

CORPORATE GOVERNANCE AND INVESTMENT
EFFICIENCY : AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE
LISTED FIRM IN CHINA

公司治理结构与长期投资价值：
基于中国上市公司的实证分析

真才基 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理结构与长期投资价值：基于中国上市公司的
实证分析/真才基著. —北京：经济科学出版社，2007. 11

ISBN 978-7-5058-6663-8

I. 公… II. 真… III. 上市公司—企业管理—研究—中
国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 160770 号

责任编辑：崔新艳
责任校对：徐领弟
技术编辑：潘泽新

公司治理结构与长期投资价值：
基于中国上市公司的实证分析

真才基 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

印刷厂印刷

装订厂装订

787×1092 16 开 印张 110000 字

2007 年 11 月第一版 2007 年 11 月第一次印刷

印数：000001—000000 册

ISBN 978-7-5058-6663-8/F·5924 定价：00.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

摘 要

按照代理理论 (Jensen, 1986; Jensen, 1993) 的观点, 管理层的投资行为并不是都以提高公司价值为目标, 管理层的代理行为可能会降低公司价值。公司治理机制作为股东和管理层相互关系的制度安排, 其完善将对经理人的代理行为起到制约作用, 从而提高长期投资的效率。

借鉴 Jensen (1993) 中的价值创造模型和 Fama and French (1999) 中的内涵报酬率 IRR 模型, 本书对中国沪深股市 565 家上市公司的治理结构因素同这些公司 1999~2003 年时段内投资效率的关系进行了实证分析。分析表明: 国有股比例高不利于上市公司投资效率的提高; 国有股与法人股是否存在相对数量偏差对投资效率没有显著影响; 机构投资者持股比例高的公司有较高的投资效率; 股权高集中程度的上市公司有较好的投资效率; 流通股比例提高将带来投资效率的提高; 当前, 在中国上市公司内部治理结构的安排上, 股权结构比董事会特征更为重要; 外资会计师事务所在上市公司监管方面当前并不存在对内资会计师事务所的绝对优势; 能够主动通过分红派息等形式减少自由现金流的公司有较高的投资效率。

最后, 论文分别针对监管部门、上市公司和投资者提出了应用建议。

目 录

第一章 研究介绍	1
1.1 研究的问题	1
1.2 研究目标和内容	3
1.3 研究意义	3
1.4 研究界定	4
1.5 研究步骤	6
第二章 文献回顾和论文创新	7
2.1 股权结构与投资效率关系研究	7
2.2 董事会特征与投资效率关系研究	11
2.3 管理层激励与投资效率的关系研究	14
2.4 本书的创新	16
第三章 治理结构对投资效率的定性分析与研究假设	19
3.1 股权结构与投资效率	19
3.1.1 国有股比例与投资效率	20
3.1.2 非流通股结构与投资效率	23
3.1.3 机构持股比例与投资效率	24
3.1.4 股权集中度与投资效率	26
3.1.5 流通股比率与投资效率	30
3.2 董事会特征与投资效率	33

3.2.1	董事会规模与投资效率	34
3.2.2	独立董事比例与投资效率	35
3.2.3	董事长与总经理两职兼任与投资效率	38
3.3	激励和投资效率	41
3.4	自由现金流与投资效率	43
3.5	外部审计与投资效率	44

第四章 研究框架、变量、模型与样本 46

4.1	研究框架	46
4.2	研究变量	47
4.2.1	因变量：公司投资效率 IE (Investment Efficiency)	47
4.2.2	自变量 (Independent Variables)	50
4.2.3	控制变量 (Control Variables)	51
4.3	样本选取	52
4.4	回归模型 (Regression Model)	52

第五章 实证过程与实证结果 54

5.1	因变量和自变量统计结果的描述	54
5.1.1	样本公司投资效率统计结果描述	54
5.1.2	样本公司董事会特征及激励类自变量的 统计分析	57
5.1.3	样本公司股权结构自变量的统计分析	61
5.1.4	其他自变量和控制变量的统计结果描述	64
5.2	各变量间的相关程度分析	67
5.3	多重共线性的判断分析	70
5.4	因变量对自变量的线性回归分析	72
5.4.1	无控制变量情况下的回归分析	72
5.4.2	加进控制变量后回归分析结果	73
5.4.3	董事会特征自变量同因变量间关联度的 WALD 检验	75

5.4.4	自变量取 2001 年年底数据情况下的回归分析	77
5.4.5	自变量取 2003 年年底数据情况下的回归分析	78
5.4.6	回归结果的汇总分析	80
5.4.7	研究结论和研究假设的验证情况	82
5.5	结论解析	83
第六章	应用建议	89
6.1	对监管部门	89
6.2	对上市公司	97
6.3	对投资者	99
第七章	研究的局限性	102
参考文献	104

第一章 研究介绍



1.1 研究的问题

公司治理是处理公司有关各方（股东、管理层、债权人、员工、供销商、社区、政府，但主要是股东与管理层）之间关系的一整套制度性安排，它主要规定了公司各相关利益主体之间的责权利划分，以及采取什么样的手段来实现相互间的制衡。公司治理是企业创造财富的基础和保障，也是整个企业运作的基本框架，对公司的中长期发展具有特别重要的意义。公司治理问题近年来日益受到人们的重视，已



经形成了一个全球性的公司治理改革运动。

公司治理的终极目标，是通过提高长期投资效率实现公司价值的最大化。

以新古典经济学 (New Classical Theory of Economics) 为基础的投资理论认为 (Modigliani and Miller, 1958)，在公司价值最大化目标下，边际收益与边际资本成本的比较决定了公司的最优投资规模。无论资金来源如何，公司的资本成本都是相同的，投资决策与融资决策无关，因此，在扣除了公司风险差异后，所有公司投资收益必然是相等的。

然而，投资理论是建立在若干假设之上的，实证研究结果却表明，公司之间的投资收益并不完全相同，而且有时甚至低于资本成本，降低了公司价值。Jensen (1993) 分析了 1 431 家美国上市公司的投资行为及其未来价值，发现其中许多公司存在过度投资的现象，有一半的公司 (包括许多知名公司，如 GM、IBM 等) 投资活动损害了价值。Jensen (1993) 认为，过度投资是公司内部控制系统 (公司治理结构) 失效、不能有效约束管理层所导致的。按照代理理论 (Jensen, 1986; Jensen, 1993) 的观点，管理层的投资行为并不是以提高公司价值为目标，管理层的代理行为会降低公司价值。

虽然 Jensen (1993) 得出了公司治理结构系统失效的结论，但是他并没有回答一个更为重要的问题：为什么不同的公司投资效率存在差异？或者说，在什么样的组织环境中，公司更有可能因为过度 (有效) 投资而损害 (提高) 价值呢？因此，研究公司治理结构差异对公司投资效率的影响是 Jensen (1993) 的必然延伸。

中国的国有企业改革大致经历了扩大经营自主权、经营承包责任制、国有企业转换经营机制、企业股份制改造和企业境内外上市等过程。伴随着经济体制改革的进程，人们对公司治理的认识也在不断深化。包括完善法人治理结构在内的现代企业制度问题的提出，是中国经济体制改革 (包括国有企业改革、投融资体制改革和资本市场改革等综合改革) 的必然产物。从 1999 年《证券法》的颁布实施到 2001 年《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》和 2002 年《上市公司治理准则》的出台，中国一刻都没有停止完善治理结构的步伐。经过不懈努力，中国上市公司治理结构初见体系。既然 Jensen

(1993) 得出了美国公司治理结构系统失效的结论，一个自然而然的问题是：中国上市公司的治理结构是否也存在问题？中国公司的治理结构同投资效率间的关系如何？如果要提高中国上市公司的投资效率，如何把握公司治理结构建设的基本方向？

1.2 研究目标和内容

本书将借助 Jensen (1993) 的基本模型计算 1999~2003 年中国上市公司的长期资本投资及其所创造的价值增量，并分析中国上市公司治理结构各个主要构成要素特征对投资效率的影响。

1.3 研究意义

在中国经济体制向市场经济转型过程中，建立现代企业制度已经成为中国国有企业改革的目标选择，中国企业的治理要实现从“行政治理型”到“经济治理型”的制度转型，建立起真正体现市场经济内涵的现代企业制度。对公司治理的认识缘于把建立现代企业制度作为国有企业改革目标的最终确定，而关于现代企业制度的内涵，大多数观点认为与现代公司治理含义相同（李维安、武立东，2004）。当前，健全法人治理结构已经被视作建立现代企业制度的核心，并成为深化国有企业改革的一项重要任务，从而使公司治理的理论和实践问题成为理论界和企业界共同关注的焦点。

国内资本证券市场的发展进一步增强了治理机制问题研究的必要性。作为公众公司，由于涉及众多股民的切身利益，上市公司内部制衡、激励机制的建立过程及其对证券市场股价的影响更吸引公众的关注。截止到 2004 年 6 月，中国的沪深两市已经有 1 400 多家上市公司，流通市值已经达到数万亿元人民币。中国证券市场的建设速度不可谓不快，但问题也不可谓不多，在公司治理方面尤其突出，特别是国有资产出资人不到位、内部人控制的一股独大、控股股东损害上市





公司及其他公司利益、董事未能履行诚信义务、不勤勉尽责的现象非常普遍。近年来出现的猴王事件、三九事件、银广夏事件等，都是这些问题的典型体现。2001年以来，随着中国经济体制改革进程的加快和加入WTO对中国市场经济建设进程的推动，中国证监会在规范公司治理方面也加快了与国际接轨的步伐，出台了一系列公司治理规则，对上市公司治理提出了全面要求。

本书的研究，对完善和深化国有企业改革有重要意义，也将为证券部门的政策出台提供理论支持，为中国上市公司治理结构建设把握方向。

1.4 研究界定

治理结构

完整的公司治理体系由内部治理和外部治理两部分构成，并用市场和产权两条主线连在一起。

内部治理是股东及其他参与者利用公司内部的机构和程序参与公司治理的一系列法律制度安排。它由股东大会、董事会、经理层三大机构之间的权利、责任及制衡关系组成，其基本关系是股东通过股东大会决定公司的重大事宜，选举董事会成员，由董事会进行公司的战略管理，聘任和解聘经理，日常管理则交给经理层负责，并由董事会进行监督、考核与激励。在权责关系上，董事会对股东负责、经理层对董事会负责。内部治理主要按照产权主线展开，将股东看作是公司的所有者或委托人。

外部治理是市场对公司的治理机制。包括产品市场、资本市场、经理市场和劳动力市场，每一个市场都是企业不同参与者行使对企业治理权利的场所，其中，消费者主要利用产品市场，债权人和股东主要利用资本市场，员工主要利用劳动力市场。在发达的产品市场、股票市场、借贷市场、经理市场上，当企业经营不善时，产品市场会对企业产品在市场上的表现迅速做出反应，并直接影响到企业的财务状

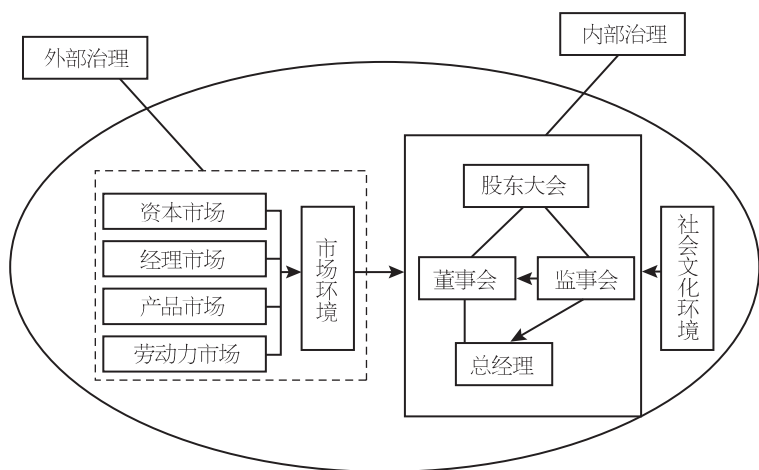


图 1-1

在上图所示的公司治理体系中，在产权基础上所形成的股东大会、董事会、经理层三者之间的责权利关系，构成公司治理的基本框架，也是公司内部组织架构的顶尖部分。而由产品市场、资本市场、劳动力市场和经理市场组成的市场体系，是公司及其内部治理结构存在的外部环境，这些市场的有效性影响乃至左右着公司的行为，当然也影响内部治理结构的运转（本书所谓的“治理结构”主要指内部治理结构）。

投资效率

在经济项目评价中，投资效率专指某一投资项目所获得的净现值



NPV (Net Present Value), 或者是在 NPV 基础上计算的内涵报酬率 IRR (Internal Return Rate)。股东购买了某企业的股票就等于选择了这家企业作为“投资项目”，企业也可将自身视作一段期间内所有内部投资项目的集合体。对股东来讲，某时段的投资效率就等于时段末点的股票市值加上时段内获得的股利，再减掉始点的股票市值。从企业角度来看，投资效率就等于一段时间内所有内部投资项目的 NPV 之和。

投资效率的计量有多种形式。本书采用 Jensen (1993) 与 Fama 和 French (1999) 的投资效率计量模型，这两个计量模型的建立比较科学、全面。

1.5 研究步骤

本书的研究步骤如图 1-2 所示。

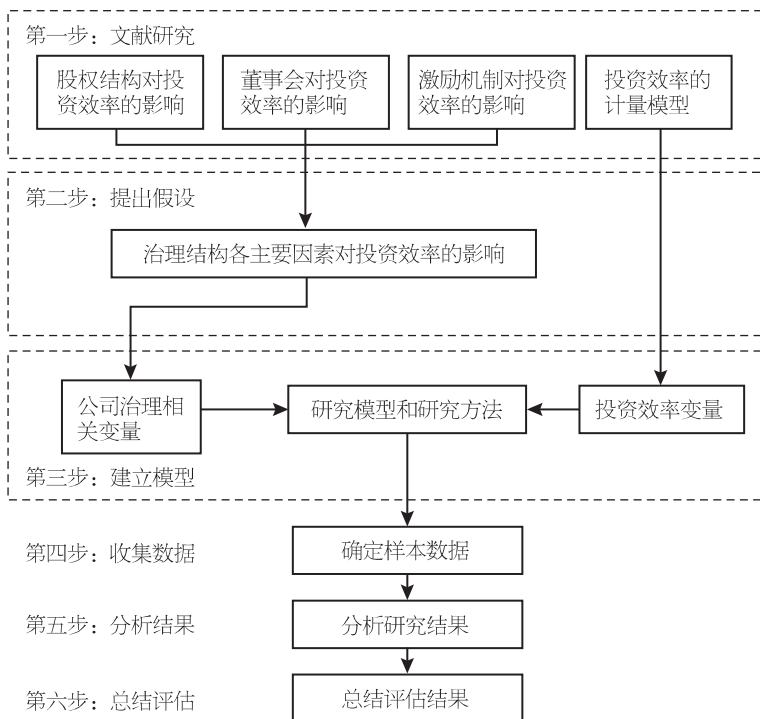


图 1-2

第二章 文献回顾和论文创新



公司治理结构同公司绩效（公司价值、公司投资效率）的研究是 20 世纪 90 年代以来财务学领域的一个热点问题。从国内外的研究状况来看，大多是从公司治理结构的某个侧面入手，研究公司治理结构的某些因素例如股权结构、两职兼任、董事会的构成等与企业业绩的联系。

2.1 股权结构与投资效率关系研究

Morck、Shleifer 和 Vishny（1987）选择了排名在“财富 500”



(Fortune 500) 之内的 371 家企业，以它们 1980 年的数据为样本，研究了公司价值增量 (Tobin Q) 同管理层持股比例间的关系。在以研发支出占总资产比重、广告支出占总资产比重、行业哑变量为控制变量的情况下，实证分析的结果表明：当管理层持股比例在 0~5% 之间时，Tobin Q 同管理层持股比例显著正相关；当管理层持股比例在 5%~25% 之间时，Tobin Q 同管理层持股比例显著负相关；当管理层持股比例超过 25% 时，Tobin Q 又同管理层持股比例显著正相关；但对这一结果，Morck、Shleifer 和 Vishny (1987) 并没有给出解释。

McConnell 和 Servaes (1990) 研究了管理层持股比例、机构持股比例和关键股东持股比例同公司绩效 (用 Tobin Q 计量) 之间的关系。文中首先提出了假设：管理层持股比例同 Tobin Q 呈“倒 U 形”关系。基于的理由如下：随着管理层持股比例的升高，管理层利益与股东趋向一致，代理成本会减少，因此公司 Tobin Q 上升；但当管理层持股比例达到一定限额后，证券市场特有的接管机制作用对公司的影响会减少，管理层因为经营不良而被撤换的难度在加大，因此，Tobin Q 又会下降。机构持股者持股比例和关键持股者持股比例同公司绩效也应该呈“倒 U 形”，这是因为随着这两类股东持股比例的上升，股权结构趋于集中，小股东“搭便车”的负面效应会减少。但当两类股东持股比例超过一定限额后，又会利用自己的优势控股地位损害其他股东利益，因此，公司 Tobin Q 又会下降。

文章用 1976 年 1 173 家公司样本、1986 年 1 093 家样本就上述假设进行了验证。实证结果表明：管理层持股比例同 Tobin Q 确实呈“倒 U 形”关系，“倒 U 形”曲线的拐点在持股比例的 40%~50% 之间。机构投资者持股比例同 Tobin Q 也呈“倒 U 形”关系，关键股东持股比例同 Tobin Q 的关系不显著。在以上研究基础上，文章又加入了诸如财务杠杆之类的控制变量，结论是一样的。文章还指出，尽管文中管理层持股比例同 Tobin Q 关系的结论同 Morck 等人 (1987) 的结论有类似之处，但在拐点的分布区间上及曲线形状上，两文章的分歧较大。

Morck、Nakamura 和 Shivdasani (2000) 研究了日本公司中“主办银行”持股比例同公司绩效 (用 Tobin Q 来计量) 之间的关系。日



本公司一般都有主办银行，即主要为其提供贷款的银行，而主办银行也一般持有公司的股权。主办银行对公司的经营和财务决策都会产生重要影响。

通过实证研究，文章指出，当主办银行持有公司的股份处于较低的范围时，随着持股比例的增长，公司的 Tobin Q 在下降；当持股比例上升到一定幅度后，持股比例与 Tobin Q 呈现出显著的正相关关系。文章还研究了主办银行持股对公司投资决策的影响，研究表明：主办银行持股比例越高，公司的投资支出就越大，但是，样本公司也呈现出投资支出越大，Tobin Q 就越低的趋势，尤其在一些主办银行高持股比例的公司，投资支出与 Tobin Q 的负相关关系就越明显。文章对此的解释是：主办银行持股比例越高，获得银行贷款的能力就越强，实施“边缘投资”（收益率不高的投资）的机会可能就会越多，结果导致 Tobin Q 下降。文章还对日本公司管理层持股比例同公司价值的关系进行了实证分析，同美国公司不同的是，日本公司两者的关系不是通常认为的复杂的非线性的，而是简单的正相关关系。文章指出，这可能是和日本公司的决策控制主要来自于债权人有关。文章还考察了公司型投资者持股比例同日本公司 Tobin Q 的关系，研究发现，两者是正相关的。

Holderness (2001) 认为，股权结构对企业价值影响显著的结论证据甚少，影响公司价值的因素非常复杂，现有的研究文献低估了这种复杂性，因此得到的一些结论也是不全面的。公司价值固然可能和关键股东持股比例等股权结构变量有一定关系，但是，公司所处的竞争环境、法律环境、无形资产（例如专利）拥有情况等，都有可能对公司价值形成影响，而且这些影响可能远远大于股权结构变量。

Gugler、Mueller 和 Yurtoglu (2001) 从 61 个国家中选择了 19 000 家公司作为样本，分析公司治理结构对投资效率的影响，研究发现公司治理结构薄弱的公司，分散型的持股方式更有利于公司获取较高的投资报酬率；而公司治理完善的公司，股权较为集中才有利于价值创造。研究还表明金字塔式的控股结构、交叉持股均对公司投资效率有负面影响。

Hartzell、Sun 和 Titman (2004) 研究了在不同的治理结构下，



投资的数量和频度——即投资强度和面临投资机会之间的关系。研究发现，当机构投资者的持股比例较高时，投资强度和投资机会的正向相关关系更强，即在投资机会较多的经济环境下更倾向于多投资，机构投资者能够起到引导企业正确进行投资决策的作用。

孙永祥、黄祖辉（1999）对不同股权结构对四种治理机制——经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制发挥作用的影响作了理论分析，得出这样一个假说：即与股权高度集中和高度分散的结构相比，有一定集中度、有相对控股股东并且有其他大股东存在的股权结构的公司绩效也趋于最大，因为拥有这一特征的公司最有利于以上四种公司治理机制作用的发挥。文章选择了1998年12月31日在上海证券交易所与深圳证券交易所上市的503家A股上市公司作为样本，对不同股权结构与公司购并及代理权变更的情况进行了实证分析，发现随着第一大股东所占公司股权比例的增加，购并发生的次数减少。文章还研究了第一大股东持股比例与Tobin Q的关系，结论是随着公司第一大股东占有公司股权比例的增加，Tobin Q先是增加，至该比例达到50%左右，Tobin Q开始下降。这一结论与McConnel, Servaes（1990）的结果基本相符。

朱武祥、张帆（2001）选择了216家上市公司，研究流通A股占总股本比例、第一大股东持股比例同公司绩效（总资产息税前收益率，Ebit/Assests）的相互关系。研究结果表明：其一，第一大股东持股比例高低对企业上市后经营业绩的差异影响不显著。这表明在市场竞争日益激烈的环境中，第一大股东对上市公司经营能力和业绩改善的贡献递减、利用关联交易制造账面利润的空间和能力下降。其二，流通股A股比例高低对企业上市后经营业绩差异影响不显著。因为上市公司流通股比例一般低于50%，在短期理念和投机行为占主导地位的环境下，股票价格与公司持续经营的内在价值相关性差。流通股市场并没有形成对上市公司经营质量的评价环境，也没有对上市公司产生改善经营的压力。

周业安（1999）从1997年在册的745家上市公司中随机抽取160个样本，分别研究A股、B股、H股、国有股、法人股、其他股比例与净资产收益率之间的关系。结果表明：国有股、法人股均对净资产