

政府质量、 公司治理与 企业资本配置效率

Government Quality,
Corporate Governance and
the Efficiency of Capital Allocation

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

王德林 著

政府质量 公司治理与 企业资本配置效率

Government Quality ,
Corporate Governance and
the Efficiency of Capital Allocation

陈德球 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

政府质量、公司治理与企业资本配置效率/陈德球著. —北京:北京大学出版社, 2014. 10

ISBN 978 - 7 - 301 - 24972 - 7

I. ①政… II. ①陈… III. ①地方政府—影响—企业管理—资本经营—研究—中国 IV. ①D625 ②F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 233949 号

书 名: 政府质量、公司治理与企业资本配置效率

著作责任者: 陈德球 著

策划编辑: 叶 楠

责任编辑: 兰 慧

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 24972 - 7/F · 4070

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 出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

730 毫米 × 1020 毫米 16 开本 13.5 印张 220 千字

2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 36.00 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

序 一

中国地方政府在中国经济近三十年的高速增长中扮演了一个非常重要的角色,其决策与行为直接和间接地影响着地区经济资源的配置及效果。理解地方政府的治理行为将为理解中国经济增长奇迹和独特问题提供一个重要的理论视角。同时,中国经济的高速发展和企业制度创新的不断深化,给公司治理研究提供了丰富素材。尤其是进入 21 世纪以来,中国公司治理实践环境发生了许多重大变化,企业治理结构面临深刻调整与变革。转型经济国家以及新兴市场中的企业组织结构和治理结构是如何形成的,其对公司治理和企业绩效具有什么样的影响,当地的制度环境在其中扮演了什么样的角色,地方政府和公司治理如何影响公司经营行为等问题,都缺乏深入研究。这些问题的解决迫切需要构建起与国际接轨而又适合中国国情的企业治理平台。基于上述理论与现实需要,陈德球博士所著的《政府质量、公司治理与企业资本配置效率》以中国转轨阶段的基本特征事实为研究起点,对地方政府质量、公司治理与企业成长的关系进行了理论分析,在制度、组织与治理的分析框架中构建了地方政府质量影响微观企业财务决策的理论分析框架,并采用上市公司数据进行了实证研究,得出了有价值的结论,从理论上和实践上探索转轨经济阶段中国企业治理行为与财务决策的动因与后果,具有很强的理论意义和现实价值。

读完全书,感觉几个特点让我印象深刻。一是紧扣转轨经济阶段中国经济增长特征和上市公司治理实践展开论述,接“地气”。全书紧密围绕经济发展过程中出现的地方政府与公司的焦点问题展开,包括基础性问题,基于宏观层面分析的治理的整体问题、重大现实性问题,基于微观层面的治理的具体问题。二是研究视角新颖,由于在现有研究中,存在将宏观经济环境与微观企业行为研究相割裂的倾向,这使得宏观经济发展和微观企业发展之间的互动关系在研究中被普遍忽视,这在一定程度上限制了我们对中国经济发展及其发展方式的成因与后果的理解,本书基于国家代理与公司代理的双重代理分析框架,在厘清宏观经济环境对微观企业行为影响传导路径的基础上,理解中国经济发展模式的微观



基础。

陈德球博士是我校商学院引进的青年骨干教师,2009年6月毕业于南开大学公司治理研究中心,后在香港中文大学工商管理学院/经济与金融研究所从事博士后研究工作,师从国际公司治理领域的著名学者范博宏教授(Joseph. P. H, Fan)。陈德球博士受过严格的现代研究方法的训练,具备良好的学术素养和国际研究视野。该同志长期以来致力于在中国转轨经济背景下,研究制度环境(非正式制度)和地方政府行为与公司的会计、财务和治理行为的互动机理,在该研究领域具有很强的学术前景,无论是在国际还是在国内都具有一定的重要性、创新性和前沿性。其研究成果相继发表在 *Journal of Corporate Finance*、《经济研究》《管理世界》《世界经济》《金融研究》等学术期刊上,该研究为我校会计学科建设提供了新的支撑点,特别是以公司治理为主线的跨学科研究方面。同时,他为我校会计学科的国际学术交流、博士生培养和会计专业本科生创新人才培养做出了积极的贡献。因此,当陈德球博士邀请我为本书作序时,我欣然应允。希望陈德球博士继续不懈地耕耘,以取得更大的收获并奉献给读者。

张新民

对外经济贸易大学副校长

对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心主任

财政部“会计名家培养工程”入选人员

2014年8月于北京

序 二

在“新兴”与“转轨”双重背景下的中国,政府与企业的关系历来是一个重要话题。政府、企业 and 市场之间的关系也是公司治理研究的重要内容。中国证券市场从建立到发展,都深受政府行为及其政策的影响,如何看待政府在中国这一转型经济国家中所起的独特作用,如何正确界定和处理好政府与企业的边界,促进中国市场经济的健康发展是理论界和实务界亟需研讨的一个问题。

1978年开始的市场经济改革极大地改变了中国的经济面貌。在过去三十多年中,中国以高于9%的年均增长率成功地从中央计划经济转型为新兴市场经济。学术界对中国转轨进程中的高速经济增长形成的一个基本共识是,地方政府在经济发展过程中起到了非常重要的作用。地方政府在进行基础设施建设、扶持本地企业发展、吸引外来投资,甚至在改革早期阶段直接参与企业投资和管理等方面都发挥了不可或缺的作用。考虑到过去三十多年中国经济转轨过程的不同阶段,无论是中央-地方关系还是政企关系都发生了巨大变化,一个值得从学术上进一步讨论的问题是,这些关系及其变化如何影响微观层面企业的行为?

对商业活动进行过多的政府干预是新兴市场的共同特征。政府通过税收、法规和国家所有权来影响与控制商业活动的各个方面,例如,从产出、生产过程到投入劳动力、土地、矿产、能源、基础设施以及资金等。如果政府过多地参与经营,地方政府质量会影响新兴市场中企业商业活动的效率。政府质量是指政府官员及政治家的决策有利于他们所服务的公民的程度,以及这些决策在制定和执行中是否是以法律上与社会上可接受的方式进行。当然,政府的质量还依赖于其他制度性约束,如宪法、其他法律和政治体制。但是,我们观察到,传统的行政权力限制对于新兴市场的政治领导的影响通常是比较弱的。因此,对新兴市场的地方政府质量研究有其特殊性。经济发展及其方式的选择会具体体现于微观主体企业的行为以及各项财务指标之中,因此,要理解转型经济中经济发展的原因和后果,对于地方政府质量与微观企业之间这种传导机制的考察具有十分



重要的现实意义和理论价值。

陈德球博士所著的《政府质量、公司治理与企业资本配置效率》的基本逻辑是在制度、组织、治理的分析框架中,基于政府层面和公司层面的双重代理理论分析体系,考察地方政府质量对公司治理和企业财务决策的影响,并进一步考察了地方政府质量和公司治理对企业微观财务行为的替代或互补效应。该专著所研究的主要问题及其研究结论不仅对于理解中国上市公司的财务行为及其后果有重要意义,而且对理解地方政府在新兴市场和转轨经济中的复杂作用提供了一些新的思路。

纵观全书,我认为该专著的研究特色和贡献,主要有以下两点:

第一,通过考察地方政府质量对企业资本配置效率的影响,为理解政府干预的经济后果提供了一个全新的重要视角。企业资本配置和效率的高低需要依赖于完善的法律、中介组织和金融等制度基础和市场竞争。在中国,这些制度基础处于发展的初级阶段和国家的控制之中,同时,产品市场和要素市场仍然受政府的干预,在缺乏制度基础和市场竞争的情况下,如何提高企业资本配置效率的绩效是政策制定者和理论研究者面临的一个重大课题。该专著从地方政府质量的视角来探讨解决企业资本配置效率的高低的影响因素,具有新意。

第二,关于中国地方政府质量的度量指标在现有文献中还不多见。世界银行《政府治理、投资环境及和谐社会——中国 120 个城市竞争力的提升》的报告在对中国 120 个城市的 12400 个公司的调查数据中提供了关于不同城市的城市特点、政府有效性及和谐化社会的进程方面的细节数据。陈德球博士从调研数据中选取了产权保护水平、当地企业对法庭的信心、企业娱乐开支和企业跟政府打交道的四个维度来测度地方政府质量。该度量指标的研究成果发表在英文期刊 *Journal of Corporate Finance* 上,为这一领域的研究提供了理论分析体系和实证研究的经验证据。该专著从微观视角采用综合政府质量指数,考察政府治理质量对企业层面资本配置效率的影响,提供了解释政府推动型经济增长方式对改革进程影响的微观证据,对理解中国经济增长中存在的诸多问题提供了新认识。

陈德球博士是我指导的博士后,他从南开大学商学院博士毕业后,来香港中文大学从事博士后研究工作,在香港中文大学期间,他对中国的政府治理与公司治理这一领域的研究具有很强的兴趣,也阅读了大量这方面的文献,他思维活

跃,并能结合理论文献和中国制度背景进行思考,有自己的研究思路和研究计划。在出站后,他到对外经济贸易大学从事教学和科研工作,继续从事这一领域的相关研究,借鉴西方的理论研究成果,研究中国的特殊国情,为理解政府行为和公司行为提供了更多的理论解释和经验证据。其研究成果相继发表在国内的《经济研究》《管理世界》和英文期刊 *Journal of Corporate Finance* 上,并先后获得国家自然科学基金青年项目和面上项目资助,研究成果具有一定的继承性,研究领域聚焦。在该专著出版之际,我为他取得的成绩感到高兴,也希望他在未来的学术道路上能够坚定不移地走下去。

范博宏

香港中文大学商学院会计学与金融学教授

香港中文大学经济与金融研究所主任

2014年8月于香港

目 录

第一章 引言	/1
第一节 研究背景与问题的提出	/1
第二节 研究的基本内容	/5
第二章 制度、治理与增长：探索性分析体系	/8
第一节 制度与公司治理	/8
第二节 制度、组织与治理	/14
第三节 政府质量、公司治理与企业增长	/22
第三章 政府质量、公司治理与企业资本配置：理论分析框架	/26
第一节 经济转型中的政府行为	/26
第二节 公司治理的政治经济学	/33
第三节 地方经济分权、政府质量与企业成长	/41
第四节 地方政府质量、公司治理与企业行为：双重代理分析视角	/46
第四章 地方政府、企业制度变迁与公司治理实践	/51
第一节 制度变迁与公司治理	/51
第二节 政府干预、公司治理与国企改革	/54
第三节 市场化改革、公司治理与民营家族企业转型	/56
第四节 政府管制、公司治理与证券市场	/59
第五章 政府质量、投资与资本配置效率	/76
第一节 问题的提出	/76
第二节 假设理论分析与研究假设	/79
第三节 研究设计	/82



第四节	实证结果与分析	/86
第五节	本章小结	/97
第六章	政府质量、终极产权与公司现金持有	/99
第一节	问题的提出	/99
第二节	假设理论分析与研究假设	/103
第三节	研究设计	/109
第四节	实证检验结果及分析	/111
第五节	本章小结	/125
第七章	政府质量、最终控制人性质与盈余质量	/127
第一节	问题的提出	/127
第二节	制度背景、理论分析与研究假设	/130
第三节	研究设计	/134
第四节	实证检验结果与分析	/138
第五节	本章小结	/149
第八章	社会资本、政府质量与金字塔结构内生决定	/150
第一节	引言	/150
第二节	制度背景、理论分析与研究假设	/153
第三节	研究设计	/157
第四节	实证结果与分析	/161
第五节	本章小结	/171
第九章	研究结论	/174
第一节	研究结论与启示	/174
第二节	研究贡献与局限	/176
第三节	未来研究方向	/177
参考文献		/179
后记		/200

第一章 引言

第一节 研究背景与问题的提出

1978年开始的市场经济改革极大地改变了中国的经济面貌。过去三十多年,中国以高于9%的年均增长率从中央计划经济转型为新兴市场经济。学术界对中国转轨进程中的高速经济增长形成的一个基本共识是,地方政府在经济发展过程中起到了非常重要的作用(陶然等,2009)。地方政府在进行基础设施建设、扶持本地企业发展、吸引外来投资,甚至在改革早期阶段直接参与企业投资和管理等方面都发挥了不可或缺的作用。考虑到过去三十多年中国经济转轨过程的不同阶段,无论是中央-地方关系还是政企关系都发生了巨大变化。一个值得从学术上进一步讨论的问题是,这些关系及其变化如何塑造了中国地方政府的行为,并使其在不同时期保持了发展本地经济的强大动力。

中国经济自改革开放以来保持了三十多年的高速增长,被誉为“增长奇迹”。在这三十多年的经济增长进程中,中国地方政府在地区的经济增长中扮演了一个非常重要的角色,地方政府之间的竞争体制是中国经济增长奇迹的一个重要制度安排(Lin and Liu,2000;Jin et al.,2005)。地方政府在最大化本地财政收入的激励下会进行保护市场的改革(Qian and Roland,1998),对经济发展施以援助之手,甚至会主动为外来投资提供各种优惠政策。除财政激励之外,地方官员还面临政治晋升的激励,以GDP增长为主的官员政绩考核方式强化了地方政府为经济增长而竞争(Li and Zhou,2005;张军和周黎安,2008)。它们那种寻求一切可能的投资以推动地方经济发展的热情在世界范围内也是罕见的。近年来,理论界常常出现“中国模式”这一提法并引起热议。张五常(2010)提出县级竞争是目前为止最好的制度,将政府主导的、地方政府间互相竞争的经济发



式视为中国增长奇迹的主要原因。英国 *Economist* 杂志将中国发展模式归结为以政府为主导的国家资本主义。世界银行《2030 年的中国》的报告则对国企垄断等政府主导经济的行为提出了质疑。在经济转轨过程中,政府所扮演的角色受到经济学家的普遍关注。Fan et al. (2011)指出,地方政府对于企业活动的严重干预是新兴市场的共同特征。政府通过税收、监管和政府所有权等方式影响和控制企业从劳动力、土地、能源、基础设施、矿产和融资等各项投入到产出的诸多方面。在这种情况下,政府(官员)的质量就成为新兴市场中影响企业决策的一个关键因素。

Frye and Shelifer(1997)提出政府的“掠夺之手”与“扶持之手”的观点,认为政府既可以做坏事,也可以做好事。政府的职责具有多维度、多任务的特征且不可量化,政府目标需要考虑诸如消费者剩余、生产者利润、社会公正、环境污染等问题,这些都不免让政府对有政治关系的企业提出要求。在转轨经济与新兴市场下,中国的市场化发展程度,比如法律、法规等正式制度的设立与执行,不仅整体上未达完善,而且各地区之间也存在很大的差异。政府作为国家权力的垄断者和终极实施者,政府组织的质量高低不仅能够解释过去 1000 年里欧洲各国的兴衰(North, 1981),而且能够解释过去几十年中世界各国经济增长的差异(Knack and Keefer, 1995)。因而,如何提升政府组织的质量是经济学界和政策部门重点关注的问题。

中国改革中的一个极其显著的特征是各级地方政府深入地参与改革与经济发展。不同于联邦制,中国地方分权的最重要特征是地方政府控制着中国大部分经济资源。中国经济资源的控制权是在地方政府手中,而非中央政府手中(许成刚,2010)。地方政府全权负责本地区的经济改革,对地方经济发展负责,在其所在地区提供影响企业行为的立法与执法等公共政策工作。如何应对政府环境、处理与政府的关系,也就构成了企业战略决策和经营行为的重要方面(张建君和张志学,2005)。中国特色的财政联邦主义理论聚焦于地方政府行为背后的激励结构以及政府质量对经济发展的影响。在这个背景下,人们普遍关注中国地方政府质量与中国经济高速增长的可持续性的关联问题。

因此,要理解地方政府质量对经济增长的全面效果、为有关中国模式的讨论提供证据,不能跳过其中的行为主体——企业。从微观层面而言,长期经济增长是由企业进行研发投资、平均生产率提高,以及投入要素在企业之间的优化配置来实现的(Hsieh and Klenow, 2010; Jones, 2011)。如果地方政府质量促进了经济

增长,那么必定是企业经营行为受到了地方政府提供的公共治理行为的影响。因此,理解地方政府质量对企业资本配置效率产生影响的微观机制,是深入讨论中国模式的基础。

在理论层面,近年来,集中在法律能够提供投资者保护、阻止内部人侵占股东权益、降低公司代理成本的法与金融的研究,虽然取得了很多成果,但这一研究主要强调传统的代理问题,即股权分散下所有者与经理人之间的委托代理问题(Jensen and Meckling,1976)和股权集中下的大股东与小股东之间的利益冲突问题(Shleifer and Vishny,1986),而忽略了公司层面与地方政府之间的代理问题。政府治理如何与公司内部人互动来影响公司财务行为的研究,在现有文献中没有受到足够重视(Durnev and Fauver,2008)。Stulz(2005)结合转型经济国家的制度特征,开创性地提出上市公司内部人(控制性股东)、政府(官员)与投资者间存在双重代理问题(Twin Agency Problems)。他构建了一个由政治家、公司内部人和小股东三人参与的模型,认为中小投资者作为外部投资者面临控制公司的内部人(对于股权高度集中的公司也即控股股东)的剥削,作为全部投资者,他们共同受到政府侵占或者帮助的影响,由此产生“双重代理问题”。第一重代理问题就是内部人利用公司资源牟取个人私利。由于政府官员会利用他们所掌握的政治权力通过财产征收、推动有利于自身的立法保护、禁止某类活动、索贿以及税收再分配等手段来侵占公司利益或者利用“扶持之手”来帮助企业。因此,公司存在政府(官员)和公司所有投资者之间的第二重代理问题,即政府控制下的自由支配公司资源(Stulz,2005)。当公司面对政府侵占或者帮助时,内部人可能会采取行动应对这种侵占风险或者帮助机会,这会影响到公司的治理结构和财务行为,因此,公司的财务决策镶嵌于公司的双重代理分析框架中。结合中国的制度背景,在转轨时期,中国上市公司所处的体制背景突出表现为,地方政府对企业行为存在或大或小的影响。因此,要理解中国公司的发展,有必要从国家代理问题的角度,结合地方政府的因素来分析。

在双重代理问题视角下,上市公司首先面临的是内部人(控制性股东)与投资者间的第一重代理问题。中国作为转型经济国家,政府行为和制度环境还处于不断规范的过程中,在第二重代理问题中,地方政府行为影响内部人的治理动机和财务决策。李稻葵(2002)认为影响经济发展的一个根本因素是这个国家官僚体制的效率与质量。而政府治理水平主要体现在政府官员和政治家的决策



在多大程度上有利于其服务的公民,并且这些决策是否以合法的和社会可接受的范式来执行(Fan et al., 2011)。政府通过征税、监管或许可审批等方式干预企业经营决策,特别在新兴市场中,政府通过对自然资源、人力资本和金融资本的控制显著影响企业资源配置(Shleifer and Vishny, 1994; La Porta et al., 1999; Fan et al., 2011),从而使企业行为内生于地方政府质量水平。

公司治理作为解决现代公司所有权与控制权分离问题的制度安排,最近十几年来在全球范围内受到了理论界和实务界前所未有的关注。公司治理在很大程度上决定着公司的效率^①,也是现代市场经济的微观基础,对一国资本市场乃至整个经济的发展具有重要影响^②。

正当经济全球一体化的浪潮引领人们迈入一个崭新的千年之际,正当跨国公司以自己雄厚的经济实力和先进的管理制度谱写着“无国界”的乐章之时,一批又一批光彩夺目的企业巨星却在瞬间陨落,致使公司治理问题再度成为难解之谜。公司治理改革已成为一个被普遍关注的焦点问题。这一改革不限于某个特定地区或某些国家,而是一个全球性现象。在亚洲,不良的公司治理是导致1997年金融危机及其严重后果的一个重要因素;那些经受了危机影响的国家,迫切需要通过改革治理以重建市场信心,吸引外国投资者,并处理结构缺陷。在苏联及东欧国家的转轨经济体制中,公司治理欠佳被认为是私有化之后公司未能进行结构重组的重要原因。在这些国家,改革的重点是明晰产权、引入监督和制衡机制以制约公司内部人,并建立起合适的管理和制度框架(Tenev and Zhang, 2002)。在成熟的市场经济中,各种公司治理丑闻的出现也形成了一定的压力,要求善待小投资者、增加透明度,以及更充分地披露信息。

尽管各国进行公司治理改革的原因不尽相同,但对公司治理问题的全球性的关注却反映了这样一个不断增强的共识,即作为在全球市场上的一种竞争优势,作为可持续增长和发展的一个重要组成部分,良好的公司治理对于保证市场秩序的完整性具有十分重要的作用。

20世纪90年代以来,经济全球化,尤其是资本流动的全球化,以及随之而

① La Porta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 2002, 57:1147—1170.

② Berkowitz, D., K. Pistor, Jean-Francois Richard, William Davidson, Economic Development, “Legality and the Transplant Effect”, Working Paper, 2001, No. 410.

来的资本竞争的加剧,使高质量的公司治理成了企业赖以生存和发展的关键因素。公司治理是公司潜在价值的源泉,而投资者愿意为治理质量好的公司支付更高价格的原因,就在于公司治理对公司价值具有决定性的作用。上市公司为了改善治理质量和提升公司绩效,积极践行公司治理改革,探索公司治理的优化路径,提高治理效率。Bruno and Classens(2006)认为,有关公司治理改革路径的理论和经验研究,主要是从国家层面的法律制度和公司层面的治理实践两个维度展开。各国在保护投资者、加强资本市场监管等方面逐渐达成了共识,具体表现为对公司法、证券法等法律的修订,从而为公司治理优化奠定了制度基础。但是,新千年伊始,美国安然、世通、施乐等公司粉饰业绩,日本雪印食品公司骗取政府信用以及中国上市公司中名目繁多的关联交易、“掏空”等案件相继曝光,再一次引发了人们对公司治理问题的反思。

然而,传统上,公司治理研究主要关注治理结构与公司绩效之间的关系。虽然取得了很多成果,但这一研究思路忽略了治理结构背后更重要、更基本的因素,即公司所处的制度环境。由于公司总是处于特定的制度环境中,并且其行为倾向于趋利避害,适应所处环境,因此,公司治理结构在很大程度上内生于公司所处的制度环境。了解制度环境如何影响治理结构,应当是公司治理研究的基础(Williamson,2000;陈信元等,2004;夏立军和方轶强,2005)。

基于上述理论研究和现实制度背景需求,本书从微观层面企业资本配置效率的视角,运用经验研究的方法,重点分析和检验政府质量、公司治理与企业资本配置三者之间的逻辑关系,以作为政府部门制定政策的参考,具有较强的理论意义和现实价值。

第二节 研究的基本内容

转型经济中的中国企业经营行为面临地方政府质量和公司治理的双重代理分析框架。企业的资本配置效率在一定程度上要受到公司所处地区的政府质量和公司治理机制的影响。基于国内外研究现状和中国制度背景的详细分析和考察,本书分析了地方政府质量对企业资本配置效率的影响。



首先,本书第一章阐述了研究背景和研究意义。

第二章构建了制度、治理与增长的探索性分析体系,从制度、组织与公司治理等维度阐述了解释经济增长的制度因素以及微观层面的公司治理因素,分析了政府质量、公司治理与企业增长之间的内在逻辑与制度基础。

第三章在对现有地区经济增长和公司治理的政治经济学文献分析的基础上,从地方经济分权、政府激励与企业资本配置的视角构建起地方政府质量、公司治理与企业行为的一个双重代理分析框架。在该理论分析框架内,中小投资者作为外部投资者面临控制公司的控制股东(或称内部人)的剥削,作为全部投资者,他们共同受到政府的侵占影响,由此产生双重代理问题。第一重代理问题是内部人控制下的自由支配公司资源。第二重代理问题是政府控制下的自由支配公司资源。当公司面对地方政府侵占时,内部人可能会采取行动规避这种侵占风险,这会影响到公司的资本配置行为。

第四章从制度变迁与公司治理,政府干预、公司治理与国企改革,市场化改革、公司治理与民营家族企业转型,政府管制、公司治理与证券市场等视角介绍了转轨经济阶段中地方政府、企业制度变迁与公司治理实践的制度背景。

第五章为政府质量、投资与资本配置效率,该章以 2005—2007 年上市公司为样本,从事前和事后两个维度考察地方政府质量影响企业投资和资本配置效率的机理。该章分别用投资对托宾 Q 和对现金流的敏感性度量投资效率与融资约束,结果显示,政府质量与投资 and Q 值敏感度正相关,与投资 and 现金流敏感度负相关。相对国有企业,政府质量改善资本配置效率的功能在民营企业中更显著,相对于中央国有企业,政府质量改善资本配置效率的功能在地方国企中更显著。事后业绩增长的考察表明,在较高的投资与 Q 值敏感度和较低的投资与现金流敏感度地区,投资能显著促进企业业绩的增长。该章进一步分析了地方政府提升资源配置效率的途径,发现地方政府通过提供良好的公共治理,可以降低企业内部的代理成本,同时通过扩展企业的融资途径来缓解融资约束。

第六章检验了地方政府质量对企业现金持有行为的影响。该章对政府和公司层面双重代理问题中的企业现金持有动机进行研究,从而检验中国上市公司现金持有的双重代理假设。通过对 2005—2007 年上市公司的样本研究发现:在政府质量越高的地区,公司现金持有量越低;政府质量对国有企业现金持有的影响随着实际控制人的行政级别提高而降低;对于中国上市公司来说,政府层面的

第二重代理成本显著高于内部人的第一重代理成本。进一步的研究发现,政府质量对企业现金持有的作用机理是通过增加银行贷款、应付票据及外商直接投资来降低企业的外部融资约束而起作用的。上述结果在考虑了内生性问题以及一系列稳健性检验后仍成立。结论表明,地方政府质量通过当地企业的融资约束条件对公司现金持有动机产生重要的影响,并且影响公司层面的代理成本。公司现金持有决策是政府和公司内部人代理问题共同作用的产物,也是内部人对政府和公司代理成本两方面权衡的结果。

第七章实证分析了镶嵌于政府和公司双重代理问题下的公司会计行为的决定因素,提出解释我国上市公司盈余质量的双重代理假设。结果表明,较高的地方政府质量会提高上市公司的盈余质量;相对于国有企业,地方政府质量对民营企业盈余质量的影响更为显著;不同行政级别政府之间的利益博弈导致其所控制的国有企业对地方政府的质量的反应存在差异。终极控股股东所有权与控制权分离度所导致的第一重代理问题随着政府层面第二重代理问题的增加而减少。基于上述证据和中国的制度背景,本章研究结论认为,考察中国上市公司会计行为时,不仅要关注公司内部人的代理风险问题,还要关注政府代理风险对公司行为的影响,地方政府质量是影响企业会计行为的一个重要因素。

第八章基于对金字塔结构融资优势理论的分析,以金字塔结构内生决定为研究对象,从微观视角实证研究了我国地方政府质量和社会资本水平差异对家族上市公司金字塔结构形成机制的影响,进而深入探讨了政府质量与社会资本这两种外部制度安排在影响家族企业控制权结构选择过程中的相互替代作用。结果发现:在政府质量和社会资本水平较高的地区,家族企业的金字塔结构层次较低,镶嵌于金字塔结构的终极控制权与现金流权分离度较低,而且社会资本与政府质量在家族企业金字塔结构选择决策中所起的作用是替代的,即在我国政府质量较低的地区,社会资本对家族企业金字塔结构的作用更加显著;反之亦然。研究结论表明,转型经济中的家族企业发展,除了继续完善地方政府质量、提高公共治理水平之外,构建地区之间以信任为基础的和谐社会氛围同样重要。本章的研究不仅拓展了金字塔结构的研究领域,而且丰富了社会资本与政府质量替代作用的研究。

第九章为全文总结,包括研究结论和启示、研究贡献和局限以及未来研究方向三部分。