

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第2卷 第4辑, 2010年12月

Volume 2 Number 4, December 2010

主 编 李维安
副 主 编 李建标
武立东



经济科学出版社
Economic Science Press

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第2卷 第4辑

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第2卷. 第4辑/李维安主编. —北京:
经济科学出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0088 - 4

I. ①公… II. ①李… III. ①公司 - 企业管理 - 文集
IV. ①F276. 6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 217608 号

责任编辑: 吕 萍 李晓杰

责任校对: 王苗苗

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

公司治理评论 (第2卷 第4辑)

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东

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
总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

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

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

汉德鼎印刷厂印刷

德利装订厂装订

787 × 1092 16 开 12.25 印张 230000 字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0088 - 4 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

规制与被规制企业的公司治理结构：理论分析与经验证据	姜 涛	1
保密或公开：薪酬制度选择对个体工作产出影响的一个综合分析框架	茅 宁 华新海 谢竹云 王雨青	12
跨国公司母子公司之间知识转移绩效评价研究	易加斌 范莉莉 谢冬梅	23
公司治理变动与现金持有量价值关系研究 ——基于英国上市公司治理指数的证据	骆 蕾	38
工会因素如何影响中国公司跨国并购	许 晖 邓勇兵	56
公司治理对现金股利政策影响的实证研究	刘银国 张 琛	71
FF“三因素”模型对我国基金绩效进行评价的实证研究	屠新曙 朱 梦	81
基于IPO动机的盈余管理研究述评	黄福广 李西文 李 广	93
国有控股上市公司股权激励风险评估	刘中文 张 克 张 峰	107
利益相关者共同治理与企业社会责任	史亚东	120
中小企业独立董事制度与公司绩效 ——基于上市公司的实证研究	金永红 毛纯蔚 王晖军	130
有限合伙制私募股权投资基金的治理问题研究	段新生	149
网络偏好及网瘾行为研究综述	王向芳	158
所有权、管理权安排：集中还是分散？结合还是分离？ ——来自深圳中小企业板的证据	温思雅	178

CONTENTS

Regulation and Corporate Governance Structure: Model and Empirical Evidences	<i>Jiang Tao</i>	11
Secrecy or Openness: A Comprehensive Analysis Framework of the Impact of Pay Policy Choice on Individual Working Outcomes	<i>Mao Ning Hua Xinhai Xie Zhu Yun Wang Yuqing</i>	22
Research on Knowledge Transfer Performance Evaluation between Parent Company and Subsidiaries of MNCs	<i>Yi Jiabin Fan Lili Xie Dongmei</i>	37
Corporate Governance and the Value of Cash Holdings: Time Series Evidence from the U. K. Using a Corporate Governance Scorecard	<i>Luo Lei</i>	55
How the Labor Union Affects Cross Border M&A of Chinese Companies	<i>Xu Hui Deng Yongbing</i>	70
Empirical Research on the Impact of Corporate Governance on Cash Dividend Policy	<i>Liu Yinguo Zhang Chen</i>	80
The Research on FF Three-factor Model for Evaluating the Performance of Chinese Funds	<i>Tu Xinshu Zhu Meng</i>	92
A Review on Earnings Management: Based on the motivation of IPO	<i>Huang Fuguang Li Xiwen Li Guang</i>	106
The Risk Assessment of State-controlled listed Companies in Equity-based Incentive	<i>Liu Zhongwen Zhang Ke Zhang Feng</i>	119
Corporate Social Responsibilities and Stakeholders' Co-governance	<i>Shi Yadong</i>	129
The Independent Director System of Small and Medium-sized Enterprises and Corporation Performance: Empirical Study on Listed Companies	<i>Jin Yonghong Mao Chunwei Wang Huijun</i>	148

Study on the Governance Issues of Private Equity Investment

Fund Organized as Limited Partnership *Duan Xincheng* 157

A Review of Internet Use Preference and Pathological

Internet Use *Wang Xiangfang* 177

Ownership, Management and Performance of SMEs:

Evidence from the Listed SMEs in China *Wen Siya* 187

规制与被规制企业的公司治理结构： 理论分析与经验证据

姜涛*

【摘要】本文尝试建立这样一个概念意义上的博弈模型，该模型试图从委托—代理理论出发，探讨政府规制是如何深入企业内部契约结构并与企业内部的委托代理契约相互作用的。在这个模型中，我们假设规制机构、被规制企业董事会和被规制企业经理人构成了一个双重委托代理关系，第一重委托代理关系存在于规制机构与被规制企业董事会之间，第二重委托代理关系存在于被规制企业董事会与经理人之间。另外，我们还给出了一个简明的有关规制或规制变革影响被规制企业股权结构、董事会特征、高管薪酬等三大公司治理特征的实证文献综述，以支持我们的理论模型。

【关键词】 规制 被规制企业 公司治理结构

一、引言

在传统的规制研究中，被规制企业均被当作是一个“黑箱”进行处理（Laffont & Tirole, 1993），也就是说，这些研究均将企业视为与规制者进行博弈的最小分析单位，认为企业各契约方具有相同的利益目标，可以统一进行处理，忽略了企业各契约方之间的治理结构，即公司治理结构，针对外部规制或规制变化被动或主动的反应。

近些年来，随着以施莱弗（Shleifer）、詹可夫（Djankov）、考夫曼（Kaufmann）等人为代表的实证比较制度研究的发展，人们越来越认识到，一个经济体内企业的公司治理特征系统地决定于该经济体包括法律体系、社会结构、监管或规制政策等在内的各个方面的制度因素。这一点对传统的规制研究提出了一系列挑战，即规制不仅会影响被规制企业内部的公司治理结构，而且这种影响如何发生、结果如何还受制于规制者和被规制企业所处的

* 本项研究受到内蒙古自治区自然科学基金项目“规制环境下内蒙古电力企业的公司治理与企业效率研究”（2010MS1005）和“内蒙古大学高层次人才引进科研启动项目”（Z20090101）的资助。

姜涛（1966～），男，内蒙古呼和浩特人，内蒙古大学经济管理学院副教授，研究方向：公司治理与战略管理。

制度环境。

在公司治理方面,有关规制影响公司治理结构的实证研究最早可以追溯到德姆赛茨和莱恩(Demsetz and Lehn, 1985),在这篇经典文献中,德姆赛茨和莱恩指出,政府规制能够在一定程度上替代股东对被规制企业经营者的监督;所以规制会导致被规制企业的股权趋于分散,从而进一步影响被规制企业的董事会特征。此后,秉承这一思路,一系列实证研究开始对规制或放松规制背景下被规制企业股权结构、董事会特征和高管薪酬等公司治理特征的变动进行考察,如乔斯科等(Joskow *et al.*, 1996)、科勒和莱恩(Kole and Lehn, 1999)、莱恩(Lehn, 2002)、贝克尔和弗莱艾克(Becher and Fryec, 2008)、姜涛(2009)等。

在上述背景下,本文尝试建立这样一个概念意义上的博弈模型,该模型试图从委托代理理论出发,探讨政府规制是如何深入企业内部契约结构并与企业内部的委托代理契约相互作用的。在这个模型中,我们假设规制机构、被规制企业董事会和被规制企业经理人构成了一个双重委托代理关系,第一重委托代理关系存在于规制机构与被规制企业董事会之间,第二重委托代理关系存在于被规制企业董事会与经理人之间。被规制企业经营者的行为既可以影响企业董事会的收益又可以影响规制机构的利益,规制机构通过影响董事会来作用于企业经理人。我们将通过模型指出,规制将在什么情况下破坏被规制企业董事会与经理人之间的关系契约,从而引发被规制企业的公司治理变革,迫使被规制企业的董事会改变其与经理人之间的关系契约。据我们所知,以博弈论建模方法探讨规制与公司治理之间的关系,这样的研究尚属首次。

在模型之后,我们还给出了一个简要的有关规制或规制变革影响被规制企业股权结构、董事会特征、高管薪酬等三大公司治理特征的实证文献综述,以支持我们的理论模型。文章的后续安排如下:第二部分是模型的假设部分,第三部分是完备契约情形下的博弈模型,第四部分是不完备契约情形下的博弈模型,最后是规制影响公司治理的经验证据。

二、基本假设

本模型包括三个参与人,规制机构、被规制企业董事会(或大股东,在这里我们将董事会视为大股东的代表,并且不考虑股东之间的冲突,而是将众多股东作为一个整体进行处理)与被规制企业经理人。他们之间的关系可以被认为是一种两重委托—代理关系:在董事会与经理人之间的博弈中,董事会是委托人,经理人是代理人,经理人的行动会对董事会的收益产生影响,董事会通过制定薪酬方案来激励经理人,诱使经理人选择适当的行动来最大化董事会的收益;而在董事会与规制机构的博弈中,规制机构是委托人,董

事会是代理人，企业的外部性行为会影响代表社会公众福利的规制机构的收益，规制机构需要制定规制方案来规制董事会，迫使其董事会选择适当的企业行为来最大化规制机构的收益。三者之间的利益关系可以简单表示为图1。

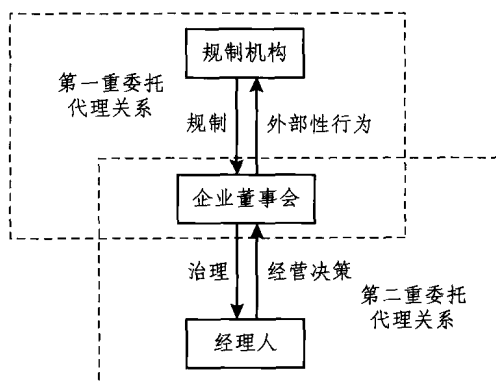


图1 两重委托—代理关系

在这里我们采用行动向量模型来构建三者之间的委托—代理关系，即我们假设被规制企业经理人的行动是一个向量。这种建模方式与源自伯恩海姆与温斯顿（Bernheim and Whinston, 1986）的公共代理（Common Agency）理论，以及与贝克尔、吉布斯与墨菲（Baker, Gibbons and Murphy, 2002）的关系契约理论是一脉相承的。采用这种建模方式的原因有两点：首先，这种建模方式简洁易处理，且表达能力强；另外，在上述这种两重委托代理问题中，参与人的行动比较复杂，适合用多维度的向量来表示。

我们不妨假设被规制企业经理人的行动是一个 n 维的向量 $\alpha = \{\alpha_1, \dots, \alpha_n\}^T$ ，且此向量对于董事会和规制机构均不可直接观测到，这一点与实际是相符合的。该行动为经理人带来的成本是 $C(\alpha) = \frac{1}{2} \alpha' \alpha$ ，显然这是一个标量。另外，我们假设经理人的保留效用为 u_0 ，董事会的保留效用为 0。

假设经理人在为代表股东的董事会经营某个项目，在该项目中经理人的行动为董事会带来的效用为 y ， y 只有两个取值，0 或者 1，如果项目失败 $y = 0$ ，如果项目成功 $y = 1$ 。假设该项目成功的概率是经理人行动的线性函数：即 $\text{Prob} \{y = 1 \mid \alpha\} = Y' \alpha$ 。其中， $Y = \{y_1, \dots, y_n\}^T$ 是与 α 具有相同维度的向量， Y 的每个分量均表示经理人行动的这一分量对项目成功的边际贡献。总之，项目成功与否全部取决于被规制企业经理人的努力程度。

需要注意的是，考虑规制的必要性，我们假设该项目对社会公众具有一定的外部性作用，该外部性作用可能为正，也可能为负。并且这种外部性作用是广义的，它不仅包括那些明显的、直接的影响，如污染物排放等，还包括那些潜在的、间接的影响，如靠垄断定价攫取社会剩余等。我们用 n 维向

量 $X = \{x_1, \dots, x_n\}^T$ 来表示经理人的行动对社会公众的影响, X 的每个分量均表示经理人行动的相应分量对外界的边际影响。这样, 企业的外部性作用整体可以表示为 $E = X'\alpha$, 这一结果我们假设由规制机构来负责。规制机构根据 E 的大小对企业实行规制, 规制策略直接作用于被规制企业的董事会, 但董事会对于规制机构没有反作用, 它对规制的最终反应都将体现在它对经理人的激励结构设计上。为了处理之便, 且统一量纲, 我们假设 $\text{Prob} \{y = 1 \mid \alpha\} \leq 1$, $X'X = Y'Y = 1$ 。

假设所有的参与人均均为风险中性, 经理人的收益包括两个部分:

(1) 固定薪水 s ;

(2) 董事会付给经理人的激励性报酬, 该报酬与项目成功的概率成正比, 比例系数为 η 。

董事会的收益也包括三个部分:

(1) 对经理层的薪水支出 $-s$;

(2) 项目收益 $Y'\alpha$;

(3) 规制机构对被规制企业的规制效果, 即董事会得到一个与企业外部性 E 成比例的报酬或惩罚, 比例系数为 λ ;

最后, 我们假设上述三者之间的博弈是可重复的, 折现率为 r 。

三、完备契约情形

首先考虑完备契约的情形, 在契约完备的情况下, 董事会可以直接观测经理人的行动向量, 并且该向量对于第三方是可验证 (Verifiable) 的, 也就是说董事会与经理人之间的契约是可以无成本强制执行的, 董事会可以根据经理人的行动向量为其设计激励结构。

1. 经理人的最优行动

经理人的期望效用 U_A 可以表示为: $U_A = s + \eta Y'\alpha - \frac{1}{2}\alpha'\alpha$, 经理人的目标是选择其行动向量 α 来最大化 U_A , 即最大化 $U_A = s + \eta \sum_{i=1}^n y_i a_i - \frac{1}{2} \sum_{i=1}^n (a_i)^2$ 。

对上式 α 的每个维度 a_i 求微分, 得到: $\frac{\partial U_A}{\partial a_i} = \eta y_i - a_i$ 。这样, 由一阶条件得到: $a_i = \eta y_i$, $i = 1, \dots, n$, 即 $\alpha = \eta Y$ 。且由于 $\frac{\partial^2 U_A}{\partial a_i^2} = -1$, $i = 1, \dots, n$, 二阶条件满足, 所以 U_A 在 $\alpha^* = \eta Y$ 取得最大值。

将经理人的最优行动 $\alpha^* = \eta Y$ 代入 U_A 得到经理人的最优效用:

$$U_A = s + \frac{1}{2}\eta Y'Y\eta = s + \frac{1}{2}\eta^2$$

2. 董事会的薪酬设计

对于董事会来说，它需要在满足经理人参与约束与激励相容约束的条件下最大化其效用 U_p ，即：

$$\begin{aligned} \max_{\eta} U_p &= Y'\alpha - s - \eta Y'\alpha + \lambda X'\alpha \\ &= \sum_{i=1}^n y_i a_i - s - \eta \sum_{i=1}^n y_i a_i + \lambda \sum_{i=1}^n x_i a_i \\ \text{s. t. } \begin{cases} U_A = s + \frac{1}{2}\eta^2 \geq u_0 & (\text{IR}) \\ a_i = \eta y_i & (\text{IC}) \end{cases} \end{aligned}$$

解此最优化问题，得 $U_p(\eta) = -\frac{1}{2}\eta^2 + (1 + \lambda X'Y)\eta - u_0$ 。董事会需要选择合适的 η 来最大化 U_p ，由于一阶条件为 $\frac{\partial U_p}{\partial \eta} = -\eta + 1 + \lambda X'Y = 0$ ，二阶条件为 $\frac{\partial^2 U_p}{\partial^2 \eta} = -1$ ，所以 U_p 在 $\eta^* = 1 + \lambda X'Y$ 处取得最大值。

3. 福利分析

令 $K = X'Y$ ，那么从数学意义上讲， K 就表示向量 X 与向量 Y 在欧几里德空间中夹角的余弦值，所以 $|K| \leq 1$ 。当向量 X 与向量 Y 的夹角为 0 ，即当这两个向量的方向重合时， $K = 1$ ；当向量 X 与向量 Y 的夹角为 π ，即当这两个向量的方向相背离时， $K = -1$ ；当向量 X 与向量 Y 与垂直时， $K = 0$ 。从经济学意义上讲， K 表示被规制企业与规制机构的利益关系，此利益关系与企业行为的外部性程度相关，企业对外界外部性作用越大，企业与规制机构的利益关系就越密切。例如，当 $K = 1$ 时，企业利益与社会公众的利益相一致，也就是说企业行为具有完全的正外部性，规制机构需要正向激励企业行为；当 $K = -1$ 时，企业利益与社会公众利益背道而驰，也就是说企业行为具有完全的负外部性，规制机构需要负向限制企业行为；当 $K = 0$ 时，企业利益与社会公众利益毫不相干，也就是说企业行为不具有外部性，规制机构不需要干涉企业行为，该模型也就退化成为一个一般意义上的委托—代理模型。关于 K 的取值意义可以概括如下：

$$\begin{cases} -1 \leq K < 0, & \text{企业行为具有负外部性;} \\ 0, & \text{企业行为不具有外部性;} \\ 0 < K \leq 1, & \text{企业行为具有正外部性。} \end{cases}$$

将 $K = X'Y$ 代入上面的公式，可以得到，董事会开出的薪酬方案为 $U_A =$

u_0 、董事会的收益为 $U_p = \frac{1}{2}(1 + \lambda K)^2 - u_0$ ，经理人的行动向量为 $\alpha = (1 + \lambda K)Y$ ，企业总剩余为 $S = U_A + U_p = \frac{1}{2}(1 + \lambda K)^2$ ，企业对外界的总外部性为 $E = (1 + \lambda K)X'Y$ 。而在不存在规制的情况下，董事会开出薪酬方案为 $U'_A = u_0$ ，董事会的收益为 $U'_p = \frac{1}{2} - u_0$ ，经理人的行动向量为 $\alpha' = Y$ ，企业总剩余为 $S' = U_A + U_p = \frac{1}{2}$ 。

根据对 K 的定义可以看到，当 $-1 \leq K < 0$ 时，即企业行为具有负外部性时，企业总剩余要小于不存在规制时的企业总剩余 $\frac{1}{2}$ ，而且董事会的收益也要小于不存在规制时的董事会收益 $\frac{1}{2} - u_0$ ；而当 $0 < K \leq 1$ 时，即企业行为具有正外部性时，企业总剩余大于不存在规制机构时的企业总剩余，而且董事会的收益也要大于不存在规制时的董事会收益。当 $K = 0$ ，即企业行为不具有外部性时，该模型所有结果与经典委托—代理模型的结果完全一致。需要注意的是，由于委托代理契约的完备性，外部规制不对企业治理产生任何影响，所以无论 K 取何值，外部规制均不影响公司治理，此时外部规制仅对公司的董事会起作用，并没有深入企业的内部契约结构。

四、不完备契约情形

然而，现实中几乎任何委托代理契约都是不完备的，规制机构不可能完美地掌握企业行为，董事会也不能完美地监督经理人的决策，即使董事会能够监督经理人的决策，这些决策信息以及决策结果也不可能完美地得到第三方的证实。在这种情况下，规制机构的规制行为将会影响企业的公司治理。为简化起见，这里只考虑董事会和经理人之间委托代理契约的不完备性，而仍然假设规制机构可以完美地观测并向第三方证实董事会的行为。

此时，董事会以一种关系契约的形式对经理进行治理。在这种情况下，由于董事会无法向第三方证实经理人的行动，经理人可能会采取某些违背企业收益最大化的机会主义行为，在察觉到经理人的机会主义行为后，董事会有权力选择终止与经理人之间的委托代理契约或者选择更加严格的监督行为，这往往意味着治理结构的变革。出于对未来收益的重视，经理人的机会主义行为可能会在一定程度上有所收敛。这里假设，在单期雇佣关系中，如果经理人选择采取机会主义行为，他可以攫取全部的企业剩余 $S = \frac{1}{2}(1 + \lambda K)^2$ ；如果他不采取机会主义行为，他仍将获得上述完备契约下的收益 u_0 。那么决定经理人是否采取机会主义行为的决定因素就在于他从单期机会主义行为中

所获得的一次性收益是否足以抵偿其未来连续续约获得的收益流的当前折现值，也即经理人的行为逻辑为：

$$\begin{cases} \frac{(1+\lambda K)^2}{u_0/r} > 2, & \text{易采取机会主义行为;} \\ \frac{(1+\lambda K)^2}{u_0/r} \leq 2, & \text{不易采取机会主义行为。} \end{cases}$$

当 $\frac{(1+\lambda K)^2}{u_0/r} \leq 2$ 时，规制不影响经理人采取机会主义行为的激励，也就是说规制对于被规制企业董事会与经理人之间的代理契约仍然没有影响；而当 $\frac{(1+\lambda K)^2}{u_0/r} > 2$ 时，规制加强了经理人采取机会主义行为的激励，此时被规制企业需要变革其初始代理契约的治理结构。也就是说，在被规制企业中，决定公司治理质量的主要包括以下几个因素：规制机构的规制程度 λ ，规制机构与规制企业的利益冲突程度 K ，经理人的保留收益 $\frac{u_0}{r}$ ，当三者满足 $\frac{(1+\lambda K)^2}{u_0/r} > 2$ 时，规制会影响到被规制企业董事会与经理人之间的契约关系。

公司治理是公司参与者各方面激励相互协调后的结果，这一协调服务于两个目的：促进公司参与者的共同利益，削弱个体的机会主义行为。对于既定的公司结构来说，外生的规制力量势必会改变各方既有的激励，导致各方激励的重塑，从而各方的激励必须重新协调、折中，然后再形成新的制衡机制。在这一过程中，如果外生的规制导致各方激励的冲突加大，那么规制就会影响被规制企业的治理结构；反之，如果外生规制没有动摇各方激励的制衡状态，那么规制与激励就是相容的，规制不影响被规制企业的治理结构。在本模型中，上述关系可以直观地表示如图2所示：

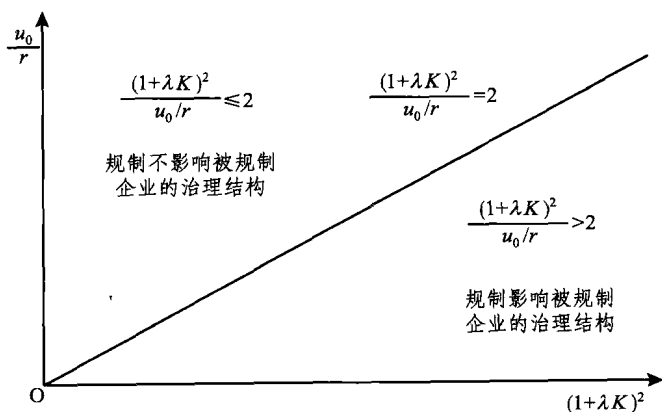


图2 规制对治理发挥影响的条件

所以, 规制机构在考虑规制方案时, 必须要考虑到外生于企业的规制力量所产生的激励重塑作用对企业原有治理结构的影响以及企业治理结构为此所做出的反应。当企业的代理契约较不完备时, 规制对被规制企业治理结构的影响往往会更加显著。

在本模型中, 在考虑到被规制企业董事会、经理人的反应后, 规制机构能够选择的规制工具除了选择规制程度 λ 外, 还包括调整规制机构与规制企业的利益冲突程度 K 。调整 λ 是对直接外部性的规制, 其主要手段是对企业进行补贴或罚款; 调整 K 是对间接外部性的规制, 其本质是通过各种行政措施改变被规制企业与社会公众的利益冲突程度, 这种措施不仅包括传统的价格规制以及准入规制, 还包括其他的一些行政手段, 这些手段有时会直接介入企业的公司治理结构, 如改变企业的股权结构和董事会结构、鼓励企业对上下游企业实行纵向一体化、对企业实行分拆重组等行政型治理手段。

五、规制影响公司治理的经验证据

对于被规制的自然垄断企业而言, 在严格的进入和价格规制环境下, 相对较小的竞争压力和稳定的利润来源会降低股东对经理人进行强烈监督的动机 (Skeel, 1999), 从而导致规制能够部分地代替股东的监督职能 (Demsetz and Lehn, 1985)。乔斯科等 (Joskow et al., 1993) 也指出, 规制提高了被规制企业的公司治理透明度, 通过公共审计和一系列规制工具, 规制者能够对低劣的治理结构进行惩处。因此, 在相对较强的规制环境中, 股东存在着对规制机构的“搭便车”行为, 被规制企业的股权结构普遍较为分散 (Kole and Lehn, 1999)。在放松规制的环境下, 随着某些进入保护和价格政策的撤销, 被规制企业的生存环境将发生重大变化。由于市场竞争的引入, 企业面临的不确定性加剧, 此时投资者将被迫加强对经理人能力和绩效的鉴别和观测。詹森和迈克林 (Jensen and Meckling, 1976) 认为, 外部大股东地位的加强能够有效降低股东之间的“搭便车”行为, 从而克服经理人的道德风险、降低代理成本。因此, 在放松规制环境下, 大股东会通过强化控股地位, 加强对经理人努力程度和经营能力的监督, 促使经理人提高对企业绩效的边际贡献, 此时一个可观测的变量就是大股东持股比例的提高, 科勒和莱恩 (Kole and Lehn, 1999) 的实证研究证实了放松规制后原被规制企业股权的相对集中。

股权结构是企业其他治理特征的根本, 由规制变革导致的股权结构变化必然也会作用于企业的董事会结构、功能与行为。德姆塞茨和莱恩 (Demsetz and Lehn, 1985) 认为规制能在一定程度上替代股东对企业经营者的监督, 所以规制会导致被规制企业股权趋于分散, 从而扩大被规制企业的董事会规模。按照这个逻辑, 放松规制意味着规制的替代功能减弱, 经营者来自企业

内部的监督迫切需要加强，股权不得不集中到关键性的大股东手里，董事会的规模可能会随之缩小。政府规制还会影响被规制企业的董事会功能和行为，斯基尔（Skeel，1999）及乔斯科等（Joskow et al.，1993）指出规制者对被规制企业的压力会促使被规制企业选择更加有效的董事会结构。与非规制企业相比，规制企业面临着不同的政治和法律环境，这对被规制企业的董事会会有重要的影响。规制企业的董事会可能会更加考虑、涉及政治因素，在董事会中增设有政治影响的董事，帮助解决与规制机构的协调和实施院外活动。如阿格拉瓦尔和诺伯（Agrawal and Knoeber，2001）、埃兰和塞库塔（Helland and Sykuta，2004）考察了董事会成员的政治背景，他们认为，如果政治压力过高，董事会将主动增加能够对政治发挥影响的董事，如律师及有政府工作背景的董事。阿格拉瓦尔和诺伯（Agrawal and Knoeber，2001）还发现电力企业董事会中有政治和法律背景董事的比例在20世纪90年代迅速增加。

规制施加在被规制企业股权结构和董事会运作上的影响还会进一步传递到被规制企业的高管激励方面。布斯、科尼特和泰兰尼安（Booth、Cornett and Tehranian，2002）指出，对于被规制企业，由于规制弱化了经理层的决策对股东财富最大化的边际贡献，所以董事会对经理层内部监督职能的重要性相对较低，因此当存在政府规制时，规制替代了传统的董事会监督机制。乔斯科等（Joskow et al.，1999）认为规制改变了CEO工作的复杂性，限制了其影响企业绩效的能力，从而导致被规制企业的董事会对CEO开出相对较少的薪酬、或较少与企业绩效相挂钩的薪酬，或干脆聘用能力较低的CEO。实证研究者认为，规制能够对公司治理中的传统监督机制产生替代作用的一个证据是，被规制行业的CEO薪酬低于其他行业。乔斯科等（Joskow et al.，1993）的研究证实了被规制电力企业CEO的低薪酬现象；贝克拉、坎贝尔和弗莱（Bechera、Campbell and Frye，2005）发现银行业的董事与非银行业相比薪酬激励较低；科勒和莱恩（Kole and Lehn，1999）发现放松规制后被规制企业的CEO薪酬和股票期权比例会上升，并且被规制企业绩效的变化还会导致管理者的更替；另外，哈伯德和帕里阿（Hubbard and Palia，1995）以及克劳福德、埃泽尔和迈尔斯（Crawford、Ezzell and Miles，1995）证明，放松规制后被规制企业的高管薪酬与企业绩效之间的联系更紧密了。

参考文献

[1] 姜涛：《规制、公司治理与企业效率——基于中国发电类上市公司的研究》，2009年南开大学博士学位论文。

[2] Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber, "Do some outside directors play a political role", *Journal of Law and Economics*, 2001, 44 (3): 179-198.

[3] Baker, George, Robert Gibbons, and Kevin J. Murphy, "Relational contracts and the theory of the firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117 (1): 39-84.

[4] Bechera, D. A., Fryec, M. B., "Does regulation substitute or complement govern-

ance", SSRN working paper, 2008.

[5] Bechera D. A. , Terry L Campbell II, and Melissa B Frye, "Incentive compensation for bank directors: The impact of deregulation", *Journal of Business*, 2005, 78 (1): 1753 - 1777.

[6] Bernheim, Douglas B. and Michael D. Whinston, "Common Agency", *Econometrica*, 1986, 54 (4): 923 - 942.

[7] Booth, James R. , Marcia M. Cornett, and Hassan Tehranian, "Boards of directors, ownership, and regulation", *Journal of Banking and Finance* 2002, 26 (10).

[8] Crawford Anthony, John R Ezzell, and James A Miles, "Bank CEO pay-performance relations and the effects of deregulation", *Journal of Business*, 1995, 68 (1): 231 - 256.

[9] Demsetz H. , K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 1985, 93 (6): 1155 - 1177.

[10] Helland, Eric, and Michael Sykuta, "Regulation and the evolution of corporate boards: Monitoring, advising, or window dressing", *Journal of Law and Economics*, 2004, 47 (1): 167 - 193.

[11] Hubbard R. Glenn and Darius Palia, "Executive pay and performance: Evidence from the U. S. banking industry", *Journal of Financial Economics*, 1995, 39 (2): 105 - 130.

[12] Jensen, Micheal C. and Meckling W. H. , "Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (2): 305 - 360.

[13] Joskow P. L. , Nancy L. Rose, and Andrea Shepard, "Regulatory constraints on CEO compensation", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1993: 1 - 58.

[14] Kole S. , K. Lehn, "Deregulation and the Adaptation of Governance Structure: The Case of the US Airline Industry", *Journal of Financial Economics*, 1999, 52 (3): 79 - 117.

[15] Laffont, J-J. , and J. Tirole, *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press, 1993.

[16] Lehn K. , "Corporate Governance in the Deregulated Telecommunications Industry: Lessons from the Airline Industry", *Telecommunications Policy*, 2002, 26 (1): 225 - 242.

[17] Skeel D. A. , "The market revolution in bank and insurance firm governance: Its logic and limits", *Washington University Law Quarterly*, 1999, 7 (2): 433 - 459.

Regulation and Corporate Governance Structure: Model and Empirical Evidences

Jiang Tao

Abstract: In this paper, we develop a game theory model in sense of conception, in which we focus on how regulation penetrates into the contract nexus of regulated firm and how it interacts with each contracting parties based on Principle-Agent theory. We suppose the regulation institution, the board of regulated firm, and the manager of regulated firm are in a two-tiers principle-agent relations, one tier of which is between the two former, the other tier is between the two later. In the end we survey the empirical evidences about how regulation influences the regulated firms' ownership structure, board characteristics, and management compensation to support out model.

Key Words: Regulation Regulated Firm Corporate Governance