

吉林省社会科学基金项目 (2011B036)

吉林大学基本科研业务费项目 (2011ZZ037)

吉林省教育科学“十二五”规划课题项目 (ZZ1101)

资助

公司治理 与公司绩效关系研究

Study on the Relationship
between Corporate Governance
and Corporate Performance

蔡玉程/著



经济科学出版社
Economic Science Press

吉林省社会科学基金项目 (2011B036)

吉林大学基本科研业务费项目 (2011ZZ037)

资助

吉林省教育科学“十二五”规划课题项目 (ZZ1101)

公司治理与公司绩效 关系研究

蔡玉程/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与公司绩效关系研究/蔡玉程著. —北京:
经济科学出版社, 2014. 9

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5049 - 0

I. ①公… II. ①蔡… III. ①上市公司 - 企业管理 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 227959 号

责任编辑: 杜 鹏

责任校对: 隗立娜

责任印制: 邱 天

公司治理与公司绩效关系研究

蔡玉程/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxbs. tmall. com](http://jjkxbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.25 印张 180000 字

2014 年 9 月第 1 版 2014 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5049 - 0 定价: 29.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

公司治理与公司绩效的相关研究是公司治理研究领域的一个前沿问题，国内外现有研究有诸多不足，如对公司治理与公司绩效的传导机制缺乏深入的研究，对与公司绩效密切相关的公司治理有效性的问题缺乏系统的分析。鉴于公司治理与公司绩效相关性研究的不足，本书将从理论分析与实证研究的层面对两者的关系问题作进一步的探讨。

为了把握好理论研究的脉络和重点，本书对公司治理理论的发展和演变、公司治理与公司绩效的关系研究、公司治理与管理的关系研究三个方面进行了回顾和评述。

在接下来的分析部分，首先，本书分析了公司治理对公司绩效的传导机制。一个公司契约的履行需要依靠公司治理与公司管理两个方面来完成。在治理与管理的研究上，目前的现状基本上是单方面研究，对治理与管理的关联研究被主流理论所忽视。公司治理不会直接创造绩效，它要通过管理间接作用于绩效。公司治理与公司管理的关系，一方面表现在公司治理对公司管理的影响上；另一方面表现在公司管理对公司治理的反作用上。公司治理对公司管理的影响表现在对战略决策、高层管理人员、管理创新、企业文化、组织设计与变革及管理控制等方面的影响上。公司管理对公司治理也有多个层面的反作用。在阐释了公司治理与公司管理关系的基础上，本书分析了公司治理、公司管理与公司绩效间的传导问题，认为公司管理是公司治理对公司绩效的传导中介。公司治理处于企业高层，不直接创造绩效，但它可以通过各种治理机制对管理施加影

响,即通过管理间接作用于绩效。本书给出了公司治理对公司管理及公司绩效影响的逻辑关系模型,该模型表明了公司治理、公司管理与公司绩效间的关系。随后,分析了公司治理与公司管理的有机整合问题,给出了公司治理与公司管理的系统整合模型。在整合模型中,公司治理与公司管理被有机地整合在一起。

其次,本书对公司治理的有效性进行了分析。本书对公司治理有效性的内涵提出了新观点,对公司治理有效性作了扩展性界定,认为公司治理有效性是指公司治理在实现公司的目标方面是有效的,公司治理的内部结构是有效的,公司治理对管理的传导是有效的。本书对公司治理有效性的标准提出了自己的看法。本书从剩余索取权与控制权对应的程度、公司治理与管理的整合程度等方面尽可能完整地给出了公司治理有效性的标准。本书还探讨了公司治理有效性的实现问题。本书是围绕公司治理构成因素有效性的实现展开的。资本结构、股权结构通过影响公司治理机制发挥其效能。不同的股权结构对公司治理中的激励机制、收购机制、代理权争夺机制及监督机制等影响的效果不同,确定什么样的股权结构需要权衡各方面的利弊作出。一般情况下,提高资本结构中的债权融资份额对发挥公司治理中的激励机制、约束机制与监督机制是有利的,但随着债务代理成本的加大,可能会打破良好的公司治理均衡,抵消掉部分正向治理传导效应,甚至使治理传导效应变为负值。董事会通过恰当地确定其结构、规模及领导权结构来发挥效能。经理人激励与公司绩效的关系最为直接,要实现经理机制的有效性,必须合理设定经理人的业绩目标、经理人业绩的评价方法、激励的原则,并合理安排报酬的数量和结构。

再次,本书对我国上市公司治理的有效性与公司绩效的关系进行了实证分析。实证分析的目的是对我国上市公司治理的有效性做出客观的评价,以此为我国公司治理改革提供借鉴。本书先提出了实证研究的假定,假定的范围涉及资本结构、股权结构、董事会、

监事会与经理激励等有效性方面的重要指标。实证研究的样本选自沪深股市的上市公司。本书采用总资产收益率（ROA）和托宾 Q 值（Tobin'Q）作为被解释变量。本书的解释变量选取了股权集中度、经理层持股、董事会规模等指标。在样本与变量选取之后，进行了描述性分析和多元回归分析。描述性分析主要是为了说明变量在样本中的分布情况；多元回归分析用来阐述解释变量对被解释变量的影响。

最后，本书探讨了以治理有效性为导向的我国上市公司治理的优化问题。在探讨我国上市公司治理的优化之前，为进一步对具体的优化路径提供借鉴，本书以成熟市场经济国家的两种典型治理模式为例，对公司治理有效性进行了国际比较。要提升公司治理有效性，就要对构成公司治理体系的各组成部分进行优化。本书主要从以下五个方面探讨了我国上市公司治理的优化问题：第一，调整公司资本结构、改善债权治理。这方面的任务可以通过调整上市公司资本结构中的债务比重、拓宽融资渠道、强化债权人相机性控制等工作来完成。第二，改善公司的股权结构。这方面的任务需要采取减持国有股的比例、建立多个大股东相互制衡的适度集中型的股权结构等措施来完成。第三，强化董事会治理。强化董事会治理需要通过合理确定董事会的规模和结构、实现董事长与总经理的适当分离等措施来配合。第四，加强对经理人的激励约束。应通过制定合理的经理绩效评价体系与制定一套行之有效的经理人报酬方案两方面来做好对经理人的激励。第五，加强公司治理与管理方面的整合。公司治理与管理方面的整合重点应放在战略管理、企业组织及控制等方面。

本书为公司治理与公司绩效的关系问题研究提供了有益的分析思路，书中的观点与实证结论为我国的公司治理改革提供了借鉴，这些是本书的研究意义所在。

作者

2014 年 7 月

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究问题的提出	1
1.2 研究对象与研究意义	4
1.3 基本假设与研究方法	5
1.4 思维逻辑与篇章结构	8
1.5 创新之处	10
1.6 相关概念的界定	12
第2章 理论回顾与评述	21
2.1 公司治理理论的发展与演变	21
2.2 公司治理与公司绩效关系研究	27
2.3 公司治理与公司管理的关系研究	44
第3章 公司治理对公司绩效的传导机制分析	48
3.1 公司治理与公司管理的关系	48
3.2 公司治理、公司管理与公司绩效	58
3.3 公司治理与公司管理的有机整合	61

第4章 公司治理的有效性分析	67
4.1 以治理与管理关系为视角的公司治理有效性的 扩展性界定	67
4.2 公司治理有效性的标准	69
4.3 公司治理有效性的实现	73
4.4 公司治理有效性指标体系的构建	92
第5章 我国上市公司治理有效性与公司绩效关系的 实证分析	103
5.1 研究假定的提出与统计验证的说明	103
5.2 数据选用、变量设计	106
5.3 描述性统计分析	111
5.4 多元回归分析	117
第6章 以治理有效性为导向的我国上市公司治理的优化	123
6.1 公司治理有效性的国际比较	123
6.2 以治理有效性为导向优化我国上市公司治理的 路径分析	130
结论	145
参考文献	148

第 1 章

绪 论

1.1 研究问题的提出

公司治理 (corporate governance) 这一术语在 20 世纪 80 年代才正式出现在英文文献中, 虽然研究历史不长, 但它已成为学术界、企业界和政府关注的一个焦点。

100 多年来, 以公司制为核心的现代企业制度已经成为全世界居主导地位的企业组织形式。现代公司制度的重要特点就是企业所有权与控制权的分离, 控制权由所有者转移到了管理者手中, 而管理者的利益经常偏离股东的利益, 这给企业提出了治理的问题。公司治理是现代企业发展的产物。公司治理从本质上讲, 就是在所有权与经营权分离的条件下, 如何在所有者与经营者之间建立权利、责任和利益的制衡机制, 也就是说, 所有者如何有效地对经营者进行激励和约束, 保证公司控制权与剩余索取权的合理配置, 从而使公司资产得到妥善经营, 以提高公司绩效, 增强公司价值, 实现公司股东及相关利益者利益最大化的目标。

20 世纪 80 年代公司治理一词一经出现, 立即受到了经济学家们的关注。当时的情况是, 日本和德国公司的竞争威胁使美国企业产生了恐慌, 有人分析说美国工业竞争力的衰退是由于公司管理层

的“短期行为”(short-termism),管理层容易受到股票市场信号的持续压力,故在很多情况下他们将精力集中在短期业绩上,并且牺牲了企业长期利益和竞争能力,而日本和德国的公司则通过银行导向的公司治理避开了这种压力。然而,在90年代中期,形势发生了逆转,亚洲金融危机发生使以德、日公司为代表的内部控制主导型的公司治理模式被认为过时了,以英、美公司为代表的外部控制主导型的公司治理又重新受到了重视。此后,2002年以“安然事件”为代表的美国公司丑闻的发生,标志着英、美公司治理体系的再次危机。

严重的公司治理问题在不同国家、不同公司治理模式的企业中出现,充分说明了公司治理问题的复杂性和完善公司治理任务的艰巨性,也正因为此,公司治理受到了学术界、企业界及政府的关注。近20年来,公司治理是西方企业研究领域最为活跃的研究方向之一,无论是在公司治理基础理论上,还是在公司治理的组织和机制上,都取得了很多研究成果。在实践中,西方政府和企业也在积极地探索公司治理方面的改革。

在我国,公司治理的探讨是从20世纪90年代开始的。1993年,党的十四届三中全会将建立现代企业制度确立为国有企业的改革方向。1999年9月,党的十五届四中全会《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》指出:“公司法人治理结构是公司制的核心。要明确股东会、董事会、监事会和经理层的职责,形成各负其责、协调运转、有效制衡的公司法人治理结构。所有者对企业拥有最终控制权。董事会要维护出资人权益,对股东会负责。董事会对公司的发展目标和重大经营活动作出决策,聘任经营者,并对经营者的业绩进行考核和评价。”2003年10月,党的十六届三中全会《决定》首次把完善公司治理作为深化国有企业改革的首要举措。在学术界,吴敬琏等在《大中型企业改革:建立现代企业制度》一书中首次提到了“法人治理结构”的概念。1994年8月,

国家经贸委与中国经济改革的总体设计课题组在北京举办的题为“中国经济体制的下一步改革”的研讨会上,青木昌彦(M. Aoki)和钱颖一发表了《对内部人控制的控制:转轨经济中的公司治理结构的若干问题》和《中国的公司治理结构改革和融资改革》两篇论文,在中国企业改革的理论分析中第一次引入了“公司治理结构”的概念框架。在此之后,我国学者就公司治理问题发表了大量文献,但基本处于对西方理论的引进及用国外理论解释中国现象的阶段。在实践中,伴随着中国证券市场10多年的发展,由公司治理引发的企业与证券市场危机不断发生,“琼民源”、“银广夏”、“德隆”、“三九”等事件的背后都隐藏着深层次的公司治理问题。

无论是国内的公司治理,还是国外的公司治理,其最终的效果都会体现在公司的绩效上。不完善的法人治理结构、扭曲的公司治理机制会极大地影响企业的经营绩效。我们知道,企业存在的根本目的在于财富的创造,企业财富的积累来源于企业的良好绩效。公司治理作为企业内部与管理并行的重要系统,必须服务于企业创造财富的目的,这种功能的发挥要落实到它对公司绩效的影响上。建立对公司绩效产生良性影响的公司治理体系,可以为企业持续稳定的发展输入优秀的基因,可以为国民经济健康运行奠定重要的微观基础。只有通过公司治理使企业绩效获得保障,投资者及其他利益相关者的利益才具有得以实现的基础。

公司治理对绩效的影响具有隐蔽性^①。公司治理与公司绩效的相关研究是公司治理研究领域的一个前沿问题,国内外现有研究存在许多不足,这些不足主要体现在以下方面:其一是在对公司治理与公司绩效关系的解释上,理论的说服力不够。现有的理论研究缺乏系统性,在对公司绩效的解释上,大多关注单一因素,忽视了其

① 公司治理对公司绩效的影响不是直接的,而是间接的,这给人们对于两者关系的认识带来了困难。

他因素的影响,脱离了实际。另外,我国学者在对公司治理与公司绩效关系的解释上存在照搬西方的现象,忽视对现实问题的深入理论探讨,许多研究流于形式。其二是在公司治理与公司绩效关系的实证分析方面,由于选取样本和指标等方面的问题,我国学者得到的结论有一些分歧,这会产生理论与实践方面的困惑。其三是在公司治理对公司绩效的传导机制方面缺乏深入的研究。其四是对公司治理有效性的问题缺乏深入的探讨。

鉴于公司治理与公司绩效两者相关性研究的不足,本书将对公司治理与公司绩效的关系问题作进一步的探讨,从理论分析与实证研究的层面对该问题给予更深入、更全面的回答。

1.2 研究对象与研究意义

本书以公司治理与公司绩效的关系为研究对象,从公司治理对公司绩效的传导机制与公司治理有效性等方面探讨公司治理对公司绩效的影响问题。

公司治理的理论性和实践性很强,研究它涉及经济学、法学、管理学、行为科学及哲学等学科,具体的实际操作又涉及制度、文化、行业及企业特殊的发展阶段等不同的情景,公司治理的研究内容丰富且深邃复杂。在我国,公司治理虽得到了广泛关注,但研究却不是十分深入,大致局限在引入西方理论来解释中国现象阶段,对公司治理的概念、性质、功能、研究方法、范畴界定等方面还未达成共识,当然更缺乏理论方面的创新。

关于公司治理与公司绩效关系的研究中的不足,在前文中已有叙述。为了弥补相关研究的缺陷,本书拟对公司治理与公司绩效关系的一些方面作理论上的探讨与实证方面的分析,并提出相应的对策建议。

本书的理论意义在于：把公司治理作为企业系统的一个内生变量，探讨其对企业运行结果——公司绩效的影响；系统考虑公司治理的各主要因素对公司治理绩效的影响；深度阐释公司治理对公司绩效的传导机理，为公司治理找到影响公司绩效更确切的依据；重新界定公司治理有效性的概念，提出公司治理有效性的标准，构建公司治理有效性的指标体系；在以上分析的基础上，提出我国上市公司治理有效性与公司绩效关系的研究假定，并利用我国上市公司的数据对所设假定进行实证分析；在经济学的研究框架中，引入管理学的分析方法，拓展公司治理的研究领域；以治理有效性为导向提出优化我国上市公司治理的路径。

本书的实践意义在于：通过公司治理对公司绩效传导机制的阐释，可以使企业的所有者、经营者及其他利益相关者有意识地加强沟通与合作，共同为企业持续发展发挥各自的作用，实现多边的共赢。通过公司治理有效性的分析，为我国公司治理改革提供借鉴。

国家的发展及企业的进步需要公司治理实践方面的变革和创新，而这种变革和创新又离不开理论的先导，本书力求在公司治理与公司绩效关系的研究方面做一些有益的工作，以此为丰富治理理论体系和改善我国公司治理绩效服务。

1.3 基本假设与研究方法

任何形式的理论研究都是在一定的前提下进行的，在前提条件不清晰的情况下，研究所涉及的概念和内容将会出现逻辑与语义上的混淆。本书主要提出以下五个基本假定。

1. 机会主义行为假定。机会主义行为是指，只要有机会人们就会为自己谋取更多的利益。机会主义是新制度经济学重要的行为假定之一。威廉姆森（Williamson）是机会主义行为假定的提出者，

他认为,人的动因天然机会主义,这是人们为实现目标而寻求自我利益的深层次的条件。威廉姆森是这样解释机会主义概念的,他认为,人们有隐藏自己的偏好、偷懒、欺诈、逃避责任而增加个人效用的意图,如果环境允许,这种意图便会转化为现实的行动。机会主义行为假定实际上是对新古典经济理性人假定的自然延伸,他深化了人们对新古典经济理性人的认识。

2. 信息不对称与信息不完全假定。信息不对称与信息不完全是信息经济学的两个基本假定。信息不对称是指交易双方的信息不是对称的,这种不对称又分为事前(ex ante)不对称和事后(ex post)不对称两类。事前不对称信息是指签约之前存在的不对称信息,又称为隐藏信息(hidden information),它可导致逆向选择(adverse selection)问题。事后不对称是指交易已经发生、合约签订之后发生的不对称信息,又称为隐藏行动(hidden action),它可导致道德风险问题(moral hazard)。信息不完全是指人们(包括企业)获得的信息都是不完全的。能否全面、准确地获得信息是企业进行正确决策的关键,同时也决定了交易双方在博弈中所处的地位、优势及交易成本的大小。

3. 契约不完全假定。不完全契约理论认为,在现实交易中制定的契约是不完全的^①。威廉姆森和哈特(Hart)等经济学家注意到,由于某种程度的有限理性或者交易费用,使得现实中的契约是不完全的(incomplete)。以下三类成本是不完全契约的成因:一是预见成本,环境的不确定性及当事人的有限理性导致要在签约时预测到所有可能出现的状态几乎是不可能的;二是缔约成本,即使能够预测,当事人双方达成彼此没有语言争议的契约也很困难,即使能达成也会付出很高的成本;三是证实成本,即使当事人之间信息是对称的,但对第三方是不可证实的或需要太高的证实成本。与完全契

① 哈特认为,代理问题与契约不完全使公司治理结构变得至关重要。

约不同,不完全契约在事前不能规定各种可能出现的状态下当事人的权利和责任,而需在自然状态发生后通过再谈判(renegotiation)来解决,其重心在于对事前的权利进行机制设计或制度安排。明确将企业定义为不完全契约的是格罗斯曼(Grossman)和哈特。

4. 路径依赖性假定。按照诺斯(North)的说法,在交易成本为零的情况下,制度可以任意形成,没有路径依赖性。但现实世界的情况是交易成本不为零,交易成本的存在使制度的形成和发展具有路径依赖性(path-dependency)。路径依赖是指一个具有正反馈机制的体系,一旦在外部偶然事件的影响下被系统采纳,便会沿着一定的路径发展演进,而很难被其他潜在的甚至更优的体系所取代。路径依赖理论最早是生物学家提出用于描述生物演进路径的。后来David和Arthur等将该理论应用于技术变迁的路径分析,诺斯将其应用到制度变迁中。在制度变迁的分析中,诺斯指出,一旦一条发展路线沿着一条具体进程前进时,系统的外部性、组织的学习以及历史上关于这些问题派生出的主观主义模型就会增强这一进程。沿着已形成的路径,经济发展既可能步入良性循环,加速优化,也可能被锁定在某种无效率的状态,被锁定之后,要脱离这种状态十分困难。路径依赖理论能较好地解释在制度变迁过程中不同国家、不同地区制度变迁的差异。路径依赖性由大的构成成本、学习效应、协调效应与预期效应等四种机制来维持。

从路径依赖的视角考察公司治理有助于我们理解各国公司治理演进的差异性。

5. 有限理性假定。有限理性理论的代表赫伯特·西蒙(H. A. Simon)批判了传统理性观,传统理性观假定决策者所掌握的信息是完全的,知道可供选择的全部备选方案,也清楚各方案的可能结果。西蒙在他的分析中引入了不完全信息、信息处理费用及一些非传统的决策者目标函数,他认为,决策者不具有进行决策的完备信息,不能知道与决策相关的所有备选方案,同时也不知道方案的可

能结果。诺斯从两个方面理解有限理性：一是人们面临的是一个复杂而不确定的世界，在非个人交换形式中，交易的增多伴随着不确定性的扩大，信息也越来越不完全；二是人不可能知道一切，人对环境的计算能力和认识能力是有限的。

公司治理与公司绩效是一个内容复杂、涉及面广的综合性问题，须借助多种研究方法加以分析。本书拟采用如下分析方法：一是实证分析与规范分析相结合的方法。通过统计经验实证，对搜集到的相关样本数据进行统计分析，发现和验证公司治理与公司绩效间的内在联系。在规范分析中，主要是依据经济学理论及相关的实证结论对相关事项进行谨慎的价值判断，如本书通过规范的分析方法提出优化我国上市公司治理的建议。二是定性分析与定量分析相结合的方法。在理论体系的抽象和构建方面，主要是通过定性分析进行的。对我国上市公司治理有效性与公司绩效相关性检验方面则是通过收集大量的公司样本数据，运用统计分析的方法进行的。三是制度分析方法。不同的公司治理模式代表着不同的制度安排。不同的制度安排会带来不同的成本和收益。通过制度分析的方法，找到成本收益比最优的公司治理方案是本书研究的一项重要的工作。四是比较分析方法。本书对国际上不同的公司治理模式的有效性进行对比，通过比较，试图分析出它们在其所处不同环境下对公司绩效的影响，以此为我国公司治理改革提供借鉴。

1.4 思维逻辑与篇章结构

本书分析的问题是公司治理与公司绩效的关系，为了把问题阐述清楚，按这样的思维逻辑展开论述：第一，对相关文献进行回顾，经归纳分析、比较鉴别，清楚别人已完成的工作及自己应进一步开展研究的领域，以此作为研究的起点。第二，研究公司治理与

公司绩效的传导机制，这方面需要对公司治理、公司管理与公司绩效之间的关系进行深入的探讨，以明确公司治理对公司绩效的内在传导过程。第三，研究公司治理有效性的问题，它是从公司治理方面解决公司绩效问题的必经之路。在公司治理对公司绩效传导机制分析的基础上，对公司治理有效性重新进行界定，提出公司治理有效性的评价标准，分析公司治理有效性的实现问题，构建公司治理有效性的指标评价体系。第四，在前述分析的基础上，提出我国上市公司治理有效性与公司绩效关系的相关研究假定，以我国上市公司为样本对所提出的假定进行检验，并对检验结果加以分析和讨论。第五，以治理有效性为导向对我国上市公司治理优化问题提出对策建议。第六，归纳了本书结论并说明了进一步的研究方向。具体见图1-1。

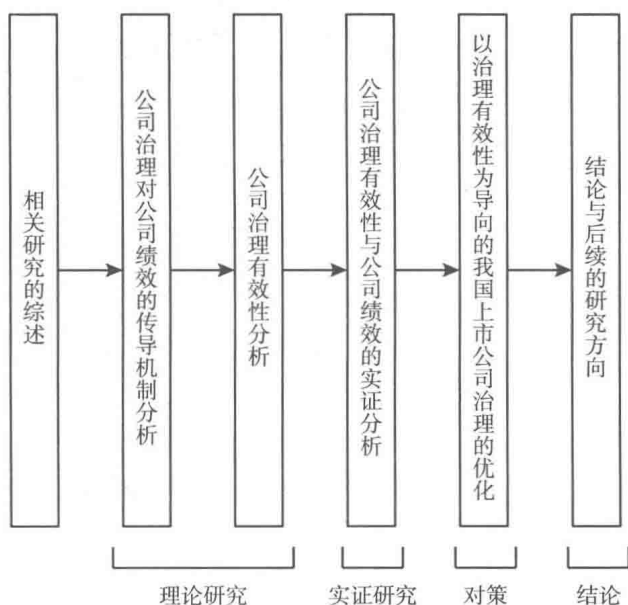


图 1-1 思维逻辑与篇章结构