

公司治理译丛

主编 张宗益

公司治理 计量经济学分析

**THE ECONOMETRICS OF
CORPORATE GOVERNANCE STUDIES**

[美] 巴加特 (Sanjai Bhagat) 杰弗里斯 (Richard H. Jefferis, Jr.) 著

宋增基 李春红 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

公司治理译丛
主编 张宗益

公司治理 计量经济学分析

THE ECONOMETRICS OF CORPORATE GOVERNANCE STUDIES

[美] 巴加特 (Sanjai Bhagat) 杰弗里斯 (Richard H. Jefferis, Jr.) 著
宋增基 李春红 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

北京市版权局著作权合同登记 图字:01-2008-4503 号

图书在版编目(CIP)数据

公司治理:计量经济学分析/(美)巴加特等著;宋增基等译. —北京:北京大学出版社,2010.9

(公司治理译丛)

ISBN 978-7-301-16325-2

I. 公… II. ①巴… ②宋… III. 公司-企业-管理-计量 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 222817 号

The Econometrics of Corporate Governance Studies by Sanjai Bhagat and Richard H. Jefferis, Jr.
© 2002 Massachusetts Institute of Technology.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced in any form by any electronic or mechanical means (including photocopying, recording, or information storage and retrieval) without permission in writing from the publisher.

书 名:公司治理:计量经济学分析

丛 书 主 编:张宗益

著作责任者:[美]巴加特 杰弗里斯 著 宋增基 李春红 译

责任编辑:陈 莉

标准书号:ISBN 978-7-301-16325-2/F·2357

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 话:邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62750112

出版部 62754962

电子邮箱:pw@pup.pku.edu.cn

印 刷 者:世界知识印刷厂

经 销 者:新华书店

965 毫米×1300 毫米 16 开本 8.25 印张 110 千字

2010 年 9 月第 1 版 2010 年 9 月第 1 次印刷

定 价:18.00 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 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

《公司治理译丛》序

公司治理 (corporate governance) 从狭义角度讲是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排, 广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排, 这些安排决定公司的目标, 谁在什么状态下实施控制、如何控制, 风险和收益如何在不同企业成员之间分配等这样一些问题。“公司治理”概念最早出现在经济学文献中的时间是 20 世纪 80 年代初期。在这之前, 威廉姆逊 (Williamson) 曾提出了“治理结构” (governance structure), 可以说与“公司治理”已相当接近。如果从思想渊源上看, 最早可以追溯到亚当·斯密 (Adam Smith), 他在《国民财富的性质和原因的研究》(1776) 中指出, 股份公司中的经理人员, 使用的是别人而不是自己的钱财, 不可能期望他们管理企业时会有像私人公司合伙人那样的警觉性。到了 20 世纪初, 伴随规模巨大的开放型公司的大量出现, 这一问题已相当突出, 所以伯利 (Berle) 和米恩斯 (Means) 在《现代公司与私有财产》(1937) 中直言, 管理者权力的增大有损害资本所有者利益的危险。他们担心, 由于正在发生的所有权与控制权的持续分离, 可能会使管理者对公司进行掠夺。

在公司治理领域研究作出开创性贡献的是詹森 (Jensen) 和麦克林 (Meckling), 他们在 1976 年发表的经典论文中, 提出了影响深远的代理理论和社会公众股代理成本模型。他们论证了一个拥有少于 100% 的公司剩余现金流的经理人与社会公众股东存在着潜在的利益冲突。从此以后, 经济学家们就开始理解、定义、度量和最小化这种冲突, 研究股东如何有效地控制和

监督经理人员行为的问题，该领域的研究文献大量涌现并取得了巨大进展。

直到如今，公司治理仍是西方学术界在企业理论研究领域的一个前沿核心课题，原因在于，近年来，公司治理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；那些受到危机影响的国家，迫切需要通过改革治理来重建市场信心、吸引外国投资者并处理结构缺陷。在东欧等转轨经济体制中，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。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，公司被要求善待小投资者、增加透明度，以及更充分地进行信息披露。

中国自 1978 年进行经济体制改革以来，企业改革主要经历了放权让利、承包经营、股份制改造和建立现代企业制度等几个阶段。尽管改革取得了令世人瞩目的成绩，但是国有企业改革一直难以走出困境。中国国有大中型企业的股份制改造从 1986 年底全面开始，但由于认识上的偏差、实际工作中的缺陷和客观条件的限制，构建公司治理模式的工作并没有取得真正的突破，股份制试点的成果离预期目标还有很大的距离，甚至其所构建的公司治理模式部分还保持着行政化的运作方式，真正体现现代企业制度内涵的公司治理运作机制并没有形成。目前学者对中国国有企业改革的争论，既反映了中国在建立市场制度方面的重大进展，也可以看出在转变公司行为方面，过去的改革努力只取得了有限的成功。从近二十几年来中国国有企业改革的过程来看，中国的公司治理实践雷声大、雨点稀；举措不少，收获却一般。为什么会这样？一个重要的原因，在于对公司治理改革的理论与实践的研究不够深入，太注重借鉴国外公司治理的形式，而不知其存在的理由。结果，在形式上越来越像的同时，一切还是老样子，在有些方面甚至还出现了新的更难解决的问题。如何构建适合中国企业的公司治理模式，已成为中国企业改革的中心问题。

中国经济界和经济理论界对公司治理问题的研究始于 20 世纪 90 年代

初。尤其是在1993年11月中国共产党十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出了国有企业改革的方向是建立现代企业制度的决策以后，国内学者在引进、介绍和借鉴国外有关公司治理的理论及实践经验的基础上，对中国公司治理结构改革的各个方面的问题展开了讨论，发表了大量学术论文，提出了若干建设性的意见和建议。

随着国企改革的深化，公司治理也成为国内学术界研究的热点领域。近年来，据不完全统计，国内各高等院校及研究机构以与公司治理相关的课题为研究内容的博士毕业论文就达五百余篇，其中不乏选题新颖、论证严密、观点明确、所得结论具有启示意义的上乘之作。但我们在对其中一部分论文评审时发现，一些论文也存在不少突出的问题，包括对国外公司治理文献阅读理解的不够深入，集中表现在论文作者对公司治理的一些概念界定不清，在引述有关文献时，断章取义，片面理解某些重要观点，更有甚者，也可能是受英文水平的限制，论文作者根本没有阅读过文献原文，就在自己的论文中引述了其他博士毕业论文中已被错误引述的观点。另外，有些论文虽能正确引述文献，但文献综述不够全面完整，许多经典著作被遗漏，没能平衡地全面总结对其所研究课题已有的持不同观点的重要学术成果。在理论研究方面，有些论文无论是理论观点、论证方法还是所得结论，都存在着内容重复、相互雷同、缺乏创新等问题。在实证研究方面，有些论文片面追求数学模型的新颖性，所提的假设缺乏足够的理论支持，计量分析所得结论与实际情况严重脱节，甚至自相矛盾，无法解释面临的实践问题。

有鉴于此，我们感到有必要对国外公司治理理论与实证研究的主要成果及研究方法做一较为全面的梳理和总结，在这套《公司治理译丛》中，我们力图体现研究方法及成果的权威性、代表性、广泛性和综述性。目的是使国内在校攻读博士学位的研究生和其他研究机构的学者，能够较为全面地了解掌握公司治理领域中国外的重要研究成果及研究方法，从而将国内对公司治理的理论与实证研究引向深入，为中国企业改革理论与实践作出原创性的贡献。

《公司治理译丛》共三辑，皆是精心挑选的著作。第一辑是对国外公司

治理经典研究文献的一个回顾与总结。我们选译了对公司治理理论研究影响巨大、在国际顶级经济学术期刊上发表且引述率最高的权威文献。从 1976 年詹森和麦克林合著的《公司理论：管理者行为，代理成本和所有权结构》这篇开创性的论文开始，我们共收录了 9 篇经典文献。这些文献在各个不同时期对公司治理研究的进步作出了巨大贡献。它们从各自角度对公司治理研究进行了深入拓展，奠定了现有公司治理研究的基础，为后人研究公司治理问题提供了一个完整的研究框架。对这些经典文献的回顾与总结，将有助于把握公司治理研究的思想脉络，并能在前人的基础上，对现有公司治理问题有更深入的分析与诠释。

第二辑译自美国麻省理工学院出版社出版的《公司治理：计量经济学分析》。计量经济学的普及，扩展了公司治理实证研究方法，减少了理论研究的局限性，丰富了公司治理的研究成果。它将公司治理的研究带入了一个新领域，并将研究成果与公司现实紧密地结合起来，为理论与实际构建了一座桥梁。此本专著较为全面、客观、评论性地总结了国外学者对公司治理的实证研究方法及研究结论。这些方法与研究结论对于正处在公司治理探索阶段的我国学者将有所裨益。一方面，有助于我们借鉴国外现有实证研究方法 with 结论，深入研究与比较国内公司治理情况。另一方面，有助于国内学者在国外的研究基础上，有所探索有所创新。

第三辑译自英国 Edward Elgar 出版社出版的《公司治理国际案例》。所选择的 12 个治理案例既有发生在欧美发达国家的，也有发生在新兴的发展中国家的。这些案例分别从不同角度描述了各公司在实际治理过程中出现的问题。对于这些案例的分析和使用，有助于将公司治理研究成果转化为实际治理行为，帮助企业领导者分析和处理实际问题。另外，对于一些学者来说，这些生动的企业案例也是合适的研究对象。

我们希望《公司治理译丛》的出版能为国内学者继续深入研究公司治理问题提供有益的借鉴和参考。

《公司治理译丛》的出版得到了张宗益教授主持的国家杰出青年科学基金项目“企业理论”（项目编号：70525005）和高等学校博士学科点专项科

研基金项目“股权结构、公司治理与公司绩效关系综合性研究”（项目编号：20050611013）以及教育部人文社会科学研究项目“所有权结构与公司治理”（项目编号：03JD630011）三个重要课题的资助，英国布鲁奈尔大学（Brunel University）的刘苟佳博士在编写过程中提出了有益的建议并提供了部分资料，重庆师范大学刘永春，重庆工程职业技术学院张巧红老师及重庆大学经济与工商管理学院的研究生郑海健、向诚、黄璐、朱勇、党文娟、田妮等参与编译了部分章节，在此表示衷心感谢。

目 录

绪论	1
第 1 章 引言	3
第 2 章 公司治理研究的计量经济学	13
第 3 章 样本构建与数据	43
第 4 章 收购行为、管理者更替与收购壁垒的联合分布	55
第 5 章 Bootstrap 回归结果	65
第 6 章 Probit 模型	77
第 7 章 结论	91
附录 敏感性分析	97
参考文献	112

绪 论

大量理论和实践文献分析认为，公司收购、管理者更替、资本结构、公司绩效、公司治理与公司所有权结构是相互影响的。其中大部分现有的文献只分析了其中两个变量之间的关系——例如，公司所有权结构和公司绩效的关系或者公司治理和公司收购的关系，但我们认为，收购壁垒、公司收购、管理者更替、公司绩效、资本结构和公司所有权结构是内在相关的。因此，从计量经济学的角度，研究这些变量中任意两者之间的关系的适当方法是建立一个对这六个变量之间的关系进行详细设定的联立方程系统。但是，这种联立方程系统的设定与估计十分不易。为了理解这个问题，我们考虑了以下两个在文献中引起广泛关注和具有重要政策含义的问题：（1）反收购措施（收购壁垒措施）是否防止了公司被收购？（2）反收购措施是否帮助管理者延长了任期？

公司常常采用反收购措施来增加收购公司的收购难度（有时候这种意图不太可能实现）。而敌对公司之间的收购常常导致目标公司管理层的离开。因此，收购壁垒表面上意在防止敌对收购，实际上可能帮助了目标公司管理者（为了自身安全而）延长任期。在过去的 20 年中，绝大多数美国公众公司采取了这种反收购措施。

* 我们感谢美国金融协会和西方金融协会会议的参与者、亚利桑那州立大学、乔治梅森法学院、伊利诺依大学香槟分校、匹兹堡大学、普林斯顿大学、南卫斯理公会大学、弗吉尼亚大学、美国证券交易委员会、范德比尔特大学的有益建议。我们感谢美国科罗拉多州大学商业研究委员会给予本研究的经济支持。我们同样感谢麻省理工学院出版社的 Elizabeth Murry 和 Victoria Richardson Warneck，正是他们的不断鼓励，促使我们完成本书。

在本书中，我们考察了公司绩效、所有权结构以及公司收购壁垒对收购行为和管理者更替的影响。我们重点关注了公司收购壁垒的效果。在文献中，收购和管理者市场是对较差的管理绩效的惩罚机制，而收购壁垒被设计用来帮助在任的管理者抵抗这些压力。如果果真如此，那么采取收购壁垒的动机是理性的，这些壁垒应该与减少收购活动和延长管理者任期相关。

本书并不支持这个结论。我们发现：反收购措施在预防收购方面是无效的，同时在延长管理层的任期方面也是无效的。虽然我们确实观察到，收购活动和收购壁垒之间存在统计上显著的负相关关系。但是，当我们设定了经济绩效这个变量时，我们没能发现收购活动和收购壁垒之间的负相关关系。在模型中，我们发现，当允许绩效及收购活动随着收购壁垒的变动而变动时，反收购的防御措施是无效的。

在管理者更替的案例中，我们的结论比较可信。在我们的例子中，首席执行官（CEO）的更替与公司收购壁垒无关。这个结果与简单相关模型以及我们从中发现收购与绩效的相关关系的概率模型的估算结果相一致。在采用毒丸计划这一反收购壁垒的公司中，管理者更替和绩效之间存在统计上显著的相关关系。

我们必须强调，这些结果并不能说明壁垒活动对股东没有成本。收购壁垒可能导致被收购壁垒保护的管理者的绩效不如没有壁垒保护时的绩效。这个假设与本书的结论以及名义收益率中的间接证据相一致。无论如何，我们的证据明确显示，收购壁垒在保护管理者方面并不是完全有效的。

第 1 章

引 言

1.1 历史观点

公司管理者在美国大公司中是具有谈判优势的代理人。Roe (1994) 指出, 公司管理者的这种谈判优势可能源于我们特定的政治和经济历史背景。这一方面的研究最早可以追溯到 Berle 和 Means (1932), 他们指出公司管理者相对缺乏责任心, 并认为在美国, 如果公司存在对管理者进行监管的人员, 那么公司绩效将会增加 (Jensen and Meckling, 1976)。从第二次世界大战后到 20 世纪 70 年代初期, 美国是世界经济的主导力量。这种经济上的主导地位迎合了人们认为当时的公司治理方式及权力结构适合美国公司的观点, 换句话说, 在这段时期内, “美国” 这一 “公司” 正在向全世界发售货物。因此, 当时没有必要重新审视公司的权力结构。另外一些人可能会认为这一时期美国在世界经济领域内取得主导地位是战争的直接结果, 因为战争直接摧毁了大部分其他主要经济体的经济。

20 世纪 70 年代晚期, 很明显美国企业渐渐丧失了其在全世界的竞争地位。主流媒体认为, 美国在全球竞争力的下降应当归因于公司管理者对公司资源的错误管理。这种观点认为, 公司管理者对扩张和管理公司, 而不是股东利益更感兴趣。这些观察者还指出, 管理者这种行为能够成功的原因在于公司对管理者的决策缺乏监督和约束。

在 20 世纪 80 年代, 敌对的收购者 (袭击者) 可能充当了这种监管或者约束的角色。无论如何, 人们更加关注这种收购者长期内对公司的影响以及短期内对其他利益相关者的影响 (Bhagat, Shleifer and Vishny, 1990)。20 世纪 80 年代晚期, 敌对的收购者减少了, Comment 和 Schwert (1995) 对这一现象进行了讨论和解释。90 年代初期开始, 大众和学术界的评论者开始强调 “关联投资者” 的监管作用 (Bhagat, Black and Blair, 2001)。

1.2 公司反收购措施

一些公司的反收购措施 (例如收购壁垒修正案和毒丸计划) 在 80 年代

晚期减少收购的发生中起到了一定的作用。收购壁垒修正案由公司董事会提出，然后由股东投票来通过。这些修正案修改了公司的章程，使得在没有得到董事会的同意时，控制公司的难度增大。分级董事会条款规定在任一年度的董事会选举中，最多只能更换 1/3 董事会成员。这延长了收购方取得董事会多数席位所需的时间。公平价格条款可能规定，在某一特定时期，任何潜在收购者购买股票时，需向所有股东支付相同的收购价格。在特拉华州 (Delaware) ——这是一个对管理者非常友好的地区——一些企业修改了他们的公司章程。毒丸计划通常不用经过股东批准便可被采用。毒丸计划的具体形式多种多样，它们的共性是使潜在收购者要为收购行为支付非常高的成本，从而使收购方公司的董事会不赞成继续收购。例如，毒丸计划可能会要求收购者具有强大的经济实力，稀释收购者的所有权，或者减少收购者权益中的投票权力。Brickley, Lease 和 Smith (1998) 以及 Bruner (1991) 描述了这些收购壁垒条款。

1.3 测量反收购措施影响的计量经济学问题

公司金融的理论与实证的文献考察了公司治理、收购、管理者更替、公司绩效、公司资本结构和公司所有权结构之间的关系。大部分现存的资料都只考虑在某一时点，这些变量任意两者之间的关系——例如，所有权和绩效的关系或者公司治理和收购的关系。

以下是上述所提到的文献的一部分：Pound (1987) 及 Comment 和 Schwert (1995) 考察了收购壁垒对收购行为的影响；Morck, Shleifer 和 Vishny (1989) 考察了公司所有权和公司绩效对收购行为和管理者更替的影响；DeAngelo 和 DeAngelo (1989)，Martin 和 McConnell (1991)，Denis 和 Serrano (1996) 以及 Mikkelsen 和 Partch (1997) 考察了管理者更替对公司绩效的影响。Denis, Denis 和 Sarin (1997) 研究了管理者更替对所有权结构的影响；Bhagat 和 Jefferis (1991) 考虑了收购壁垒对公司所有权结构的冲击；Ikenberry 和 Lakonishok (1993) 调查了收购行为对公司绩效的影响；Berkovitch,

Israel 和 Spiegel (1998) 研究了资本结构对管理层薪酬的影响; Mahrt-Smith (2000) 研究了所有权和资本结构的关系; Garvey 和 Hanka (1999) 考察了公司治理对资本结构的影响; McConnell 和 Servaes (1990), Hermalin 和 Weisbach (1991), Loderer 和 Martin (1997), Cho (1998), Himmelberg、Hubbard 和 Palia (1999) 以及 Demsetz 和 Villalonga (2001) 研究了所有权结构和公司绩效的关系; DeAngelo 和 Deangelo (2000) 以及 Fenn 和 Liang (2001) 重点关注了所有权结构和公司支出政策。

我们认为, 收购壁垒、公司收购、管理者更替、公司绩效、资本结构和公司所有权结构是内在相关的。因此, 从计量经济学的观点来看, 研究这些变量中任意两者之间的关系的适当方法是建立一个对这六个变量之间的关系进行详细设定的联立方程系统。但是, 这种联立方程系统的设定与估计十分不易。

例如, 计量经济学模型承认绩效、所有权和影响收购结果的收购壁垒不会必然导致一致的利息参数估计。对此的证明需要一些外在约束条件: 误差项的联合分布的假设和对结构方程函数形式的限制的结合。Maddala (1983) 讨论了当误差项呈正态分布时, 判定模型的约束条件。Ichimura 和 Lee (1991) 对单方程半参数指数方程——方程中函数形式不确定, 且方程中解释变量为连续、基本参数向量已知的函数——的判定进行了讨论。据我们所知, 在方程的形式和误差项的联合分布都缺少强约束时, 对方程组进行估计目前还是一个无法解决的问题。

我们对暗含特定函数形式的收购壁垒模型不甚了解。如果这些函数是线性的, 则可以通过强分布假设或者外生约束条件对该模型进行判定。Maddala (1983) 和 Amemiya (1985) 对缺少外生约束条件时, 可判定模型的误差项的约束条件进行了讨论。但是这些约束条件与基于激励的对收购壁垒的解释相矛盾, 因为管理行为或类型的不可见特征都体现在误差项中。去除约束条件因此是最可能的证明路径。

我们所希望检验的假设——收购壁垒影响收购行为的可能性——暗示着外生约束难以被论证。从直觉上来说, 影响收购可能性的变量会在收购防御

中反映出来。

为了以一个有意义的方式阐明上述提及的计量经济学问题，我们考虑了下面两个问题：（1）反收购对策是否阻止了收购？及（2）反收购对策是否帮助了管理者延长他们的工作任期？

我们检验了公司绩效、所有权结构和公司治理（包括公司反收购对策）对收购行为和管理层变更的影响。我们研究的重点放在公司收购壁垒如何影响绩效和收购行为的关系以及绩效和管理者更替的关系。

文献资料显示，收购和管理者劳动市场对在管理工作中表现较差的管理者有约束作用，同时也显示，收购壁垒通常被在任的管理者用来逃避这种约束力；Jarrell, Brickley 和 Netter（1988）对此类文献进行了总结。^① DeAngelo 和 Rice（1983）把这种自私的行为刻画为管理者的堑壕假说（entrenchment hypothesis）。

对公司收购壁垒的另一种解释是，公司收购壁垒代表一个改变管理者、股东、董事会和外来者之间谈判力量分布的协定，但这个协定不一定有利于管理者。具体来说，这种收购壁垒可能使管理者有向公司专用性人力资本投资的动机，这样他在收购时可能获得更高的溢价水平；DeAngelo 和 Rice（1983）把这种特征描述为股东利益假说。Knoeber（1986）指出在这两个假设之间存在“基本的困境”。他认为，管理者堑壕假说的支持者反对收购壁垒，因为他们抑制目标公司和竞标公司股东之间自发性的交易收购。Knoeber 辩称，收购壁垒也是一种发生在目标公司股东、董事会和管理者之间的自发性交易。一个被收购壁垒保护的管理者仍然必须对董事会有所交代；相比敌对收购方的直接威胁，管理层和董事会可能都更容易屈从于内部其他成员的压力。联邦快递、IBM 和通用最近的经历证明了这一点。

通过对比有收购壁垒和无收购壁垒公司的绩效和收购的关系，我们试图了解防御收购的行为是否事实上使管理者脱离了市场规律。这次调查研究的

① Bhagat 和 Jefferis（1991）记录了由股东通过的反收购修正案导致负的名义收益率的情形，并将他们的结果与以前的研究进行了对比。Ryngaert（1998）提出了毒丸计划对股东财富造成影响的证据。毒丸计划通常在无需呈交股东批准的情况下，由董事会实施，而且毒丸计划的实施通常会伴随着股东财富在统计上的显著下降。