

# 公司治理与企业绩效<sup>\*</sup>

——基于中国经验的社会学分析

杨 典

**摘 要：**基于 676 家上市公司 1997—2007 年间的面板数据及对上市公司高管、独立董事、基金经理和证券分析师等的深度访谈资料，分析公司治理和企业绩效之间的关系，揭示在中国制度背景下与代理理论的预测颇为不同的公司治理与企业绩效的关系模式。而所谓“最佳”公司治理做法是在特定社会、政治、文化等制度环境下各种复杂社会力量和利益群体进行“建构”的结果，其作用的发挥很大程度上取决于是否契合所在的制度环境，并不存在普适的“最佳”公司治理模式。基于中国经验的社会学实证研究，为解构这一世界性公司治理迷思提供了新视角和证据。

**关键词：**公司治理 企业绩效 新制度主义 代理理论 产权理论

作者杨典，中国社会科学院社会学研究所副研究员（北京 100732）。

公司治理与企业绩效之间的关系一直是学者、企业管理者和政府监管者颇为关注的问题，尤其在 1997 年亚洲金融危机、2001 年美国一系列公司丑闻及 2008 年全球金融危机之后，更成为多方关注的焦点。虽然各方对“好的公司治理对企业绩效的提升乃至整个社会的发展都有促进作用”这样的观点基本达成共识，<sup>①</sup> 但究竟何谓“好的公司治理”依然存在争议。在经济学家特别是秉持代理理论观点的经济学家看来，所谓“好”的公司治理做法，是那些能够最大限度地减少代理成本并有助于实现股东价值最大化的做法，即美式股东导向型公司治理模式（the American shareholder-oriented corporate governance）。他们还具体列出包括委任更多外部独立

\* 本研究得到哈佛大学费正清中国研究中心 Shum 奖学金及中国社会科学院青年科研启动基金的支持。英文初稿曾于麻省理工学院斯隆商学院—哈佛经济社会学论坛上宣读，与会者提供了中肯建议。李培林研究员、张翼研究员、《中国社会科学》编辑部及匿名评审人为本文的修改提供了宝贵建议。谨致谢忱。

① 如白重恩等：《中国上市公司治理结构的实证研究》，《经济研究》2005 年第 2 期。

董事、分设 CEO (Chief Executive Officer, 首席执行官) 和董事长职位、增加机构投资者持股份额等一系列所谓“最佳”公司治理做法, 认为这些做法在强化董事会权力与独立性、增强 CEO 责任感、降低代理成本继而实现企业绩效提升等方面, 是放之四海而皆准的普适准则。与此相反, 社会学新制度主义理论则认为没有普适的公司治理做法, 所谓“最佳”公司治理做法是一种社会建构, 其能否真的发挥作用在很大程度上取决于是否契合所在的制度环境。特别是那些跨文化、移植自西方的所谓“最佳”治理做法 (比如独立董事制度) 往往脱离所在国实际情况, 在采用后不但对企业绩效的提高可能起不到什么积极作用, 还可能导致一些意外负面后果, 在某些情况下甚至对公司绩效造成伤害。同时, 许多被代理理论判定为“坏”的公司治理做法, 例如国家持股, 反而可能有助于企业绩效的提升, 因为在争夺稀缺资源和市场地位的激烈竞争中, 国家能为企业提供强大支持, 这对生存于瞬息万变、处于赶超阶段的后发国家中的企业来说尤其重要。

我国的企业改制和公司治理改革 (尤其是上市公司的公司治理改革) 在很大程度上受到代理理论和美式股东导向型公司治理模式的影响。然而, 上市公司在采用了这些“最佳”公司治理做法之后是否真的实现了企业绩效的提升, 至今仍存有争议。具体而言, 机构投资者在提高上市公司绩效方面究竟发挥了怎样的作用? 股东导向型的董事会结构 (例如委任独立董事、分设 CEO 与董事长职位等) 是否真的对企业绩效尤其是企业的股市表现起到了促进作用? 此外, 目前我国上市公司中 70% 左右都是国有控股企业, 那么, 国有控股上市公司的绩效是否比非国有控股公司的绩效差? 随着过去十几年来国有企业产权多元化及董事会改革的大力推进, 国有控股上市公司在上市后与传统国有企业相比是否有了实质性转变? 我国的国有企业改革在多大程度上获得了成功?

基于中国 676 家上市公司 1997—2007 年间的面板数据及对上市公司高管、独立董事、公司律师、基金经理和证券分析师等进行深度访谈得来的定性数据资料, 本文从社会学角度分析公司治理和企业绩效之间的关系, 试图对以上问题做出回答。

## 一、公司治理和企业绩效：理论与假设

本文将集中研究公司治理的几个重要维度如产权、董事会结构等对上市公司绩效产生的影响。

### (一) 国家的作用：“掠夺之手”、“扶持之手”及代理成本

#### 1. 国家控股与企业绩效

国外学者对转型经济体中作为“委托人”的国家对企业的治理和绩效所能

起到的作用进行了研究。产权理论认为,国有企业的致命缺陷在于委托—代理问题。<sup>①</sup>由于存在信息不对称和激励不相容问题,当企业所有者无法亲自经营企业而只能选择将企业委托给管理者时,代理问题便随之出现:国有企业管理者在没有足够激励的情况下根本不会主动去最大限度地提升企业盈利能力。国有企业的另一严重问题则源自于国家的“掠夺之手”(grabbing hand)及政治干预。<sup>②</sup>这一问题在国家部分持股的现代大型企业也同样存在。凭借持股而享有的表决权和控制权,国家得以对企业管理施加干预。通过国家持股而获得企业控制权的政治家和官僚们会刻意将企业资源转移给政治支持者。而这些偏向性行为通常以牺牲企业的盈利能力为代价。因此代理理论经济学家认为,国有制是市场经济顺利运转的绊脚石,因为它不可避免地导致寻租、贪污及其他形式的腐败等破坏市场约束的行为,而市场约束是市场经济得以高效运作的最可靠保证。

相比之下,新制度主义理论和发展型国家理论则认为,转型市场经济下的企业大多是工业化的后进者,在毫无帮助的情况下,它们将无法赶上世界先进企业的发展脚步。发展型国家理论进而认为,国家能够为企业“扶持之手”(helping hand),通过遏制恶性竞争、提供专业引导、资源调配及协助引入国外先进技术等方式来帮助本国企业赶超全球领先企业。<sup>③</sup>

理论上,几乎所有规模较大且公众持股的公司,不论政府是否为其股东之一,都具有所有权与管理权分离的特点。斯蒂格利茨认为,委托—代理问题的性质并不会因所有制(比如国有或私有)不同而不同。<sup>④</sup>在某些情况下,比如在国有股份集中而私有股份分散的情况下,国有控股上市公司的代理成本可能比私人控股上市公司的代理成本低,因为占主导地位的国有股东会比个人股东和少数股东在对公司高管进行监督和约束上更有能力、也更有动力。因此,存在委托—代理问题并不意味着在上市公司中国家持股就一定是低效或无益的。

我国国有控股上市公司为上述理论推理提供了有力证据。与传统国企不同,国有控股上市公司不再完全归国家所有,而是一种混合所有制结构,大多数情况下为国家、国内私人股东和外资股东三方共同所有。在作为本文研究样本的676家上市公司中(1997—2007),国有股占公司总股份的41%,而可流通股(大部分为国内

① J. D. Sachs, "Privatization in Russia: Some Lessons from Eastern Europe," *The American Economic Review*, vol. 82, no. 2, 1992, pp. 43-48.

② A. Shleifer and R. Vishny, *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1998.

③ P. Evans, *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*, Princeton: Princeton University Press, 1995.

④ J. Stiglitz, "The Theory of Socialism and the Power of Economic Ideas," in J. Stiglitz, ed., *Whither Socialism?* Cambridge, MA: The MIT Press, 1994, pp. 1-44.

私人股东，如个人和机构投资者所持有）和外资股分别占公司总股份的 43% 和 16%，可以说是一种国有和非国有持股比例相当均衡的所有制结构。

几乎所有认为国家持股不利于企业发展的论证都是基于对单一所有制企业（例如有独资企业和全资民营企业）的考察。百分之百的国有制很可能确实不利于企业发展，但如果国家只是作为包括了国内私人股东和外资股东的众多股东中的一员时，又该有怎样的答案呢？继李培林和顾道格等学者的研究之后，笔者认为应该把产权视为一种呈连续变化的连续统，而不是对立的两个类别。<sup>①</sup> 把产权看作呈连续变化的连续统有诸多优势：首先，可将差异程度更加细微的“产权”问题纳入考察范围，而这在完全对立的“国有一私有”传统视角中，是难以观测到的。更重要的是，大部分上市公司都由国家、国内私人股东和外资股东三方共同持有，因此，简单地把企业划分为国有或私有是武断的。其次，视产权为一个连续统的观点也有助于我们对企业各方投资者的相对力量进行评估和对比。

在当今产权多元化的新制度背景下，不同类型的股东共同影响着企业行为。尽管在不少上市公司中国家是占主导地位的最大股东，但其他私人 and 外资股东同样对该企业有着相当的影响力，甚至力量最为微弱的个人股东也可能对国有股东或国有控股企业的公司高管施加一定程度的监督和制约。在笔者进行田野调查期间，SH 股份有限公司——中国能源领域一家央企控股上市公司——的一位投资者关系经理告诉笔者，该公司在北京召开 2008 年度全体股东大会时，没敢在大会会场提供热咖啡或开水等热饮，因为他们非常担心会议过程中那些愤怒不满的个人投资者会因该公司当年糟糕的股市表现而将手中的热咖啡或开水泼向公司总经理和董事长（公司高管访谈 E03）。客观上，SH 公司股价的大幅下跌，主要受 2008 年中国股市整体暴跌的影响，而非该公司高管人员的管理不力造成的。但蒙受了巨大经济损失的个人投资者依然会迁怒于企业本身及公司高管。该投资者关系经理进一步告诉笔者，整个 2008 年，众多个人投资者不仅抱怨与投诉电话不断，更有人对投资者关系经理和公司高管发出死亡威胁，要求 SH 公司赔偿其经济损失。SH 公司的例子很好地说明了产权多元化和公开上市在塑造国有控股企业公司治理和企业绩效方面可能起到的作用——即使对那些规模最大、最有权势也最僵化保守的央企巨头来说，非国有股东（即使是力量最为薄弱的个人股东）也能对其高管人员起到一定程度的约束和监督作用。因此，产权多元化和公开上市带来的不同股东之间的监督与制衡机制使得国有控股上市公司的代理成本大大降低。

① 李培林：《村落的终结——羊城村的故事》，北京：商务印书馆，2004 年；D. Guthrie, Z. X. Xiao and J. M. Wang, “Aligning the Interests of Multiple Principals: Ownership Concentration and Profitability in China’s Publicly-Traded Firms,” Working Paper, New York University, Stern School, 2007.

那么,在原国有企业实现产权多元化和公开上市后,国家攫取资源是否有所减弱?国家“扶持之手”的力量是否得以增强?通过田野调查,笔者感到这两种作用在企业上市后依然在各个企业中普遍存在,但总的作用模式随着过去十几年来我国经济的快速增长及各级政府日益强大的财政实力发生了很大转变:政府在国企发展中开始愈来愈多地发挥了其“扶持之手”的作用。尤其自 1998 年以来,房地产业的蓬勃发展和土地经营开发热潮,给各级政府(尤其是地方政府)提供了强大收入来源,<sup>①</sup>从而大大减轻了国家从国企攫取资源的意愿和动机。与此同时,随着 1990 年代末“抓大放小”政策的出台,中央及各级地方政府需要监管和扶持的国企数量开始大幅减少。因此,在可利用的经济资源越来越多而需要扶持的国企越来越少的情况下,各级政府都有意愿也有能力去为国有控股上市公司提供帮助和指导,并且通常都以打造全国性或地方龙头企业(也称“国家队”或“地方队”)为目标,进而推动全国或地方整体经济实力的提高。

与国有控股股东过去十几年来越来越多使用“扶持之手”形成鲜明对照的是,私人控股股东的“掠夺之手”却因民营企业信贷市场的紧张及我国上市公司特有的“母子公司”结构而愈演愈烈——大多数上市公司(子公司)都是由母公司(企业集团或单个大型企业)剥离、分拆而来并直接受控于母公司。在这种特殊制度环境下,私人控股股东会比国有控股股东更可能对上市公司实施各种“攫取”行为:第一,私人控股股东通常更难从银行获得贷款,因此通过侵占下属上市子公司来谋取企业发展资金便成为一条重要途径;第二,由于私人控股上市公司的创办者/管理者在该上市公司的控股股东中(大多数为非上市公司)通常持有较高比例的股份,因此他们通过侵占下属上市公司资金获得的个人利益,要比国有控股企业的管理者通过侵占得到的更多。因此,尽管国家和私人控股股东都会对上市子公司进行资源“攫取”,但国有控股股东的攫取程度要比私人控股股东更低,同时给予上市公司的扶持和帮助比私人控股股东更多,这就使得国有控股公司拥有比私人控股公司更好的业绩成为可能。

近年来对国有控股公司内部管理流程的实证研究也为国家持股的正面作用提供了有力支持。如今的国有企业已经逐渐成为以市场为导向的“强力发动机”,谭劲松等详细描绘了国有控股上市公司中日益增强的经营智慧和信心满载的企业精神。<sup>②</sup>笔者对样本公司所做的初步数据分析表明,国有控股公司在 1997—2007 年间无论在企业盈利能力还是股票市场收益方面,都比私人控股企业有更好表现。

国有控股上市公司代理成本的降低,及政府攫取行为的减少和扶持的增加,表

① 周飞舟:《生财有道:土地开发和转让中的政府和农民》,《社会学研究》2007 年第 1 期。

② J. Tan and D. Tan, “Environment-Strategy Co-Evolution and Co-Alignment: A Staged Model of Chinese SOEs under Transition,” *Strategic Management Journal*, vol. 26, no. 2, 2005, pp. 141-157.

明在产权多元化、董事会改革及资本市场对上市公司约束作用日益增强的新的时代背景下,国家控股从整体上看能够对公司绩效的提高起到积极促进作用。因此,提出假设1:国有控股上市公司的绩效整体上优于非国有控股上市公司。

## 2. 国有股比例与企业绩效之间的非线性关系

尽管国家控股对企业绩效来说是一个有利因素,但一些研究表明国有股比例与企业绩效之间的关系却并非简单线性正相关关系。<sup>①</sup>前文已提到,国家持股对企业绩效的净影响取决于三方面因素,即政治干预的成本,政府优待(扶持之手)带来的好处以及委托代理成本。当政治干预成本和代理成本的总和超过政府扶持带来的好处时,国家持股的净影响为负值;反之,国家持股的净影响为正值。政治干预、代理成本和政府扶持的相对利弊大小会随国有股比例的不同而有所不同。当国有股比例适中且不超过一定临界点时,国家会不断为企业提供支持提高企业价值,来自国家的各种攫取行为也会在到达该持股临界点之后停止继续增加。与此同时,代理成本因产权多元化带来的监督机制与权力制衡而得到降低。国家“扶持之手”的增强,“掠夺之手”的减弱再加上代理成本的降低,表明企业绩效会在持股临界点之下随国有股比例的增加而增加;但当国有股比例达到非常高的水平之后,国家扶持的力度会停止继续增强,同时政治干预的强度也就此停止增加,而代理成本却会由于对企业管理人员缺乏有效监督和制约而大幅增长,这意味着,当国有股比例大到超过一定临界点时,企业绩效会有所降低。最极端的例子便是国有独资企业,它们往往面临最大程度的政府干预,也享受最大限度的政府支持,但国家持股对企业绩效的净影响却因极端高昂的代理成本而降到低水平。

总之,国有股比例会在一定临界点之内对企业绩效起积极作用,而且这种积极作用会随国有股比例的增加而增强;但当国有股比例超过该临界点之后,国家持股对企业绩效的积极影响便会逐渐减弱直至成为负值。即国有股比例与企业绩效之间呈现的应是一种倒U型关系。基于此,提出假设2:国有股比例与上市公司绩效之间呈倒U型关系。

## 3. 公司行政级别与企业绩效

很多学者论述了计划经济下的产业行政级别在塑造中国经济改革道路中起到的关键作用。顾道格发现,受某一政府部门控制的企业数量与企业绩效之间呈负相关关系,因为企业面临的不确定性会随政府管辖范围的增加而增加,企业绩效也会随之降低。他认为这一现象与政府的监管能力密切相关:由于较高层级政府所承担的行政压力更大、所要监管的企业更多,这些部门的政府官员缺乏足够的时间、精力和资源对其管辖下的、在快速经济转型中步履维艰的国企进行指导和帮助。因此在他看来,行政级别较高的国有企业比行政级别较低的企业绩效差得多,是源于较高

<sup>①</sup> 如孙永祥、黄祖辉:《上市公司的股权结构与绩效》,《经济研究》1999年第12期。

层级政府有限的行政指导能力而并非所有制的类型。<sup>①</sup>

相对于上述解释,我们可以用三个因素更清楚地解释为什么行政级别较低的企业比行政级别较高的企业拥有更好业绩:行政级别较低的企业受到了较低级别政府更有力的监督与帮助;行政级别较低的企业面临更为紧张的预算约束,有助于调动企业管理者和员工的积极性,同时也使得生产与销售体系更加灵活;行政级别较低的企业各种社会负担较低,特别是对于那些员工福利及冗员都很少的乡镇企业来说更是如此。

顾道格的结论对1980年代和90年代初的国有企业和地方政府来说也许是适用的,但中国的政府部门、国有企业、乡镇企业及总的市场状况从1990年代末至今已发生巨大变化。<sup>②</sup>较低级别政府控制下的企业曾享有的三个有利因素也逐渐消失:随着“抓大放小”政策的实施,较高层级政府需要监管的企业数量已大幅减少,加之2003年以后国务院及各级地方国资委的相继成立,政府对国企的监管能力已较以往有了很大提升。同时,随着产权多元化、公开上市及《公司法》(1994)和一系列有关企业破产的法律法规的颁布实施,以往在行政级别较高企业中普遍存在的软预算约束问题也在很大程度上得到缓解,这些企业在生产与销售过程中也随之具有了与行政级别较低企业大致相当的积极性和灵活性。此外,行政级别较高企业曾承受的过重社会负担也随着十几年来一系列社会保障和劳动力市场的改革和完善而大幅减轻。<sup>③</sup>

自1990年代末尤其是2001年中国加入WTO以来,我国企业面临的市场竞争日益激烈。在市场竞争激烈和产业整合加剧的新时代,企业成功的秘密已不再仅仅是企业的积极性和灵活性,更重要的是企业的规模、技术、品牌、管理及资本实力等要素,因此,行政级别较高的企业往往更具有优势。此外,由于较高层级政府拥有的政治和经济资源更为丰富,这些政府控制下的企业自然就更容易获取关键资源并赢得更多更优惠的政策待遇,这对于在目前极具竞争性的市场环境中谋求生存和发展的企业来说至关重要。

笔者对样本公司财务数据的初步分析显示,行政级别较高公司的绩效水平比非国有控股公司及行政级别较低公司明显要高出很多。<sup>④</sup>这些行政级别较高的国有大企业已逐渐成为中国经济的强力推进器和发动机,而非人们曾认为的那样,是长期亏损、奄奄一息的。基于理论分析及初步经验证据,提出假设3:企业行政级别越高,其业绩表现越好。

① D. Guthrie, "Between Markets and Politics: Organizational Responses to Reform in China," *American Journal of Sociology*, vol. 102, no. 5, 1997, pp. 1258-1304.

② 周雪光:《“逆向软预算约束”:一个政府行为的组织分析》,《中国社会科学》2005年第2期;渠敬东、周飞舟、应星:《从总体支配到技术治理——基于中国30年改革经验的社会学分析》,《中国社会科学》2009年第6期。

③ 李培林、张翼:《国有企业社会成本分析》,北京:社会科学文献出版社,2007年。

④ 按照有关政策规定,上市公司是没有行政级别的,但由于国有控股上市公司均隶属于

## (二) 机构投资者持股对企业绩效的影响

有关机构投资者能否在公司治理和提高企业绩效上发挥积极作用, 还存有争议。一些学者认为, 由于监督成本高昂, 只有类似机构投资者这样的大股东才能从监督企业中得到足够的利益回报, 因此, 机构投资者在公司治理上能够起到积极作用。<sup>①</sup>然而, 也有一些学者认为机构投资者不但缺乏必要的专业技能, 而且容易受“搭便车”问题困扰, 根本没有动力、也没有能力对企业管理者进行有效监督。还有学者指出, 机构投资者的积极监管对企业绩效提高所起的作用几乎可以忽略不计, 因为机构投资者考虑到自身担负的快速盈利责任, 只会选择那些财务状况本来就很好的公司进行投资, 因此其在公司治理和企业绩效提高方面根本起不到较好的积极作用。

1998 年以来, 我国机构投资者所持股份开始不断增多, 逐渐成为资本市场上一支重要力量。<sup>②</sup>然而, 机构投资者是否积极参与、改善了上市公司的公司治理依然是个未解决的问题。与美国机构投资者在每家上市公司中的平均持股比例超过 80% 相比, 我国机构投资者至 2007 年在每家上市公司中的平均持股比例仍然只有 10% 左右, 说明作为一个群体, 机构投资者的力量依然较弱, 特别是与那些平均持股比例超过总股份 42% 的控股股东相比更是如此。一些媒体报道称我国机构投资者更重视短期、快速利润, 只对财务状况良好的公司进行投资, 一般不参与、也不重视所投资企业的公司治理状况。也有一些报道指出机构投资者在改善上市公司治理方面发挥了一定积极作用。

笔者在田野调查中听到机构投资者在提高企业绩效方面所起作用之相互冲突的观点。一方面, 由于机构投资者相对于控股股东的小股东地位, 加之 2005 年前上市公司的多数股份都为非流通股, 通常由控股股东任命且没有股权或期权的上市公司高管, 一般不会对公司的股价涨跌或机构投资者的行为特别关注。另外, 就证券分析师与上市公司高管的关系看, 中国证券分析师不像美国同行那样拥有较高的影响力, 相反, 为争取公司高管对自己的支持、在异常激烈的证券分析师排名竞争中获

各级政府, 为表述方便及与顾道格等学者进行对话, 本文仍采用“公司行政级别”指代不同层级政府控制下的国有控股上市公司。

① 如 M. Smith, “Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS,” *The Journal of Finance*, vol. 51, no. 1, 1996, pp. 227-252.

② 直至 1998 年我国资本市场才出现真正意义上的“机构投资者”(institutional investors), 在此之前我国还没有自己的投资基金行业。需要注意的是, 大多数中国上市公司研究者都把机构投资者持股等同于法人股(legal person shares), 在研究机构投资者持股与企业绩效关系时, 这种分类方法有一定的误导性。与机构投资者持股不同, 法人股指的是由企业、企业集团及其他非营利性组织所持有的公司股份, 而机构投资者持股指的是由养老基金、保险基金、共同基金等各种专业证券投资机构所持有的股份。



胜，他们会不遗余力地获取公司高管所掌握的公司内部信息，这些内部信息可以帮助其在每周、每月或每年的证券分析师排名中凭借更加准确的财务预测击败对手（公司高管访谈 E04；证券分析师访谈 S03）。但从另一方面看，各种上市公司即便是那些规模最大的央企巨头，也无法逃脱全球通行的投资者关系准则，必须承受来自机构投资者和资本市场的压力。例如，上述央企上市公司的投资者关系经理告诉笔者，为加强资本市场对其公司的了解、提升公司股价，他们会定期邀请证券分析师和基金经理到公司一起讨论与企业绩效和公司战略密切相关的问题。除面对面的定期会议，基金经理或证券分析师有任何疑问或问题，也可以随时与投资者关系经理及其他公司高管电话联系。同时，为了让资本市场更好地理解公司的业务运作和绩效情况，他们甚至邀请证券分析师和基金经理到距离公司总部数千公里之外的生产基地进行实地考察，并按照国际通行的命名方式，将这样的做法称做“反向路演”（公司高管访谈 E04）。此外，为促进同行间交流，探讨如何更好地与机构投资者打交道及如何应对资本市场的各种风云变化，一些央企控股公司的投资者关系经理们还会定期举行正式会谈及各种形式的非正式聚会，以分享彼此在处理投资者关系方面的经验和智慧（公司高管访谈 E03）。

与实力强大的央企相比，中小上市公司承受的来自机构投资者和资本市场的监督和约束力量更大。几位证券分析师和基金经理都谈到，他们去中小企业参观访问时能够直接与公司 CEO 或董事长面谈并受到隆重款待，但如果访问的是实力强大的央企，则很难见到 CEO 或董事长，接待他们的往往仅限于投资者关系经理或财务总监（证券分析师访谈 S04，S05；基金经理访谈 M01，M02）。由于资本市场中大部分都为中小型公司，笔者认为机构投资者总的来说对公司绩效是能够起到积极作用的。由此，提出假设 4：机构投资者持股比例越高，上市公司的绩效越好。

### （三）CEO 兼任董事长对企业绩效的影响

董事会领导结构（CEO 是否兼任董事长）与企业绩效情况密切相关。然而，不同理论对 CEO 兼任董事长对企业绩效到底产生何种影响有不同看法。代理理论认为，CEO 兼任董事长不仅会降低董事会在监督公司高管方面的执行能力，还会将董事会置于相对弱势（较之于 CEO）的地位，<sup>①</sup> 因此这一理论的支持者认为分设 CEO 和董事长职位有助于提高企业绩效。然而，大量经验证据并未对这一观点提供足够的支持。<sup>②</sup> CEO 兼任董事长的支持者则认为，指挥的统一性才是实现高效管理

① J. W. Lorsch and E. MacIver, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, MA: Harvard Business School Press, 1989.

② M. Peng, S. J. Zhang and X. C. Li, "CEO Duality and Firm Performance during China's Institutional Transitions," *Management and Organization Review*, vol. 3, no. 2, 2007,

的关键，CEO 兼任董事长对企业绩效的提高能起到积极促进而非消极阻碍作用。类似观点可归入管家理论（stewardship theory）框架中。在公司战略文献中，研究者们普遍认为，公司需要强有力的领导者来制定战略目标并对下级部门发出明确无误的指示以保证各部门能高效准确地展开工作，这种统一指挥对提高企业绩效非常重要。<sup>①</sup> 因此，一旦将“CEO 兼董事长”分离为两个独立职位，会造成公司高管层的内部矛盾和冲突，进而削弱公司对业务环境和市场变化的应变能力。

在我国国情下，兼任董事长的 CEO 确实可能更好地提高企业绩效，因为其更具备实现这一目标的能力（更有权力、更少掣肘），且更加明白其兼任职位是一种需要通过实际工作绩效才能加以捍卫的荣誉（比如维护自己作为企业领导的面子和威信）。特别是，由于快速经济增长和转型，目前我国企业面临的环境不确定性正日益加剧，公司最高领导人处理这些环境变化的主动性与实际能力对企业的成功和发展至关重要。此外，迫于《公司法》的有关规定和中国证监会的上市要求，很多上市公司不得不分设 CEO 和董事长，由此常常导致 CEO 和董事长之间的权力之争。随着 CEO 和董事长两职分离政策的实施，原本身兼 CEO 和董事长二职的管理者必须在两个职位中择其一。在中国语境下，由于董事长职位比总经理职位更具分量和影响力，多数人往往选择保留董事长职位而放弃做 CEO，企业因此需委任新的 CEO。但在这样的强制性职位分离之后，现任董事长（即原 CEO 兼董事长）出于惯性和维护自身权力的需要，往往还会希望与以前一样掌管公司日常运营，而新 CEO 也期望能尽快接手公司管理并树立个人权威。由此，CEO 和董事长职位的强制性分离不可避免地导致了分离后的权力斗争，严重阻碍了企业绩效的提高。一位上市公司高管在访谈中说到：

董事长与 CEO 之间的“权力斗争”在中国上市公司中相当普遍，如果两人年龄、经验和资历相仿，斗争就更加激烈。但若是其中一人较另一人年长很多，或者两者之间曾经是上级—下属关系……那么两者之间的斗争就会缓和很多……否则权力斗争会愈演愈烈直至某一方最终胜出……企业绩效往往会在二者权力斗争过程中受到严重影响。（公司高管访谈 E02）

综上，管家理论和权力斗争说可能比代理理论更加契合我国企业的实际情况，因此笔者提出假设 5：CEO 和董事长两职分离与上市公司绩效之间呈负相关关系。

pp. 205-225；于东智：《董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析》，《中国社会科学》2003 年第 3 期。

① 如 L. Donaldson and J. Davis, “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns,” *Australian Journal of Management*, vol. 16, no. 1, 1991, pp. 49-64.

#### (四) 外部独立董事与企业绩效

代理理论认为,要实现对企业管理层的有效监督,董事会必须保持自身的独立性与客观性,而董事会的独立程度与外部董事在董事会中所占比例密切相关。外部董事为尽快在决策控制上树立威望,通常会对企业管理层展开积极主动的监督。此外,委任更多外部董事的其他好处还包括:提高董事会对公司高管绩效评估的客观性,实现多角度、更全面的公司战略制定以及增强对股东利益的保护等。<sup>①</sup> 鉴于此,代理理论强调提高外部董事比例能对企业绩效产生积极作用。然而,经验研究表明外部董事比例与企业绩效之间的关系并不明确:一些研究发现设立了外部董事的企业普遍有更高的市场回报,但另一些研究则发现外部董事比例与企业绩效的很多指标并无关联。<sup>②</sup>

代理理论近年来受到的批评,主要集中在该理论过度简化了的“经济人”假设及其在面对“委托人—代理人”相互作用的复杂社会和心理机制问题时表现出的有限解释力。<sup>③</sup> 就代表少数股东的外部董事而言,由于其“外人”身份,加之不拥有企业股权,他们自然也就没有足够权力和动机对公司高管层的行为进行主动监督和约束。此外,文化因素也会在一定程度上影响外部董事对公司高管的监督工作。例如,由于中国文化中对“和谐”、“面子”的看重,使得外部董事即使有足够权力和动机,也很难对公司高管的不当行为提出直接批评。再者,外部董事通常对公司业务情况并不十分了解,也难以对公司管理提出中肯指导意见,特别是在我国快速经济发展和转型中,市场环境瞬息万变。如果他们还有其他全职工作,就更难以及时准确地应对企业的最新动向及市场环境的最新变化。这些都将对公司业绩造成不利影响。正如一位在多家上市公司中担任独立董事的公司律师所说:

大多外部独立董事对企业绩效的提升并无益处,因为独立董事往往不太了解公司的具体业务和运作情况……而且多数独立董事通常还有另外的全职工作,自己的事情都忙不过来。每年我们也只会参加 8 到 10 次左右的董事会会议(中

① J. A. Pearce II and S. A. Zahra, “The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance,” *Strategic Management Journal*, vol. 12, no. 2, 1991, pp. 135-153.

② J. J. Tian and C. M. Lau, “Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies,” *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 18, no. 2, 2001, pp. 245-263; S. Bhagat and B. Black, “The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance,” *Journal of Corporation Law*, vol. 27, 2002, pp. 231-274.

③ J. H. Davis, F. D. Schoorman and L. Donaldson, “Toward a Stewardship Theory of Management,” *The Academy of Management Review*, vol. 22, no. 1, 1997, pp. 20-47.

国证监会规定的上市公司董事会会议最低次数为每年4次)。因此,如果某个上市公司的独立董事比例过高,那么董事会中真正认真做事、认真监督企业高管的人便会所剩无几……企业绩效自然就会因为缺乏深刻、敏锐的商业判断以及外部董事对公司高管层的监督不力而受到影响。(公司律师访谈 L01)

但是,目前上市公司中独立董事平均仅占董事会成员的1/3左右,笔者认为外部董事可能还未能在提高企业绩效方面发挥实质性影响。因此,提出假设6:外部独立董事在董事会中所占比例与上市公司绩效之间没有显著关系。

## 二、数据和研究方法

### (一) 样本公司

本研究样本公司包括在上海和深圳证券交易所上市的676家公司,所用数据涵盖了1997—2007年间的公司治理和财务运营情况。会计与财务信息来自中国股票市场和会计研究数据库(CSMAR),而有关公司治理的信息则来自色诺芬(Sinofin)和万德(Wind)数据库。其他公司信息,比如上市公司行政级别和政府隶属情况等,则由笔者从上市公司年报、招股书及公司网站等渠道收集、整理并编码而来。此外,笔者还对基金经理、证券分析师、独立董事、公司高管、投资者关系经理、公司律师等进行了深度访谈,以作为对定量数据的补充。本文试图融合定量和定性分析方法,采用大规模定量数据并运用统计分析方法建立因果联系,通过深度访谈等定性方法厘清因果机制。

### (二) 测量指标

#### 1. 因变量

本文使用资产回报率(ROA)和托宾Q值(Tobin's Q)衡量企业的盈利能力及其在股票市场中的表现。资产回报率是衡量企业资产利用效率的重要指标,其计算方法为净收入与总资产的比值。托宾Q值为公司的市场价值与公司资产重置成本之比,是股票市场通常用来衡量企业价值的重要指标。

#### 2. 自变量

国家控股虚拟变量:当上市公司的控股股东是国家(包括类似国资委的政府机构及国有企业或国有控股企业集团)时,其值为1,否则为0。

国有股比例:国有股占企业总股份的比值。国有股包括由政府直接持有(即国家股)以及由国有企业和其他国家下属法人实体持有的股份(即国有法人股)。

上市公司行政级别:虚拟变量;1=非国有控股企业;2=县和乡镇政府控股企业;3=市政府控股企业;4=省政府控股企业;5=中央政府控股企业。

机构投资者持股比例：机构投资者持股数量占公司总股份的比例。

CEO 与董事长两职是否分设：若 CEO 与董事长并非同一人，其值为 1，反之为 0。

外部董事比例：外部独立董事成员数量占董事会成员总数的比值。

3. 控制变量

沿袭企业财务研究的惯例并考虑我国的制度环境，控制变量包括股权集中度、外资股比例、是否为沿海企业、企业规模、净资产负债率、行业<sup>①</sup>和年度虚拟变量。

表 1 主要变量的描述性统计和相关系数矩阵

变 量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
观察值	6786	6745	6799	6864	2977	6393	5742	6748	6794	6773
均 值	0.02	1.83	0.79	0.396	0.05	0.84	0.2	0.23	0.15	1.51
标准差	0.2	27.4	0.41	0.257	0.08	0.37	0.16	0.15	0.22	5.48
1 资产 回报率	1									
2 托宾 Q 值	-0.12***	1								
3 是否 国有控股	0.069***	-0.004	1							
4 国有股 比例	0.08***	-0.03**	0.582***	1						
5 机构投资者 持股比例	0.138***	0.023	0.021	-0.08***	1					
6 CEO、 董事长 是否分设	-0.0002	-0.03**	0.038***	0.03**	0.023	1				
7 外部董事 比例	-0.12***	0.011	-0.17***	-0.17***	0.022	0.073***	1			
8 前十大股东 赫芬达尔 指数 <sup>a</sup>	0.094***	-0.03**	0.29***	0.614***	-0.07***	0.094***	-0.14***	1		
9 外资股 比例	-0.03**	-0.008	-0.38***	-0.59***	-0.013	-0.015	0.076***	-0.2***	1	
10 净资产 负债率 <sup>b</sup>	-0.013**	-0.01**	-0.029*	-0.06***	0.03	-0.024	0.049***	-0.07***	0.027	1

注：(1) \* $p<0.1$ ；\*\* $p<0.05$ ；\*\*\* $p<0.01$ 。

(2) <sup>a</sup>为 Herfindahl 10 index，是测量股权集中度的一项主要指标，计算方法为前十大股东各自持有股份占企业总股份比值的平方和。<sup>b</sup>为测量财务杠杆的一项重要指标，计算方法为企业负债总额与净资产的比值。

(3) 由于“是否国有控股”与“国有股比例”高度相关，当“国有股比例”充当自变量时，需将“是否国有控股”排除。同样地，由于“国有股比例”与“前十大股东赫芬达尔指数”的相关性也非常高 ( $>0.6$ )，为防止多重共线性问题，在做国有股比例回归分析时也应剔除“前十大股东赫芬达尔指数”。

① 无论公司治理还是企业绩效，都会随行业的不同而呈现出不同特点。公司治理与企业绩效的真正关系也可能在特定行业影响下被掩盖。因此控制好行业变量，对厘清公司治理和企业绩效的真实关系是必要的。

表 1 列出了主要变量的平均值、标准差及相关系数。数据显示,样本公司中超过 80%的企业是制造业、商业(批发和零售)和综合多元化企业,而在金融、房地产和公用事业(如电力)等所谓垄断、暴利行业的公司仅占 17%,表明尽管样本公司中有近 80%的公司属于国有控股公司,但其大部分分布在制造业、商业等具有一定竞争性的行业,而并非都分布在金融、房地产等垄断、暴利行业。进一步分析表明(见图 1),国有股在制造业、公用事业中所占比例较高(40%左右),而在房地产、金融等行业占比较低,分别为 35%和 25%左右。<sup>①</sup>此外,数据显示,即使在中央控股企业中,制造业企业也占到 60%以上,制造业、商业和综合多元化央企共占近 80%,而在公用事业、房地产、金融业中的中央控股企业仅占 20%多。

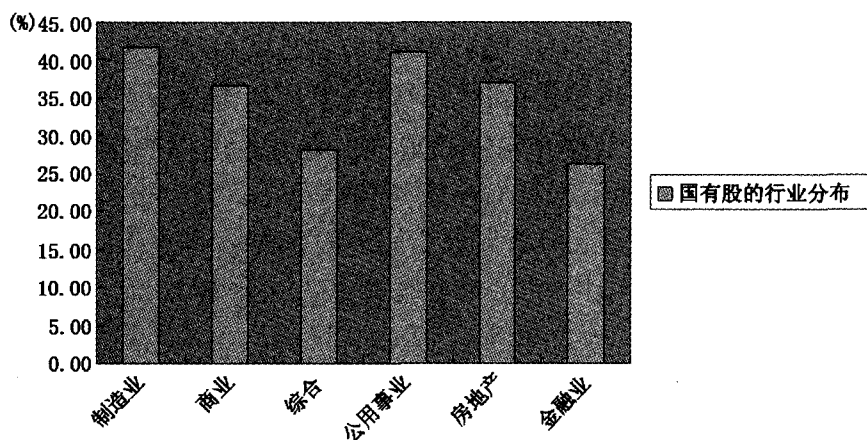


图 1 上市公司中国有股的行业分布情况

### (三) 估算模型

针对公司治理和企业绩效关系的分析,本研究采用企业绩效决定因素的随机效应(random effects)模型:<sup>②</sup>

$$Y_{it} = \alpha + \gamma Z_{it} + \delta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

在公式中,  $Y_{it}$  表示  $i$  公司在  $t$  时的业绩情况,  $\alpha$  表示截距,  $Z_{it}$  是  $i$  公司在  $t$  时由

- ① 金融企业并非都是像四大国有商业银行这样的金融机构,有很多类似深圳发展银行的中小银行及证券公司、基金公司、保险公司、金融租赁公司等中小金融机构。在这些机构中,国有股比例并不是太高,深圳发展银行的控股权甚至一度被美国 TPG 投资公司获得。
- ② 本文之所以使用随机效应模型而不是固定效应模型主要有两个原因:一方面,固定效应模型更适合因变量是虚拟变量的情况,而本研究因变量是如资产回报率、托宾 Q 值这样的连续变量;另一方面,本研究中不少自变量如“是否国有控股”、公司行政级别、董事长与 CEO 两职分任、独立董事比例等,都是相对稳定的、随时间推移没有变化或变化非常有限的变量。如果使用固定效应模型,就很可能使得许多解释性变量都出现值等于“零”的情况,因此,在这种情况下,更适合使用随机效应模型。

一组公司层面的可测量变量组成的向量， $\gamma$  是与向量  $Z$  相应的回归系数向量， $\delta_i$  表示当年公司层面的异质性， $\lambda_t$  表示未被观测到的基于时间的异质性（年度效应）， $\varepsilon_{it}$  表示随时间变化的误差项。

### 三、模型分析结果

表 2 呈现了分别以五种模型对公司治理和企业绩效进行分析的结果。这些回归结果在很大程度上支持了本文假设。就资产回报率和托宾 Q 值来说，国有控股企业的总体表现要比非国有控股企业好得多，而行政级别较高的企业又要比行政级别较低的企业表现出更高的利润率、并在股票市场上有更高的市场价值。正如所预期的那样，国有股比例与企业绩效之间呈现的是一种非线性关系（倒 U 型）。而就机构投资者的作用来看，企业绩效与机构投资者持股比例呈正相关关系。另外，两种所谓股东导向型的“最佳”董事会做法都未能对企业绩效提升发挥积极作用：分设 CEO 和董事长对资产回报率和托宾 Q 值都具有一定负面作用，尽管在统计学意义上并不显著；外部董事对提升企业盈利能力及在股票市场上的表现也未能发挥积极作用。

关于控制变量，股权集中度（前十大股东赫芬达尔指数）对提升企业股票市场价值发挥积极作用，但对企业盈利能力没有影响；外资股东对企业绩效的提升发挥一定作用，但并不显著；位于沿海地区的企业普遍具有更高的股市价值，但盈利能力较之内陆企业没有差别；规模较大企业通常利润率也较高，但在股市上的表现却较差，可能因为我国上市公司股价受市场投机和人为操控因素影响较大，那些规模较大的企业尽管利润率更高，但由于其规模太大而难被操控和炒作（“庄家”和中小投资者资金量有限，更倾向于炒作、操控中小企业），因而在股市上的估值反而较低；净资产负债率与公司绩效之间不存在显著关系。分析报告如下。<sup>①</sup>

表 2 公司治理与企业绩效，2003—2007<sup>②</sup>（随机效应多元回归分析）

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
	资产回报率	资产回报率	资产回报率	托宾 Q 值	托宾 Q 值
是否国有控股（是=1）	0.0502*** (0.02)			0.3266** (0.15)	

① 为解决公司治理与企业绩效之间的内生性问题，笔者还使用工具变量及二阶最小平方回归分析模型（2-stage least square models, 2SLS）进行了内生性检验及稳健性检验（robustness test），结果进一步印证了表 2 的回归分析结果，因篇幅所限，略去具体检验结果，对结果感兴趣的读者请和作者联系：yangdian@cass.org.cn。

② 本研究的完整数据包括 1997—2007 年的数据，但由于机构投资者持股比例数据从 2003 年开始才有，此处回归分析只采用了 2003—2007 年的数据。

续表 2

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
	资产回报率	资产回报率	资产回报率	托宾 Q 值	托宾 Q 值
上市公司行政级别（非国有控股企业为参照组）					
县乡镇控股企业		0.0608 (0.04)			0.3341 (0.44)
市政府控股企业		0.0539*** (0.02)			0.412** (0.18)
省政府控股企业		0.0542*** (0.02)			0.5811*** (0.17)
中央政府控股企业		0.041 (0.03)			0.8857*** (0.26)
国有股比例			0.1773** (0.081)		
国有股比例（平方）			-0.1934* (0.11)		
机构投资者持股比例	0.1155* (0.07)	0.1157* (0.07)	0.118* (0.07)	2.916*** (0.64)	2.906*** (0.64)
是否分设 CEO、董事长（分设=1）	-0.0131 (0.01)	-0.0126 (0.01)	-0.0133 (0.01)	-0.0797 (0.14)	-0.0939 (0.14)
外部董事比例	-0.0729 (0.08)	-0.0732 (0.08)	-0.0814 (0.08)	0.3845 (0.76)	0.4642 (0.76)
前十大股东赫芬达尔指数	1.70E-04 (0.05)	0.0019 (0.05)		1.229*** (0.46)	1.055** (0.46)
外资股比例	0.0276 (0.03)	0.026 (0.03)	0.0333 (0.03)	0.0854 (0.25)	0.1422 (0.25)
是否沿海企业（是=1）	-0.0144 (0.02)	-0.0158 (0.02)	-0.0128 (0.02)	0.3181** (0.16)	0.324** (0.16)
公司规模	0.0638*** (0.01)	0.0637*** (0.01)	0.0657*** (0.01)	-1.027*** (0.07)	-1.061*** (0.07)
净资产负债率	6.50E-04 (0.00)	7.00E-04 (0.00)	6.00E-04 (0.00)	0.0021 (0.01)	0.0028 (0.01)
行业（制造业为参照组）					
商 业	8.20E-04 (0.03)	0.002 (0.03)	0.0012 (0.03)	-0.3382 (0.29)	-0.3792 (0.29)
综 合	9.30E-05 (0.03)	-3.10E-04 (0.03)	-1.40E-04 (0.03)	-0.2261 (0.26)	-0.2015 (0.26)
公用事业	-0.0249 (0.03)	-0.025 (0.03)	-0.02 (0.03)	-0.0173 (0.25)	-0.0586 (0.25)
房地产	0.0063 (0.03)	0.008 (0.03)	0.0045 (0.03)	0.1253 (0.31)	0.1288 (0.32)
金融业	-0.224*** (0.09)	-0.2211** (0.09)	-0.227*** (0.09)	-0.2111 (2.16)	-0.3216 (2.17)
年份 <sup>a</sup> （2003 年为参照组）					
常数项	-1.394*** (0.142)	-1.35*** (0.142)	-1.422*** (0.142)	22.11*** (1.42)	23.16*** (1.45)
N	2343	2339	2346	2326	2322
R <sup>2</sup>	0.077	0.0776	0.0717	0.0726	0.0727



注：(1)\* $p < 0.1$ ；\*\* $p < 0.05$ ；\*\*\* $p < 0.01$ 。括号内为标准误差。

(2)\* 因篇幅所限，略去年度虚拟变量的回归结果。

## (一) 国家的作用

### 1. 国家控股与企业绩效

如表 2 模型 1 和 4 所示，国有控股企业在盈利能力和股票市值两方面都明显超过了非国有控股企业。因此，假设 1 得到验证。这也表明，在中国国情下国家持股对企业绩效的影响与现有文献对国有股绩效影响的研究结论截然不同。即国家控股对企业价值的实际影响比代理理论预测的“国家控股会导致绩效低下”这一情况复杂得多，国家持股对企业绩效的影响在不同制度背景下会表现出不同的结果。

### 2. 国有股比例与企业绩效之间的倒 U 型关系

既然国有控股企业比非国有控股企业拥有更好的绩效，那么，是否意味着“国有股比例越高企业绩效就越好”？企业绩效与国有股比例之间关系的回归分析结果显示，两者之间并无显著关系。即企业绩效与国有股比例之间并非简单线性递增关系。

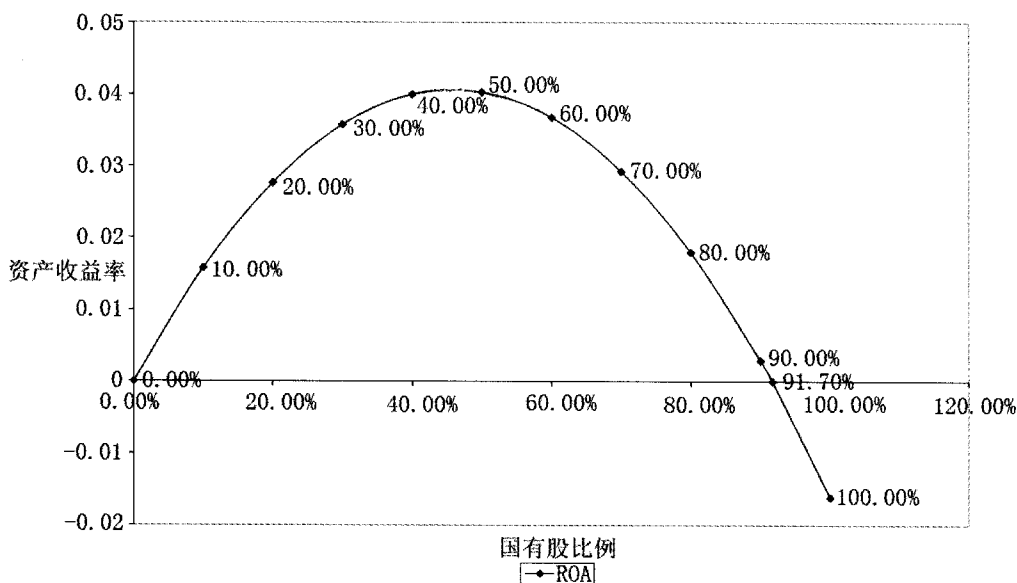


图 2 国有股比例与企业绩效之间的倒 U 型关系

为将两者之间可能的曲线关系纳入考虑范围，笔者又将国有股比例先做平方运算然后加入模型中。表 2 模型 3 显示了回归分析的结果。我们看到，加入平方后的国有股比例之后，国有股比例的系数呈现出显著正值，而国有股比例平方的系数则呈现显著负值。这表明，在国有股比例从低到高逐渐提高的过程中，企业业绩也不断攀升，但当国有股比例超过一定临界点（大概是 46%）时，企业业绩则会随国有股比例的继续增加而下降，呈现出左端高于右端的倒 U 型曲线关系。由此，假设 2 得到了验证。临界点之前国有股比例与企业绩效之间的正相关关系表明，随着国有股份额从较低逐

渐向中等程度递增,企业绩效也会随之提高;而另一临界点(大概是 91.7%)之后,国有股比例与企业绩效之间的负相关关系则表明,过高的国有股比例对企业绩效是不利的,而且这样的不利影响还会随国有股比例的继续增加而增强(见图 2)。

### 3. 公司行政级别与企业绩效

如表 2 模型 2 和 5 所示,行政级别较高企业的业绩表现明显优于非国有控股企业及行政级别较低的企业,表明假设 3 也得到了经验数据的支持。需要注意的是,上市公司的实际盈利能力与股票市场价值之间存在比较明显的差距:虽然行政级别较高的企业在实际盈利能力方面仅略高于非国有控股企业和行政级别较低的企业,然而其在股市上的表现却远远高于后两者。这是因为行政级别较高企业拥有更高的可信度、知名度、政治地位和市场地位,增加了投资者的信心,其在股票市场上的价值因而也更高,即便其实际盈利能力并不比其他企业好。

## (二) 机构投资者的作用

如表 2 模型 1—5 所示,机构投资者持股在企业盈利能力和股票市场两方面都表现出显著的积极影响,但对股票市场表现方面的影响要更大、更强一些,这表明“机构投资者持股”在资本市场受到格外青睐。由此,假设 4 得到验证。

## (三) 股东导向型董事会结构的影响

表 2 模型 1—5 显示了股东导向型的两种董事会做法对企业绩效的影响。五个模型均表明,分设 CEO 和董事长对企业绩效存在一定负面影响(但在统计学意义上并不显著),而外部董事比例对企业绩效不存在显著影响,因此假设 5 和假设 6 也分别得到验证。这些分析结果很好地支持了新制度主义理论,而驳斥了代理理论。

## 四、结论与讨论

本文探讨了股东导向型的所谓“最佳”公司治理做法在中国转型经济和制度环境中是否有助于提高企业绩效和最大化股东价值问题。

研究发现,国有控股上市公司的绩效明显高于非国有控股企业。国家持股对企业绩效的影响并非简单线性促进关系,而是一种倒 U 型关系。这意味着,在我国制度环境下,适度的国家持股是有利于提升企业绩效的,但过高的国有股则对企业绩效不利,而且这样的不利影响还会随国有股比例的升高而增强。在极端情况下,如果国有股比例达到 100%,形成国有独资企业,资产收益率则会呈现明显负值(见图 2)。需要指出的是,国家控股对企业绩效的正面作用绝非简单取决于国有控股企业的“垄断”地位和“政府扶持”。本文样本公司的行业分布数据表

明,无论中央控股企业还是地方政府控股企业,垄断、暴利行业的企业(如中石油、国家电网等)只占少数,在大规模的统计分析中并不会对统计结果造成显著影响和扭曲。然而,由于这些少数垄断国企受关注度非常高,导致人们一提到央企或国企,就认为它们都分布在垄断暴利行业,即便业绩再好,也是基于垄断地位获得的。这一看法忽略了国有企业近年来在公司制改造(股权多元化、上市等)、内部管理改革和公司治理改善方面取得的成绩及其对企业绩效的正向影响。作为社会学视野下的分析,笔者无意仅仅以“垄断”、“暴利”、“政府扶持”等媒体用语简单概括国有企业近年来的业绩,更无意对少数垄断国企的暴利和腐败行为辩护,而试图理性、客观地通过系统定量和定性分析厘清国有控股企业业绩提升及企业转型背后的结构力量,并用组织社会学理论予以理论提炼和解释。在笔者看来,国家控股对企业绩效的正面作用及国有股比例和企业绩效的独特倒 U 型模式,更大程度上是过去 30 年我国行政体制改革、国有企业改革、财税体制改革、资本市场改革、劳动和社会保障制度改革、国有企业布局战略性重组和调整等多重制度变迁和多方力量互动的产物,离开这些系统的制度变革和结构调整,国有企业难以有目前的业绩,即便其拥有政府支持、占据垄断地位。

此外,研究还发现企业绩效与机构投资者持股比例之间存在显著正相关关系,这表明机构投资者在公司治理中正在发挥越来越重要的作用。从更广泛意义上,资本市场在改善我国公司治理,实现中国公司现代化进程中已经并将继续发挥重要作用。没有资本市场对企业的激励和约束,很难有真正意义上的现代公司(资本市场也是现代社会资本社会化的重要载体和实现形式);同时,资本市场是高度国际化的生产要素市场,其在传播国际公司治理理念、规范及相关法律法规制度方面是一个重要通道。

而分设 CEO 与董事长对企业绩效的影响则为负值(虽然统计意义上并不显著),表明此项所谓“最佳”治理举措实际上并无助于公司业绩的提高。对渴望改善我国公司治理的学者、管理者和决策者来说,这一发现令人意外,因为它从某种意义上否定了目前在我国及西方国家盛行的分设 CEO 与董事长的公司治理改革潮流。CEO 与董事长两职分离对我国企业来说可能并不真正适用,至少从提升企业绩效这一点来看,并未起到人们所期待的积极作用。

另外,本研究发现外部董事比例与企业绩效之间并没有显著相关关系,说明外部董事尚未对企业绩效的提升发挥其应有的积极作用。虽然“外部董事有助于提升企业绩效”这一逻辑看起来颇有说服力,但支撑这一观点的有力证据却很难找到。即使是在美国和其他发达国家,也没有充分证据证明外部董事比例高的公司绩效更好。然而,对于渴望尽快“同国际最佳惯例接轨”、加速实现“企业现代化”的发展中国家——中国,如此公司治理做法却日益盛行。这种不问实际效果的组织实践,为新制度主义关于“正式组织结构更多是一种迷思和仪式”(formal structure as

myth and ceremony)<sup>①</sup> 的论断提供了生动而有力的注脚。

经济社会学家和一些经济学家均认为,产权并非企业绩效的决定因素,市场竞争和制度安排(比如各种有效运转的市场,包括产品市场、职业经理人市场、企业并购市场),同样是构建良好公司治理、提升企业绩效的重要因素;而且,相关研究表明,产权与市场竞争在影响企业绩效方面,存在着某种程度的替代性。<sup>②</sup> 产权的一项重要功能是解决激励问题,而激励问题的解决方案不局限于产权,除上述提到的市场竞争能够提供激励外,折晓叶、陈婴婴在对乡镇企业改制进行研究的过程中发现,社会资本和文化也有类似的激励功能。<sup>③</sup> 乡镇企业之外,产权和所有制形式即使对那些一度积重难返的大中型国有企业的业绩提升也没有造成不可逾越的障碍,在不改变国有产权的情况下,通过转换内部经营机制、强化外部政府监督和市场约束,一批“新国企”应运而生,取得了令人瞩目的辉煌成绩。关于此,笔者最近对沈阳市铁西区国企改革问题的调研中感受很深。铁西区是我国东北老工业基地的缩影,曾被称为“共和国装备部”。然而,1990年代末,铁西老工业区旧的体制弊端日益显现,成为“东北现象”的代表地区。90%的企业处于停产、半停产状态,13万产业工人下岗。2003年,铁西老工业基地开始实施改造振兴的新战略。通过将厂区搬迁、企业转型与产业升级有机融合,铁西企业、尤其大型国有企业的核心竞争力不断增强:沈阳机床集团经济总量跃居世界同行业第一位,行业引领作用不断显现;北方重工集团产值和销售收入位居全国重机行业第一。这些“新国企”的快速转型和辉煌成就,极大地改变了世人对国有企业落后、迟缓、低效的刻板印象。更重要的是,这些“新国企”并非靠垄断、半垄断地位而获利,而是在竞争异常激烈的竞争性行业中凭借先进技术和优秀管理脱颖而出的“市场强者”。

我国国有企业改革证明,产权和所有制形式并非企业绩效的决定性因素,国有企业是可以做好的。而国际经验更是有力表明,国有企业不但可以在“有中国特色的社会主义国家”做得好,在发达资本主义国家也能取得较好的业绩。

① J. Meyer and B. Rowan, "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony," *American Journal of Sociology*, vol. 83, no. 2, 1977, pp. 340-363.

② Y. S. Peng, "Chinese Villages and Townships as Industrial Corporations: Ownership, Governance, and Market Discipline," *American Journal of Sociology*, vol. 106, no. 5, 2001, pp. 1338-1370; 周其仁:《产权与制度变迁:中国改革的经验研究》,北京:社会科学文献出版社,2002年;刘世定:《占有、认知与人际关系》,北京:华夏出版社,2003年;胡一帆、宋敏、张俊喜:《竞争、产权、公司治理三大理论的相对重要性及交互关系》,《经济研究》2005年第9期。

③ 折晓叶、陈婴婴:《资本怎样运作——对“改制”中资本能动性的社会学分析》,《中国社会科学》2004年第4期。

比如,新加坡政府所有的淡马锡公司是国有企业,但其管理和业绩成为全世界很多企业(包括私人企业)学习和效仿的对象。国有企业作为国家公共组织的延伸和组成部分,其治理水平和绩效与国家治理水平和政府管理能力密切相关。如果政府官员腐败,行政管理能力迟缓、低效,则政府控制下的国有企业难有良好的治理和业绩。可以说,一些国有企业做不好并非国有企业本身的问题,更非国有股天然无法产生好业绩,而是作为股权持有人和监管者的政府的治理和管理出了问题。

本研究试图对公司治理这一经典问题进行社会学分析,提供一种除经济学和管理学之外的审视公司治理和企业业绩之间关系的第三种视角。研究表明,尽管代理理论具有较强的理论和政策影响力,但其倡导的一些“最佳”公司治理做法(如私有化、分设 CEO 与董事长等)能否真的带来更好的公司业绩,尚需实践检验。即使在西方,这些“最佳”公司治理做法有助于提升企业绩效的证据也很不充分,本研究发现,这些“最佳”做法对企业绩效的影响或者是负面的、或者是不显著的,因此,代理理论在公司治理方面解释力是有局限的。从多元的分析角度及理论视野,特别是运用社会学新制度主义的理论框架,以更深入、细致地分析公司治理和企业绩效的复杂关系实有必要。

新制度主义理论强调制度(正式制度如法律法规,非正式制度如习俗惯例规范等)、权力、网络和认知对人类经济行为和组织行为的影响和形塑,认为看似客观的经济理性和组织实践本质上是社会建构的结果,由于组织实践与其制度环境的相互嵌入性,并不存在跨越制度时空、普遍适用的组织模式。公司治理看似是一个中、微观的经济或法律问题,实则宏大的政治、历史、社会和文化问题。通过系统比较美国、英国、日本、德国等不同的公司治理模式及资本主义几百年的发展史,可以看到公司治理模式不是由教条的经济公式和法律条文决定的,而是多种政治、经济及社会力量长期复杂博弈的结果。具体而言,一个国家的公司治理模式基本上由组合的四种力量决定:国家(the state)、资本所有者(shareholders)、职业经理人(managers)及工会(labor union)。以美国为例,因其国家力量较弱(尤其是宪法规定政府不能随意干涉经济活动),工会力量也很弱(目前工会会员只占总雇员的 10%左右),股东力量也不强(因为美国大公司的股权很分散,最大股东持股比例一般不超过总股份的 5%),而职业经理人力量很强,虽然他们不是公司所有者,但却是公司的实际管理者和决策者,真正的所有者(股东)反而因为力量太分散而无权参与公司的重大决策。美国这种特殊的政经社会力量组合形态就形成了美式公司治理模式——管理人资本主义(managerial capitalism)。<sup>①</sup> 1980 年代以来,随着机构

① A. Chandler, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, MA: Belknap Press, 1977.

投资者的发展壮大（把中小股东集合起来），投资者的力量在加强，比较有效地制约了公司高管的权力滥用问题，因此很多学者认为美国正在转向投资人资本主义（investor capitalism）。<sup>①</sup> 德国情况则不同，其职业经理人力量不太强（有很多大公司是家族企业），而工会力量很强大，政府力量也比较强，资本所有者的权力受到工会和政府的有力牵制，这几种力量博弈的结果是形成了公司治理的德国模式——劳资共治的双元模式，或“组织化的资本主义”（organized capitalism，即由政府、资方、雇员共同协调组织的资本主义模式）。<sup>②</sup> 可见，公司治理模式是由一个国家多种政治、社会力量博弈的结果，与一国的历史和传统文化也密切相关，一旦形成某种模式便很难改变。仅改变《公司法》或《证券法》条文很难真正改变一国的公司治理方式。

尽管因各国上述四种力量的组合不同而形成了各具特色的公司治理模式，但世界主要公司治理模式大致可以分为以英美为代表的“英美股东导向型模式”和以德国、日本为代表的“德日利益相关者导向型模式”。早期公司治理学者认为美式公司的分散所有制结构及所有权和管理权的分离使其比家族公司、国有公司、银行主导的企业集团及工人合作社都更有“效率”、更为“现代”，因此美式公司治理模式将不可避免地在世界上广为扩散。<sup>③</sup> 由于美国经济在二战后至 1970 年代一直在世界占主导地位，美式公司治理模式在这段时期被誉为国际最佳惯例而被其他国家大力仿效。然而，从 1960 年代到 1980 年代，德国和日本经济崛起，对美国经济造成极大挑战，特别是在制造业领域，很多德国和日本公司的管理模式和组织实践被认为是优于美国公司的（比如著名的“丰田模式”），德日公司模式因而被世界很多国家效仿，甚至很多美国公司也纷纷引进德日“先进”管理和组织模式。1980—1990 年代美国经济的强劲复苏及金融市场全球化和资产管理行业的兴起，特别是日本经济在 1990 年代的衰落，引发了另一轮对美式公司治理模式的推崇，商界和学术界再次预测其他国家将效仿美国，他们认为美式公司治理是优于其他公司治理模式的全球最佳模式。<sup>④</sup> 但好景不长，2008 年发端于美国的国际金融危机再次引发世人对美式公司治理模式的怀疑，美式公司治理模式又一次深陷危机，并有可能引发“去美国化”风潮。可见，某种公司治理模式被其他公司、其他国家广为效仿，更多的并非其超

① M. Useem, *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*, New York: Basic Books, 1996.

② M. F. Parnell, *The German Tradition of Organized Capitalism*, Oxford, England: Oxford University Press, 1994.

③ A. Berle and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.

④ A. Shleifer and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, 1997, pp. 737-783.

越时空和制度环境的“绝对效率”，而是其在特定时空范围的“相对表现”。因此，即使在“最理性”的公司行为领域，并不存在一个经济学家和管理学家所声称的“客观”的“最佳模式”；这种“最佳”模式更多是一种“事后解释”，是社会建构的结果：某种模式在某段时期表现最优，人们便对其进行理论化和事后解释，声称该模式之所以表现最好是因为其在理论上是“最佳模式”或“理想模式”（实际上是一种循环论证），而当该模式表现不佳时，人们便对其进行“负向论证”，用各种理论和事实论证其为什么不是最佳模式，同时又对新出现的“最佳模式”进行理论论证，以赋予后者正当性和科学性。组织理性的这种社会建构性和事后解释性决定了某种公司治理模式被广为效仿和扩散更多的是因为其被社会和制度环境定义为“正当的”、“高效的”和“先进的”，而并非其真的具有超越时空的恒久“先进性”和“高效性”。

那些“最佳”公司治理做法是在特定社会、文化、政治等制度环境下各种复杂社会力量和利益群体“建构”的结果，其作用的发挥在很大程度上取决于是否契合所在的制度环境，因此，并不存在普适的“最佳”公司治理模式。本研究基于中国经验的社会学探讨，为解构这一世界性“最佳”公司治理迷思提供了新视角和证据。

值得指出的是，本研究数据主要限于中国上市公司，在代表性方面有不足之处：首先，与非上市公司相比，上市公司大部分是大中型企业，不能代表中小公司；其次，上市的国有控股公司毕竟是少数，不能代表未上市的广大国有企业。这限制了本文经验发现的可推广性和普适性，其他类型公司治理与企业绩效之间的关系尚待更多经验数据探索。

〔责任编辑：刘亚秋 责任编辑：冯小双〕