

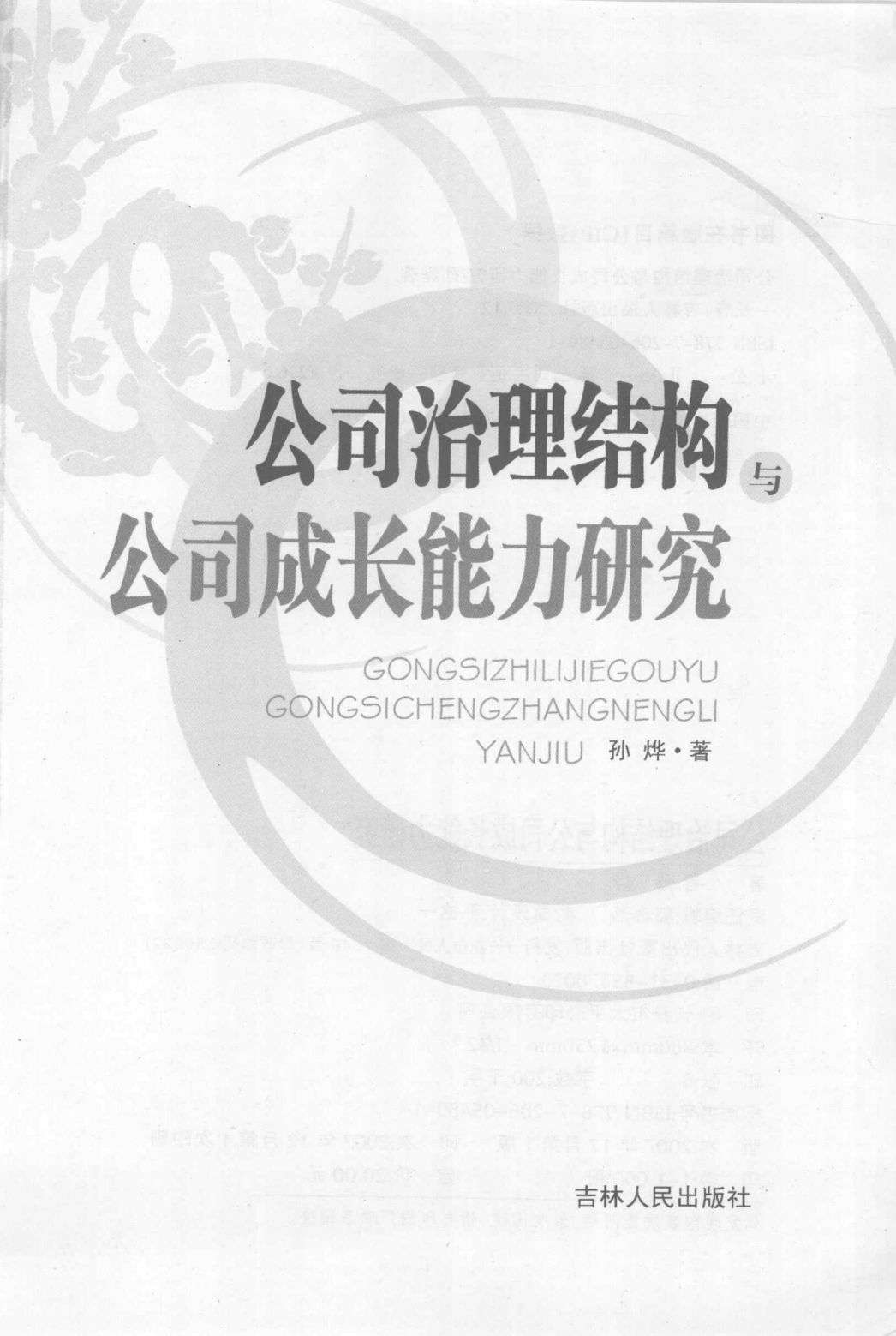


公司治理结构 与 公司成长能力研究

GONGSIZHILIJIEGOUYU
GONGSICHENGZHANGNENGLI

YANJIU 孙 烨·著

吉林人民出版社



公司治理结构 与 公司成长能力研究

GONGSIZHILIJIEGOUYU
GONGSICHENGZHANGNENGLI

YANJIU 孙 烨·著

吉林人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理结构与公司成长能力研究/孙烨著.

—长春:吉林人民出版社,2007.12

ISBN 978-7-206-05489-1

I.公… II.孙… III.公司—企业管理—研究 IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 203910 号

公司治理结构与公司成长能力研究

著 者:孙 烨

责任编辑:郭春燕 封面设计:孙铭一

吉林人民出版社出版 发行 (长春市人民大街 7548 号 邮政编码:130022)

电 话:0431-85378023

印 刷:长春市太平彩印有限公司

开 本:880mm×1230mm 1/32

印 张:8 字数:200 千字

标准书号:ISBN 978-7-206-05489-1

版 次:2007 年 12 月第 1 版 印 次:2007 年 12 月第 1 次印刷

印 数:1-1 000 册 定 价:20.00 元

如发现印装质量问题,影响阅读,请与印刷厂联系调换。

内容提要

为什么有的企业能够基业常青？而有的企业却在相同条件下的竞争中迅速衰败和消亡？是什么因素在发挥如此重大的作用？这些因素是如何发挥作用的？这显然是个十分重大的、世界性的理论与现实问题。对于加入“WTO”后的中国企业来说，研究影响企业在激烈的市场竞争中保持持续成长能力的因素尤为重要。

本文研究重点为公司治理结构对公司成长能力的影响。采用主成分和 TobinQ 等不同的研究方法，将我国上市公司划分为高成长和低成长。利用二项 Logistic 模型、多元线性回归模型，在控制了国有与民营、规模、行业、财务杠杆等因素的前提下，对两类不同成长能力公司的股权特征、董事会构成等治理因子进行了分层和综合的考察。

实证结果表明：良好的公司治理结构是提升企业竞争力、保持企业持续成长能力的决定性因素。

目 录

绪 论 / 1

第一章 企业成长的理论与实证研究综述 / 13

第一节 企业成长的理论脉络 / 13

第二节 企业成长概念 / 32

第三节 企业成长的实证研究综述 / 39

第四节 本章小结 / 53

第二章 公司治理结构的研究综述 / 55

第一节 公司治理的起源、意义和功能 / 56

第二节 公司治理结构的概念 / 70

第三节 公司治理之股权特征 / 75

第四节 公司治理之董事会构成 / 91

第五节 本章小结 / 100

第三章 公司成长能力分类的实证分析 / 102

第一节 公司成长分类方法研究回顾 / 103

第二节	公司成长能力的主成分分析	/ 114
第三节	公司成长类型	/ 123
第四节	公司成长能力的 TobinQ 分类	/ 130
第五节	本章小结	/ 137

第四章 股权特征对公司成长能力影响的 实证分析 / 141

第一节	理论分析及提出假设	/ 141
第二节	研究设计	/ 156
第三节	实证结果分析	/ 162
第四节	本章小结	/ 180

第五章 董事会构成对公司成长能力影响的 实证分析 / 185

第一节	理论分析及提出假设	/ 185
第二节	研究设计	/ 194
第三节	实证结果分析	/ 196
第四节	治理结构对成长能力影响的综合分析	/ 206
第五节	本章小结	/ 212

结 论 / 215

附 录 / 226

后 记 / 247

图表目录

- 表 1-1 “规模经济”与“成长经济”理论的
差异分析 / 24
- 表 3-1 成长能力衡量变量 / 117
- 表 3-2 上市公司成长能力分类的样本筛
选过程 / 120
- 表 3-3 分年度成长因子累积贡献率 / 122
- 表 3-4 分年度成长因子得分 / 123
- 表 3-5 2002 年两类公司 CAR 均值为 0 的 t
检验 / 128
- 表 3-6 2002 年两类公司 CAR 的 t 检验 / 129
- 表 3-7 Tobin's Q 的描述性统计 / 135
- 表 4-1 变量设计 / 160
- 表 4-2 股权特征变量的描述性统计 / 165
- 表 4-3 分行业的股权特征变量描述性统计 / 168
- 表 4-4 不同成长性公司的股权特征变量的

	差异性分析 / 169
表 4-5	股权性质与公司成长能力的 Logistic 回归结果 / 172
表 4-6	股权性质与 Tobin'sQ、Tobin'sQ_20、 Tobin'sQ_30 的回归结果 / 174
表 4-7	股权结构与公司成长能力的 Logistic 回归结果 / 175
表 4-8	股权结构与 TobinQ 的回归结果 / 177
表 4-9	股权结构与 TobinQ_20 的回归结果 / 178
表 4-10	股权结构与 TobinQ_30 的回归 / 179
表 5-1	变量设计 / 194
表 5-2	董事会构成变量描述性统计 / 198
表 5-3	不同成长性公司的董事会构成变量的 差异性分析 / 200
表 5-4	董事会结构与公司成长能力的 Logistic 回归 / 201
表 5-5	董事会特征与 TobinQ 的回归结果 / 204
表 5-6	董事会特征与 TobinQ_20 的回归结果 / 204
表 5-7	董事会特征与 TobinQ_30 的回归 / 205
表 5-8	治理结构与 TobinQ, TobinQT_20, TobinQ_30 的综合模型回归结果 / 208
表 5-9	治理结构与成长哑变量综合模型 回归结果 / 209

绪 论

一、研究背景与动机

2001年2月27日，湖北省宜昌市中级人民法院一纸民事裁定书在证券市场上掀起轩然大波，猴王股份（000535）的第一大股东猴王集团因严重资不抵债而宣告破产。覆巢之下，岂有完卵？猴王集团的破产直接导致了猴王股份的灭顶之灾。是年，猴王股份由于高达10亿元的债权无法收回，导致财务状况异常，被深交所实施特别处理，直至2005年9月21日，被深交所终止上市。短短十来年的时间猴王股份就从巅峰跌入低谷，是什么原因导致它不能健康、持续的成长？猴王股份为其大股东提供贷款或贷款担保的高发期，主要集中在1995年到1997年间，当时其股权结构为：总股本为30 272.3万股，其中国家股10 418.69万股由猴王集团持有，占总股本的34.42%；法人股2 835.6万股，占总股本的9.37%；流通股14 776.42万股，占总股本的48.81%。从中不难看出，公司股权过度集中，国家股比重过大，一股独大现象严重。由于股权结构的不合理，直接导致大股东控制格局，使其利用关联交易掏空猴王股份公司成为可能。

在1995年到1997年间，猴王股份的总股本仅3个多亿，却为大股东提供贷款或贷款担保高达7亿多元，



但猴王股份董事会、股东大会却没有及时制止。那么，为什么股东不能全力维护自己股权的利益呢？一个重要原因就是：参加股东大会和董事会的多数是国家股和国有法人股的代表，他们没有动力为自己所代表的并非为自己所有的股权利益而尽职。这说明猴王股份的国有股持股主体缺位不到位，导致公司治理结构活力不足。

从猴王股份 1997 年之前的情况分析，猴王集团在猴王股份董事会 13 个席位中占 4 个席位，董事长与总经理职位长期合二为一，经营管理层占据董事会的大多数席位形成内部董事占优势的格局，而经营管理层又是大股东的高管人员，这样董事会由大股东掌握和内部人控制交织成复杂网络，难以形成独立的董事会来保证健全的经营和决策机制。

“猴王事件”不是一天两天形成的，而是长期积累的结果。在这一过程中，债权人、审计机构、监管机构或多或少都能察觉一些问题，但却都没有给予揭露。如果外部监控机制能及时发挥作用，“猴王事件”应当能够避免。可见，健全外部监控机制也是十分必要的。

韩志国认为，不能孤立地看待猴王事件，更不应把它作为一个特例“孤立”地解决。而应看到，猴王事件是中国资本市场各环节存在问题的集中爆发，不从根源入手，ST 猴王的“化身”和“变种”还会源源不断地跳出来，扰乱这个市场的秩序，阻碍这个市场的发展。

正如韩志国所说，像猴王股份这样短命的上市公

司，在中国资本市场中确实频频出现了^①。早在 2001 年，根据中国证监会出台的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，上海水仙电器股份有限公司依法退市，并以打破“只生不死”的股市记录而载入史册。而“水仙事件”只不过是我国上市公司短命故事的开始。截止到 2006 年 7 月 21 日，已经有 36 家上市公司继水仙之后从 ST、PT 一路跌入退市的深渊，而截止到 5 月 24 日，又有 59 家上市公司加入了 ST 公司的危险行列。

上市公司作为国民经济的中坚力量，同时作为国内企业中的领跑者，如何保证他们稳定、健康、持续的成长势头，避免类似猴王事件的再次发生，是我国学术界、监管机构和企业界应该关注和解决的头等大事。吴晓求教授认为：上市公司应该按照《公司法》和《证券法》的要求，建立科学的、符合市场要求的公司治理结构，特别是建立对整个公司股东负责任的董事会制度。

那么，公司治理结构对企业成长能力究竟有怎样的影响？不同成长状态的公司其治理结构是否存在差异？治理结构要素究竟是如何影响上市公司成长能力高低的？在国有股减持呼声日益高涨的今天，国有与民营的

① ST 幸福上市公司的 2.5 亿元资产被大股东幸福集团私自拿去抵押，公司居然在长达 3 年的时间里不知情，并且被抵押的这部分资产几乎是幸福实业当时全部的经营性资产。ST 生态在 2001 年度报告中指出，由于企业扩张速度太快，在公司的法人治理结构方面出现了问题。主要表现在：公司在重大决策上没有严格的决策程序，约束和激励机制不健全，管理失控等导致出现严重亏损，企业濒临破产边缘；由于决策层程序不规范，导致公司董事会大多数成员无法正常履行职责致使董事会出现不能认真、勤勉和忠实地履行权责。监事会未能充分有效的发挥职能作用，对公司董事、总经理、财务人员缺乏有效的监督。



股权性质的差异真的是影响上市公司成长能力高下的决定因素吗?

针对上述问题,本文将从公司治理结构的各个层面探讨公司治理结构对企业成长能力的影响。在已有文献中,无论是有关公司治理结构还是公司成长的文献都不可胜数,可是将两者结合在一起考虑的文献并不多见,并且现有研究都面临成长分类过于简单,公司治理变量考虑不够全面等问题。本文将公司治理结构引入企业成长的动态环境中进行全面深入研究,旨在弥补这个研究领域的不足。

二、研究意义与目的

众所周知,企业的可持续成长是公司管理者、投资者等利益相关者共同关心的问题,也是企业未来价值之所在。成长能力作为企业努力追求的目标之一,已日益成为理论界关注的焦点。因此,对其进行研究具有一定的现实意义和理论意义。

第一,一个国家的经济稳定持续增长离不开数量众多的上市公司,特别在稳定经济、吸纳就业、出口创汇和提供社会服务等方面,它们的作用更是不可或缺。但是,由于先天不足、发展缺乏后劲等缺陷,我国上市公司的成长颇受限制。因此,要充分发挥上市公司的作用,保证国民经济的稳定持续增长,就必须使它们具有足够高的成长能力,即拥有足够数量的高成长企业。而我们知道,企业内部治理结构及其质量问题,已经成为我国企业实现更大发展的主要瓶颈。能否有效克服这个瓶颈将,是我国企业能否迅速成长和发展的关键。从这个角度看,今后几年我国企业间的竞争将主要不是技术

和产品乃至市场的竞争，而是企业治理结构及其治理质量的竞争。所以上市公司要想获得持续的发展，就一定要考虑创建持久的制度创新机制和能力。本文正是以实证的数据论证支持治理结构的制度安排对于企业成长的巨大促进作用。

其次，在激烈的市场竞争中求得生存与发展是每个企业的基本目标。企业能否保持持续的、稳定的成长是衡量企业生存与发展能力的最客观的标准，而分析企业的成长性正是对企业的生存与发展能力进行客观的评价。随着市场竞争的加剧，众多利益相关者对企业发展状况的关注不再仅仅停留在企业的现状上，而是越来越多地注重企业的发展前景、潜力及成长性。对企业的成长性进行分析，有利于认清企业在市场竞争中所处的地位及发展趋势，也可为企业的长期经营决策提供依据。尤其对上市公司的成长性进行分析，可为投资者以定量的方法判别投资风险、选择高成长企业提供令人信服的理论依据；也可为管理者在制定如何推动企业长期增长的战略与战术方面提供可靠的理论基础。本文的成长分类方法克服了以往方法的固有缺陷，分别采用主成分分析法和 TobinQ 值对公司成长性进行分类（高成长和低成长），以保证分类结果的准确性和稳定性。在指标选取上综合考虑了多个财务指标的影响和作用，以“连续 5 年”这个标准衡量成长的持续性。同时考察了分类结果的市场表现，从而为投资者提供了值得信赖的成长分类方法。

最后，公司治理对成长影响的理论研究仍是处在探索阶段，除了 Jozef Konings (1997)，Simon S. M. Ho，Kevin C. K. Lam，Heibatollah Sami (2004) 等研究文献



之外,国外几乎没有严格意义上的公司成长和治理结构关系的研究文献,而在我国国内,对这个议题的探讨也是刚刚起步,王俊峰、赵晓涛(2005)、谢军、曾晓涛(2005)都作了这方面的研究。但是从总体来看,这些研究或是考察的时间范围过于狭窄,不能说明公司成长的时间特点,或是对治理结构的变量考虑比较单一,或是使用的模型过于简单。从总体上看,以往研究中存在的共同缺陷是对于成长性的衡量过于简单,大多采用了单一的指标,从而影响了模型的效果。因此,本文在采用主成分分析法和 TobinQ 值对公司成长性进行分类的基础上,考虑多重治理指标的独立作用和共同作用,分别从股权治理、董事会治理和综合治理 3 个视角,探讨不同成长状态的公司中治理结构各变量的影响作用。本文在对公司治理结构进行研究时,主要使用的统计方法是二项 Logistic 模型、多元回归模型和主成分分析法。总之,作者在研究中力图克服以往研究的缺点,为学者们研究治理结构对公司成长能力的影响,提供更进一步理论和实证的依据,起到抛砖引玉的作用。

同时,由于企业是国民经济中不可或缺的重要组成部分,明确影响企业成长的制度因素对于企业自身改善治理结构从而提高企业竞争力是至关重要的,如果越来越多的企业都能保持良好的成长势头,对于国民经济的良性增长也是具有促进作用的。此外,笔者希望本文的研究成果能对国家监管机构的政策制定,对于广大投资者做出更为正确的投资决策有所帮助。

三、论文框架结构与研究创新

本文将公司治理结构理论引入到企业成长能力中研

究,提供了在企业成长过程中动态分析公司治理结构问题的理论视角,展开了对我国上市公司不同成长状态中的治理的实证分析。全文共分三大部分:绪论、正文与结论。现将本论文的框架、研究创新点说明如下。

(一) 论文框架结构

在绪论部分中,介绍了本文研究背景及动机,研究意义与目的,并明确界定了本文研究的范围,如研究对象、研究期间和研究方法等,说明了本研究的论文框架、研究流程及文章的创新内容。

正文各章将沿两条脉络展开,最终回归主线。本文的第一条脉络是研究企业的成长能力,其具体内容将在第一、三章中展开,第一章是企业成长能力研究的理论基础,而第三章则在第一章理论的基础上对企业不同的成长能力进行实证分类。本文的第二条脉络是研究公司治理结构,其理论描述将在第二章中进行,在第四和五章中将会集第一、二、三章中的核心思想,引出研究的主线(落脚点)——公司治理结构将怎样影响不同成长能力的企业,并利用两章的篇幅对其进行分层次和综合的实证分析。

第一章:企业成长的理论与实证研究综述。本章首先针对企业成长理论的渊源、流派与发展脉络,包括古典企业成长理论,新古典企业成长理论,熊彼特的企业成长理论,现代企业成长理论等主要的理论,从历史沿革的视角进行深入的研究与评价,目的是为本文对我国公司成长能力的研究做好理论铺垫。究竟什么是企业成长?目前理论界与实业界并没有统一口径,所以,在第二节中,将主要探讨现代企业成长的概念,包括国外学者对企业成长的定义,国内学者对企业成长含义的理



解,此外,本文还对和成长有关的几组容易混淆的概念进行了辨析和界定,在此基础上提出了本文采用的企业成长的定义。第三节将对企业成长的实证研究成果进行综述,由于和成长相关的实证研究不可胜数,因此本文将着重从企业成长模型、影响企业成长的因素、企业成长对其他因素的影响以及企业成长作为控制变量的影响四个方面加以总结和评述,借以了解已有实证研究的不足,确定本论文的研究方向。最后进行本章内容小结。

第二章:公司治理结构的研究综述。本章首先从治理结构的起源入手,阐述公司治理结构是伴随着两权分离下的委托代理风险而产生的。并在对代理问题深入剖析之后,分析了公司治理的意义及功能,简述了公司治理的内部治理机制和外部治理机制的作用。第二节对公司治理结构的概念按国外和国内学者的不同观点加以分述,并提出本文使用的定义。第三节针对国有股、流通股、机构投资者、第一大股东和股权集中度等公司治理中的股权特征问题进行详细的探讨,并对民营企业的股权性质给予特殊的分析。在第四节中,针对公司治理中的董事会构成,分别从董事会规模、董事会组成和董事长与CEO两职状态方面进行重点阐述。最后是本章小结。

第三章:公司成长能力分类的实证分析。本章是在前面第一章中对现有的企业成长理论和实证研究成果进行探讨和总结的基础上,对我国上市公司的成长性进行分类研究。本章首先总结了已有的成长性分类方法,包括单一指标的粗略分类方法、TobinQ分类法、聚类分析法、因子分析法、判定分析法和《新财富》100最有成长性上市公司分类方法等。在第二节中,本文以上市

公司的年度财务报表数据为样本，采用主成分分析法进行成长分类，确定高成长公司和低成长公司。为了考察本文分类结果的正确性，在第三节中，本文通过对两类不同成长形态公司的市场反应差异，以验证本文分类结果的稳定性。同时，根据分类结果将企业划分成不同的成长类型。由于会计资料多为历史及过去的财务报表，此种资料较无法反映公司未来的成长能力，因此单纯使用会计指标衡量公司成长会有所偏误，所以本文在第四节中利用 TobinQ 值对企业的成长能力重新分类。

第四章：股权结构对公司成长能力影响的实证分析。本章将进入本文的实证研究部分。首先，本章着眼于研究股权性质和股权结构对公司成长能力的影响。按照实证研究的范式，第一节将是本文实证模型的理论分析。第二节的主要内容是本文研究方法设计，包括对本文的主要研究模型——二项 Logistic 回归分析的简要介绍、本文的变量选择、模型建立、数据来源等。第三节是本文的实证结果，首先是模型涉及变量的描述性统计量及分析，其次是不同成长性公司的股权特征变量的差异性分析，最后是二项 Logistic 回归模型检验结果及分析，以及以 TobinQ 为因变量的多元回归模型检验结果及分析。

第五章：董事会构成对公司成长能力影响的实证分析。本章研究主要分为两大部分：第一部分研究董事会结构与公司成长能力的关系。第一节是理论分析及假设提出，包括董事会规模、董事长与 CEO 两职合一、独立董事比例三个方面的理论分析和假设。第二节是研究设计，包括研究方法、变量选取及模型设计、数据来源等。第三节是实证分析结果，包括描述性统计量、不同