

FINANCE RESEARCH ISSUES
FRONT CORPORATE GOVERNANCE
STRATEGIC GOVERNANCE RESEARCH
FINANCE RESEARCH GOVERNANCE



公司治理 前沿问题研究

Forefront Issues of Corporate Governance Research

徐向艺 主编

FRONT ISSUES OF
CORPORATE
GOVERNANCE RESEARCH



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



公司治理 前沿问题研究

Forefront Issues of Corporate Governance Research

徐向艺主编



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理前沿问题研究/徐向艺主编. —北京: 经济管理出版社,
2012.8
ISBN 978-7-5096-2061-8

I. ①公… II. ①徐… III. ①企业管理—研究 IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 171044 号

组稿编辑: 张永美
责任编辑: 张永美
责任印制: 杨国强
责任校对: 陈 颖 李玉敏

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京银祥印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 787mm × 1092mm/16

印 张: 31.5

字 数: 806 千字

版 次: 2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2061-8

定 价: 98.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

公司治理是近年来学术界研究的热点问题，理论界和实务界对此进行了卓有成效的探索，并取得了许多引人注目的成果。山东大学公司治理研究中心作为山东省重点人文社科研究基地，是国内较早开展公司治理研究的机构之一。现在，该中心已具有固定研究人员 20 余人，兼职研究人员 30 余人，已形成结构合理、学科互补的研究团队。该中心研究方向主要集中在企业制度与公司治理、公司董事会治理、集团管控与母子公司治理、控制权市场治理、关联交易与信息披露、银行业公司治理、公司高管激励等方面。本书是山东大学公司治理研究中心在“十一五”期间的部分研究成果，其中的内容大部分是国家自然科学基金、国家社会科学基金、教育部人文社科基金和山东省社科基金项目的研究成果。全书共分为七篇：

第一篇是公司治理基本理论。主要对公司治理的研究范式、公司治理风险防范、行为金融视角下的企业投资行为、公司竞争力、有限责任公司自治性解读、新的企业组织形式所引致的治理问题、中国公司治理的改进等基本理论问题进行研究和探讨。

第二篇是股权结构与控制权治理。主要对股权结构与公司价值、股权结构与公司绩效、财务杠杆、大股东控制与公司价值、基金持股比例与公司绩效、控制权私有收益的产生机理、控制权争夺、后股权分置时代的控制权机制等进行研究。

第三篇是董事会与公司治理绩效。主要对我国上市公司董事会结构、高管经营层治理、股权结构与董事会效率、治理成本与收益比较的董事会规模分析、两权分离度与公司治理绩效等方面进行理论和实证研究。

第四篇是公司人力资本与高管激励。主要对企业家人力资本的会计计量、金字塔结构下股权激励效应、高管报酬激励与公司治理绩效、高管变更、管理层薪酬契约、薪酬激励与资本结构等方面进行研究。

第五篇是集团管控与母子公司关系治理。主要对企业集团母子公司间的关系进行探讨，集中在股权结构和企业集团多元化战略、母子公司控制理论、母子公司文化控制与子公司效能、母子公司协同效应、跨国公司行为及对治理结构的影响等方面进行研究。

第六篇是公司金融与银行公司治理。主要集中在政府股东、银行治理与中

小商业银行风险控制、特许权价值、公司治理机制和商业银行风险、股权融资成本、上市银行股权结构与公司绩效关系的实证研究等方面。

第七篇是公司内部控制与信息披露。主要对上市公司实际控制人信息披露的透明度、上市公司治理结构对内部控制的影响、公司治理结构对会计信息披露的影响、公司治理趋同与会计信息披露趋同的互动关系、公司治理文化与会计信息披露的互动、上市公司年报补丁与治理关系等方面进行了理论和实证研究。

本书是集体智慧的结晶。将山东大学公司治理研究中心“十一五”期间的研究成果有选择性地结集出版，一方面希望借此推动我国公司治理研究和实践的进展，另一方面希望能够更方便地与同行交流。然而，受作者的学识水平限制，书中难免存在疏漏和不当之处。诚惶诚恐，恳请学界同仁指正。

徐向艺

2012年5月

目 录

第一篇 公司治理基本理论

- 公司治理研究现状评价与范式辨析
 - 兼论公司治理研究的新趋势 / 3
- 公司治理风险相关研究述评 / 10
- 经理人代理行为与管家行为的选择：基于博弈分析的视角 / 18
- 国有控股上市公司与民营控股上市公司竞争力研究
 - 基于公司治理与管理相匹配的视角 / 25
- 非理性条件下的企业投资决策
 - 行为公司金融对非效率投资行为的解释 / 35
- 强制还是自治
 - 有限责任公司治理的应然性解读 / 46
- 新企业的旧治理 / 53
- 中国上市公司的治理改进：2002~2006 / 60

第二篇 股权结构与控制权治理

- 上市公司股权结构与公司价值关系研究
 - 一个分组检验的结果 / 75
- 股权结构与公司绩效：度量方法和内生程度 / 82
- 中国上市公司控制权私有收益实证研究 / 100
- 控制权私有收益的产生机理分析 / 108
- 后股权分置时代的上市公司控制权机制研究 / 113
- 大股东所有权、控制权与公司治理绩效的灰色关联分析
 - 基于三一重工的案例研究 / 122
- 委托—代理危机与控制权竞争
 - 基于国美电器控制权争夺的案例分析 / 133
- 大股东持股的激励效应与隧道效应 / 142
- 大股东控制、投资者保护与公司治理 / 149
- 资本结构与利益相关者控制权研究 / 155

终极控制股东与关联担保关系的实证研究

——来自民营上市公司的经验证据 / 161

财务杠杆、大股东持股与公司价值

——一项基于联立方程的经验分析 / 175

基金持股比例、基金制衡度与上市公司绩效

——基于基金持股面板数据的全样本检验 / 183

第三篇 董事会与公司治理绩效

中国上市公司董事会、高管层分析与公司治理 / 193

我国上市公司股权结构和董事会结构对 CEO 薪酬影响的实证研究 / 211

基于治理成本与收益比较的董事会规模理论分析 / 220

两权分离度与公司治理绩效实证研究 / 227

第四篇 公司人力资本与高管激励

企业家人力资本会计计量模型的再构建探讨 / 241

金字塔结构下股权激励的双重效应研究

——来自中国上市公司的经验证据 / 248

高管人员报酬激励与公司治理绩效研究

——一项基于深、沪 A 股上市公司的实证分析 / 258

股票期权激励契约合理性及其约束性因素

——基于中国上市公司的实证分析 / 266

上市公司主要高管变更后的高管团队稳定性研究 / 278

管理层薪酬契约研究综述及展望 / 287

高管层报酬契约构成与标准

——基于问卷调查的研究 / 293

上市公司高管层薪酬激励与资本结构关系实证研究 / 300

高管报酬激励与会计信息质量的相关性 / 308

职业经理人薪酬的市场化契约模型设计 / 317

委托—代理与经营者适度控制研究 / 324

上市公司股权激励效应研究脉络梳理与不同视角比较 / 328

中小企业股权集中度、高管激励和公司绩效相关性研究 / 339

第五篇 集团管控与母子公司关系治理

股权结构与企业集团多元化战略关系研究 / 349

母公司对子公司控制理论探讨

——理论视角、控制模式与控制手段 / 357

母子公司文化控制与子公司效能研究 / 364

母子公司协同效应评价的一种模型 / 378

跨国公司行为及其治理结构的影响因素分析

——一个“8S”的研究框架 / 386

第六篇 公司金融与银行公司治理

政府股东、银行治理与中小商业银行风险控制

——以山东、河南两省为例的实证分析 / 397

特许权价值、公司治理机制和商业银行风险承担：2006~2009 年 / 411

公司内部治理机制与股权融资成本：股权性质差异条件下影响因素分析 / 422

上市银行股权结构与公司绩效关系的实证研究 / 431

第七篇 公司内部控制与信息披露

上市公司实际控制人与信息披露透明度研究 / 443

我国上市公司治理结构对内部控制影响的实证研究 / 454

我国公司治理结构对会计信息披露影响的实证研究 / 463

公司治理趋同与会计信息披露趋同的互动关系研究 / 470

公司治理文化与会计信息披露互动：理论与案例 / 480

我国上市公司年报补丁与公司治理关系的实证研究 / 488



第一篇

公司治理基本理论

公司治理研究现状评价与范式辨析^①

——兼论公司治理研究的新趋势

一、引言

20 世纪 80 年代以来，公司治理在西方发达国家逐渐成为企业发展理论研究的一个核心问题，并涌现出了大量的理论研究成果和极富实践指导意义的公司治理规则（徐向艺等，2006）。近年来，公司治理方面的研究文献日益激增，且形成了诸多较为固定的研究范式，但其中某些范式却存在着一定的局限性，造成了目前研究中的概念混淆、研究结论迥异以及统计上的虚假因果或相关关系等问题。鉴于此，本文对现有公司治理理论与实证研究中有待商榷的几个基本范式进行辨析，并在此基础上提出公司治理研究领域的发展趋势，以期为公司治理研究体系的深化与拓展提供有益参考。

二、公司治理理论演进路径辨析：共同治理及其本质缺陷

随着公司治理主体等主要维度的演变，公司治理理论经历了从单边治理到共同治理的演进路径，两者在很多方面具有十分鲜明的差别。信奉“股东至上”的单边治理理论以新古典资源配置观及私有财产、资本雇用劳动等传统逻辑为基础，认为股东向企业投入了具有可抵押特性的物质资本，并承担一定的经营风险，是唯一的公司治理主体（委托人）。而利益相关者共同治理（Stakeholder Co-Governance）理论则认为，公司是利益相关者之间相互缔结的契约网络，各利益相关者在公司共同投入资源、共同创造价值、共同承担风险，成为公司治理的共同主体（贾生华、陈宏辉，2002）。公司治理的目标不应该仅仅是股东利益的最大化，而是包括股东在内的全体利益相关者利益的最大化。Blair（1995）指出，共同治理在突破新古典资源配置可逆性假设的同时，也重构了委托人的界定范围，即委托人不仅仅局限于股东，而是应包括所有对企业进行特定投资并为此承担风险的参与者，即全体利益相关者。国内外诸多学者认为，共同治理克服了股东主权至上的局限，是对单边治理的演进与超越。

然而，笔者认为，正是这种对委托人范围的重构及其衍生出的目标导向问题使该理论陷入了一种“泛利益相关者”的困境。在实践中，如何实现全体利益相关者利益的最大化？如何保持各个利益相关者之间利益的均衡？这几乎是难以破解的难题。并且，这种以全体利益相关者的利益为基础的决策机制，很容易导致由于权力过度分散而产生的意见僵持或者决策

^① 徐向艺、徐宁，原文发表于《东岳论丛》，2012 年第 2 期。

延误的局面,从而使公司治理的效率大幅降低,与企业经济主体的本质相违背。于是,这更加凸显了共同治理在实践中可操作性的缺失。

从较深的层次看,共同治理本身所具有的本质缺陷是造成其在实践中可操作性降低的根本原因。共同治理将委托人的范畴扩展到与企业经营直接或间接相关的全部主体,认为他们共同拥有企业的剩余控制权与索取权,并未详细区分企业产权关系的层次。而根据产权理论,当一项产权被作为“公地”,尚未加以清晰界定时,必然会导致其被过度使用而损失效率。从法理学视角分析,由于不同利益主体的利益具有异质性,有时甚至会相互冲突,如果企业处于亟须抉择的关键时期,面对众多迥异的利益相关者的利益要求,企业很可能会面临诸多无所适从的窘境,更为严重的是产生某些相关者利益被严重侵犯的情形。而此时,以确定利益调整顺序为基础的法律对其提供平等保护是难以实现的。

三、公司治理实证研究中的基本范式辨析

在公司治理理论研究发展的同时,实证研究的成果也日益丰富。但目前诸多研究文献中采用的典型公司治理指标经不起深入推敲,研究结论迥异,甚至出现变量之间的虚假因果或相关关系。也有些研究虽然拥有严格规范的研究设计,但其结论对于管理层的决策行为、组织绩效的解释能力却十分有限,甚至出现与实践相违背的情况。因此,笔者认为,由样本选取、变量定义、模型构建等研究设计方面所导致的实证研究局限性仅是表面原因,而从深层次来看,其根源在于研究范式本身存在诸多缺陷。

(一) 公司治理结构与公司治理行为的模糊界定

在多数公司治理实证研究文献中,通常将“公司治理结构”等同于“公司治理”,而且学者们通常直接建立公司治理结构与公司绩效的简单逻辑关系。股权结构、董事会特征、经营层治理等是该类研究选择的主要变量。具体而言,股权结构一般采用股权集中度或股权制衡度等指标,董事会特征多关注董事会构成、董事会规模、董事持股情况等方面,经营层治理则侧重于激励机制与两职设置等方面。比如,很多文献将“独立董事比例”作为“董事会独立性”或者“独立董事监督”的操作变量,检验其与公司绩效的相关关系(如 Beasley, 1996)。^①再如,“董事会规模”通常作为公司治理结构的重要特征,学者们多倾向于探讨其是否与公司绩效之间存在关联性(如 Lipton 和 Lorsch, 1992;^② Yermack, 1996)。^③

笔者认为,上述研究范式是经不起深入推敲的,原因在于其没有严格区分治理行为与治理结构等概念,甚至忽视了治理行为的存在,这种概念上的混乱严重影响了对公司治理概念的清晰界定。事实上,公司治理结构仅是公司治理的组织特性,侧重于构建公司内部的权力制衡关系,是保障企业契约关系得以维持的组织框架。如上文提到的“独立董事比例”仅仅

^① Beasley (1996) 实证检验了独立董事比例与虚假财务报告发生率的关系,结果表明,独立董事比率越高,发生虚假财务报告的概率就越低。

^② Lipton 和 Lorsch (1992) 从理论层面提出限制董事会规模的合理性,并认为,董事会的规模最好为 8~9 人,最多不应超过 10 人。

^③ Yermack (1996) 以美国公司为对象进行实证研究,结果发现,董事会规模与公司价值之间呈现负相关的凹形曲线关系,董事会规模越大,公司绩效越差。

是公司治理组织特性的一个方面,并不能代表董事会的独立性或者独立董事的尽职行为,而应将“独立董事行为”,如发表独立意见情况、参加会议情况、提出异议情况等作为研究的重要维度。同理,“董事会规模”也仅仅是衡量董事会总人数的一个指标,“人数的多寡”与“功能的发挥”并不能画等号。在实践中,拥有基本结构特征的董事会,在不同运行机制与行为的作用下会作出不同的决策,产生不同的效率与结果,即相同的投入变量在经历了不同的“过程”以后可能会得出不同的结果。也就是说,董事会结构的合理性是保证其有效运行的必要条件,董事会的有效性更多地取决于其运行机制与行为,而不仅仅是其结构完善与否。而上述事实在实证研究上的反映则是,董事会结构变量与公司绩效之间不存在直接的因果关系。

在企业实际运行的过程中,仅仅依靠位于“存在”层面的公司治理结构来解决公司治理的所有问题是远远不够的。良好的公司治理,不仅需要一套完备的治理结构,更需要若干具体的超越结构的治理行为。因此,只关注公司治理组织特性层面的内容,而不关注具体行为过程的研究,必定是无效的。公司治理研究的趋势应从实践出发,注重区分公司治理结构与公司治理行为,强化对公司治理行为层面的深入探究,才能够真正揭开公司治理作用机理的“面纱”。

(二) 公司治理绩效与公司财务绩效的等同

公司治理与公司绩效之间关系的实证研究是公司治理研究领域的逻辑起点与重要构成。在已有的实证研究中,“公司绩效”多用“公司财务绩效”来衡量,如资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、每股收益(EPS)等反映收益能力的指标以及Tobin Q等反映公司市场价值的指标。该领域研究成果丰富,但研究结论却迥异。比如,关于股权集中度与公司绩效关系方面的研究结论便不尽相同,经典文献中的结论一般包括线性相关论(Pederson和Thomsen, 1999)^①、非线性相关论(McConnell和Servaes, 1990)^②与无相关论(Holderness和Sheehan, 1988)^③等。

毋庸置疑,公司财务绩效与公司治理绩效之间的确存在较为密切的关系。虽然在某种意义上说,完善公司治理能够为公司管理活动提供激励与约束机制,从而间接促进公司绩效的提高,但公司治理并不能直接作用于公司财务绩效。作为一种契约关系,公司治理的关键在于明确而合理地配置公司股东、董事会、经理人员和其他利益相关者之间的权力、责任和利益,从而形成有效的制衡关系,以确保公司运作的合规性与合法性,而其本身是不能直接创造公司价值的,需要通过作用于公司管理等要素来间接对公司财务绩效产生影响。因此,公司治理与公司财务绩效之间并不是简单的线性关系,而是受到诸多中介与调节变量影响的间接关系,甚至在某些情况下,良好的公司治理对于短期的财务绩效可能会产生负向影响。

比如,某公司可能会通过某项关联交易而产生巨额收益,但该项关联交易是非公允的,假设该公司拥有完善的公司治理结构,尤其是其独立董事勤勉尽责,将会对该关联交易提出异议以阻止其进行,但这种尽职行为并不会通过公司的财务绩效显现出来。相反,倘若该公

^① Pederson 和 Thomsen (1999) 以欧洲 12 国 435 家公司为样本进行实证检验,结果表明,股权集中度与公司绩效呈显著的正相关关系。

^② McConnell 和 Servaes (1990) 以美国公司为样本对股权结构与 Tobin Q 之间的关系进行检验,研究表明,公司内部股东所拥有的股权与 Tobin Q 值之间存在曲线关系。当股权比例从 0 开始逐渐增加时,曲线呈向上倾斜的形状;当该比例达到 40%~50% 时,曲线开始向下倾斜。

^③ Holderness 和 Sheehan (1988) 对具有集中型与分散型股权结构的上市公司的经营绩效进行比较,研究显示,两者的利润、Tobin Q 等绩效或价值指标并未显示出明显差别,从而得出股权结构与公司绩效之间不存在关联性的结论。

公司的独立董事玩忽职守,无视该关联交易的非公允性而令其顺利实施,那么该公司的财务绩效一定会有显著提升。因此,更确切地说,公司治理绩效是对公司治理结构有效性的度量,更加注重如何取得委托人与代理人的利益均衡、发挥治理功效、实现治理目标以及公司的规范运作。公司财务绩效与公司治理绩效完全不能等同,该类实证研究应更加深入地探讨公司治理绩效的界定与评价及其对公司财务绩效的影响机理。

(三) 公司治理动态内生性问题的忽视

已有研究多将公司治理的某项结构要素,如股权结构、董事会特征、高管层治理等作为外生变量,认为它们与公司绩效之间的关系只是一种单一静态的关系,并由于数据的可得性,在研究方法上多采用截面数据与运用 OLS 模型。上述基于外生性视角的研究在公司治理实证研究中主导了多年。在经理层持股方面的很多经典研究便是从该视角出发,如 Agrawal 和 Knober (1996) 选取《福布斯》500 强企业中 383 家企业 1987 年的数据为样本,采用普通最小二乘法 (OLS) 与两阶段最小二乘法 (2SLS),经检验发现经理层持股对企业价值有负向作用,但不显著。国内学者周建波、孙菊生 (2003) 运用回归分析方法,发现成长性较高的公司,经营者因股权激励增加的持股数与公司经营业绩的提高显著正相关。

然而,外生性视角下的研究忽视了公司治理的动态内生性 (Dynamic Endogeneity) 特征。公司治理是非独立存在的内生变量,是有关公司所属行业、公司规模和战略乃至外部政治、文化和法律环境等诸多微观和宏观因素共同作用的均衡结果。另外,在现实中,政策的制定和实施、制度的变革、机制的构建以及绩效的显现之间大多有一定的时滞性,这就意味着某个时期的公司治理结构既可能受到本期绩效的影响,也有可能受到前期绩效的影响。例如,在当期,机构投资者持股比例可能对公司绩效无明显的促进效应,但前期的公司绩效,对机构投资者持股比例却可能呈现出显著的反馈效应,即机构投资者持股比例与绩效之间存在跨期联系,而此时,若不考虑机构投资者持股比例和公司绩效的跨期互动情形必然会得出有偏的结论。由此可知,公司治理与公司绩效之间的关系在不同时期可能会表现出不同的特征,较短的样本期间无法检验出两者之间的真实关系。因此,某些实证研究未把公司治理的内生性质与时间因素纳入研究体系,从动态内生视角来考察公司治理与公司表现之间的关系也是目前该研究领域结论不一的深层原因。

四、公司治理评价指数的合理性辨析

为了更为全面地审视公司治理结构,有关公司治理评价指数的研究成为了新兴的热点。Gompers 等 (2003) 通过构建综合性的 G 指数^①来衡量股东权利,Bebchuk 等 (2004, 2009) 构建了壕沟指数 (E 指数)^②。在对该两种指数进行批判继承的基础上,Brown 和 Caylor

^① Gompers、Ishii 和 Metrick (2003) 把美国投资者责任研究中心 (Investor Responsibility Research Center) 提出的 24 项公司治理条款从延缓敌意收购的战术、投票权、董事/管理层保护、其他接管防御措施以及国家法律五个维度加以区分,并根据公司的实际情况对这些条款进行赋值,然后把每项条款的得分进行加总从而形成 G 指数。

^② Bebhuk、Cohen 和 Ferrell (2004, 2009) 在深入分析 24 项公司治理条款的基础上,选出了能够充分反映股东投票权限制以及敌意收购防御的六项重要条款,并进行 0 或 1 的赋值,形成 E 指数,主要涵盖交错选举董事条款、股东修订公司章程的限制、毒丸计划、金色降落伞计划以及兼并和修订公司章程遵循绝对多数原则的规定等要素。

(2006)构建了由审计、规章、董事会、董事培训、高管薪酬、所有权结构、变革程序、公司状态共8个方面51个指标构成的复合指标体系 Gov-Score。南开大学公司治理研究中心自2004年起发布中国上市公司治理指数,从股东权益、董事会、监事会、经理层、信息披露和利益相关者6个维度出发,构建了一个综合评价体系。

然而,这种结构性的公司治理指标体系是否具有合理性?应该对其进行客观理性的审视。公司治理评价指数的构建,是在试图寻找一个公认的标准来对处于同一国家的全部公司或者不同国家的部分公司的治理状况进行衡量。然而,由于路径依赖性特征,公司治理制度的最优设计会由于企业所处治理环境的不同而存在较为显著的差异,因而并不存在衡量公司治理状况的最佳方法。实践中的一种现象也可以解释上述原理,即假设不同的公司治理结构会导致不同的公司绩效,那么有效的市场竞争会自动淘汰业绩较低的公司,最终导致整个市场仅仅留下最优的公司治理结构。但与之相反的是,在现实中却存在诸多差异显著的公司治理结构。由于每个公司所处的内外部环境存在差异,它们会在既定规则之下选择最适合本公司的公司治理结构,企业所处行业、规模、生命周期等特征均会对该选择产生影响,从而导致具有不同特征的公司治理结构并存。因此,“公司治理是否存在一个统一的综合性评价标准”这个议题一直备受质疑。

而公司治理评价指数有待商榷的另一重要原因,是其忽视了公司治理机制之间可能存在的交互关系。这种由不同公司治理要素简单罗列而形成的结构性体系,可能会忽视客观上存在于公司治理机制之间的相互替代或者相互补充的关系。在既定的法律、经济和市场条件下,各种治理机制是否形成一个合理的组合,成为决定公司治理效率的关键。因此,构建一个综合性的公司治理指数,需要以“不存在各种公司治理机制之间的交互作用”作为假设,从而以较为简单的形式融合不同的公司治理机制,而这是与公司治理的内生性、路径依赖性以及公司治理整合理论相背离的。

五、公司治理研究的几个重要趋势

(一) 以股东为主导的核心利益相关者治理理论

随着对利益相关者定义过于宽泛的指责日益增多与利益相关者共同治理理论局限性逐步凸显,国内外学者开始了对该理论缺陷的修正,并侧重从动态演化观点出发来定义利益相关者。企业的利益相关者对企业投入资源的重要性程度与其所承担的风险是不同的,理想的治理模式应该定位于股东中心模式和利益相关者模式所界定的均衡区域之内(徐宁、徐向艺,2009)。可以说,股东是企业最为核心的利益相关者,但单边治理“股东至上”的理念应被摒弃,共同治理的泛利益相关者窘境也应加以改善,继而产生的是一种以股东为主导的核心利益相关者治理理论。该理论不仅超越了股东至上的局限,也避免了利益相关者共同治理理论所主张的全员参与治理模式容易引起的目标混乱、意见僵持与效率低下等问题,是对单边治理与共同治理的修正与整合,是现代公司治理理论演进的新趋势。目前,对该理论的研究仅仅处在初级阶段,诸多关键性问题,如以该理论为基础的治理机制设计以及核心利益相关者参与公司治理效果的验证等都亟待研究。

（二）双重代理框架下公司治理效率的界定与重构

由上文可知，公司财务绩效并不是公司治理直接作用的结果，而是由诸多因素共同决定的。如何对公司治理的有效性进行衡量？笔者认为，公司治理的有效性应表现为在公司经营过程中的预测与应对各种风险和不确定性等方面的效率，以及确保公司实现持续发展、履行公司使命、实现委托人与代理人的利益均衡、满足利益相关者的利益诉求等方面的效率，即公司治理效率。而对公司治理效率进行准确界定与测度，是研究公司治理结构合理安排与设计的逻辑出发点，已经成为目前公司治理研究的发展趋势之一。然而，公司治理效率如何界定与评价？公司治理作为一种制度安排，其存在的最终目标应是解决两权分离导致的代理问题，因此，治理效率的核心是公司治理解决代理问题的效率。传统的“贝利—米恩斯命题”认为，股东与经营者之间的利益冲突形成了第一类委托代理问题，而控制权与现金流权的严重分离使控股股东与中小股东之间的矛盾更为凸显，构成了第二类委托代理问题。这两类互相联系的治理关系普遍存在于现代公司中，因此，对于公司治理效率的界定与重构也应从单一治理关系框架向两者权衡分析转变。目前现有的相关研究多为单一治理关系下的规范性研究，亟须双重代理成本框架下理论与实证研究的丰富与补充。

（三）公司治理行为研究领域的深化与拓展

公司治理的主流研究方法以代理理论为基础，强调正式结构的作用。如何构建能充分发挥激励和监管作用的最优治理结构以保护股东利益是其关注的重点。显然，这种研究范式将公司治理视为一个孤立的黑箱，忽视了对公司治理内在机制的探索。公司治理行为研究是在传统代理理论的基础上引入行为理论等视角，进一步拓展了公司治理的研究框架。目前影响最为广泛的是基于行为视角的董事会治理研究，该视角下的研究关注董事会行为和决策过程。行为视角以人的态度、意愿和行为作为主要关注点，基于此，公司治理行为视角研究的基本思路是通过探索个体认知和行为特征对公司治理有效性的影响，旨在打开公司治理运作的黑箱。该视角下的诸多研究课题，如高管成员个体认知特征和行为动机分析、高管成员与企业内外部主要行为主体之间的互动、高管团队当责（Accountability）^①研究等均成为公司治理行为视角的关注重点。但目前关于公司治理行为的研究还未形成统一清晰的研究框架。

（四）基于动态内生性视角对公司治理的理论探究与实证检验

在对始终被诸多问题所困扰的外生视角进行质疑的基础上，公司治理研究领域的内生性视角逐渐产生并被学者们所认识，最初应用于股权结构、董事会治理等研究领域。根据制度经济学相关理论，契约对经济交易结果会产生一定的影响，而契约所在的制度环境又会对契约产生制约作用，影响契约的设计与执行，这是动态内生性视角的理论基础。在既定的制度环境之下，实现根据企业的特点不断完善公司治理的动态均衡过程是动态内生视角的目标所在。以此为导向，公司治理动态内生视角的研究思路应将各种公司治理结构、治理机制、治理行为等要素视为内生变量，检验其与诸多影响因素之间的交互作用及对公司价值的影响，

^① 近年来，“当责”（Accountability）在组织行为学领域受到关注。Accountability一词早期主要应用于会计学领域，指的是一种对组织或者个体绩效等因素的正式测量评估机制，而组织行为学中的当责行为是指行为个体愿意采取各种方法尽全力实现委托人所期望结果的一种现象（华新海、茅宁，2009）。

既从微观层面深入剖析公司治理的作用机理,又引入中间调节变量构建起公司治理与公司价值之间的桥梁(徐宁、徐向艺,2010)。因此,以超产权理论、机制设计理论、实证主义代理理论等为基础,对公司治理的动态内生性问题进行深入探究,并采用联立方程模型、工具变量法等方法以克服以往研究在方法上的局限,是公司治理研究领域的重要主题。

〔参考文献〕

- [1] Algrawal, A., Knoeber, C. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31 (3): 377-397.
- [2] Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. What matters in corporate governance? [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22 (2): 783-827.
- [3] Blair, M. M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century [M]. Washington, D.C.: Brookings Institute, 1995.
- [4] Brown, L.D., Caylor, M. C. Corporate governance and firm valuation [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, 25 (4): 409-434.
- [5] Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. Corporate governance and equity prices [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118 (1): 107-156.
- [6] Holderness, C., Sheehan, D. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 317-346.
- [7] Lipton, M., Lorsch, J. A modest proposal for improved corporate governance [J]. *Business Lawyer*, 1992, 48 (1): 59-77.
- [8] McConnell, J., Servaes, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27 (2): 595-612.
- [9] Pederson, T., Thomsen, S. Economic and systemic explanations of insider ownership among European largest companies [J]. *International Journal of the Economics of Business*, 1999, 6 (3): 367-381.
- [10] Yermack, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 40 (2): 185-211.
- [11] 华新海,茅宁.个体当责行为研究现状与展望 [J]. *外国经济与管理*, 2009 (3): 46-52.
- [12] 贾生华,陈宏辉.利益相关者的界定方法述评 [J]. *外国经济与管理*, 2002 (5): 13-18.
- [13] 南开大学公司治理评价课题组.中国公司治理评价与指数报告——基于2007年1162家上市公司 [J]. *管理世界*, 2008 (1): 145-151.
- [14] 徐宁,徐向艺.公司治理理论演进趋势研究——基于经济学与法学的整合视角 [J]. *经济与管理研究*, 2009 (12): 62-66.
- [15] 徐宁,徐向艺.上市公司股权激励效应研究脉络梳理与不同视角比较 [J]. *外国经济与管理*, 2010 (7): 57-64.
- [16] 徐向艺等.公司治理制度安排与组织设计 [M]. 北京:经济科学出版社,2006.
- [17] 周建波,孙菊生.经营者股权激励的治理效应研究 [J]. *经济研究*, 2003 (5): 74-82.