

第九章 当代公司治理研究的新发展

引言

公司治理问题的产生是与股份公司的存在紧密相连的。1776年，亚当·斯密面对工业革命的前夜，富有远见地指出，股份公司的董事是在管理他人的财富，因此，不能期望他们会像私人合伙企业中的合伙人那样尽心尽力，“疏忽和挥霍”常常是股份公司业务经营上难免的弊病。一个半世纪后，Berle和Means(1932)通过对当时美国最大的200家工业公司的考察，发现这些公司的股票所有权分散现象十分显著，管理层事实上已经掌握了公司的控制权。据此，他们首次明确提出了“所有权与控制权相分离”的论点，并指出这种分离“将威胁过去三个世纪经济秩序所赖以生存的基础”。

Berle和Means的股权分散观念不但促成了上个世纪30年代美国联邦证券立法的基本架构¹，而且对后代经济学家的研究视野产生了深远影响。作为二战后最重要的经济研究进展之一，Jensen和Meckling(1976)运用代理理论，分析了现代股权分散型公司中股东和职业经理人之间的利益冲突。他们指出，股东和经理人之间是一个典型的委托—代理关系，如果经理人对公司剩余现金流的要求权低于100%，那么经理人和股东之间将存在潜在的利益冲突，从而产生代理成本。自那以后，金融学术界就开始努力理解、定义和衡量股东与经理人之间的利益冲突，并且试图降低这种冲突对公司价值的影响，公司治理研究也由此蓬勃兴起。²

¹ Berle和Means的著作写于上世纪30年代美国经济“大萧条”之际，因此，他们关于股权分散条件下“所有权和控制权分离”的论点对美国联邦证券立法产生了迅速和深远的影响，美国《1933年证券法》的基本目标就是保护分散的股东免受职业经理人的利益侵害，时至今日这一目标依然成立。

² 关于公司治理的研究基本上可以分为理论和经验分析两大方向，其中，理论层面的研究衍生于经济学家对企业理论的研究，如Coase(1937)、Williamson(1975, 1985)、Alchian(1978)、Aoki, Gustason和Williamson(1988)

在 20 世纪 70—80 年代里，公司治理研究主要以美国公司为对象，以委托一代理理论为基础，致力于解决股权分散化下的“弱股东、强管理层”问题。这些研究一般将公司治理机制划分为董事会结构、经理层薪酬和股权结构等内部机制，以及控制权市场和法律监管等外部机制，进而在两个方向上拓展公司治理研究，即一是研究不同治理机制对公司绩效的影响；二是研究治理机制对管理层更换、投资决策等特定事项的影响。上个世纪 80 年代末，随着全球经济日益迈向一体化，公司治理研究的范围进一步扩大到日本、德国和英国等主要发达国家，而研究内容主要集中于这些国家中企业的所有权结构和融资模式。大量研究发现，与英美以资本市场为导向的公司治理和金融模式不同，日本和德国公司的股权结构较为集中，而且银行在公司融资和治理中发挥着重要作用。基于这些差异，学者们将英美的公司治理模式称为市场导向型，而将日德的公司治理模式称为银行导向型。

上个世纪的最后十年是充满巨变的十年。前苏联和东欧国家在柏林墙轰然倒塌后掀起了大规模的私有化浪潮，欧盟从 1993 年 1 月 1 日起初步建立起内部统一大市场，1997 年末爆发的东亚金融危机象台风一样迅速席卷了主要新兴市场……。这些历史事件不但改变了全球的经济面貌，也日益凸现出公司治理在建立高效的资本市场，促使经济和金融稳定发展中的重大作用。因此，从 1990 年代中后期起，学术界将公司治理研究的注意力更多地转向了新兴市场国家、转轨经济国家和欧洲大陆国家，这种转变为当代公司治理研究的新发展揭开了序幕。

显然，当公司治理研究局限于单个国家时，人们无法比较不同国家股权结构和治理机制的差异，更无法揭示这种差异背后的深层原因。然而，公司治理研究范围的全球拓展却为此提供了可能。大量研究发现，除美国、英国、加拿大等少数国家外，大部分国家的公司都具有集中的所有权结构和控股股东。这一发现彻底动摇了股权分散这一传统公司治理研究的基础，并指引学者们迈向更广阔的研究天地。以 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny(简称 LLSV)为代

等基于交易成本理论所作的研究，以及 Grossman 和 Hart(1986)、Hart 和 Moore(1990)及 Hart(1995a, 1995b)等基于不完全契约理论进行的研究，这些研究主要关注企业所有权和组织结构的形成，企业所有权和控制权的分配等问题；实证层面的研究则主要由金融学家所进行，他们基于委托一代理理论研究公司治理和股东价值的关系，往往被列入公司金融(Corporate Finance)研究的范畴。在过去的数十年中，尽管经济学家的理论分析为金融学家的实证研究提供了深邃的思想指引，但金融层面的实证研究一直在公司治理研究和政治争论中占据着主导地位，而近几年的公司治理研究成果基本上都是在实证层面取得的。基于这一原因，本文主要在金融研究范围内进行文献综述。

表的经济学家和法学家将法律引入了公司治理研究领域，指出不同国家的《公司法》或《商法》对外部投资者、特别是小股东的保护程度有所差异，从而使不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构，进而产生不同的公司治理模式，而不同的公司治理模式又对企业行为和绩效产生不同影响，最终影响到一国的经济增长。

如果将基于所有权分散的研究称为公司治理的传统研究³，那么目前以所有权集中为基础的研究则使得当代公司治理研究跨入了一个新阶段。这一阶段在理论基础、研究重点、研究方法以及政策影响力等方面都发生了“革命性”的变化。

当代公司治理研究认为，公司治理的研究重点不应仅限于股东和经理层之间的代理问题，而应更多地关注大小股东之间的利益冲突和代理问题，并从全球角度比较分析“强大股东、弱小股东”格局对公司绩效和资本市场发展的影响。因此，当代公司治理研究在方法上将法律变量引入金融学的实证研究，试图从法律角度建立比较全球公司治理的统一架构，从而逐渐形成了“法与金融(Law and Finance)”这一新兴研究领域。⁴在实践层面上，当代公司治理研究大大加深了人们对法律和公司治理关系的认识，为各个国家提高公司治理水平指出了一条可行路径。20世纪90年代起全球范围内掀起的公司治理运动，其核心就是通过修改公司法、证券法和破产法，并推出公司治理准则等一系列途径来完善投资者保护的体系，以提高公司治理水平，建立高效的资本市场。

所有权集中与公司治理的新范式

所有权集中与超额控制

Berle 和 Means 描述的股权高度分散型公司曾被视为“放之四海而皆准”的公司形态，基于股权分散形成的股东和经理层之间的委托—代理关系也成为公司治理研究的基本范式。⁵但从上个世纪90年代起，随着公司治理的研究范围逐步

³ 关于这方面的文献综述，可参阅 Denis(2001)。

⁴ 一般认为，LLSV 于 1998 年发表的《法与金融(Law and Finance)》一文标志着这一研究领域的正式形成。

⁵ 如 1983 年《金融经济学期刊(The Journal of Financial Economics)》出版了公司治理专辑，其中的 16 篇论

扩展到美国以外的世界其他国家(地区),人们首先发现日本和德国的公司所有权结构较为集中(Berglof & Perotti, 1994; Franks & Mayer, 1995);全球范围内的国别比较研究更是显示,集中是大部分国家公司所有权结构的主导形态,即使是美国企业也存在一定程度的所有权集中现象, Holderness(2002)对美国公司所有权的研究证据进行了综述,发现美国上市公司中管理层和董事拥有的股权比例接近 20%。⁶

欧洲公司治理网络(European Corporate Governance Network, 现改组为欧洲公司治理协会 European Corporate Governance Institute)第一个对公司所有权结构进行了较大范围的国别比较研究。在其于 1997 年发表的《所有权和控制权的分离:欧洲七国调查报告》中,欧洲公司治理网络的有关研究人员以投票权来衡量所有权,对欧洲国家公司的所有权结构以及与美国公司的差异进行了详细而综合的比较分析。总体而言,欧洲大陆国家公司的投票权集中度要远远高于英美两国,例如,奥地利、比利时、德国和意大利四国非金融类上市公司中单个大股东的投票权(包括直接持有和间接持有)都高于 50%;在荷兰、西班牙和瑞典的上市公司中,单个大股东拥有的投票权分别达到 43.5%, 34.5%和 34.9%;而在英美两国,这一数字分别只有 9.9%、8.6%(纽约证券交易所上市公司)和 5.4%(纳斯达克市场上市公司)。进一步分析投票权的持有者,可以发现在欧洲大陆国家中,大量投票权被家族和企业所持有,而且大股东一般会通过发行具有不同投票权力的多类别股份、构造金字塔式持股模式或进行交叉持股等手段,使其投票权超过实际投入资金后取得的现金流量权(Cash Flow Rights),以此实现对公司的超额控制(或称为杠杆控制)。⁷

LLSV(1999)的研究进一步加深了人们对公司所有权结构的认识。他们选取了全球 27 个富裕国家中市值最大的 20 家上市公司,并以单个股东拥有的投票权是否超过 20%作为所有权集中与否的分界线,在此基础上将公司划分为分散、家族控制、国家控制、金融机构控制、企业控制和其他六种类型,结果发现这六种

文均以股权分散为前提,而由 Jensen 撰写的文献综述也未将所有权列为公司治理的未来研究方向。

⁶ 美国公司内部人员的持股往往作为薪酬激励的一部分,并且是由多人所持有,因此这一结论并不能动摇 Berle 和 Means 范式。

⁷ 以金字塔式股权结构为例,企业 A 拥有 51%企业 B 的股份,企业 B 又拥有 51%企业 C 的股份,那么企业 A 对企业 C 的现金流拥有权为 $51\% \times 51\% = 26.01\%$,而控制权却是 51%,从而实现了所有权和控制权的分离。

类型在样本公司中所占比例分别为 36%，31%，18%，5%，5%和 5%。如果将投票权界限从 20%放宽至 10%，或者以中等规模公司作为分析对象，那么家族控制型公司所占比例将大大超过所有权分散型公司所占比例。在具体控制手段上，有 26%的所有权集中型公司通过金字塔持股模式来分离现金流量权和投票权，有 69%的家族控股股东亲自参与公司管理，而且控股股东大都缺少其他大股东的制衡。

欧洲公司治理网络和 LLSV 的研究尽管动摇了 Berle 和 Means 范式的主导地位，但在研究方法上却存在两个明显的不足：一是样本数量较为有限，如 LLSV 的研究样本仅包括各国市值最大的 20 家公司，因而无法反映公司所有权结构的普遍情况；二是以投票权来衡量所有权，但没有分析股东实际投入资本后取得的所有权，即现金流量权，因而无法衡量现金流量权和投票权的真实分离程度。后续的研究则克服了这两个不足，在揭示全球公司的所有权形态方面又迈进了一大步。

Claessens, Djankow 和 Lang(2000)对 9 个东亚国家(地区)的 2980 家上市公司进行了分析，并以现金流量权衡量所有权，以投票权衡量控制权。研究发现，除日本公司拥有较为分散的所有权结构外，其余东亚国家(地区)中三分之二的公司都拥有单一控制性股东，其中家族控制型公司的比例均超过了 45%⁸；从控制手段来看，大股东一般通过金字塔式持股模式和交叉持股实现超额控制，现金流量权与投票权的比例平均为 74.6%，这种分离现象在家族控制型公司和小型公司中尤为显著。Faccio 和 Lang(2002)则分析了 13 个西欧国家的 5232 家公司，发现股权分散和家族控制是最主要的所有权形态，其所占比例分别为 36.93%和 44.29%，其中，股权分散型公司集中于英国和爱尔兰，而家族控制型公司则集中于欧洲大陆；此外在欧洲大陆国家中，大股东通过差别投票权股份或金字塔式持股模式提高控制力的现象也较为普遍，现金流量权与投票权的比例为 86.8%。

除上述对所有权结构进行国别比较的研究文献外，其他一些专注于单个国家的研究也发现，以色列(Blass, Yafeh & Yosha, 1998)、巴西(Valadares & Leal,

⁸ Claessens, Djankow 和 Lang 在该文中还指出，东亚国家(地区)的家族控制型公司往往会游说政府给与其特殊待遇，并会阻碍法律和监管制度的改革，因此是这些国家(地区)形成“裙带资本主义(Crony Capitalism)”的一个主要原因。但是，他们没有对此进行严格意义的学术研究，也没有解释欧洲大陆国家存在相似的所有权结构，却没有形成“裙带资本主义”的原因。

2000)、印度(Majumdar, 1998)、捷克(Makhija & Apiro, 2000)等国公司的所有权也较为集中。

根据以上文献,基于股权分散的 Berle 和 Means 范式仅适用于美国大型公司,所有权(控制权)集中和家族控制才是全球公司所有权结构的主导形态,这种基于所有权集中的公司治理研究可称为 LLSV 范式。这两种范式在以下方面存在巨大差异:

首先,按照产权理论的分析框架,企业所有权包括剩余索取权(Residual Claim Rights)和剩余控制权(Residual Rights of Control)两个方面。其中,剩余索取权源于股东实际投入资本后取得的股份比例,即现金流所有权;而剩余控制权则源于股东拥有的投票权。在 Berle 和 Means 范式下,由于股权高度分散,现金流所有权和投票权基本上存在着完全对应的关系,因此传统的公司治理研究往往直接通过持股比例来衡量所有权结构,也并不区分剩余索取权和剩余控制权的差异和分离。然而,在 LLSV 范式下,由于大股东通过各种“杠杆工具”使其投票权超过现金流量权,导致剩余索取权和剩余控制权产生分离现象。在这种情况下,当代公司治理研究追溯企业的终极产权所有者,通过对企业现金流所有权和投票权(包括直接持有和间接持有)的终极追溯更好地理解现代企业中所有权结构、控制权分配以及两者之间的相互关系。

其次,现金流量权和投票权的不同组合将产生四种所有权形式,即分散的现金流量权和分散的投票权、分散的现金流量权和集中的投票权、集中的现金流量权和分散的投票权、以及集中的现金流量权和集中的投票权。Berle 和 Means 范式事实上仅描述了第一种形式,即在公司因股权高度分散而出现“投票权真空”的情况下,经理层事实上获得了对公司的控制,形成“所有权和控制权相分离”的现象。而 LLSV 范式则包含了后三种形式,特别是第二和第四种形式,在这两种形式中,控股股东大都会通过各种杠杆控制手段以“较少”的资金取得“较多”的投票权,从而偏离“一股一票(One Share-One Vote)”的原则⁹,产生另一种内涵完全不同的“所有权和控制权相分离”现象。

再次,在 Berle 和 Means 范式中,公司治理要解决的核心问题是股东和经理层之间的利益冲突和代理问题。而在 LLSV 范式中,公司治理要解决的核心问题

⁹ “一股一票”是指每一股份享有一个公司决策的投票权, Grossman 和 Hart(1988)的分析表明,“一股一票”有助于抑制大股东仅顾私利的道德风险,并有利于选择高效的经理层,是社会最优的制度安排。

是大股东和小股东之间的利益冲突与代理问题。

控制权的私人收益

公司股权赋予股东现金流所有权和投票权两项权利。在 Berle 和 Means 范式中，高度分散的股东具有“免费搭车”行为，从而无法有效地监控管理层。因此，自 MM 定理以来的传统金融理论将公司股价的决定重心置于现金流所有权部分，而投票权的经济价值一直不受重视。与之相反，LLSV 范式表明大股东对公司具有超额控制，这种控制使投票权产生经济价值，即控制权价值。

一方面，大股东具有足够的激励去收集信息并有效监督管理层，从而避免了股权高度分散情况下的“免费搭车”问题；此外，大股东在某些情况下直接参与经营管理，解决了外部股东和内部管理层之间在投资机会、业绩表现上的“信息不对称”问题。因此，大股东对公司的控制有助于增加公司价值，使所有股东都能按照持股比率获得收益，这种收益可称为控制权的公共收益(Public Benefits of Control)。

另一方面，大股东也有可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益，通过追求自利目标而不是公司价值目标来实现自身福利最大化，例如大股东可以通过拥有足球俱乐部而获得精神上的成就感，大股东更有可能通过转移价格、关联交易等手段获取金钱上的巨额收益。这些收益并不按持股比例在所有股东之间进行分配，而只有大股东才能享有，因此可称为控制权的私人收益(Private Benefits of Control)。

衡量控制权价值的关键在于选择合适的基准价格，然后通过比较基准价格和控制权价格的差额来计算投票权价值。在既有的研究视野中，学术界试图通过以下三种途径来定量地衡量控制权价值。

第一种途径由 Lease, McConnell 和 Mikelson(1983)所提出，适用于发行差别投票权股票的公司，因为基于传统财务理论的看法，具有相同资产索取权的股票价格应该相同，如果具有不同投票权的股票价格有所不同，那么其价格差额就反映了控制权的私人收益。对意大利(Zingales, 1994)、美国(Zingales, 1995)、加拿大(Smith & Amoako, 1995)、瑞典(Kunz & Angle, 1998)、韩国(Chung & Kim, 1999)及以色列(Hauser, 2002)等国股市的研究均发现，高投票权股票的价格要高

于低(无)投票权股票的价格,这表明确实存在着控制权的私人收益。Nenova(2003)检验了 18 个国家中发行差别投票权股份的 661 家公司,发现大股东控制企业的私人收益最低为零(丹麦),最高达到公司价值的 50%(墨西哥)。

第二种途径由 Barclay 和 Holderness(1989)所提出,适用于发生大额股权交易的公司,其论点是大额股票交易一般代表公司控制权的转让交易,在一个有效市场上,股票市价反映了大股东进入后所能带来的公共收益,因此大额交易价格与其公告后股票市价的差额就代表控制权价值,特别是控制权的私人收益。Dyck 和 Zingales(2002)对 39 个国家的 412 宗控制权交易进行了分析,发现大额股票交易价格比公告后股票市价平均高出 14%,其中最低为日本(-4%),最高为巴西(65%)。

第三种途径由 Hanouna, Sarin 和 Shapiro(2001)所提出,适用于同时发生控制权交易和小额股权交易的公司,由于大额股权交易代表着控制权转移,因此控制权交易价格和小额交易价格的差额就代表控制权价值。他们分析了西方七国(G-7)在 1986-2000 年间发生的 9566 宗收购,发现控制权交易价格平均比小额股权交易价格高 20-30%。Atanasov(2002)对保加利亚的私有化股份拍卖进行了研究,发现私有化基金对大额股权的出价比对小额股权的出价高出近 10 倍,可见保加利亚企业具有特别高的控制权价值。

在实践中,大股东一般通过两种方式获取控制权的私人收益:一是通过关联交易转移公司资产和利润,如在公司和大股东之间出售资产、签订对大股东有利的转移定价、为大股东及其附属企业信用担保等;二是通过定向发行新股、内幕交易、秘密收购等金融交易歧视小股东利益。LLSV(2000)将大股东的上述行为形象地称为“掏空(Tunneling)”公司,并指出“掏空”在新兴市场中较为普遍,甚至在发达国家中也时有发生。Glaeser、Johnson 和 Shleifer(2001)对捷克股市的研究也表明,由于法律体系和监管制度过于宽松,上市公司的大股东——私有化投资基金(IPF)和公司内部人相互串通有计划地剥削小股东利益,“掏空”上市公司。

所有权集中与公司绩效

大股东对公司控制的公共收益和私人收益将对公司绩效产生两种相反的效

应。一方面，控制权的公共收益有利于降低传统的代理问题，从而对公司绩效产生正向的激励效应(Incentive Effect)；另一方面，控制的私人收益则有可能在企业项目选择、规模扩张、董事任命以及控制权转移等重大经营事项上产生代理成本，特别是当现金流量所有权和投票权发生分离，即大股东拥有股权少，却对企业的控制权大时，大股东产生仅顾私利的道德风险的机会也就相对高，此时代理成本尤为巨大，从而使公司经营偏离利润最大化的目标，对绩效产生负向的侵害效应(Entrenchment Effect)。¹⁰

Classens、Djankov、Fan 和 Lang(2001)对 8 个东亚国家(地区)的 1301 家上市公司进行了研究，发现公司市净率(每股市价与每股净资产比率)与控股股东的现金流量所有权成正向关系，但与现金流量所有权和控制权的分离程度呈负向关系，这种负向关系在家族控股和国家控股型公司中较为显著，但对于金融机构控股和股权分散型企业控股的公司则并不显著。这一研究结果表明，现金流量所有权的增加将带来激励效应，而现金流量所有权和控制权的分离将产生侵害效应。Gorton 和 Schmid(2000)对德国公司以及 Lins(2003)对 18 个新兴市场的研究也发现了相似的结论。

在转轨经济国家中，现有的研究证据大都支持相对集中的所有权结构，并且发现外资大股东对企业绩效具有正向影响。这表明，大股东控制的激励效应在转轨经济国家中表现得更为明显。Claessens(1997)分析了捷克及斯洛伐克在 1992-1993 年间实行的大规模民营化计划，发现分散于小股东的所有权结构不能有效地监督管理层，影响了公司的效率提升，从而导致股票价格与所有权集中度呈正相关。在另一篇更为详细的论文中，Claessens 和 Djankov(1999)发现，集中的所有权结构与企业财务绩效呈正相关，并且外资股东的引入有利于提高企业的盈利性。Frydman, Gray 和 Hessel(1999)以捷克、匈牙利和波兰的 506 家企业为研究对象，发现企业绩效与内部人所有权比重呈负相关性，但与外部人(非员工)的所有权比重呈正相关性。Megginson 和 Nash(2001)研究了 1991-1995 期间，29 个国家的 118 个民营化企业，发现外资股东的所有权比重越大，企业的效率提升幅度也越高，但效率提升幅度与政府所有权和员工所有权比重呈负相关。

另有一些相关文献侧重于研究大股东控制对公司重大决策的影响，这些文献

¹⁰ 当管理层持有公司股份时同样会产生激励效应和侵害效应。Holderness(2002)的研究综述表明，美国企业管理层持股和公司价值的关系有时为正，有时为负，但却不存在显著性。

主要集中在以下方面：一是管理层任命决策，例如，Volpin(2002)对意大利企业的研究显示，当控股股东担任 CEO，或控制权集中在一个股东手中，或者控股股东拥有的现金流量权低于 50%时，高层管理人员更替对公司绩效的敏感性较低。Gibson(2003)以 8 个新兴市场的上市公司为对象，发现绩效下降的企业更可能更替 CEO，但是当企业拥有国内大股东时，绩效下降与 CEO 更替之间的关系开始消失。二是多元化决策，如 Lins 和 Servaes(2002)对 7 个新兴市场国家的上市公司进行的研究表明，当企业从属于某一集团或者管理层的持股比例在 10%—13%之间时，多元化经营会降低公司价值，这种多元化折价在大股东控制权超过现金流量权的公司中特别明显。三是股利决策，Faccio、Lang 和 Young(2001)研究了 5 个西欧国家和 9 个东亚国家(地区)上市公司的派息比率，发现被大股东紧密控制的公司会派发高股息，特别是那些现金流量所有权与控制权比率越低的公司；与之相反，被大股东非紧密控制的公司股息比率较低，并且现金流量所有权与控制权比率越低的公司派息比率越低。对这一现象的解释是，投资者留意到紧密控制型公司容易受到大股东的剥削，因此公司倾向于派发高股息以免除投资者的忧虑；但是，投资者似乎较少留意非紧密公司被剥削的可能性，因此这些公司往往减少股息以备大股东侵占。

法律、投资者保护与公司治理

法律、投资者保护与所有权集中

Hart(1995)曾指出，不同证券的本质特征是其赋予持有者不同的权利，如股票赋予股东对公司重大事项的投票权，债券则赋予债权人具有在公司违约时处置抵押物的权利。然而，投资者对上述权利的拥有和行使依赖于保护投资者的法律体系和执法力度，特别是当投资者的利益受到经理层或大股东侵害，而公司内部治理机制陷于失效时，必须设置有效的外部司法机制使小股东的各项权益都能获得法律救济。因此，可以将法律视为一种特殊的外部治理机制。

传统的公司治理研究往往以单个国家内的公司为对象，由于这些公司在相同的法律体系下运作，因而研究者无法认识国家之间的法律体系差异对所有权结构

和公司治理的影响，法律作为外部治理机制的角色在很大程度上受到了忽略。例如 Jensen(1993)虽然承认法律及监管可以作为一种公司治理机制，但认为法律不能有效解决解决股东和管理层之间的代理问题。但随着 20 世纪 90 年代末学术界开始进行公司治理的国别比较研究，人们逐渐认识到法律在所有权结构形成和公司治理发展中扮演的重要角色。

研究表明，法律体系确实对小股东利益保护具有重大影响。LLSV(2000)指出，大陆法(Civil Law)国家的法庭常常以当事人是否遵守法律条文来判断关联交易和“掏空”行为，而普通法(Common Law)国家的法庭则以相关交易是否公平对待小股东来判断“掏空”行为，并且实行“举证责任在辩方”的制度。¹¹因此，普通法可以更有效地抑制大股东的“掏空”行为。Dyck 和 Zingales(2002) 分析了 39 个国家的大额股票交易，并以投资者权利、信息披露和执法强度这三个指标来代表法律制度，发现较强的投资者保护有助于降低控制权的私人收益。Nenova(2003)的研究也发现了相似的结论，法律对小股东利益的保护、对收购的监管以及相应的执法强度等因素可以解释 70%的控制权私人收益的变化。LLSV(2001)对 33 个国家共 4000 家企业的股利政策进行了分析，发现在投资者保护较强的普通法国家中，当企业面临的投资机会较少时，将会向投资者支付较高的股利；而在投资者保护较弱的国家中，企业倾向于进行低效益的投资。可见，法律对投资者的保护有助于降低与自由现金流相关的代理成本，减少大股东侵害小股东利益的可能性。

如果法律体系不能对投资者利益提供足够的保护，那么将对所有权结构产生以下三种影响：首先，投资者将寻求成为控制者，通过所有权和控制权集中来有效监督经理层(LLSV, 1997)；其次，外部投资者将需要较高的风险溢价，加大企业的资本成本和筹资难度，从而导致股权集中在公司创始人(或后代)手中；此外，大股东对公司的控制可以带来较大的私人收益，导致所有权和控制权的进一步集中，并产生分离现象。显然，上述三种影响将带来一个结果，即在法律对投资者保护较弱的国家中，公司将具有较高的所有权集中度。

¹¹ 在比较法学(Comparative Legal)的范畴内，一般根据：①法律体系的历史背景和发展；②法律的理论和宗教溯源；③法官的判案方法；④法律概念的特征；⑤具体的法律制度等标准将法律划分为普通法和大陆法两大法系(Glendon, 1992)。普通法系源于英格兰法律，主要通过法官的判例来形成法律制度；而大陆法系则源于罗马法律，主要通过法律学者来确定和形成法律条文，可分为法国、德国和斯堪的那维亚三个分支。

LLSV(1998)分析了普通法和大陆法(斯堪的那维亚—大陆法系、德国—大陆法系、法国—大陆法系)两大法系对投资者保护的差异。首先,根据担保债权人的偿还优先程度、对企业重组的限制程度、经理层在重组过程中是否保持经营控制权、以及对法定准备金的要求这五项指标,对不同法系的国家进行了排序,结果发现,普通法系国家对债权人权利的法律保护最为完善,而法国和斯堪的那维亚式大陆法系对债权人的保护相对较差,德国法系则位于两者之间。其次,LLSV又根据一人一票制、委托投票制、累计投票制、优先认股权、召开股东大会所需的最低股权比例、强制性股利分配等制度,比较不同法系对股东权利的保护程度,其中普通法系对股东权利的法律保护程度最高,而德国法系最低。此外,LLSV还根据法律系统效率、法制传统、政府腐败系数、违约风险等因素,对不同法系国家的执法力度进行比较,结果显示,斯堪的那维亚法系国家的执法力度名列前茅,而法国—大陆法系则排在最后。总体而言,普通法系国家相对于大陆法系国家提供了较好的投资者保护,而大陆法系内部的差异则并不显著。LLSV以全球49个国家的十大上市公司为对象,以其前三大股东的持股比例来衡量所有权集中度,发现法国—大陆法系公司的所有权集中度显著高于其他三大法系。

LLSV(1999)进一步分析了法律和控制权形态的关系。他们将全球27个富裕国家划分为强投资者保护和弱投资者保护两个组别,发现强投资者保护的国家中具有更多的控制权分散型公司。

投资者保护、公司治理与经济绩效

作为一种特殊的外部治理机制,法律对投资者的保护在微观层面影响了企业的资本成本、投资收益率、多元化经营、治理水平以及股票定价,进而在宏观层面上影响资本市场的规模及功能发展,最终影响到一国的资本配置效率和经济增长。

从融资行为来看,投资者保护的缺乏将迫使企业内部人持有大量股份,使得内部人(大股东和经理层)自身的财产组合无法分散化,从而导致内部人对较高风险溢价的需求,最终将增加企业的资本成本。Himmelberg, Hubbard 和

Love(2002)对 38 个国家的 6000 余家企业进行了实证研究,发现投资者保护程度及司法效率与内部人持股比重呈负相关,而内部人持股比重则与企业资本成本呈正相关。

从投资行为的角度来看,在投资者保护薄弱的情况下,大股东及经理层将支付较少的股利,而保存大量现金流用于追求自利目标,如投资于低收益但却可能对大股东及经理层带来私人收益的项目。因此,投资者保护较强国家中的企业应具有较高的投资收益率。Gugler、Mueller 和 Yurtoglu(2003)对 61 个国家的 19000 家企业进行了分析,发现普通法系国家企业的投资收益率不低于资本成本,但大陆法系国家中的企业的投资收益率却低于资本成本。可见,强有力的投资者保护和公司治理有利于提高公司的投资收益率。

在多元化经营方面,缺少投资者保护将导致企业难以获得外部资本,从而使企业通过多元化经营创造的内部资本市场更有价值。Fauver, Houston 和 Naranjo(2003)以 35 个国家中的 8000 家企业为研究对象,分析多元化经营对企业价值的影响。结果发现,在投资者保护较弱的国家中,多元化对企业价值具有更大的正向影响(或更小的负向影响),这一结论表明,单个企业可以通过自身实践来弥补投资者保护不足对筹集外部资金的负面影响。

在公司治理方面,如果一国法律体系对股东权益的保护力度较弱,那么单个企业提高投资者保护将面临较高的成本,其公司治理水平一般较低。Klapper 和 Love(2002)分析里昂证券(CLSA)对全球 25 个新兴市场的 495 家上市公司治理水平的评级信息,结果表明,股东权利保护和执法力度较强国家中的企业具有较高的公司治理水平。此外,他们的研究还显示,较高的公司治理水平能提高企业的财务绩效和 market value,这种正向效应在投资者保护法律不完善的市场中尤为明显。这表明,强有力的投资者保护可以制止大股东和经理层的侵占行为,确保企业利润回报给投资者,因此,在投资者保护较强的国家中,投资者将对证券给与较高的定价。LLSV(2002)研究了 27 个富裕国家的 539 家大型上市公司,发现在投资者保护较强的国家中,企业拥有较高的托宾 Q 比率。

在宏观层面上,投资者保护首先将影响金融市场的发展。一方面,较强的投资者保护可以促使投资者对股票予以较高定价,这意味着企业可以较低的资本成本进行融资,从而有利于资本市场的规模拓展。另一方面,较强的投资者保护带

来分散的所有权结构，进而形成高流动性和高效率的股票交易，有利于资本市场的功能深化。LLSV(1997)以前十大上市公司的股票市值与 GNP 比率、每百万人的上市公司数以及每百万人的新上市公司数这三个指标来衡量股票市场的发展，以债务总值(私有部门银行债务总额加债券发行总面值)与 GNP 的比例来衡量债务融资的发展情况，在此基础上对 49 个国家进行了分析。结果发现，在投资者保护最好的普通法国家中，上述四个指标的值都最大；而在投资者保护最差的法国大陆法国家中，上述四个指标的值都最小；进一步的回归分析也表明，企业对股权融资的使用与投资者保护程度成正相关。Demirguc-Kunt 和 Maksimovic(2002)则研究了 40 个国家的企业，发现一国法律体系的发展有助于解释企业利用外部资金的程度。

在增强企业投资收益率的基础上，强有力的投资者保护有利于整个金融市场的配置效率。Wurgler(2000)对 1963—1995 年间的 65 个国家的产业发展进行了分析，结果显示，强有力的投资者保护可限制企业对衰退产业的过度投资，同时可提高对增长产业的资本投资，结果增强了整个金融市场的资本配置效率。

在促进金融市场发展的同时，投资者保护程度将会影响金融市场的抗风险能力。Johnson, Boone, Breach 和 Friedman(2000)认为，当经济前景看好时，公司内部人为了进行持续的外部融资将会善待外部投资者；而当经济前景恶化时，内部人将会侵害外部投资者的利益，从而导致金融市场的大幅下跌。他们以 1997—1998 年亚洲金融危机中 25 个国家为研究对象，发现投资者保护指数和执法质量比宏观经济变量更能解释各国(地区)股价下跌幅度和汇率贬值程度。与上述结论相一致，Lemmon 和 Lins(2001)分析了 8 个亚洲国家企业对亚洲金融危机的反应，发现在小股东利益较易受到侵害的国家中，企业的股价和托宾 Q 比率下降幅度较大。

总的来说，既有的大量研究一致支持投资者保护对公司治理、企业绩效和金融市场发展具有积极影响，由此自然而生的一个论断是投资者保护将有利于促进实体经济的良好运行。循着这一思路，关于金融发展和经济增长的研究目前出现

了一个新的趋势，那就是将法律制度作为金融市场发展的外生决定因素，从而直接研究法律制度和经济增长的关系。

关于公司治理模式的争论

早期的公司治理研究集中于美国、英国、日本和德国这四个国家，因此人们主要根据公司的融资形态将治理模式和金融体系划分成市场导向和银行导向这两种类型。其中，前者以英美为代表，企业较多地依赖资本市场进行外部融资，控制权市场在公司治理中扮演重要角色；而后者以日德为代表，银行在公司融资和治理中发挥着巨大作用。

然而，关于市场导向和银行导向的划分更多地是从公司治理的表象出发，因而无法正确和客观地评价不同治理模式的优劣，并且无法为各国的公司治理改革指出一条可行之路。首先，将公司治理模式划分为市场导向和银行导向两种模式实质上蕴含了这样一个假设，即债务融资和股票融资是互相替代的，但事实却并非如此。例如，日本拥有强有力的银行体系，但同时也拥有高度发达的股票市场和股权分散的上市公司；而法国大陆法系国家(如意大利)的信贷市场和股票市场都不发达。LLSV(1997)的研究也显示，在股票市场发达的国家，私人债务总额与 GNP 的比率也较高。其次，上述划分的另一个假设是基于《格拉斯—斯蒂格尔法(Glass-Steagall Act)》，该法禁止商业银行拥有工商企业的股权，如 Roe(1994)就认为，1933 年出台的《格拉斯—斯蒂格尔法》反映了美国公众对集中的金融权力的厌恶，从而使政治家们选择了严格限制金融机构权力的法案，进而使美国企业形成了分散的所有权。然而，格拉斯—斯蒂格尔法对解释美国和德国在金融系统和公司治理上的差别较为适用，但大部分国家并不存在类似格拉斯—斯蒂格尔法这样的监管限制，如英国的法律并不限制银行拥有企业股份，但事实上英国的商业银行并不拥有企业股份。LLSV(1999)的研究结果也显示，格拉斯—斯蒂格尔式监管对各国企业的所有权集中度并没有解释能力。

LLSV(2000)指出，当投资者对其资金的索取权受到法律保护时，某种融资方式才能发展起来。因此，法律对投资者保护的差异是决定金融发展的最基本因素，并且是划分不同的治理模式和金融系统的本质特征。从这一角度来看，不同的公司治理模式事实上是投资者保护程度和所有权集中度的不同组合，英美模式

是强投资者保护和分散型股权结构的组合，而日德模式则是弱投资者保护和集中型股权结构的组合。Mayer(2002)据此认为，前一种组合有利于企业从外部筹集基金并进行有效的配置，能适应经营环境的剧烈变化，适合于具有高技术和高风险特征的企业；而后一种组合则有利于企业的稳定运营，适合于具有标准化生产过程和广泛运用成熟技术的企业。

自从认识到各国公司治理模式存在着巨大差异，人们就开始争论何种模式更为有效，并为寻求一种理想的公司治理模式而展开不懈努力。上个世纪 80 年代，在日本泡沫经济虚假繁荣和日本企业全球扩张的光环照耀下，银行导向治理模式普遍被认为具有较强的竞争优势，如 Aoki (1993)和 Porter(1992)认为，富有远见的银行可以使企业更注重长期投资决策；而 Hoshi(1991)则指出，银行可以在借贷企业绩效不佳时进行有效干预，从而避免了市场导向模式下成本高昂且较具破坏力的购并行为。然而，随着 90 年代后日本泡沫经济的破灭和美国“新经济”现象的出现，人们开始重新思考不同治理模式的优劣。Kang 和 Stulz(1998)的研究表明，日本的银行并没有促进企业的理性投资，相反却加剧了企业的预算软约束，并且向绩效不佳亟需进行重大重组的企业予以过度借贷。Weinstein 和 Yafeh(1998)以及 Mock 和 Nakamura(1999)指出，日本的银行经常与企业经理层合谋以阻止外部的控制威胁，并且在银行信贷活动中进行寻租。Edwards 和 Fischer(1994)、Hellwig(1999)对德国公司治理的研究也发现了相似的结论。与银行导向模式的被质疑和冷落恰恰相反，市场导向模式开始受到人们的普遍支持和赞誉。Rajan 和 Zingales(2000)认为，英美模式在长期内有利于企业筹集基金并进行有效的配置，但英美模式只有在透明性较高和投资者保护力度较强的环境下才能有效发挥作用。Bradley, Schipani 和 Sundaram(2000)则强调英美模式具有较高的灵活性，可以使企业更好地适应经营环境的剧烈变化。

关于市场导向模式和银行导向模式的争论在很大程度上也是金融模式论和“利益相关者(Stakeholders)”论的争论。金融模式论是公司治理的主流观点，该理论认为股东拥有公司，公司应按照股东的利益进行管理；而“利益相关者”论则认为，除了股东以外，公司还拥有提供“专用性投资”的利益相关者(如雇员、供应商、债权人、客户等)，因此公司存在的目标不是单一地为股东提供回报，也应考虑利益相关者的利益(Kay, 1996)。然而，Tirole(1998)指出，要求经理层

为多个目标服务事实上会导致他们对所有的目标都不负责，并且使经理层更容易在分散的目标下获取私利。Gorton 和 Schmid(1999)的研究发现，德国的分享控制权和共同决策制度显然拖延并扭曲了决策制定过程，并且对股东价值产生了负面影响。

公司治理的改革与趋同

在过去十年中，公司治理改革已成为全球关注的热点问题。正如任何改革一样，明确改革目标是讨论改革政策的基本出发点，而公司治理改革的基本目标是要分散较为集中的所有权结构，促进金融市场发展，并提高资本的配置效率。根据既有的理论分析，强化对投资者利益的法律保护是实现上述目标的前提条件，因而也是公司治理改革的基本政策。Coffee(1999)和 Gilson(2000)指出，强化投资者保护力度可通过两种方式实现：一是法律趋同(Legal Convergence)，即投资者保护的相关法规和执法机制向国际成功标准趋同，这需要对法律、监管和司法体系进行较大幅度的改革；二是功能趋同(Functional Convergence)，即在缺乏投资者保护的法律架构的条件下，个人投资者和企业的行为将自主地创造强有力的投资者保护，例如企业可以在投资者保护力度较强的市场上市，投资者也可以选择这些市场进行投资。

正如 LLSV(1998)所揭示的那样，一国的法源决定了投资者保护的力度。因此，对大部分国家而言，强化投资者保护力度需要对证券法、公司法及破产法进行激进的改革，从而构成相互补充的法律体系。与此同时，也需要对保护投资者的证券监管和司法机制进行激进改革。然而，理论并不意味着现实，法律体系的趋同在政治和经济上都面临着较大障碍。Roe(1999)指出，强化对小投资者的利益保护将削弱大股东对企业控制的私人收益，而大股东在经济和政治活动中一般具有较大的影响力，因此大股东大都竭力反对法律改革，并将投资者保护称为对“企业家的掠夺”。LLSV(1999)则指出，在投资者保护较弱的国家中，大部分信贷都被少数大企业所获得，当新创业者发现好的投资项目时，一般都会向这些大企业寻求资金投入，从而使大企业可以免受竞争威胁。可见，投资者保护的薄弱使得大企业拥有可靠的融资、安全的市场和随之而生的政治影响力，因此他们具有强烈的动机来反对法律改革以维持现有体系。LLSV(2000)还指出，改革投资

者保护的法律体系在某种程度上是将政府拥有的公司监管权移交给投资者，因此也会遭到政治上的阻力。

Coffee(1999)指出，各国公司法将沿着改革阻力最小的路径进行演化。因此在大部分国家，法律体系的改革将是缓慢的，甚至有可能出现停滞。此时，“功能趋同”将对强化投资者保护起到推动作用。资本市场全球化和自由化不但带来了资本的全球流动，而且也对公司治理的功能趋同提出了现实要求。在这种情况下，企业可通过种种形式实现“功能趋同”，提高自身的治理水平。例如，企业可以通过公司章程等个性化的契约，向投资者提供比法律更完善的投资者保护；企业也可以选择投资者保护较强的证券交易所上市，Reese 和 Weisbach(2001)的研究就发现，外国公司选择在美国上市的目的是为了保护投资者利益；此外，企业也可以选择被来自投资者保护较强国家的企业所收购。

“法律趋同”和“功能趋同”的方向无疑是强化投资者保护，而实践层面的发展也提供了越来越多的证据支持。Hansmann 和 Kraakman(2000)指出，公司的基本形式在全球范围内已取得了很大程度的一致，如管理层应以股东利益为行事准则，缩小董事会规模，同时引入大量的外部董事等。Wojcik(2001)分析了德国公司所有权结构在 1997 年至 2001 年间的变化情况，发现所有权集中度显著降低，交叉持股趋向解体，同时金融机构作为大股东的重要性也在不断降低。Wojcik 据此认为德国公司的治理模式正向提高投资者保护的方向演化。此外，各国颁布的大量公司治理准则也表明，全球治理模式正在向注重投资者保护的盎格鲁—撒克逊模式趋同。但 Khanna, Kogan 和 Palepu(2002)对 37 个国家的公司治理进行了综合研究，他们发现公司治理的趋同主要体现在理论上，如各国法律体系正在走向趋同，但在实践层面上还没有走向趋同。这是因为全球化虽然导致各国采纳了一些共同的公司治理机制，但这些机制目前仍未得到切实执行。

然而，投资者利益的保护虽然是必需的，但还不是良好的公司治理和有效的证券市场产生的充分条件。从实践角度来考虑，公司治理的改革过程还需要解决好以下问题。

一是要强化政府对证券市场的监管。Glaeser 等(2001)以波兰和捷克两国证券市场的发展为例，指出当法律和司法不能有效保护投资者时，政府监管者的执法可起到替代作用。在上个世纪 90 年代初期，开始迈上转轨之路的波兰和捷克两

国都拥有效率低下和不完善的司法制度，从而限制了以司法程序保护投资者的可能性。在这种情况下，两国都通过和修改了各自的证券法和公司法，但波兰采取了比捷克更为严格的监管立场，不但通过了高度保护投资者的法规，而且成立了独立且具有较强执法权力的证券监管机构。这些改革有效制止了侵占投资者利益现象的发生，促进了波兰证券市场的发展和公司的股权融资。与此相反，捷克对证券市场实施了自由放任的监管，没有成立强有力的监管机构，结果导致大股东“掏空”行为猖獗，严重损害了投资者的利益和信心，捷克股票市场也一度陷入崩溃状态。

二是要关注其他因素对公司治理改革的支持作用。正如“法与金融”论点的批评者们所指出的那样，对投资者利益的法律保护和金融市场的发展程度可能是由文化、政治、资源禀赋及社会规范等其他外生因素决定的¹²。因此，法律层面的“单兵突进”并不能带来有效的所有权结构和公司治理，而必须从政治基础、市场基础和文化基础等更为广泛的社会层面上对公司治理改革进行强有力的支持。从这一角度来看，公司治理改革只有在特殊情况下出现利益均势的重大调整时才有可能获得成功，这显然和其他改革并无二致。例如，美国在 20 世纪 30 年代的“经济大萧条”过程中强化了证券监管，建立了以信息披露和保护投资者为本的证券监管体系；日本在二战后引入了以美国伊利诺斯州公司法为蓝本的公司法；东亚国家(地区)在亚洲金融危机后完善了破产法；美国则在“安然事件”后迅速通过了强化公司治理和财务制度的《萨班斯-奥克斯莱法案》。

毫无疑问，市场力量是导致公司治理走向趋同的主要原因，而趋同的方向则是强化投资者保护。但是，人们还无法确知不同的社会因素对公司治理趋同速度的影响，也无法完全了解不同的治理机制如何相互作用并形成最优的治理结构，而这正是未来公司治理研究的主要方向。

中国公司治理研究的进展

中国公司治理结构的特点

¹² 关于“法与金融”论点的争议，可参阅 Choi(2002)。

作为转轨经济过程中引入的制度安排，中国上市公司治理结构的复杂性在于：

一方面，中国上市公司的出现不是古典企业制度发展的自然结果，而主要是在否定、改造计划经济企业制度的过程中被嫁接到企业中去，并被赋予改革国有企业的使命。为了不动摇公有制的主导地位，政策设计者在股权结构安排上引入了国有股、法人股和公众流通股，其中国有股处于绝对控股的地位。在这种特殊的股权结构下，公司治理的核心不但包括管理层和股东之间的利益冲突，更多的是控股大股东和广大中小股东之间的利益冲突。

另一方面，中国上市公司的治理又带有转轨经济的共同特性，即在对数量众多、规模庞大的国有企业进行改造和重组时，由于法律体系缺乏和监督力度的薄弱，经理层利用计划经济解体后留下的真空对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为实际的企业所有者，出现内部人控制(Insider Control)现象。

上海证券交易所研究中心(2000)在对上市公司治理问题进行广泛、深入的专题研究、问卷调查和实地调研的基础上，指出中国现行的上市公司治理结构主要有两种模式，即控股股东模式和内部人控制模式。这两种模式常常在一个企业中复杂地重叠在一起。在控股股东模式中，当控股股东为私人或私人企业时，往往出现家族企业的现象；而当控股股东为国家时，往往出现政企不分现象，国家对企业进行的大量直接干预和政治控制往往与公司价值最大化的要求相悖。以上两种模式在实践中通常融合成一种形式，即关键人控制模式(Key-person Control Model)：关键人通常为公司的最高级管理人员或(和)控股股东代表，他们大权独揽，一人具有几乎无所不管的控制权，且常常集控制权、执行权和监督权于一身，并有较大的任意权力。

何浚(1998)以截至1996年底，在沪深证券交易所上市的全部53家公司为样本，从公司的股权结构入手，分不同行业对我国上市公司的治理结构进行了分析。结果表明，股权结构畸形、国有资本主体缺位、股东控制权残缺和经理人员的约束机制不健全是我国上市公司治理结构的主要缺陷。此外，何浚以内部董事人数占董事会成员总数的比例来衡量“内部人控制制度”，发现内部人控制制度平均为76.6%，并且随着股权的集中呈现出增大的趋势。

谷书堂、李维安和高明华(1999)对1997年底前上市的104家上市公司进行

了问卷调查,得到了以下主要结论:第一,我国上市公司的内部治理机制初步符合现代企业所要求的运行规范和治理功能,但还很不规范;第二,决策问题的主要提出者和参与者均以董事会(高层管理人员)为主,职工董事、监事会、上级主管部门更多地起相关补充作用;第三,初步建立董事行为规范标准、任期制、对董事(高级管理人员)的更换、培养和考核机制。

赵瑜刚和王立彦(2000)对北京地区的16家上市公司进行了实地调研,发现:除了高层管理人员的双重任职外,上市公司的法人治理结构相对完善,但是董事、监事的变动较为频繁,不利于公司的持续稳定发展;其次,公司上市后治理结构在形式上的完善并不说明公司机制的转换,从激励制度、考核制度和内控制度的调研结果来看,国有独家控股的公司的机制转换较差,其中国有事业单位独家控股的,其机制最不灵活,国有相对控股和有外资股或民营股的,其机制较为灵活。

所有权结构、公司治理与企业绩效

所有权结构是公司治理的一个重要的潜在机制,我国上市公司高度集中的所有权结构及独有的“股权分割”格局对公司治理和绩效无疑有着巨大的影响,关于我国上市公司股权结构与公司绩效的研究一直是近年来公司治理研究的热点问题。

许小年和王燕(1998)较早研究了我国上市公司的所有权结构对绩效的影响,他们对1993—1995年期间的上市公司进行了实证研究,结果表明,股权集中度和法人股比重对公司绩效具有显著的正向影响,国家股比重对公司绩效有负面影响,而流通股比重对公司绩效无显著影响。据此,他们强调了股权集中和法人股东在公司治理中的积极作用。

许小年和王燕的研究产生了较为广泛的影响,并激发了许多学者就此问题进行更深入的研究。

从国内来看,孙永祥和黄祖辉(1999)认为,与股权高度分散相比,股权高度集中有利于经营激励、收购兼并及监督机制发挥作用,因而该种股权结构有利于公司业绩的提高。他们对1998年底在沪深交易所上市的503家A股公司进行了实证研究,发现股权集中度和托宾Q值之间呈现U形关系,该结论一定程度表明了其假说的正确性。施东晖(2000)则发现国有股和流通股比例与上市公司业绩之

间没有显著的关系，法人股东在公司治理中的作用是不一样的，社会法人为主要股东的股权分散型公司的业绩好于法人控股型公司，法人控股型公司的业绩则好于国有控股型公司。

然而，所有权结构对绩效的影响可能是状态依存的，它取决于行业的竞争性，有些研究也注意到了这一问题。陈晓(2000)在对行业、公司规模和宏观经济条件等因素加以控制后，使用来自电子电器、商业和公用事业三个行业上市公司的数据进行了分析，发现法人股和流通股对企业绩效有正面影响，而国有股有负面影响的预期只在竞争性较强的电子电器行业成立，在竞争性相对较弱的其他两个行业则不成立。朱武祥和宋勇(2001)以家电行业的 20 家上市公司为样本，分析股权结构与企业价值的相关性。结果表明，在竞争比较激烈的家电行业，股权结构与企业价值并无显著相关性。陈小悦和徐晓东(2001)对深交所 1996-1999 年除金融行业以外的上市公司的研究表明，在公司治理对外部投资者利益缺乏保护的情况下，流通股比例与企业业绩之间为负相关；在非保护性行业中第一大股东持股比例与企业业绩正相关；而国有股比例、法人股比例与企业业绩之间的相关关系不显著。

我国上市公司股权结构与绩效的关系也引起了海外学者的关注。与许小年和王燕的研究结论相反，Chen(1998)发现上市公司的业绩与国有股比例正相关，而不是与法人股正相关。Sun, Tong & Tong(2002)把国有股和法人股视为同样的股权类别，作为政府持股的指标，采用 1994-1997 的样本，发现公司业绩和政府股权比例之间呈倒 U 形关系，即适度的国有股比例对上市公司业绩是最优的。Tian(2001)利用 1994-1998 的数据样本得出了与 Sun, Tong & Tong(2002)完全相反的结论，他们发现政府股权和公司价值之间是 U 形的关系，即适度的混合所有权形式是最差的模式，国有股权占少部分的时候，增加国有股权会导致公司价值的下降，而在国有股权足够高的时候，公司的价值则随着国有股权的增加而增加。Liu & Sun(2002)认为前面的文献研究存在一个共同的问题，即没有对公司的最终控制权进行区分，国有股和法人股的分割本质上是不清晰的，因为很多的法人控股股东仍然是国有企业，因而原有文献的研究结论可能是具有误导性的。Liu & Sun (2002)发现中国 84%的上市公司是由国家最终控股的，其中 8.5%由国家直接控制，75.6%的公司由国家进行间接控制。他们在区分最终控制权的基

础上比较了多种政府治理方式的效果，从中找出最没有效率的治理模式，但遗憾的是他们没有分析国有与非国有控股对公司业绩的影响。

以上研究的焦点是股权结构对公司绩效的影响，但没有考虑股权结构的内生性，即没有分析上市公司股权集中度的形成及其变动，从而有可能带来研究结论的偏差。冯根福和韩冰(2002)选取了 1996 年底上市的 181 家上市公司，采用 4 年的面板数据(Panel Data)对股权集中度变动进行了实证研究，分析结果表明，上市公司绩效、公司规模、持股主体与行业分布这些因素是影响上市公司股权集中度变动的主要因素。李涛(2002)也考虑了股权结构内生性的可能，其以 1998 年底的上市公司为样本，分析结果显示，公司上市时，政府在决定国有股比重过程中确实存在着逆向选择问题；而公司上市后，国有股比重内生决定于公司利润最大化过程，上市后的业绩越差，国有股比例越低。

显然，已有的关于股权结构与公司绩效的研究并没有取得较为一致的结论，究其原因，一是受制于中国股市较短的发展历史和数据的不易获得性，既有的研究样本无论在时间长度和代表性上都具有一定的局限性，且大都单纯使用横截面数据进行静态分析，从而影响了研究结论的稳定性；二是往往忽略了市场竞争的影响，事实上公司治理对绩效的影响有赖于市场竞争机制的发挥，忽略市场竞争的影响将带来研究结论的偏差；三是企业所有权结构的变化和形成可能是不同绩效水平的结果，即所有权结构具有内生性，因此直接估计所有权结构对绩效的影响将带来同时偏差(Simultaneity Bias)问题；四是既有文献大都选用净资产收益率或托宾 Q 值来衡量企业绩效，但净资产收益率没有考虑公司业绩的动态变化，而托宾 Q 值则受到中国股市非理性投资行为的影响。

不同公司治理机制对绩效的影响

不同的公司治理机制对绩效的影响也受到了学术界的关注。

魏刚(2000)对上市公司高管人员 1998 年的薪酬情况进行了研究，研究结果表明，上市公司高管人员年度货币收入偏低，薪酬结构不合理，形式单一，收入水平存在明显的行业差异，“零报酬”和“零持股”现象较为严重。此外，高管人员的年度报酬与上市公司的经营业绩并不存在显著的正相关关系。

于东智和谷立日(2002)以 2000 年底上市的 1083 家公司为样本，研究了公司

的领导权结构与经营绩效的关系,发现董事长和总经理的设立结构与公司绩效之间并不存在显著的线性关系。据此,作者认为,公司治理效率的根本决定因素在于合理的股权结构与市场化的人事任免机制,在现行的制度框架下,总经理兼任董事长可能是一种较好的选择。孙永祥(2001)指出,董事会的类型结构与职能分工结构具有较强的的重要性,他对我国上市公司的研究表明,董事会规模与公司绩效之间存在负相关关系,可见,较小的董事会规模有利于提高公司治理效率。

李格平和黄斌(1999)对 1997 年至 1999 年 6 月期间发生国家股转让的 43 家公司进行了分析,研究结果显示,通过增加法人股东的持股比例和法人大股东的引入改变了上市公司的股权结构,从而从根本上改善了董事会结构、经理人约束和激励机制以及内部人控制现象。可见,法人股大股东的引入有助于在股东和经营者之间建立以一个相对有效的权力制衡机制和激励机制。

龚玉池(2001)则研究了上市公司绩效与高层更换的关系,结果显示,高层更换的可能性与公司绩效显著负相关,特别是用经产业调整后的收益率度量公司绩效时;非常规更换与资产收益率、负营业收入显著负相关,但与股票超额收益并不显著相关。此外,该文还发现,外部董事对于公司绩效没有明显的作用,常规更换对公司绩效的改善并无影响,非常规更换对绩效的影响只在短期有效而在长期是无效的。