



创业板上市公司治理行为在治理结
构与治理绩效之间的中介效应研究
RESEARCH ON THE MEDIATING EFFECT OF
CORPORATE GOVERNANCE BEHAVIOR ON
CHINESE GEM LISTED COMPANIES BETWEEN
GOVERNANCE STRUCTURE AND
GOVERNANCE PERFORMANCE

伍韬
TAO WU

本博士学位论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理哲学博士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇一八年七月

博 士 论 文 封 面

创业板上市公司治理行为在治理结
构与治理绩效之间的中介效应研究

伍韬

二〇一八年



创业板上市公司治理行为在治理结
构与治理绩效之间的中介效应研究
RESEARCH ON THE MEDIATING EFFECT OF
CORPORATE GOVERNANCE BEHAVIOR ON
CHINESE GEM LISTED COMPANIES BETWEEN
GOVERNANCE STRUCTURE AND
GOVERNANCE PERFORMANCE

伍韬
TAO WU

本博士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理哲学博士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇一八年七月
版权归正大管理学院所有

摘要

论文题目： 创业板上市公司治理行为在治理结构与治理绩效之间的中介效应研究
作者： 伍韬
主导师 鲁桂华教授
学位名称： 工商管理哲学博士学位
专业名称： 工商管理专业(中文体系)
学年： 二〇一八年

随着第四次工业革命的来临，以各种新技术为代表的高新行业迅速发展壮大。作为为这些具有高新企业服务的创业板市场，也得到了迅猛的发展。相对主板市场，创业板市场是一个中小型的新兴市场，是一个新的现象。中国由于起步较晚，相对于其他国家，中国创业板市场还是一个崭新的市场。作为新兴的创业板市场，中国创业板市场利用其优势，聚焦了大量的社会资本，为中小企业解决了融资难题，这些企业得到了融资后加大了创新力度，实现了飞跃式的发展。中国情景下的创业板上市公司也展现出许多共性特征：第一，创业板上市公司行业背景主要是高科技行业，主营业务也与高科技行业相关。第二，创业板上市公司的丰富的创新活动带来了其高成长性。第三，创业板上市公司的主体是民营企业，股权结构相对单一。第四、创业板上市公司董事会和监事会的治理机构设置合理，满足法律要求。

一直以来，学者们基于不同理论视角，对公司所有者、管理者和利益相关者之间的制衡主要表现在监督和激励，虽然学者们对公司治理结构上的界定有明显差异，但在以下三方面存在共识：

第一，两权分离（即所有权和控制权分离）在一定程度下，造成该了委托者和代理人利益目标不一致，这可能会造成二者潜在的利益冲突。因此，以往学者大多以此为研究起点，开展对公司治理结构的相关研究。其中，以吴敬琏、杨瑞龙为代表的学者，关注所有者（委托人）和管理者（代理人）之间的制衡，以张维迎、林毅夫为代表的学者，关注前者对公司经营管理的控制。比较这两种流派，尽管研究的视角和研究路径不同，采取的研究方法也不同，但这两种流派所讨论的治理目标却是高度一致的，即控制因两权分离而造成的“委托-代理”成本上升的问题。

第二，尽管因研究视角不同，学者们对公司治理的定义有所不同，一部分学者将公司治理结构定义为所有者、管理者和利益相关者之间的制度安排、设计，一部分学者将公司治理结构定义为一种所有者、管理者和利益相关者之间相互制衡的组织结构，公司治理的最终目的是协调所有者和管理者之间的关系，以一种良性的监督约束机制运转公司。

第三，公司治理结构的宏观治理目标是提升企业价值，而企业价值的提升更多的依赖于管理层和员工。因此，公司治理结构的在微观层面的治理目标其实是建立一种机制，用以激励和约束管理层和员工。特别是约束行为，不仅可对公司的管理经营者行使，也可扩大范围，对公司的所有者甚至利益相关者行使，其目的在于确保管理经营者合法、合规、合理的对行驶控制权的同时，具有一定的自主空间，不会被无端干涉正常的经营管理行为。

本文认为，不论是何种流派，其本质上是对董事会、管理层、利益相关者的制衡和安排，且对治理结构的定义也不是本文的研究要点，所以，本文不去讨论治理结构究竟是一种决策机制、制度安排或是组织结构，而将研究视角放在治理的过程和结果上。而根据郝云宏(2012)的观点，公司治理不仅要讨论股权结构对绩效的影响，还要讨论主体对于对象的行为。不论是实践界对公司的实际治理，还是学术界对公司治理理论的研究，作为主要治理对象的董事会，都是关注的焦点。

因此，本研究根据学者们的研究路径，将治理结构的范围界定在股权结构与董事会结构两个维度上。公司治理研究的传统路径是“治理结构→公司绩效”，其逻辑关系在于研究治理结构对公司绩效的影响，研究的起点是治理的主体，研究的路径是根据其不同的治理行为来分析与解释绩效。

鉴于此，学术界的将研究切入点放在企业的治理模式、机制设计和内外相关因素对公司绩效的影响上，以此分析范式进行了大量的实证研究，得到了丰富的研究成果。但是，随着研究的逐渐深入，传统的“治理结构→公司绩效”的研究路径不足以解释愈加复杂的代理问题和股东至上理论与利益相关者理论二者的尖锐矛盾。简单的说，传统公司治理研究的主要矛盾是解决代理问题，但根据传统的研究路径，对代理问题的解释力度效力大减。这可能是因为在公司治理的实践中，在公司治理的实践中，委托代理问题并非如学者们定义的如此简单，在第一类代理问题尚未得到较好的解决时，逐步形成了第二类、第三类甚至第四类代理成本。

因此，由于愈加复杂的代理问题，在对代理问题的描述和研究变量的选择上，学者们基于不同的研究起点和理论依据，得出的研究结论差异较大，甚至相互矛

盾。另一方面是股东至上与利益相关者这两派理论在公司治理目标上理论基石和认知差异无法调和，学者们受制于所支持理论，在公司绩效指标的选取上的差异性也非常明显。因此，相对于“治理结构→公司绩效”的分析范式，其逻辑关系虽然简单清晰，易于说明和解释，但对具体问题的描述却比较困难，理论架构上的认知差异，造成了实证结果的差异性也是巨大的，甚至产生了大量南辕北辙、相互矛盾的结论。

尽管对公司治理的研究数量非常大，但研究结论过于多样化，甚至相互矛盾，这造成投资者、管理者的困惑，对实践多半不具备指导作用。可能存在的问题是，战略是企业长期活动的过程，但学者们对公司治理的研究大多都没有考虑过程，大多仍遵循“结构→绩效”的研究路线，而二者的逻辑关系可能并非如此的简单和直接，且在文献中均未得到合理解释，也未发现新的研究路径。因此，需要各因素对绩效是如何产生影响的，并挖掘其影响路径。

Zahra & Pearce (1989)认为，对于绩效的影响机理研究，前人“结构→绩效”的研究路径可能是不全面的，因学者们支持的理论有冲突，沿着这条路径进行研究，由此可能产生相互矛盾的研究结果。因此，他们提出假设：在结构影响绩效的作用机理中可能还存在中间过程。Finegold, Benson, & Hecht (2007)认为，董事会的特征属性，不直接影响公司绩效，而是通过影响董事会战略参与的行为和职能的履行，进而影响多维度的绩效。因此，本文认为，公司特征对绩效产生影响，其传递的逻辑可能是“特征→行为→结果”。在面临这样的研究困局时，似乎需要引入一种新的研究方法来解决这个问题。

因此，本文的研究路线借鉴 SCP 理论的研究范式，尝试在治理结构与治理绩效二者关系中，引入中介变量“治理行为”，而非是将公司治理结构等同市场结构、公司治理绩效等同于市场绩效进行分析。本文试图从“治理结构→治理行为→治理绩效”作用产生的路径和机理，厘清治理结构如何通过影响治理行为进而影响治理绩效，以及治理行为在治理结构和治理绩效中的中介效应，讨论三者之间的关系。

本文对已有研究具有如下贡献：

1. 建立了“治理结构→治理行为→治理绩效”的研究框架，弥补了传统“结构→绩效”的研究范式的不足，丰富了公司治理的框架体系。

2. 构建了“股权结构→股权激励行为→经营绩效”、“股权结构→薪酬激励行为→经营绩效”、“股权结构→监督行为→经营绩效”、“董事会结构→股权激励行为→创新绩效”、“董事会结构→薪酬激励行为→创新绩效”、“董事会结构→监督行为→创新绩效”六条研究路径。

3. 挖掘创新型企业情境下治理绩效的维度和评价指标，丰富了公司治理理论在创新型企业情境下的运用。

关键词：治理结构 治理行为 治理绩效 中介效应 中国创业板上市公司

ABSTRACT

Title: Research on the Mediating Effect of Corporate Governance Behavior on Chinese GEM Listed Companies between Governance Structure and Governance Performance

Author: Tao Wu

Advisor: Dr. Guihua Lu

Degree: Doctor of Philosophy (Business Administration)

Major: Business Administration (Chinese Program)

Academic Year: 2018

With the advent of the fourth industrial revolution, high-tech industries represented by various new technologies have grown rapidly. As the GEM market for these high-tech enterprises, it has also achieved rapid development. Compared with the main board market, the Growth Enterprise Market is a small and medium-sized emerging market and is a new phenomenon. Since China started relatively late, compared to other countries, the China Growth Enterprise Market is still a brand-new market. As an emerging GEM market, China's GEM market capitalized on its advantages, focused on a large number of social capital, and solved the financing problems for SMEs. These enterprises have increased their innovation and achieved a leap-forward development. The GEM listed companies under the China scenario also exhibit many common features: First, the companies listed on the ChiNext Board are mainly engaged in the high-tech industry as the company's main business. Second, the high growth of GEM listed companies is based on innovation. Third, the main body of GEM listed companies is private enterprises, and the ownership structure is relatively single. Fourth, the governance structure of the Board of Directors and the Board of Supervisors of the GEM listed company was set up to meet the legal requirements.

Scholars have been based on different theoretical perspectives. The checks and balances between company owners, managers, and stakeholders are mainly

manifested in supervision and incentives. Although scholars have distinct differences in the definition of corporate governance structure, there is a consensus in the following aspects: First, separation of ownership and control rights (separation of ownership and control rights), to a certain extent, results in inconsistent interest objectives of the commissioner and the agent, which may create potential conflicts of interest between the two. Therefore, most of the scholars in the past used this as a starting point to carry out research on the corporate governance structure. Scholars represented by Wu Jinglian and Yang Ruilong pay attention to the checks and balances between the owners (consignees) and managers (agents). Scholars represented by Zhang Weiying and Lin Yifu are concerned about the former's control over the company's management. Comparing the two schools, although the research perspectives and research paths are different, the research methods adopted are also different. However, the governance goals discussed by these two schools are the same, that is, controlling the “consignment-agent” costs caused by the separation of the two powers. The problem of rising.

Second, although the definition of corporate governance is different among scholars due to different research perspectives, some scholars define the corporate governance structure as the institutional arrangement and design between owners, managers, and stakeholders, and some scholars will govern corporate governance. The structure is defined as an organizational structure in which the owners, managers, and stakeholders balance each other. The ultimate goal of corporate governance is to coordinate the relationship between the owner and the manager, and to operate the company with a benign supervisory and restraint mechanism.

Third, the macro-governance goal of the corporate governance structure is to enhance corporate value, and the increase in corporate value depends more on management and employees. Therefore, the goal of corporate governance at the micro level is to establish a mechanism to motivate and constrain management and employees. In particular, restraint behaviors can not only be exercised by the company's managers, but also extend the scope to the owners of the company and even the stakeholders. The purpose is to ensure that management operators are legal, compliant, and reasonable. At the same time,

with a certain amount of autonomy, it will not be interfered with normal business management practices.

This article believes that regardless of the school, it is essentially the checks and balances of the board of directors, management, and stakeholders, and the definition of the governance structure is not the focus of this article. Therefore, this article does not discuss whether the governance structure is A decision-making mechanism, institutional arrangement or organizational structure, and the research perspective on the governance process and results. According to Hao Yunhong (2012), corporate governance is not only to discuss the impact of equity structure on performance, but also to discuss the subject's behavior on the object. Therefore, both the actual corporate governance practice and the previous corporate governance research will focus on the board of directors as the main target of governance. Therefore, based on the research path of scholars, this study defines the scope of governance structure in the two dimensions of equity structure and board structure.

The traditional path of corporate governance research is “corporate governance → corporate performance”. The starting point of its research is to analyze and explain governance performance based on the perspective of governance behavior of governance entities. Based on this logical relationship, the academia has put research on the governance model of enterprises, the design of mechanisms, and the influence of internal and external related factors on corporate performance. A large number of empirical studies have been carried out to analyze the paradigm and a wealth of research results have been obtained. . However, with the gradual deepening of research, the analytical paradigm of “Corporate Governance → Corporate Performance” in the academic community has greatly reduced the effectiveness of the following two explanations: Solving the agency problem is the main concern of traditional corporate governance research, in corporate governance In practice, the principal-agent problem is not as simple as the scholars have defined. When the first-type agency problem has not yet been properly solved, the second-, third- or even fourth-type agency costs are gradually formed. Therefore, due to the increasing complexity of agency issues, scholars have made great differences in the description and choice of agency issues. The other is the existence of

shareholder supremacy theory and stakeholder theory in corporate governance goals. With regard to cognitive differences, scholars are constrained by supported theories. The differences in the selection of company performance indicators are also very obvious. Therefore, relative to the analysis paradigm of “Corporate Governance → Corporate Performance”, the logical relationship is simple and clear, easy to explain and explain, but the description of specific issues is more difficult, the cognitive differences in the theoretical framework, resulting in empirical results The difference is also huge, and even produces a large number of contradictory conclusions.

Although the number of researches on corporate governance is very large, the research conclusions are too diversified and even contradictory with each other. This causes confusion for investors and managers, and it does not usually provide guidance for practice. The possible problem is that strategy is the process of long-term activities of the company. However, most of the scholars' research on corporate governance has not considered the process. Most of them still follow the research path of “structure→performance”, and the logical relationship between the two may not be the same. It is simple and direct, and has not been reasonably explained in the literature, and no new research path has been found. Therefore, it is necessary to find out how each factor influences performance and explore its impact path.

Zahra & Pearce (1989) believe that the direct relationship between the research firm's characteristics and performance may be misleading, which may produce contradictory research results. There should be an intermediate process between the characteristics of an enterprise and its performance. Finegold, Benson, & Hecht (2007) believe that the characteristic attributes of the board of directors influence multi-dimensional performance by affecting the performance of the board's strategic participation and performance. Therefore, this paper believes that the company's characteristics have an impact on performance, and its logic may be "feature → behavior → result." In the face of such research difficulties, it seems necessary to introduce a new research method to solve the problem.

Therefore, the research route of this article draws on the research paradigm of SCP theory and attempts to introduce the intermediary variable

“governance behavior” in the relationship between governance structure and governance performance, rather than equating the corporate governance structure with the market structure and corporate governance performance to the market. Performance analysis. This paper tries to find out the path and mechanism of “governance structure → governance behavior → governance performance” to clarify how the governance structure influences governance performance by influencing governance behavior and the mediating effect of governance behavior in governance structure and governance performance. The relationship between.

This paper has the following contributions to the existing research: (1) Established the research framework of “governance structure → governance behavior → governance performance”, deepened the research paradigm of “structure → behavior → performance”, and enriched the corporate governance framework. (2) Constructed “equity structure → equity incentive behavior → operating performance”, “equity structure → compensation incentive behavior → operating performance”, “equity structure → supervision behavior → operating performance”, “board structure → equity incentive behavior → innovation performance”, “Board structure” → Compensation incentive behavior → Innovation performance”, “Board structure → Supervision behavior → Innovation performance” six path models. (3) Mining the dimensions of governance performance and evaluation indicators in the context of innovative enterprises, and enrich the application of corporate governance theory in the context of innovative enterprises.

Keywords: Governance Structure Governance Behavior Governance Performance
Mediation Effect Chinese Listed Companies on GEM

目录

摘要.....	I
ABSTRACT.....	V
目录.....	X
表格目录.....	XV
图片目录.....	XVII
第一章 引言.....	1
1.1 研究背景和选题意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 选题意义.....	6
1.2 研究目标与研究思路.....	7
1.2.1 研究目标.....	7
1.2.2 研究思路.....	7
1.3 研究内容.....	8
1.4 研究方法.....	9
1.4.1 文献资料法.....	9
1.4.2 描述性统计.....	10
1.4.3 回归分析.....	10
1.5 研究可能的创新之处.....	10
第二章 理论依据与研究现状.....	12
2.1 相关概念界定.....	12
2.1.1 中国创业板上市公司及其特征.....	12
2.1.2 公司治理结构.....	16

目录 (续)

2.1.3 公司治理行为	19
2.1.4 公司治理绩效	20
2.2 以公司治理为目标的多重理论整合	23
2.2.1 股东至上主义	23
2.2.2 利益相关者理论	24
2.2.3 组织控制理论	26
2.2.4 多元治理理论整合的创业板上市公司治理目标重构	28
2.3 公司治理的其他理论视角	30
2.3.1 代理理论	30
2.3.2 管家理论	31
2.3.3 管理霸权主义	31
2.3.4 法律视角	32
2.3.5 不同理论视角下的董事会治理比较	33
2.4 相关研究进展	33
2.4.1 治理结构对治理绩效的影响	34
2.4.2 治理结构特征通过行为对治理绩效的影响	37
2.4.3 中国创业板上市公司治理的相关研究	38
2.5 研究的切入点	39
2.6 本章小结	41
第三章 治理行为在治理结构与治理绩效之间中介效应的作用机理分析	43
3.1 企业治理主体与治理职能的界定	43
3.1.1 企业治理主体的确定	43
3.1.2 公司治理职能的界定	44

目录（续）

3.1.3 创业板上市公司的特殊性	51
3.2 公司治理结构通过行为对绩效的传导机理	53
3.2.1 股权结构到治理绩效（经营绩效）的传导机制	53
3.2.2 董事会结构到治理绩效（创新绩效）的传导机制	56
3.3 相关测量指标	59
3.3.1 治理结构测量指标	59
3.3.2 治理行为测量指标	61
3.3.3 治理绩效测量指标	61
3.4 本章小结	63
第四章 基于治理绩效形成机理的研究设计	64
4.1 基于中介效应的研究经验模型设计	64
4.2 研究假设	66
4.2.1 治理结构与治理绩效的研究假设	66
4.2.2 治理行为中介效应的研究假设	68
4.3 变量选取	69
4.3.1 治理结构变量	69
4.3.2 治理行为变量	69
4.3.3 治理绩效变量	69
4.4 计量模型设计	70
4.4.1 监督行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应计量模型设计	71
4.4.2 激励行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应计量模型设计	72
4.4.3 监督行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应计量模型设计 ..	73
4.4.4 激励行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应计量模型设计 ..	73

目录 (续)

4.5 本章小结	74
第五章 基于治理绩效形成机理的实证检验	75
5.1 样本的选择与数据来源	75
5.2 变量描述性统计与相关分析	75
5.2.1 治理结构变量统计	75
5.2.2 治理行为变量统计	76
5.2.3 治理绩效变量统计	77
5.3 相关假设的实证检验	78
5.3.1 监督行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应实证检验	78
5.3.2 激励行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应实证检验	78
5.3.3 监督行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应实证检验	79
5.3.4 激励行为在董事会结构与创新绩效之间中介效应的实证检验	80
5.4 稳健性检验	81
5.5 经验模型的修订	81
5.6 本章小结	82
第六章 研究结论与展望	83
6.1 研究结论与启示	83
6.1.1 研究结论与讨论	83
6.1.2 政策建议	85
6.2 研究局限于展望	86
6.2.1 研究局限	86
6.2.2 研究展望	87
参考文献	88

目录（续）

附录 A 文中出现的英文缩写	97
附录 B 样本名单	98
附录 C 稳健性检验	101
致谢	102
声明	103
个人简历	104

表格目录

表 2.1 各国对创业板市场的定义与缩写（英文）	13
表 2.2 公司治理结构学说的三种流派.....	18
表 2.3 治理行为的两大研究路径.....	20
表 2.4 相关机构对治理绩效的考评.....	21
表 2.5 组织控制理论对公司治理三个方面的解释.....	27
表 2.6 股东至上理论，利益相关者理论和组织控制理论的差异.....	28
表 2.7 不同理论视角下对董事会治理的研究.....	32
表 2.8 以往文献股权结构与治理绩效之间的关系研究小结.....	36
表 2.9 中国学者对中国创业板上市公司治理的相关研究.....	38
表 3.1 多因素激励理论学派主要代表学者观点.....	48
表 3.2 创业板上市公司与大型成熟上市公司的比较.....	52
表 4.1 各变量名称缩写及测量方式.....	70
表 4.2 解释变量的皮尔森（Pearson）相关性分析	71
表 4.3 中介变量的皮尔森（Pearson）相关性分析	71
表 4.4 被解释变量的皮尔森（Pearson）相关性分析	71
表 5.1 股权集中度的描述性统计	75
表 5.2 董事会平均学历的描述性统计	76
表 5.3 董事会会议次数的描述性统计	76
表 5.4 股权激励的描述性统计	76
表 5.5 薪酬激励的描述性统计	77
表 5.6 经营绩效的描述性统计	77
表 5.7 创新绩效的描述性统计	77
表 5.8 监督行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应检验结果.....	78

表格目录（续）

表 5.9 激励行为（薪酬激励）在股权结构与经营绩效之间的中介效应检验结果.....	78
表 5.10 激励行为（股权激励）在股权结与经营绩效之间的中介检验结果.....	79
表 5.11 监督行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应检验结果.....	79
表 5.12 激励行为（薪酬激励）在董事会结构与创新绩效之间的中介效应检验结果.....	80
表 5.13 激励行为（股权激励）在董事会结构与创新绩效之间的中介效应检验结果.....	81

图片目录

图 1.1 研究的技术路线图.....	8
图 3.1 以研究“治理结构”为主题的论文数量统计（按年份）	43
图 4.1 中介效应的作用机理及检验模型.....	64
图 4.2 中介效应的检验路径.....	65
图 4.3 变量之间关系的经验模型.....	66
图 4.4 根据中介效应检验要求修正后的经验模型.....	71
图 5.1 经过中介效应检验后修订的经验模型图.....	82

第一章 引言

1.1 研究背景和选题意义

1.1.1 研究背景

面临着经济全球化的竞争，由于中国的现代企业制度起步较晚，且相对欧美国家，中国的市场机制还不够成熟，这对中国企业的发展提出了严峻的考验。因此，中国迫切需要广大企业拥有良好的业绩与持续发展的水平，进而提升在国际市场上的竞争力。正是基于此种背景，中国于 20 世纪末引入了公司治理理论，希望通过该理论指导中国企业提升其综合竞争力。而公司治理理论的提出与发展，从最初将研究视角聚焦于公司绩效的微观层面上，逐渐上升到对资本市场、金融体系的宏观层面上，其对现代企业的影响具有不可估量的作用，得到了学术界、实务界乃至各国政府机构的广泛重视。尽管该理论下研究的路径、范式不一样，从而具有许多分支学派，但这恰恰说明了该理论受到的重视程度和理论的客观性。其历经几十年学者们对其的不断完善，已成为一个相对成熟，又不断发展的理论。公司治理理论的发展正如一株参天大树，具有坚硬的主干、丰富的枝干、密集的树叶，并仍在持续健康的成长着。

国际上对公司治理对企业绩效及公司价值的影响已有了丰富的成果，研究的方法也日趋成熟。中国在 20 世纪 80 年代的改革开放，与世界一体化拉近了距离，特别是在加入世界贸易组织之后，中国公司的治理问题作为一个新兴的研究样本，得到了许多欧美学者、日韩的关注。学者们通过利用中国企业的各项数据，实证分析中国企业是否支持基于欧美市场、日韩市场的公司治理模型，并依此开展了一系列的相关研究，比较经典的研究路径是企业的股权结构对企业价值的提升和影响。但随着 2008 年爆发的金融危机，学术界与实务界尽管从美联储低利率、美国市场自身添加的杠杆过强、许多泡沫行业破灭（一般认为房地产行业泡沫破灭对经济危机造成了直接影响）等多方面进行解释，但却没有找出经济危机爆发更深层次的原因，或是爆发根源。一些学者通过对公司治理结构的研究指出，本次危机的起源是公司治理结构存在严重不足的美国各大投行。

因此，在次贷危机之后，公司治理视角又进一步的扩大，其内涵和外延得到了很大发展。随着美国对中国企业的制裁，如“中兴事件”，让中国意识到了一直以来的以市场换技术，用全球化采购实现解决问题的廉价方案是行不通的。今后

对创新型企业的关注度和扶持力度，许会大大增强。李维安(2011)以 2011 年上市公司为样板，进行中国上市公司治理指数 (CCGI) 分析发现，中国创业板上市公司因治理的高起点和高标准，使其治理的总体水平显著高于主板和中小企业板。这从一个侧面说明了创业板上市对公司治理和内部控制的高度重视，并在规范公司运作和防范抵御风险上取得了一定成绩。但创业板上市公司相对高的治理水平是在严格监管制度下的被动合规，从创业板上市公司中频繁的出现大幅度超募资金、高管层离职套现、公司业绩波动回落等情况来看，创业板上市公司治理的有效性仍需要进一步提高。

总之，公司治理理论的发展，企业内部公司治理是否有效，是决定中国经济稳健、可持续发展的根本要素，是中国的现代企业制度能否迎头赶上的必备条件，也是中国企业健康成长，面对国际化竞争和经济全球化机遇的重要因素。以此视角，公司治理的研究，特别是公司治理结构与绩效的研究具有十分重要的战略意义和现实需要。

1. 研究公司治理绩效是促进公司治理结构建设的必要条件

但是，在公司治理的实践中，不论是欧美等西方国家还是中国和其他新兴经济体，面临的最大问题就是治理结构合规但治理有效性偏低(赵琳, 2014)。这不仅需要学术界加强对该问题的理论研究，还需要企业将治理绩效作为公司治理建设与改革根本的出发点。中国现代企业制度由于起步较晚，在其逐步完善与发展过程中，多借鉴西方国家的经验，以法律建设为着眼点，先后对《公司法》进行了多次修订，对中国企业公司治理结构与机制的建设做出了详实的规定，相关部门也对公司治理进行了严格的监管。尽管中国公司治理建设进步明显，上市公司治理结构质量逐年提升(李维安, 2013)，然而，就资本市场而言，赵琳(2014)认为，资本市场持续走低，股东因得不到应有回报而造成投资风险大，进而投资成长力度不佳。另一方面，大股东侵占中小股东利益，高管套现等违规行为层出不穷，说明中国上市公司治理水平仍有待提高。造成这一现象的原因应是多方面的，而其不能忽视的一点是中国企业的公司治理建设，特别是制度建设的着眼点过于强调治理结构的合规性，却忽视了结构可能不是直接作用于绩效，即结构对治理的行为产生的影响。而不当的治理行为又将导致低下的绩效，造成公司治理绩效形成的机理与影响因素未得到足够的重视。

对于公司治理绩效的影响因素，学术界一般将其分为外部因素与内部因素进行讨论。外部因素主要指市场制度，产品的市场竞争等方面，内部因素主要指企业层面如股权结构、董事会结构等方面。对于中国创业板上市公司来说，外部因素对公司绩效的影响与对其他类型的公司的影响具有一定的相似性，因此，内部

因素成为影响其公司治理绩效的关键。本文认同郝云宏(2012)的观点,认为对公司治理结构的建设,是为了董事会更好的履行激励与监督行为,进而达到良好的治理绩效的必要手段,是影响治理绩效的核心因素。但如仅对治理结构进行优化和改良,而不通过其建设推动治理绩效的提升,那么对治理结构的建设将是一纸空谈。李维安(2013)。Nicholson & Kiel (2014)认为,无论企业采用何种治理模式,都需要进行以目标为导向,有针对性的治理。企业健康稳健的发展,得益于合规有效的公司治理。只有企业的健康成长,才能有利于维护资本市场的正常运作,进而反哺企业。因此,对企业的治理,需要以治理绩效为导向,研究在企业内部层面,对治理绩效的影响因素,以及分析这些影响因素究竟通过怎样的作用机理影响治理绩效。因此,对企业的治理,需要以治理绩效为导向,研究在企业内部层面,对治理绩效的影响因素,以及分析这些影响因素究竟通过怎样的作用机理影响治理绩效。李维安(2013)认为,中国当前的公司治理已经进入有效的建设性阶段,治理的起点应从治理的合规性向治理的有效性转变。公司治理中的主要矛盾已经不再是治理结构问题,而是治理绩效的问题。中国当前的公司治理已经进入有效的建设性阶段,治理的起点应从治理的合规性向治理的有效性转变。公司治理中的主要矛盾已经不再是治理结构问题,而是治理绩效的问题。

而确立科学的公司治理绩效评价指标体系,是衡量公司治理是否有效履行职能,并提升治理绩效的前提和基础。没有科学的测量指标体系或测评制度,就不是有效的管理。而在对公司治理绩效评价的理论与实践,大多数学者与企业都将对治理绩效产生影响的对象放在公司治理结构上在对公司治理绩效评价的理论与实践,大多数学者与企业都将对治理绩效产生影响的对象放在公司治理结构上(郝云宏,2012)。公司治理结构仅是一种制度安排,是一种组织结构或安排机制,并非是公司履行治理行为的结果。因此,仅对公司的治理结构进行研究,不足以制定科学合理的政策,形成对公司的有效治理。只有以企业履行治理行为的结果为目标,才能进行科学而有效的治理。

2. 创业板上市公司的特殊性对治理绩效提出了新的挑战

中国创业板市场自从推出以来,就受到了方方面面的关注,创业板作为对主板市场的有力补充,有效解决了一些不具备在主板市场上市的公司。尽管这一类公司存在规模小,业绩低,但大多都具有较高的成长性。与大型主板成熟上市公司相比,中国创业板上市公司对创新的依赖更大,投入到技术研发与创新的比重也更大。由于其“上市门槛”相对较低、内部环境的不确定性,加上研发的过度投入,往往会面临产品与技术的开发风险,和对产品定位不准确的市场风险等等。尽管该类企业虽然具有高回报和高成长性,但却不足以抵消较差的风险抵御能力

对企业生命周期产生的负向影响，就目前的统计数据来看，中国创业板上市公司普遍生命周期较短。因此，随着创业板市场的建立和日渐成熟，如何延长中国创业板上市公司的生命周期，提高其绩效也得到了越来越多的关注。

创业板市场的企业，由于其具有与大型成熟上市公司不同的特征，在研究其治理结构、行为与绩效方面，均要考虑其特殊性。Garg (2013)认为，创新型企业由于 CEO 持股比例较高，因而与股东利益一致性的程度也就相对较高，加之成立之初，企业资源的匮乏，减少了 CEO 滥用资源，侵占其他股东利益等自利的机会主义行为，这导致了该类型的企业代理问题较一般上市公司更低。Zhang, Baden-Fuller, & Pool (2010)认为，创新型企业内部代理人与外部委托人之间更多的是一种合作关系，而非单纯的委托代理关系。因此，基于以上不同特性，研究何种治理结构能够通过治理行为，对治理绩效产生最优解，对促进企业的创新，实现企业高成长，具有显著的价值和意义。

但是，目前在学术界，对治理绩效的理论上存在一定的局限性。从实践中看，以提升公司治理绩效为目标的公司治理，对于促进公司治理结构与治理行为效果相匹配，进而提升公司治理绩效是根本出发点。而学术界的研究热点，却仍局限于对公司治理结构的研究上。这可能对治理绩效的研究带来一定的“鸟笼效应”，学者们将研究范式局限于“结构→绩效”上，对公司治理结构是影响公司治理绩效的重要因素这一观点基本都持肯定态度，因此，对公司治理绩效的产生机理的主流研究大多都是验证治理结构对治理绩效的影响，即“投入→产出”型路径(Huse, Hoskisson, Zattoni & Viganò, 2011)，而未能深入探讨治理结构通过何种的机制、方法等，具体怎样影响治理绩效，即对治理结构影响治理绩效的作用机理进行的研究还不够深入。Dalziel, Gentry, & Bowerman (2011)指出，基于传统的研究路径，治理结构对治理绩效的影响机理，未能得到实证研究的广泛支持，甚至出现了相互矛盾的结论。除了样本不同和研究方法的差异之外，其根本原因可能是传统的研究路径因果链过于简单而直接，而实践中治理结构却并不是直接作用于治理绩效，而是有中间过程，这个过程就是治理结构是通过影响治理行为，进而作用于治理绩效(Garg, 2013)。尽管已有部分学者遵循“结构→行为→绩效”的研究范式，如 Judge Jr & Zeithaml (1992)、Payne, Benson, & Finegold (2009)，但他们的研究却存在一定局限性：第一，由于对公司治理绩效的概念缺乏明确界定，因此在选择治理绩效的测量指标时，基于研究的起点和理论的不同，研究的结果依然出现了矛盾，且以上的学者们也未能就新的研究路径提出科学有效的治理绩效的测量指标体系，其实证研究多将公司财务绩效等同于治理绩效而对公司的治理行为进行衡量，这样一方面缩小了公司治理绩效的外延，另一方面无法研究公

司不同的治理行为所达到的效果有何异同和关系。第二，均以大型成熟上市公司为研究样本，而忽视了创新型企业这一特殊组织情景下的特殊性。正如 Hermalin & Weisbach (1998)的研究结论：关于创新型企业公司治理绩效研究还远远不够。

3. 中国的创新型企业公司治理已经迫在眉睫

早在 2006 年，震网（Stuxnet）病毒就入侵了伊朗核工厂，潜伏长达 5 年之久，并于 2010 年爆发。作为一个专门为伊朗纳坦兹核工厂量身定做的病毒武器，其破坏力是巨大的，其后果导致了伊朗核计划的瘫痪。2006 年，叙利亚因雷达系统内处理器后门漏洞，导致了雷达系统的全面瘫痪，以色列 18 架 F-16 战机不费吹灰之力空袭了叙利亚一处潜在的核设施。海湾战争中，伊拉克的防空网络因打印机后门漏洞，被美军轻易突破。2017 年 5 月 12 日，中国遭到了勒索病毒“永恒之蓝”的攻击，教育网基本全部瘫痪，政府部门与大型国企也被殃及。其中，中国石油旗下加油站集体“断网”，只能接受现金支付。表面上看，这只是一起黑客攻击的恶性事件，但根据后续媒体的报道，黑客盗取的是美国国家安全局麾下“方程式小组”的武器库。这仅仅是从美国国家安全局泄露出来的攻击工具，一旦未来发送网络战，国家层面的攻击手出手，造成的危害和影响将几何倍数的扩大，社会经济的正常运行可能会面临瘫痪，后果不堪设想。造成这些事件根本原因是上述国家计算机软硬件技术没有自己的自主知识产权，对国外技术过于依赖。而美国封杀中兴的事件，让中国意识到了一直以来的以市场换技术，用全球化采购实现解决问题的廉价方案，是行不通的。没有自主知识产权，处处都将受制于人。不仅仅是以芯片为代表的微电子行业，“创新”也许将称为今后中国企业生存发展的一个关键词。

熊彼特（Joseph Alois Schumpeter）于 1912 年发表的《经济发展理论（英文版）》（*Theory of Economic Development*）一书中，对创新的定义是：创新是一种打破常规、有别于传统惯性模式的思维，其本质作用是通过现有资源，采取新的方法或手段，“创造”新的东西。Mansfield, Rapoport, Romeo, Wagner, & Beardsley (1977)以技术创新与市场结构的关系为研究视角，对熊彼特的研究结论进行了具化的解释。他们将在市场环境下的创新分为三个方面：技术、管理及制度。企业通过将新的生产工艺、规章制度引入原有的技术、管理和制度中，获取企业价值的提升。因此，本文认为创新型企业就是通过对原有技术、管理和制度的创新，提升企业的业绩和价值；并以此为契机，推进企业与市场的交互作用，企业及时对市场反应，市场反之影响企业。

中国创业板市场由于开板相对较晚，特别是近年来在创业板上市的企业大多处于企业生命周期的初期阶段，面临着较高的不确定性，在新形势下也没有现行

的参照标准，因而也处于高风险阶段。而创新企业的发展，是提升国家资助创新的重要力量，这就赋予了创新型企业公司治理了新的内涵。Armanios (2011)指出，仅用利润等财务指标可能无法全面评估创新型企业的治理绩效，公司的生存能力，创新能力等也应成为公司治理效果的重要衡量指标之一。

本文基于以上背景，拟结合 2010 年至 2015 年中国创业板上市公司的面板数据 (Panel data)，以公司治理目标为研究视角，结合相关理论进行研究，尝试在中国创新型企业的研究背景下，对这类企业公司治理结构与公司绩效之间的关系进行探索性研究和治理结构与治理绩效之间的作用机理做出一点粗浅的解释。

1.1.2 选题意义

1. 理论意义

本研究的目的在于探索在中国创业板上市公司特定情境下，治理结构与治理绩效二者的关系。通过对前人文献的梳理，学者们的研究路径大多建立在“治理结构→治理绩效”的直接逻辑范式上，并依此进行实证研究。尽管广泛的实证研究确实为研究治理结构安排的有效性提供了大量的经验证据，但“治理结构→治理绩效”的因果链可能不是简单而直接的，一旦忽视了从结构到绩效之间的过程，就可能会得到不够全面的研究结论。本研究尝试在传统的研究路径上，跳出“治理结构→治理绩效”的直接逻辑范式，借鉴产业经济学的 SCP 理论 (Structure-Conduct-Performance)，构建“治理结构→治理行为→治理绩效”的作用机理模型，结合 2010~2015 年中国创业板上市公司的面板数据对假设模型进行实证研究，探索治理结构影响治理绩效的“黑箱”问题，在丰富公司治理的研究框架上进行了一点探索研究。

通过文献梳理，本文发现已有文献对治理绩效并未做出明确界定，也未建立明确的测量指标体系。实证研究文献大多数采用财务绩效、会计指标、公司价值等来衡量治理绩效。这些测量指标固然是衡量公司治理绩效的重要维度，但又不能全面的描述公司治理的有效性，也缩小了治理绩效的外延。本研究以中国创业板上市公司为研究样本，从衡量公司实施治理行为效果的角度，建立了经营与创新两个维度的公司治理绩效指标，有助于更加科学的衡量公司相关机构履行职能的有效性；一方面有可能深化实证研究中科学量化公司治理绩效的理论，另一方面也有可能为在实证研究中探索公司的经营管理活动和创新活动效果的区别与联系提供一定的参考。

2. 实践意义

本研究的路径有别于传统的“治理结构→治理绩效”路径，在前人的研究基

础上结合产业经济学 SCP 理论引入治理行为作为中介变量，即“治理结构→治理行为→治理绩效”的逻辑，其作用机理在于研究治理结构通过影响治理行为，进而影响治理绩效，因此可能在影响治理绩效的自我诊断上，更能偏重于实践操作，体现了治理结构通过治理行为的表现，对治理绩效进行的有效传递，在公司治理的实践中有一定的参考价值。

本研究界定了“创新”能力作为公司治理绩效新的维度指标，对中国创业板上市公司这一特定研究样本，有助于更科学的衡量治理效果，为企业建立科学合理的激励制度提供了理论上的参考。本研究治理结构视角的转变，有助于引导企业将监管视角由治理结构转移至治理效果，有效避免了企业仅依靠法律规定等硬性指标评判内部的治理效果，在公司治理制度改革时盲目仿效欧美等发达国家相关法律法规而忽视实际治理效果产生的“水土不服”。引导企业内部治理结构制度改革的侧重点由“合规性”向提高公司治理绩效为目标转变。

本研究的结论在一定程度上能够为投资者提供投资决策方面的参考，降低其投资风险。风险投资公司与机构投资者作为中国创业板上市公司资金的重要来源，传统上的投资重点是企业的治理结构。本研究对治理结构与治理绩效的作用机理分析，引导投资者，特比是专业投资公司，将投资重点放在治理绩效上，综合考察投资对象治理结构、行为与绩效等相关因素，规避投资风险。

1.2 研究目标与研究思路

1.2.1 研究目标

本研究的总体目标是厘清创业板上市公司治理结构与治理绩效的关系和作用机理。具体目标是：结合创业板上市公司的特点，构建公司治理结构和治理行为对治理绩效的传导机制理论模型；确定公司治理绩效测量指标体系，对中国创业板上市公司治理结构通过治理行为而对治理绩效的影响进行实证研究。

1.2.2 研究思路

本文从文献的收集整理、理论归纳推演、面板数据的实证检验、研究结论的讨论四个部分进行，详细的研究思路参见图 1.1。

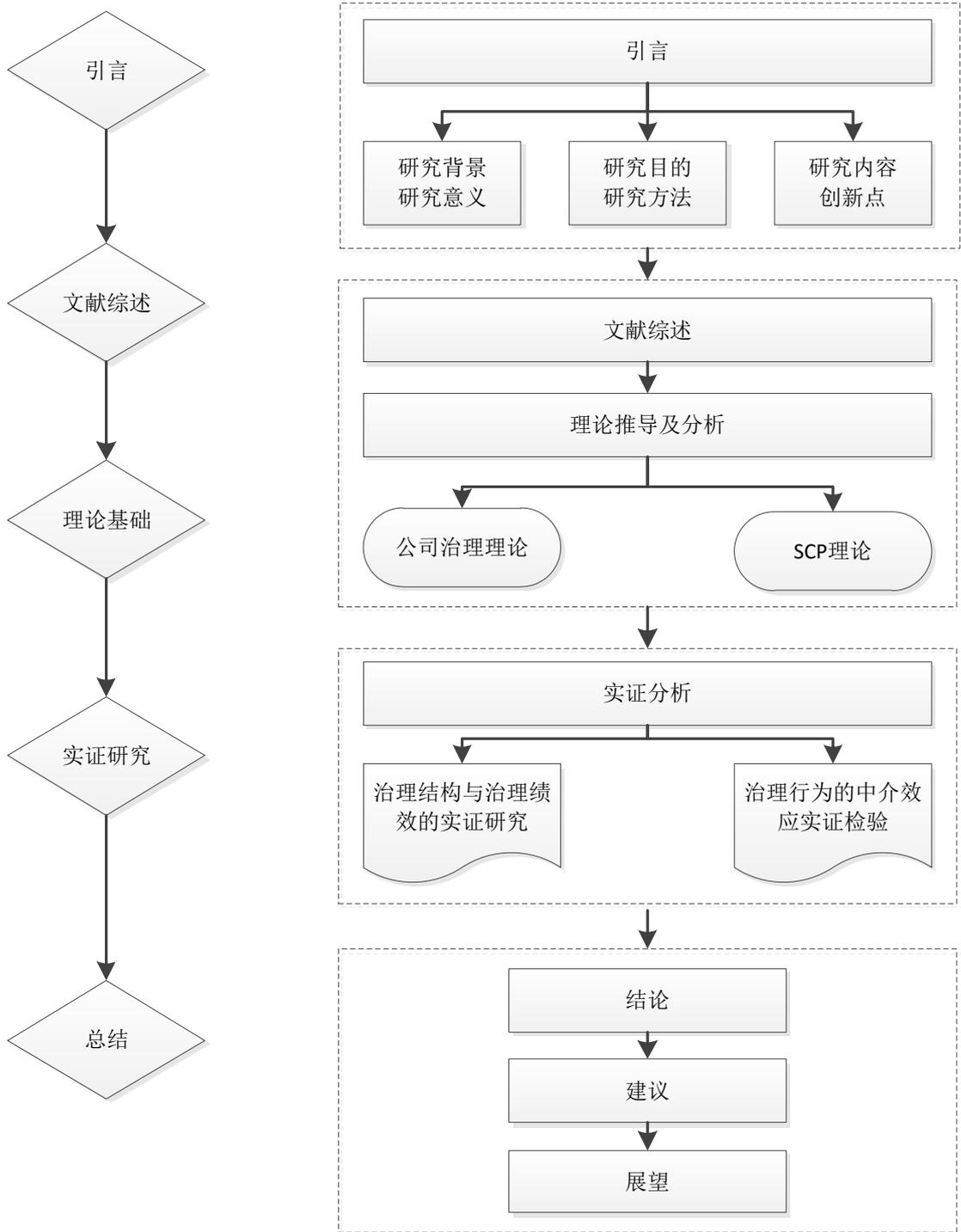


图 1.1 研究的技术路线图

1.3 研究内容

1. 公司治理结构、治理行为对治理绩效作用机理模型的构建

研究假定公司治理结构对治理绩效的影响并非简单而直接，而是通过公司治

理的行为以及相关机构履行职能而达成治理绩效。尝试分析公司治理结构各维度对不同的公司治理行为的影响，建立公司治理结构通过公司治理行为而影响治理绩效的路径与理论模型，为后续研究中公司治理绩效测量指标的确定、治理绩效影响因素的实证分析建立逻辑基础和理论框架。

2. 公司治理绩效测量指标的构建

研究基于公司治理结构和治理行为对治理绩效的作用机制，构建公司治理绩效测评指标体系，根据理论和文献分析，确定各维度的具体指标。

3. 公司治理结构和公司治理行为对治理绩效的影响的实证检验

公司治理结构是治理绩效的关键影响因素。然而，其对治理绩效的影响并非简单而直接，而是通过公司治理行为的中介效应而引发的。传统公司治理的研究恰恰忽略了这一关键环节，因此，研究拟根据公司治理结构、治理行为对治理绩效传导机理的理论模型，并提出相关研究假设，以 2010~2015 年中国创业板上市公司面板数据为研究样本，检验公司治理行为的中介效应及公司治理结构通过公司治理行为而对公司治理绩效产生的影响。

具体的章节内容分布如下：

第一章 引言。主要提出选题的背景与研究的目的、意义、内容、对象、创新点及方法等。

第二章 研究现状与理论依据。对相关文献进行整理与归纳，对欧美、中国的研究机构和学者观点进行梳理、评述，并进行理论推导和研究界定。

第三章 创业板上市公司治理绩效的形成作用机理分析及测量指标。界定研究范围和概念，提出研究的理论框架。

第四章 创业板上市公司治理结构→治理行为→治理绩效关系的研究设计。归纳三者之间的关系，并建立经验模型和计量模型。

第五章 创业板上市公司治理结构→治理行为→治理绩效关系的实证检验，检验治理行为的中介效应。

第六章 结论与展望。总结、归纳研究的结论、创新点，不足和未来研究方向。

1.4 研究方法

1.4.1 文献资料法

通过中国知网（CNKI）、谷歌学术（Google Scholar）、斯普林格（Springer）等数据库查阅公司治理相关文献资料，为研究奠定理论基础。

1.4.2 描述性统计

运用描述性统计分析中国创业板上市公司研究变量的相关数据进行整理、统计、分析、总结并得出结论。

1.4.3 回归分析

通过回归分析，预测股权结构（解释变量）与公司绩效（被解释变量）二者之间的关系，并根据中介效应模型，分布检验治理行为的中介效应。

1.5 研究可能的创新之处

现代产业经济理论认为产业结构与绩效的关系并不是简单而直接的，其二者之间存在中间过程。简单的说，就是产业结构直接作用于企业的行为及战略，企业的行为及战略的实施，企业的行为及战略（一些学者将其描述为产业内的竞争状态），决定了企业的绩效（此研究范式被称为 SCP 研究范式，其中 SCP 是 Structure-Conduct-Performance 的首字母缩写，即结构→行为→绩效）。研究借鉴了 SCP 研究范式，建立测评指标，在公司治理结构到治理绩效模型，进行一些补充和完善；以中国创业板上市公司为样本，借鉴产业经济理论的 SCP 研究范式，在公司治理的研究上进行了创新尝试。本研究以中国创业板上市公司作为研究对象，以公司治理结构与治理绩效的关系为研究起点，在构建治理结构对治理绩效作用机理模型的基础上，建立创业板上市公司治理绩效测量指标体系，结合 2010 年至 2015 年中国创业板上市公司面板数据对理论模型进行实证检验，在以下几方面进行了一些探索：

本研究在对特定情境下样本的治理绩效进行了概念上的界定，并借鉴了产业经济学中产业组织理论的 SCP 分析范式，关注治理行为的中介作用，有别于传统研究中从结构到绩效的直接关系，对治理绩效的影响因素加以区分，形成了“治理结构→治理行为→行为绩效”的路径模型，在深化“结构→行为→绩效”的研究范式上做了创新尝试。在本文实证部分，以 2010 至 2015 年中国上市的创业板公司面板数据作为研究样本，以治理结构作为解释变量、治理绩效作为被解释变量、治理行为作为中间变量，运用 R 语言、Eviews 等统计软件中的中介效应检验办法，对所构建的模型进行检验，结合中国创业板上市企业的现状，从实际情况出发，提出相关建议，为提高中国创业板公司治理水平提供相关参考。

本文可能的贡献是：第一，在中国创业板上市公司的研究情境下，界定了治理行为与治理绩效的概念，厘清治理绩效与财务绩效的不同。第二，基于治理主

体的治理行为视角（监督行为、激励行为），构建相应的公司治理绩效测评指标。

第三，研究了治理结构→治理绩效的作用机理，探讨了治理结构、治理行为、治理绩效三者之间的关系，构建了相应的经验模型，并依据此研究路径进行了实证检验。

第二章 理论依据与研究现状

2.1 相关概念界定

2.1.1 中国创业板上市公司及其特征

随着第四次工业革命（The Fourth Revolution of Science and Technology）的来临，以人工智能（Artificial Intelligence）、虚拟现实（Virtual Reality）、新/清洁能源（Clean Energy）、量子信息（Quantum Information）为代表的高新行业迅速发展壮大。作为为这些具有高新企业服务的创业板市场，也得到了迅猛的发展。相对主板市场，创业板市场是一个中小型的新兴市场，是一个新的现象。中国于 2001 年加入 WTO（World Trade Organization，中文译名世界贸易组织，简称世贸组织或世贸），其创业板市场于 2009 年才正式开板。

由于起步较晚，相对于其他国家，中国创业板市场还是一个崭新的市场。学术界一般认为，创业板市场迟迟未在中国的开板基于两个方面：一是亚洲金融风暴（1997 年至 2001 年）和美国“新经济”泡沫破裂所引发业内对金融市场发展的担忧和对金融市场安全性的质疑。二是中国证券市场自身的问题，诸如市场的操控和投机等不良行为，为市投资带来了诸多不稳定因素，大大削弱了投资者的投资信心。随着中国经济日益快速的发展，大量中小企业面临融资难、上市门槛高等诸多不便，由于中国此时创业板市场还未开板，许多中小企业不得已选择了在海外上市。而在中国经济发展进入关键的产业结构转型期后，建立本土的创业板市场的需求愈加迫切。面临这种困局，中国加大了对证券市场的监管力度，随着整卷市场的逐步成熟，创业板的开设也得到了较好的保障，最终中国创业板于 2009 年 10 月 31 日正式开板。

中国创业板市场从开板至今，在开板初期，市场持续了长时间的低迷状态，尽管中国先后出台了新股申购限制、首日涨幅限制、换手率限制及退市制度改革等措施刺激市场发展，但却始终无法走出低估。其中，2012 年 10 月 9 日（IPO 停发截止日），创业板指数比 2010 年 6 月 1 日最初发布下跌达 28%，尽管之后经历了一波强势反弹，但是这样的表现依然差强人意，创业板新股的停发也使得创业板曾一度失去了它的基本功能。随着中国去库存化等强政治手段的刺激，创业板市场迎来了发展的春天。

最早的创业板市场是由 1971 年美国国家证券业者协会创立的国家证券业者自动报价系统协会（National Association of Securities Dealers Automated Quotations，

简称 NASDAQ，中文译名纳斯达克)。中国创业板市场名称来源于香港证券交易所“Growth Enterprise Market”(简称 GEM，中文直译为成长型企业市场)的中文意译。刘美欧(2014)对创业板市场做出了定义：创业板市场指的是一类进行筹资和资本运作市场，她主要服务于具有高成长性的，以计算机、生物技术等高科技为代表的新兴创新型企业。

不同的国家和经济体对其的称谓也不一样，其也被称为二板、增长型股票市场等。各国和经济体对创业板市场这一称谓也并不固定，大部分国家交易所沿用 Alternative Investment Market (AIM)，部分国家交易所如日本、韩国和新加坡等国家仿照纳斯达克 (NASDAQ) 的命名规则加以本国化；而一些国家交易所和组织根据其具体情况自行命名。虽然称谓各不相同，但是在一般统计上将所有这些具有创业板性质的证券交易市场统称为 Alternative and SMEs (Small and Medium Sized Business Market)。因此，本研究将其全部归入“创业板市场”范畴，为避免混淆，本研究所提到的创业板市场遵循中国香港证券交易所的创业板市场英文名称规则 (各国对创业板市场的英文全称与缩写详见表 2.1)。

表 2.1 各国对创业板市场的定义与缩写 (英文)

交易所名称	创业板市场英文全称	英文缩写
英国伦敦证券交易所 意大利证券交易所 希腊雅典证券交易所 南非约翰内斯堡证券交易所 泰国证券交易所	Alternative Investment Market	AIM
韩国证券交易所	Korea Securities. Dealers Automated Quotation	KOSDAQ
日本大阪证券交易所	Japan Association of Securities Dealers Automated Quotations system	JASDAQ
新加坡证券交易所	Singapore Association of Securities Dealers Automated Quotations system	SESDAQ
泛欧证券交易所	Alter Next	-
卢森堡证券交易所	Euro Multilateral Trading Facility	Euro MTF
德意志证券交易所	Entry Standard	-
波兰华沙证券交易所	New connect	-

自成立之初，美国纳斯达克市场上市企业的行业背景就是具有较大发展机遇和前景的新兴行业，如计算机技术、生物技术等高科技行业。纳斯达克市场的繁荣，也成功的培育出一代至今仍活跃在高科技行业前沿的领头羊，就以计算机行业来说，硬件方面的英特尔（Intel Corporation），软件方面的脸书（Facebook Inc），以及硬件软件都有涉及的苹果（Apple Inc）、微软（Microsoft Corporation）、谷歌（Google Inc）等公司。纳斯达克也是世界第一家电子证券交易机构，迄今已成为世界最大的股票市场之一。随着逐渐的发展，其规模已非常庞大，甚至超出了许多主板市场。有鉴于此，纳斯达克逐步提升了其上市门槛，使其愈加接近主板市场，从这一方面讲，纳斯达克失去了其作为创业板市场的优势。但这不能等认为创业板市场发展的终点就是主板市场。美国纳斯达克创业板市场作为独立市场形式下的一个发展较为成熟的形态，虽然具备一些主板市场的特点，但又不等同于主板市场。纳斯达克市场本身存在多个市场层级：一是“纳斯达克全球精选市场（Global Select）”、“纳斯达克全球市场（Global Market）”（即原来纳斯达克市场下的“纳斯达克全国市场”），二是纳斯达克资本市场（Capital Market）（原来纳斯达克市场下的纳斯达克小型股市场）。其中，“纳斯达克全球精选市场”因其成熟的机制和较大的规模，其上市要求更加像一个主板市场，而“纳斯达克资本市场”从发展情况、上市条件等方面与中国深圳证券交易所创业板市场更加相似一些。

从创业板市场的别称“二板市场”来解释，说明创业板市场是一个游离于主板市场之外的市场，其存在的主要目的是提供融资和资本运作，主要的服务对象是无法达到主板上市要求的新兴中小型企业。因为降低了这一类企业的“上市门槛”，为了追求回报，必然会对这一类企业的成长性有更高要求。根据李维安(2011)、李维安(2013)、刘美欧(2014)等学者的研究结果进行整理，创业板上市的具有如下特点：第一，企业的行业背景应是投入回报高的高科技行业，第二，企业应是具有良好成长前景的新兴中小型企业；第三，企业自身应具有良好的运营能力。从另一方面来说，虽然这类企业的成长性高、发展前景好，但是因为市场等外部因素对未来发展影响的不确定性，加之由于公司体量小，又在企业生命周期的初期，导致这类企业的抵御风险能力较小，生存能力较低。所以，创业板市场相对主板市场来说，虽然回报高，但却存在更大的风险。诚然，在创业板市场上市的企业具有高回报性，但创业板市场存在的目的是为了服务大量在主板市场无法达到上市要求的中小企业，其上市条件较之主板市场也更为宽松，因此给了许多不良企业许多鱼目混珠、滥竽充数的机会，这给投资者带来的风险远远大于主板市场。

因此，通过对已有研究成果的梳理，本研究对创业板上市企业的定义是：具

有良好成长前景的新兴中小型公司，其行业背景主要是高科技产业，且自身具有良好的运营能力。

作为新兴的创业板市场，中国创业板市场利用其优势，聚焦了大量的社会资本，为中小企业解决了融资难题，这些企业得到了融资后加大了创新力度，实现了飞跃式的发展。中国情景下的创业板上市公司也展现出许多共性特征：

第一，创业板上市公司主要以高科技行业作为公司主营业务。钟田丽，马娜，与胡彦斌(2014)指出，创业板上市公司的基本特征之一是科技含量较高，增长潜力较大。在创业板上市公司中，以高新技术行业为背景的企业和主营业务突出的企业占大多数。企业依靠其自主知识产权和专利，提升企业的创新能力和核心竞争力。

第二，创业板上市公司的高成长性是以创新为前提的。陈德萍与曾智海(2012)认为，创业板上市公司高成长性背后依靠的是强大的创新能力，创新能力的强弱决定了公司的成长高度。钟田丽，马娜，与胡彦斌(2014)认为，相对于大型成熟上市公司，作为中小企业，其体量的先天不足就决定了在市场竞争中的优势是企业持续不断的创新。这种创新游离在市场力量之外，存在于企业内部，是企业对异质特征产品、服务上的创新。只有提升这种创新能力，把核心技术牢牢掌握在手中，才能应对瞬息万变的市场和残酷的竞争压力。

第三，创业板上市公司的主体是民营企业，股权结构相对单一。创业板上市公司在成立之初多由个人发起，股权主要集中在发起人手中，股权构成相对单一，基本上以自然人持股为主。指出，相对大型成熟上市公司，创业板上市公司具有较高的股权集中度。姬昂(2010)指出，创业板上市公司的股权集中度很高，特别是第一大股东持股比例较高，而其前三大股东持股比例甚至超过 50%。这一类企业往往忽视了其所持有的专利和自主知识产权产品才是公司盈利的根本，却又是普遍现象，因而在现行资本主导的市场机制下，大股东将具有绝对话语权，极易形成在股东大会表决中的“一言堂”局面；另一方面，中小股东由于过低的表决权，造成其难以参与企业经营决策，这必将造成企业为了满足大股东利益最大化，而损害其他股东权益，企业无法进行有效治理。

第四、创业板上市公司董事会和监事会的治理机构设置合理，满足法律要求。创版公司的董事会规模遵循《公司法》要求，以 5-13 人为主。虽然已有研究表明董事会规模与公司规模正相关，但这在创业板上市公司上并没有得到明确体现。大部分的董事会规模是 9-10 人，其中有一定比例的独立董事，独立董事高学历的比重较大且兼职较多。为更好的发挥董事会作用，创版公司大多采用了董事长与总经理两职合一的情况，借以提升对董事会下设专门委员会的把控能力。

2.1.2 公司治理结构

公司治理结构（Corporate Governance Structure），学术界一般认为最早是由美国学者提出，中国于上世纪 90 年代初期，才引入此概念。由于引入时间较晚，在初期中国学者对其定义的解释分为两派：公司治理结构与法人治理结构。因其治理的目标是对企业内部各组织机构之间的权利划分与制衡，因此，后期统一称为公司治理结构。

1. 国际组织对公司治理结构定义的界定

通过文献梳理，本文发现各国及经济体组织、各学派的学者对公司治理的定义有较大的不同。朱长春(2014)对多个国际组织对公司治理结构的定义进行了梳理：

联合国经济合作与发展组织（简称经合组织，OECD，Organization for Economic Cooperation and Development）对治理结构的定义是公司治理结构是为了有效执行公司事务所制定的规则和条例，是为了分配委托人、代理人、其他利益相关者等企业参与者治理的权利和责任。

世界银行（World Bank Group）对治理结构的定义是以企业内部治理的角度来说，公司治理就是董事会作为企业的执行机构，治理的首要目标是平衡股东和各利益相关者的利益矛盾，并监督管理层，在守法和合规的前提下，制定并实施公司利益最大化的活动。从公共外部治理的角度来说，对企业管理层进行合理的激励，保障股东与利益相关者的权益，这是市场需要建立的规范机制。

美国公司董事协会会议（NACD, National Association Of Corporate Directors）在 1981 年对公司治理结构有如下定义：公司治理结构是一种特殊的“安排”，其主要是对企业内部的组织制度进行安排。治理的首要目标是保障企业长期战略目标的制定和实施、企业内部的管理结构能够按照既定目标和计划有序的完成、管理机构有效的履行职责、合理的分配与调整权力，借以营造浓郁的企业文化、维护企业的稳定和完整性、保持企业的声誉、提升企业的价值。

2. 欧美学者对公司治理结构定义的界定

Jensen & Meckling (1976)认为，公司治理应将治理目标放在协调委托人与代理人之间的关系，对代理人进行适度的监督，降低因代理人的自利行为而产生成本增加。Gilson & Vetsuypens (1993)认为，公司治理结构是一种机制，其作用主要是协调委托人与代理人、员工与公司之间的关系，化解其中矛盾，借以促进生产效率。Mayer & Davis (1999)治理结构是企业治理活动中，有关委托人和代理人关系的一种制度。Hart (1995)认为，公司治理实质上是通过对公司剩余收益控

制权的分配，有效的协调公司内部资源，根据公司的既定经营目标，规避风险，合理经营，通过良性的经营手段获取剩余收益，并进入进一步进行分配和协调的循环中。

3. 中国经济学者对公司治理结构的界定

吴敬琏(1994)将公司治理结构定义为一种相互制衡的组织结构。在此组织结构中，公司所有者、董事会和高级管理人员相互制衡：所有者委托公司最高决策机构董事会对其资产进行管理；董事会具有对管理层进行监督与评价的责任义务，由此享有对高级管理人员进行聘用、奖惩等方面的权力；管理层在董事会的领导下，对各自所管辖的执行机构负责，为创造企业价值而进行有效的管理和经营活动。因此，完善的公司治理结构，就是明晰的组织结构，该组织结构明确划分了股东、董事会、管理层各自的责、权、利，三者之间的关系是一种良性的制衡。杨瑞龙(2000)认为，公司治理结构是一种契约制度，通过对管理层的有效约束和科学制衡达到治理效果。并以此对公司内部剩余价值索取权和控制权进行合理配置。治理的目标在于协调公司或企业的利益相关者权益，治理对象涵盖出资人、债权人、管理者、生产者等方面。在公司治理的过程中，需在保护股东利益的前提下，保障其他利益相关者权益不被侵占，因此，将一定比例的职工、债权人等利益相关者代表引入董事会、监事会中，可以在一定程度上保护其他利益相关者的权益，实现利益相关者共同治理。

钱颖一(1995)用制度安排来对公司治理结构进行解释。他认为，公司治理的目标是协调与支配在企业内部的各方面利益相关者（股东、管理层、员工等）之间关系，实现各利益相关者共同治理的“联盟”，各利益相关者从这种治理“联盟”中实现合理的经济收益。张维迎(1995)将公司治理结构分为广义方面和狭义方面的定义。就广义而言，公司治理结构是企业内部是对法律、文化等方面的制度安排，是对公司权利、剩余价值分配的具化表现。他认为，公司治理的主要目的就是确立控制、治理公司的主体，进而对公司进行有效治理，合法合规的制定和实现公司的战略目标、规避风险，合理分配公司的剩余收益等等。就狭义而言，可以理解作为一种制度安排，企业通过有效的治理，合理的对股东权利、董事会结构等方面进行安排。林毅夫，蔡昉与李周(1997)也认为公司治理结构是一种制度安排，但其侧重点是对企业内部的经营管理过程，剩余收益的获取进行监督和控制等方面。相对于张维迎教授，林毅夫教授的观点认为由市场竞争所实现的外部治理，在公司治理结构中占有更重要的地位，其观点强调在公司治理中，相较公司内部治理，市场机制的外部治理所发挥的作用更大。

综上所述，本文将学者们的观点主要归纳为以下三种流派（详见表 2.4）：

表 2.2 公司治理结构学说的三种流派

流派	代表学者	主要观点
决策机制学派	Hart (1995)	该学派认为，公司治理实质上是通过对公司剩余收益控制权的分配，有效的协调公司内部资源，根据公司的既定经营目标，规避风险，合理经营，通过良性的经营手段获取剩余收益，并进入进一步进行分配和协调的循环中。
制度安排学派	Mayer & Davis (1999) 钱颖一(1995)	该学派认为，公司治理作为一套制度安排，其作用主要有两方面：一方面企业与外部利益相关者（如投资者）之间利益分配的制度安排。另一方面是指对企业内部利益相关者之间的关系进行合理的支配。通过企业的内部治理，内部利益相关者能够满足对合理经济收益的诉求。
组织结构学派	吴敬琏(1994)	该学派的视角主要在企业内部的宏观层面上，即认为公司治理结构是企业对组织结构上的安排，治理的目标分为股东、董事会、管理者三个层次，有效的公司治理实际上就是建设一个这三个层次相互制衡的结构组织。作为公司治理的最核心机构，或是说公司内部最高权力机构，董事会基于股东的受托责任，依法合规行使治理权力（如对管理层聘用，评价和解聘等方面），管理层在董事会的领导下对公司进行经营管理。

纵观以有研究成果，本文认为，学者们对公司所有者、管理者和利益相关者之间的制衡主要表现在监督和激励，虽然学者们对公司治理结构上的界定有明显差异，但在以下三方面存在共识：

第一，两权分离（所有权和控制权分离）在一定程度下，造成该了委托者和代理人利益目标不一致，可能会造成二者潜在的利益冲突。因此，以往学者大多以此为研究起点，开展对公司治理结构的研究。以吴敬琏、杨瑞龙为代表的学者，关注所有者（委托人）和管理者（代理人）之间的制衡，以张维迎、林毅夫为代表的学者，关注前者对公司经营管理的控制。比较两种流派，尽管研究的视角和研究路径不同，采取的研究方法也不同，但这两种流派所讨论的治理目标是一致的，即控制因两权分离而造成的“委托-代理”成本上升的问题。

第二，尽管因研究视角不同，学者们对公司治理的定义有所不同，一部分学者将公司治理结构定义为所有者、管理者和利益相关者之间的制度安排、设计，一部分学者将公司治理结构定义为一种所有者、管理者和利益相关者之间相互制衡的组织结构，公司治理的最终目的是协调所有者和管理者之间的关系，以一种良性的监督约束机制运转公司。

第三，公司治理结构的宏观治理目标是提升企业价值，而企业价值的提升更多的依赖于管理层和员工。因此，公司治理结构的在微观层面的治理目标其实是建立一种机制，用以激励和约束管理层和员工。特别是约束行为，不仅可对公司的管理经营者行使，也可扩大范围，对公司的所有者甚至利益相关者行使，其目的在于确保管理经营者合法、合规、合理的对行驶控制权的同时，具有一定的自主空间，不会被无端干涉正常的经营管理行为。

本文认为，不论是何种流派，其本质上是对董事会、管理层、利益相关者的制衡和安排，且对治理结构的定义也不是本文的研究要点，因此，本文不去讨论治理结构究竟是一种决策机制、制度安排或是组织结构，而将研究视角放在治理的过程和结果上。而根据郝云宏(2012)的观点，公司治理不仅是讨论股权结构对绩效的影响，也要讨论主体对于对象的行为。很大一部分学者基于此逻辑起点，将公司治理的关注点聚焦于作为主要治理对象的董事会。(王斌,汪丽霞,2005, 吴佩旖,2006, 周杰,薛有志,2008, 钟田丽,马娜与胡彦斌,2014, 孙烨,邵方倩与尹墨天,2018)。因此，本研究根据学者们的研究路径，将治理结构的范围界定在股权结构与董事会结构两个维度上。

2.1.3 公司治理行为

本文所讨论的“行为”(Behavior)一词，在管理学、经济学等领域得到了广泛的关注，甚至在心理学、法律等学科也有众多的学者研究。在管理学和经济学的范畴下，行为包含行为的主体、行为的具体举措、行为的目的三个基本要素。因此，对公司治理行为的研究侧重点应注意：研究行为不是研究其行为的结果，而是研究其过程和方式(谢永珍，赵琳与王维祝,2013)。根据吴敬琏(1994)、谢永珍，赵琳与王维祝(2013)等学者的观点，本文将治理行为的概念界定如下：公司治理行为的主体是董事会，治理行为的目的是实现公司的治理目标，即企业价值的提升，具体的举措是通过董事会职能的履行，其是治理的过程与方式，反应的是公司治理运作层面上的特性，而不是治理的结果。治理行为特征与治理主体的治理职能有关，是上市公司治理主体在履行治理职能中的具化表现。

通过对前人的研究成果进行梳理，本文发现，在长期的公司治理实践中，公

公司治理制度不是一成不变的，制度会根据具体情况不断完善，形成了一套各方面相互联系、制衡的公司治理机制体系。学者们根据公司治理机制的功能和职能，将公司治理划分为两类：一类是激励机制，通过对董事与经理的激励，为企业创造更多剩余价值。另一类是监督与制衡机制，通过对经理及董事的经营管理行为进行监督和评价，建立有效制衡内部权力机构的一种机制，确保公司能够健康稳健的发展（详见表 2.3）。

表 2.3 治理行为的两大研究路径

关注点	代表学者	主要观点
监督	Shleifer & Vishny (1997) 郑红亮(1998)	基于股东至上主义，以利益保护的视角，公司治理的目标是对投资者（股东）负责，确保公司的经营行为能够为投资者（股东）带来足够的回报，有效的规避投资风险，对管理层进行合理的监督，减少其自利的机会主义行为等等。从这一角度来看，监督是公司治理的主要职能，公司治理行为的目的更侧重于对管理层的监督与控制。
激励	钱颖一(1995)	该学派倾向于将治理结构看作是一套制度安排，治理的目标是为了协调企业股东、管理层、员工等利益相关者的关系，以此建立联系，满足各利益相关者的合理经济诉求。该学派认为，管理层和员工是实现企业剩余收益的主体，要充分调动其积极性和主观能动性，进而达到增加企业收益的目的。

因此本文认为，尽管作为研究样本的企业，面临不同发展阶段和不同的治理环境，但公司治理的基本职能依然是监督职能与激励职能，区别仅在于这两类职能的发挥程度有所不同。公司需要实施相应的治理行为，以保障公司治理的监督职能与激励职能，进而维持公司的正常运转。通过对前人对公司治理结构研究的文献总结，本文认为企业的治理行为主要表现在监督和激励职能的行使。因此，本文参考 Shleifer & Vishny (1997)、郑红亮(1998)、与钱颖一(1995)的观点，将公司治理行为分为监督和激励两个维度进行研究。

2.1.4 公司治理绩效

对于“绩效”（Performance）概念的理解，实务界与学术界尚未对其形成统一的定论。《剑桥英语词典》对于绩效的一个词意定义为娱乐、表演、演出，这对

于本研究明显是不恰当的解释，因此本文摒弃该释义。本文根据研究情景，取其“工作情况、工作性能、表现、业绩”的释义。美国著名的心理学家托马斯·吉尔伯特（Thomas Gilbert）以心理学的范畴，对绩效进行了解释，他认为，对于个人层面来说，绩效是一种成就（Accomplishments）；美国资深培训顾问与人力资源专家弗雷德·尼克斯（Fred Nickols）对行为和绩效的区别和联系做了详细解释：他认为，二者之间最根本的区别在于二者的手段与目的不同，行为的目的是为了实现在行为主体的意愿，绩效的目的是为了实现行为的目标，行为是一种活动过程，绩效是这种活动的结果。以往文献对公司治理评价的研究成果颇丰（详见表 2.4），但对绩效的定义却有一定局限性。

表 2.4 相关机构对治理绩效的考评

相关机构	考核指标/对象	涉及层面
标准普尔	所有权结构与影响、金融相关者、财务透明性、信息披露、董事会结构与运作	治理结构 治理行为
戴米诺	股东权利和责任、接管防御的范围、信息披露、董事会结构与运作	治理结构 治理行为
里昂证券	约束、透明度、独立性、问责性、责任	治理行为
南开大学 公司治理研究中心	控股股东行为、董事会、监事会、信息披露、利益相关者	治理行为

以标准普尔为例，其从公司治理的多项指标、多维度对绩效进行评价，而没有仅使用财务报表衡量绩效，具有一定的参考价值。不仅如此，还从国家层次、地区层面的公司治理评级差异化进行了研究。但是需要注意的是，已有的研究成果在对财务绩效进行评估的基础上，似乎更多的反应企业治理结构的合规性、合理性，或是治理行为的有效性，所涉及的指标和维度，直接反应企业治理效果的偏少。这一类的测评指标体系，在保障治理结构合法合规的前提下，对企业治理效果的解释还不够，对投资者来说，仅通过以上研究结果可能无法真正得到反应公司治理水平的真实数据，从而做到合理评估公司治理水平，而达到规避投资风险的目的。而在公司治理实践中，董事会作为公司内部治理的关键因素，企业频频发生的风险危机事件往往却是因其不作为引起的，这一类的事件很难用之前的测评指标体系反映出来，还有一种可能是，由于治理绩效测评指标维度的缺失，致使董事会责任意识降低，进而造成企业治理水平的下降。

基于以上文献分析，本文发现，虽然已有的研究从不同视角对治理绩效进行

了深入的研究，也构建了相当丰富的研究指标，为后续的研究奠定了坚实的基础，但仍有以下问题亟待解决：

第一、现已有研究成果各自研究路径不同，对治理绩效的解释也不尽相同。但根据行为和绩效的理解，学者们将结构、行为和绩效混为一谈，如标准普尔就将董事会的结构与运作作为绩效的考核标准，董事会的结构，应该属于公司治理结构层面，而董事会的运作应该属于公司治理行为层面；同样的问题也存在于戴米诺的研究成果中。南开大学公司治理研究中心也将控股股东行为这个治理行为层面上的指标用来考核公司的治理绩效，这似乎混淆了治理行为与治理绩效的概念范畴。还有一些研究成果没有明确界定治理行为的效率与效果，这样的指标体系可能并不能客观的反应企业的治理水平。总而言之，以往的研究没有明确界定公司治理绩效的概念，厘清治理治理绩效的维度，将治理行为、治理结构和治理绩效相提并论，甚至于将企业的财务绩效或是经营业绩等同于企业的治理绩效。这种概念上的含糊不清，测量数据的张冠李戴，缩小了治理绩效的外延，很有可能在统计学上对治理结构、治理行为与治理绩效的关系产生了虚假效应，进而导致了研究成果的相互矛盾。

第二、已有文献对企业业绩的评价指标体系对财务业绩方面的关注点过于集中，测量维度过于偏向会计指标等资本变量，这可能造成测评指标体系未能全面反映公司治理在管理创新、代理成本控制、风险规避等行为方面的绩效。第三、学者们对治理结构与治理绩效的关系假说，大多是一种相对简单的逻辑关系，在以往治理结构与治理绩效关系的研究当中，学者们大多建立的关系和模型从结构直接到绩效，缺乏过程的研究，在行为对绩效的传导机理等关键理论问题上的研究匮乏，且缺乏突破性创新。第四、通过对文献的梳理本文发现，已有研究对公司治理绩效评价研究还不全面，更多的是从财务绩效来对企业价值的提升作解释，而没有全面的对企业治理水平的评价进行深入的研究。这也造成了治理绩效评价指标体系偏向财务指标、治理绩效的评价方法大多基于成熟理论和面板数据、评价模型逻辑关系过于简单，这可能将导致实践中在对企业治理水平评价时，对企业内部机构履行职能效果考核的不全面，未能客观反映其治理水平，对其业绩的考核有失偏颇，进而影响后续对相关机构和人员的激励(赵琳, 2014)。

鉴于此，本文认同谢永珍，赵琳与王维祝(2013)的观点：绩效与行为二者关系密不可分，但不能等同研究。行为在前，绩效在后。行为是为了实现治理主体的治理意愿，更多应该从过程进行测评，而绩效是治理水平效果的反应，更多的应该从结果进行测评。而财务绩效仅代表了企业进行经营与管理的一部分财务指标，不能客观的反应企业治理水平的优劣，或是说不能完全涵盖治理绩效的内涵，

其外延小于治理绩效。因此,不能简单的用财务绩效等资本指标来研究治理绩效。

张可与高庆昆(2013)认为,现今企业竞争的不仅是产品和渠道,更多的是在技术、管理层面,甚至上升到了企业核心竞争力上的角逐。可以说,企业的核心竞争力是其生存和发展的必要条件,而企业核心竞争力的决定性因素就是创新。随着新技术、新材料、新能源等领域的飞速发展,传统的渐进性技术创新已经无法跟上产品更新换代速度,如不能实现突破性的创新,企业将迅速被跨越和取代。因此,以创新为基础来构建企业核心竞争力的建设,不仅是企业自身的需求,更是时代的发展趋势。

因此,本研究对治理绩效界定为:治理绩效是治理水平的反应,对于中国创业板上市公司来说,治理绩效不仅需要从财务绩效、会计指标等方面解释企业价值的提升,还需要对企业创新能力的效果进行解释。

2.2 以公司治理为目标的多重理论整合

规范研究法的重要方法就是要以目标为理论构建的逻辑起点(高汉祥, 2012)。赵琳(2014)指出,公司治理的核心内容就是公司治理目标的确定、对公司治理制度安排严格约束。学术界对公司治理所讨论的热点集中在如何创造公司剩余收益,剩余收益所有者是谁,如何进行分配三个方面。通过对学者们的研究进行整理,本文发现,尽管治理主体以股东为主的单边治理、强调股东与利益相关者共同参与治理的多边治理,其理论依据、逻辑起点、治理主体、治理方式不尽相同,研究范式和治理目标差异较大,但二者均有一定的局限性,需要根据具体的研究情景和样本,依据理论相互佐证,整合分析。因此,本文尝试将多个理论进行梳理和整合,以此作为理论依据,从而进行下一步的研究。

2.2.1 股东至上主义

新古典经济学认为,经济价值的核心问题就是怎样开展交换活动,以现场性(Live)、同质性(Homogeneity)、可预见性(Predictability)、可测量性(Measurability)四个具化特征描述理论上的抽象交换活动。新古典资源配置并未推翻之前的研究成果,其逻辑起点是假设可逆性(Reversibility)、个体性(Individuality)、最优性(Optimality)是资源配置的先决条件(O'Sullivan, 2001)。“股东至上理论”就是基于新古典资源配置理论下,进而发展和壮大的流派,其内容核心是要保证公司内部,甚至公司之间、公司外部资源的自由流动,并且将市场控制作为资源配置的一种手段。以 Berle & Means (1991)、Jensen & Meckling (1976)、Fama & Jensen

(1983)为代表的股东至上理论支持者们认为，作为公司权益投资者的股东，是剩余风险的承担者，却是整个组织内部唯一没有契约保证拥有固定回报的经济参与者。因此，其有权利索取、分配公司的剩余收益，也是公司唯一的委托人，即公司唯一的治理主体。但这一观点存在一定的局限性：因其逻辑成立的起点在于将企业内部经营与管理的过程从剩余风险承担剥离，这必将导致管理者与剩余价值索取者之间产生代理问题。因此，在股东至上主义的观点下，为保证股东价值最大化，公司治理需要通过激励与监督机制，降低经理层的机会主义行为。Shleifer & Vishny (1997)、郑红亮(1998)等学者认为，公司治理是一种能够降低投资人投资风险，确保公司资金提供者能够获得投资回报的机制或是措施，其关注点主要包括资金所有者如何控制、监管经营管理者，确保其能够将剩余利润的一部分作为回报返还，如何确定经营管理者没有将资金所有者的资本投资在不好的项目上，如何保证或是避免经营管理者没有侵吞资本等问题上。

然而，对股东至上主义的观点本文存在如下质疑：

第一，根据 O'Sullivan (2001)的观点，虽然没有契约保证股东获取足够的剩余价值，股东也并未受到持股公司的约束，正因如此，他们比管理层和员工更能承担风险并更具风险投资偏好。公司内部对股东的监管也并不如对管理层的约束大。因此，Fama & Jensen (1983)提出，为解决此类问题，大型公司普通股所拥有的剩余索取权往往通过转让稀释股权集中度，进而形成多元化投资，达到规避、分散风险的目的。第二，如不考虑其他利益相关者所有的权益，仅以股东利益为目的的公司治理，可能将损害股东的长远利益。因此，股东至上主义对研究公司治理存在一定的局限性。

2.2.2 利益相关者理论

由于股东至上理论不能完全解决代理问题，股东至上理论的反对者们，引入了企业专用性投资的概念，并依此形成了利益相关者理论。该理论承袭了新古典资源配置观的研究脉络。一方面，对个体性和最优性的假设做出了延展，另一方面，突破了新古典资源配置观中的可逆性假设。O'Sullivan (2001)认为，公司治理是一种制度安排，其目的是根据企业创造的剩余收益，对所有人进行合理的回报。利益相关者有可能是群体组织，也可能是个人，其应具有对企业组织目标的实现具有一定影响的能力，广义上利益相关者的外延应包括社区 (Community)、政府 (Government)、环保组织 (Environmental Organizations) 等(Freeman, 2010)。根据利益相关者理论的研究逻辑，Freeman (2010)认为，企业作为一个容纳众多利益相关者的特殊组织形式。由于各利益相关者的目标不尽相同，因此，各利益相

关者会对组织产生不同的影响。基于此该理论的研究框架下，委托人不是狭义上的股东，还应包括众多利益相关者（团体）。相对于股东至上理论，该理论扩大了对委托人的外延界定。

企业价值创造的资本，并非只来源于股东，还包括其他利益相关者。相对于股东的物质资产，利益相关者投入的资产更多的是非物质方面。特别是员工为适应市场和公司要求投入的人力资本，如多年在技术岗位上学习到的工作技能，或是在管理岗位上积累的工作经验，这些非物质资本价值的提升，不仅密切依赖于企业价值的提升，在一定程度上还为企业专有。因此，该理论认为，对于这一类的利益相关者，因其变相承担了企业价值提升的风险，也应具有对剩余价值的部分控制权和分配权。对于公司制度的建设，都不能脱离企业资源贡献者（如风投、上游供应商、下游销售商、公司职员等等）对管理层负责的机制，而资源贡献者的投资充满不确定性，相对于企业来说，其投资风险更大，因此，企业也必须对这些资源贡献者负责(Blair, 1995)。因此，公司治理的目标不能狭义的定义为提升股东财富，还要为其他利益相关者负责，保证其利益不受损失。在公司治理实践中，多国的公司治理目标都将保障利益相关者收益与股东收益放在同等重要的位置。

由此，学术界形成了利益相关者参与共同治理的观点。Evan, Freeman, Chrissydes, & Kaler (2001)认为，企业内部及外部的各利益相关者享有与股东同等的权利，在董事会的成员构成中，利益相关者应占有一定比例的席位，鼓励其积极参与公司治理。杨瑞龙与杨其静(2001)也持有类似观点，否定了股东至上理论下股东“一家独大”，董事会只具有“橡皮图章”功能的治理模式，提出“从单边治理到多边治理”的概念，鼓励各利益相关者参与治理，实现公司股东、利益相关者对公司的共同治理。Belloc (2012)认为，董事会不是剩余价值的索取者，经理和董事作为经济活动人，不是制度下执行命令的机器，是保护公司转悠投资和分配收益的“执行者”（或是“中介人”），而非仅仅只是股东的代理人。他们希望投资者认同他们的工作成效，借以保住他们在公司内部的职位。因此，董事会没有实施机会主义的动机，其参与治理的动机在于将专用投资锁定在公司中，以期达到理想的回报。

在利益相关者理论视角下，公司治理通过股东与利益相关者的共同参与，在股东单边治理的局限性上进行了突破性的尝试，对公司治理理论的发展开辟了一条新的研究路径。然而，由于利益相关者团体外延范围难以确定，过于宽泛的外延很容易使治理对象迷失治理目标，而范围过窄又不能达到预期效果，致使在实际中的治理效果差强人意。矛盾的焦点在于利益相关者的外延范围难以确定，导

致各利益相关者利益冲突未能得到根本解决,各方面的利益最大化在实践中难以实现,更多情况下是一种体现公平性的“政治秀”,不仅各利益相关者没有真正参与公司治理,还可能会导致由于意见不统一而造成的决策延误等情况,这将对公司的运作效率产生极大的负面效应。而全员负责在一定意义下就是全员无责任(李维安与王世权,2007),这样的结果和治理的初衷是相悖的。

冯根福(2006)指出,企业长久稳定的发展,不能仅仅以股东或是利益相关者价值最大化为治理目标。本文同意该学者的观点,因以上理论均存在一定的局限性,因此,运用单一理论对公司治理进行指导是不可取的。鉴于此,学术界逐渐形成了将以上两个理论相互融合和修正的流派。Jensen (2010)认为,公司的治理目标应该兼顾股东与利益相关者利益最大化,但不能平分秋色,必须有主有次。而以冯根福(2006)、徐向艺与徐宁(2012)为代表的中国学者提出,公司治理是一个复杂的问题,不能局限于简单的单边治理或是多边共同治理,在兼顾利益相关者利益最大化的同时,必须要对股东利益最大化有所侧重。这一的观点跳出了单边治理与多边共同治理互相“打擂台”的情况,跳出了公司治理二元论的局限,对今后公司治理的研究提供了理论基石,对今后的研究产生了积极的影响。

在实践界,各国企业也逐步形成了以股东利益为主导,兼顾利益相关者利益最大化的治理目标趋势。在经历了20世纪80年代公司的兼并收购风潮之后,作为倡导股东价值最大化的美国,也立法保护企业中其他利益相关者利益。以德国和日本为代表的国家主张公司治理以实现利益相关者的最大化为治理目标,德国在《德国公司治理准则(2003)》中,明确规定了公司必须保障包括股东和其他利益相关者的利益,而日本的做法相对弹性较大,其《公司法》(2005年7月26日第86号法),从2003年4月1日起,日本本土企业的治理目标既可以是股东价值最大化,也可以利益相关者利益最大化(冯根福,2006)。

2.2.3 组织控制理论

随着研究的逐渐深入,学术界发现代理理论在公司治理上存在一定的局限性,一部分学者跳出其研究逻辑,将研究重点转为对企业声誉价值的创造过程,试图以此为视角打开公司治理的“黑箱”。

O'Sullivan(2001)认为,企业要达到更高的剩余价值,需要提高产品质量和降低生产成本,从而达到企业竞争优势的提升。而这两种生产活动的基础要素,就是企业的创新能力。以提升企业创新能力的公司治理目标,本质上说是企业的一个学习过程。根据创新的特点,O'Sullivan指出,企业对创新进行资源配置也是一个过程,是一个经由开发、组织、战略环节,这三个互相制约不可分割的过

程。其假说认为，公司治理目标应以公司的创新为目的，其核心问题是解决研发领先市场的新技术及利用现有的生产资源创造新的剩余价值。公司管理制度的制定必须对创新资本的投入做出适当的倾斜，更加注重对创新活动环节中的知识与资金的控制，其理论视角由价值如何分配转为价值如何创造。

表 2.5 组织控制理论对公司治理三个方面的解释

满足条件	具体解释
财务承诺	公司必须保证将资金配置到创新过程中直至产生财务收益。
组织整合	公司必须对团队成员进行激励，以保证他们将能力和努力应用至集体学习过程中。
战略控制	公司必须赋予决策者将物质和人力资源分配至专有投资战略的权力。

虽然基于创新经济学框架下的组织控制假说正是为了弥补股东至上主义、利益相关者理论的研究短板而生，但组织控制理论也有一定的局限性。

首先，Belloc (2012)的研究发现，现阶段的组织控制理论似乎忽视了何种公司治理机制才能使企业达到财务承诺、组织整合和战略控制。该假说没有明确治理主体。郝云宏(2012)认为，因企业内部的治理主体不明确，董事会作为公司治理的核心机构，无人有权限对其进行问责；同样，董事会也不知作为代理人，服务对象是谁，需要为谁负责，这可能造成董事会因治理目标的不明确而陷入困惑。

其次，组织控制理论的着眼点主要聚焦在价值创造环节，而对剩余收益如何分配关注不够。其研究的主要目的在于企业通过创新，建立竞争优势获取超额收益。而忽视了因创新过程中获取的剩余收益的分配对象、分配方案，特别是忽视了剩余收益对创新再投资、用何等比例的剩余收益对内部人的激励和人力资源建设等关键性问题。

因此，结合对前人的文献梳理和分析，本文认为，剩余收益的进一步分配，是再创新的基础要素和先决条件，如没有进行合理的分配，势必影响物质生产资料和人力资本所有者的投入。企业的创新活动不是一成不变的，而是通过对剩余价值的再次分配，提升创新能力，进而创造更多的剩余收益，这是一个循环过程，不是单向的、一次性投入的。再创新没有得到充足的物质资本和人力资本保障，必将无法实现资源配置、财务承诺及组织整合，企业竞争力的提升便成为了“纸上谈兵”。

2.2.4 多元治理理论整合的创业板上市公司治理目标重构

从股东至上主义、利益相关者理论或是基于治理目标对以上两种理论的重构理论来看，其研究的逻辑起点均是基于新古典主义经济学框架下的交换活动。三种视角下，治理的矛盾在于公司治理主体未得到统一意见，各理论均无法解释如何在现有的技术条件和既定的个人偏好下，如何对剩余收益进行合理的分配，且都忽视了如何通过开发和利用现有生产资源而产生的剩余收益，以及因此而带来的一系列问题(O'Sullivan, 2001)。剩余收益分配的前提和基础是企业价值的创造，如果不考虑剩余收益的创造过程，仅将公司治理的目标聚焦于剩余收益索取权，这可能会致使剩余收益的分配无法合规合理，最终对治理主体的利益造成损失。

通过文献的梳理，本文认为，尽管股东至上主义、利益相关者理论与组织控制理论在多方面存在差异（详见表 2.6），但三者并非针锋相对。本文认为，对公司治理的研究，不能脱离价值产生与分配的过程。在价值的产生阶段，组织控制理论强调生产过程的有序化、制度化。以创新作为生产过程的基础，并以此进行组织整合，建立相关的财务承诺和战略控制的组织控制制度。通过企业的创新活动，提高企业生产力，加强企业剩余收益的创造能力。而股东至上主义与利益相关者理论，更注重价值的分配过程，根据治理目标，对二者进行重构和整合，通过对剩余收益和合理分配，提升股东与利益相关者的共同利益，实现以股东为主导下的利益相关者利益最大化。只有受益者们在获取回报和合理激励后，才能进一步将物质生产资料和人力资本投入到创新过程中，形成新一轮的“创新投入→创新生产→收益获取→收益分配→创新投入”的良性循环。

表 2.6 股东至上理论，利益相关者理论和组织控制理论的差异

	股东至上	利益相关者	组织控制
理论渊源	新古典主义经济学	新古典主义经济学	创新经济学
逻辑起点	交换活动	交换活动	生产活动
核心问题	剩余价值分配	剩余价值分配	价值创造
研究范式	委托-代理框架	不完全契约框架	创新生产
治理目标	股东价值最大化	利益相关者利益最大化	创新
治理主体	股东	各利益相关者	-
治理机制	内部、外部	内部、外部-	-

综上所述，不论是单方面从股东至上主义、利益相关者理论，或是从两者理

论相融合的视角来看，开展的研究均以交换活动作为研究的逻辑起点，研究的争论主要集中在对公司治理主体的界定上，研究的关注点主要接种在应该如何对剩余收益进行分配上。然而，根据 O'Sullivan(2001)的观点，对剩余价值进行分配前提是企业能够创造足够的价值。如果忽视了收益的创造过程，而仅将视角聚焦在剩余价值的分配，或是索取权的安排上，这无异于是一种“纸上谈兵”的空想主义，这种思维方式可能会导致种种不良的后果，甚至会严重损害治理主体的利益。因此，以创新经济学框架未研究视角的组织控制假说应运而生。该理论认为研究逻辑起点应是企业内部的创新活动，或是说将企业创造价值的创新或多作为研究基石，将研究的核心为题从传统的剩余价值分配转移到剩余价值的产生过程上，研究的主要内容聚焦在企业内部创新活动所要满足的必备条件上。尽管该理论突破了传统的研究桎梏，但仍然存在一定的局限性。具体表现如下：

组织控制理论过于强调剩余价值的产生过程，在企业的财务承诺、组织整合和战略控制等方面，缺忽视了治理机制的建设(Belloc, 2012)。一方面，由于组织控制理论未明确企业的治理主体，这可能会导致了企业通过创新活而创造的价值目标不明确。根据郝云宏(2012)的研究结果，在治理主体不明确的情景下，董事会作为公司治理的核心机构，将缺乏问责机制和监督群体，产生一系列的自利行为。董事会也会因委托人的不明确，陷入受托责任不明确的困惑中。另一方面，组织控制理论强调价值的创造过程，却忽视了剩余收益的分配过程，这会让委托人忽视对创新的持续投入。根据该理论的观点，企业通过创新活动，建立竞争优势并获取超额报酬。但创新达到的先发优势并不是一成不变的。如果不从创新过程中获取的报酬对创新进行再投资，对内部人进行激励，就无法实现创新性资源配置观众的财务承诺和组织整合。因此，忽视对创新进行资金及人力的再投入，提升公司创新能力和核心竞争力便成了一纸空谈。

因此，本文认为，对于公司治理的研究，需要对以上理论进行整合：在价值的产生阶段，组织控制理论通过组织整合、财务承诺和战略控制的制度建设，以企业的创新活动为载体，创造超额报酬，达到剩余收益的最大化；在剩余收益的分配阶段，将股东至上主义与利益相关者理论进行重构，实现股东主导下的核心利益相关者利益最大化。在扣除受益人的合理收益与激励后，将余下的剩余收益以物质资料、人力资源等方式，再次追加对企业创新活动的投入，形成新一轮的“创新-投入-产出”循环，实现以股东为主导的核心利益相关者利益最大化的公司治理目标。

而要实现其治理目标，离不开公司治理主体基本职能的履行。通过对文献的梳理，我们得出结论，公司治理的基本职能是激励和监督，对于公司治理一大研

究热点的代理问题，因创业板上市公司处于企业生命周期的早期，其企业特征一是 CEO 一般都拥有大量股份，是企业的大股东(Garg, 2013)，企业内部两权（所有权与控制权）分离程度较低；二是企业资源有限、规模小、现金流少，CEO 滥用资源的机会变少。与此相对的是大型成熟上市公司由于处于企业生命周期的中晚期，两权分离程度较高，企业资产规模大，为 CEO 提供了更多的滥用机会。如企业内部监督机制不完善，就为经理人的自利行为创造了温床。(Yermack, 2006)。鉴于此，我们认为，创新企业型的代理问题相对大型成熟上市公司要低，本研究也就不做过多讨论。

前文已述，创新是创业板上市公司这一类企业生存和成长的关键要素。Dalziel et al. (2011)认为，影响创业行业生存与发展的关键要素就是创新，良好的创新能力是提升公司业绩的必要基础。因此，对于创业板上市公司这一类企业来说，提升企业的创新能力所带来公司价值提升，远远大于单纯的降低代理成本所带来的公司价值提升。因此，本文认为，公司的治理不应简单依托单一理论，而是要对多理论进行多元化的重构，形成多重理论相互融合，实现以**股东为主导的利益相关者利益最大化的公司治理目标**。

2.3 公司治理的其他理论视角

董事会作为重要的内部治理机制无疑是关键的组织控制机制(Mace, 1986)，公司治理通过董事会履行相应的职能达成。因此，董事会如何履行其相应职能，也是公司治理研究的一个热点问题。基于不同理论与研究视角，学者们对董事会相应职能的履行做出了不同的解释（详见表 2.7）。

2.3.1 代理理论

目前，代理理论是学术界研究公司治理，特别是解释董事会职能的一个主流理论。根据 Berle & Means (1991)、Jensen & Meckling (1976)、Fama & Jensen (1983)等学者的研究成果，高度分散的股权结构，造成了企业内部两权分离，所有者不直接参与公司治理，而是委托代理人对企业进行管理，形成了委托人与代理人的委托代理关系，这就是代理理论的核心观点。需要说明的是，该理论成立的前提条件是委托人和代理人都是“理性人”，二者追求的都是自我效用最大化。因此，二者因其目标不同，进而导致利益有冲突。具体表现是：一方面，由于股东不直接参与公司治理，因此，股东在对企业内部信息的获取上，滞后于管理层，加上管理层有意隐瞒一些治理过程中的“私有信息”，这进一步导致了管理层与股东

之间的信息不对称；另一方面，管理层还存在道德风险和逆向选择的问题。基于以上假设，代理理论认为，董事会的主要职能在于保护股东利益，避免受到管理层侵害(Shleifer & Vishny, 1997)。Boyd (1990)认为，基于此研究框架，董事会的受托责任主要包括管理层的任免、监督管理层对企业所制定战略的执行情况、制定高管薪酬政策等。其主要履行的是监督职能。虽然代理理论是目前公司治理研究中的主流研究框架，但在解释在中国公司情境下的公司治理仍有一定局限性。

代理理论的提出和发展起源于欧美，但其泛用性较差，无法适用在不同制度环境下(Boyd, 1990)。金融危机的出现，使得学术界对代理理论的泛用性产生质疑，以 Huse, Hoskisson, Zattoni, & Viganò (2011)为代表的学者提出，在实践中，作为“社会人”的个体，并不是代理理论假设下的“经济人”，在知识经济中，基于创新的资源异常重要，人力资本投资者得到了广泛关注，这就意味着，不能仅仅讨论股东和高管简单委托的代理关系，而应该规制多重委托人，代理理论的假设应该更加开放。

2.3.2 管家理论

管家理论的发展是以社会学和心理学为基础的，其主要假说在于人不同于代理理论下的理性自利人，而是亲组织的，具有集体主义倾向的(Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997)。在此研究框架下，学者们认为管理层作为委托人长期护理的合作者，他们更看重的是个人长期的发展，不会因为短期利益而实施自利的机会主义行为。董事会是管理层的战略合作者，而不是监督者。Lipton & Lorsch (1992)认为，董事会的主要角色是支持 CEO 决策并提供建议和咨询，激励经理层并协助其加强决策过程。Andrews (1980)认为，董事会对管理层的激励和支持，对战略决策过程中的贡献是公司获取竞争优势的重要因素。该流派学者认为董事会职能更多体现于为管理层提供建议、咨询和合理激励等方面。

2.3.3 管理霸权主义

以 Mace (1986), Vance (1983)等学者为代表的管理霸权主义支持者们认为，董事会对于公司治理来说，不是一个必要机构，只是为了迎合所在国法律的常设机构，是一个“花架子”，企业的控制权不应该由董事会掌控。参与或者控制企业内部运营的应该是管理层。Stiles (2001)认为管理霸权主义的产生，依赖于五个管理控制机制。第一个因素起源于 Berle & Means (1991)的研究成果。他们认为，现代企业过度分散的股权结构，不仅稀释了大股东的权利，还造成了企业内部的两权分离和股东股本的增长，这种弱化后的股东权利，无法对管理层的自利行为实

施有效的监控。第二个因素起源于是基于代理理论对股东（非执行董事）与管理层信息不对等矛盾的假说。第三个因素是企业内部的财务投资决策依赖于股东，但并非一成不变。管理层通过留存当期的剩余收益，可以达到讲题对股东资本的依赖，从而提升其在企业内部的话语权。第四个因素是起源于 Pfeffer & Salancik (2003)的研究成果。他们认为，在某些特定情况下，管理层通过干预董事会成员选任，达到控制董事会的目的。而现代企业制度中执行董事制度，在某一方面进一步加强了管理层对董事会的控制。这可能是因为在该制度下，内部董事需要向 CEO 负责，而 CEO 在很大程度上又决定了其薪酬和晋升。因此，这种“运动员决定裁判员”的制度在某种程度上加剧了 CEO 权利与内部董事的不平等。Stiles (2001)指出，这五个管理机制架空了董事会，董事会的权益被大大削弱，管理层成为了企业内部战略发展的制定者和规划者，董事会成为了名副其实的“橡皮图章”。不难看出，该理论对董事会职能履行对公司治理的影响是持否定态度，或是说持消极观点的。但其研究局限在于，将董事会对公司的治理局限在企业内部，忽视了董事会可能会有助于企业获取外部资源，而管理层并非单纯的“理性人”，可能会因缺乏有效监管，而做出损害所有者利益的自利行为。

2.3.4 法律视角

公司法赋予董事权力以实现其角色职能，董事会通过执行法律所规定的职责为股东和利益相关者做出贡献。

表 2.7 不同理论视角下对董事会治理的研究

理论视角	理论起源	主要职能	主要观点
代理理论	经济学 金融学	评估经理层先前决策、评论战略计划及监督经理层和企业绩效	主要是监督评价，而非进行战略参与
管家理论	社会学 心理学	积极参与提出战略方案、执行长期战略觉得，对 CEO 提供咨询和建议，做好团队激励	积极参与战略制定和执行，激励与帮扶
管理霸权	管理学	评价和皮质战略决策	董事会是“橡皮图章”，企业战略被管理层控制
法律视角	公司法	雇佣和解雇 CEO、评价公司和 CEO 业绩、评价审批及监督重大决策	依法监督评价战略决策，而非进行战略参与

如中国的《公司法》（于 1993 年 12 月 29 日制定，2004 年、2005 年 2013 年进行了三次修订），对董事会职能做出了明确规定，其主要职能是决定公司的

经营计划并参与重要事项的决策，但其不直接参与公司日常经营。各国法律多用描述性界定董事会职能，且详尽程度和侧重点各有不同，但都强调其职能主要体现在履行法律条款下的监督职能(Zahra & Pearce, 1989)。在法律视角下，董事会不直接对公司业绩产生影响，而是通过监督高管层影响决策和行动，继而影响公司业绩。

2.3.5 不同理论视角下的董事会治理比较

由表 2.7 可知根据董事会战略参与的程度，学术界将董事会治理分为“积极参与”(Participate Actively)与“消极参与”(Negative Actively)两大流派(Hendry, Kiel, & Nicholson, 2010)。以管理霸权主义为代表的“消极参与观”认为，公司制剂的控制权在管理层手中，董事会的存在仅仅是为了满足法律上的要求。该学派认为董事会作为管理层的“橡皮图章”，在企业内部基本无决策权，受制于 CEO，与企业内部战略发展的制定与实施是分离的。以代理理论和法律视角的“积极参与观”认为，董事会权益受到法律保护，依据委托代理关系，拥有股东的受托责任，其职能主要在于监督管理层、审批企业内部战略决策，并对管理层与公司业绩进行评价(Fama & Jensen, 1983)。董事会虽然高度参与企业内部的战略管理，但不直接制定战略，而是通过评价和监管的方式影响管理层的战略的制定，董事会与管理层的关系是监督与被监督的关系。而在管家理论的研究框架下，因董事与管理层的价值观基本一致，因而代理问题较低，董事会积极参与企业内部治理，作为管理层的内部协作者，二者是一种高度融洽的关系。但本文认为，不能简单的对董事会战略参与用“积极参与”或是“消极参与”进行解释，各学术流派在实践中均具有一定局限性，董事会参加战略管理的程度也不能从执一而论，其与管理层之间应是一种相互交叉，相互融合的复杂关系(赵琳, 2014)。不论学者们的研究切入点如何，怎样赚取“蛋糕”，“蛋糕”如何分配仍是治理的首要核心问题。因此，沿着这条路径进行研究，就必须讨论对于激励员工赚取“蛋糕”和监督“蛋糕”的分配问题，简而言之就是企业内部激励与监督的行为。

2.4 相关研究进展

根据中介效应的检验三个步骤：一是检验被解释变量/因变量对解释变量/自变量系数的显著性检验，二是对中介变量对解释变量/自变量系数的显著性检验，三是对中介效应的检验（详细步骤见小节 4.1）。因此，本研究以治理结构（解释变量）、治理行为（中介变量）、治理绩效（被解释变量）之间的关系，遵从中介

效应检验的研究路径，从治理结构与治理绩效的影响，治理结构对治理行为的影响，治理行为的中介效应三方面的文献进行梳理。

2.4.1 治理结构对治理绩效的影响

前文已述，本研究将从治理结构的两个维度：股权结构与董事会结构来讨论对治理绩效的作用机理，因此在文献回顾部分也将从这两条研究路径进行梳理。

Berle & Means (1991)^①作为研究公司股权结构与公司绩效的开山鼻祖，对公司股权结构与公司绩效的关系是这样界定的：公司业绩的优劣与股权的集中程度呈正相关关系，即股权越集中，公司业绩越容易达到最优。但这一观点却受到了一部分学者的质疑。Demsetz (1983)指出，股权结构是一种体现股东权益最大化的内生约束，因而其与公司绩效的关系很弱，甚至在一些极端样本上是不相关的。Demsetz & Lehn (1985)沿着此理论进行了相关的实证研究。研究的样本采用 1980 年美国 511 家公司年度报表，研究方法是利用会计利润与各种股权集中度指标进行回归分析，未发现显著相关关系。Holderness & Sheehan (1988)通过对比不同股权结构的公司业绩（不同的股权结构指的是股权相对集中与股权相对分散的情况），发现其托宾 Q 值与会计利润无显著差别，进而指出股权结构与企业绩效之间无相关关系。但这一类只选取股权机构极端值进行比对的实证研究，在样本的选择上明显是存在缺陷的。

鉴于此，Pedersen & Thomsen (1999)采用了不同的研究样本与路径，选取欧洲地区 435 家成熟上市企业，通过实证检验，指出公司股权集中度与 ROE (Return On Equity，一般译作净资产收益率，也被称为股权收益率、股本收益率) 呈倒 U 型关系。

通过对以上的文献进行梳理，本文发现在公司治理的研究早期，对股权结构与企业绩效的关系研究主要存在相关与不相关两大流派的争论，随着研究方法的规范和理论的成熟，支持股权结构与公司绩效相关的学派渐占上风。其中，股权结构与企业绩效相关学派中又存在线性与非线性等流派。总的来说，这一学派的学者对股权结构与公司治理效率之间的研究逻辑主要来自于代理理论：股权的分散导致了两权分离（企业内部所有权与控制权分离），从而产生代理问题，进而导致公司治理效率的下降。因此，提高公司治理效率的必要手段就是提高股权集中度或是增加内部人持股比例。可以看出，早期学者们比较侧重理论研究，随着

^① Berle & Means 的研究最早见于 1932 年的《The modern corporation and private》一书，但由于年度久远，未能找到原版，这里引用的是发表于 1991 年的再版。

研究的深入，学者们的关注点更多集中在实证研究方面。

中国学者对股权机构与企业绩效之间的关系持有多种态度，一种是以白重恩为代表的学者们认为，股权结构与企业绩效之间不是简单的线性关系。如白重恩，刘俏，陆洲，宋敏，与张俊喜(2005)的研究结果指出，将第一大股东持股比例作为股权结构的代理变量，其与公司市场价值的关系是显著的 U 形关系。但其作为被解释变量的托宾 Q 值，测量值比国际市场高，造成这样的结果可能有两方面：一是中国上市公司流通股比例较低，高比例的非流通股价值被高估，另一方面是 2000 年正处于中国证券市场的“牛市”，股价偏高。因此，文章将非流通股的国有股与法人股折价 70%~80%，这样可能会造成数据在度量方法上造成一定误差，对数据的客观性产生一定的影响。

白重恩等(2005)采用了主元分析法 (Principal Component Analysis)，对股权结构的若干维度，如第一大股东持股比例，前 5 大股东持股比例，CEO 是否兼任董事会主席/副主席等进行了主元分析，并采用同样方法构建了中国公司治理的 G 指数。采取类似方法的还有王晓巍与陈逢博(2014)。他们将关注点着眼于股权结构多元化对 ROE 的影响，并运用主成分分析企业的盈利能力、偿还能力、成长能力与资产状况，扩展了企业价值的外延。

但白重恩等(2005)在对回归结果进行解释时，没有明确说明，第一大股东持股比例与市场价值存在非线性的 U 型关系，而以主元分析法构建的治理指数 G 与市场价值正相关，他们之间的异同及联系。冯梅与孙丹丹(2014)以 2009~2013 年 355 家创业板上市公司年报数据为样本，运用修正的 DD 模型 (Diamond & Dybvig) 和最小二乘法，研究股权结构与企业绩效的影响。研究发现，股权集中度与企业绩效正相关。

另一派以于东智为代表的学者却认为股权集中度与公司绩效不相关。于东智(2001)以中国 932 家 A 股上市公司为研究总样本，遵循 Pedersen & Thomsen (1999) 的研究路径，对股权集中度与公司绩效之间的关系也做了倒 U 型函数的假设，却得到了不同的结论：股权集中度尽管对公司绩效表现了正面效应，但相关性并不明显，倒 U 型函数关系也不存在。各流派详细的观点详见表 2.8。

通过对以往文献的回顾，本文发现，以股权结构作为治理结构的代理变量，主要矛盾是为了解释企业内部的代理问题，但学者们仍忽视了治理行为的中介作用，治理绩效的维度也主要从财务指标进行讨论，所得到的结论也不尽相同，甚至相互矛盾。郝云宏(2012)认为，公司治理的过程是主体对于对象的行为，因此，无论是现实的公司治理实践，还是以往的公司治理研究，都会关注到作为主要治理对象的董事会。甚至可以说，传统的公司内部治理就是以董事会制度为核心

Hermalin & Weisbach (2003), 并努力通过优化董事会结构提升公司运作效率于东智(2003)。

表 2.8 以往文献股权结构与治理绩效之间的关系研究小结

学者	观点	学者	观点
Berle & Means (1991)	线性正相关	Demsetz (1983)	不相关
Pedersen & Thomsen (1999)	非线性倒 U 型	Demsetz & Lehn (1985)	不相关
白重恩等(2005)	非线性倒 U 型	Holderness & Sheehan (1988)	不相关
王晓巍与陈逢博(2014)	非线性抛物线	于东智(2001)	不相关
冯梅与孙丹丹(2014)	线性正相关		

鉴于此, 也有一部分学者以董事会结构作为治理结构的代理变量, 并将其作为治理主体, 研究其与治理绩效的关系。Conger, Finegold, & Lawler III (1998)通过对董事会的人口资源属性(如董事的知识层面、信息的获取程度等), 董事会履行职能的强度等方面, 对董事会治理行为的效果进行评价。但上述绩效指标并不能全面的对公司治理水平进行合理的评价。王斌与汪丽霞(2005)采用平衡计分卡(The Balanced Score Card, 简称 BSC)的研究方法, 以过程与结果的因果关系为研究的切入点, 将评价公司业绩指标体系分为财务角度、顾客角度、内部流程及学习成长四个维度进行解释。但其指标体系更多涉及的是结构与行为方面, 涉及绩效部分的指标却很少。吴佩旖(2006)认为公司治理绩效不应仅从财务指标进行衡量和评价, 将治理绩效分为公司的使命和哲学、公司的目标、战略和结构、董事会与管理层的关系、董事会边界的扩展以及董事会的结构等五方面考核, 但不足的是, 具体考核指标多为治理结构与行为方面, 对绩效的解释力度不够。郭燕雄, 欧阳小明, 与陈义吉(2008)设计了董事会整体业绩评价、董事长业绩评价、董事会成员业绩评价以及独立董事业绩评价的指标体系, 主要是治理行为与结构指标, 且对绩效外延的评价仍有一些模糊。

通过对已往文献的分析, 公司治理结构对治理绩效的直接影响大多采用 ROE、ROA (Return On Assets, 净资产收益率)、托宾 Q 等财务指标作为被解释变量, 近年来文献开始关注其他维度的绩效如创新等, 但这类研究的数量较少, 且大多集中在欧美文献, 对治理绩效其他维度的关注度不够, 这无疑缩小了公司治理绩效的外延, 对公司治理效果不能做出准确客观的评价, 因而也不能全面揭示治理绩效的效果。Larcker, Richardson, & Tuna (2007) 指出, 以往的学者对治理绩效的界定过于笼统, 采用的基本都是传统的财务指标。这对于科学有效的评价公司

治理效果是不够的, 研究结论有一定的局限性。李维安, 牛建波, 与宋笑扬(2009)认为, 为了适应公司外部环境改变对公司治理提出的新要求, 需要进一步完善公司绩效的衡量。

2.4.2 治理结构特征通过行为对治理绩效的影响

通过文献梳理, 本文发现, 已有的研究也有部分学者遵循了类似“治理结构→治理行为→治理绩效”的研究路径。如以 Zahra & Pearce (1989)为代表的学者认为, 董事会的结构特征与公司的绩效之间, 应该存在中间变量, 认为“结构→绩效”之间的关系不是简单而直接的, 其影响路径应是“结构→行为→绩效”。并构建了以董事会特征为解释变量、董事会行为为中介变量, 公司绩效为被解释变量的研究经验模型。Judge Jr & Zeithaml (1992)基于此研究框架, 对董事会进行了行为事件访谈法的质性研究, 通过获取的访谈提纲, 提炼出董事会结构特征、战略参与程度及 ROA 作为变量分析治理结构与治理行为之间的关系。Forbes & Milliken (1999)认为, 董事会特征与公司绩效之间存在董事会履行职能行为的中间变量。Finegold, Benson & Hecht (2007)认为董事会结构与规模等能够对董事会的行为产生一定的影响, 且董事会行为对公司的财务绩效会产生进一步的影响。

中国也有一部分学者遵循该研究范式。如谢永珍, 赵琳与王维祝(2013)对治理结构、治理行为与治理绩效的关系研究是基于比较的视角, 比较这三者之间的异同和联系。他认为, 治理绩效的影响是依赖于治理结构主体通过行使其各自职能而进行的活动。郑晓博与吴晓晖(2012)在创新型企业的场景下, 以价值的创造和保护为治理目标的治理行为, 证明了该类治理行为对公司的成长绩效具有促进作用, 并验证了治理行为的中介效应。通过创新型企业的面板数据, 证明了 SCP 的“结构→行为→绩效”研究范式在公司治理中的运用是能被接受的。赵琳(2014)建立了董事会特征→董事会行为→董事会绩效的经验模型, 验证了董事会行为在特征与绩效之间的非线性中介效应。

基于以上学者的研究成果和观点, 本文认为, 治理结构不是直接影响治理绩效, 而是通过影响治理行为, 进一步影响治理绩效, 治理行为在二者之间存在中介效应。

需要说明的是, 尽管已经有少部分学者对“治理结构→治理绩效”的研究路径提出质疑, 并进行了实证检验, 但此研究范式仍是目前的主流研究范式, 且以中国创业板上市公司为样本的实证研究也偏少, 这可能与中国创业板上市公司成立时间较短, 现有的档案数据不足以支持研究有关。另一方面, 学者们对绩效的研究大多数仍局限于传统的财务指标, 根据 Larcker, Richardson, & Tuna (2007)的

研究结果，这是存在一定局限性的，所以本文要根据样本的特点对治理绩效的维度进行重构。

2.4.3 中国创业板上市公司治理的相关研究

由于中国创业板市场发展较晚，中国学者们对创业板上市公司治理的研究大多都是通过比较欧美创业板市场与中国主板市场的公司治理结构的异同，进而对中国创业板上市公司治理进行假设性的理论研究。专门以创业板上市公司为研究样本的实证研究较少（详见表 2.9）。

表 2.9 中国学者对中国创业板上市公司治理的相关研究

代表学者	主要观点
张二震与王小军 (2001)	中国创业板上市公司应加大内部治理的强度，特别是对完善股权结构、建立合理信息披露机制等方面。
张杰 (2002)	中国创业板上市公司的公司治理机制的研究路径和作用机理还有待完善，对公司治理的研究应从企业内部治理机制和外部市场治理机制入手。从外部因素讲，应大力加强中国政府配套措施，内部因素主要是对管理层激励机制的更深层次研究和对激励模式的改进。
沈贵明 (2008)	中国创业板上市公司的治理模式是一种严格的标准模式。其对考察公司治理结构的合法合规上，对内部治理机构和人员的监管都有相对严格的要求，这就要求企业的监督力度加大，如何在强监督的情况下，保障监督效果，降低监督成本，是中国创业板上市公司急需解决的难题。
闻岳春与徐晓雯 (2010)	中国创业板上市公司因其特殊情景，面临如下困境：一是因起步较晚，造成的企业特征与家族企业形似，相对主板企业，其决策效率普遍低下，二是企业内部的管理水平有待提高，缺乏有效的监督与制衡机制；三是由于在企业生命周期初期，主营业务相对单一，对创新具有极大依赖性，四是相对内部治理，外部治理对企业的影响较小。
焦妍妍 (2011)	中国创业板上市公司在股权结构为研究的切入点，对企业股东人力资源属性、企业内部治理情况进行了深入研究，但研究忽略了董事、管理层的特征。

通过对文献的梳理，本文发现：

1.从研究的趋势来看，创业板上市公司得到了越来越多学者的关注，学者们没有局限于传统的“投入→产出”的研究路径，对治理结构的维度也没有仅仅局限于股权结构，更多的是用多维度对创业板上市公司的治理结构进行描述。并且以创业板上市公司治理的视角，对风险投资等方面也进行了一些探索性的研究。

2.中国学者对创业板上市公司的研究，更多的是与主板上市公司进行比对研究。或是借鉴具有高科技行业背景的大型成熟上市公司，在创业阶段的家族企业、中小企业等。虽然这几类的企业与创业板上市公司具有一定相似度，但其自身特点，面临的机遇与挑战。内部治理的终点等方面，均不能等同于创业板上市公司，对这类公司的研究只能对创业板上市公司的具有一定的指导和参考意义。因此，在未来的研究方向中，有必要区别创业板上市公司与这几类公司的异同点，进而归纳中国创业板上市公司自身独有的特点。

3.由于中国创业板市场自身起步就比较晚，中国学者对其研究时间也不长，尽管在国际的学术界对其的关注度持续上升，但还未得到广大学者充分的重视。相对主板上市公司，现有的档案数据积累时间还不够，因此对中国创业板上市公司的研究大多以规范性、比较性的研究为主，实证检验较少。

2.5 研究的切入点

公司治理研究的传统路径是“治理结构→公司绩效”，其研究的起点是基于治理主体的治理行为视角来分析和解释治理绩效。基于这一逻辑关系，学术界的将研究切入点放在企业的治理模式、机制设计和内外相关因素对公司绩效的影响上，以此分析范式进行了大量的实证研究，得到了丰富的研究成果。但是，随着研究的逐渐深入，学术界对“治理结构→公司绩效”的分析范式在以下两方面的解释力度效力大减：解决代理问题是传统公司治理研究的主要关注点，在公司治理的实践中，委托代理问题并非如学者们定义的如此简单，在第一类代理问题尚未得到较好的解决时，逐步形成了第二类、第三类甚至第四类代理成本。因此，由于代理问题愈加复杂，学者们在对代理问题的描述和选择上，研究的关注点和侧重点差异很大；另一方面是股东至上理论与利益相关者理论在公司治理目标上存在的认知差异，学者们受制于所支持理论，在公司绩效指标的选取上的差异性也非常明显。因此，相对于“治理结构→公司绩效”的分析范式，其逻辑关系虽然简单清晰，易于说明和解释，但对具体问题的描述却比较困难，理论架构上的认知差异，造成了实证结果的差异性也是巨大的，甚至产生了大量南辕北辙、相互矛盾的结

论。

各理论基于不同的视角对公司治理的过程进行了分析，其核心矛盾在于对董事会战略参与的观点不同（详见表 2.7）。而战略活动是一个多层次、主观性的术语，学术界对其界定很难达成共识。本文的研究目的不在于讨论战略的意义，因此，借鉴 Stiles (2001)的做法，采用 Ansoff (1965)对战略基本概念的界定：战略是正式计划的结果，是建立长期目标的分析过程。

尽管对公司治理的研究数量非常大，但研究结论过于多样化，甚至相互矛盾，这造成投资者、管理者的困惑，对实践多半不具备指导作用。可能存在的问题是，战略是企业长期活动的过程，但学者们对公司治理的研究大多都没有考虑过程，大多仍遵循“结构→绩效”的研究路线，而二者的逻辑关系可能并非如此的简单和直接，且在文献中均未得到合理解释，也未发现新的研究路径。因此，需要各因素对绩效是如何产生影响的，并挖掘其影响路径。

Zahra & Pearce (1989)认为，研究企业特征与绩效之间的直接关系可能是被误导的，由此可能产生相互矛盾的研究结果。企业的特征属性与绩效之间应该存在中间过程。Finegold, Benson, & Hecht (2007)认为，董事会的特征属性，通过影响董事会战略参与的行为和职能的履行，进而影响多维度的绩效。因此，本文认为，公司特征对绩效产生影响，其传递的逻辑可能是“特征→行为→结果”。在面临这样的研究困局时，似乎需要引入一种新的研究方法来解决这个问题。

SCP 理论是哈佛学派 (Harvard School) 创立的产业组织分析理论。作为正统的产业组织理论，哈佛学派以新古典学派的价格理论为基础，以实证研究为手段，按结构→行为→绩效对产业进行分析，构架了系统化的市场结构(Structure)→市场行为(Conduct)→市场绩效 (Performance) 的分析框架，简称 SCP 分析框架 (苏东水, 2000)。该理论对于研究产业内部市场结构，主体市场行为及整个产业的市场绩效有现实的指导意义，是产业经济学中分析产业组织的正统理论。在 SCP 框架中着重突出市场结构的作用，认为市场结构是决定市场行为和市场绩效的因素。分析程序是市场结构决定企业在市场中的行为，企业市场行为又决定经济绩效。因此，改善市场绩效的方式就是通过产业政策调整市场结构。

产业组织理论的兴起和发展主要由欧美学者推动，根据 Schmalensee, Armstrong, Willig, & Porter (1989)，夏大慰(1999)的研究和整理，其发展主要有三个流派：哈佛学派、芝加哥学派 (Chicago School) 和新产业组织理论 (New Industrial Organization)。由于前两个学派在理论基础和研究方法上基本相同，因此理论界通常又将它们归为传统产业组织理论 (Traditional Industrial organization)。

产业组织理论的开创者是美国哈佛大学的爱德华·梅森 (Edward. S. Mason)

和其弟子乔·贝恩 (Joe S. Bain)。该理论的研究对象是在不完全竞争条件下的企业行为和市场构造,是是微观经济学(个体经济学)中的一个重要分支。1958年,贝恩在吸收和继承阿尔弗雷德·马歇尔 (Alfred Marshall) 的完全竞争理论假设 (Perfect Competition Theory Hypothesis)、爱德华·哈斯丁·张伯伦 (Edwards Hastings Chamberlin) 的垄断竞争理论 (Monopolistic Competition Theory), 约翰·贝茨·克拉克 (John Bates Clark) 的有效竞争理论 (Effective Competition Theory) 的基础上, 提出了 SCP 的分析范式。

随着次年产业组织理论的专著《产业组织》(Industrial Organization) 的发表, 以梅森和贝恩为代表的哈佛学派正式形成。牛晓帆(2004)将 SCP 范式定义为, 企业的市场结构、市场行为以及市场绩效三者之间存在一种单向的因果关系: 集中度的高低决定了企业的市场行为方式, 而后者又决定了企业市场绩效的好坏。这便是产业组织理论特有的“结构→行为→绩效”分析范式。这一范式认为产业结构决定了产业内的竞争状态, 并决定了企业的行为及其战略, 从而最终决定企业的绩效。

因此, 本文的研究路线借鉴 SCP 理论的研究范式, 尝试在治理结构与治理绩效二者关系中, 引入中介变量“治理行为”, 而非是将公司治理结构等同市场结构、公司治理绩效等同于市场绩效进行分析。本文试图从“治理结构→治理行为→治理绩效”作用产生的路径和机理, 厘清治理结构如何通过影响治理行为进而影响治理绩效, 以及治理行为在治理结构和治理绩效中的中介效应, 讨论三者之间的关系。

2.6 本章小结

综上所述, 学者及相关学术机构基于公司治理的视角, 分别从治理结构与治理行为, 治理结构与治理绩效, 治理行为与治理绩效以及治理行为的中介效应的影响进行了广泛的研究, 但是在基于 SCP 范式的基础上研究治理行为的中介效应影响的研究相对较少, 针对创业板上市公司在公司治理行为的中介效应方面的研究更加有限。

因此, 本文将治理行为与治理结构结合起来共同研究与治理绩效之间的关系, 并结合创业板上市公司的特点, 以公司治理理论和 SCP 理论为理论基础, 构建创业板上市公司治理结构、治理行为对治理绩效的传导机制理论模型, 确定决策行为绩效与控制行为绩效两个指标维度。从中介效应的角度出发, 将治理结构指标作为解释变量, 治理绩效作为被解释变量, 治理行为作为中介变量, 并以 2010 年

至 2015 年的中国创业板上市公司面板数据作为研究样本，对中国创业板上市公司治理结构、治理行为与治理绩效之间的作用关系进行实证研究，厘清他们之间的关系和作用机理。

第三章 治理行为在治理结构与治理绩效之间中介效应的作用机理分析

3.1 企业治理主体与治理职能的界定

对于公司治理的研究，以往文献因研究路径不同，研究的重点也不尽相同，学者们基于不同的研究视角，得出的结论甚至会相互矛盾。公司治理的核心内容就是公司治理目标的确定、对公司治理制度安排严格约束。学术界对公司治理所讨论的热点集中在如何创造公司剩余收益，剩余收益所有者是谁，如何进行分配三个方面。因此，本文认为，不能仅以单边理论作为研究依据，需首先厘清治理的目标，结合多元理论对公司治理进行多维度的研究。

3.1.1 企业治理主体的确定

作为公司治理的研究起点，学术界对治理结构一直保有极高的研究热度。在CNKI（China National Knowledge Infrastructure，中国知网）以“治理结构”作为主题进行词频搜索，从2008年1月至2017年12月十年间，共得到了23,349篇文献（论文数量按照年份的分配见图3.1），说明中国学术界对公司治理保持了较高的关注度。



图 3.1 以研究“治理结构”为主题的论文数量统计（按年份）

来源：中国知网（海外版）<http://gb.oversea.cnki.net>

在对公司治理绩效评价的理论与实践，大多数学者与企业都将对治理绩效产生影响的对象放在公司治理结构上，公司治理研究的传统路径是“治理结构→

公司绩效”，其研究的起点是基于治理主体的治理行为视角来分析和解释治理绩效。基于这一逻辑关系，学术界的将研究切入点放在企业的治理模式、机制设计和内外相关因素对公司绩效的影响上，以此分析范式进行了大量的实证研究，得到了丰富的研究成果。但是，随着研究的逐渐深入，学术界对“治理结构→公司绩效”的分析范式在以下两方面的解释力度效力大减：解决代理问题是传统公司治理研究的主要关注点，在公司治理的实践中，委托代理问题并非如学者们定义的如此简单，在第一类代理问题尚未得到较好的解决时，逐步形成了第二类代理成本。因此，由于代理问题愈加复杂，学者们在对代理问题的描述和选择上，研究的关注点和侧重点差异很大；另一方面是股东至上理论与利益相关者理论在公司治理目标上存在的认知差异，学者们受制于所支持理论，在公司绩效指标的选取上的差异性也非常明显。因此，相对于“治理结构→公司绩效”的分析范式，其逻辑关系虽然简单清晰，易于说明和解释，但对具体问题的描述却比较困难，理论架构上的认知差异，造成了实证结果的差异性也是巨大的，甚至产生了大量南辕北辙、相互矛盾的结论。

公司治理研究的最终治理目标，就是提升公司的绩效，而不论是基于股东利益为导向的所有者权益指标、以公司价值为导向的财务评价指标、以利益相关者为导向的社会绩效指标还是以战略绩效为导向的综合评价指标，其研究视角都是基于治理主体需要而得到广泛关注的。公司治理是主体对于对象的行为，因此，无论是现实的公司治理实践，还是以往的公司治理研究，都会关注到作为主要治理对象的董事会(郝云宏, 2012)。

由此可知，不论是何种学派的观点，治理结构其本质上是通过董事会对管理层和利益相关者权利、义务的制衡和安排。在这个视角下，公司治理的主体应是作为具有委托人受托责任的董事会。因此，本文根据吴敬琏(1994)、谢永珍，赵琳与王维祝(2013)、郝云宏(2012)等学者的观点，认为公司治理的主体是董事会，治理行为的目的是实现公司的治理目标，即企业价值的提升，具体的举措是通过董事会职能的履行，是公司治理主体在履行治理职能中的具化表现，公司的治理绩效作为公司治理核心机构的董事会履行其激励与监督职能所达到的效果，而非董事会履行职能的行为本身。

3.1.2 公司治理职能的界定

前文已述，作为公司的治理主体，董事会通过履行职能，对公司进行治理。职能的履行是过程，不是结果。学术界结合不同理论视角，对公司治理的过程进行了很多卓有成效的研究，本文尝试根据以往文献的研究成果，结合相关理论，

对董事会职能做出相关解释。

以往文献对董事会职能的界定，多以股东至上理论与利益相关者理论进行解释，但无论是股东至上理论视角下股东单边治理，还是利益相关者理论视角下的全体利益相关者共同治理均存在一定的局限性。冯根福(2006)指出，不论是以单一的股东价值最大化为治理目标，还是以单一的利益相关者利益最大化为治理目标，均无法保证公司长期稳健的持续发展。因此，为了解决这样的困局，学术界试图修正和相互融合这两类公司治理目标。Jensen (2010)提出了以“开明的股东”与“开明的利益相关者”价值最大化相结合为公司治理的目标。冯根福(2006)、徐向艺与徐宁(2012)认为，公司的治理不应简单的单边或多边共同治理，应建立在以股东利益为主导的前提上，兼顾核心利益相关者利益最大化的公司治理目标。这一类的观点跳出了单边治理和多边共同治理的局限，对公司治理理论的发展提供了理论基石，产生了积极影响。

作为内部治理的核心机构，企业通过充分履行董事会职能的治理行为达到高水平的治理绩效，企业的治理行为通过董事会履行职能，在企业治理结构与治理绩效之间起到了关键的中介作用。对企业治理行为的理解依赖于对董事会职能的具体解释。赵琳(2014)将董事会职能的定义为董事会应该履行的职责和任务。鉴于此，本文基于不同理论视角对董事会职能进行不同诠释，并结合理论对董事会职能进行多角度的重构。作为公司治理研究中最为主流的代理理论，虽然得到了绝大多数学者们的认可，单基于单一理论视角解释不同情境下的董事会职能未免过于片面，特别是创新企业情境下的董事会治理，代理理论存在一定的局限性。因此，Zahra & Pearce (1989)、李维安，牛建波与宋笑扬(2009)、Adams, Hermalin & Weisbach (2010)、Minichilli, Zattoni & Zona (2009)等学者试图将代理理论与管家理论、法律视角甚至更为宽泛的理论和研究视角相结合，诠释董事会职能。为描述企业治理行为的执行情况，本文借鉴谢永珍，赵琳与王维祝(2013)的观点，引入企业董事会治理行为，依据相关学者的观点和研究范式，将各理论整理后得出结论，公司的治理行为就是董事会履行职能，实现治理目标的过程。董事会职能包括激励职能和监督职能林浚清，黄祖辉与孙永祥(2003)、赖普清(2007)、谢永珍(2006)、周建，王鹏飞，李文佳与陈素蓉(2012)、谢永珍，赵琳与王维祝(2013)，反映了董事会实际运作层面的特征。

1. 监督职能

现代经济学理论认为，在缺乏监控的环境下，没有相应的制度制衡，管理层自利的机会主义往往会成倍扩大，如管理层会在对成长性机会评估的时候刻意压低对风险的估计，下一级团队工作也会为串谋提供机会，这会降低股东对 CEO 能

力的评价和董事会的监控能力，对高管团队的控制能力也会下降(林浚清，黄祖辉，与孙永祥,2003)。一般来说，公司在监督方面的治理行为，起源于代理理论。作为自利人，特别是在管理层在于股东利益不一致时，更容易产生自利的机会主义行为。而公司的监督行为，就是为了在一定程度下，抑制管理层因与股东利益诉求不一致，而产生的自利的机会主义行为。

同激励行为一样，监督行为也是企业内部治理主体履行职能的过程与方式，具化的治理主体以股东、董事会（监事会）为代表，通过履行相关职能，对管理层进行监督，监督行为的基本目的是为了保护股东的利益的过程和方式。Jensen & Meckling (1976)基于代理理论的研究框架，认为监督是相对重要的治理职能，治理的目标在于减少委托人、代理人信息的不对称，进而能对管理层自利性的机会主义行为产生抑制作用。Harris & Raviv (2010)认为，减小代理成本，降低企业内部代理问题的有效手段就是股东参与公司治理，并对公司决策的产生于指定严格监控。

基于代理理论，学者们将其分为两个层次进行研究。将股东与董事的代理关系作为第一个研究层次，将董事与管理层的聘用关系作为第二个研究层次。在第一个研究层次中，股东通过选任董事对董事会施加影响力，进而达到对企业的控制，实现对企业的治理。股东对企业的治理更多的是体现在其控制权的实施上。股东的类型及控股比例的不同，其对企业内部的控制方式与成都也各异。Shleifer & Vishny (1986)对于股权比例较高的大股东，因其话语权重也较高，因此，对管理层的监督是切实而有效的。而股权集中度相对较低的股东，一般通过委派或推选高管、递交股东提案等方式进行对企业的控制，必要时，甚至会采用向管理层施压、解聘管理者等极端行为(李维安，牛建波与宋笑扬,2009)。

如以结果为导向的视角来看，抑制代理问题的最优解是股东参与公司决策，并对管理层进行监控(Harris & Raviv, 2010)。如从外部控制的视角来看，股东的合理提案，也是减小代理成本的一个有效手段(Renneboog & Szilagyi, 2011)。中国的学术界也发出了类似的声音。钟安石与宋理升(2011)的研究表明，股东的控股比例不同，对公司的治理行为方式也不尽相同。与大股东直接参与企业的控制行为，对管理层监管不同，中小股东主要通过股东的诉讼与提案，控股比例不高的机构投资者则主要通过争夺代理权的争夺，实现对公司的控制与治理。

Shleifer & Vishny (1986)，李维安与李滨(2008)等学者，从外部治理的视角，对机构投资者参与治理进行了实证检验，研究的结论是其参与公司的治理，有效的提升了公司业绩。Renneboog & Szilagyi (2011)认为，作为一个有效的外部控制工具，股东提案在一定程度上对抑制代理成本的增加具有正向影响。

在第二个研究层次中，代理关系主要是通过董事会基于股东的受托责任，对管理层的聘用权力、监督权力、激励权力等诸多控制行为的行使来体现的(Adams, Hermalin & Weisbach, 2010)。聘用权利主要表现在董事会对高管的聘任与解雇，监督权力主要表现在对企业内部投资、担保和重组等重大事项上方面的监督，激励权力主要表现在依据高管业绩，对其薪酬的提升与职位的晋升、甚至对其进行股权激励等方面。以往的研究证明了董事会合法合规合理的履行激励与监督职能，对规避风险、提升企业业绩有显著的正向影响。

除了企业内部的治理，对管理层的约束与激励，在一定程度上也受制于如市场竞争等外部因素。此外，这些外部因素也抑制了经理层道德风险和逆向选择的机会主义行为。Ameer (2010)指出，随着资本市场、经理人市场的日趋完善，市场竞争对高管的约束愈加强烈。股东可以通过经理人市场甄别经理人的能力，而经理人能力的强弱，在很大程度上是经理人服务企业在资本市场上的股价高低的体现。

从这一视角理解，外部的市场竞争对于规避风险和降低代理成本具有显著的正向影响。但由于外部因素的外延过广，给研究带来了过高的难度和时间成本，因此，本文主要对研究治理绩效的内部影响因素与作用机理。通过对以往文献的梳理，本文发现，尽管作为研究样本的企业，其发展阶段、治理环境、治理主体履行职能的程度都不尽相同，但监督职能与激励职能仍是公司治理行为基本职能的两个方面。公司治理绩效的提升，需要保障相应治理行为的有效实施。

董事会的监督行为是其履行监督职能的过程。基于代理理论的假说，董事会作为一个内部治理机构，以委托人（股东）的利益为代表，其履行的主要职责就是对代理人（管理层）的监督和监控。Zahra & Pearce (1989)，李维安，牛建波与宋笑扬(2009)认为，基于董事会的监督职能，董事会需对公司绩效与 CEO 绩效进行有效评估，借以确保公司良性发展，从而保护股东权益。Adams, Hermalin & Weisbach (2010)指出，董事会是通过雇佣、解聘、评价管理层履行其治理职责，从而达到对其进行监督和约束的治理目的。对管理层的评价是公司治理行为的重要组成部分，也是董事会激励职能的必要条件，它是企业制定激励政策的基础。

Schwartz-Ziv & Weisbach (2013)认为，企业的监督行为，是对管理层进行评价，而不是对评价其决策。CEO 制定公司发展计划，提出项目建设意见，董事会通过考察项目盈利情况，对 CEO 业绩进行评价，给出对 CEO 继任还是解雇的建议。综合以上学者观点，本文认为董事会的监督职能通过评价、雇佣、解聘管理层，达到监督公司各项活动，借以降低公司违规担保、大股东侵占中小股东利益等降低企业价值的不良行为。

2. 激励职能

对于激励问题的研究,学术界的路径大致分为两个方向:一种是运用归纳法,根据以往的经验总结和科学归纳的基础上形成的理论学派,另一种是在假设基础上,通过逻辑推演和构建模型而形成的理论学派。前者偏向管理学、后者更偏向经济学。前者的发展路径经历了四个阶段李春琦与石磊(2001):多因素激励、行为改造、过程激励、综合激励。

多因素激励理论作为归纳法激励学派的基石,其中的代表是 Maslow (1954)的需要层次理论(Maslow's hierarchy of needs),他认为人的需求分为生理、安全、社交、尊重和自我实现五个层次,这些需求是由低至高依次排列的。Aldefer (1972)的ERG理论(“ERG”是 Existence、Relatedness、Growth,三个单词的首字母缩写,即生存、相互关系和成长发展),对需要层次理论进一步进行了概括和发展。Hart & Herzberg (1957)的“激励-保健”双因素理论(Two factor theory)认为,满足员工需要是一种消除其负面情绪(如不满、抵触等)的“保健因素”,其中,McClelland (1961)提出的成就需要理论(Achievement need theory),对企业家、经理人的激励具有重要的指导意义。学者们具体的观点详见表 3.1。

表 3.1 多因素激励理论学派主要代表学者观点

代表学者	主要观点
Maslow (1954)	针对人的需求不同层次,应该采取不同层次的激励,要根据具体情况设定不同的激励方案。
Aldefer (1972)	人的3种核心需求在同一时间可能有多种需求对人起作用,如果较高层次需要的满足受到抑制,那人会更加渴望满足较低层次的需要。
Hart & Herzberg (1957)	仅仅是满足职工的需要还不能排除消极因素,更应当注重“激励因素”对人的作用。
McClelland (1961)	人的基本需要分为成就、权力和情谊需要,其中成就需要对于个人、团体和社会的发展起着至关重要的作用。

行为改造学派的逻辑起点是激励目的,该学派认为激励的目的就是修正和改正人的行为缺点。该学派的主要理论有“归因论(Attribution theory)”、“操作型条件反射论(Operational conditioning theory)”、“挫折论(Frustration theory)”。这些理论的产生源于社会学、心理学范畴,随着研究的深入,管理学、经济学等学科也利用其进行交叉研究,并提出新的要求,如希望引入环境设计与道德抑制等,使激励方式多样化。过程激励理论。过程激励学派着重研究人的动机形成和

行为目标的选择，综合激励学派则是融合以上多种学派，把激励行为的内外因素都考虑进去。

不同于管理学以归纳为主的研究路径，经济学科对激励的研究起点是以经济人为出发点，以利益/效用最大化为目的展开研究。随着研究的深入，标准的阿罗-德布鲁的竞争-均衡范式（Arrow-Debreu Competition- Equilibrium paradigm）受到了 Hart (1995) 强烈的质疑，他认为该理论的缺陷在于完全忽略企业内部的激励问题，而把产出看成纯粹的生产函数。传统理论把利益最大化作为企业唯一的经营目标，而现代企业由于两权分离，经营者的目标与所有者目标并不一定一致，所有者对经营者的控制也因信息不对称而难以奏效。Jensen & Meckling (1976) 构建了“代理成本”概念，将其作为企业所有权的决定性因素，经营者如果成为完全剩余权益的拥有者，可以降低甚至消除代理成本。Holmstrom & Tirole (1989) 认为所有权在企业激励问题上具有极大的影响力。为解决代理问题，提出了三种措施：第一种是委托人对代理人的直接监督。这一做法是为了解决代理问题带来的负面效应：代理人与委托人之间的信息不对称。尽管直接监督能够在一定程度上抑制代理人行为上的偏差，但不能从根本上杜绝代理人思想上的消极因素，也不能完全消除代理成本。而监督成本过于高昂也将损害委托人监督的绩效，因此，这种激励措施，实际上是一种监督行为，只能用于代理人行为结果易于判断的情况。第二种是让代理人承担全部风险，享有全部剩余权益索取权。在委托人追求利益最大化的假定下，除非资本利润未负，否则这种过于极端的情况也是不可能存在的。第三种是委托人与代理人之间缔结契约，按一定比例对剩余索取权分配，将剩余分配与经营绩效挂钩。在实践中，大多数企业所采取的是第三种制度。

随着博弈论（Game theory）的引入，竞争、声誉等隐性激励机制能够发挥激励代理人的作用，充实了长期委托代理关系中激励理论的内容。Fama & Jensen (1983) 指出，在竞争性的经理人市场上，经理人自身的受雇价值很大程度上决定于之前服务企业的经营业绩。因此，即便显性激励程度不够，受雇成本可能未得到满足，但本着对自身职业生涯负责的态度，经理人仍会努力工作，因为这样可以提升自身在经理人市场上的声誉，为提升未来收入打下坚实基础。但这一机制存在两点局限性：一是雇主可以在一定程度上忽视经理人的激励诉求，使经理人产生倦怠的工作情绪，被动的应付工作，不利于公司业绩的提升。二是这种激励评价体系因受制于经理人有限的职业生涯，进而限制了过去的业绩对未来持续影响的程度，伴随着声誉未来贴现的减少，其作用力也愈加减少。在实践中比较明

显的是中国国有企业持续出现的“59 现象^②”。这一现象表明了声誉激励对于职业生涯即将结束的经理人激励效果呈断崖式的下降。产生这一现象的根本原因是经理人的努力程度与退休后的补偿之间基本无关。因此，为了发挥声誉的激励作用，声誉良好的经理应该能终生从中获益，但这在实际中却很少能得到满足。随着 Harris & Raviv (1988) 证券设计理论(Security design theory)的发展，学者们将其引入到对经理人的激励方面，具体表现在经理人的聘用权由投资人掌握，投资人会根据经营业绩，解聘经营业绩不好的经理人，因此，这一机制迫使经理人为了获得企业控制权而提高经营业绩。

根据管家理论，管理层作为组织资源的“大管家”，除以利他动机并受组织需要和目标驱动，将会勤奋工作而使股东利益最大化。而随着美国国际集团、安然、雷曼兄弟等公司丑闻的暴露，使学术界和监管部门对在严格的监管条件下，对管理层进行合理的激励更加关注。

Berle & Means (1991)指出，当公司股权集中度不高，且管理层没有得到相应激励与回报（如薪酬不高、持股比例较低）时，为了实现个人利益最大化，管理层制定的政策可能由于与股东的利益诉求点不同，更多的是维护管理层自身的利益，进而侵占或损害股东利益，进而对公司绩效产生负向影响。而 Fama & Jensen (1983)提出，尽管管理层因持股比例较低有可能会侵占股东权益，但受到市场约束机制，管理层很难有条件做出自利的机会主义行为，为了得到足够的激励，管理层会以股东利益最大化为治理目标。而当管理层持股比例较高，或是拥有很大决策权时，才能有机会侵占其他股东权利，使公司价值下降。Jensen & Meckling (1976)认为，以一种合适的方式激励管理层，可以降低代理成本，因此公司合理的激励行为与公司绩效正相关。合理的薪酬和晋升机会，不仅能够对代理人造成强激励作用，还能减少偷来和搭便车行为对企业绩效带来的负面影响。Fama & Jensen (1983)认为，不合理的激励机制，可能会造成管理层超出预期的持股比例，因其高持股，管理层可能因此控制董事会，而造成侵占其他股东利益，对公司绩效会产生负面作用的不良影响。Shleifer & Vishny (1986)认为，适度的激励管理层，与托宾 Q 存在先增长，后降低，再增长的非线性关系。因此，合理的对管理层进行激励，对企业绩效能够产生正向影响。

综上，众多的西方经济效用理论证实，对经理人的激励应该是多方面的。因为金钱或是说薪酬的边际效用随着收入的增加而下降。如果从劳动与工资产生的

^② 关培兰与周新军(2006)对“59 现象”的定义为“一些党政干部，或者国有企业高层管理人员，在临近退休之前，利用手中的权力，为个人谋取不正当利益，损害国家或他人的利益。”

替代效应 (Substitution Effect) 和收入效应 (Income Effect) 来讨论, 如果工资处于较高水平, 收入效应可能超过替代效应, 这会使工资的增加反而造成劳动供给的下降。这些理论表明对于拥有相对高收入的经理人来说, 物质的激励是有限的。因此, 董事会对经理人的激励不光要从物质上予以保障, 还要从权利、地位、声誉等隐性激励上予以考虑。

3.1.3 创业板上市公司的特殊性

作为创新型企业的代表, 中国的创业板上市公司其治理结构与大型成熟上市公司存在许多不同。

第一, 创业板公司股东与管理层之间的代理问题较小。Grag (2013) 指出, 创业板上市公司 CEO, 一般为企业创始人, 通常拥有大量股份, 对企业的所有权与控制权的分离程度较低, 同时, 创业板上市公司通常处于企业生命周期的早期, 企业生产资源有限、现金流少, 公司规模也小, 因而 CEO 滥用资源的机会较少。而在大型成熟上市公司中, 两权分离程度高, 企业资产规模大且生产资源丰富, 这从客观条件下就为 CEO 提供了更多滥用资源的机会, 加之不当的监督和不正当的激励, CEO 常常以损害股东利益为代价进行在职消费, 获取额外收益 (Yermack, 2006)。

第二, 创业板上市公司管理层能力较弱。由于创业板上市公司属于新上市公司, 管理层也不可避免的缺少与资本市场的协商经验。根据 Field, Lowry & Mkrtchyan (2013) 的研究结果, 新上市公司大多具有高增长率, 但因其内部管理缺乏经验, 在上市不久往往面临发行股票、产生债务、并购等困境, 这对管理层提出了挑战。他们认为, 大型成熟公司与新上市公司最重要的区别就是大多数新上市公司管理层缺乏与机构投资者处理关系的能力、与公共媒体平台协调关系的手段、与市场分析单位或个人互动的意愿、登记公共报表等方面的经验等等。另一方面, 创业板上市公司对企业家精神的提炼、理解和执行不够。陈忠卫与郝喜玲 (2010) 研究发现, 在企业家精神团结协作方面, 中小企业的创业团队表现较大型成熟上市公司弱。由此推断, 作为以中小企业创业团队发展起来的创业板上市公司, 其管理层在此方面也可能具有一定短板。

第三, 创业板上市公司一般处于企业生命周期的早期, 内部外部面临高度的不确定性和变革, 较之成熟的大型企业, 其对外部资源的依赖性较强。Garg (2013) 认为, 创业板上市公司因其处于企业生命周期的早期, 从市场外部环境看, 创业板上市公司面临市场边界、产品认同度、顾客满意度具有高度的不确定性, 从企业内部环境看, 创业板上市公司内部宽松资源较少, 管理团队规模也较小。基于

此，Field, Lowry & Mkrtchyan (2013)认为，创业板上市公司面临不论从外部环境还是内部需求来说，都需要提高变革的强度和频率。对于创业板上市公司来说，外部的不确定性无法通过以短时间的主动行为加以规避，但对于内部的不确定可以通过创新来应对。创业板上市公司提高生存率和促进成长的关键因素就是创新。但对于大型成熟上市公司来说，其主要面对的矛盾是对确有产品的开发、与竞争者在已开发的市场上运营，创新不是其治理的唯一目的。而其由于长时间的积累和运营，大型成熟上市公司管理层人才储备，市场资源等远远领先于创业板上市公司，其对外部资源的依赖性较低，面临不可测性和变革更低 Davis & Cobb (2010)。创业板上市公司与大型成熟上市公司特点的比较详见表 3.1。

表 3.2 创业板上市公司与大型成熟上市公司的比较

特点	创业板上市公司	大型成熟上市公司
企业所处的生命周期阶段	初创期、成长期	成熟期
对创新的注重程度	高	中、中低
两权分离程度	低	高
管理层持股	高	中、低
公司冗余资源	低	高
管理团队规模	小	大
管理团队经验	低	高
外部环境的不确定性	高	低
董事的专业水平	高	中

因此，以中国创业板上市公司为情景的研究，不能照搬先前学者对变量的界定的选择，必须尊重其自身特点，选取合适的变量进行研究。中国创业板上市公司与大型成熟上市公司相比，股权集中度更高，CEO 持股比例远高于大型成熟上市公司，因其持有大量股份，可以认为其在很大程度的与股东利益高度一致；另一方面，企业冗余资源的匮乏，从客观上就减少了 CEO 滥用资源的机会，这两方面造成了创业板上市公司的代理问题相对一般上市公司而言更低(Garg, 2013)。

不能忽视的是，创业板上市公司作为新上市公司，管理团队经验不足，加上企业内部环境和市场外部环境高度的不确定性，公司的生存和发展依赖于企业自身的创新能力。因此，本文认为，创业板上市公司的生存环境和自身特点与大型成熟上市公司不同，因而其公司治理的研究不能完全参照前人的研究成果，其治

理目标的不同，也造成了行为与绩效必须重新定义和研究。

3.2 公司治理结构通过行为对绩效的传导机理

通过文献梳理，本文发现，以往研究的路径大多是股权结构→经营绩效，董事会结构→创新绩效，因此，就治理结构对治理绩效的传导机理，本研究也将从这两条路径依次进行展开说明。

公司治理绩效是董事会通过履行职能而进行治理行为的效果，然而，公司治理行为也受到不同层面的因素影响，包括制度层面的影响如法律、文化等，组织层面的影响如组织所处生命周期、资源、股权结构等，以及董事会结构以及董事会个人层面的影响。由于本文研究的是创新型企业的治理绩效，制度层面与组织层面的因素具有较高同质性，因此，对股权结构、董事会结构层面的影响成为决定治理行为的重要因素。根据产业组织理论中，Svensen & Bain (1959)认为，市场结构决定企业行为，企业行为将进一步影响经济绩效，即 SCP 范式。借鉴这一番时可以推断，公司的治理结构通过治理行为而进一步影响治理绩效。治理结构与行为作为治理绩效的影响因素，其二者之间也存在因果关系。

公司治理研究的传统路径是“治理结构→公司绩效”，其研究的起点是基于治理主体的治理行为视角来分析和解释治理绩效。基于这一逻辑关系，学术界的将研究切入点放在企业的治理模式、机制设计和内外相关因素对公司绩效的影响上，以此分析范式进行了大量的实证研究，得到了丰富的研究成果。但是，随着研究的逐渐深入，学术界对“治理结构→公司绩效”的分析范式在以下两方面的解释力度效力大减：解决代理问题是传统公司治理研究的主要关注点，在公司治理的实践中，委托代理问题并非如学者们定义的如此简单，在第一类代理问题尚未得到较好的解决时，逐步形成了第二类代理成本。因此，由于代理问题愈加复杂，学者们在对代理问题的描述和选择上，研究的关注点和侧重点差异很大；另一方面是股东至上理论与利益相关者理论在公司治理目标上存在的认知差异，学者们受制于所支持理论，在公司绩效指标的选取上的差异性也非常明显。因此，相对于“治理结构→公司绩效”的分析范式，其逻辑关系虽然简单清晰，易于说明和解释，但对具体问题的描述却比较困难，理论架构上的认知差异，造成了实证结果的差异性也是巨大的，甚至产生了大量南辕北辙、相互矛盾的结论。

3.2.1 股权结构到治理绩效（经营绩效）的传导机制

创新型企业的竞争优势来自于其自身创新能力，而创新能力提升的必要条件

之一是企业对创新资源分配的侧重和持续长期的投入。因创新活动自身是一个长期的，见效不明显，风险大且回报比率不可控，这非常考验企业的所有利益相关者，甚至股东对创新投入的忍耐程度。一方面，如果企业股权过于分散，权力的制衡与信息的不平等，管理层将无法受到有效的监督，这会增加管理层的决策利己化的几率，其决策目标更多的是追求个人利益的短期行为，这对长期、持续投入的创新活动将产生严重不良影响。另一方面，过度碎片化的股权，权利不能集中行使，且大大增加了股本转让的可能性，甚至出现整体并购的情况。而股权变更情况过于频繁，会增加企业决策、计划的变数，企业的创新活动可能因缺少长期稳定资源、政策保障而搁浅。此外，分散股权可能导致内部监督机制的失衡，滋生“搭便车”效应的温床，企业内部缺少活力和凝聚力，工作热情降低，企业价值下降，公司下跌，这种种的不利情况也可能会造成股东，特别控股比例高大股东缺乏支持创新活动投入的动力。根据 Jensen & Meckling (1976)的观点，企业良性发展的前提应是：企业的股权结构在一个合适的范围内相对集中，大股东既没有过度参与公司战略决策过程，也没有因分散的股权结构而缺失公司的治理过程，而是以一种积极的状态参与。具体表现在积极主动搭建相对独立的董事会，不过度参与其治理过程，董事会依据股东的受托责任，对公司的经营、管理活动形成有效监督，这样的机制更有利于企业长远战略目标的实现，既定策略的执行等。

于此相对的，过于集中的股权结构也会对企业造成不良的影响。这可能是因当大股东的持股比例过高时，可能因此会滋生大股东侵占其他利益相关者的“隧道行为”，大股东更像是企业的“独裁者”，行事更加独断专行，这对创新活动的影响是负面的(周建等, 2012)。根据他们的研究结论，抑制这种现象的有效手段是企业其他股东的股权集中度。其他股东股权集中度的提高，一方面在企业内部会对控股大股东形成股权和控制权的竞争机制，降低控股大股东的绝对话语权，控股大股东行事风格也会由此改变。另一方面，由于其他股东话语权的提高，会对控股大股东形成有效的监督机制，其侵占其他利益相关者“隧道行为”的可能性大大降低。此外，其他股东由于股权集中度的提升带来了话语权的提升，其与大股东之间的地位差距逐渐减小，沟通和协调因此变得更加顺畅。创新活动作为一项长期投入，尽管周期长、见效慢、风险大，但作为企业竞争力的保障，更容易得到大多数股东的认同和支持，而不是在一些只追求短期利益的股东和管理层的摒弃下“夭折”。

利益最大化是公司治理的根本目标，相对于大型成熟上市公司，中国创业板上市公司，其体量的先天不足就决定了在市场竞争中的优势是企业持续不断的创

新。这种创新游离在市场力量之外，存在于企业内部，是企业对异质特征产品、服务上的创新。只有提升这种创新能力，把核心技术牢牢掌握在手中，才能应对瞬息万变的市场和残酷的竞争压力(钟田丽，马娜与胡彦斌, 2014)。

创新型企业是处于企业生命周期早期的一类特殊企业，由于资源的稀缺及内外部环境的不确定性，在初期处于较高的风险中。王小兰(2005)指出，中国科技背景的民营企业生命周期极短，平均寿命仅为 2.9 自然年，90%在 5 年内破产，99%在 10 年内破产。虽有研究表明，董事会能够通过有效的监督的防止高管的玩忽职守与自以为是的管理而带来的战略偏差，降低公司潜在的退出风险(Iwasaki, 2014)(推出公司是指公司在全球经济危机时被兼并重组或破产清算的公司)，但 Hsu 与 Wu(2014)却发现，独立董事过当的监督行为反而提高了公司失败的可能。

Volker(2012)认为，大股东会因股权集中度的提高，自身利益与企业利益捆绑的愈加紧密，因而大股东会以更加积极的状态参与企业内部的治理，加强对管理层的监督，使经理人的经营管理活动向更加倾向于有利公司利益的提升；此外，大股东直接参与企业的经营管理，能够有效降低所有者与代理人之间“信息不对称”问题，从而降低第一类代理成本。从这一角度来说，股权集中度的提高，在一定程度上对监督行为产生了正向影响。另一方面，过于分散的股权是对产权界定的不明确，或是说对产权进行的一种无效率配置，而这种“不明确”、“无效率”极易产生“搭便车(Free Rider Problem)”这种投机行为(Olson, 1965)。Volker(2012)指出，股权的分散度越高，股东之间更有可能产生“搭便车”的投机心理，依赖于“别人”对管理层的监督，减少监督行为的参与度，因此提升代理成本。

但是以上理论假设的前提是在一个相对成熟的治理机制下，作为处于企业生命周期早期的创业板上市公司来说，其内部的治理机制，特别是监督机制还不成熟，尽管根据 Volker(2012)的观点，股权集中度的提升对第一类代理问题能够产生一定的抑制作用，但实践中，在股权高度集中，监督机制又不完善的情况下，很容易滋生大股东、管理层的利己主义机会行为，第二类代理问题在这种情况下会非常严重。鲁桂华，张静与刘保良(2017)以 2008 至 2014 年度，中国 A 股上市公司为样本，对大股东减持与管理层业绩预告数据进行实证研究发现，尽管企业积极公布业绩预告的自愿行为是信息披露水平的提高，但却有一部分企业是管理层与大股东“沆瀣一气”的自利行为。管理通过大概率发布自愿型积极业绩预告提高投资者预期，配合大股东的减持行为，大股东成为减持行为的最终获益者，广大中小股东的利益不仅没有得到提高，反而受到了损害。这说明即便是相对成熟的 A 股市场，相应的监督机制还有待加强，中国证券市场还有待完善。

本文认为，股权适当的集中有利于提升企业的治理绩效，特别是治理绩效中的经营绩效方面，但股权的集中不代表将公司的话语权交给少数大股东，过于极端的股权集中可能会催生少数大股东完全把控企业运作，将企业形成少数大股东的“一言堂”，这也不利于公司治理绩效的提升。因此，抛开企业的监督、激励行为，直接讨论股权结果与经营绩效是存在一定局限性的。股权机构对经营绩效的影响不是简单而直接的，而是通过影响治理行为（监督行为、激励行为），进而对经营绩效产生影响。

3.2.2 董事会结构到治理绩效（创新绩效）的传导机制

不论是以单边的股东治理为治理目标的股东至上主义、全体利益相关者共同治理为治理目标的利益相关者理论，还是基于两种理论相互融合新的治理视角，其治理的逻辑起点均是基于新古典主义经济学框架下的交换活动。三种视角下，治理的矛盾在于公司治理主体未得到统一意见，各理论均无法解释如何在现有的技术条件和既定的个人偏好下，如何对剩余收益进行合理的分配，且都忽视了这些剩余收益是如何通过开发和利用现有生产资源而产生，而带来的一系列问题(O'Sullivan, 2001)。剩余收益分配的前提和基础是企业价值的创造，如果不考虑剩余收益的创造过程，仅将公司治理的目标聚焦于剩余收益索取权，这可能会致使剩余收益的分配无法合规合理，最终对治理主体的利益造成损失。

通过文献的梳理，本文认为，尽管股东至上主义、利益相关者理论与组织控制理论、利益相关者理论以及组织控制理论既在理论渊源、逻辑起点、研究范式、公司治理目标等方面存在的差异，但三者并非针锋相对。组织控制理论着眼于生产过程，提倡企业应该建设以创新为基础的组织整合、财务承诺和战略控制的组织控制制度，通过企业的创新生产，创造超额剩余收益。股东至上主义与利益相关者理论相结合，将企业因创新生产所创造的剩余收益，通过合理的分配，提升股东和其他利益相关者的共同利益，实现以股东为主导下的利益相关者利益最大化，受益者们在获取回报和合理激励后，进一步将物质生产资料和人力资本投入到创新过程中，形成新一轮的“创新投入→创新生产→收益获取→收益分配→创新投入”的良性循环。因此，本文认为，公司的治理不应简单依托理论，而是要对理论进行多元化的重构。公司治理的目标以组织控制理论的价值创造观、股东至上主义和利益相关者理论的价值分配观和动态循环的形式，形成多重理论相互融合、相互互动的关系，进而构成通过公司创新，实现以股东为主导的利益相关者利益最大化的公司治理目标。

Cooper, Demuzzio, Hatten, Hicks & Tock (1973)是这样进行界定的：凡是与创

新有关的决策和组织行为，在企业内部都具有十分重要的战略意义。对于创新的层次，学者们也给出了不同的解释。Elenkov, Judge & Wright (2005)指出，相对于技术层面上的创新，组织层面上的创新更为困难。组织层面上的创新需满足以下两个条件：一是对先前经验的否定，二是对潜在假设的检验，除此之外，还需要克服重大的障碍和困难。产生这些障碍和困难的原因是多方面的，原因可能是组织创新的过程，加大了投入与产出、工程与市场甚至是企业内部生产制造部门之间的矛盾，而管理层对创新没有明确的思路，不能起到很好的领导和调和作用。这些矛盾对组织创新带来了一定的阻碍作用，给组织创新的良性发展造成了壁垒。Belloc (2012)企业对创新的投入、支持力度，并不是技术决定论的结果，而是由管理层的投资决策而决定的，这些投资决策又受到治理结构的影响。Elenkov, Judge & Wright (2005)对组织创新的过程进行了多种方式的界定，对于组织文化层面上的创新，主要依赖于有利于工作运行、对生产者合理激励的制度建设。

而基于组织控制理论的视角，根据 O'Sullivan (2001)的定义，企业创新目标的三个保障是财务承诺、组织整合和战略控制。Stiles (2001)基于此研究框架，提出“财务承诺”更多依赖于对企业内部的监督，通过保障对用于创新过程中的投入资本，监督创新生产至产生财务收益的运行过程，抑制侵占、挪用资金等不良行为，才能实现“财务承诺”。有了足够的资金保障，才能合理的进行“组织整合”。企业“组织整合”实现的一个方面，是通过董事会对能力优秀的管理层实施激励，确保他们将能力和努力应用到集体学习过程中。因此，本文认为，从理论与实践的角度上，治理行为对创新都产生了一定程度的影响。这些影响有可能是正向的，也可能因行为的过度行使而产生负向影响。

Pfeffer & Salancik (2003)认为，企业内部的技术创新活动，需要信息资本、智力资本及金融资本等多方面资源的持续投入，概因其高度的不确定性、投入-产出周期长、复杂程度高和对智力资本的高要求，使其常因为资源供给的缺乏而难以保障长期顺利的持续进行。因此，在此情景下发展而来的资源依赖理论，也就顺理成章的认为企业的战略定位决定于其实施该战略所能获取，或者说是所需资源的机会。但获取资源的机会不会在企业内部凭空产生，因此，企业需要一个与外部环境联系的“桥梁”或是与外部关系紧密联系的“纽带”。在企业内部组织中，董事会充当了这一角色。Haynes & Hillman (2010)指出，董事会能为企业提供关键性的信息与其他资源，借以降低企业战略行动不确定性。正因如此，董事会对企业的贡献不仅是保障战略行为的制定，还包括了战略行为的顺利实施。根据 Hillman & Dalziel (2003)的研究成果，企业获取资源的能力很大程度上决定于董事会资本水平的高低。董事会资本水平作为董事会资源供给职能的关键因素，对

企业技术创新决策起到了至关重要的作用。

在委托代理理论框架下，董事会主要履行监督行为，目的在于通过监督和评价经理层行为，控制经济层的自利行为，降低代理成本，控制经理层机会主义行为和违规行为所带来的风险；通过监督财务报告，提高信息披露质量，降低股东与经理层之间的信息不对称。董事会的监督行为的效果主要体现于降低代理成本、改善信息披露的质量以及规避违规等方面，最终目的仍是保护股东与利益相关者的利益。董事会作为股东的代理人，负责聘用经理层并监督评价经理层的业绩和行为，降低其机会主义行为。Fama 与 Jensen（1983）在代理理论框架下，把董事会看做是履行监督职能的机构，以保护股东利益不受经理层自利行为的侵害。因此，董事会承担“受托责任”，履行监督和评价经理层的职责，以降低股东与经理层之间的代理成本。

虽然将企业剩余收益分配在创新、人力资本提升等方面的做法无可厚非，但不能盲目追求企业创新能力、生产条件的提升，进而忽视对股东的回报。因为企业价值不仅是企业自身能力的体现，股东财富也是其重要的一个指标之一。如果治理的行为仅将个人、研发团队等小集体能力的提升放在首位，而不考虑公司价值的增长，将战略导向偏向股东和利益相关者，这必将是一个失职的董事会(Huse, Hoskisson, Zattoni & Viganò, 2011)。因此，股东利益最大化应作为衡量公司治理行为效果的一个重要维度。尽管有学者对此持反对意见，认为董事会职能履行的治理行为，无法直接作用于组织层面的绩效，而是通过管理层的中介效应，产生间接影响(Nicholson & Kiel, 2014)，但此研究结果的研究框架是基于代理理论的，研究样本是大型成熟上市公司，对创新型企业的适用性不大。

基于代理理论的研究视角，董事会通过评价与监督 CEO 的行为与业绩，达到制衡 CEO 的作用，约束 CEO 自利的机会主义，从而降低代理成本，间接提升企业价值。学术界有一部分学者对此持反对意见，他们认为，创新型企业董事会履行职能的治理行为能直接为企业价值带来正向影响，而不是间接影响。Machold et al. (2011)认为，小型企业的股权结构与管理层结构高度重叠，正因如此，其缺少正式的管理机构，董事会作为一个合作性团队，直接参与治理，对企业价值提升产生直接影响。

因此，本文认为在董事会人力资本影响创新绩效方面，监督行为与激励行为在其中起到了一定的中介效应。

3.3 相关测量指标

3.3.1 治理结构测量指标

本节主要对治理结构的两个重要维度：股权结构与董事会结构进行分析，并根据研究需要，选取相应的测量指标。

1. 股权结构

以往文献对股权结构主要从股权集中度、股权制衡度、股权性质等方面进行研究。冯梅与孙丹丹(2014)认为，在以中国创业板上市公司为研究样本时，由于股权结构一般主要使用股权集中度与股权性质解释，而中国创业板上市公司股权集中度较高，且股权性质相对单一，因此主要选择股权集中度来衡量股权结构。本文借鉴其研究结论，结合中国创业板上市公司特点，主要从股权集中度来衡量中国创业板上市公司，理由如下：

创新型企业的竞争优势来自于其自身创新能力，而创新能力提升的必要条件之一是企业对创新资源分配的侧重和持续长期的投入。因创新活动自身是一个长期的，见效不明显，风险大且回报比率不可控，这非常考验企业的所有利益相关者，特别是大股东对创新投入的忍耐程度。一方面，如果企业股权过于分散，权力的制衡与信息的不平等，管理层将无法受到有效的监督，这会增加管理层的决策利己化的几率，其决策目标更多的是追求个人利益的短期行为，这对长期、持续投入的创新活动将产生严重不良影响。另一方面，过度碎片化的股权，权利不能集中行使，且大大增加了股本转让的可能性，甚至出现整体并购的情况。而股权变更情况过于频繁，会增加企业决策、计划的变数，企业的创新活动可能因缺少长期稳定资源、政策保障而搁浅。此外，分散股权可能导致内部监督机制的失衡，滋生“搭便车”效应的温床，企业内部缺少活力和凝聚力，工作热情降低，企业价值下降，公司下跌，这种种的不利情况也可能会造成股东，特别控股比例高的大股东缺乏支持创新活动投入的动力。根据 Jensen & Meckling (1976)的观点，企业良性发展的前提应是：企业的股权结构在一个合适的范围内相对集中，大股东既没有过度参与公司战略决策过程，也没有因分散的股权结构而缺失公司的治理过程，而是以一种积极的状态参与。具体表现在积极主动搭建相对独立的董事会，不过度参与其治理过程，董事会依据股东的受托责任，对公司的经营、管理活动形成有效监督，这样的机制更有利于企业长远战略目标的实现，既定策略的执行等。

于此相对的，过于集中的股权结构也会对企业造成不良的影响。这可能是由于当大股东的持股比例过高时，可能因此会滋生大股东侵占其他利益相关者的

“隧道行为”，大股东更像是企业的“独裁者”，行事更加独断专行，这对创新活动的影响是负面的(周建，王鹏飞，李文佳与陈素蓉,2012)。根据其研究结论，抑制这种现象的有效手段是企业其他股东的股权集中度。其他股东股权集中度的提高，一方面在企业内部会对控股大股东形成股权和控制权的竞争机制，降低控股大股东的绝对话语权，控股大股东行事风格也会由此改变。另一方面，由于其他股东话语权的提高，会对控股大股东形成有效的监督机制，其侵占其他利益相关者“隧道行为”的可能性大大降低。此外，其他股东由于股权集中度的提升带来了话语权的提升，其与大股东之间的地位差距逐渐减小，沟通和协调因此变得更加顺畅。创新活动作为一项长期投入，尽管周期长、见效慢、风险大，但作为企业竞争力的保障，更容易得到大多数股东的认同和支持，而不是在一些只追求短期利益的股东和管理层的摒弃下“夭折”。

本文认为，股权“适度”的集中，对提升企业价值具有显著的正向影响，但回顾以往文献，学者们更多的是基于股权集中度与企业绩效二者之间关系的讨论，且关于中国创业板上市公司的实证研究也偏少，研究结论不具备普适性的解释。加上研究路径仍局限于传统的“投入→产出”，在对绩效界定不同，研究方法不同的情况下，得到的研究结论也不尽相同，甚至相互矛盾。因此，在引入“治理行为”中介变量之后，股权结构与治理绩效二者之间的关系是否会因研究路径的不同，而推翻前人的研究结论？这是本文需要研究和解释的具体问题。

2. 董事会结构

根据 Huse, Hoskisson, Zattoni & Viganò (2011)的文献回顾，学术界对于主流董事会治理的研究中，主要以代理理论、管家理论和资源依赖理论为研究的理论基础，实证研究的被解释变量大多采用净资产收益率（ROE）、总资产收益率（ROA）、托宾 Q 值等公司绩效指标，以董事会规模、独立董事比例、董事会人力资本（平均年龄、女性董事比例）等董事会特征作为解释变量。但赵琳(2014)指出，在治理绩效的影响因素分析中，这一类“投入→产出”型的传统路径研究属于重复性研究的堆砌，地区多建立的是董事会特征与治理绩效的简单关系。因此，本研究以治理绩效中新定义的创新绩效维度为研究起点，讨论其与董事会结构的关系。

目前，学术界主要基于资源依赖理论，以人力资本与社会资本两方面研究董事会资本对企业技术创新的作用机制。Becker (1964)对人力资本的定义是知识、经验和技术的综合，推广到董事会人力资本，学者们大多从教育背景、职业背景两个维度进行研究。Nahapiet & Ghoshal (1998)对董事会社会资本的定义是董事通过自身的人际关系网络所能获取的实际和潜在的资源，一般从商业关联、金融关

联和政治关联三个维度进行研究。而社会资本企业有一定的滞后性，创业板上市公司处于企业生命的早期，且在中国发展的时间也不长，数据一方面难以收集，另一方面过短的周期也不能为其对治理行为、治理绩效的影响进行合理的解释。因此，本文主要从董事会人力资本方面进行研究。

Carpenter & Westphal (2001)指出，企业创新战略选择很大程度上决定于董事会教育背景的高低。受到良好教育，拥有高等级教育背景的董事，相对一般董事来说其知识结构更为丰富，认知能力更强；信息处理能力与风险承担能力也强于一般董事。因此，在企业战略选择上，更倾向于选择创新战略。同时，Carpenter & Westphal (2001)具化了创新过程的要求，他们认为，对于拟开展或正在开展技术创新的企业来说，决策者需要根据瞬息万变的信息进行收集、整理、归纳和提炼，进一步进行分析，把握技术创新的机遇，这就要求企业内部决策团队具有较强的认知能力和复杂信息处理与分析能力。不仅如此，Dalziel, Gentry & Bowerman (2011)指出，高等教育能够为董事提供创新管理、评估研发项目等相关知识的积淀，使其能够认同创新活动为企业带来的价值增值。此外，还能为企业技术创新活动提供参考性建议，有助于企业内部创新活动持续、有效的开展。另一方面，高学历的董事相对一般董事对新兴事物的接受能力、对不确定性的容忍度都更强Mcelroy, Seta & Waring (2007)，因此，更愿意选择相对风险性较高的技术创新战略。综上，受教育水平高的董事会能更好地应对技术创新过程中的不确定性，倾向于增加企业技术创新方面的投资。

3.3.2 治理行为测量指标

通过对前人的研究成果进行梳理，本文发现，在长期的公司治理实践中，公司治理制度不是一成不变的，制度会根据具体情况不断完善，形成了一套各方面相互联系、制衡的公司治理机制体系。学者们根据公司治理机制的功能和职能，将公司治理划分为两类：一类是激励机制，通过对董事与经理的激励，为企业创造更多剩余价值。另一类是监督与制衡机制，通过对经理及董事的经营管理行为进行监督和评价，建立有效制衡内部权力机构的一种机制，确保公司能够健康稳健的发展。因此，本文对治理行为的测量指标上也将建立双重路径，分别从监督行为和激励行为进行研究。

3.3.3 治理绩效测量指标

1. 经营绩效

股东是公司治理最重要的主体，董事会通过履行职能的治理行为达到的最终

目标是实现股东为主导的核心利益相关者利益最大化，股东财富是衡量治理绩效的重要维度。以托宾 Q 作为市场价值的指标得到了学者们的一致赞同。Brick 与 Chidambaran (2010) 认为，托宾 Q 能够反应企业公司治理带来的投资机会价值的提高，由于托宾 Q 指能够反应治理行为而增加的市场价值，经常被应用于公司治理文献，以表示治理行为的效果，如 Vefas (1999)、Yermak (2006)、Brick 与 Chidambaran (2010)、Garg (2013)等。不仅如此，ROE 也被众多学者作为衡量企业经营绩效的首选变量。

2. 创新绩效

创新是董事会履行职能的治理行为效果的重要维度，本文将研发投入作为创新的主要衡量指标。R&D (研发投入) 是企业技术创新最重要的源泉，因此，R&D 投入是衡量组织创新能力的重要指标。研究者们发现企业对 R&D 的资源配置能够建立和保持企业的创新能力，是公司创新的重要方面，R&D 投入较高的公司，创新能力与绩效通常也较高。如 Thornhill (2006) 认为，R&D 密度大的行业，公司成眠的创新活动也越多。Prajogo 与 Sohal (2006) 对澳大利亚公司的研究认为，R&D 投入越多，公司创新绩效越好。刘运国、陶丽和廖歆欣 (2012) 对中国上市公司的研究发现，R&D 投入越高的公司，专利申请量和会计业绩越好。虽然 R&D 指出与创新能力的关系远非那么简单，但如果没有有效的指导和足够的资金，公司将难以建立有效的研发能力，因此，R&D 投入对于公司追求创新和创业套索以实现长期成功是必要的 (Dalziel, Gentry 与 Bowerman, 2011)。特别是在研发密集型公司，研发配置更是成功的关键。创业板上市公司由于集中了新经济、创业创新型公司，属于 Dalziel, Gentry 与 Bowerman (2011) 所指的研发密集型公司，因此 R&D 投入对公司的创新非常重要。

先前文献也证实了 R&D 投入是衡量公司创新的适当代理变量 (Miller 与 Triana, 2009)。Baysinger (1991)、Deutsch (2007) 使用人均 R&D 投入，刘运国和刘雯 (2007) 以 R&D 支出/总资产和前后年度 R&D 支出的改变量来衡量，冯根福和温军 (2008)、周杰和薛有志 (2008) 用 R&D 投入/销售额来衡量；Kor (2006)、周建等 (2012) 用 R&D 投入/总资产来衡量。

诚然，也有学者在研究创新时，在采用研发投入指标的基础上，同时考虑创新产出指标。如李春涛和宋敏 (2010) 在一项关于所有者和 CEO 激励对创新活动影响的研究中，以“商业环境和企业效益调查 (BEEPS)”的一手数据为样本，用一下两套指标衡量创新活动：是否研发参与、R&D 投入与销售额之比衡量研发投入，以新产品的销售、是否有新产品发明和是否开发出新的生产工艺的调查数据衡量创新产出。温军和冯根福 (2012) 在一项关于企业性质、机构投资者与

自主创新的研究中，用以下两个指标衡量自主创新：一是以研发投入与销售额的比衡量 R&D 投入，二是以专利的申请数量衡量创新产出。

但创业板上市公司作为以创新为目标的绩效产出，如使用偏向财务指标的“R&D”尚不足以或是不全面的描述企业的创新绩效，因此，本文使用专利申请数量衡量创业板上市公司的创新绩效。

3.4 本章小结

本章通过确定企业的治理主体和治理职能，讨论了治理结构通过影响治理行为，进而对治理绩效产生影响的作用机理，并根据文献梳理，将治理绩效分为两个维度：经营绩效与创新绩效，并依此整理出两条研究路径：“股权结构→治理绩效（经营绩效）”、“董事会结构”→治理绩效（创新绩效）。根据治理行为的中介效应，结合治理绩效的相关测量指标，可以将研究路径分继续细化，为下一章研究设计提供了理论支持。

第四章 基于治理绩效形成机理的研究设计

4.1 基于中介效应的研究经验模型设计

前文已述，治理结构与治理绩效之间不一定是简单的因果关系，可能有治理行为的中介作用。因此，本研究根据温忠麟，张雷，侯杰泰与刘红云(2004)对中介效应的作用机理及检验模型的定义，以此制定研究路径。(中介效应检验的经验模型与计量模型见图 4.1。)

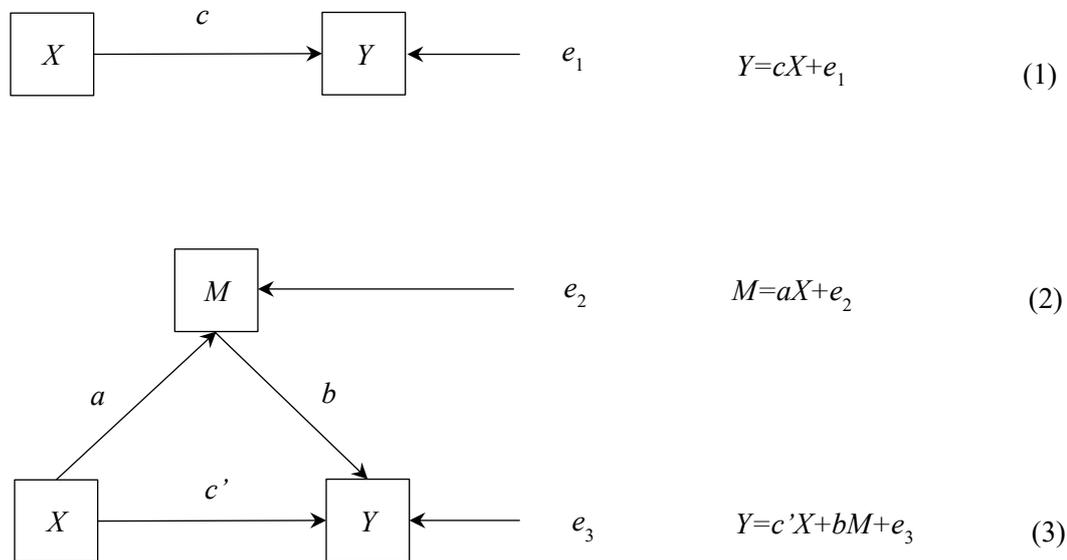


图 4.1 中介效应的作用机理及检验模型

此模型检验的前提是先对所有变量 (X 自变量、 M 中介变量、 Y 因变量) 进行中心化处理(即均值为零),再依此检验方程 1~3 的回归系数(温忠麟等,2004)。如果自变量显著影响因变量(系数 c 显著),且因果链 $X \rightarrow M \rightarrow Y$ 中任意变量,当控制了其前置变量(包括自变量)后,显著影响其后继变量,可以认为中介效应显著(Baron & Kenny, 1986)。

具体的检验步骤分为三步:

1. 检验方程 1 的回归系数 c 。如不显著,说明自变量(解释变量) X 与因变量(被及解释变量) Y 之间无相关性,中介效应不存在,则停止检验;如显著,说明 $H_0:c=0$ 的假设被拒绝,满足中介效应的检验条件,进行下一步检验。

2. 分别检验方程 2、方程 3 的回归系数 a 、 b ,如二者均显著,进行第三步检验。如二者均不显著,则中介效应不存在。如二者至少有一个显著,需进一步进

行 Sobel 检验，讨论中介效应。

3. 最后检验方程 $3c'$ 的回归系数，如不显著，说明是完全中介效应，反之则是部分中介效应，其中，中介效应值为 ab/c 。具体的检验路径见 4.2。

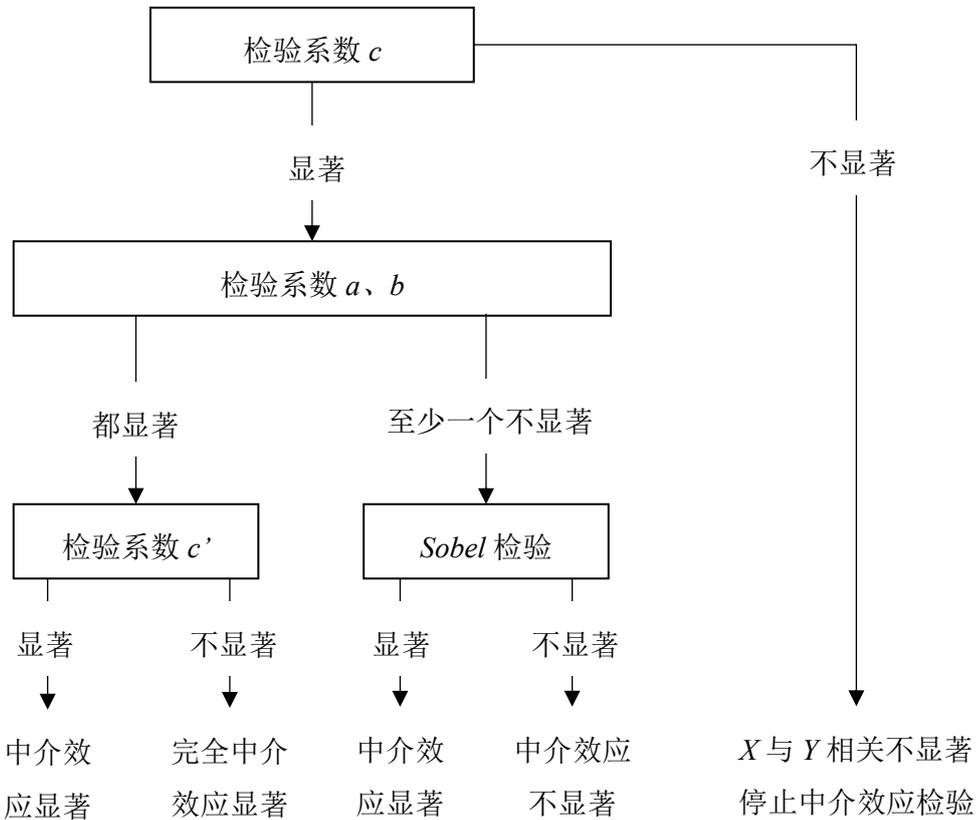


图 4.2 中介效应的检验路径

根据 Sobel, Wiley & Sobel (1982)、Sobel (1987) 的研究结果，Sobel 检验的统计量 z ，具体表达如下：

$$z = \hat{a}\hat{b}/S_{ab}$$

$$S_{ab} = \sqrt{\hat{a}^2 S_b^2 + \hat{b}^2 S_a^2}$$

其中， \hat{a} 与 \hat{b} 分别是 a 、 b 的估计， S_a 、 S_b 分别是 \hat{a} 与 \hat{b} 的标准误。 z 统计量在 $(0.90, 0.90)$ 的区间外则可认为中介效应显著^③。

^③ 温忠麟等(2004)认为 Sobel z 的临界值为 $(-0.97, 0.97)$ ，但 Mackinnon, Warsi & Dwyer (2015) 指出，0.97 的值是在 $N=200$ 下对应的 0.04 概率的双侧统计值，但是当统计值小于 0.97^{98th} 时而大于 0.87^{97th} ，其值对应概率的判断就比较麻烦了，此时要采用 0.90 作为 $P<0.05$ 的统计值来进行判断。因此，本文采用 Mackinnon et al (2015) 的观点，将 Sobel z 的临界值定义为 $(-0.90, 0.90)$ 。

根据前文对自变量/解释变量治理结构、中介变量治理行为、因变量/被解释变量治理绩效的维度划分，将治理结构划分为股权结构、董事会机构两个维度，治理行为划分为监督行为、激励行为两个维度，治理绩效划分为经营绩效、创新绩效两个维度，并根据前文对治理结构→治理行为→治理绩效作用机理的分析，将研究路径界定在股权结构→监督行为→经营绩效、股权结构→激励行为→经营绩效、董事会结构→监督行为→创新绩效、董事会结构→激励行为→创新绩效四条研究路径，并依此构建变量的经验模型。

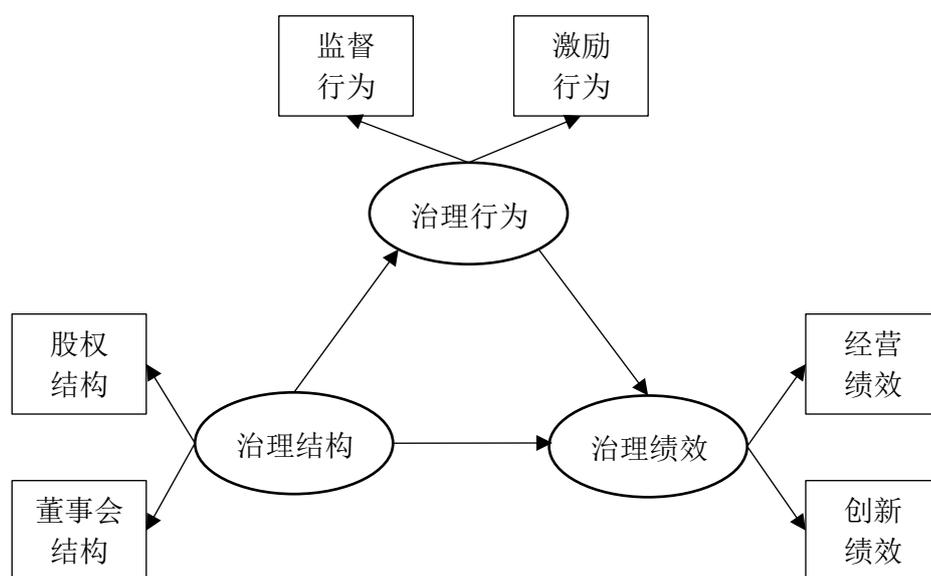


图 4.3 变量之间关系的经验模型

4.2 研究假设

根据温忠麟等(2004)对中介效应检验的步骤，首先对解释变量治理结构对被解释变量治理绩效的影响进行假设。但中介效应的检验分为两条路径，一条是系数 a 、 b 都显著时，进行分步检验，一条是系数 a 、 b 有一个不显著时，进行 Sobel 检验。因此，鉴于本研究讨论的是中介效应是否存在，为了避免过多无意义的重复性描述，不再进行治理结构对治理绩效双路径的假设，直接进行中介效应的假设。假设过程共分为两步：一是对解释变量与被解释变量的关系进行假设，二是对中介变量是否起作用进行假设。

4.2.1 治理结构与治理绩效的研究假设

1. 股权集中度与经营绩效

以往对于股权集中度与经营绩效的流派主要分为两派：一派是以 Berle & Means (1991)为代表的显著相关派，另一派是以 Demsetz (1983)为代表的派。鉴于后者样本的选取相对较为极端，可能存在度量上的误差，因此，本研究支持股权集中度与经营绩效显著相关。在改流派内部，又划分为线性关系和非线性关系两大研究逻辑。以白重恩(2005)为代表的学者认为，股权集中度与经营绩效呈倒 U 型关系，但其研究的数据存在度量上的误差（2000 年中国处于证券市场“牛市”，股价偏高，且中国上市公司非流通股股价被高估，因此对其进行折价换算，但作者未说明因何原因将股价折算为 70%-80%的理论依据和实证证据），研究的样本也是中国上市公司而非创业板公司，因此为本研究可借鉴的参考性不大。以王晓巍与陈逢博(2014)的研究结果表明，股权集中度与经营绩效呈现先降低、接着递增、最后又降低的抛物线关系。诚然，将管理层持股比例作为股权结构的一个维度考量无可厚非，但研究未对这种股权激励行为与股权性质的区别作出明确界定，可能混淆了治理结构与治理行为，且在实证检验中，没有考量变量的内生性关系和滞后效应，因此，得出的研究结果可能有一定误差。鉴于此，本文参考冯梅与孙丹丹(2014)的研究结论，认为中国创业板上市公司作为处于企业生命周期早期的中小企业，其股权的集中有利于企业绩效的提升，并由此建立假设。

H1： 股权结构与经营绩效正相关

2. 董事会结构与创新绩效

Carpenter & Westphal (2001)指出，企业创新战略选择很大程度上决定于董事会教育背景的高低。受到良好教育，拥有高等级教育背景的董事，相对一般董事来说其知识结构更为丰富，认知能力更强；信息处理能力与风险承担能力也强于一般董事。因此，在企业战略选择上，更倾向于选择创新战略。同时，Carpenter & Westphal (2001)具化了创新过程的要求，他们认为，对于拟开展或正在开展技术创新的企业来说，决策者需要根据瞬息万变的信息进行收集、整理、归纳和提炼，进一步进行分析，把握技术创新的机遇，这就要求企业内部决策团队具有较强的认知能力和复杂信息处理与分析能力。不仅如此，Dalziel, Gentry & Bowerman (2011)指出，高等教育能够为董事提供创新管理、评估研发项目等相关知识的积淀，使其能够认同创新活动为企业带来的价值增值。此外，还能为企业技术创新活动提供参考性建议，有助于企业内部创新活动持续、有效的开展。另一方面，高学历的董事相对一般董事对新兴事物的接受能力、对不确定性的容忍度都更强 Mcelroy, Seta & Waring (2007)，因此，更愿意选择相对风险性较高的技术创新战略。综上，受教育水平高的董事会能更好地应对技术创新过程中的不确定性，倾

向于增加企业技术创新方面的投资。基于此，做出相关假设：

H2： 董事会结构与创新绩效正相关

4.2.2 治理行为中介效应的研究假设

创新型企业是处于企业生命周期早期的一类特殊企业，由于资源的稀缺及内外部环境的不确定性，在初期处于较高的风险中。生存能力不仅体现在其经营管理的高低上，还取决于企业自身创新能力的强弱。创新型企业的竞争优势来自于其自身创新能力，而创新能力提升的必要条件之一是企业对创新资源分配的侧重和持续长期的投入。因此，股东对持续创新所投入的耐受程度，管理层对持续创新所投入的认同程度，决定了企业创新能力的可持续性。如果企业股权过于分散，权力的制衡与信息的不平等，管理层将无法受到有效的监督，这会增加管理层的决策利己化的几率，其决策目标更多的是追求个人利益的短期行为，这对长期、持续投入的创新活动将产生严重不良影响。另一方面，过度碎片化的股权，权利不能集中行使，且大大增加了股本转让的可能性，甚至出现整体并购的情况。而股权变更情况过于频繁，会增加企业决策、计划的变数，企业的创新活动可能因缺少长期稳定资源、政策保障而搁浅。此外，分散股权可能导致内部监督机制的失衡，滋生“搭便车”效应的温床，企业内部缺少活力和凝聚力，工作热情降低，企业价值下降，公司下跌，这种种的不利情况也可能会造成股东，特别控股比例高大股东缺乏支持创新活动投入的动力。

因此，在研究二者之间关系时，不能忽视其中的过程，即企业自身在监督、激励管理层等方面做出的治理行为。结合文中之前对治理结构对治理绩效产生机理的推导（详见小节 3.2），本文认为，治理结构对治理绩效的影响并非简单而直接的，而是通过影响治理行为进而对治理绩效产生影响。因此，根据 H1、H2，结合 SCP 研究范式，对治理行为的中介效应分别对解释变量和被解释变量做出相关假设：

H3： 监督行为在股权结构与经营绩效之间起中介作用

H4a： 薪酬激励行为在股权结构与创新绩效之间起中介作用

H4b： 股权激励行为在股权结构与创新绩效之间起中介作用

H5： 监督行为在董事会结构与经营绩效之间起中介作用

H6a： 薪酬激励行为在董事会结构与创新绩效之间起中介作用

H6b： 股权激励行为在董事会结构与创新绩效之间起中介作用

4.3 变量选取

4.3.1 治理结构变量

冯梅与孙丹丹(2014)认为,在以中国创业板上市公司为研究样本时,由于股权结构一般主要使用股权集中度与股权性质解释,而中国创业板上市公司股权集中度较高,且股权性质相对单一,因此主要选择股权集中度来衡量股权结构。本文采用前十大股东的持股比例衡量股权集中度。本文对董事会结构主要从人力资本方面进行研究,根据孙焘,邵方婧与尹翌天(2018),采用董事最高学历均值衡量其人力资本,具体赋值如下:博士 5、硕士 4、本科 3、高职 2、中职及以下 1。

4.3.2 治理行为变量

前文已述(详见 2.1.3 小节),本文参考 Shleifer & Vishny (1997)、郑红亮(1998)、与钱颖一(1995)的观点,将公司治理行为分为监督和激励两个维度进行研究。

董事会会议次数是衡量监督行为强度的一个重要组成部分。Kim, Burns & Prescott (2009)认为,在高度参与治理的董事会中,董事会对管理层确立的公司战略方向和战略投资进行综合评价。相反, Judge Jr & Zeithaml (1992)认为,较少参与的董事会往往成为管理层战略提案的“橡皮图章”,董事被动的接受管理层给予的评价,监督职能也就无从谈起了。Garg (2013)指出,董事会职能的履行是以多种方式进行,不仅仅局限于董事会,而与 CEO 的互动也有正式的董事会会议,以及诸如电子邮件、电话、亲自拜访等非正式方式进行。因此,由于其他变量收集的难度过于困难,因此本文根据 Kim, Burns & Prescott (2009)的观点,采用董事会会议次数作为监督行为的测量指标。

根据前文(详见小节 3.1.2)的推论,董事会对经理人的激励不光要从物质上予以保障,还要从权利、地位、声誉等隐性激励上予以考虑。因此,本文对激励行为采用薪酬激励与股权激励两个指标进行测量。

4.3.3 治理绩效变量

根据前文(详见小节 2.1.4)对治理绩效的界定:治理绩效是治理水平的反应,对于中国创业板上市公司来说,治理绩效不仅需要从财务绩效、会计指标等方面解释企业价值的提升,还需要对企业创新能力的效果进行解释,以及小节 3.3.3 对治理绩效测量指标的描述,本研究将中国创业板上市公司的治理绩效分为经营绩效与创新绩效两个维度进行研究。

通过文献梳理,学者们对企业经营绩效一般用托宾 Q、ROE 等变量进行研

究。但是需要说明的是，尽管托宾 Q 是一个常用来描述反映企业绩效的变量，经常被学者们用于描述企业价值，但基于中国目前还不够成熟的股票市场、创业板上市公司股票自身特点(波动性大和换手率高)，根据徐莉萍，辛宇与陈工孟(2006)的研究结果，高度波动及换手率使得托宾 Q 值难以反映企业的绩效，因此，本文使用 ROE 作为企业经营绩效的代理变量。

尽管已有研究大多使用企业技术创新的研发支出 (R&D) 来衡量企业技术创新，但由于创业板上市公司作为以技术创新为目标的绩效产出，使用 R&D 这类传统的会计指标不足以衡量其创新能力。因此，本文使用专利数量进行测量。而在中国来说，专利申请的周期较长，一般来说，从申请专利到获取授权一般存在两年左右的滞后期，统计企业的专利授权数量无法准确衡量企业的创新能力。因此，本文采用企业的年度专利申请数量作为企业创新能力的代理变量。

表 4.1 各变量名称缩写及测量方式

变量名称	变量缩写	测量方式
股权集中度	<i>CR</i>	前十大股东持股比例之和
董事会智力资本	<i>BH</i>	董事会学历的均值
监督强度	<i>BM</i>	董事会会议次数
薪酬激励	<i>EC</i>	前三名高管薪酬的自然对数
股权激励	<i>EI</i>	虚拟变量，当年存在股权激励情况取 1，否则取 0
净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/总资产余额
创新能力	<i>PA</i>	专利申请数量

4.4 计量模型设计

根据温忠麟等(2004)的研究结果，中介效应模型检验的是单个解释变量、中介变量与被解释变量的关系，由于研究涉及的是多变量，因此需要对解释变量、中介变量、被解释变量进行相关性分析，检测是否能采用主成分回归 (Principle Component Regression, PCR)，对数据进行降维，通过从数据中抽提少数的主成

分来近似代表数据进行分析，具体结果详见表 4.2、4.3 与 4.4。

表 4.2 解释变量的皮尔森（Pearson）相关性分析

	OC	BH
CR	1	
BH	-0.1601424	1

表 4.3 中介变量的皮尔森（Pearson）相关性分析

	BM	EI	EC
BM	1		
EI	0.2014009	1	
EC	0.1519912	-0.0118683	1

表 4.4 被解释变量的皮尔森（Pearson）相关性分析

	ROE	PA
ROE	1	
PA	0.08752153	1

从表 4.2、4.3、4.4 来看，各变量之间基本无相关，因此不能做主成分回归，因此，要分步进行中介效应的检验，进而，经验模型也需要根据中介效应检验要求进行重新修正（详见图 4.4），计量模型的路径也需要设计，且在实证检验后，需要对经验模型进行进一步的修正。

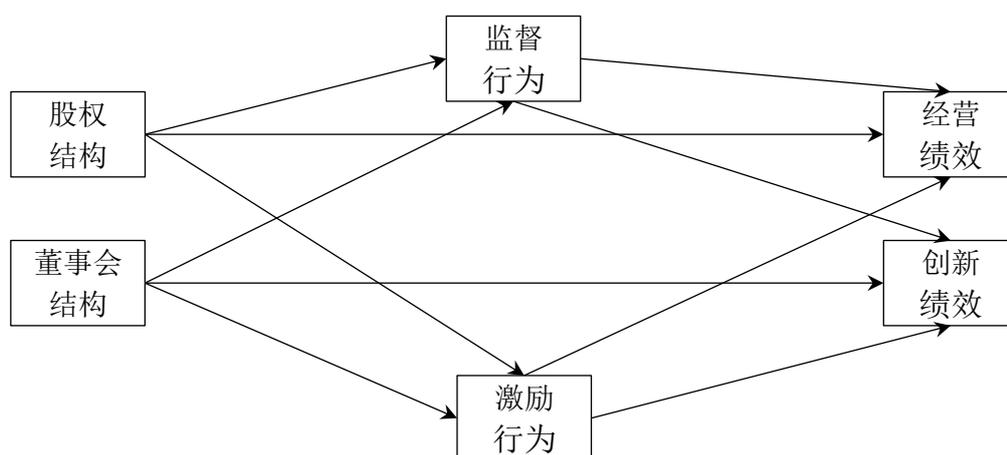


图 4.4 根据中介效应检验要求修正后的经验模型

4.4.1 监督行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应计量模型设计

根据相关假设，依据股权结构→监督行为→经营绩效的路径，依次建立计量模型：

$$ROE_{i,t+2}=cCR_{i,t}+e_1$$

$$BM_{i,t+1}=aCR_{i,t}+e_2$$

$$ROE_{i,t+2}=c'CR_{i,t}+bBM_{i,t+1}+e_3$$

其中， ROE 为净资产收益率，作为经营绩效的代理变量， CR 为前十大股东持股比例之和，作为股权结构的代理变量， BM 为董事会会议次数，作为监督行为的代理变量。为解决内生性问题，从解释变量、中介变量、被解释变量分别滞后一期处理^④，即 ROE 滞后 BM 一期， BM 滞后 CR 一期。 a 、 b 、 c 、 c' 分别为方程的系数，在之后的中介效应中会予以讨论， e_1 、 e_2 、 e_3 、为误差项。

4.4.2 激励行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应计量模型设计

根据相关假设，依据股权结构→激励行为→经营绩效的路径，其中，激励行为又分为薪酬激励和股权激励，所以建立的计量模型根据激励行为的不同而分别展开：

薪酬激励：

$$ROE_{i,t+2}=cCR_{i,t}+e_1$$

$$EC_{i,t+1}=aCR_{i,t}+e_2$$

$$ROE_{i,t+2}=c'CR_{i,t}+bEC_{i,t+1}+e_3$$

其中， ROE 为净资产收益率，作为经营绩效的代理变量， CR 为前十大股东持股比例之和，作为股权结构的代理变量， EC 为前三名高管薪酬的自然对数，作为薪酬激励行为的代理变量。为解决内生性问题，从解释变量、中介变量、被解释变量分别滞后一期处理，即 ROE 滞后 EC 一期， EC 滞后 CR 一期。 a 、 b 、 c 、 c' 分别为方程的系数，在之后的中介效应中会予以讨论， e_1 、 e_2 、 e_3 、为误差项。

股权激励：

$$ROE_{i,t+2}=cCR_{i,t}+e_1$$

$$EI_{i,t+1}=aCR_{i,t}+e_2$$

$$ROE_{i,t+2}=c'CR_{i,t}+bEI_{i,t+1}+e_3$$

其中， ROE 为净资产收益率，作为经营绩效的代理变量， CR 为前十大股东

^④ 为解决内生性问题，本文参考 Liu, Wei & Xie (2014)、Miller & Triana (2009)、的做法，将后置变量滞后一期研究，治理行为变量滞后治理结构变量一期，治理绩效变量滞后治理行为变量一期，即治理结构 t 期，治理行为 $t+1$ 期，治理绩效 $t+2$ 期。

持股比例之和，作为股权结构的代理变量， EI 为当年采取的股权激励情况，作为股权激励行为的代理变量。为解决内生性问题，从解释变量、中介变量、被解释变量分别滞后一期处理，即 ROE 滞后 EI 一期， EI 滞后 CR 一期。 a 、 b 、 c 、 c' 分别为方程的系数，在之后的中介效应中会予以讨论， e_1 、 e_2 、 e_3 、为误差项。

4.4.3 监督行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应计量模型设计

根据相关假设，依据董事会结构→监督行为→创新绩效的路径，依次建立计量模型：

$$PA_{i,t+2}=cBH_{i,t}+e_1$$

$$BM_{i,t+1}=aBH_{i,t}+e_2$$

$$PA_{i,t+2}=c'BM_{i,t+1}+bBH_{i,t}+e_3$$

其中， PA 为专利申请数量，作为创新绩效的代理变量， BH 为董事会学历的均值，作为董事会结构的代理变量， BM 为董事会会议次数，作为监督行为的代理变量。为解决内生性问题，从解释变量、中介变量、被解释变量分别滞后一期处理，即 PA 滞后 BM 一期， BM 滞后 BH 一期。 a 、 b 、 c 、 c' 分别为方程的系数，在之后的中介效应中会予以讨论， e_1 、 e_2 、 e_3 、为误差项。

4.4.4 激励行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应计量模型设计

根据相关假设，依据董事会结构→激励行为→创新绩效的路径，其中，激励行为又分为薪酬激励和股权激励，所以建立的计量模型根据激励行为的不同而分别展开：

薪酬激励：

$$PA_{i,t+2}=cBH_{i,t}+e_1$$

$$EC_{i,t+1}=aBH_{i,t}+e_2$$

$$PA_{i,t+2}=c'EC_{i,t+1}+bBH_{i,t}+e_3$$

其中， PA 为专利申请数量，作为创新绩效的代理变量， BH 为董事会学历的均值，作为董事会结构的代理变量， EC 为前三名高管薪酬的自然对数，作为薪酬激励行为的代理变量。为解决内生性问题，从解释变量、中介变量、被解释变量分别滞后一期处理，即 PA 滞后 EC 一期， EC 滞后 BH 一期。 a 、 b 、 c 、 c' 分别为方程的系数，在之后的中介效应中会予以讨论， e_1 、 e_2 、 e_3 、为误差项。

股权激励：

$$PA_{i,t+2}=cBH_{i,t}+e_1$$

$$EI_{i,t+1}=aBH_{i,t}+e_2$$

$$PA_{i,t+2}=c' BH_{i,t}+bEI_{i,t+1}+e_3$$

其中， PA 为专利申请数量，作为创新绩效的代理变量， BH 为董事会学历的均值，作为董事会结构的代理变量， EI 为当年采取的股权激励情况，作为股权激励行为的代理变量。为解决内生性问题，从解释变量、中介变量、被解释变量分别滞后一期处理，即 PA 滞后 EI 一期， EI 滞后 BH 一期。 a 、 b 、 c 、 c' 分别为方程的系数，在之后的中介效应中会予以讨论， e_1 、 e_2 、 e_3 、为误差项。

4.5 本章小结

本章根据 SCP 范式，结合“结构→行为→绩效”的研究路径设计经验模型，并根据研究假设对经验模型进行了修正，依据中介效应的检验机理，将研究路径划分为以下六条：

1. 股权结构→监督行为→经营绩效
2. 股权结构→激励行为（薪酬激励）→经营绩效
3. 股权结构→激励行为（股权激励）→经营绩效
4. 董事会结构→监督行为→创新绩效
5. 董事会结构→激励行为（薪酬激励）→创新绩效
6. 董事会结构→激励行为（股权激励）→创新绩效

根据温忠麟等(2004)对中介效应的检验流程，依次以这六条路径依次进行实证检验。

第五章 基于治理绩效形成机理的实证检验

5.1 样本的选择与数据来源

本研究以国泰安数据库中公布的 154 家 2010 年中国创业板上市公司为原始样本,以治理结构、治理行为、治理绩效 4 年的面板数据^⑤,将其作为研究对象。本文的数据来源主要分为两类:一类是数据库的原始数据,另一类是根据研究需要和实际情况对数据库清洗后的手工整理数据。其中,2010 年国泰安数据库中公布的上市公司有数据溢出,首先根据深交所公布的 153 家与国泰安数据库进行对比,剔除多余样本(深交所的股票代码为 300001-300154,其中,“300060-苏州恒久”数据缺失,实际共有 153 家)。接着通过 R 语言对剩余数据进行清洗,剔除了主要变量有缺失值的“300010-立思辰”、“300013-新宁物流”、“300023-宝德股份”、“300026-红日药业”、“300059-东方财富”、“300139-晓程科技”、“300140-中环装备”这七家公司。最终筛选出 146 个样本点,时间跨度为 2010 年至 2015 年,得到 3066 个有效观测值。样本数据来源于上市公司招股说明书、年度报告深圳证券交易所网站(简称深交所, <http://www.szse.cn>)、国泰安数据库。

5.2 变量描述性统计与相关分析

5.2.1 治理结构变量统计

表 5.1 股权集中度的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2010	146	71.016	8.2335	73.54	43.37	90.68
2011	146	67.913	9.1343	69.19	44.44	91.4
2012	146	64.9925	9.7313	66.095	40.08	89.82
2013	146	59.9337	11.2472	61.275	28.34	88.73

从表 5.1 可知,样本的前十大股东持股比例均值呈逐渐下降趋势,说明中国创业板上市公司对股权的稀释力度逐步加大,股权的差异化也逐渐扩大。2010 至

^⑤ 夏纪军与张晏(2008)认为,根据公司年报而收集得来的数据不可避免的会出现相关变量遗漏、观测变量存在误差等情况,横截面数据或混合数据可能会出现误差项的序列相关性和异方差性,而面板数据分析方法能够解决由不随时间变化的遗漏变量所产生的内生性问题,具有一定优势,所以,本研究采用这一方法来估计参数。

2013 年股权集中度最大值与最小值的差距也非常明显，且四年的平均值均低于中位数，说明部分公司最低值过低，拉低了平均值。说明各个企业在股权分配的安排上的差异化比较明显。

表 5.2 董事会平均学历的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2010	146	3.5218	0.437	3.5556	2.375	4.5556
2011	146	3.5489	0.4263	3.5714	2.3636	4.6
2012	146	3.5749	0.4218	3.5714	2.3333	4.75
2013	146	3.6017	0.424	3.6548	2.3	4.75

从表 5.2 可知，连续 4 年来，董事会平均学历最大值接近 5，说明董事硕士研究生、博士研究生在董事会内部所占比例很大，其均值与最大值均呈逐年上升的趋势，说明企业董事智力资本越来越重视，对引进高学历层次的董事力度不断加大。

5.2.2 治理行为变量统计

表 5.3 董事会会议次数的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2011	146	9.4178	3.1001	9	4	21
2012	146	8.9795	2.8271	9	4	22
2013	146	9.3151	3.4636	9	4	24
2014	146	9.9726	3.7764	9	4	33

由表 5.3 可知，董事会会议次数总体变化呈上升趋势，说明董事会在履行监督行为的勤勉程度逐步加强。最小值均为 4，说明企业在合法合规性上比较完善。

表 5.4 股权激励的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2011	146	0.274	0.4475	0	0	1
2012	146	0.2055	0.4054	0	0	1
2013	146	0.2397	0.4284	0	0	1
2014	146	0.1233	0.3299	0	0	1

由表 5.4 可知，股权激励的变化程度较大，从均值看，均未超过 0.5，说明中

国创业板上市公司普遍在股权激励这方面的力度较小。

表 5.5 薪酬激励的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2011	146	13.7907	0.5682	13.7295	12.4684	15.7006
2012	146	13.8843	0.5529	13.8679	12.5637	15.7037
2013	146	13.9344	0.5656	13.8933	12.8347	15.8645
2014	146	14.0245	0.5786	14.0036	12.7841	16.0263

由表 5.5 可知，薪酬激励呈稳步上升趋势。说明中国创业板上市公司对管理层的薪酬激励遵循市场的发展规律和员工期望，不仅合法合规，且对管理层的地位也愈加重视。

5.2.3 治理绩效变量统计

表 5.6 经营绩效的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2012	146	0.0607	0.0853	0.0602	-0.5234	0.3542
2013	146	0.0651	0.0778	0.0634	-0.3055	0.2602
2014	146	0.0661	0.1234	0.0607	-1.0355	0.3487
2015	146	0.0645	0.1147	0.0625	-0.8613	0.5769

由表 5.6 可知，尽管经营绩效变化较平稳，波动不大，但最大值与最小值的差异较大，说明中国创业板上市公司面临的不可测因素较多，企业自身的风险大，生存不易。

表 5.7 创新绩效的描述性统计

Year	N	Mean	Std Dev	Median	Min	Max
2012	146	23.2466	39.7625	11	0	358
2013	146	24.9589	45.247	12	0	378
2014	146	27.1301	38.7747	13	0	258
2015	146	34.8562	75.9007	18	0	774

从表 5.7 可以看出，中国创业板上市公司创新绩效尽管存在波动，但总体上呈上升趋势，特别是自 2015 年出现突破了性的增长。

5.3 相关假设的实证检验

5.3.1 监督行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应实证检验

表 5.8 监督行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应检验结果

Value	<i>c</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c'</i>
Estimated	0.1059	-0.0712	0.0070	0.0011
Std. Error	0.0412	0.0413	0.0042	0.0004
t value	2.5685	-1.7215	1.6608	2.6841
P(> t)	0.0105**	0.0857*	0.0973*	0.0075***

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

从表 5.8, 根据股权结构→监督行为→经营绩效的计量模型:

$$ROE_{i,t+2} = cCR_{i,t} + e_1$$

$$BM_{i,t+1} = aCR_{i,t} + e_2$$

$$ROE_{i,t+2} = c'CR_{i,t} + bBM_{i,t+1} + e_3$$

可知, 系数 c 在 $p < 0.5$ 的置信区间上显著, 且系数为正, 说明股权结构与经营绩效显著正相关。H1 得到支持。系数 a 在 $p < 0.1$ 的置信区间上显著, 且系数为负, 说明股权结构与监督行为显著负相关。系数 b 在 $p < 0.1$ 的置信区间上显著, 且系数为正, 系数 c' 在 $p < 0.01$ 的置信区间上显著, 且系数为正, 说明监督行为在股权结构与经营绩效之间起到了中介效应, H3 得到支持。

5.3.2 激励行为在股权结构与经营绩效之间的中介效应实证检验

表 5.9 激励行为(薪酬激励)在股权结构与经营绩效之间的中介效应检验结果

Value	<i>c</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c'</i>
Estimated	0.1059	0.0809	0.0133	0.0009
Std. Error	0.0412	0.0413	0.0042	0.0004
t value	2.5685	1.9577	3.1904	2.3221
P(> t)	0.0105**	0.0507*	0.0015**	0.0206**

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

从表 5.9, 根据股权结构→激励行为(薪酬激励)→经营绩效的计量模型:

$$ROE_{i,t+2} = cCR_{i,t} + e_1$$

$$EC_{i,t+1} = aCR_{i,t} + e_2$$

$$ROE_{i,t+2} = c'CR_{i,t} + bEC_{i,t+1} + e_3$$

可知, 系数 c 在 $p < 0.5$ 的置信区间上显著, 且系数为正, 说明股权结构与经

营绩效显著正相关。H1 得到支持。系数 a 在 $p<0.1$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明股权结构与激励行为（薪酬激励）显著负相关，系数 b 在 $p<0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，系数 c' 在 $p<0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明激励行为（薪酬激励）在股权结构与经营绩效之间起到了中介效应，H4a 得到支持。

表 5.10 激励行为（股权激励）在股权结与经营绩效之间的中介检验结果

Value	c	a	b	c'
Estimated	0.1059	0.0087	0.0145	0.0107
Std. Error	0.0412	0.0414	0.0042	0.0041
t value	2.5685	0.2099	3.4974	2.5626
P(> t)	0.0105**	0.8338	0.0005***	0.0106**
Sobel z				2.0702

*** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$

根据表 5.10，股权结构→激励行为（股权激励）→经营绩效的计量模型：

$$ROE_{i,t+2}=cCR_{i,t}+e_1$$

$$EI_{i,t+1}=aCR_{i,t}+e_2$$

$$ROE_{i,t+2}=c'CR_{i,t}+bEI_{i,t+1}+e_3$$

可知，系数 c 在 $p<0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明股权结构与经营绩效显著正相关。H1 得到支持。系数 a 不显著，系数 b 在 $p<0.01$ 的置信区间上显著，因此需要继续进行 Sobel 检验。Sobel 检验的 z 统计量 $z>0.97$ ，系数 c' 在 $p<0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明激励行为（股权激励）在股权结构与经营绩效之间起到了中介效应，H4b 得到支持。

5.3.3 监督行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应实证检验

表 5.11 监督行为在董事会结构与创新绩效之间的中介效应检验结果

Value	c	a	b	c'
Estimated	0.1266	0.0967	0.0059	0.0027
Std. Error	0.4111	0.0413	0.0042	0.0042
t value	3.0780	2.3449	1.3965	0.6365
P(> t)	0.0022***	0.0194**	0.1631	0.5247
Sobel z				1.2717

*** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$

根据表 5.11，董事会结构→监督行为→创新绩效的计量模型：

$$PA_{i,t+2}=cBH_{i,t}+e_1$$

$$BM_{i,t+1}=aBH_{i,t}+e_2$$

$$PA_{i,t+2}=c' BH_{i,t}+bBM_{i,t+1}+e_3$$

可知，系数 c 在 $p<0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明董事会结构与创新绩效显著正相关。H2 得到支持。系数 a 在 $p<0.05$ 的置信区间上显著，系数 b 不显著，因此需要进行 Sobel 检验。Sobel 检验的 z 统计量 $z>0.97$ ，H5 得到支持。

5.3.4 激励行为在董事会结构与创新绩效之间中介效应的实证检验

表 5.12 激励行为（薪酬激励）在董事会结构与创新绩效之间的中介效应检验结果

Value	c	a	b	c'
Estimated	0.1266	0.0398	0.0140	0.0027
Std. Error	0.4111	0.0414	0.0042	0.0042
t value	3.0780	0.9608	3.464	0.6476
P(> t)	0.0022***	0.3372	0.0009***	0.5175
Sobel z				2.2655

*** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$

根据表 5.12，董事会结构→激励行为（薪酬激励）→创新绩效的计量模型：

$$PA_{i,t+2}=cBH_{i,t}+e_1$$

$$EC_{i,t+1}=aBH_{i,t}+e_2$$

$$PA_{i,t+2}=c' BH_{i,t}+bEC_{i,t+1}+e_3$$

可知，系数 c 在 $p<0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明董事会结构与创新绩效显著正相关。H2 得到支持。系数 a 不显著，系数 b 在 $p<0.01$ 的置信区间上显著，因此需要进行 Sobel 检验。Sobel 检验的 z 统计量 $z>0.97$ ，系数 c' 不显著，说明激励行为（薪酬激励）在股权结构与经营绩效之间起到了部分中介效应，H6a 得到支持。

表 5.13 激励行为（股权激励）在董事会结构与创新绩效之间的中介效应检验结果

Value	<i>c</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c'</i>
Estimated	0.1266	0.1713	0.0145	0.0008
Std. Error	0.4111	0.0408	0.0042	0.0042
t value	3.0780	4.1934	3.4168	0.1850
P(> t)	0.0022***	0.0000***	0.0007***	0.8533

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

根据表 5.12，董事会结构→激励行为（股权激励）→创新绩效的计量模型：

$$PA_{i,t+2} = cBH_{i,t} + e_1$$

$$EI_{i,t+1} = aBH_{i,t} + e_2$$

$$PA_{i,t+2} = c' BH_{i,t} + bEI_{i,t+1} + e_3$$

可知，系数 c 在 $p < 0.5$ 的置信区间上显著，且系数为正，说明董事会结构与创新绩效显著正相关。H2 得到支持。系数 a 、系数 b 在 $p < 0.01$ 的置信区间上显著，系数 c' 不显著，说明激励行为（股权激励）在股权结构与经营绩效之间起到了部分中介效应，H6b 得到支持。

5.4 稳健性检验

对于中国创业板上市公司来说，中国属于一个新兴的资本市场，其市场还不规范，发展过程中不可避免的会出现国家政策、行内交易制度等方面改变的影响，也会受到诸如国际股市波动等外生性因素的影响。因此，本文为了检验结果在不同时段的稳健性，在 2010 年至 2015 年的时间区间随机抽取时间段，进行时段依赖性检验（详见附表 C）。

采用上述检验方法的回归结果说明，其与 2011 年至 2015 年样本区间的结果基本保持一致，稳健性得到了支持。

5.5 经验模型的修订

根据中介效应检验修正后的经验模型见图 5.1，图中所示系数均为 P 值。

其中， OC （股权结构）到 ROE （经营绩效）的作用路径有三条，分别是通过 BM （监督行为）、 EI （薪酬行为）和 EC （股权激励）实现； BH （董事会结构）到 PA （创新绩效）的作用路径也有三条，分别是通过 BM （监督行为）、 EI （薪酬行为）和 EC （股权激励）实现，经验模型图中已作标示。

需要说明的是，尽管股权结构→激励行为（薪酬激励）、董事会结构→激励

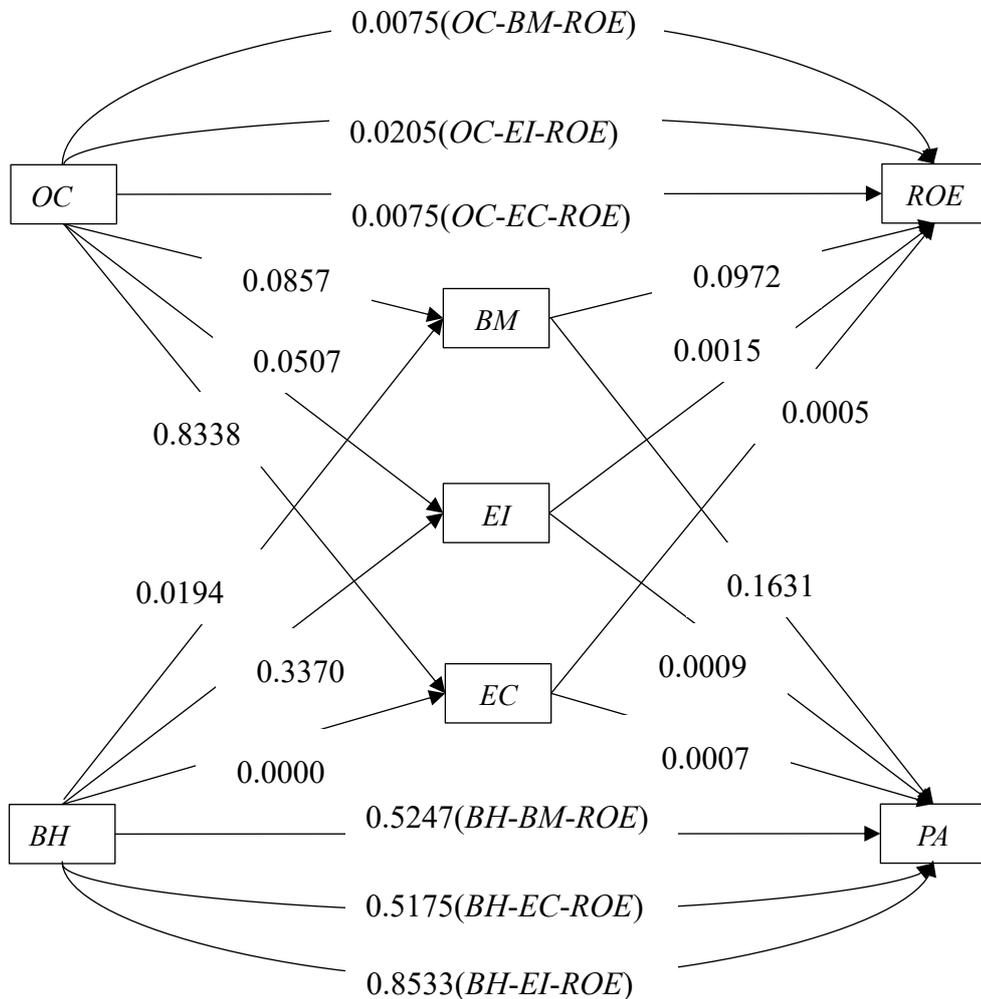


图 5.1 经过中介效应检验后修订的经验模型图

行为（薪酬激励）、监督行为→创新绩效的影响不显著，但经过 Sobel 检验，股权结构→激励行为（薪酬激励）→经营绩效、董事会结构→激励行为（薪酬激励）→创新绩效、董事会结构→监督行为→创新绩效这三条路径的中介效应仍存在。

5.6 本章小结

本章对第四章提出的 6 条研究路径依次进行了实证检验，由于选取变量之间相关性过低，无法运用主成分分析，因此，根据温忠麟等(2004)的做法，对各条路径进行分步检验和系数检验（Sobel 检验）。经实证检验，本文发现：研究结果都满足了假设，也通过了稳健性检验。最后根据研究结果对经验模型进行了修订。

第六章 研究结论与展望

6.1 研究结论与启示

本文结合创业板上市公司的特点，在梳理治理结构相关理论的基础上，基于治理行为的激励行为，构建了治理结构、行为对治理绩效的传导机理模型，确立了基于治理行为的治理绩效的多维度指标体系，对治理结构与绩效、结构与行为、结构通过行为进而影响绩效提出了研究假设，以 2010 年至 2015 年中国创业板上市公司为样本，以股权集中度、董事会人力资本为解释变量，经营绩效、创新绩效为被解释变量，监督行为、激励行为为中介变量，对相关假设进行检验，验证中国创业板上市公司治理结构通过行为影响治理绩效的路径。

6.1.1 研究结论与讨论

本文的主要结论和发现体现于以下几个方面：

1. 中国创业板上市公司治理绩效由经营绩效和创新绩效两个维度组成

中国创业板上市公司作为创新型中小企业的典型代表，其生存和发展的根本就是不断的创新。创业板上市公司 CEO，一般为企业创始人，通常拥有大量股份，对企业的所有权与控制权的分离程度较低，同时，创业板上市公司通常处于企业生命周期的早期，企业生产资源有限、现金流少，公司规模也小，因而 CEO 滥用资源的机会较少，因此，股东与管理层之间的代理问题较小。

由于创业板上市公司属于新上市公司，管理层也不可避免的缺少与资本市场的协商经验。另一方面，创业板上市公司对企业家精神的提炼、理解和执行不够。在企业家精神团结协作方面，中小企业的创业团队表现较大型成熟上市公司弱。由此推断，作为以中小企业创业团队发展起来的创业板上市公司，其管理层在此方面也可能具有一定短板。

创业板上市公司因其处于企业生命周期的早期，从市场外部环境看，创业板上市公司面临市场边界、产品认同度、顾客满意度具有高度的不确定性，从企业内部环境看，创业板上市公司内部宽松资源较少，管理团队规模也较小。因此，创业板上市公司面临不论从外部环境还是内部需求来说，都需要提高变革的强度和频率。对于创业板上市公司来说，外部的不确定性无法通过以短时间的主动行为加以规避，但对于内部的不确定可以通过创新来应对。创业板上市公司提高生存率和促进成长的关键因素就是创新。但对于大型成熟上市公司来说，其主要面对的矛盾是对确有产品的开发、与竞争者在已开发的市场上运营，创新不是其治

理的唯一目的。而其由于长时间的积累和运营，大型成熟上市公司管理层人才储备，市场资源等远远领先于创业板上市公司，其对外部资源的依赖性较低，面临不可测性和变革更低。

因此，治理绩效不能仅仅从传统研究路径的经营绩效考虑，也必须考虑企业的创新绩效。

2. 治理结构通过治理行为对治理绩效的影响双路径

本文通过综合公司治理多个理论视角分析认为，董事会作为企业内部治理的主体，实现治理目标是通过履行其相应职能而达成的。基于代理理论、管家理论、管理霸权等相关理论和法律视角，本文结合以往学者的研究成果认为，尽管作为研究样本的企业，面临不同发展阶段和不同的治理环境，但公司治理的基本职能依然是监督职能与激励职能，区别仅在于这两类职能的发挥程度有所不同。公司需要实施相应的治理行为，以保障公司治理的监督职能与激励职能，进而维持公司的正常运转。因此，本文认为中国创业板上市公司的治理行为主要表现在监督和激励职能的行使。

由此，本文建立了“治理结构→监督行为→治理绩效”、“治理结构→激励行为→治理绩效”的双路径传导机理模型。通过引入治理行为的中介作用，突破了传统研究中“投入→产出”，“结构→绩效”的简单因果链；通过区分治理行为监督与激励对治理绩效影响路径的差异，丰富了公司治理研究的内涵，扩大了 SCP 研究范式在不同领域上的应用。

3. 创业板上市公司治理结构对治理行为的影响显著

从中介效应的检验结果来看，股权结构对监督行为、股权结构对薪酬激励行为；董事会结构对监督行为、董事会结构对股权激励的影响都十分显著。尽管“股权结构→股权激励行为→经营绩效”、“董事会结构→薪酬激励行为→经营绩效”这两条路径通过 Sobel 检验得到了验证，存在中介效应，但可以看出，“股权结构→股权激励行为”、“董事会结构→薪酬激励行为”这两条路径上治理结构对治理行为的影响不大。在“股权结构→股权激励行为”这一条路径上，这可能是因为大股东认为在企业生命初期，对企业内部的控制权要有一定的保障，因此不愿意出让自己的控股权，而在“董事会结构→薪酬激励行为”这一条路径上，这可能与在创业初期，董事们对薪酬激励不敏感，更愿意把心思放在企业的成长上有关。

4. 不同治理特征对不同治理绩效指标的影响路径存在差异

治理结构与治理绩效关系研究的主流观点认为二者之间是直接的因果关系，这种研究路径忽视了治理行为的中介作用，而使得二者之间的逻辑关系过于简单和直接，存在逻辑上的局限性，这也是导致变量之间关系微弱和研究结论不稳定

的重要原因之一，学术界对治理结构与治理绩效的关系持相反观点的学者们比比皆是。然而当引入治理结构作为中介变量，治理结构对治理绩效的关系较之前清晰可见了。根据本文的研究结果，将其之间的关系分为三类：第一种是治理结构不对治理绩效产生直接作用，而是通过治理行为对其间接作用，即治理行为起到了完全中介作用。第二种是治理结构对治理绩效既存在直接作用，又存在通过治理行为传递的中介作用，或是说间接作用。即治理行为在治理结构与治理绩效之间起到了部分中介作用。第三种情况是治理结构对治理绩效仅产生直接作用，而不是通过治理行为进行传导继而发生作用。这种情况在本文中并没有出现。不管是那种情况，通过本文的研究说明如果在治理结构与治理绩效关系中忽略治理行为的中介作用，将可能产生不稳健甚至相互矛盾、错误的研究结论。

总而言之，本研究的结论归纳起来主要就是两点：第一点是强调在治理结构与治理绩效关系的研究中，不能忽视治理行为的中介作用，如还是沿着传统“结构→绩效”的路径，可能会产生不稳健甚至错误的研究结论。第二点是治理结构对治理绩效的作用机理应有多条路线，需根据研究情景和研究样本具体讨论，不能简单的引入中介变量。

6.1.2 政策建议

本文以提升治理绩效为目标研究起点，探讨了治理绩效的作用机理，在一定程度上可能对丰富公司治理有一定贡献，根据研究结论，提出如下政策建议：

1. 创业板上市公司治理绩效测评方面

合理、科学的对企业治理绩效的评价时建立激励制度的前提和基础。本研究发现，在高管持股、薪酬激励上，其并未发挥应有的激励效应。一方面可能是因为企业制定激励水平的方式为建立在科学合理的治理绩效测评制度上，进而对治理效果产生了一定的负面影响。另一方面，创业板上市公司董事会与经理层之间的关系，有别于大型成熟上市公司，由于企业处于生命周期的初期阶段，其监督职能弱于大型成熟上市公司，更多的作用是制定合理的激励制度。因此，需要企业内部根据自身特点，科学合理的制定和实施激励行为，充分发挥高管薪酬和持股的激励效应。

2. 创业板上市公司董事会结构方面

为使董事会能够发挥正效应的“门槛”数值，不仅需要在受教育程度上有所体现，还应考虑如增加独立董事数量，女性董事比例等方面，优化董事会结构。虽然由于时间所限，本研究未在这些方面有所涉及，但已有文献已证明了相类似的观点，企业不应忽视这些方面。另一方面，由于中国风险投资行业尚处于起步

阶段，企业也需要谨慎选举风投董事。最后，企业应在法律允许的范围为，延长董事任期，避免出现频繁更换董事，出现董事会对企业信息的掌控程度及与经理层之间的交流程度严重下滑的情况。

3 创业板上市公司治理行为方面

虽然创业板上市公司由于处在企业生命周期的初期，董事会与经理层之间的关系，合作大于监督，但随着企业的不断成长，股权结构分散化程度的不断提高，职业经理人的逐步引入，这将会为经理层的自利行为带来合适的温床。因此，企业应逐步注重对经理层的监督。尽管以后文献认为过于密集的监督可能导致创新绩效的降低，但企业不能因噎废食，要在保证董事会履行监督职能的同时，主义成本收益原则，防止董事会监督行为的低效为治理绩效带来负面效应。

6.2 研究局限于展望

6.2.1 研究局限

受研究能力以及时间和精力所限，本文不可避免存在研究的局限性，需要在今后的研究中逐步克服和完善。

1.由于时间有限，获取数据的方式也较困难，激励行为仅讨论了的讨论薪酬激励和股权激励作为显性和隐性激励的代理变量。虽然实证研究的结构较好的支持了建立的假说，但在对管理层声誉、地位等方面的激励仅用股权激励来替代，仍缺乏一定的说服力。

2.在董事会结构对治理绩效的影响上，虽然没有沿着大多数学者讨论董事会人口学属性（如董事会年龄结构、性别结构等）这条研究热点进行切入，而是采用董事会人力资源属性中的智力资本对创新的影响这条路径，相对于之前已有的研究，有一定的创新性，且假说得到了支持。虽然由于公司治理的复杂性，建立一个包含所有因素的研究框架并进行实证是非常困难的（Adams、Hermalin 和 Weisbach, 2010），但研究仅从董事会人力资源中的一个方面进行讨论，而未从公司层面和制度与层面的因素对治理行为与治理绩效的影响进行研究，可能研究结果也存在一定的局限性。

3.在对治理行为中介效应的检验中，仅借鉴现有研究对内生性问题的一般处理方法，使用 $t+1$ 期的治理绩效指标作为被解释变量。这种方法仅能够在一定程度上克服内生性的问题，如有更好的中介效应检验方法，则能够更好的处理内生性问题。

6.2.2 研究展望

根据本文目前存在的局限性，未来可以就以下内容进行更为深入的讨论：

1. 使用调查或实验法，进一步在以后治理行为中，增加股东、董事会参与或非正式参与治理的行为。然而，由于股东大会、董事会日常的行为过程难以观察，在这个领域的研究难以获得突破。未来研究拟设计有效而可信的计量方式和量表，通过小样本的访谈获取的相关数据，或结合实验经济学的研究方法，在实验室环境种获取激励行为数据进而进行相关研究。

2. 未来拟考虑寻找新的中介效应实证研究方法，建立“有调节的中介”作用机理模型，完善公司治理绩效影响因素的研究框架。由于情景因素跨越社会、组织、团队、个人等国歌嵌套层次，需进一步探索多层次、非线性视角下的“有调节的中介”模型的实证检验方法。

3. 经济行为人为了解决他们面临的治理问题而选择治理结构，因此，治理结构的产生是内生的（Adams、Hermalin 和 Weisbach, 2010）。如何处理模型中的内生性为题目目前尚未得到有效的解决，除了将被解释变量滞后一期的现有做法，未来研究拟通过调查方法获得更加严格的上市公司纵向数据；在实证研究中，需要继续设计出处理联合内生性的新方法。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜.(2005). 中国上市公司治理结构的实证研究. *经济研究*(02)、81-91.
- 陈德萍、曾智海.(2012). 资本结构与企业绩效的互动关系研究——基于创业板上市公司的实证检验. *会计研究*(08)、66-71.
- 陈忠卫、郝喜玲.(2010). 创业团队企业家精神差异性比较——基于企业相对规模的实证研究. *经济与管理研究*(12)、100-108.
- 冯根福.(2006). 中国公司治理基本理论研究的回顾与反思. *经济学家*、3(3)、13-20.
- 冯梅、孙丹丹.(2014). 创业板上市公司盈余质量的影响因素研究——基于公司治理结构视角. *软科学*(08)、137-140.
- 高汉祥.(2012). 公司治理与社会责任:被动回应还是主动嵌入. *会计研究*(04)、58-64.
- 关培兰、周新军.(2006). 企业研发人员“59”现象探析. *中国人力资源开发*(11)、38-42.
- 郭燕雄、欧阳小明、陈义吉.(2008). 董事会业绩综合评价构想. *财会通讯: 理财版*(4)、40-41.
- 郝云宏.(2012). 公司治理内在逻辑关系冲突:董事会行为的视角. *中国工业经济*(09)、96-108.
- 姬昂.(2010). 我国创业板市场信息披露及其治理分析. *商业会计*(08)、10-12.
- 赖普清.(2007). 公司业绩、治理结构与高管薪酬——基于中国上市公司的实证研究. *重庆大学学报(社会科学版)*、13(5)、49-54.
- 李春琦、石磊.(2001). 国外企业激励理论述评. *经济学动态*、6、61-66.
- 李维安.(2011). 创业板高成长的制度基础:有效的公司治理. *南开管理评论*(05)、1.
- 李维安.(2013). 依靠治理创新 释放制度红利. *南开管理评论*(06)、1.
- 李维安、牛建波、宋笑扬.(2009). 董事会治理研究的理论根源及研究脉络评析. *南开管理评论*(1)、130-145.
- 李维安、李滨.(2008). 机构投资者介入公司治理效果的实证研究. *南开管理评论*(01)、4-14.

- 李维安、王世权. (2007). 利益相关者治理理论研究脉络及其进展探析. *外国经济与管理*, 29(4), 10-17.
- 林浚清、黄祖辉、孙永祥. (2003). 高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构. *经济研究*(04), 31-40.
- 林毅夫、蔡昉、李周. (1997). *充分信息与国有企业改革*. 上海: 上海三联书店.
- 刘美欧. (2014). *中国创业板市场发展研究*. 博士、复旦大学.
- 鲁桂华、张静、刘保良. (2017). 中国上市公司自愿性积极业绩预告:利公还是利私——基于大股东减持的经验证据. *南开管理评论*(02), 133-143.
- 牛晓帆. (2004). 西方产业组织理论的演化与新发展. *经济研究*(3), 116-123.
- 钱颖一. (1995). 企业的治理结构改革和融资结构改革. *经济研究*(1), 20-29.
- 苏东水. (2000). *产业经济学*. 北京: 高等教育出版社.
- 孙焱、邵方婧、尹翌天. (2018). 董事会资本、CEO权力对企业技术创新的影响研究. *湖北社会科学*(02), 98-104.
- 王斌、汪丽霞. (2005). 董事会业绩评价研究. *会计研究*(02), 46-52.
- 王晓巍、陈逢博. (2014). 创业板上市公司股权结构与企业价值. *管理科学*(06), 40-52.
- 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云. (2004). 中介效应检验程序及其应用. *心理学报*(05), 614-620.
- 吴敬琏. (1994). *现代公司与企业改革*. 天津: 天津人民出版社.
- 吴佩旆. (2006). 董事会绩效评估研究. *财会通讯*(09), 20-23.
- 夏大慰. (1999). 产业组织与公共政策:哈佛学派. *外国经济与管理*(8), 3-5.
- 夏纪军、张晏. (2008). 控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析. *经济研究*(03), 87-98.
- 谢永珍. (2006). 中国上市公司审计委员会治理效率的实证研究. *南开管理评论*(01), 66-73.
- 谢永珍、赵琳、王维祝. (2013). 治理行为、治理绩效:内涵、传导机理与测量. *山东大学学报(哲学社会科学版)*(06), 80-94.

- 徐莉萍、辛宇、陈工孟. (2006). 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响. *经济研究*(1)、90-100.
- 徐向艺、徐宁. (2012). 公司治理研究现状评价与范式辨析——兼论公司治理研究的新趋势. *东岳论丛*(2)、148-152.
- 杨瑞龙. (2000). *企业的利益相关者理论及其应用*. 北京: 经济科学出版社.
- 杨瑞龙、杨其静. (2001). 专用性、专有性与企业制度. *经济研究*(3)、3-11.
- 于东智. (2001). 股权结构、治理效率与公司绩效. *中国工业经济*(05)、54-62.
- 于东智. (2003). 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*(3)、29-41.
- 张可、高庆昆. (2013). 基于突破性技术创新的企业核心竞争力构建研究. *管理世界*(06)、180-181.
- 张维迎. (1995). *企业的企业家-契约理论*. 上海: 上海人民出版社.
- 赵琳. (2014). *创业板上市公司董事会治理绩效影响因素研究*. 博士、山东大学、济南.
- 郑红亮. (1998). 公司治理理论与中国国有企业改革. *经济研究*(10)、21-28.
- 郑晓博、吴晓晖. (2012). 创业投资治理行为与新创企业绩效——一个中介模型及讨论. *研究与发展管理*(02)、67-78.
- 钟安石、宋理升. (2011). 控股股东控制与制衡对信息披露质量的影响——来自民营上市公司的经验证据. *经济与管理评论*、27(1)、56-61.
- 钟田丽、马娜、胡彦斌. (2014). 企业创新投入要素与融资结构选择——基于创业板上市公司的实证检验. *会计研究*(04)、66-73.
- 周建、王鹏飞、李文佳、陈素蓉. (2012). 创新型企业公司治理结构与绩效关系研究——基于中国创业板上市公司的经验证据. *经济与管理研究*(4)、106-115.
- 朱长春. (2014). *公司治理标准(第1.2集)*: 清华大学出版社.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.
- Aldefefer, C. P. (1972). *Existence, Relatedness, and Growth: Human Needs in Organizational Settings*. New York: Free Press.

- Ameer, R. (2010). The role of institutional investors in the inventory and cash management practices of firms in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(2-3), 126-143.
- Andrews, K. R. (1980). Directors' responsibility for corporate strategy. *Harvard Business Review*(58), 30-42.
- Ansoff, H. I. (1965). *Corporate strategy: business policy for growth and expansion*. New York: McGraw-Hill Book.
- Armanios, D. (2011). Entrepreneurial firm performance: Trends, gaps, and future directions: STVP working paper, Stanford University, Stanford, CA. (Reprinted).
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of personality and social*, 51(6), 1173-1182.
- Becker, G. S. (1964). Human capital. *Journal of Political Economy*, 89(2), 1013-1025.
- Belloc, F. (2012). Corporate governance and innovation: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 26(5), 835-864.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1991). *The modern corporation and private property-2 edition*. Piscataway Township: Transaction Publishers.
- Blair, M. M. (1995). *Ownership and control: rethinking corporate governance for the 21st century*. Washington D C: Brookings Institution.
- Boyd, B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11(6), 419-430.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The Strategic Context Of External Network Ties: Examining The Impact Of Director Appointments On Board Involvement In Strategic Decision Making. *Social Science Electronic Publishing*, 44(4), 639-660.
- Conger, J. A., Finegold, D., & Lawler III, E. E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard business review*, 76(1), 136-148.
- Cooper, A., Demuzzio, E., Hatten, K., Hicks, E., & Tock, D. (1973) *Strategic responses to technological threats*. Paper presented at the Academy of Management Proceedings.
- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. (2011). An Integrated Agency-Resource Dependence View of the Influence of Directors' Human and Relational Capital on Firms' R&D Spending. *Journal of*

- Management Studies*, 48(6), 1217-1242.
- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. (2011). An Integrated Agency – Resource Dependence View of the Influence of Directors' Human and Relational Capital on Firms' R&D Spending. *Journal of Management Studies*, 48(6), 1217-1242.
- Davis, G. F., & Cobb, J. A. (2010). Resource Dependence Theory: Past and Future. *Research in the Sociology of Organizations*, 28(2010), 21-42.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Elenkov, D. S., Judge, W., & Wright, P. (2005). Strategic leadership and executive innovation influence: an international multi - cluster comparative study. *Strategic Management Journal*, 26(7), 665-682.
- Evan, W. M., Freeman, R. E., Chryssides, G. D., & Kaler, J. H. (2001). A stakeholder theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism. *Perspectives in Business Ethics*, 38-48.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 6(26), 301-325.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Finegold, D., Benson, G. S., & Hecht, D. (2007). Corporate boards and company performance: Review of research in light of recent reforms. *Corporate Governance: an international review*, 15(5), 865-878.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of management review*, 24(3), 489-505.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge university press.
- Garg, S. (2013). Venture Boards: Distinctive Monitoring and Implications for Firm Performance. *Academy Of Management Review*, 1(38), 90-108.

- Gilson, S. C., & Vetsuypens, M. R. (1993). CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 48(2), 425-458.
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 55-86.
- Harris, M., & Raviv, A. (2010). Control of corporate decisions: shareholders vs. management. *The Review of Financial Studies*, 23(11), 4115-4147.
- Hart, J. F., & Herzberg, G. (1957). Twenty-parameter eigenfunctions and energy values of the ground states of He and He-like ions. *Physical Review*, 106(1), 79.
- Hart, O. (1995). *Firms, contracts, and financial structure*. Wotton: Clarendon Press.
- Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145-1163.
- Hendry, K. P., Kiel, G. C., & Nicholson, G. (2010). How boards strategise: A strategy as practice view. *Long Range Planning*, 43(1), 33-56.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 1(88), 96-118.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(Apr), 7-26.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of financial economics*, 20, 317-346.
- Holmstrom, B. R., & Tirole, J. (1989). *The theory of the firm* (Vol. 1). New York: Elsevier.
- Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., & Viganò, R. (2011). New perspectives on board research: changing the research agenda. *Journal of Management & Governance*, 15(1), 5-28.
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 22(1), 32-42.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and

- ownership structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Judge Jr, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of management Journal*, 35(4), 766-794.
- Kim, B., Burns, M. L., & Prescott, J. E. (2009). The Strategic Role of the Board: The Impact of Board Structure on Top Management Team Strategic Action Capability. *Corporate Governance An International Review*, 17(6), 728-743.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The accounting review*, 4(82), 963-1008.
- Lazonick, W. (2007). The US stock market and the governance of innovative enterprise. *Industrial and Corporate Change*, 16(6), 983-1035.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Liu, Y., Wei, Z. B., & Xie, F. X. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- Mace, M. L. G. (1986). *Directors, myth and reality*. Boston: Harvard Business School Press.
- Mace, M. L. G. (1986). *Directors: Myth and reality*. Boston: Harvard Business School Press.
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board leadership and strategy involvement in small firms : a team production approach. *Corporate Governance An International Review*, 19(4), 368-383.
- Mackinnon, D. P., Warsi, G., & Dwyer, J. H. (2015). A simulation study of mediated effect measures. *Multivariate Behav Res*, 30(1), 41.
- Mansfield, E., Rapoport, J., Romeo, A., Wagner, S., & Beardsley, G. (1977). Social and Private Rates of Return from Industrial Innovations. *Quarterly Journal of Economics*, 2(91), 221-240.
- Maslow, A. H. (1954). The instinctoid nature of basic needs. *Journal of Personality*, 22(3), 326-347.
- Mayer, R. C., & Davis, J. H. (1999). The effect of the performance appraisal system on trust for management: A field quasi-experiment. *Journal of applied psychology*, 84(1), 123.
- McClelland, D. C. (1961). *The achievement society*. Princeton: Free Press.

- Mcelroy, T., Seta, J. J., & Waring, D. A. (2007). Reflections of the self: how self-esteem determines decision framing and increases risk taking. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(3), 223-240.
- Miller, T., & Triana, M. D. C. (2009). Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity – Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755-786.
- Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, 20(1), 55-74.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 119-157.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2014). A Framework for Diagnosing Board Effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 442-460.
- Olson, M. (1965). *Logic of collective action public goods and the theory of groups Rev. ed...* Cambridge: Harvard University Press.
- O'Sullivan, M. (2001). *Contests for corporate control*. Oxford: Oxford University Press.
- Payne, G. T., Benson, G. S., & Finegold, D. L. (2009). Corporate board attributes, team effectiveness and financial performance. *Journal of Management Studies*, 4(46), 704-731.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1999). Business systems and corporate governance. *International Studies of Management & Organization*, 29(2), 43-59.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003a). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Palo Alto: Stanford University Press.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003b). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. *Social Science Electronic Publishing*, 23(2), 123-133.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2011). The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 167-188.
- Schmalensee, R., Armstrong, M., Willig, R. D., & Porter, R. H. (1989). *Handbook of industrial organization* (Vol. 3). New York: Elsevier.
- Schwartz-Ziv, M., & Weisbach, M. S. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Social Science Electronic Publishing*, 108(2), 349-366.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political*

- economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Sobel, E., Wiley, J., & Sobel, M. E. (1982). Asymptotic Confidence Intervals for Indirect Effects. *Sociological Methodology*, 13(13), 290-312.
- Sobel, M. E. (1987). Direct and Indirect Effects in Linear Structural Equation Models. *Sociological Methods & Research*, 16(1), 155-176.
- Stiles, P. (2001). The Impact of the Board on Strategy: An Empirical Examination. *Journal of Management Studies*, 38(5), 627-650.
- Svennilson, I., & Bain, J. (1959). Industrial Organization. *Ekonomisk Tidskrift*, 61(4), 258.
- Vance, S. C. (1983). *Corporate leadership: Boards, directors, and strategy*. New York: McGraw-Hill Companies.
- Volker, L. (2012). Stock option vesting conditions, CEO turnover, and myopic investment. *Journal of Financial Economics*, 106(3), 513-526.
- Yermack, D. (2006). Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of Financial Economics*, 80(1), 211-242.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.
- Zhang, J. J., Baden-Fuller, C., & Pool, J. K. (2010). Resolving the tensions between monitoring, resourcing and strategizing: Structures and processes in high technology venture boards. *Long Range Planning*, 2(42), 95-117.

附录 A 文中出现的英文缩写

英文简称	英文全称	中文译名
AIM	Alternative Investment Market	另类投资市场
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations	国家证券业者自动报价系统协会
SMEs	Small And Medium Sized Business Market	中小企业市场
GEM	Growth Enterprise Market	创业板市场
KOSDAQ	Korea Securities. Dealers Automated Quotation	韩国证券交易商自动报价
JASDAQ	Japan Association of Securities Dealers Automated Quotations System	日本证券交易商协会自动报价系统
SESDAQ	Singapore Association of Securities Dealers Automated Quotations System	新加坡证券交易商协会自动报价系统
Euro MTF	Euro Multilateral Trading Facility	欧元多边交易设施
WTO	World Trade Organization	世界贸易组织
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development	联合国经济合作与发展组织
SCP	Structure-Conduct-Performance	-
ROE	Return on Equity	股权收益率、股本收益率
ROA	Return on Assets	资产收益率、资产回报率
R&D	Research and Development	研发投入
BSC	The Balanced Score Card	平衡计分卡
NACD	National Association of Corporate Directors	美国公司董事协会会议

附录 B 样本名单

股票代码	公司名称	股票代码	公司名称	股票代码	公司名称
300001	特锐德	300022	吉峰农机	300052	中青宝
300002	神州泰岳	300024	机器人	300053	欧比特
300003	乐普医疗	300025	华星创业	300054	鼎龙股份
300004	南风股份	300027	华谊兄弟	300055	万邦达
300005	探路者	300028	金亚科技	300056	三维丝
300006	莱美药业	300029	天龙光电	300057	万顺股份
300007	汉威科技	300030	阳普医疗	300058	蓝色光标
300008	天海防务	300031	宝通科技	300061	康旗股份
300009	安科生物	300032	金龙机电	300062	中能电气
300011	鼎汉技术	300033	同花顺	300063	天龙集团
300012	华测检测	300034	钢研高纳	300064	豫金刚石
300014	亿纬锂能	300035	中科电气	300065	海兰信
300015	爱尔眼科	300036	超图软件	300066	三川智慧
300016	北陆药业	300037	新宙邦	300067	安诺其
300017	网宿科技	300038	梅泰诺	300068	南都电源
300018	中元股份	300039	上海凯宝	300069	金利华电
300019	硅宝科技	300040	九洲电气	300070	碧水源
300020	银江股份	300041	回天新材	300071	华谊嘉信
300021	大禹节水	300042	朗科科技	300072	三聚环保
300022	吉峰农机	300043	星辉娱乐	300073	当升科技
300014	亿纬锂能	300044	赛为智能	300074	华平股份
300015	爱尔眼科	300045	华力创通	300075	数字政通
300016	北陆药业	300046	台基股份	300076	GQY 视讯
300017	网宿科技	300047	天源迪科	300077	国民技术
300018	中元股份	300048	合康新能	300078	思创医惠
300019	硅宝科技	300049	福瑞股份	300079	数码科技
300020	银江股份	300050	世纪鼎利	300080	易成新能
300021	大禹节水	300051	三五互联	300081	恒信东方

续附录 B 样本名单

股票代码	公司名称	股票代码	公司名称	股票代码	公司名称
300082	奥克股份	300110	华仁药业	300121	阳谷华泰
300083	劲胜智能	300111	向日葵	300122	智飞生物
300084	海默科技	300112	万讯自控	300123	亚光科技
300085	银之杰	300113	顺网科技	300124	汇川技术
300086	康芝药业	300114	中航电测	300125	易世达
300087	荃银高科	300115	长盈精密	300126	锐奇股份
300088	长信科技	300116	坚瑞沃能	300127	银河磁体
300089	文化长城	300117	嘉寓股份	300128	锦富技术
300090	盛运环保	300118	东方日升	300129	泰胜风能
300091	金通灵	300119	瑞普生物	300130	新国都
300092	科新机电	300120	经纬电材	300131	英唐智控
300093	金刚玻璃	300121	阳谷华泰	300132	青松股份
300094	国联水产	300122	智飞生物	300133	华策影视
300095	华伍股份	300123	亚光科技	300134	大富科技
300096	易联众	300124	汇川技术	300135	宝利国际
300097	智云股份	300125	易世达	300136	信维通信
300098	高新兴	300126	锐奇股份	300137	先河环保
300099	精准信息	300110	华仁药业	300138	晨光生物
300100	双林股份	300111	向日葵	300141	和顺电气
300101	振芯科技	300112	万讯自控	300142	沃森生物
300102	乾照光电	300113	顺网科技	300143	星普医科
300103	达刚路机	300114	中航电测	300144	宋城演艺
300104	乐视网	300115	长盈精密	300145	中金环境
300105	龙源技术	300116	坚瑞沃能	300146	汤臣倍健
300106	西部牧业	300117	嘉寓股份	300147	香雪制药
300107	建新股份	300118	东方日升	300148	天舟文化
300108	吉药控股	300119	瑞普生物	300149	量子高科
300109	新开源	300120	经纬电材	300150	世纪瑞尔

续附录 B 样本名单

股票代码	公司名称	股票代码	公司名称	股票代码	公司名称
300151	昌红科技	300152	科融环境	300153	科泰电源
300154	瑞凌股份				

附录 C 稳健性检验

Time Quantum	Path Statistics	<i>c</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c'</i>	<i>Sobel z</i>
2011,2013	<i>OC-BM-ROE</i>	0.0223**	0.0214**	0.2935	0.0162**	-0.9579
2010,2012,2013	<i>OC-EI-ROE</i>	0.0358**	0.0503*	0.0144*	0.0609*	-
2010,2011,2012	<i>OC-EC-ROE</i>	0.0416**	0.1623	0.0007***	0.0671	1.2953
2010,2011,2013	<i>BH-BM-PA</i>	0.0211**	0.0654**	0.0069***	0.0378**	-
2011,2012,2013	<i>BH-EC-PA</i>	0.0034***	0.6702	0.6956	0.0036	-
2010,2011,2012	<i>BH-EC-PA</i>	0.0040**	0.0005***	0.0002***	0.0232**	-

***p<0.01,**p<0.05,*p<0.1

致谢

我首先要感谢我的论文指导老师、中央财经大学教授，正大管理学院客座教授鲁桂华老师。鲁老师对我论文的研究方向做出了指导性的意见和推荐，在论文撰写过程中及时对我遇到的困难和疑惑给予悉心指点，提出了许多有益的改善性意见，投入了超多的心血和精力。鲁老师对我的帮忙和关怀表示诚挚的谢意！同时，还要感谢正大管理学院授课老师们和所有同学们，大家在学习中互相学习，互相帮忙，共同度过了一段完美难忘的时光。

经过了一年多的努力，我最后完成了论文的写作。从开始接到论文题目到系统的实现，再到论文文章的完成，每走一步对我来说都是新的尝试与挑战，这也是我在大学期间独立完成的最大的项目。在这段时间里，我学到了很多知识也有很多感受，从一无所知，我开始了独立的学习和试验，查看相关的资料和书籍，让自己头脑中模糊的概念逐渐清晰，使自己十分稚嫩作品一步步完善起来，每一次改善都是我学习的收获，每一次试验的成功都会让我兴奋好一段时间。

我的论文作品不是很成熟，还有很多不足之处。但是这次做论文的经历使我终身受益。我感受到做论文是要真真正正用心去做的一件事情，是真正的自己学习的过程和研究的过程，没有学习就不可能有研究的潜力，没有自己的研究，就不会有所突破，那也就不叫论文了。期望这次的经历能让我在以后学习中激励我继续进步。

此外，还要感谢朋友以及同学们在论文编写中带给的大力支持和帮忙，给我带来极大的启发。也要感谢参考文献中的作者们，透过他们的研究文章，使我对研究课题有了很好的出发点。

最后，谢谢论文评阅老师们的辛苦工作。衷心感谢我的家人、朋友，以及同学们，真是在他们的鼓励和支持下我才得以顺利完成此论文。

伍韬

二〇一八年七月十四日

声明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在论文中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

学位论文题目：创业板上市公司治理行为在治理结构与治理绩效之间的中介效应研究

作者签名：

日期：2018年8月6日

个人简历

姓名：伍韬

学历：2010年 工学硕士/计算机应用技术/多媒体方向
贵州大学

2005年 工学学士/光电子科学与技术/蓝光激光器方向
长春理工大学

职业：教师

工作地点：贵州师范学院/贵州省贵阳市

E-mail：1084686153@qq.com

专业能力/特长：计算机多媒体技术