

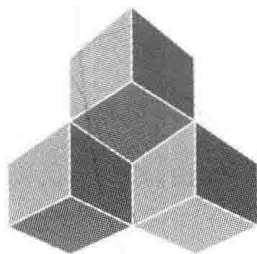
# 管理者特征、公司治理 与 财务决策

姜付秀◎著

Manager Characteristics,  
Corporate Governance and  
Decision of Corporate Finance



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS



# 管理者特征、公司治理 与 财务决策

姜付秀◎著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

管理者特征、公司治理与财务决策 /姜付秀著. —北京:北京大学出版社,2018.4  
ISBN 978-7-301-29454-3

I. ①管… II. ①姜… III. ①企业管理—研究 IV. ①F272

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 068101 号

- 书 名 管理者特征、公司治理与财务决策  
GUANLIZHE TEZHENG、GONGSI ZHILI YU CAIWU JUECE
- 著作责任者 姜付秀 著
- 责任编辑 黄炜婷
- 标准书号 ISBN 978-7-301-29454-3
- 出版发行 北京大学出版社
- 地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址 <http://www.pup.cn>
- 电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295
- 新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
- 电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
- 印 刷 者 北京宏伟双华印刷有限公司
- 经 销 者 新华书店
- 730 毫米×1020 毫米 16 开本 17.25 印张 282 千字  
2018 年 4 月第 1 版 2018 年 4 月第 1 次印刷
- 定 价 48.00 元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱:fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

# 目 录

## 导 言

0.1 研究背景	001
0.2 研究思路与研究基本框架	005
0.3 研究发现与研究意义	011

## 管理者特征篇

### 第 1 章 谁选择了有财务任职经历的 CEO

1.1 问题的提出	021
1.2 数据、变量和描述性统计	025
1.3 公司特征与有财务任职经历的 CEO 的任命	028
1.4 进一步研究：有财务任职经历的 CEO 的任命合理吗	032
1.5 结语	039

<b>第2章</b>	<b>CEO的财务任职经历与盈余管理</b>	040
2.1	问题的提出	040
2.2	数据、变量界定和描述性统计	043
2.3	CEO的财务任职经历影响公司盈余管理吗	048
2.4	稳健性检验	053
2.5	结语	054
<b>第3章</b>	<b>有财务任职经历的CEO与公司资本结构决策</b>	055
3.1	问题的提出	055
3.2	数据、变量界定和描述性统计	059
3.3	CEO的财务任职经历与资本结构动态调整	062
3.4	进一步研究:公司治理的影响	067
3.5	稳健性检验	069
3.6	结语	070
<b>第4章</b>	<b>CEO和CFO任期交错能否降低盈余管理水平</b>	072
4.1	问题的提出	072
4.2	研究设计	075
4.3	实证结果与分析	080
4.4	稳健性检验	087
4.5	结语	088
<b>第5章</b>	<b>CEO选聘:内部人还是外部人</b>	090
5.1	问题的提出	090
5.2	假设的提出	092
5.3	数据、变量界定和描述性统计	096
5.4	实证结果	099
5.5	结语	112

## 公司治理篇

<b>第 6 章</b>	<b>大股东退出威胁与控股股东私利行为</b>	115
6.1	问题的提出	115
6.2	研究设计	119
6.3	实证检验结果	125
6.4	进一步的研究:退出威胁对第一类代理问题的影响	136
6.5	稳健性检验	138
6.6	结语	139
<b>第 7 章</b>	<b>国有企业的经理激励契约有效性研究</b>	140
7.1	问题的提出	140
7.2	文献回顾和理论分析	143
7.3	研究设计	150
7.4	产权性质与 CEO 激励契约	155
7.5	社会责任对国有企业 CEO 激励契约的影响	164
7.6	稳健性检验	167
7.7	结语	168
	附录:国有企业和非国有企业的掏空动机与掏空行为对比	169
<b>第 8 章</b>	<b>经理激励、负债与企业价值</b>	172
8.1	问题的提出	172
8.2	研究设计	175
8.3	描述性统计	182
8.4	回归结果与分析	186
8.5	进一步研究:制度背景的影响	190
8.6	稳健性检验	196
8.7	结语	197

<b>第 9 章</b>	<b>产品市场竞争、公司治理与代理成本</b>	<b>198</b>
9.1	问题的提出	198
9.2	文献回顾	201
9.3	研究设计	203
9.4	实证分析	207
9.5	结语	217
<b>第 10 章</b>	<b>投资者权益保护与股权融资成本</b>	<b>219</b>
10.1	问题的提出	219
10.2	文献回顾	221
10.3	样本、变量与描述性统计	223
10.4	投资者权益保护与股权融资成本关系的实证检验	229
10.5	结语	231
	<b>参考文献</b>	<b>233</b>
	<b>后记</b>	<b>269</b>

# 导 言

## 0.1 研究背景

作为企业战略决策主要的发起者和主导者,管理者对在其领导下所有的组织生产和管理活动产生巨大的影响。Carlsson and Karlsson(1970)、Vroom and Pahl(1971)的研究表明,年龄大的管理者倾向于采取风险较小的公司决策,说明企业的行为可能受到管理者背景特征的影响。因此,Hambrick and Mason(1984)指出,要研究企业家的认知基础和价值观,必须使用人口统计学的相关指标,如年龄、组织任期、职业背景、教育、性别、种族、社会经济背景、团队异质性等。因为企业家的认知基础是从其经历(包括背景和训练)演化而来,所以人口统计学特征是企业家品质的指示器(indicator)。相关的实证研究为高阶梯队理论提供了较为充分的证据支持。

首先,管理者的行为受到工作经历的影响。Dearborn and Simon(1958)在一次案例讨论中发现,虽然要求一组来自不同职业背景的管理者从公司整体视角分析和处理一个问题,但这些管理者仍然只是从自己的职业领域分析这个问题。Harhoff(1999)对德国企业高管团队的特征、创新策略和绩效之间的关系进行研究,发现高管团队成员的工作经历与企业销售增长率、劳动生产率存在显著的正相关性。Jensen and Zajac(2004)基于“财富 500 强”企业的研究发现,具有财务背景的首席执行官更倾向于多元化经营。

其次,教育可以影响人的认知方式和价值观,而认知方式与价值观对人的思维方式、行为方式等产生影响。同时,有关社会关系交往的研究发现,关系主体的学历越高,其社会交往参与度越高,交往对象的层次也越高。因此,高层管理人员的受教育程度会对企业行为和企业绩效产生影响。Hambrick and Mason(1984)的研究表明,高管学历水平与创新正相关;Kimberly and Evanisko(1981)、Bantel and Jackson(1989)的研究表明,高管学历越高,其对企业战略的



变化越有利;进一步地,Hambrick et al. (1996)的研究发现,不论是在市场份额还是利润方面,管理层的受教育程度与组织绩效正相关。

再次,由于科学和工程领域更关注流程、创新与持续改进,因此具有科学、工程专业背景的高层管理者更能接受战略的改变,科学、工程专业背景成员多的高管团队更愿意采取产品多元化战略(Wiersema and Bantel, 1992)。李华晶和张玉利(2006)发现,富有创新性的企业家或战略决策者往往拥有科研人员和技术专家的特质。

最后,企业家年龄代表着企业家的阅历和风险倾向,进而影响企业家的战略观点和战略选择(陈传明和孙俊华, 2008)。随着年龄的增长,企业家的部分认知能力会下降,知识结构会老化,变通能力会减弱,而对改变的抵制倾向会增强,并且在做决策时的信心开始下降。因而,年龄大的管理者倾向于采取风险较小的决策,行为更保守(Hambrick and Mason, 1984; Bantel and Jackson, 1989; Wiersema and Bantel, 1992)。相对而言,年轻的经理具有更强的适应能力、创新精神,企业战略更容易发生改变。例如, Tihanyi et al. (2000)的研究表明,平均年龄小的高层管理团队对于在复杂的环境下管理企业的自信心更强,更愿意推进企业的国际多元化经营。同时,年长企业家的精力可能更少、更难掌握新的观点、更难学习新的知识。尽管年长企业家试图寻找更多的信息、更准确地评价信息、花更多的时间进行决策,但企业家的年龄与整合信息的能力、决策的信心存在负相关关系(Taylor, 1975)。

尽管已有文献从管理者特征的不同方面对企业行为和企业绩效进行了较充分的研究探讨,然而,仍旧存在很大的研究空间。例如,就 CEO(首席执行官)的任命而言,已有文献主要从总体上关注了制造、营销、财务以及运营等不同经历的 CEO 占有所有 CEO 比例的变化,强调公司内外部环境和 CEO 背景特征的匹配,在研究中更多地研究公司外部环境、公司战略和组织结构对任命包括财务等不同经历 CEO 概率的影响,而忽略了公司财务状况、公司治理等内部环境。进一步地,在中国特定的制度背景下,财务任职经历、外部工作经历对公司的信息披露和财务决策产生了什么影响,仍旧值得我们展开深入的研究。

管理者背景特征会影响公司行为,进而影响公司绩效。良好的公司治理机制可以充分发挥高管背景特征对公司的积极影响,而可能消除其对公司治理的不良影响。

首先,在世界范围内,大股东普遍存在。大股东如何发挥治理作用一直是学术界研究的重点。传统理论认为,大股东对经理人的监督是其发挥治理作用的主要机制。与小股东相比,由于持有较高比例的股权,大股东不存在监督经理人上的“搭便车”问题(Grossman and Hart, 1980)。通过向管理层提交提案(Nesbitt, 1994; Smith, 1996; Huson, 1997; Opler and Sokobin, 1995; Wahal, 1996; Gillan and Stark, 2000)、与管理层协商谈判(Shleifer and Vishny, 1986; McCahery et al., 2011)、向媒体披露不利于管理层的信息(McCahery et al., 2011)、更换管理层(Fama, 1980; Jensen and Ruback, 1983)等方式,大股东可以有效地发挥治理作用,减少股东与经理人之间的代理成本(Grossman and Hart, 1988)。大股东不仅可以采用以上方式发挥公司治理作用,还可以以退出威胁约束经理人的自利行为(Admati and Pfleiderer, 2009; Edmans, 2009; Edmans and Manso, 2011)。由于大股东对企业经营及财务状况拥有私有信息,如果经理人做出有损企业价值的行为,大股东就可以选择“用脚投票”,卖出公司股票。而作为知情交易者,大股东的退出行为向市场传递了不利信号,从而对股票价格产生负面影响,这将直接损害持有较多公司股票的管理层的利益,甚至招致恶意收购行为的发生。因此,大股东这种潜在的退出威胁,能够约束经理人的机会主义行为。Bharath et al. (2013)和 Edmans et al. (2013)对以上观点提供了有力的证据支持。

其次,最优契约理论认为,管理层薪酬契约是公司管理层与股东间代理问题的修正机制,提高薪酬与公司业绩间的敏感性、授予高管期权等可以缓解管理层与股东间的目标不一致,进而激励高管采取有利于股东价值最大化的行为和决策(Jensen and Murphy, 1990; Murphy, 1999)。公司通过与经理人签订基于激励的薪酬合同,奖赏其出色的表现和管理。例如,在公司业绩好时,可以给管理者提高工资、发奖金等,或者授予管理者股票或执行期权,从而使管理者的利益与股东的利益一致。基于激励视角的最优契约理论认为,公司董事会应设计管理层薪酬契约,以使高管拥有足够的动机最大化公司或者说股东价值。因此,有效的薪酬契约是对经理人代理问题的修正,可以使经理人与股东的利益趋于一致(Holmstrom, 1979; Grossman and Hart, 1983),进而降低代理成本,提高公司价值。诸多学者的实证研究结果表明,公司业绩与经理薪酬具有显著的正相关关系,经理薪酬对公司绩效有着直接的正向作用(Lewellen and Huntsman,

1970;Morck et al.,1988;林浚清等,2003;刘斌等,2003)。

再次,尽管合理的薪酬契约被认为是协调委托-代理关系的有效工具(Holmstrom,1979),但人们越来越认识到,负债可以约束经理人按照股东的利益行事(Jain,2006),合理的融资结构可以限制经理人追求私利的行为(Hart and Moore,1998)。负债融资不仅能使公司获得税收优惠(Modigliani and Miller,1963),还具有一定的治理效应,如减少经理人的自利行为(Grossman and Hart,1982)、减少自由现金流(Jensen,1986)、充当信息角色和管教角色(Harris and Raviv,1990)等,从而缓解股东与经理人之间的利益冲突。相关实证研究结果也表明,负债和公司价值存在显著的正相关关系(Denis and Denis,1993;McConnell and Servaes,1995)。也就是说,负债也是一项有效的公司治理机制。

又次,产品市场竞争被认为能够促进公司实施良好的公司治理机制,有效解决所有者和管理者之间的代理问题(Alchian,1950;Stigler,1958)。当公司面临激烈的产品市场竞争时,竞争压力将督促公司和管理者努力提升管理水平、推动公司创新、提高生产效率和生产力、降低产品成本,从而获得一定的竞争优势。如果管理者浪费资源,公司将丧失竞争优势,甚至导致破产清算(Schmidt,1997)。因此,公司管理者具有较强的动机获取竞争优势,避免被其他管理者取代。产品市场竞争在约束管理层行为方面的作用得到学者们较为一致的认同,甚至公司之间的竞争也可能是比公司控制权市场、机构监管更为有效的公司治理机制。学者们理论分析并实证检验了产品市场竞争发挥公司治理作用的机制,认为产品市场竞争通过竞争压力和破产清算威胁、降低管理层与股东间的信息不对称,以抑制管理层的机会主义行为、降低代理成本。同时,针对产品市场竞争所带来的多方面影响,学者们检验了产品市场竞争与公司治理的互动关系,发现两者呈现替代或互补的关系。

最后,投资者权益保护是近年来国内外理论界和实务界普遍关注的热点问题,在新兴资本市场国家,这更是一个焦点问题。在这些国家,由于相关法律法规不完善,更容易发生损害股东利益的行为。最近的研究表明,不同国家上市公司的股权集中度、资本市场的广度和深度、股利政策以及公司接近外部资本市场的的能力等方面存在极大的差异,而不同国家之间的投资者(包括股东和债权人)能否得到法律保护、免受经理人和控股股东盘剥的差异,是造成以上差异的重要原因(La Porta et al.,1998)。La Porta et al.(1998)所开创的研究方法目前普遍

被这一领域的学者采用。例如, Himmelberg et al. (2002) 在研究股权结构、投资者权益保护与资本成本之间的关系时, 采用 La Porta et al. (1998) 的研究方法, 对不同的法律环境下投资者权益保护程度的差异所导致的不同国家公司资本成本的差异进行研究, 得出在投资者保护较好的国家公司资本成本较低的研究结论。Bris and Cabolis (2005) 也利用 La Porta et al. (1998) 所界定的投资者权益保护的概念, 研究不同投资者保护情境下跨国并购的收益问题。他们对 39 个国家的 506 起并购案例进行的研究结果表明, 如果并购方所在国家的投资者保护和会计准则很完善, 那么相比本国并购, 跨国并购将产生更高的并购溢价 (merger premium)。

尽管学者从公司治理的不同方面对公司财务行为进行了较为深入的研究, 然而作为现代公司的一个永恒话题, 公司治理这一领域仍然具有很大的研究空间, 尤其是基于中国特定制度背景的研究, 对于丰富公司治理理论更是具有重要意义。例如, 在中国等新兴资本市场国家, 控股股东与中小股东的利益冲突是代理问题的典型表现 (La Porta et al., 1998), 在存在其他大股东的情形下, 他们具有动机和能力去监督控股股东。他们的存在是否可以有效地约束控股股东的私利行为呢? 通过哪种途径产生影响? 在中国存在两类企业 (国有企业和非国有企业), 两类企业在目标、经营理念等方面存在诸多差异。那么, 它们在经理激励等公司治理方面具有什么不同的特点呢? 经理激励和负债作为两种不同的公司治理手段, 两者之间存在什么关系呢? 作为公司治理的产品市场竞争与公司内部治理之间的关系是怎样的? 中国投资者保护的现状是什么? 投资者保护对公司的财务行为产生什么影响? 等等, 这些问题都值得我们进一步地研究。

## 0.2 研究思路与研究基本框架

近年来, 越来越多的公司倾向于聘请有财务任职经历的高管担任 CEO。美国 *CFO* 杂志的一项调查问卷结果表明, *Fortune* 100 公司的 CEO 有 CFO 经历的比重在 2005 年之前的 10 年时间里从 12% 增长到 20% (Durfee, 2005)。同时, Frank and Goyal (2007) 的统计结果表明, 对于标准普尔 500、标准普尔中等市值 400 和标准普尔小市值 600 的公司来说, 1993—2004 年, 有财务任职经历的 CEO 平均占比为 22%。此外, Cullinan and Roush (2011) 针对 2001—2004 年

美国上市公司的研究发现,在新任命的 CEO 中,有财务任职经历的 CEO 的占比从《萨班斯法案》颁布前的 15.48% 提高到《萨班斯法案》通过后的 33.33%。就中国上市公司而言,我们从 Wind 数据库的相关资料整理分析后发现,有财务任职经历的 CEO 的占比呈现先逐年上升后趋于稳定的态势:从 1995 年的 0.9% 升至 2002 年的 5.71%,2003—2010 年均保持在 5% 以上,2010 年更达到 6.59%。由此产生一个值得我们深思的问题:什么特征的公司更倾向于选择有财务任职经历的 CEO 呢?更进一步地,有财务任职经历的 CEO 对公司的资本结构及信息披露等财务决策产生了什么影响?对以上问题的回答可以使我们更好地了解公司选择有财务任职经历的 CEO 的动机,进而有利于对 CEO 的业绩表现进行合理、有针对性的评价。但是,从已有文献看,该问题并没有得到很好的回答,这构成本书第 1 章的内容。

既然越来越多的公司倾向于聘请有财务任职经历的 CEO,那么,这一倾向对公司的财务行为和信息披露行为产生了什么影响呢? Hitt and Tyler(1991)和 Finkelstein and Hambrick(1996)认为,在某一领域长期任职的 CEO 由于有该领域的专业知识和选择性认知,更容易关注和解读该领域信息的变化并做出更合理的决策。一方面,长期贯彻“谨慎性”会计原则的任职经历使得有财务任职经历的 CEO 形成了稳健的做事风格,更能理解提供真实的盈利状况对降低公司和投资者之间信息不对称(Matsunaga and Yeung,2008)以及市场参与者对公司价值评估(Hutton and Stocken,2006)的重要性;另一方面,有财务任职经历的 CEO 具备该领域的专业知识和实践经验,更加了解公司盈余披露的运作方式,由于 CEO 要对公司的盈余披露负责,相对于无财务任职经历的 CEO 而言,有财务任职经历的 CEO 更愿意、更有能力提供公司较为真实的盈利状况。因此,有财务任职经历的 CEO 上任后会实施更为稳健的会计政策,降低公司的盈余管理水平。本书第 2 章针对 CEO 的财务任职经历对盈余管理的影响进行相关的研究。

资本结构决策是公司重要的财务决策之一。无疑,资本结构决策具有一定的专业性。首先,大多数理论研究以及针对实务界人士的问卷调查(如 Scott,1976;DeAngelo and Masulis,1980;Graham and Harvey,2001)结果表明,公司存在最优的资本结构。最优资本结构是负债收益和成本的权衡,调整自身的负债—权益比,使其达到最优水平,可以提高公司的价值。然而,在公司实务中,确

定最大化公司价值的最优资本结构并不容易。其次,由于企业的内外部环境及其自身的经营、财务状况是在不断地变化的,公司会不可避免地偏离最优资本结构,而企业自身的最优资本结构也处于不断地变化之中,因此,公司会通过发行(或回购)股权或者债务来维持目标资本结构。然而,在不同的外部环境(如股票市场的牛市或熊市、宏观经济状况)和调整方式(如发行或回购、股权或债权)下,资本结构的调整成本存在较大的差异,CEO 必须根据当时的内外部条件做出合理的资本结构决策(Leary and Roberts, 2005; Byoun, 2008; Cook and Tang, 2010)。因此,无论是从静态角度的最优负债水平还是从动态角度的趋向目标调整来看,公司资本结构决策都颇具专业性。专业性的决策需要一定的专业知识和专业经历做支撑。由于任职经历的不同,CEO 所熟悉和擅长的领域也不尽相同。在某一领域长期任职的 CEO 具有该领域的专业知识和选择性认知,更容易关注和解读该领域信息的变化(Hitt and Tyler, 1991; Waller et al., 1995),能够更好地把握公司的决策时机并做出合理的决策。Graham et al. (2013)认为,有财务任职经历的 CEO 精通公司财务,他们不仅接受了专业的训练,长期的财务工作更使他们深刻地理解资本结构决策,不但能够领会运用债务融资给公司带来的价值,而且对这种方法能够更加应用自如。同时,有财务任职经历的 CEO 对资本市场运行有着深刻的了解,在工作过程中与投资者、银行等资金提供方建立了良好的关系,有条件进行更加合理的资本结构决策。因此,对 CEO 的财务任职经历与资本结构决策之间关系的研究是本书第 3 章的内容。

管理团队任期异质性会影响公司管理层的行为(Milliken and Martins, 1996; Mathieu et al., 2008)。已有文献表明,管理团队任期异质性会导致管理层之间的沟通障碍(Ancona and Caldwell, 1992)、降低团队的交流频率(Zenger and Lawrence, 1989)、减弱团队的凝聚力和融合力(Jackson et al., 1991; O'Reilly et al., 1993)。在某些情况下,高管团队任期异质性会造成团队成员之间的相互不信任和价值观差异(Katz, 1982),并导致管理层离职率上升(Wagner et al., 1984; Godthelp and Glunk, 2003; Boone et al., 2004),从而不利于公司做出创新性行为(O'Reilly and Sylvia, 1989)、适应性变革(O'Reilly et al., 1993)和提升公司绩效(Smith et al., 1994; Carpenter, 2002)。通过对已有文献的分析不难看出,学者在研究高管团队任期异质性使得团队成员之间交流频率下降和凝聚力减弱所导致的经济后果时,更多地关注其对公司造成的负面影响。我们认

为,高管团队任期异质性是把“双刃剑”(Hambrick et al., 1996; Certo et al., 2006)。尽管高管团队任期异质性会造成团队成员之间的不信任和价值观的差异(Katz, 1982),对于阻碍团队精诚合作以提升企业价值无疑具有负面影响,但是这种高管团队之间的“距离”对于抑制高管合谋做出损害股东利益和企业价值的行为可能具有积极作用。因此,我们选择对于 CEO 和 CFO 的任期交错是否有助于降低企业的盈余管理水平进行研究,以期为管理团队任期异质性影响公司管理层行为的命题提供进一步的证据支持,这构成本书第 4 章的内容。

众所周知,CEO 的来源无非是内部提拔或者外部“空降”两个渠道。对于哪种方式更有利于企业发展和业绩提升这一问题,无论是理论界还是学术界并没有取得一致意见。近年来,越来越多的上市公司倾向于聘请外部人担任 CEO。就中国上市公司而言,我们依据从 CSMAR 数据库提取的相关资料整理分析后发现,在 2002—2008 年中国上市公司发生的 CEO 变更事件中,接近 50% 的新任 CEO 是公司外部人,而且外聘 CEO 的比例具有逐渐增长的趋势。由此产生一个值得我们深思的问题:什么特征的公司更倾向于外聘 CEO 呢? 公司的聘任方式对公司绩效具有怎样的影响? 对这些问题的回答可以使我们更好地了解公司外聘 CEO 的动机和任命决策的合理性,从而有利于对 CEO 的业绩表现进行更合理的评价,对公司聘任的实践与公司绩效的提高也有重要的启示意义。但是,从已有文献来看,这些问题并没有得到很好的回答,而第 5 章对此进行相应的探讨。

多个大股东、股权高度分散和一股独大是股权结构存在的三种均衡状态(Zwiebel, 1995),并且无论是从中国还是从全世界范围来看,多个大股东的股权结构是一种普遍现象。就中国上市公司而言,拥有两个或两个以上持股比例超过 10% 的大股东的样本占总样本的 30%。正因如此,探讨股权在多个大股东之间的配置状况及其所产生的经济后果显得尤为重要。虽然大股东之间可以相互监督,提升公司价值(Lehmann and Weigand, 2000; Faccio et al., 2001),但是多个大股东的存在同样会导致大股东间的合谋,侵蚀中小股东的利益。Maury and Pajuste(2005)和 Laeven and Levine(2008)发现多个大股东之间存在合谋的证据。已有文献更多地基于第一类代理问题(股东与经理人的利益冲突)进行研究,但是,大股东对于中国上市公司的典型代理问题(控股股东的私利行为)产生何种影响及其相应的机理,相关文献并没有涉及。为此,第 6 章基于中国特定的

制度背景,研究大股东的退出威胁对控股股东私利行为的影响。

尽管国有企业和非国有企业在企业目标等诸多方面存在较大差异,但是中国特定的制度背景和国有企业的一些固有特征,使得国有企业的经理激励契约并非较非国有企业更不看重企业的绩效表现。首先,国有企业具有提高企业经营业绩的显性要求,并且已经形成基于业绩对 CEO 进行考核的显性激励契约。相对而言,非国有企业较少提出明确的激励契约,至少包括投资者在内的外部人很少看到这种契约。其次,与非国有企业相比,国有企业受到更强的社会监督。例如,国有企业薪酬等负面信息的报道更容易受到媒体的关注(李培功和沈艺峰,2013),从而保证了绩效激励契约的有效性。再次,与非国有企业相比,国有企业攫取私有收益的动机较弱(Xu,2004;Jiang et al.,2010),更有利于绩效激励契约的实施。最后,非国有企业经理人身份的特殊性(如非国有企业的 CEO 可能是大股东本身、家族成员或者其他内部人),影响经理激励契约的拟定和有效实施。因此,相较于非国有企业,国有企业的激励契约可能更为注重企业业绩。第 7 章针对已有文献存在的诸多不足,对这一判断进行相应的实证检验。

既然经理激励和负债都可以影响企业价值,那么在决定企业价值上,经理薪酬激励与负债治理之间是什么关系? 怎样的薪酬设计与负债水平最有利于企业实现价值最大化? 很遗憾的是,长期以来,该问题并没有得到学者的足够关注。尽管在实践中,负债与经理人激励是相互依赖的,但学者在研究中往往将两者割裂开(Berkovitch et al.,2000)。例如,委托-代理理论研究经理人薪酬契约并没有考虑融资结构,而资本结构代理理论并没有明确考虑经理薪酬激励问题(Jensen and Meckling,1976; Mirrlees,1976; Holmstrom,1979; Grossman and Hart,1982)。尽管 Jain(2006)和 Berkovitch et al. (2000)从理论层面上讨论了经理激励和负债在影响企业价值方面的相互关系,但是在实证检验方面,我们还没有发现相关的文献对此问题展开研究。基于此,第 8 章以中国上市公司为样本尝试对此进行实证研究,以期对已有的理论文献提供一定的经验证据。

作为一项重要的外部控制机制,产品市场竞争能够有效地降低代理成本。那么,产品市场竞争与公司内部治理有着怎样的关系? 关于这些问题,理论界一直存在很大的争议。早期研究认为,竞争能够挤出企业的一切无效率行为,由此能够完全解决委托-代理问题(Alchian,1950; Stigler,1958)。Jensen and Meckling(1976)则认为,消费、偷懒是管理层自己所享受的,与所有者毫不相干,



因此竞争在解决代理问题方面不具有任何作用。同时, Aghion et al. (1995) 基于新制度经济学理论模型的分析认为, 竞争能够对企业和管理层产生财务压力, 从而对公司治理形成替代作用; 而 Holmström and Milgrom (1994) 基于多任务委托-代理框架的分析结果则表明, 在现有的各种管理层激励机制之间存在明显的互补关系。直到今天, 这一问题仍然没有得到一致的结论。我们认为, 公司治理具有丰富的理论内涵, 根据主要机理, 可以将现有内部治理机制划分为监督机制与激励机制两大类。例如, 大股东治理和董事会治理主要是通过对管理层进行监督, 从而减少信息不对称所导致的败德行为, 属于监督机制; 而激励合约的设计则通过货币或非货币的方式为管理层提供努力工作的动力, 属于激励机制。在产品市场竞争的约束作用和信息效应下, 监督机制、激励机制在与产品市场竞争联合约束管理层的代理成本方面所起的作用可能存在差异, 而且在不同国家、同一国家的不同发展阶段可能存在极大的差异。因此, 第 9 章以处于“转轨经济+新兴市场”的中国上市公司为研究对象, 从产品市场竞争与不同公司治理机制的相互关系入手, 对这一问题展开深入研究。

在中国资本市场上, 侵害股东尤其是小股东利益的行为屡屡发生, 已成为制约中国资本市场及上市公司发展的重要问题。中国证券市场如何才能健康地发展、广大投资者的利益如何才能得到有效的保护, 已经成为社会各界关注的焦点问题。对于上市公司而言, 投资者权益保护方面存在的问题极大地影响了公司的发展。例如, 近年来, 中国上市公司股权融资的速度大幅下降, 资本市场对上市公司的股票增发和配股行为持抵触态度, 公司首次公开募股 (IPO) 的数量也急剧减少。我们认为, 这些现象的出现与我国目前投资者权益保护较差是密切相关的。现实也一再地证明, 只有在投资者权益受到高度重视的情况下, 投资者才有意愿向公司提供资本, 公司才能很便利、快捷、低成本地获得发展所需的资本。Himmelberg et al. (2002) 的研究表明, 投资者权益保护状况对公司的融资成本产生较大的影响。投资者权益保护得越好, 公司的融资成本越低; 反之亦然。因此, 在目前普遍认为的中国上市公司投资者权益保护存在重大问题的情况下, 探讨上市公司投资者权益保护的现状及其与上市公司股权融资成本之间的关系, 具有较为重要的理论意义与政策含义。第 10 章对该问题进行较为深入的探讨。