

位 华/著 ■

证券市场开放、 公司治理与企业可持续增长

ZHEGNQUANSHICHANG KAIFANG
GONGSIZHILI YU QIYE KEXIXU ZENGZHANG



中国财经出版传媒集团



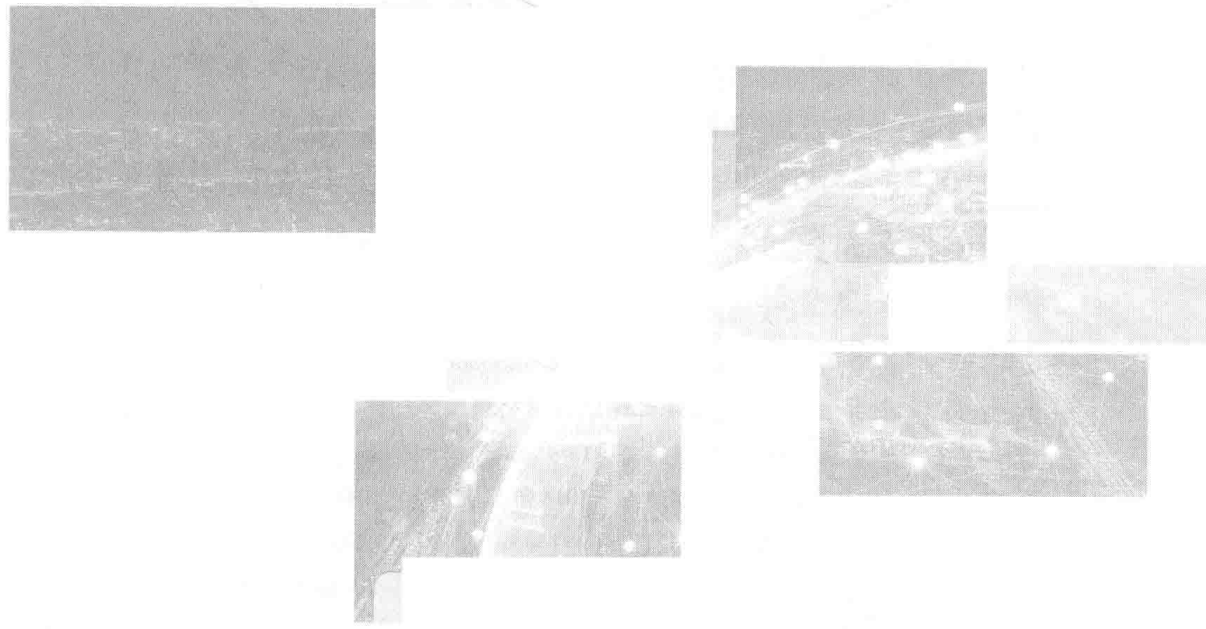
经济科学出版社
Economic Science Press

本书为教育部人文社科研究项目(12YJA630102)
“公司治理与证券市场开放：企业可持续发展的内部机制与外部环境”的研究成果

位 华/著 ■

证券市场开放、 公司治理与企业可持续发展

ZHEGNQUANSHICHANG KAIFANG
GONGSIZHILI YU QIYE KECHIXU ZENGZHANG



图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场开放、公司治理与企业可持续增长/位华著.
—北京: 经济科学出版社, 2018. 11
ISBN 978-7-5218-0071-5

I. ①证… II. ①位… III. ①证券市场-研究-中国
②公司-企业管理-研究-中国③企业管理-研究-中国
IV. ①F832.51②F279.246③F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 281264 号

责任编辑: 于海汛 陈 晨

责任校对: 王肖楠

责任印制: 李 鹏

证券市场开放、公司治理与企业可持续增长 位 华 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

总编辑部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710×1000 16 开 13.75 印张 220000

2018 年 12 月第 1 版 2018 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5218-0071-5 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191522)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010-88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010-88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))



前 言

自 20 世纪 60 年代以来，众多学者开始关注企业的可持续增长，研究中发现，不管是过高的增长速度还是过低的增长速度都是不利于企业在竞争中获胜的，只有稳定的可持续增长才是企业在市场中立于不败之地的法宝。可以采用很多指标来度量企业是否具有可持续增长能力，但是企业要保持可持续增长能力必须考虑公司治理，有效完善的公司治理也是保持企业可持续增长能力的基石所在。公司治理近年来成了国内外众多学者关注的问题，而利益相关者也依据公司治理状况来考察公司并由此制定自己的投资决策，因此，在企业可持续增长的实现过程中，公司治理的有效性和完善程度发挥着不可替代的作用。另外，2015 年的“两会”基本上确定了资本市场改革的步调，沪港通的开放使证券市场的开放打开了新的局面，国内外对于证券市场的开放给予了越来越多的关注，我国证券市场的深化改革必然会吸引更多的境外机构投资者来华投资。在此背景下，本书从理论与实证角度研究公司治理、证券市场开放以及企业可持续增长的互动关系，检验中国证券市场开放对公司治理、企业可持续增长的影响，并站在可持续增长的角度验证了公司治理的有效性。

本书主要围绕以下三个方面展开了研究：一是证券市场开放对公司治理、企业可持续增长的效应。证券市场开放会改变宏观经济环境，也会改变企业的内部运行机制，这都会影响到公司治

理结构以及企业的可持续增长，本书从理论与实证的角度考察证券市场开放对这两方面的影响，一方面为推进证券市场开放提供了参考与借鉴，另一方面探讨企业可持续增长的外部机制。二是从可持续增长的视角检验公司治理结构的有效性。可持续发展已经成为众多国家发展经济的理念。可持续发展理念的实施很大一部分要依赖于微观的企业行为，即企业应当保有可持续增长的能力。从可持续增长的角度来看，企业的经营行为不能以牺牲长远的利益来换取当前的利益，企业的发展与成长应当以可持续性作为基本目标之一，因此公司治理的评价也应该围绕这一目标进行，基于这一思想，本书在对可持续增长进行科学测度的基础上，检验股权结构、董事会独立性、经营者激励等方面对可持续增长的效应，探讨促进企业可持续增长的治理机制。三是把证券市场开放、公司治理、企业可持续增长纳入一个统一的框架。证券市场开放、公司治理、企业可持续增长之间既存在两两之间的直接影响，又存在交互作用，本书将建立一个统一的逻辑框架，将三者有机地联系在一起，揭示证券市场开放、公司治理、企业可持续增长的数量关系和作用机制。

本书的研究具有重要的理论和实际应用价值。本书的理论价值在于：一是丰富了公司治理的研究内容。一方面，本书要考察证券市场开放对公司治理的影响，证券市场的开放不仅对市场本身产生冲击，也会给上市公司带来变化，其中之一就是给治理机制带来的变化，促进公司治理由“行政型”向“经济型”演进；另一方面从可持续增长的视角验证公司治理的有效性，这一新颖的视角在“转方式、调结构”的宏观背景下，比财务业绩等传统指标有着更为积极的意义。二是推进证券市场开放的研究。证券市场开放给中国企业带来的影响是全方位的，日趋开放的证券市场作为外部环境会影响到企业的可持续增长，同时这一外部环境

还改变着企业可持续发展的内部机制——公司治理。本书的实际应用价值在于：从宏观层面，本书得到的结论对于监管部门推进证券市场的开放进度，完善上市公司治理规则有着重要的参考价值；从微观层面，本书从一个较为新颖的视角（可持续发展）检验公司治理的有效性，其结论对于完善公司治理结构、促进企业可持续发展有着重要的实践价值。

位 华

2018 年 11 月

目 录

第1章 引言	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究目标	3
1.3 研究内容	4
1.4 研究思路	6
第2章 文献综述	7
2.1 公司治理的理论基础	7
2.2 公司治理对公司绩效的影响	14
2.3 可持续增长	27
2.4 机构投资者参与公司治理的原理	30
2.5 各国机构投资者的积极性	37
2.6 外国机构投资者与公司治理	43
2.7 国内关于机构投资者与公司绩效的研究	46
第3章 证券市场开放对公司治理的影响	49
3.1 中国证券市场开放的历史进程	49
3.2 中国证券市场开放度的测算	51
3.3 证券市场开放对公司治理的影响途径	63
3.4 证券市场开放对公司治理的影响机制	64
3.5 证券市场开放与公司治理的关系	66

3.6	本章小结	73
第4章	QFII 持股、公司治理与公司绩效	74
4.1	理论分析与研究假设	74
4.2	变量选择与模型设定	78
4.3	描述性统计	80
4.4	计量结果	87
4.5	本章小结	96
第5章	证券市场开放对企业可持续增长的影响	98
5.1	可持续增长模型	98
5.2	理论分析及研究假设	108
5.3	变量选择与模型设定	109
5.4	描述性统计	111
5.5	计量结果	114
5.6	本章小结	116
第6章	公司治理对企业可持续增长的影响	118
6.1	公司治理对企业可持续增长的作用机理	119
6.2	研究假设的提出	122
6.3	变量选择与模型设定	124
6.4	描述性统计	125
6.5	计量分析	131
6.6	本章结论	137
第7章	证券市场开放、公司治理与企业可持续增长	138
7.1	证券市场开放与企业可持续增长	138
7.2	公司治理与企业的可持续增长	139
7.3	证券市场开放、公司治理与企业可持续增长	142
7.4	变量选择与模型设定	143

7.5 描述性统计	146
7.6 计量结果	148
7.7 本章结论	164
第8章 扩展性研究：董事会特征对银行稳定性的影响分析	166
8.1 文献综述及研究假设	167
8.2 研究设计	170
8.3 实证分析	176
8.4 本章小结	178
第9章 研究结论与对策建议	180
9.1 研究结论	180
9.2 政策建议	182
参考文献	186
后记	208

第 1 章

引 言

本书从理论与实证角度研究公司治理、证券市场开放以及企业可持续发展的互动关系，检验中国证券市场开放对公司治理、企业可持续发展的影响，并站在可持续发展的角度验证公司治理的有效性。

1.1 研究背景与意义

随着人口数量的剧增、环境的破坏以及资源的日益匮乏，可持续发展理念日益进入我们的视野，因为可持续发展是衡量企业适宜发展速度的指标，而一般的公司都不能随意增发新股，经营政策和财务政策也不会轻易变动。我们可以采用很多指标来度量企业是否具有可持续发展能力，那么影响企业财务可持续发展实现程度的内外部机制是什么？这对企业而言是一个非常重要的问题。

证券市场开放是企业所面临的外部发展环境，2015 年的“两会”^①基本上确定了资本市场改革的步调，沪港通的开放使证券市场的开放打开了新的局面，国内外对于证券市场的开放给予了越来越多的关注，我国证券市场的深化改革必然会吸引更多的境外机构投资者来华投资。所以证券市场开放在促进证券市场发展以及经济发展的同时，还会促进企业的发展，

^① 中华人民共和国全国人民代表大会和中国人民政府协商会议的统称。

会影响到企业可持续增长的实现程度。

从可持续发展的角度而言,公司治理具有不容忽视的作用。股东与高管的最终目标是保有一个合理、稳定的可持续增长率,但是在资源有限的情况下,需要解决的关键问题是如何保证能够可持续增长。而在现实中不少上市公司没有重视长期可持续增长能力地培育,而是过分专注销售的快速增长,过分追求短期利润目标。但是这样做的后果不仅仅使利润增加,还会使资源的过度消耗,而资源是有限的,反而更紧张了。只有稳定的可持续增长才是最有利的。对于公司而言应该结合自己的实际情况,制定和实施可持续发展战略,而战略的实施依赖于是否有完善、有效的公司治理结构。

基于上述考虑,本书从理论与实证两个角度研究公司治理、证券市场开放以及企业可持续增长的互动关系,检验中国证券市场开放对公司治理、企业可持续增长的影响,并站在可持续增长的角度验证了公司治理的有效性。

1.1.1 理论价值

1.1.1.1 丰富公司治理的研究

现有公司治理的研究,多是围绕公司治理对绩效的影响,以及对公司治理的有效性的评价。本书在现有文献的基础上对公司治理的理论研究进行了充实,一方面加入了证券市场开放对公司治理的影响,证券市场的开放不仅对市场本身产生冲击,也会给上市公司带来变化,其中之一就是给治理机制带来变化,促进公司治理由“行政型”向“经济型”演进;另一方面本文在现有对公司治理评价的基础上,从一个新的视角来评价公司治理——可持续增长的视角,这一新的视角在“转方式、调结构”的宏观背景下,比财务业绩等传统指标有着更为积极的意义。

1.1.1.2 推进证券市场开放的研究

现有文献对证券市场开放的研究多是集中在证券市场开放对证券市场

的影响、对经济增长的影响以及对汇率的影响。本书论述证券市场开放的微观视角，对企业的可持续发展的影响。证券市场开放作为企业发展的外部环境影响企业可持续发展，同时也影响了公司治理机制，这从两个方面推进了现有关于证券市场开放的研究。

1.1.2 实际应用价值

1.1.2.1 宏观层面

从宏观层面而言，本书讨论了证券市场开放以及公司治理的完善问题，由此得出的结论对于监管部门具有重要的借鉴意义。在推进证券市场开放进度以及完善上市公司治理规则时本书的研究具有参考价值。

1.1.2.2 微观层面

本书在微观层面的实践意义主要表现在对企业上，本书检验了财务可持续发展实现的内部机制——公司治理、外部机制——证券市场开放作用的发挥，所得结论对于企业完善公司治理结构、促进企业可持续发展有着重要的实践价值。

1.2 研究目标

1.2.1 探讨证券市场开放的效应

证券市场开放作为企业成长的外部环境，一方面会影响到企业的运行，另一方面也会影响到企业的内部环境——公司治理，而这都会影响到企业可持续发展的实现，本书从理论和实证两方面来探讨证券市场开放的效用。

1.2.2 探讨公司治理对企业财务可持续增长的有效性

企业应该追求可持续发展的理念，保有可持续增长的能力，企业的经营行为不能以牺牲长远的利益来换取当前的利益，企业的发展与成长应当以可持续性作为基本目标之一，本书从理论和实证两方面探讨公司治理对企业可持续增长的影响。

1.2.3 把证券市场开放、公司治理、企业可持续增长纳入一个统一的框架

证券市场开放、公司治理、企业可持续增长之间既存在两两之间的直接影响，又存在交互作用，本书建立一个统一的逻辑框架，将三者有机地联系在一起，揭示证券市场开放、公司治理、企业可持续增长的数量关系和作用机制。

1.3 研究内容

1.3.1 文献梳理与概念界定

在广泛查阅文献的基础上，对已有研究成果进行梳理分析，对公司治理、证券市场开放与可持续增长的有关概念进行界定，为进一步的研究打下基础。

1.3.2 证券市场开放对公司治理的影响

境外投资者对公司治理的影响表现在对治理机制良好公司的选择性和对所投资公司治理结构完善的直接推动。本书从理论和实证两方面论述了

证券市场开放影响公司治理的三个途径：作为境外机构投资者直接参与公司治理、威胁与关注。证券市场开放对公司治理的内部影响表现为：股权主体进一步多元化、降低内部人控制问题以及促进独立董事作用的发挥；证券市场开放对外部治理的影响主要表现为：发现股票价值和发掘并购目标企业。

1.3.3 QFII^① 持股、公司治理与公司绩效

QFII 作为境外机构投资者的引入，在资金实力、前沿投资理念以及管理实践方面都拥有不可比拟的优势，为了获取投资收益，保障自身的权益，QFII 股东会积极参与公司治理，促使公司绩效的提高。但 QFII 对公司治理的参与程度其实很大程度上取决于其持股规模。在持股规模小的时候，QFII 更倾向于“用脚投票”，不愿意参与到公司治理中，以此来保证自己的利益最大化，所以这种情况下，QFII 更多的是作为不积极股东和不稳定股东出现。但是随着持股规模的逐渐增加，其占比也越来越高，QFII 发挥的作用也越来越重要，开始在上市公司中逐渐发挥积极的作用。本书从理论和实证两方面来探寻 QFII 持股、公司治理对公司绩效的影响。

1.3.4 证券市场开放对可持续增长的影响

可持续增长的思想作为销售增长目标和战略思想已被企业普遍接受。本书在对可持续增长进行合理测度的基础上，考察作为外部环境的证券市场开放会给企业的可持续增长带来怎样的影响。

1.3.5 公司治理对企业可持续增长的影响分析

作为影响企业可持续增长的内部机制，公司治理应该会发挥作用。本书采用面板数据模型考察股权结构、董事会独立性以及高管激励是否影响

① Qualified Foreign Institutional Investors, 合格的境外机构投资者。

可持续发展的实现，或者说从可持续发展的视角检验以上三方面治理的有效性。

1.3.6 证券市场开放、公司治理、可持续发展的关系

证券市场开放、公司治理、可持续发展三者之间存在交互作用。本书将构建一个理论框架以刻画这三者之间的复杂关系，并对其进行实证研究。

1.4 研究思路

本书在梳理关于公司治理、证券市场开放、企业可持续发展等相关文献的基础上，从理论与实证两方面研究公司治理、证券市场开放以及财务可持续发展的互动关系，检验中国证券市场开放对公司治理、企业可持续发展的影响，并站在可持续发展的角度验证了公司治理的有效性，其技术路线如图 1-1 所示。

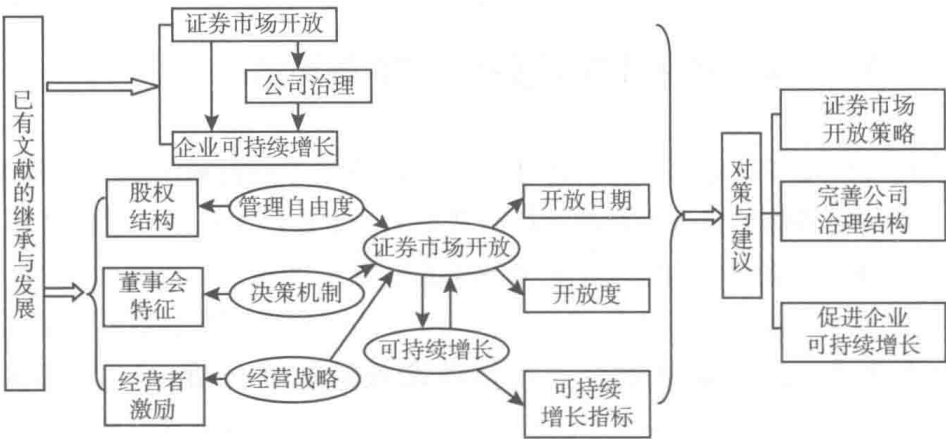


图 1-1 本书的技术路线

第 2 章

文 献 综 述

本章主要总结公司治理、机构投资者、可持续增长以及证券市场开放等方面的文献，在前人研究的基础上，提炼本书的主要研究内容。

2.1 公司治理的理论基础

到目前为止公司治理仍然缺乏公认的理论基础或公认的范式（Carver, 2000；Tricker, 2000；Parum, 2005；Larcker, Richardson and Tuna, 2007；Harris and Raviv, 2008）。佩蒂格鲁（Pettigrew, 1992）、特里克（Tricker, 2000）和巴鲁姆（Parum, 2005）认为公司治理的研究不管是在实证性、方法性和理论性方面缺少一致性，这意味着在理解和解释这个复杂的现代组织是如何运作的方面的努力是不够的。结果，研究人员在解释和分析公司治理时使用了来自经济学、金融、管理和社会学等广泛学科的若干不同理论框架。这些框架使用各种术语，从不同的角度看待公司治理。斯蒂尔斯和泰勒（Stiles and Taylor, 2002）认为这些不同观点的支离破碎导致了对公司治理和董事会在组织中的实际作用缺乏共识，因为董事会贡献的实质和对它的期望在很大程度上取决于理论观点。然而，这些框架在理论上往往相互重叠，并具有重要的共性。

表 2-1 对不同模型进行了简要摘要。通过不同的模型，研究人员试图从融资方或其他利益相关方的不同角度来研究这一问题。尽管存在来自不同模式的挑战，代理理论仍然是公司治理研究中最常用的理论方法（Spira, 2002）。

表 2-1 公司治理的基本理论

理论	模型	公司治理观点	主要结论和解释
代理理论	詹森和麦克林 (Jensen and Meckling, 1976)、法玛和詹森 (Fama and Jensen, 1983)	公司治理的基本问题是解决委托人如何阻止代理人最大化其自身利益。	代理问题的解决办法包括在公司的所有者和经理人之间签订一个最优合约 (显性的或者隐性的)。这些合同也被称为“游戏的内部规则”，确定组织中代理人的权限、评估他们的绩效标准以及他们将倾向于面对的最终收益函数
交易成本经济学	威廉姆森 (Williamson, 1979, 1981, 1983, 1984)	公司本身就是一个治理结构。公司治理问题被认为是由一系列的合同风险引起的，包括自利机会主义、信息不对称、资产特异性和少数人讨价还价以及有限理性问题 (Learmount, 2002)	公司治理涉及确定内部策略和机制来节约与合同风险相关的成本费用问题，不能依赖外部市场机制来缓解这些问题。因为事实上审计的权力有限，接触到公司激励与资源分配机制的机会有限
行为代理模型	怀斯曼和戈麦斯梅雅 (Wiseman and Gomez-Mejia, 1998)	重新审视各种内部公司治理机制对风险承担的影响，制定加强公司治理的策略	决策制定者的风险偏好受其对损失或收益的界定的影响。积极 (消极) 的界定会愿意提高 (降低) 风险偏好，这最终对风险承担结果有一个负向 (正向) 影响；如果未来的基本薪酬不会受到损失的威胁，代理人的风险厌恶会降低，代理人可能更愿意选择较高风险策略；依靠市场表现 (账面表现) 的绩效标准提高了损失 (收益) 的可能性；绩效评价中主观行为标准的使用提高了代理人的风险厌恶，这随之降低了代理人的风险承担