为推进国有控股企业治理改革的外部压力和内在动力，国有控股公司治理机制的优化选择势在必行。

第二节 研究目的与意义

国有控股企业改革成效的标志，应该是我国体制转轨能否真正使公司运作达到现代企业制度的要求，而国有控股企业改革的成败关键在于能否构建一个富有效率的公司治理机制。公司治理机制是用来解决公司治理问题的一系列制度安排，有效的公司治理机制选择基于对公司治理问题的正确认识，国有控股公司治理机制的选择离不开对国有控股企业治理低效原因的分析。本书的研究目的，就在于对国有控股企业治理低效的原因及国有控股企业治理机制的选择进行理论分析，并就一些关键性结论进行经验性的实证检验。

学术界关于我国公司治理机制选择的研究大多是沿着“引进”、“移植”的路径来展开的，这些研究通过对发达国家公司治理机制的评论提出了我国公司治理机制应如何选择的建议。本书的研究将指出，对公司治理机制的选择不能忽视制度环境的约束作用，强调制度环境的路径依赖会决定公司治理的多样性并决定公司治理机制的个性化，单纯地“模仿”难以根治我国控股企业的治理问题，国有控股公司治理机制的选择应在“引进”和“创新”的基础上进行。从制度环境约束的角度来看，当前国有控股企业中的大多数治理问题都是特殊制度环境约束下的产物，对这些问题的分析和解决应该从制度环境方面入手。通过对制度环境的分析，从根源上寻找国有控股企业治理问题产生的真正原因，在此基础上寻求解决对策有可能成为解决这些问题的有效途径。从这一点来看，本书的选题无疑具有一定的理论意义和现实意义，它为国有企业治理机制的选择提供了一种新的思路。

近几十年来，有关公司治理的研究文献可谓浩如烟海，其中，关于国有（控股）企业治理的研究亦随处可见。但是，到目前为止，学者们对国有控股公司治

^① 谢军. 公司内部治理机制的透视 [M]. 北京：人民出版社，2006：2-3.



理中的一些基本问题的认识尚未达成一致看法，甚至存在着很多截然相反的观点，如国有股是否应该减持、减持的方式、国有（控股）企业是否应该承担政策性负担等方面。这一方面说明，我国国有（控股）企业的改革尚在探索之中，学术界的争论有利于对问题的深入探讨；但另一方面，不一致的看法甚至相互对立的观点难以对国有控股企业的改革提供有效的政策建议，这将不利于国有（控股）企业改革的深化。本书从制度环境约束的视角切入，对国有控股公司治理低效的原因进行解说，这在某种程度上可以对已有的研究成果再次进行检验，从而对深化国有控股企业治理问题的认识有一定的理论意义。

就公司治理最关键的问题而言，产权的高度分散会导致国有（控股）企业中的国有产权主体缺位，这是人们所熟悉的。在我国，国有产权主体的缺位导致了国有控股企业中的“二级委托代理问题”，这便提出了对国有产权外部代理人治理的要求。然而，现有治理机制却侧重于内部代理人治理的方式，这种忽视制度环境的研究难以实现真正的内部制衡，而国有产权外部代理人治理机制的缺失会使外部代理人的行为失去应有的约束。本书重点论述了国有产权外部代理人的治理问题及其激励和约束机制的设计问题，从而对国有控股公司治理中有关国有产权外部代理人的治理进行了积极的探索。如果这种探索具有一定的学术价值并能实施于政策实践，那么本书的研究将具有推动国企治理改革的积极作用。

第三节 研究对象的界定

本书的研究对象是国有控股公司（企业）。由于学术界对于“什么样的企业属于国有控股公司”并没有一致的看法，研究者们往往根据自己的理解和研究的需要对国有控股企业进行定义，为了避免理解上的混淆，有必要在研究之前对本书的研究对象进行概念上的界定。

如今的中国，国有企业（指原来的国有独资企业）产权结构的多元化成为一种普遍现象。在这样的背景下，什么样的企业可称得上是国有（控股）企业，已成为相关学术研究首先要解决的问题。单纯地从学术的角度来看，国有（控股）企业应该是指企业的资本全部或部分属于国家所有，并为国家控制的企业。但是，“什么样的企业，即国有股比例达到多少的企业，属于国家控制的企业”成为了一个有争议的话题。对此，不同的国家有着不同的规定。例如，韩国在1984年颁布的《国有企业管理法》第2条明文规定，国有企业包括政府投资和政

府投资达到或超过 50% 的企业；德国则把政府参股 25% 以上、其他股东均为小股东的大企业也划归为国有企业；而在新加坡，在所谓的“国有企业”中，有的企业国家资金参与的份额仅仅占到 10% 左右。^① 我们可以从这些不同的界定中看到不同国家对“国有企业”有不同的定义。

在国内，大多数学者倾向于把国有企业划分为两类：国有绝对控股企业和国有相对控股企业。其中，对控股比例的确定大多引用原国家国有资产管理局在 1994 年发布的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》中对国有企业控股比例的规定：国有股权持股比例超过 50% 的被称为“绝对控股”，国有股权持股比例高于 30%、低于 50% 的被称为“相对控股”。

在本书的研究中，国有控股公司满足两个基本的条件：一是国有股为企业中的第一大股东，即国有股“一股独大”；二是国有股持股比例超过 30%，其中国有股比例在 30%~50% 的企业为国有相对控股企业，国有股比例超过 50% 的企业为国有绝对控股企业（见图 1-1）。为了防止在论述中有可能出现的概念不清，在本书的论述中对国有控股公司（企业）的界定均以此定义为准。

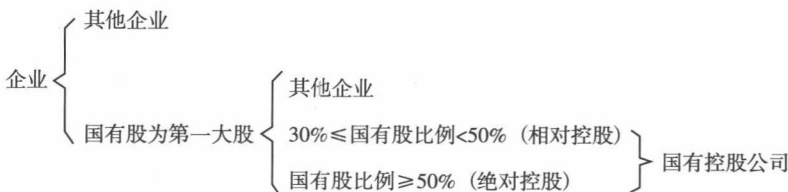


图 1-1 研究对象的界定

第四节 研究方法

本书的分析理路是，把制度环境作为公司治理机制选择的重要约束变量，通过对当前制度环境下国有控股公司治理低效原因的分析及对国有控股企业中现有治理机制治理作用的分析和检验，选择国有控股公司的有效治理机制。基于这样的构想，本书在论述中采用了如下的研究方法。

(1) 实证分析与规范分析相结合的方法。实证分析是通过对经济现实的描

^① 参见《上海国资》杂志，<http://finance.sina.com.cn>，2005 年 3 月 1 日。



述,旨在回答经济现象“是什么”或“实质上是什么”,而不以研究者的价值判断或某种先验标准为准则,对研究结果做出好或坏的判别。规范分析则是从研究者的价值判断或某种先验标准出发,回答经济运行“应该是什么”或“应该怎么样”。在经济问题研究中,一般不会采用纯粹的实证或规范分析,总是要将两者结合起来使用。研究公司治理机制的选择,必须首先回答“什么是公司治理”、“什么是公司治理机制及其形成的决定因素有哪些”等问题,这就需要在理论上对这些概念或问题进行界定和论述,这种界定和论述通常表现为规范分析。本书研究的主题是国有控股公司的治理问题,这种分析必须以国有控股公司的治理现状为基础,通过数据的收集和处理,客观描述其存在的问题,这种分析多表现为实证分析。此外,本书旨在寻求国有控股企业治理改革的出路,研究中将不可避免地涉及国有控股企业治理的目标、内容及实现途径等问题,这种探讨必然涉及价值判断,因而表现为清晰特征的规范分析,即本书的研究贯穿实证分析与规范分析相结合的方法论思想。这种结合表现为,理论上的规范界定为现实的实证分析奠定坚实的基础,现实的实证分析又为现实的深层次规范提供充分的理论依据。

(2) 宏观分析与微观分析相结合的方法。本书对国有控股公司治理机制选择的研究着重从微观角度去分析。不过,这种微观分析并不能脱离宏观分析而存在。例如,对国有控股企业治理现状的研究离不开对我国企业所处制度环境的分析,这种分析又是一种宏观分析。因此,只有把宏观分析与微观分析结合起来才可能揭示国有控股公司治理问题的本质,进而选择出真正有效的公司治理机制。本书在以微观分析为主的同时,力求较多地运用宏观分析的方法。

(3) 定性分析与定量分析相结合的方法。对于公司治理问题的分析离不开定性分析和定量分析。在本书的研究中,对国有控股公司治理中的一些问题进行理论概括和抽象分析,主要采用了定性分析的方法,对国有控股公司治理现状及不同企业之间的比较分析则更多地采用了定量分析的方法。本书融合了定性分析与定量分析相结合的方法,以期深化对国有控股企业治理机制选择的研究。其中,文章实证部分的内容以定量分析为主,其余部分的内容以定性分析为主。

(4) 逻辑推理与归纳统计相结合的方法。在研究中,对问题的理论分析离不开逻辑推理,而对假设的实证检验则离不开对数据的归纳统计。本书采用了两者相结合的研究方法。在理论研究方面,本书从制度环境的视角切入,在相关理论的指导下,对国有控股公司中的治理问题进行了逻辑推演,并得出相关结论和假设。在实证分析中,本书通过对国有上市公司的数据进行归纳和统计分析检验了假设的真伪。



第五节 主要内容和研究框架

本书遵循从理论分析到实证检验的研究思路,从制度环境约束的视角出发,以委托代理理论、利益相关者理论及现代管家理论为指导,分析了国有控股企业治理低效的原因,检验了各种治理机制在当前国有控股公司治理中的治理作用,进而构建和选择了国有企业治理的较优机制。按照这种分析路径,本书由八章构成。

第一章是导论部分。主要阐述了本书的选题背景、研究目的和意义,界定了本书的研究对象,并介绍了主要研究方法、结构安排及可能的创新之处等内容。

第二章是理论基础及文献综述。本章首先简要介绍了委托代理理论、利益相关者理论和现代管家理论等基础理论,并对它们在当前公司治理中的地位进行了评价;其次对与本书选题相关的研究成果进行了回顾与评论。

第三章是公司治理机制与制度环境约束的理论分析。文章首先界定了制度安排与制度环境的概念,论述了制度安排与制度环境之间的关联作用;其次深入分析了制度环境对公司治理机制选择约束的作用机理。制度环境对公司治理机制选择的约束是本书选题的逻辑出发点,而本章的论述则为这一出发点提供了理论支持。

第四章是国有控股公司治理低效原因的理论分析。本章从制度环境的视角切入,运用相关理论分析了国有控股公司治理低效的深层次原因。研究表明:国有产权主体的缺位是导致国有控股企业“二级委托代理问题”的主因,而“一股独大”所产生的“内部人控制”及“政策性负担”等问题则是这种状况的表现形式;“一股独大”及国有控股企业经营目标多元化是制度环境约束的产物,它们并不能成为国有控股公司治理低效的关键性解释变量,最关键的解释变量应该是制度环境约束。本章研究得出了两个主要的结论:①国有控股公司治理低效的根源在于对国有产权外部代理人治理的失效。②国有控股企业治理改革的根本出路在于针对国有产权外部代理人设计有效的激励和约束机制。

第五章是外生视角下国有控股公司治理机制作用的分析。本章从制度环境的视角切入,对各种治理机制的理想环境与现实制度环境、最优结构与现状等进行了比较分析,论述了其治理作用过程并提出了相关的推论和假设。研究认为:在当前的制度环境约束下,接管机制不能成为国有企业治理中可依赖的机制,而尽



管代理权竞争机制在当前国有企业治理中的治理作用并不明显，但通过在制度环境允许的范围内适当地对制度进行变革，其仍可以成为对内部代理人治理的有效机制。选择传统的研究方法，把公司治理机制看做外生变量，选择国有控股上市公司的截面数据，采用多元线性回归方法实证检验国有控股公司中内部治理机制的治理作用。实证检验显示：当把公司治理机制当做外生变量时，董事会规模、独立董事比例、董事长与总经理的两职合一与国有控股上市公司市场价值之间不相关；国有股比例、第二至第十大股东持股量与公司市场价值的显著正相关；债务融资率与公司市场价值之间负相关；高管薪酬与公司市场价值显著正相关，高管持股比例与公司市场价值不相关。实证检验揭示，当前国有控股公司治理中的大多数现有治理机制的治理作用没有得到有效发挥。

第六章从动态内生的视角研究国有控股公司的内部治理机制。本章采用广义矩估计方法（GMM），利用上市公司的面板数据，分析了国有控股上市公司的四种内部治理机制与公司绩效之间的相互关系。研究表明：①董事会结构对国有控股公司绩效并没有产生明显的促进作用，不论是同期还是前期的董事会结构对公司绩效均没有显著的影响作用。反之，公司绩效对国有控股公司的董事会结构有着较为明显的反馈作用，当期和前期的公司绩效均与董事会的独立性显著负相关，而与董事会规模不相关。同时，董事会结构自身表现出跨期间的相互作用，前期董事会独立性显著影响当期董事会的独立性，前期董事会独立性越强，当期董事会的独立性也越强。前期董事会规模越大，后期董事会规模也越大。②股权结构对国有控股公司的绩效有着一定的促进作用，当期的“第二至第十大股东持股量”与公司绩效表现为正相关关系，而当期的“第一大股东持股比例”与公司绩效则不存在显著的相关性。不过，前期的股权结构对后期的公司绩效没有产生明显的影响作用。同时，公司绩效对国有控股公司的股权结构不存在明显的反馈作用，不论是当期还是上期的公司绩效都与股权结构不存在显著相关关系。③融资结构对国有控股上市公司绩效没有产生显著的促进作用，且两者在跨期间表现为较为显著的负相关关系，前期公司债务融资率越高，当期的公司绩效就越差。但是，公司绩效对融资结构有着一定的反馈作用，前期公司绩效越差，当期的公司负债率就越高；而当期的公司绩效与同期的债务融资率不存在显著相关关系。实证研究还揭示，国有控股公司不同期的融资结构间存在着负向的相互作用，在滞后两期的情况下，前期公司的债务融资率越低，后期的债务融资率就越高。④管理报酬机制对国有控股公司的绩效不存在明显的促进作用。公司绩效与管理报酬间也不存在明显的跨期影响。但是，管理报酬机制自身存在跨期间的相互作用，在滞后一期的情况下，前期中公司高管薪酬越高、持股比例越高，则当期的