



人民日報學術文庫

央企控股上市公司 董事會治理有效性研究

孫文◎著

人民日報
出版社

人民日报学术文库

央企控股上市公司 董事会治理有效性研究

孙文◎著

人民日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

央企控股上市公司董事会治理有效性研究 / 孙文著. —北京:

人民日报出版社, 2017. 11

ISBN 978-7-5115-5073-6

I. ①央… II. ①孙… III. ①上市公司—董事会—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 264774 号

书 名: 央企控股上市公司董事会治理有效性研究

著 者: 孙 文

出 版 人: 董 伟

责任编辑: 梁雪云

封面设计: 中联学林

出版发行: 人民日报出版社

社 址: 北京金台西路2号

邮政编码: 100733

发行热线: (010) 65369509 65369846 95363528 65369512

邮购热线: (010) 65369530 65363527

编辑热线: (010) 65369526

网 址: www.peopledaily.press.com

经 销: 新华书店

印 刷: 三河市华东印刷有限公司

开 本: 710mm × 1000mm 1/16

字 数: 213 千字

印 张: 14

印 次: 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5115-5073-6

定 价: 68.00 元

序

20 世纪 90 年代初，美国政治学家、哈佛教授亨廷顿关于“文明冲突”的观点引起了广泛关注，二十多年过去了，各种文明之间的冲突在国际政治经济秩序重新构建过程中不断得到印证。然而，商业文明在两个重要方面却出现了大同的趋势，一个是会计成为了国际通用的商业语言，另一个是公司治理成为了国际通用的企业制度安排。换句话说，规范的会计体系和规范的公司治理结构是现代国际社会一家公认优秀公司的必备条件。公司治理属于一个舶来语，它起源于美国，英文是 corporate governance，公司治理在我国引起广泛关注应该起始于 20 世纪 90 年代末的金融危机，1999 年，十五届四中全会首次在国家官方层面明确提出了“公司治理”这一概念，这标志着公司治理成为我国现代企业制度建设的重要内容。

我国企业在公司治理引入初期，主要走的是复制西方国家公司治理模式的快捷路径，从而在较短的时间内建立了法人治理结构，股东会、董事会、监事会等在大多数企业已经在形式上存在，但由于忽视了公司治理结构背后的治理机制、治理文化、治理边界等更深层次的因素，导致出现了大股东掏空、内部人控制、董事会“形似而神不似”等一系列公司治理的共性问题。在问题的牵引下，我国企业的公司治理建设不断深化，对公司治理机制等深层次的制度性因素更加重视，经过 20 多年的研究和实践探索，中国企业的公司治理不断完善和提升。作为 G20 成员国，中国已于 2015 年签署了《G20/OECD 公司治理原则》，这意味着我国的公司治理将与国际标准全面

接轨。

国有企业作为由中央政府或地方政府投资控制的企业，是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，完善国有企业法人治理结构是推进国家治理体系和治理能力现代化的重要内容，中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》指出，到2020年国有企业公司制改革基本完成，法人治理结构更加健全。2017年4月24日，国务院印发《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》，对改进国有企业法人治理结构，完善国有企业现代企业制度提出了具体要求。习近平总书记在全国国有企业党的建设工作会议上提出的“两个一以贯之”的战略思想更是为国有企业改革指明了方向。这意味着，国有企业现代企业制度建设经过20多年的实践探索进入了公司治理深化改革和创新的新阶段，要敢于打破西方国家公司治理模式的思想束缚，探索建立中国特色现代国有企业公司治理模式，在明确和落实党组织在公司法人治理结构中的法定地位的前提下，把提升以董事会治理为重点的公司治理有效性作为国有企业公司治理改革的核心主题。

由国务院国资委履行出资人职责的中央企业是深化国有企业改革的风向标，2005年，国务院国资委启动了首批央企董事会试点改革，经过十多年的改革探索，大多数中央企业已经建立董事会，从实践情况看，一些董事会取得了明显成效，但也有一些董事会未能发挥应有的作用，边界不清、约束不够、缺乏制衡、治理错位等问题较为突出。因此，建立一个有效而非虚设的董事会成为现阶段深化中央企业公司治理改革的一个重大理论和实践问题，中央企业公司治理有什么特殊性？董事会治理的短板在哪里？一个有效的董事会会有哪些特征？哪些董事会治理因素较好地发挥了作用？这些问题都需要基于中央企业特殊制度背景的答案和解决方案，这不仅仅来自抽象化的理论演绎，更应该来自情景化的中央企业实证数据和案例。

尽管关于中央企业董事会治理问题有诸多的研究切入点，但遵循研究“小题大做”的基本思路，考虑到个人的知识积累和力求有所创新的目标，最终选择了从公司财务行为视角对中央企业控股上市公司董事会治理有效性进行研究探索。选择中央企业控股上市公司作为样本进行研究主要考虑四方

面的因素：一是中央企业控股上市公司在中国资本市场发挥着举足轻重的作用，具有重要的研究价值；二是中央企业控股上市公司引领着中央企业及国有企业改革发展的方向，董事会治理具有典型示范效应；三是中央企业控股上市公司兼具上市公司的一般性和国有企业的特殊性，更有利于发现董事会治理的中国模式；四是相对于中央企业而言，其控股上市公司的信息更容易公开获得。

对中央企业控股上市公司董事会治理有效性的研究重点考虑治理结构和治理机制两方面的因素，把“行政型治理”与“经济型治理”的融合与共存作为中央企业控股上市公司董事会治理发挥作用最为重要的制度背景和理论前提，以能否有效履行董事会职能作为衡量中央企业控股上市公司董事会治理有效性的判定标准，从公司财务决策职能的视角，利用企业过度投资和现金持有两种关键财务决策行为对中央企业控股上市公司董事会治理有效性问题进行了实证检验与分析，在此基础上进一步探究了中央企业控股上市公司董事会治理对公司绩效影响的作用机理。为了从整体上分析中央企业控股上市公司董事会治理的有效性，采用了南开大学中国公司治理研究院开发的中国上市公司治理评价系统所生成的董事会治理指数作为衡量董事会治理整体状况的替代变量，对董事会治理的整体有效性进行了实证检验。研究结论在一定程度上揭示了行政型治理对经济型治理的影响以及在行政型治理背景下哪些董事会治理结构与机制能够发挥效用，进而为中央企业控股上市公司董事会治理结构与机制的完善提供了经验数据支持。研究发现，中央企业控股上市公司董事会治理在总体上是有效的，特别是董事会运作、董事会组织结构和独立董事制度等方面的董事会治理因素作用显著，这为中央企业控股上市公司及国有企业完善法人治理结构提高董事会治理有效性提供了有意义的经验数据支持。

“不识庐山真面目，只缘身在此山中”。跳出研究本身来看，中央企业董事会建设是一个非常复杂的课题，尽管本研究得出了一些看似有意义的结论，但把董事会生动的组织行为抽象成冰冷的数据，必然会忽略掉很多有价值的信息，甚至忽略掉的可能是蝴蝶效应中引发飓风的蝴蝶扇动的那一下翅

勝，所以发现的真相也许未必是真相。在实践中，中央企业董事会建设还处在稳妥推进的探索过程中，但已经越来越多地触及一些实质性的问题，例如，国务院国资委正在推动的开展落实中央企业董事会职权试点工作，就明确提出切实落实和维护董事会依法行使中长期发展决策权和经理层成员选聘权、业绩考核权、薪酬管理权以及职工工资分配管理权等，推动形成各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的公司治理机制。对此，作为中央企业从事公司治理相关工作的其中一员，我会在现有研究的基础上持续关注中央企业公司治理改革的实践，努力从更宽广的视角分析思考，并积极寻求更多机会参与其中，我想这也是开展该研究的真正意义所在。

目 录

CONTENTS

第一章 治理有效性:公司治理发展新趋势	1
---------------------------	---

第二章 公司治理有效性研究文献综述	7
-------------------------	---

第一节 我国国有企业公司治理研究	7
------------------------	---

一、对国有股权存在必要性的探讨	8
-----------------------	---

二、国有企业行政型治理模式存在的主要问题	11
----------------------------	----

三、国有企业经济型治理有效性的相关研究	16
---------------------------	----

第二节 基于公司绩效的公司治理有效性研究	18
----------------------------	----

一、股东治理与公司绩效	18
-------------------	----

二、董事会治理与公司绩效	23
--------------------	----

第三节 基于公司财务行为的公司治理有效性研究	28
------------------------------	----

小结	31
----------	----

第三章 从行政型治理向经济型治理的制度转型	33
-----------------------------	----

第一节 国有企业从行政型治理向经济型治理的演进	33
-------------------------------	----

一、我国国有企业改革与管理体制演进	34
-------------------------	----

二、国有控股上市公司行政型治理存在的制度原因	37
------------------------------	----

三、股权分置与股权分置改革	43
---------------------	----

第二节 中央企业及其管理体制发展演进	47
一、中央企业的历史沿革	47
二、国资委监管下的中央企业管理体制	53
三、国有独资公司董事会建设	55
第三节 行政型治理与经济型治理融合下的董事会治理有效性模型	56
一、中央企业控股上市公司的行政型治理特征	56
二、中央企业控股上市公司董事会治理有效性的界定	61
三、行政型治理与经济型治理融合下的董事会治理有效性分析模型	66
小结	70
第四章 中央企业控股上市公司董事会治理状况	72
第一节 中央企业控股上市公司样本状况	72
一、中央企业控股上市公司分析样本构成	72
二、中央企业控股上市公司隶属中央企业的分布状况	74
三、中央企业控股上市公司样本行业分布状况	75
四、非央企国有控股和民营控股上市公司参照分析样本	77
第二节 中央企业控股上市公司董事会治理指数分析	78
一、中国上市公司董事会治理评价与指数	78
二、中央企业控股上市公司董事会治理总体分析	81
三、中央企业控股上市公司董事会治理分指数分析	83
第三节 中央企业控股上市公司股权结构与董事会治理特征	86
一、中央企业控股上市公司股权结构特征	87
二、中央企业控股上市公司董事会治理特征分析	93
小结	101
第五章 董事会治理对公司财务行为影响的实证分析	103
第一节 研究设计	103
一、如何衡量董事会治理有效性	103

二、样本选择与数据说明	107
第二节 董事会治理对投资行为影响的实证分析	108
一、研究假设	108
二、实证模型与变量说明	112
三、实证检验和结果分析	116
第三节 董事会治理对现金持有行为影响的实证分析	131
一、研究假设	131
二、实证模型与变量说明	134
三、实证检验和结果分析	139
小结	146
第六章 董事会治理到公司绩效传导机制的实证分析	148
第一节 研究设计	148
一、如何衡量董事会治理对公司绩效影响的传导机制	148
二、研究假设	150
第二节 董事会治理对公司绩效影响的实证分析	154
一、实证模型和变量说明	154
二、实证检验和结果分析	158
第三节 企业投资行为与现金持有行为对公司绩效的影响	161
一、实证模型	161
二、实证检验和结果分析	162
第四节 董事会治理对公司绩效作用传导机制的实证分析	164
一、回归分析中的中介效应和调节效应	164
二、董事会治理对公司绩效作用传导机制的实证检验	167
三、实证检验和结果分析	168
小结	171

第七章 结论与研究展望	173
一、研究结论	173
二、研究展望	175
参考文献	179
附 录	198
后 记	208
致 谢	211

第一章

治理有效性：公司治理发展新趋势

20 世纪 90 年代末爆发的亚洲金融危机将公司治理研究推入一个新的阶段，公司治理成为探究亚洲金融危机爆发的最重要的视角之一（Johnson 等，2000），转轨和新兴市场经济国家公司治理问题开始引起了普遍关注（Claessens，2000；Walker，2000；Pajuste，2002；Allen，2005），公司治理研究开始进入了全球化阶段。转轨和新兴经济国家由于在政治经济体制、法律环境、政府职能以及社会文化等方面与英美日德等市场经济发达国家存在明显不同，导致它们的公司治理模式与机制具有典型的特殊性，因此，对转轨和新兴经济国家公司治理的研究往往以不完善的市场、不健全的法律体系、政府其中的作用以及制度变迁等作为出发点。Allen（2005）认为，在新兴市场经济国家，由于市场机制不完善，以股东利益最大化为目标的英美公司治理模式并不适合，利益相关者的利益最大化可能才是优化资源配置的最佳考虑。Klapper（2002）认为，在新兴市场经济国家，法律制度的不健全决定了中小股东利益不能得到有效保障，而这些国家的社会文化传统决定了法律制度的完善需要一个比较长期的过程，因此，在完善法律制度的同时，更应该注重现有法律制度的执行；Erik 等（2000）注意到在转轨经济国家，由于法律的缺失，在私有化过程中造成了公司腐败的大量发生。Spivey 和 Stephen（2004）探讨了政府在公司治理中的作用，他们认为在新兴市场经济国家，政府在公司治理中的作用比较复杂，因为政府往往参与公司的事务，但是政府应该更多地在促进信息透明和维护市场公正方面发挥作用。Qian

(2000) 结合中国的法律背景和文化背景, 也强调了政府在公司治理中的重要作用。为了验证在转轨经济国家和新兴市场经济国家公司治理的有效性, 大量的实证研究文献在 20 世纪 90 年代末开始涌现 (Becht, 1999; Chen, 2000; Goodwin 等, 2000; Black 和 Bernard, 2001; Abdel, 2003; Black、Jang 和 Kim, 2003; Sung, 2003; Marek, 2006、Tam, 2007)。对公司治理的关注从欧美国家扩展到转轨经济和新兴市场国家并非仅仅源于金融危机与公司丑闻的发生, 而是因为现代社会经济环境下, 公司治理对一个国家资本市场的发展具有重要的影响, 这种影响最终会传递到整个国家的经济增长 (Levine, 1997; Randall 等, 2004)。世界银行行长 Wolfensohn (1999) 指出, 公司治理对世界经济的影响将和治理国家一样重要。

在对公司治理的关注从欧美国家扩展到新兴经济国家和转轨经济国家的同时, 中国的公司治理问题引起了全球学者的特别关注, 就像其他领域对涉及中国问题研究的态度一样, 中国的公司治理研究作为全球公司治理研究的一个重要部分, 它既不能简单地划归新兴经济国家, 更不适于划归转轨经济国家, 这是因为中国有着自己独特的制度背景 (Qian, 2000)。新兴经济国家公司治理受到关注的主要原因在于亚洲金融危机的发生, 而中国公司治理受到关注则主要源自对中国连续二十几年的经济持续增长之谜的求解 (Braendle 等, 2005)。对中国公司治理的研究主要集中于国有企业公司治理和上市公司治理两个方面 (Donald, 2003), 国有企业一直在中国经济中发挥着重要作用, 绝对不能低估国有企业对中国经济发展的战略重要性, 国有企业的公司治理是影响中国经济未来繁荣的一个关键因素 (Martin 等, 2007); 上市公司在中国经济增长中发挥着越来越重要的作用, 在一定程度上成为衡量经济增长的指示器, 上市公司治理是推动中国企业改革的最有效的途径 (Yuan 等, 2007), 这些观点也在国内外中国公司治理的研究文献中

得到了体现^①。我国的国有企业改革是伴随着改革开放而逐步推进的，中国改革开放已经经历了三十多年的历程，在这一历程中，我国国有企业改革经历了计划经济体制下的改革、以建立现代企业制度为主要内容的改革、以企业制度创新为重点的改革等几个关键阶段。与此相适应，我国国有企业管理体制演进也大致经历了政府直接管理、厂长（经理）负责制、形式法人治理结构和法人治理结构实质建设四个阶段。这意味着，我国国有企业改革已经进入了公司治理新阶段（李维安，2001），公司治理制度体系的有效性将直接决定我国国有企业改革的效率和成败。从这个意义上来讲，中国公司治理问题的关键和难点在于有效解决国有企业特别是国有控股上市公司的治理问题，这也是进一步推进国有企业改革的重要前提。

在我国的国有企业中，中央企业占有举足轻重的地位，特别是在以国资委履行出资人职责的国有资产监管体制确立后，中央企业的地位更为凸显。据统计，从2002年到2008年，中央企业资产总额从7.13万亿元增长到17.7万亿元，年均增长1.76万亿元；销售收入从3.36万亿元增长到11.9万亿元，年均增长1.42万亿元；上缴税金从2914.8亿元增长到9914亿元，年均增长1166.5亿元^②。中央企业控股上市公司作为中央企业系统的重要组成部分，对促进中央企业发展起到了非常关键的作用，同时，其对我国资本市场的稳定发展也至关重要。为了进一步增强中央企业的竞争力，中央企业加速了建立现代企业制度和法人治理结构的改革进程：一方面，国务院国资委在国家独资的中央企业施行了以董事会建设为核心的公司治理改革试点；另一方面，国务院国资委加快了推动中央企业整体上市的步伐。在这种背景下，中央企业控股上市公司治理成为我国国有企业公司治理实务和研究中更具挑战性的课题。

① 通过国内CNKI学术检索系统的检索可以发现，中国公司治理的实证研究文献绝大多数都集中于对上市公司的研究，这一方面可能是源于上市公司的数据更容易通过年报获得；另一方面则是因为上市公司在中国经济中的地位日益重要；同时，对国有企业公司治理的研究也在公司治理研究文献中占有非常高的比重。通过国际学术研究网站“社会科学研究网络（SSRN）”的检索可以发现，国际上对中国公司治理的研究主要集中于“state-owned enterprises”“Chinese Listed Companies”“Ownership Structure”和“Political Control”等几个关键词。

② 资料来源：樊曦，中央企业平稳发展，新华网，2009年3月2日

我国学术界和实务界对国有企业改革几十年探索达成了广泛共识，只有建立规范的公司治理结构和机制才能够真正实现国有企业改革的目标。但是，对究竟何种公司治理模式适于我国的国有企业、我国国有企业现有的公司治理结构和机制是否有效等问题还存在较大分歧。基于此，我国学术界对国有企业公司治理的研究集中于我国特殊的政治经济背景下的公司治理制度体系的有效性，并从宏观和微观两个层面进行了探索：一是着眼于从整个国有经济制度设计的宏观层面上分析国有企业公司治理的理论框架和实践模式的有效性；二是立足于公司治理结构和机制分析的微观层面上，通过实证分析和案例研究，检验国有企业微观公司治理结构和机制的有效性（罗仲伟，2008）。由于当前我国已经确立了国有企业的公司治理模式，因而在宏观层面对公司治理框架的探讨只能停留在理论层面，更多的研究选择了通过实证分析从微观层面探讨公司治理结构和机制的有效性，这相对更具现实意义。

在国内众多的国有企业公司治理研究文献中，对两个问题的研究最为集中：其一为上市公司的股权结构与大股东行为（谷书堂，李维安，高明华，1999；陈小悦等，2001，2003；刘林，2005；沈艺峰等，2007），其二为董事会治理机制及其有效性（孙永祥，2000；于东智，2001；何卫东，2002；曾德明等，2003；李维安等，2005，2007）。在对第一个问题的研究中存在很大的争议，争议的焦点集中在：我国的经济体制和制度、法律背景决定了我国上市公司大多数处于国有控股状态，国有控股的上市公司效率如何？什么样的制度设计能够保障国有控股上市公司效率的实现？在对第二个问题的研究中，对董事会制度上有效性的理论分析基本不存在分歧，董事会治理被一致认为公司治理的核心问题，争议的焦点在于实证研究的结论为董事会有效性提供的证据大相径庭。而且在这些实证研究文献中，大多文献选择将公司绩效作为评判公司治理有效性的依据，而较少选择受公司治理影响更为直接的公司行为性因素，这可能会使得研究结论更多地受到其他外部因素的干扰。

关于国有企业公司治理的研究文献无疑为我们奠定了一个良好的研究基础，但是由于中央企业控股上市公司的特殊性，特别是其典型的行政型治理

模式所导致的政府过度干预和控制，对产生于西方制度背景下的董事会治理结构与机制的有效性产生了极大的影响。在这种背景下，中央企业控股上市公司治理有效性的研究重点应该聚焦于作为经济型治理制度安排的董事会治理结构与机制受到行政型治理的影响能否确保董事会有效履行其职能，实现科学决策，进而改善公司绩效。为此，本文的研究以中央企业行政型治理和经济型治理的共存作为理论前提，以公司财务行为作为董事会决策职能履行的衡量标准，把董事会治理对公司财务行为的影响机制作为董事会治理有效性的判断依据，并且对董事会治理与公司财务行为对公司绩效的共同作用进行系统分析。

在对中国上市公司股权结构和大股东行为进行研究的过程中，国有大股东由于其特殊性引起研究者的广泛关注（Netter, 2001；Cole, 2002；Loukas, 2005）。受中国传统的经济体制和制度、法律环境的影响，国有大股东在中国上市公司的大量存在成为一种典型的路径依赖下由外生环境决定的公司治理的制度安排，国内外学术界对国有企业公司治理和国有大股东及其行为的研究也大量集中在中国上市公司这个重要载体上（Hovey, 1997, 2006；Clarke, 2003；Mattlin, 2007），中国上市公司成为研究国有股东治理问题的最重要的样本。在数目众多的中国国有控股上市公司中，由中央政府委派的出资人直接或间接担任大股东的中央企业控股上市公司占有非常重要的地位，其主体是由国务院国有资产监督管理委员会及其所属中央企业担任大股东的上市公司，这种类型的大股东与一般的国有股东存在明显的区别，其政府性质更为鲜明（William and Zhang, 2003；Shi, 2007），行政型治理的倾向也更为明显。因此，对中央企业控股上市公司董事会治理有效性的研究，能够进一步深化国有企业公司治理研究，特别是为探究行政型治理对经济型治理的影响机理提供理论支持和经验证据；同时，基于董事会职能履行的财务行为分析也为董事会治理有效性研究提供了一个新的视角。

中央企业控股上市公司在我国国民经济中的战略地位以及中央企业控股上市公司治理所处的发展阶段，决定了中央企业控股上市公司董事会治理有效性研究具有十分重要的现实意义。对上市公司而言，中央企业控股上市公

司董事会治理有效性研究有助于更好地揭示公司治理状况及存在的主要问题，明晰中央企业控股上市公司治理改进的方向，完善与优化公司治理结构与机制。对监管部门而言，中央企业控股上市公司董事会治理有效性的研究结论也可以为上市公司或国有资产监管部门加强监管，明确公司治理导向提供决策支持。对国有独资公司而言，中央企业控股上市公司董事会治理有效性研究结论可以为国有独资公司董事会建设以及新上市的中央企业控股上市公司提供公司治理经验借鉴。此外，中央企业控股上市公司董事会治理有效性研究能够在一定程度上揭示董事会治理结构与机制的作用机理，为建立专门的中央企业控股上市公司董事会治理评价系统提供实证支持。