

Corporate Governance and Performance of
Private Listed Companies in China

民营上市公司的

治理机制与绩效

李汉军 著

民营上市公司的 治理机制与绩效

李汉军 著



中国金融出版社

责任编辑：吕晶晶 赵天朗

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

民营上市公司的治理机制与绩效 (Minying Shangshi Gongsi de Zhili Jizhi yu Jixiao) / 李汉军著. —北京：中国金融出版社，2007. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4474 - 0

I. 民… II. 李… III. 私营企业—企业管理—研究—中国
IV. F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 114956 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 10.75

字数 191 千

版次 2007 年 9 月第 1 版

印次 2007 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4474 - 0/F. 4034

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

随着近两年中国股市的一路高歌，大多数人都认为未来几年的中国金融市场将迎来蓬勃发展的绝好时机。但中国诸多重大改革措施仍需进一步完善，例如上市公司监管、汇率体制改革以及税率机制改革等关系到国计民生的诸多问题还未得到妥善解决，仅仅靠市场的表面繁荣，如何支持未来中国证券市场的持续性发展？大部分人把答案锁定在“公司治理”上。

中国证券市场全面引入“公司治理”这一理念的标志是2002年1月，中国证券监督管理委员会和原国家经济贸易委员会联合发布的《上市公司治理准则》。随后颁布的一系列相关法律法规以及2006年修订的《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》都使中国上市公司的公司治理状况得到显著改观。很多人认为，受原计划经济时代的监管模式和传统文化的影响，大多数上市公司的治理机制与国际大企业的先进治理模式相比，仅仅是“形似”而非“神似”。前几年，国内公司治理改革取得了怎样的成绩？是否对改善上市公司绩效起到了决定性作用？

近年来，对于公司治理的学术研究已经蔚然成风，无论在学术界、实务界还是主管部门，都有大量的论文涌现，形成了“百家争鸣”的学术氛围。但是与之并不相称的是，中国的公司治理实践却一直存在诸多问题，例如大股东剥削小股东、独立董事的角色问题、虚假信息披露、高管的激励与约束问题等，目前仍未找到合适的解决方案。这不可避免地造成了当前证券市场的扭曲现象——投资者对上市公司存在普遍的不信任、投资者普遍的短期投机决策行为，其结果就会造成股市的大幅波动和投资者的盲目投资，这将对中国证券市场的长期稳定发展造成负面影响。这种学术火热而实践薄弱的现象也正是前面所谓的“形似”而非“神似”的体现。作为金融领域的学者，我们有责任针对中国的现实问题进行深入的理论研究，找到解决问题的理论模型和现实依据。

在国际上，实证研究是公司治理研究的主流研究方向，已经取得大

量的成果，并对上市公司监管规则的制定产生了巨大的影响。诸多监管机制的修订，也是建立在大量实证检验的基础上的。但中国证券市场建立时间较短，监管机制在市场建立之初并不完善，未能获得足够的实证研究支持制定可行的政策与法规。所以在 20 世纪 90 年代后期，中国发生了很多上市公司违规经营的案件，监管机制的不足完全凸显出来。证券市场经过近十年的不断改革洗礼，公司治理机制已经取得了一定的成效，给投资者和政府主管部门带来一定的信心。但公司治理的诸多问题还未完全解决，如何通过实证研究来发现这些问题并找到合适的解决途径，将是未来中国证券市场发展过程中不得不面对的挑战。

李汉军博士的学术专著《民营上市公司治理机制与绩效》正是在这一历史条件下产生的，他另辟蹊径，从民营上市公司的角度，以实证研究的方法研究治理机制和公司绩效之间的关系。众所周知，上市公司中大部分是国有控股，民营上市公司在数量上并不占优势。但其快速增长速度和高效率的经营绩效，让我们看到了中国未来证券市场的希望。民营上市公司受政府有关部门的约束较少，具有明显的公众企业特征；而国有上市公司的前身都是国有大中型企业，这就造成两类上市公司的股权结构、激励和约束机制等公司治理机制存在明显的区别。如果将这两类上市公司一视同仁，无论是政府有关部门制定政策法规，还是学术界进行理论研究，都会产生偏差。李汉军博士以民营上市公司为研究样本，创新性地回避了国有资产定价问题、高管任免中的政府因素等诸多非市场因素，以寻求中国上市公司的运行规律。

李汉军博士的研究得出了一些非常有趣的结论，对中国的监管部门和上市公司都具有一定的借鉴意义。

首先，监管机制的效果存在明显的滞后作用。任何一项政策的出台都会存在一定的执行过程，尤其在中国这种转型经济条件下，这种滞后现象非常明显。所以，我们在评价一项改革决策的效果时，需要考察这项政策在未来几年的进展和成效。

其次，公司治理机制之间存在着一定的相互作用关系。每一项公司治理机制并不是单独发挥作用的，对任何一项治理机制的改革都会影响到其他治理机制发挥作用的 effects。

最后，公司治理机制和公司绩效之间存在着相互作用的关系，即绩效好的公司有动力去进一步完善公司治理机制，公司治理机制完善的企

业会在未来的经营中表现出较好的绩效水平。这是一个良性循环的过程，可以帮助上市公司实现长期稳定的可持续发展。

李汉军博士的这本专著，虽然得出了一些有建设性的重要结论，但受所选用数据的限制未能考虑到股权分置改革对国内上市公司的影响。如果在今后的研究中，能针对股权分置改革与公司治理做进一步的实证分析，必将产生更大的影响力。

张俊喜 院长
中央财经大学中国金融发展研究院

前 言

民营上市公司的控股股东是自然人或民营企业，受到政府有关部门的约束较少，其市场特征更明显。而非民营上市公司的前身都是国有大中型企业，通过改制、资产重组等方式达到上市的要求后，公开上市募集资金。这造成这两类上市公司的股权结构、董事会构成、决策监督机制等公司治理机制存在明显的差别。如果将这两类上市公司一视同仁，无论是政府有关部门制定政策法规，还是学术界进行理论研究，都会产生偏差。所以，本书以民营上市公司为研究样本，回避国有股定价问题、高管激励中的政府因素、国有股股权变动的审批问题等一系列非市场因素，以寻求中国上市公司治理机制的运行规律。

公司治理是一个复杂的机制体系，大部分文献和书籍都是针对单一机制进行研究，而研究各种机制之间互动关系的文献较少。本书首先针对股权结构、董事会、高管激励约束和信息披露这四种最重要的治理机制进行实证分析，研究治理机制和绩效以及公司治理机制之间的互动关系。当然，公司治理机制的影响因素不仅仅限于本书研究涉及的内容。在对上述四种治理机制进行实证研究的基础上，本书建立了一个相对简单的关系框架。该框架从实证的角度反映了公司治理机制之间存在互动作用以及公司治理机制和绩效之间存在滞后的相互作用关系。这个关系框架表明，公司治理机制之间存在复杂的相互影响，任何一个机制的变化将引起一系列连锁反应，其他各种机制也会随之发生变化，进而影响公司绩效，并逐步建立另外一个公司治理结构。

为了进一步剖析公司治理机制总体状况和绩效之间的关系，本书建立了公司治理的综合评价指标，并以此为桥梁讨论公司治理机制和公司绩效之间的内生性问题。研究表明，上市公司治理机制和经营绩效之间存在着很强的内生性关系：治理不仅对绩效有显著的促进作用，而且绩效对治理也有强烈的反馈作用。由于同时身处资本市场和产品市场，上市公司在这两个市场上的业绩也是相互影响的。上市公司注重经营绩效的同时，还要不断完善公司治理机制，从而营造良好的经营氛围。上市

公司只有获得产品市场的成功，又获得资本市场的支持，才会步入可持续发展的良性循环。

李汉军
中央财经大学
中国金融发展研究院
2007 年 1 月

目 录

第一章 导言	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 研究方案	4
1.3 本书创新点	4
1.4 本书结构	5
第二章 文献综述	6
2.1 民营企业与民营上市公司	6
2.1.1 民营企业的发展现状	6
2.1.2 民营经济的发展模式	7
2.1.3 民营上市公司的相关研究	8
2.2 股权结构与公司绩效	9
2.3 董事会独立性与公司绩效	12
2.3.1 独立董事制度的产生与发展	12
2.3.2 董事会组成对公司绩效的影响	12
2.3.3 中国学者的研究成果	14
2.4 高管的激励约束机制	15
2.5 上市公司信息披露机制	16
2.5.1 中国上市公司信息披露的质量	16
2.5.2 上市公司审计意见的独立性	17
2.6 公司治理评价体系	18
2.7 目前国内研究的不足之处	20
第三章 实证研究的数据和方法	22
3.1 数据来源	22
3.2 数据的基本状况和主要指标的描述性统计	23
3.2.1 民营上市公司样本的基本情况	23
3.2.2 民营上市公司的绩效指标	25

3.2.3 作为控制变量的指标·····	26
3.3 实证研究方法·····	28
3.3.1 回归分析·····	28
3.3.2 因子分析·····	34
第四章 股权结构与公司绩效 ·····	37
4.1 股东权利和股权结构·····	37
4.1.1 股东权利·····	37
4.1.2 中国上市公司的股权种类·····	39
4.1.3 股权结构的特征指标·····	39
4.2 股权结构对公司绩效的影响·····	40
4.2.1 问题的提出·····	40
4.2.2 研究假设·····	42
4.2.3 样本的描述性统计·····	43
4.2.4 模型及实证结果·····	46
4.3 绩效对股权结构的影响·····	50
4.3.1 股权结构变动的动因·····	50
4.3.2 样本的描述性统计·····	51
4.3.3 模型和回归结果·····	54
4.4 小结·····	57
第五章 董事会独立性与公司绩效 ·····	60
5.1 董事会治理机制·····	60
5.1.1 董事会的职能·····	60
5.1.2 董事的特征·····	62
5.1.3 董事会的独立性·····	62
5.1.4 我国民营上市公司董事会独立性的现状·····	64
5.1.5 董事会组成在 2001 年前后的变化 ·····	66
5.2 董事会独立性的影响因素·····	67
5.2.1 影响董事会独立性的主要因素·····	67
5.2.2 实证研究设计和结果分析·····	69
5.3 董事会的独立性对绩效的促进作用·····	72
5.3.1 问题的提出·····	72

5.3.2 实证研究数据和模型	73
5.4 小结	77
第六章 高管的激励约束机制与公司绩效	79
6.1 高管激励和约束机制的主要内容	79
6.1.1 激励机制	79
6.1.2 约束机制	80
6.2 高管激励约束方式的影响因素	82
6.2.1 问题的提出	82
6.2.2 研究假设	83
6.2.3 数据的描述性统计	84
6.2.4 实证研究模型和结果分析	87
6.3 高管激励和约束机制的有效性	95
6.3.1 研究假设	95
6.3.2 模型和回归结果	96
6.4 小结	99
第七章 信息披露机制与公司绩效	101
7.1 信息披露机制的特征	101
7.1.1 信息披露制度的意义	101
7.1.2 信息披露制度的作用	102
7.1.3 信息披露的质量特征	102
7.1.4 国外信息披露制度的发展趋势	103
7.2 我国上市公司信息披露机制的现状	104
7.2.1 信息披露法律保障体系	104
7.2.2 上市公司信息披露的现状	106
7.3 上市公司审计意见的影响因素	109
7.3.1 问题的提出	110
7.3.2 样本选择、数据来源及研究方法	111
7.3.3 回归结果和分析	113
7.4 小结	116

第八章 治理机制和公司绩效的互动关系	118
8.1 治理机制和公司绩效关系的框架	118
8.1.1 公司治理机制关系框架的建立	118
8.1.2 治理机制和公司绩效关系框架的意义	119
8.2 公司治理指数的建立	122
8.2.1 问题的提出	122
8.2.2 公司治理指数的建立	122
8.3 治理机制和公司绩效的内生性关系	126
8.3.1 相关文献回顾	126
8.3.2 实证研究及结果分析	127
8.4 小结	135
第九章 结论	138
参考文献	143
致谢	156

第一章 导 言

1.1 研究背景和意义

近年来,中国的民营经济^①发展迅猛,已经成为促进社会生产力发展的重要力量^②。就企业数量而言,民营经济已经占全国企业的绝大多数^③。民营经济中的股份制经济是民营经济发展的高级形态,它是一种混合经济,具有资本社会化的明显特征。作为民营企业的典型代表,民营上市公司^④是众多民营企业经过市场竞争的洗礼,逐步发展壮大起来的优秀企业,也是我国证券市场上最具活力的企业。我国第一家直接上市的民营企业是由香港华源电子科技有限公司发起的深圳华源实业股份有限公司^⑤。经过十年的迅猛发展,到2002年底,在沪深两市上市的民营企业已经达到197家,绩效普遍好于非民营上市公司^⑥。随着国家宏观产业布局的调整,还会有越来越多的行业逐步转变为由民营企业占主导地位,这样就会有越来越多的非民营上市公司转变为民营上市公司。同时越来越多的民营企业将要通过上市融资获取资金,以扩大自身规模、寻求更大的发展空间。

① 民营经济分为广义和狭义两大类。广义的民营经济是指除国有和国有控股企业以外的多种所有制经济的统称,包括个体工商户、私营企业、集体企业、港澳台投资企业和外商投资企业。狭义的民营经济则不包含港澳台投资企业和外商投资企业。学术界和政府部门所提到的民营经济一般都是指狭义的民营经济,本书的研究对象也是狭义的民营经济。

② 中共十六大报告提出“两个毫不动摇”和“一个统一”。十六届三中全会提出要大力发展和积极引导非公有制经济发展,在非公有制经济理论和政策方面又有许多重大突破。

③ 全国政协副主席、全国工商联主席黄孟复在中国民营经济发展形势分析会上的演讲,2003-11-30。

④ 本书所研究的民营上市公司是指第一大股东为自然人、民营企业或职工持股的上市公司。作者手工筛选出来的民营上市公司的样本状况,本书第二章会详细描述。

⑤ 该公司在深圳证券交易所挂牌交易,后来由于公司连续亏损,被带上ST帽子,于2000年被国有独资的沙河集团重组,更名为沙河股份,转变为非民营上市公司。

⑥ 张俊喜、张华:《民营上市公司的经营绩效和治理结构研究》,第二届公司治理国际研讨会论文。

自1992年开始,民营企业通过各种方式进入资本市场融资。民营上市公司的上市方式可以分为三种:IPO(首次公开募股)、买壳上市、管理层收购(MBO)。1997年以前,首次公开募股一直是民营企业上市的主要方式。1994年开始出现民营企业买壳上市,1997年后的股市资产重组浪潮,使买壳上市成为民营企业上市的主要方式。通过管理层收购上市的民营企业较少,这主要是由于国家还未颁布相关法规、政策,今后管理层收购的具体实施方式还有待于进一步探讨。

从亚洲金融风暴到美国大公司系列财务丑闻,全世界范围都掀起了公司治理改革的浪潮。2002年7月30日,美国总统布什签署了旨在打击公司财务欺诈的《公司改革法》(SARBANES - OXLEY ACT OF 2002,以下简称《索克斯法案》)。2002年8月,纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(NASDAQ)分别向美国证券交易委员会(SEC)提交了有关改革公司治理原则的提案,这两个提案都强调独立董事的重要作用。2003年初,纽约证交所和纳斯达克分别就各自提出的公司治理修正方案向美国证券交易委员会提交了修订意见,同时加强了对独立董事独立性的要求。2003年11月4日,美国证券交易委员会正式批准了纽约证交所的全新上市公司治理标准。

近几年,中国政府非常重视对上市公司的监管。2001年中国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,2002年初颁布了《上市公司治理准则》,开始了中国上市公司治理改革的浪潮。“公司治理”、“独立董事”这些概念对于中国金融市场而言,都是全新的事物,如何将这些在西方成熟的理念和机制成功地本土化,建立起一套适合中国的公司治理体制是主管部门和学术界面临的难题。国内企业的国际化发展、外资的持续涌入以及国内相关配套法规的逐步完善,为国内公司治理改革塑造了良好的外部环境。经过几年的探索和试运行,虽然出现了很多不足和弊端,但“公司治理”已经被国内企业界和股民广泛接受。为了进一步完善上市公司治理结构、促进上市公司规范运作与持续发展,2005年底国家主管部门颁布了《上市公司股权激励管理办法》,对于已完成股权分置改革的上市公司,可遵照这个办法的要求实施股权激励,建立健全激励与约束机制。2006年1月1日开始实施的新《公司法》和《证券法》都同时强化了对公司治理机制方面的要求。这些法律、法规旨在从法律上强化上市公司的治理机制,保护投资者利益,保障中国证券市场的良性发展。随着民营上市公司的大量涌现,又产生各种新问题亟待解决,例如国有资产流失问题、资本运作

的信息披露、剥削小股东和掏空上市公司等，使得政府部门和学术界面临新的挑战。

民营上市公司与非民营上市公司的发展历史存在明显的差别。非民营上市公司的前身都是国有大中型企业，通过改制、资产重组等方式达到上市的要求后，公开上市募集资金。这就造成这两类上市公司在股权结构、董事会构成、决策监督机制等公司治理机制方面存在明显的差别。显然，由于民营上市公司的控股股东是自然人或民营企业，受到政府有关部门的约束较少，激励机制和经营模式比较灵活，所以其市场特征更强些。这种市场特征表现为，高管任免具有独立性、股权转让比较自由，以及不存在非民营上市公司普遍存在的所有者缺位、委托—代理关系复杂、激励机制失效等现象。所以，无论是政府有关部门制定政策法规，还是学术界进行理论研究，都应该充分考虑两类上市公司的差别。

当前国家正在对产业布局进行宏观调控，国有企业退出行业的垄断地位，由民营企业主导行业；同样，证券市场也将按照这一趋势发展，当前民营上市公司的市场特征，在一定程度上预示了未来上市公司特征的发展趋势：越来越多的上市公司为民营资本控股，国有资本在资本市场的比例越来越低。所以，当前的民营上市公司是一组非常珍贵的研究样本，对其进行深入研究，将可以回避国有股定价问题、高管激励中的政府因素、国有股股权变动的审批问题等一系列非市场因素，使研究者可以获得比较真实的、具有前瞻性的结论，为未来中国证券市场的发展寻求坚实的理论依据。为了能够获得可靠的结论，还原证券市场的真实面目，本书将以民营上市公司为研究样本，通过一系列实证研究，探求中国证券市场的公司治理机制运行规律，并在实证结果的基础上建立公司治理机制之间关系的框架。

近几年，国内关于民营企业的研究已经形成热潮，学者们大多数研究集中在民营企业的成长方式、管理模式、民营企业企业家特质等问题。“德隆系”、“农凯系”、“托普”、“科龙”等一系列民营上市公司违法违规事件曝光后，人们开始关注民营企业的公司治理问题。但是，相关研究主要集中在治理模式或法律体系的讨论，进行深入、全面的实证研究较少^①。很多备受关注的

^① 《中国公司治理报告（2005）：民营上市公司治理》指出：民营上市公司已成为推动我国证券市场发展的重要因素，特别是在政府下决心解决股权分置的新形势下，民营公司在我国证券市场中的地位将越来越重要。研究表明：国内民营上市公司盈利能力和公司治理状况总体上比非民营上市公司差。但该书的研究基础是描述性统计，并未进行系统、深入的实证研究以获得更有说服力的结论。

问题,如董事会的设置、经理层的监管和激励、兼并重组、信息披露机制等,很少从民营上市公司的角度,进行系统、深入的实证研究。学术界的这种态势与当前民营资本在国内越来越受到的重视,形成鲜明的对比。

本书的研究将具有以下意义:(1)以民营上市公司为样本,通过实证研究的方法,分析不同公司治理机制之间的互动关系以及治理机制和绩效之间的关系,并建立公司治理机制之间关系的框架;(2)建立公司治理指数,探讨公司治理总体状况和绩效之间的关系;(3)验证近几年中国公司治理改革的效果,并为国家相关部门制定强化上市公司治理的相关政策提供理论支持。

1.2 研究方案

本书以1999年至2003年在中国上市的民营上市公司为研究样本,应用时间序列的分析方法,考察公司治理机制与绩效之间的动态关系。

首先,针对民营上市公司,从公司治理机制各个方面进行实证研究,考察股权结构对公司绩效的影响、董事会有效性和独立性对公司绩效的影响,以及经理层的激励、监督机制的效果和上市公司信息披露机制的作用。通过以上研究确定各种治理机制和公司绩效之间的关系以及治理机制之间的互动关系,并进一步建立公司治理机制之间关系的框架。

其次,在以上研究的基础上建立上市公司治理评价标准——公司治理指数,表征上市公司治理的总体状况。以公司治理指数为桥梁,考察公司治理机制和绩效之间的内生性。在消除内生性的条件下,进一步进行实证研究,以发掘公司治理机制影响上市公司绩效的深层次原因。

通过以上一系列的实证研究,结合我国公司治理实务的发展现状和公司治理理论,希望能获得一定的理论突破,并为我国政策的制定者和学术界的同仁提供一些借鉴。

1.3 本书创新点

本书全面地探讨了我国上市公司治理机制的运行机理,具有一定的创新性,具体为:

1. 分别针对股权结构、董事会、高管层激励约束、信息披露四个重要的公司治理机制,以1999年至2003年的我国民营上市公司为研究样本,应

用时间序列分析的方法进行实证研究，考察了这几种治理机制的运行机理，以及它们和绩效之间的相互作用关系。

2. 在上述四种机制的研究基础上，建立了公司治理机制之间互动关系以及治理机制和公司绩效之间互动关系的框架，简单、明确地描述了公司治理机制之间的动态平衡关系。

3. 应用主成分分析的方法，将上述四种关键的公司治理机制合并成一个代表上市公司总体治理状况的治理指数，以该指数为桥梁进一步探讨公司治理机制对公司绩效的影响。研究发现，治理机制和公司绩效之间存在显著的内生性关系。

1.4 本书结构

论文将分为八个部分进行论述：

第一章 导言。公司治理问题的理论背景和现实意义。

第二章 文献综述。对本书所涉及的各种理论和文献进行梳理。

第三章 实证研究的数据和方法。描述数据状况，各部分实证研究的模型和方法，简化后面各章中重复数据的描述性统计。

第四章 股权结构与公司绩效。研究上市公司的股权结构和绩效的相互关系，以及股权结构变动的影响因素。

第五章 董事会独立性与公司绩效。分析董事会独立性和公司绩效的互动关系，尤其是董事会独立性对绩效的滞后影响。

第六章 高管的激励约束机制与公司绩效。论述高管的激励约束手段的影响因素以及和绩效的关系。

第七章 信息披露机制与公司绩效。分析信息披露的影响因素，重点研究上市公司审计意见的独立性。

第八章 治理机制和公司绩效的互动关系。在第三章至第六章研究结果的基础上，汇总架构治理机制和公司绩效的互动关系框架，并建立公司治理指数，进一步研究公司治理总体状况和公司绩效的内生性关系。

第九章 结论。对本书前面几章实证研究的结果归纳汇总，得出本书的主要结论。