

西安交通大学 *经济学人* 文库

主编：冯根福

ZHONGGUO GONGSI ZHILI
QIANYAN WENTI YANJIU

中国公司治理前沿问题研究

冯根福 著



经济科学出版社
Economic Science Press

西安交通大学 *经济学人* 文库

主编：冯根福

ZHONGGUO GONGSI ZHILI
QIANYAN WENTI YANJIU

中国公司治理前沿问题研究

冯根福 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：李 军 刘明晖

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目（CIP）数据

中国公司治理前沿问题研究 / 冯根福著. —北京：
经济科学出版社，2009. 3

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8074 - 0

I. 中… II. 冯… III. 公司 - 企业管理 - 研究 -
中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 041942 号

中国公司治理前沿问题研究

冯根福 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

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京印之泰科技有限公司印装

787 × 1092 16 开 23. 5 印张 300000 字

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8074 - 0 定价：46. 00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

西安交通大学经济学人文库编委会

主编：冯根福

委员（按姓氏笔画排列）：

王文博	冯 涛	冯宗宪	冯根福	孙 早
刘星原	李 琪	李国平	李香菊	余 力
闵宗陶	何雁明	张成虎	[英]	姚树洁

总序

中国历史上最辉煌的篇章始于西安的前身——长安。虽历经几千年的沉浮，西安依然保持了独特的历史文化名城地位，使无数人为之着迷，诚如马悦然先生所言：“我的心在先秦”。正是为这种厚重的历史文化氛围所感染，聚集在西安交通大学的一批志趣相同的经济学人，数十年来，甘于寂寞，潜心于学问，努力为中国经济学的发展贡献一份微薄之力。

西安交通大学经济学人文库的出版亦可视之为交大经济学人研究成果的一次集中展示。多年来，在国家“985”工程和“211”工程的有力支持下，经过西安交通大学经济与金融学院全体教师的努力，西安交通大学经济学学科有了长足进步。2000年建立了西部地区唯一的应用经济学博士后流动站，2001年获得了应用经济学一级学科博士学位授权，2007年产业经济学被教育部批准为国家重点学科。我们希望经济学人文库的出版不仅能够向人们展示西安交通大学经济学科发展所取得的成绩，而且更希望通过文库的出版能够促进西安交通大学经

济学人与全国同仁在学术上的相互了解和交流。

文库的作者均是西安交通大学经济学相关学科的带头人或骨干教师。多年来，他们在自己的研究领域内勤奋耕耘，学有所成，在 SSCI 源期刊、《经济研究》、《中国社会科学》等期刊上发表过有影响的学术论文，主持过国家社会科学基金或国家自然科学基金项目，获得过省部级哲学社会科学优秀成果奖。从这一角度看，文库在一定程度上代表了西安交通大学经济学研究的水准。在文库出版之际，我们怀着忐忑的心情等待着大家的评判。

我们热切期待着与全国经济学人共同进步，继续为中国经济学的发展添砖加瓦。

冯根福

2008 年 12 月 16 日

中国公司治理理论研究的起步比国外发达国家大约晚 20 年，并且与新中国股份制的发展进程密切相关。在中国股份制刚刚兴起的初期，理论界主要围绕股份制究竟是“姓社姓资”和“有无必要大力发展股份制”这一问题在争论，而对于股份制公司治理问题则涉及不多。然而 1992 年邓小平同志南巡讲话之后，明确了国有企业的改革方向就是国有企业进行公司化改造，建立现代企业制度。由于建立现代企业制度的核心就是建立现代公司治理制度，于是公司治理问题研究随之也就成为中国理论界关注的热点问题。尤其是 1997 年亚洲金融危机爆发和 2002 年美国“安然”等公司丑闻接二连三地发生，加之中国上市公司治理问题一度不断恶化，更加激起了国内理论界和实务界对中国公司治理问题的关注，大量研究成果不断涌现。

概括地讲，中国公司治理理论研究大致可分为三个阶段。第一个阶段是 1978 ~ 1992 年。该阶段不仅是新中国股份制的萌生阶段，也是国内公司治理理论研究的萌生时期。在该阶段，尽管国内个别学者没有明确地提出和运用“公司治理”这个概念，但探讨的问题实际上就是公司治理所研究的相关内容。第二个阶段是 1993 ~ 2004 年。在这个阶段，中国股份制公司得到了迅速发展，上海证券交易所和深圳证券交易所

在 20 世纪 90 年代初先后开业，中国上市公司数量快速增长，与此同时，与具有“新兴加转轨”特点的中国资本市场相适应，上市公司治理问题也日益突出。该阶段中国公司治理理论研究的特点，在早期主要是引进、介绍和借鉴国外发达国家与地区公司治理的研究成果和经验，在后期主要是运用国外的公司治理理论探讨和分析中国上市公司治理问题。第三个阶段是 2005 年至今。该阶段主要是探讨和解决中国历史遗留的股权分置问题与股权分置问题解决之后中国公司治理面临的新挑战。

和中国的股份制公司及资本市场获得了跨越式发展一样，中国的公司治理理论研究也取得了非常显著的成效。这主要体现在理论界的研究成果很大程度上为党中央和国家的重要决策提供了理论依据，进而有力地推动了国有企业改革和民营企业的蓬勃发展。但是我们也应看到，国内的研究尚存许多不足，比如讲，对公司治理的理论基础研究重视不够，至今没有形成一个适合中国国情的公司治理理论分析框架；简单地、机械地照搬国外模型的较多，利用中国数据验证发达国家已得出的结论较多；简单的现象描述、缺乏深入理论分析的较多；缺乏科学命题与假说论证的经验研究较多；对公司治理重大问题进行系统深入研究的较少，对公司治理无关紧要的问题研究较多，等等。

公司治理问题伴随着现代公司的诞生而出现，是现代公司天生的固有的一个缺陷，只能缓解，难以根除。因此，如何结合中国的国情建立一套有效的中国公司治理制度，如何将公司治理问题产生的负面作用降到最低程度，仍是摆在中国理论界和实务界面前的一个重大而艰巨的课题。

本书是笔者与合作者 15 年来撰写的有关中国公司治理问题研究的相关论文。这些论文的主要贡献，就是运用理论实证与经验实证的方法，对中国上市公司治理的理论分析框架、公司治理模式选择、公司资本结构形成影响因素、公司股权集中度与公司绩效、公司治理与企业技术创新、公司治理与企业成长能力、公司并购绩效、公司融资与产业分布、公司融资与产业成长等问题进行了初步的研究，并获得了

许多有学术价值和应用价值的结论。

另外，经济科学出版社的编辑李军先生为本书作了大量的非常认真细致的编辑工作，为本书的出版付出了大量的心血，在此特向他表示衷心的感谢。

本书出版之际，我再次向我的合作者们表示真诚的感谢。

冯根福

2009年1月

目 录

第1章 公司治理分析框架与公司治理模式选择	1
1.1 双重委托代理理论：上市公司治理的另一种分析框架	
——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路	1
1.1.1 对西方传统委托代理理论的介评	2
1.1.2 双重委托代理理论的含义	4
1.1.3 降低双重代理成本的经济效应与实现公司全体股东 利益的最大化	8
1.1.4 双重委托代理理论与完善中国上市公司治理	12
1.1.5 结语	16
1.2 现代公司治理结构新分析	
——兼评国内外现代公司治理结构研究的新进展	18
1.2.1 引言	18
1.2.2 复合所有权、股东至上、政府角色	19
1.2.3 多样化、系统化、特殊化	24
1.2.4 进一步完善中国上市公司治理结构的基本思路	27
1.3 中国公司治理基本理论研究的回顾与反思	33
1.3.1 公司治理理论主要流派划分问题	34
1.3.2 公司治理体系界定问题	37
1.3.3 公司目标确定问题	40
1.3.4 公司治理研究主线与方法问题	43
1.4 中国大中型公司治理结构模式选择的理性思考	45
1.4.1 引言：国有企业改革的核心——“三匹马”	

中国公司治理前沿问题研究

共拉一辆车”	45
1.4.2 有效的公司治理结构模式的选择方法与标准	47
1.4.3 公司股权结构模式的选择	49
1.4.4 公司治理结构中的组织模式	53
1.4.5 公司治理结构中的经营者调控模式	54
1.4.6 公司治理结构中的职工调控模式	57
1.4.7 结语	60
1.5 关于健全和完善我国上市公司治理结构几个关键问题的思考	60
1.5.1 前提是必须明确确定我国公司或公司治理结构的目标	61
1.5.2 关键是要改变国有股“一股独大”的畸形股权结构	63
1.5.3 核心是要保证公司董事会的“独立性”，建立充分履行其职能的运作机制	65
1.5.4 重点是要建立一个与公司治理结构相适应的公司外部治理机制	67
1.5.5 条件是要创造一种良好的公司治理文化	69

第2章 股权结构、股东行为与公司绩效 71

2.1 中国上市公司股权集中度变动的实证分析	71
2.1.1 文献回顾与研究方法	72
2.1.2 样本选取及模型的构建	74
2.1.3 检验结果与分析	78
2.1.4 主要结论与启示	83
2.2 公司股权的“市场结构”类型与股东治理行为	84
2.2.1 引言	84
2.2.2 公司股权“市场结构”类型的界定及有效性的判断	86
2.2.3 公司股东治理行为的分析框架	88
2.2.4 结语	96
2.3 股权分置改革、产权属性、竞争环境与公司绩效——来自 2005~2007 年中国上市公司的证据	97
2.3.1 引言	97
2.3.2 研究样本、指标选择、数据处理及来源	101

2.3.3	股权分置改革对上市公司绩效的影响·····	103
2.3.4	不同产权属性上市公司的绩效比较·····	104
2.3.5	股改后产权属性与竞争环境对上市公司绩效的影响·····	107
2.3.6	高度竞争行业中不同股权集中度的民营上市 公司的绩效分析·····	111
2.3.7	结果讨论及政策建议·····	112
2.4	中国上市公司担保行为的实证分析·····	114
2.4.1	中国上市公司担保行为的统计特征分析·····	114
2.4.2	中国上市公司担保行为影响因素的实证分析·····	119
2.4.3	主要结论与相关政策建议·····	128
2.5	上市公司绩效多角度综合评价及其实证分析·····	129
2.5.1	我国现有企业及上市公司绩效评价指标体系 设计的缺陷·····	129
2.5.2	上市公司绩效多角度综合评价指标体系的构建·····	131
2.5.3	上市公司绩效多角度综合评价的实证分析·····	135
2.6	上市公司绩效理论及实证研究评述·····	141
2.6.1	关于股权集中度与公司绩效关系的研究·····	141
2.6.2	关于股东成分构成与公司绩效关系的研究·····	142
2.6.3	关于管理层激励与公司绩效关系的研究·····	144
2.6.4	关于董事会与公司绩效关系的研究·····	146
2.6.5	关于多元化经营、并购与公司绩效关系的研究·····	148
2.6.6	小结·····	149
第3章	公司治理、公司技术创新与公司成长·····	151
3.1	中国上市公司治理与企业技术创新关系的实证分析·····	151
3.1.1	理论分析与假设提出·····	153
3.1.2	数据来源和变量选择·····	156
3.1.3	实证分析·····	160
3.1.4	主要结论与政策建议·····	168
3.2	中国上市公司治理与公司成长能力关系的实证研究·····	169
3.2.1	引言·····	169
3.2.2	公司治理影响公司成长能力的内在机理分析及	

中国公司治理前沿问题研究	
假设提出	171
3.2.3 研究设计	177
3.2.4 中国上市公司治理与公司成长能力关系的实证分析	182
3.2.5 研究结论及政策建议	186
第4章 公司并购与公司“壳”资源利用	188
4.1 我国上市公司并购绩效的实证研究	188
4.1.1 文献回顾与研究方法	189
4.1.2 样本、指标选取以及模型的构建	191
4.1.3 实证分析结果及分析	193
4.1.4 结论及启示	201
4.2 中国上市公司总体并购活动的时间统计特征研究	202
4.2.1 问题的提出	202
4.2.2 变量选择、数据来源及预处理	204
4.2.3 中国上市公司总体并购活动发展水平与总趋势的描述性分析	206
4.2.4 中国上市公司并购总金额、时间序列的构成分析	208
4.2.5 结论	211
4.3 西方企业并购理论：属性、动机与影响	212
4.3.1 并购的属性	212
4.3.2 并购的动机	213
4.3.3 并购与解雇	218
4.3.4 支付方式对并购绩效的影响	219
4.3.5 支付溢价的来源	220
4.3.6 并购的时间序列特征	222
4.3.7 简评	222
4.4 我国上市公司“壳”资源利用绩效的实证研究	224
4.4.1 引言	224
4.4.2 研究方法	225
4.4.3 样本及指标选取	228
4.4.4 模型构建及检验结果	230
4.4.5 结论及启示	237

第5章 资本结构、公司高管人员行为及员工的地位与作用	239
5.1 我国上市公司资本结构形成的影响因素分析	239
5.1.1 引言	239
5.1.2 变量设置和样本选取	241
5.1.3 模型设计、检验结果及其分析	247
5.1.4 结论	250
5.2 上市公司高管人员自利对资本结构影响的实证分析	252
5.2.1 引言	252
5.2.2 数据选取、指标设计与研究方法	254
5.2.3 实证分析	256
5.2.4 结论与启示	262
5.3 西方国家公司经理行为的约束与激励机制比较研究	263
5.3.1 现代公司“生理”缺陷与经理“败德”行为形成	264
5.3.2 公司经理行为的约束机制模式及比较	267
5.3.3 公司经理行为的激励机制模式及比较	272
5.4 西方国家公司治理结构中员工的地位与作用	279
5.4.1 公司员工报酬支付方法与就业保障问题比较	279
5.4.2 公司员工参与管理制度比较	288
5.4.3 公司治理结构中员工的地位与作用的评价	296
第6章 公司融资、产业分布与产业升级	303
6.1 上市公司产业与区域分布、规模及绩效	303
6.1.1 上市公司产业(行业)分布数量、经营规模及绩效分析	303
6.1.2 上市公司的区域分布数量、经营规模及绩效分析	309
6.1.3 上市公司产业(行业)、区域分布数量、经营规模及绩效反映出的主要问题及相关对策	314
6.2 股票市场、融资模式与产业结构升级: 来自中国A股市场的经验证据	316
6.2.1 引言	316

6	中国公司治理前沿问题研究	
	6.2.2 分析框架和理论假设	319
	6.2.3 模型设定和变量描述	321
	6.2.4 实证检验结果	329
	6.2.5 实证结论与启示	334
	参考文献	336

第1章

公司治理分析框架与公司治理模式选择

1.1 双重委托代理理论：上市公司治理的另一种分析框架

——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路^①

中国自1990年至1991年先后在上海和深圳建立证券交易所以来，上市公司已达1300多家。十几年来，中国股市屡陷困境，上市公司问题层出不穷。如何突破中国股市屡陷困境和上市公司绩效长期不佳的格局？众多学者和专家在这个问题上可谓是花费了大量心血，使尽了浑身解数，然而治理效果却远远不够理想。原因何在？我们认为原因是多方面的，其中一个很重要的原因就是我们多年来在分析中国上市公司治理问题时，简单地沿用了西方占据主导地位的上市公司治理理论——“单委托代理理论”^②。本文在已有

^① 本文原载《经济研究》2004年第12期，作者：冯根福。

^② 这里所说的“单委托代理理论”，是对西方传统委托代理理论的简称。

的单委托代理理论的基础上,发展和构建了一种新的上市公司治理问题分析框架——双重委托代理理论。笔者的分析得到的一个基本命题是:对于以股权相对集中或高度集中为主要特征的上市公司治理问题而言,双重委托代理理论比单委托代理理论的解释力更强。这一基本命题意味着,对于以股权相对集中或高度集中为主要特征的中国上市公司而言,若按照双重委托代理理论的要求重构治理结构和治理机制,可能会取得更好的公司治理效果和更有利于全体股东利益最大化的实现。

本文结构安排如下:第一部分评价了单委托代理理论的局限性;第二部分阐述了双重委托代理理论的含义;第三部分分析了降低双重代理成本的经济效应与实现包括中小股东在内的全体股东利益最大化的关系;第四部分依据双重委托代理理论探讨了进一步完善中国上市公司治理的基本思路和设想;最后一部分为本文的结语。

1.1.1 对西方传统委托代理理论的介评

由于中国证券交易市场和上市公司发展历史很短的缘故,所以许多专家和学者在分析中国上市公司治理问题时,大都是学习和借鉴西方的相关理论与分析框架,如产权理论、不完全契约理论、交易成本理论、委托代理理论等,其中又以委托代理理论居于主导地位。

西方传统委托代理理论主要是由 Coase^[1]、Jensen 和 Meckling、Fama 和 Jensen^[2]等提出来的,尔后又由众多的经济学家和公司治理专家加以扩充和发展,是一种较为成熟的公司治理问题分析框架。

西方传统委托代理理论主要是针对美、英等国特别是美国多数上市公司的实际提出的一种分析框架。美、英等国特别是美国多数上市公司有一个显著的特征,就是股权分散。股权分散的直接后果就是所有权和控制权相分离。在股权分散或两权高度分离的情况下,上市公司面临的最突出的问题就是全体股东与经营者之间的利益冲突。更具体地讲,上市公司面临的最突出的问题就是投资者怎