

声誉机制的公司治理作用研究

——来自中国上市公司的经验证据

Study on the Role of Reputation Mechanism in Corporate Governance:
Empirical Evidence from Chinese Listed Companies

◎ 酷卫华 著



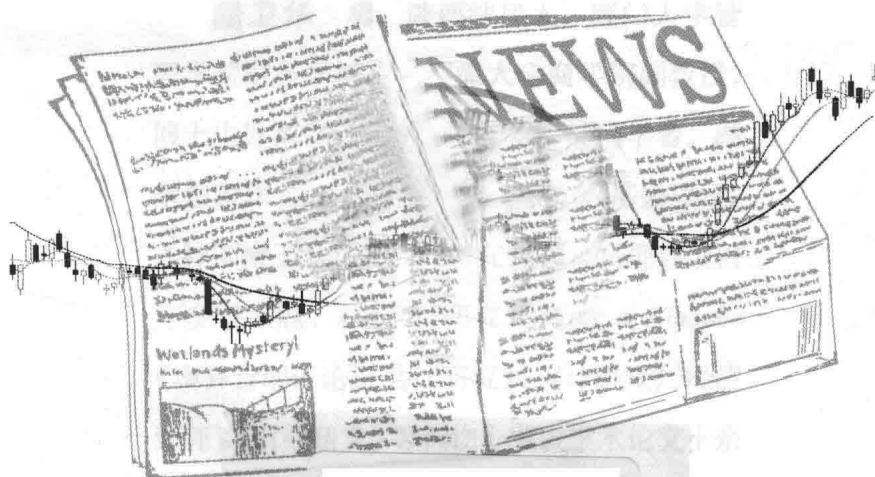
西安交通大学出版社
XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS

声誉机制的公司治理作用研究

——来自中国上市公司的经验证据

Study on the Role of Reputation Mechanism in Corporate Governance:
Empirical Evidence from Chinese Listed Companies

◎ 醋卫华 著



 西安交通大学出版社
XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

声誉机制的公司治理作用研究 / 醋卫华著. —西安: 西安交通大学出版社, 2018. 6

ISBN 978-7-5693-0722-1

I. ①声… II. ①醋… III. ①上市公司—企业管理—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 146464 号

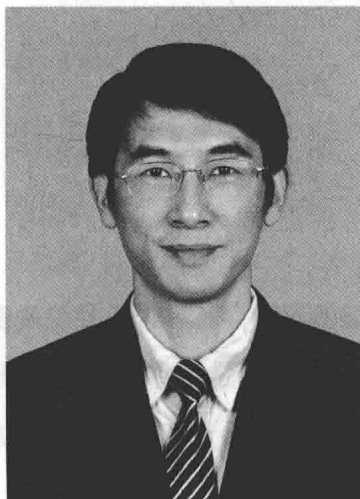
书 名 声誉机制的公司治理作用研究——来自中国上市公司的经验证据
著 者 醋卫华
责任编辑 魏 杰 贺彦峰

出版发行 西安交通大学出版社
(西安市兴庆南路 10 号 邮政编码 710049)
网 址 <http://www.xjtupress.com>
电 话 (029) 82668357 82667874 (发行中心)
(029) 82668315 (总编办)
传 真 (029) 82668280
印 刷 湖南省众鑫印务有限公司

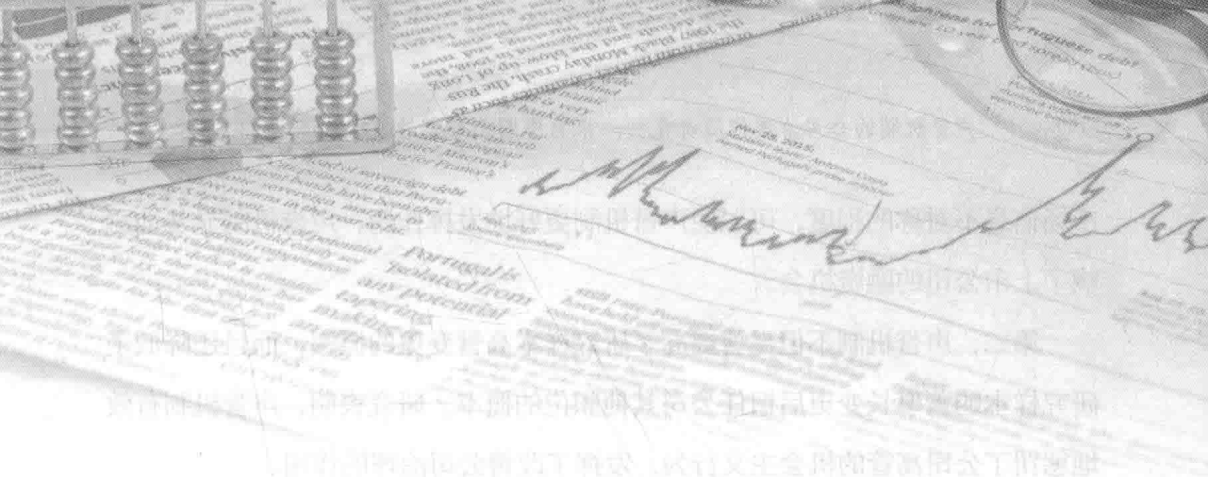
开 本 710mm×1000mm 1/16 印张 11 字数 140 千字
版次印次 2018 年 6 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5693-0722-1
定 价 68.00 元

读者购书、书店添货、如发现印装质量问题, 请与本社发行中心联系、调换。

版权所有, 侵权必究



醋卫华 男，陕西扶风人，厦门大学管理学院财务学博士。湘潭大学商学院副教授，博士生导师，美国康涅狄格大学访问学者，湖南省青年骨干教师。主持国家社科基金项目、人社部博士后基金项目、湖南省社科规划项目等多项课题。在 *Journal of Banking & Finance* 《南开管理评论》《会计研究》《审计研究》《经济管理》《财经研究》等刊物上发表学术论文十余篇。研究方向为公司财务与公司治理、会计理论、资产定价、行为公司财务。



前言

现实中，公司行为更多受到声誉等社会规范的影响，而不是法律（Coffee, 2001a）。作为一种非正式的制度约束，声誉机制在经典的公司治理研究文献中时常被提及。不过，大多数可循的文献从规范研究的角度阐述和分析了声誉机制的作用机理，并没有为声誉机制在公司治理方面所起到的作用提供系统性的经验证据。

处于经济和社会转型期的中国，声誉机制能否在中国的股票市场发挥作用？声誉机制的公司治理作用又如何呢？本书在声誉机制公司治理文献研究的基础上，系统和全面地考察了声誉机制对中国上市公司所发挥的治理作用。内容包括：声誉机制与股东价值、政府管制之间的关系，以及声誉机制对公司融资机会的影响；声誉机制与高管变更之间的关系，以及声誉机制对高管变更后留任公司其他职位的影响；声誉机制与董事会规模、独立董事比例变化之间的关系，以及声誉机制对独立董事履行监督职能的影响。

本书研究发现：

第一，即使缺乏完善的法律制度和市场规范，声誉机制依然能够在中国的股票市场发挥作用，上市公司的违法、违规行为显著地导致了股东价值的损失；声誉机制与政府管制之间存在互补效应，有效的政府管制有助于降低股票

市场信息不对称的程度,可以使声誉机制更好地发挥作用;声誉机制显著地影响了上市公司的融资机会。

第二,声誉机制不但显著提高了研究样本高管变更的概率,而且还降低了研究样本的董事长变更后担任公司其他职位的概率。研究表明,声誉机制有效地惩罚了公司高管的机会主义行为,发挥了改善公司治理的作用。

第三,声誉机制显著地影响了研究样本的董事会构成,为了重建声誉,上市公司通过增加董事会中独立董事的比例以加强监督职能;同时,在声誉机制的作用下,这些公司的独立董事会更加勤勉地履行其监督职能。

本书可能的研究贡献与创新之处表现在以下方面:

第一,从理论角度来看,一方面,比较全面和系统地研究了声誉机制在公司治理中所发挥的作用,提供了相对稳健的经验证据,不但为进一步深入研究经济和社会转型背景下声誉机制的公司治理作用奠定了基础,而且也丰富了国内对法律外公司治理机制的研究;另一方面,不同于 Fama (1980) 提出的经理人声誉市场,本书对声誉机制公司治理作用的分析是基于声誉机制对公司未来融资机会的影响。

第二,从实践的角度来看,本书研究发现信息的披露与交流很大程度上决定了声誉机制自我实施的效果,提高政府管制的有效性和信息交流的效率将会使声誉机制的作用更显著,但是过度的政府管制则会阻碍声誉机制发挥作用,因此对政府政策的制定和实施具有一定的参考价值和借鉴意义。

第三,从研究方法上看,本书在以往文献研究的基础上,通过改进实证设计有效地区分了声誉机制与公司业绩对高管变更的影响,从而提供了更为准确的经验证据。

目 录

第一章 导 论.....	1
第一节 研究背景和问题的提出	1
第二节 研究内容与基本框架	7
第三节 研究贡献和创新之处	7
第二章 文献评述.....	9
第一节 传统公司治理机制	10
一、内部治理机制	10
二、外部治理机制	17
第二节 投资者法律保护与公司治理	20
第三节 法律外公司治理机制	23
第四节 声誉机制的公司治理作用	25
一、理论模型	28
二、实证检验	45
第三章 声誉机制起作用了吗.....	51
第一节 理论分析与研究假设	51

第二节 实证研究设计	54
一、样本选择与数据来源	54
二、声誉机制的研究期间	54
三、超常收益率与股东价值损失	55
四、变量定义	56
五、实证模型	63
第三节 实证结果与讨论	63
一、描述性统计	63
二、市场反应	65
三、声誉价值损失	66
四、单变量检验	67
五、多元回归分析	68
六、稳健性检验	73
七、进一步的研究	74
第四节 本章小结	76
第四章 声誉机制与高管变更	79
第一节 文献回顾与研究假设	79
第二节 实证研究设计	83
一、样本选择与数据来源	83
二、变量定义	84
三、实证模型	87
第三节 实证结果与讨论	87
一、高管变更的描述性统计	87
二、公司业绩比较	89

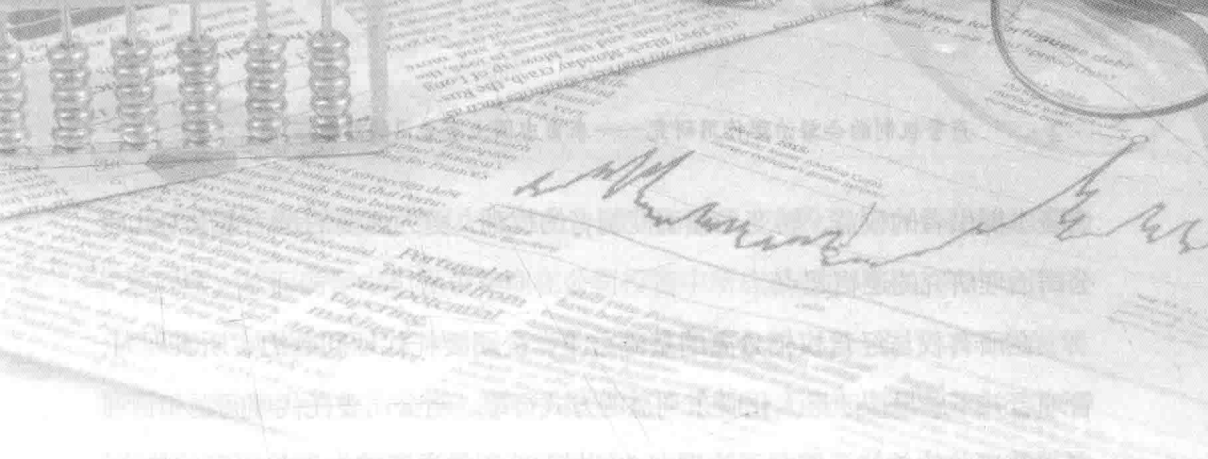
三、董事会特征和大股东持股比例的比较	90
四、研究样本高管变更的回归分析	92
五、声誉机制对高管变更的影响	95
六、稳健性检验	98
七、进一步的研究	101
第四节 本章小结	104
第五章 声誉机制与董事会重构	107
第一节 制度背景	107
第二节 文献回顾与研究假设	109
第三节 实证研究设计	112
一、样本选择与数据来源	112
二、变量定义	112
三、实证模型	116
第四节 实证结果与讨论	118
一、董事会构成的描述性统计	118
二、董事会构成的回归分析	120
三、稳健性检验	124
四、进一步的研究	126
第五节 本章小结	128
第六章 研究结论与未来研究方向	131
第一节 研究结论	131
第二节 研究启示与政策建议	133
第三节 研究局限和未来研究方向	134

参考文献	135
------	-----

一、中文参考文献	135
----------	-----

二、英文参考文献	140
----------	-----

后 记	161
-----	-----



第一章 导论

“正式的规则，即便是在那些最发达的经济中，也只是形塑选择约束的很小一部分（尽管非常重要）。只要略加思索，我们就会发现非正式的制度约束是普遍存在的。”（North, 1990）现实中，公司行为更多受到声誉等社会规范的影响，而不是法律（Coffee, 2001a）。作为一种非正式的制度约束，声誉机制在经典的公司治理文献中时常被提及，不过，大多数可循的文献从规范研究的角度阐述和分析了声誉机制的作用机理，并没有为声誉机制在公司治理方面所起到的作用提供系统性的经验证据。处于经济和社会转型期的中国，声誉机制能否在国内的股票市场发挥作用？声誉机制的公司治理效果如何？这将是本书研究的重点内容。

本章是全书的导论，主要从理论和实践角度提出研究的问题，说明研究意义，介绍研究内容和分析框架，并指出本书的研究贡献与创新之处。

第一节 研究背景和问题的提出

1932年，Berle和Means在《现代公司与私有财产》中指出，企业普遍存在“所有权与控制权相分离”的状况，不仅反映出当时公司的发展趋势已由强

调资本提供者的权益,转变为强调控制者的权利,更为重要的是,它成为此后公司治理研究的逻辑起点。

在所有权与经营权相分离的基础之上,公司委托代理问题的实质表现为,管理者并不总是按照最大化股东利益的方式行事。对公司委托代理问题和管理者道德风险的关注,使公司治理在 20 世纪 80 年代逐渐成为理论研究的热点。这一时期人们对公司治理问题的关注集中于管理者的机会主义行为对股东利益的偏离,并试图通过建立完善的内部治理机制(Weisbach, 1988; Jensen and Murphy, 1990a)和外部治理机制(Jensen and Rebeck, 1983; Fama and Jensen, 1983)解决管理者的代理问题。到 20 世纪 90 年代中后期,公司治理的研究思路和研究路径发生了明显的改变。一方面,传统 Berle-Means 范式的研究思路受到质疑。Shleifer 和 Vishny (1997) 认为公司大股东除了享有控制权带来的直接利益之外,还会利用其在资本上的优势地位掠夺和侵占其他股东的利益。公司治理开始更多地关注公司内部人转移财富的能力,即所谓的“控制权私利”——大股东通过“掏空”(tunneling)或自利交易(self-dealing)行为侵占中小股东的利益(Johnson et al., 2000; Djankov et al., 2008)。另一方面,法律制度在公司治理中的作用受到重视。法与金融(law and finance)研究范式的兴起,突破了以往传统研究范式的局限,从制度经济学和现代产权理论角度重新审视现实中的公司治理问题^①,为改善和提高公司治理提供了一条全新的制度变革路径。

在放松了 Modigliani 和 Miller (1958) 完备市场假说的基础上, La Porta 等(1998, 以下简称 LLSV)指出,依附于证券上的权利对于股东而言异常重

① La Port 等(1997, 1998, 1999, 2000, 2002)、Levine (1999)、Demirguc-Kun 和 Makimovic (1998)、Demirguc-Kun 和 Levine (2001)以及 Friedman 等(2003)为代表的研究成果。

要,对投资者权利的保护可以有效减少公司管理者、大股东与中小股东之间的代理问题,从而确保中小股东实现在公司投资中所应获得的收益。法与金融的一系列研究成果表明,法律对投资者的保护水平不仅决定了一国资本市场发展的效率、规模和程度,而且还保障了投资者通过权利的行使获得属于自己的投资收益。正是由于法律制度能够有效地减少大股东和管理者对中小投资者利益的侵占,因而,依靠法律制度提高公司治理是一种富有成效的方法(La Port et al., 2000)。法与金融研究文献在理论上不仅被视为传统公司治理比较研究范式的突破和新的理论研究范式的形成,开始被越来越多的学者所接受,而且由于其基于系统经验证据的解释力,从而具有更强的政策含义而受到公司治理实务界的重视(郑志刚, 2007b)。

然而,当法与金融的研究成果被应用于更为广泛的时间和空间范围时,结果却并不乐观。一方面,在试图通过引进和移植法律制度的转型经济国家,公司治理和投资者的保护水平并没有随着立法的进步而发生实质性的改变,大股东、管理者与中小股东之间的代理冲突依然没有得到有效解决;另一方面,即使是在投资者保护水平较高的普通法系国家,法律制度也并不能完全解决所有的公司治理问题。针对美国资本场所发生的丑闻,Rajan 和 Zingales (2003a)认为,在最先进的市场经济里,改善公司治理依然大有可为。

实际上,公司治理经过近三十年的研究和探索并没有为不同国家提供一套成熟、一致和完全有效的治理机制,公司治理的制度变革路径,并不存在统一的模式。正如 SEC 前主席 Arthur Levitt 所言,几乎没有明确的做法和方案可以确保产生有效的治理结构。由于各国公司治理所处的制度环境、市场结构、文化背景、甚至宗教信仰等各不相同,投资者获取回报的约束条件和途径亦各不相同,公司治理的有效性因国别不同而存在差异,对公司治理的分析必须结合

特殊国别化情境展开^①。也正是看到法与金融研究文献的结论和政策含义在付诸实施时存在的缺陷,人们才开始积极寻找能够在公司治理中发挥作用的法律外治理机制^②。

Coffee (2001a) 认为,公司行为可能并不是仅仅依靠作为正式规则的法律来约束和决定,当法律的作用较弱而不能对股东形成有效的保护时,非正式的制度约束(社会规范)就显得尤为重要,因为它们可以在现实中成为法律的替代机制^③。作为一种非正式的制度约束,声誉机制在中世纪的贸易中就曾扮演过重要的角色(Grief, 1989)。在现代文明社会里,声誉机制更是成为维系市场经济良性发展的重要因素。一般而言,声誉可以视为社会公众对某一主体整体特征、品质的评价,而评价标准则会在经济发展和社会变迁过程中逐渐形成并为社会公众所普遍接受,进而长期、稳定地在经济和社会生活中发挥作用。对声誉的评价既可能是一种简单的好与坏的甄别,也可能是程度上可以量化或

① 管理经济学派、代理理论学派、交易成本分析学派和产权学派将公司界定为一种经济单位,在很大程度上将公司视为一个黑箱(black box),假设股东、董事和经理人之间存在着根本的利益冲突,这样就无法解释公司治理结构形成的外部影响因素。而从社会组织的视角将公司视为一个社会单位,使公司内生于它们所处的环境之中,既受制于稀缺的资源、经济和社会联系的结构,也受制于文化及政治结构。因而,公司治理才会受其在经济结构中所处的地位及其根植于一国历史所形成的制度特色的影响。

② Stulz 和 Williamson (2003) 以文化因素解释了国家之间投资者保护存在差异的原因; Licht 等(2005)、Breuer 和 Salzmann (2009) 进一步分析了文化差异对公司治理的影响; Dyck 等(2008, 2010)、Joe 等(2009) 研究了媒体的公司治理作用。这些研究都证实了法律外治理机制能够起到影响和改善公司治理的作用。

③ 正式的制度约束与非正式的制度约束之间并不仅仅只表现为一种替代关系,也可能存在互补关系或其他关系(North, 1990)。

不可量化的差别。与正式的制度约束相比,声誉机制具有明显的低成本优势和自我实施的特点,并且能够在经济活动中发挥显著的作用。

Akerlof (1970) 以次品车市场为例,指出声誉机制可以在一定程度上解决由于市场信息不对称所导致的“逆向选择”问题。Kreps 等 (1982) 建立了一个标准的声誉模型,将不完全信息引入重复博弈过程,解释了声誉机制在有限次重复博弈中的作用。Klein 和 Leffler (1981)、Diamond (1989) 则分别证明了声誉机制在交易活动和债务市场中的重要性。Fama (1980) 从公司所有权和控制权分离的角度,研究了利用声誉机制解决经理人激励的问题。他认为由于存在经理人市场,企业高级管理人员的市场价值取决于过去的公司经营业绩,从长期来看,经理人必须对自己的行为负责。因此,经理人会关注他们在劳动力市场上的声誉,从而减少机会主义行为。Holmstrom (1999) 则进一步阐述了 Fama (1980) 的思想,他认为,从平稳状态的分析结果来看,如果经理人能力的分布是随机的或经理人的产出能够被准确地观察到,那么声誉机制将会在劳动力市场发挥作用,从而有效地约束经理人的机会主义行为。经验研究的证据表明,声誉机制在成熟的市场经济国家发挥了积极的作用,不但强有力地惩戒了上市公司破坏声誉的行为,而且还使公司治理得到了改善 (Gerety and Lehn, 1997; Agrawal et al., 1999; Desai et al., 2006; Alexander, 2007; Karpoff et al., 2008b), 与正式的制度约束相比,声誉机制的公司治理效果更为显著。

当下的中国,经济持续地高速增长吸引了中外学者对“中国之谜”的关注,以及对转型过程中公司治理变革的研究。世界银行 2002 年的报告指出:“中国目前通过完善公司治理以推进企业改革的办法,可以视为是市场经济转变最后阶段的序幕。”(坦尼夫、张春霖、白瑞福特, 2002) 但是,在成熟市场经济国家常被采用的研究范式,并不完全适用于经济转轨和制度转型的国家,特殊的文化、制度背景等因素进一步强化了研究中国公司治理问题的不确定性和复杂

性。在旧有的计划经济体制向市场经济体制转型的过程中,虽然中国的法律制度建设为资本市场的发展提供了从无到有的制度性保障,但是落后的法制传统和效率较低的司法体系难以在短期内实质性提高仍然普遍较低的公司治理水平。仅仅依赖于单一的法律制度提高中国公司的治理水平显然是不够的,而且也不足以成就企业未来长期、稳定的发展。因此,在承认利用法律等正式的制度约束提高和改善公司治理重要性的同时,寻找适合中国公司的法律外治理机制同样具有理论价值和现实意义。

一方面,Allen等(2005)认为,非正式的机制和制度如声誉和社会关系替代了法律规定,支持了中国企业发展过程中的融资需求。近些年来,公众对国内企业所发生的食品安全、环境污染事件的反应也表明,即使缺乏完善的法律保护,作为非正式制度约束的声誉机制不但能够发挥作用,而且还严厉地惩罚了企业破坏声誉的行为。对于存在治理问题而爆出丑闻的上市公司,声誉机制是否同样能对其实施惩罚?声誉机制的公司治理效果如何?另一方面,从文献研究的角度来看,目前声誉机制治理作用的研究尚缺乏系统的和稳健的经验证据,研究体系仍不成熟。此外,与发达的市场经济国家相比,我国目前的法制水平依然落后,市场化程度不高,缺乏活跃的经理人市场和控制权市场,使得声誉机制对公司治理产生作用的路径并不清晰。因此,本书将以上市公司作为研究对象,全面和系统地检验中国现实背景下声誉机制所起到的公司治理作用^①。

① 虽然声誉的载体需要存在明确的对象,但是现实中的组织声誉与个人声誉往往是相互结合在一起的。因此,与严格区分组织声誉或个人声誉的研究文献不同,本书将组织声誉与个人声誉统一在声誉机制的研究框架之下,依据研究内容确定声誉的主体,并依此进行变量设计。

第二节 研究内容与基本框架

本书深入研究声誉机制的公司治理作用，内容包括：确定声誉机制在中国股票市场上是否发挥了作用，检验声誉机制对高管变更以及董事会构成的影响。全书共分为六章，各章的具体内容为：

第一章介绍本书研究的问题、研究内容、基本框架以及研究的贡献与创新。

第二章全面梳理和回顾声誉机制的研究文献。

第三章以 1994—2008 年发生违法、违规行为的上市公司作为研究样本，利用事件研究法和 Tobit 回归模型研究声誉机制是否在中国股票市场发挥了作用；声誉机制发挥作用的机理是什么；以及声誉机制对上市公司产生了怎样的约束才使其重视自身声誉。

第四章以 2003—2008 年发生违法、违规行为的上市公司高管作为研究对象，利用 Logistic 模型研究声誉机制与高级管理人员变更之间的关系，以及声誉机制对高级管理人员变更后就业的影响。

第五章以 2003—2008 年发生违法、违规行为的上市公司作为研究样本，利用 OLS 模型研究声誉机制与董事会规模、独立董事比例变化之间的关系，以及声誉机制对独立董事履行监督职能的影响。

第六章综合本书的研究结果，得出本书的主要研究结论、研究启示、政策建议，以及指出本书研究的不足和未来进一步研究的方向。

第三节 研究贡献和创新之处

本书以发生违法、违规行为的上市公司作为研究样本，集中研究声誉机制的公司治理作用。在研究过程中，本书得出了一些具有理论价值的研究成果，