

公司治理与员工福利：来自中国非上市企业的证据^{*}

钟宁桦

内容提要: 基于全国 12 个城市 1268 家企业的调查数据, 本文考察了公司治理结构对于员工福利和企业绩效的影响。根据企业在 16 个约束经理人行为的治理结构上的表现, 文章构建了一个公司治理指数。员工福利是以小时工资、养老保险覆盖率和其他一系列的指标来度量的。基准回归显示, 治理结构好的企业不仅利润率高, 而且提供了员工更好的福利。进一步的回归分析显示: 为了追求个人短期内的利益, 经理人会削减各类员工的福利以及培训支出, 这损害了企业的利润率; 而好的公司治理能够约束经理人, 调整他们在员工福利上的决策, 使其符合股东的利益。

关键词: 公司治理 员工福利 企业绩效

一、引言

公司治理结构源自于现代企业经营权与所有权普遍分离的特征。企业的所有者(股东)并非企业的经营者(管理层), 进而就有了如何监管、激励经营者的问题。公司治理结构就是试图使经理人的各项决策符合股东利益的制度安排。^① 公司治理大致可以分为内部治理结构与外部治理结构。内部治理包括董事会、经理人薪酬、财务信息披露、内部风险控制等; 而外部治理主要包括来自于资本市场的监管, 更为广义地, 还包括来自于产品市场和经理人劳动力市场的约束。由于公司治理直接事关企业的外部融资、资本回报和财务管理, 因此它是公司金融领域研究的核心问题之一。

在本文中, 笔者想考察的一个问题是, 企业的内部治理结构是否会影响到或者保护员工的利益。之所以提出这个问题, 是基于一个观察, 即员工所做的投资可能与股东所做的投资面临同样类型的风险。员工在工作中投入了体力、智力等人力资本; 此外, 他们还做了其他的一些与工作相关的安排, 譬如, 居住安排、配偶的工作、子女的入学, 以及构建各类社会人际网络等。在他们做了这些投资之后, 他们不能完全控制投资的回报, 如同投入了物质资本却不能控制投资回报的股东一样。

公司治理结构要解决的正是这类的所有权与控制权分离的问题。不过, 公司治理首要保护的是股东的利益, 即物质资本的所有者, 而非人力资本的所有者。然而, 在股东利益最大化原则的驱使下, 公司治理仍然有可能会影响到员工的福利——如果经理人对员工的态度与股东的态度不同, 公司治理结构就可能约束经理人的自主权, 并调整他们在员工福利发放上的决策。

经理人和股东在如何对待员工上可能有着不同的态度。西方公司金融的文献中普遍地发现, 经理人追逐自己任期内(短期)的私人利益, 而非将企业长期利润最大化的目标至于首位(Jensen &

* 钟宁桦, 同济大学经济与管理学院、加拿大西安大略大学中国政策研究中心, 邮政编码: 200092, 电子信箱: ninghua.zhong@gmail.com。作者感谢国家社科基金重大项目(批准号: 09ZD&020)和国家自然科学基金青年项目(71102036)的资助, 感谢“2011年中国金融评论”会议授予本文初稿为该会唯一“Emerald”最佳论文奖。此外, 感谢香港科技大学、复旦大学、上海交通大学、南京大学、中山大学研讨会和“2012 新兴市场的公司治理结构”(由英国驻香港领事馆和国际金融监管中心举办)的与会者对于本文提出的宝贵建议。感谢匿名审稿意见。文责自负。

^① 根据 Shleifer & Vishny (1997) 这份著名综述的定义, 公司治理结构是确保企业的出资人在他们的投资上得到合理回报的一系列制度安排。国外公司金融的文献中普遍发现好的公司治理能带来企业较高的利润率以及股票回报率。

Meckling, 1976)。举例来说, 经理人普遍有着一种“建造帝国”(empire building, 也可称为“做大企业”)的倾向, 即他们会努力使自己的企业更“大”——更大的规模、更高的销售额、更大的市场份额等等。如此, 经理人就能掌控更多的资源, 或者在市场上有着更高的威望和更大的影响力。出于这样的愿望, 经理人可能会将更多的资金配置到物质资本上, 或者是投入到意在扩大市场份额的营销和广告上。而同时, 他们很可能会削减在员工福利上的投入, 包括工资、各类福利、培训支出等。与经理人的态度不同, 股东会更多地关注在企业的长期利润率上, 并可能更愿意在员工福利上加大投入。这是因为比较好的福利会激励员工更加努力地工作以保全这份工作, 同时也有助于吸引来高素质的员工。此外, 高福利还会激励员工做更多的“仅与本企业相关的投资”(firm-specific investments)。出于这样的一些考虑, 股东可能希望将员工的工资提高到“效率工资”的水平, 或者至少会试图防止经理人为了私人的利益而过度削减员工的福利。

如果以上所陈述的情况确实在现实中发生着, 那么应该能够观察到公司治理结构会同时对员工的工资和企业的利润率都产生显著的影响。基于世界银行国际金融公司 2006 年在中国 12 个城市 1268 家企业中所作的调研数据, 本文考察了治理结构对于员工福利和企业绩效的影响。该数据中包含了非常丰富的有关企业内部治理结构以及员工福利的信息。在这些企业中, 除了 56 家以外, 其余的都是非上市企业。更为重要的是, 中国的制度背景中有几个独特的特征, 它们非常有利于考察内部治理结构是如何影响经理人在员工福利上的决策的。

首先, 中国缺乏一个非常完善的企业所有权交易市场, 诸如恶意收购、代理权之争等争夺企业控制权的事件很少发生。因此, 一些发达国家中存在的可能同时影响企业治理和员工福利的机制在中国并不存在。样本企业所处的外部环境相对简单, 这有利于辨析出内部治理对于员工福利的影响。第二, 中国劳动力市场的一个特征是对劳动力的保护较弱, 劳工保护的标准也较低。在这样的环境下, 经理人更有可能侵犯员工的利益。也因此, 考察内部治理结构是否能够保护员工利益, 以一定程度地抵补外部管制以及内部工会力量上的不足显得很有意义。

关于公司治理, 理论文献中有一个著名的问题, 就此问题双方辩论了大半个世纪, 即治理结构应该代表谁的利益? 应该仅仅代表股东(shareholders) 的利益, 还是应该同时顾及其他利益相关者(stakeholders)? 自从 Berle(1931)、Dodd(1932) 等开启了两权分离下的公司治理的讨论, 大量的研究参与到了这个股东与利益相关者的辩论中(shareholders vs. stakeholders)。^① 时至今日, 这个问题仍然是公司金融领域讨论的焦点问题之一。比如, Tirole 教授 2001 年在 *Econometrica* 上发表了一篇很有影响力的文章, 在文中他提出了“利益相关者群体”(the stakeholder society) 的概念。他论述到, 因为经理层做出的有关企业利益最大化的决策会给其他的利益相关者带来外部性, 所以公司治理结构应该是“使得经理层能够将其他利益相关者的利益内部化(internalize) 的机制”, 尤其应该顾及员工的利益, 因为“他们不仅投入了人力资本, 还做出了其他的一些相关的投资, 诸如住房的安排、配偶的就业、自我培训、构建社会关系等等”。从本质上来说, 这个辩论是规范性的(应该如何), 而笔者的这项研究是实证性的(事实上如何)。不过, 本文通过考察现实中治理结构提高其他利益相关者利益的具体机制或许能加深对于这个问题的理解。

本文也和员工持股的文献相关。Kim(2009) 等研究发现员工持股为投资者和员工都带来了益处; 而 Robinson & Zhang(2005) 发现员工持股会影响企业在人力资本上的投入。本文的不同之

^① 在早期的讨论中, Dodd 是利益相关者观点的提倡者, Dodd(1932) 中提到“企业是在规范意义下的私有产权, 而社会可以合理地要求企业在运营过程中确保员工和顾客等的利益, 即使这样做可能意味着所有者的专有权利(proprietary rights) 被削弱了”(1162 页)。而 Berle 是股东观点的拥护者, Berle(1932) 提出, 经理层对多方负责会加剧企业所有权和经营权的分离, 并降低经理层对于股东负责的能力。

处是笔者考察一系列的不直接与员工利益相关的治理结构的作用。另一方面,在 Shleifer & Vishny (1997) 这篇著名的综述文章之后,几千篇文献考察了治理结构对于企业利润率和股票回报率的影响。本文则考察治理结构是如何通过调整经理人在员工福利上的决策而影响企业的绩效的。这项研究还与 Konzelmann (2006) 相关,该文使用英国 3000 个企业的数据库考察了公司治理与人力资源管理之间的关联,结果显示公司治理会影响利益相关者的结构、本质,以及他们互相间做出承诺的可信性,而这些都会影响他们参与生产活动的积极性。已有相关文献很大程度上忽略了治理结构在企业劳动关系上的作用。然而,此项研究对于现代企业日益变化着的本质而言是非常重要的。在过去的一二十年中,人力资本正在逐步取代物质资本成为企业最为重要的资产(Zingales, 2000)。而随之,对于劳动力的保护与提供给员工的福利将会与企业的物质资本回报率同等地重要,共同决定一个企业是否能够抓住发展的机遇。因此,考察治理结构能否保证人力资本投资获得合理的回报是很有意义的。

二、数据与统计描述

(一) 数据

本文使用的数据来自于两个方面。第一部分是国际金融公司(IFC)和北京大学中国经济研究中心(CCER)组织的一项关于企业社会责任的调查,此次调研在2006年的春季对全国12个城市的1268家企业进行了问卷调查。问卷的内容涉及劳动保护、治理结构、市场环境、政府监管等方面。另一部分的数据来自于由国家统计局提供的这些样本企业在2002年到2005年期间的财务和人员信息,包括雇佣人数、资本余额、总利润、税收、总销售额等。调查的城市包括(从北至南):长春、丹东、赤峰、北京、石家庄、西安、淄博、重庆、十堰、吴江、杭州和顺德。无论从各类经济指标还是从地理分布来看,这些城市都构成了中国城市的一个代表集合。其中,北京和重庆为省级城市;长春、石家庄、西安、杭州为省会城市;丹东、赤峰、淄博、十堰为地级城市;吴江和顺德为中等县级城市。从地区分布来看,沿海、中部和西部地区各有4个城市。调查的企业是随机抽取的。不过,是从一个年销售额大于500万元的企业全集中抽取的,原因是统计局只保存着规模以上企业的数据库。

为了保证该样本代表了真实的企业分布的状况,调研采取了两层的抽样策略。首先,将企业按所有制分成了四种主要的类型,即国有企业、国内私营企业、港澳台企业和外资企业。其次,按各样本城市中每类企业的实际份额来抽取企业。样本中68.7%是国内私营企业,其余三类企业大致各占10%。然后,将企业按规模分成了大中小三类。分类的标准为统计局通常的划分标准(SETC, 2003)。最后,使用各样本城市中三种规模的企业所占的份额来进行第二轮的企业随机抽取。

(二) 治理指数

笔者首先为样本中的企业构建一个反映公司治理结构的指数。Gompers et al. (2003)采用了一种简单的方式构建了公司治理文献中最有名的GIM指数。笔者照着他们的方法来做:在数据中有16个有利于约束经理人行为、而不直接与员工福利相关的治理结构。它们都是二元变量(见表1)。一个公司如果做到了一点就得一分,而公司治理指数就是该公司在所有这16个方面上得分的总值。样本企业中33.83%的企业得分超过12分,笔者称这组企业为“高水平治理”组。30.13%得分低于9分,它们被称为“低水平治理”组。其余的36.04%的企业得分在9分到12分之间,它们被称为“中间组”。表1中给出了这三组的统计描述。在所有16个方面上,“高水平治理”组的平均得分都是最高的,而“低水平治理”组的平均得分是最低的;并且,“高水平治理”和“低水平治理”之间的差异在统计上是高度显著的。这表明,在每一个治理结构方面上,公司治理指数都很好地反映了一个企业的表现。

表2中给出了这三组企业在其他一些公司治理结构上的表现。因为以下的一些原因,这些结

表 1 治理结构指数及其构成

	观察值	(1) 平均数 高水平治理	(2) 平均数 中间组	(3) 平均数 低水平治理	t 值: (1) 与 (3) 之间差异
治理指数 (样本企业中的比例)	1268	> 12 (33.83%)	[9, 12] (36.04%)	< 9 (30.13%)	
1-1 信息披露与财务透明					
雇佣外部审计	1231	0.94	0.82	0.55	13.95
定期向股东提供财务报表	1174	0.98	0.88	0.51	17.58
定期向股东通报企业重大决策	1154	0.99	0.91	0.55	16.61
定期评估重大风险并通告股东	1180	0.76	0.55	0.40	10.81
每年至少召开一次股东大会	1268	0.90	0.70	0.31	20.99
1-2 董事会和公司章程					
设立了董事会	1173	0.93	0.79	0.38	19.04
制定了公司章程	1242	1.00	1.00	0.66	13.78
(1) 包含有关决策程序的规定	1121	0.97	0.78	0.34	24.10
(2) 包含有关内部交易的规定	1114	0.81	0.36	0.08	27.23
(3) 包含有关信息披露的规定	1116	0.83	0.30	0.11	26.80
(4) 包含有关利润分配的规定	1120	0.98	0.74	0.26	29.48
(5) 包含有关财务管理的规定	1121	0.99	0.89	0.43	21.26
(6) 包含有关人事任命的规定	1119	0.98	0.82	0.35	24.40
(7) 包含有关纠纷解决的规定	1102	0.92	0.54	0.16	30.45
1-3 总经理合同					
与总经理签订书面合同	1164	0.77	0.52	0.25	16.33
规定了总经理的任期	1152	0.63	0.40	0.17	14.55

表 2 没有用于构建治理结构指数的治理结构

	观察值	与治理指数 的相关度	(1) 平均数 高水平治理	(2) 平均数 中间组	(3) 平均数 低水平治理	t 值: (1) 与 (3) 之间差异
治理指数 (样本企业中的比例)	1268		> 12 (33.83%)	[9, 12] (36.04%)	< 9 (30.13%)	
2-1 总经理持股以及大股东数目						
总经理持有企业股份(0, 1)	1185	-0.02	0.65	0.71	0.68	0.70
大股东(持有 10% 以上股份)的数目	952	0.21***	2.47	2.33	1.68	7.12
2-2 董事会结构以及运作规则						
独立董事的数目	643	0.06	3.68	3.42	3.24	1.13
一股一票而非一股东一票(0, 1)	687	0.10***	0.38	0.30	0.25	2.14
大股东有否决权(0, 1)	718	-0.07**	0.73	0.78	0.81	1.57
一年至少召开一次董事会(0, 1)	756	0.11***	0.71	0.58	0.62	1.81
董事会与经理层重合(0, 1)	806	-0.13***	0.41	0.44	0.63	4.18
HR 经理给董事会作用打分(1-4)	800	0.24***	3.59	3.35	3.15	6.56

构没有被包括在指数的构建中。总经理持股和大股东的数目(即持有 10% 以上企业股份的股东)在保护投资者利益上的作用是不确定的;文献中普遍发现它们在不同的值区间上有着不同方向的作用。同时,它们的作用还与大股东的退出机制等有关(Admati & Pfleiderer, 2009)。不过,由于所有权结构对于任何有关公司治理的研究而言都是至关重要的,所以笔者更加仔细地考察一下这两个变量。首先,样本企业的平均大股东数目是 2.2 个,这是在非上市企业中非常普遍的比较集中的股权结构。此外,该数目与公司治理指数高度正相关。其背后的原因可能是,一个公司中若大股东

的数目比较多,则每个股东持有的份额就比较少,而容易出现搭便车的现象(即大股东都不愿去监管经理人);这种情况下就需要更好的治理结构。其次,在大约68%的样本企业中,总经理都持有公司股份。然而,他们具体持有多少份额在调研中没有询问。不过,我们仍可以通过考察总经理持股这个二元变量与大股东个数之间的相关性而对总经理持股的情况有个大概的了解。两者之间的相关系数是0.20(在1%的水平上显著)。这说明可能只有很少一部分的总经理持有超过10%以上的公司股份。在这种情况下,两权分离的情况虽然不如上市公司那么显著,却仍然是相当严重的——毕竟这些公司都是规模以上的企业、平均员工数有746人。在这样大的公司里,通常经理人都拥有相当大的自主权。

有关于董事会的结构以及日常运作规则的变量也没有被包括在治理结构指数的构建中。这是因为它们的观测值比总样本少很多——只有建立了董事会(71%)的企业在这些变量上才可能有值。此外,最大的股东拥有否决权是否有利于保护股东的权益,以及“一股一票”是否比“一股东一票”更有效,都取决于该企业的所有权结构等因素,不能做统一的判断。从表2中的统计描述来看,比较清楚的是:相比“低水平治理”组,“高水平治理”组的企业召开董事会的频率更高、董事会和经理层重合的比例更低、而且它们的人力资源部门经理对于董事会作用的评价也更高。

(三) 主要的企业特征

公司治理结构取决于决定企业“合约环境”(Himmelberg & Palia, 1999)的一些企业特征。此外,企业层面的特征也会影响企业的绩效和员工的福利。所以在讨论治理结构的作用之前,有必要先考察下三组企业在几个重要的企业特征变量上的差异。表3中包括了以下5个变量的统计描述:资本密集程度、员工人数、经理层教育水平、员工的教育水平,以及农民工的比例。对于这些变量的介绍请见表3注。表3中显示,“高水平治理”的企业有着更高的资本密集程度、它们的员工数目更大、管理层和员工的教育程度更高。不过,在农民工的比例上,“高水平治理”与“低水平治理”的差异并不显著。这五个变量为“基准控制变量”,并作为主要的控制变量。这是因为在基准回归模型中,要估计企业利润最大化问题的一阶条件——这个问题在根本上决定了企业的治理结构(Demsetz & Lehn, 1985)、企业的绩效和员工的福利水平。

表3 公司治理、企业的主要特征以及企业

	与治理指数的相关度	(1) 平均数 高水平治理	(2) 平均数 中间组	(3) 平均数 低水平治理	t 值: (1) 与 (3) 之间差异
3-1 基准控制变量					
资本密集度(100万元人民币)	0.06**	0.23	0.15	0.15	1.68
雇佣员工数(100人)	0.06**	9.81	8.24	4.49	1.77
管理层教育水平(1-4)	0.18***	2.64	2.35	2.07	6.45
员工教育水平(1-4)	0.14***	1.64	1.46	1.38	4.90
农民工的比例(1-5)	0.05	2.07	2.20	1.92	1.58
3-2 企业绩效					
2005年税前利润余额	0.09***	0.084	0.077	0.059	2.71
2004年税前利润余额	0.10***	0.096	0.084	0.062	3.47

注:资本密集度为人均资本量。管理层(员工)教育水平1-4表示管理层(员工)中拿到大学以及高中以上学历的比例:0-20%, 20%-40%, 40%-60%, 以及高于60%。农民工的比例1-5表示:低于20%, 20%-40%, 40%-60%, 60%-80%, 以及80%-100%。税前利润余额是指(利润+税收)/总销售额。***、**、* 分别代表10%、5%、10%的显著水平(以下各表同)。

为了估计企业利润最大化问题的一阶条件:首先,控制人均资本量与劳动力的数量以估计资本和劳动力的边际生产力。其次,管理层和员工的教育程度试图控制管理层和员工的素质,这与企业的技术水平和生产力有关;此外,教育程度高的管理者可能会更好地对待员工,而教育程度高的员

工也可能更好地意识到他们自己的权益。最后, 农民工比例是要控制一个制度性因素, 即农民工在劳动力市场上是受歧视的。所以农民工比例较高的企业可能提供给员工的福利水平较低。

(四) 企业绩效

本文使用税前利润余额(税前利润/销售额)来度量企业的绩效。表3中的第二组统计描述显示,“高水平治理”的企业2005年和2004年的税前利润余额都显著地高于“低水平治理”的企业。根据已有的文献,公司治理与企业绩效间可能有几种关联的方式。其一是好的治理结构能够提高企业的绩效。主要原因是,好的治理结构能够激励经理人寻找并投资于好的项目(Zingales, 2000),从而增加公司价值。其二是公司在前几年中好的表现可能会带来更好的治理结构。公司治理结构是配置剩余控制权的(Hart, 1995);所以,企业较高的利润水平会提高实际控制权所能带来的利益,因而会激励股东改善治理结构。其三,比较差的业绩可能会引发股东提出改进公司治理的议案。比如,Karpoff et al. (1996)研究了那些由股东提出改善治理结构议案的企业,发现这些企业先前的绩效都比较差。

表4 公司治理与员工福利

	与治理指数的相关度	(1) 平均数 高水平治理	(2) 平均数 中间组	(3) 平均数 低水平治理	t值: (1)与(3) 之间差异
4-1 工资与工作时间					
小时工资(元)	0.07**	6.21	5.84	5.69	2.23
每月工作时间(小时)	-0.05*	178.3	181.9	182.1	1.91
是否曾经拖欠工人工资(0,1)	-0.09***	0.11	0.16	0.18	3.09
4-2 保险覆盖率(1-5)					
养老保险	0.16***	3.94	3.43	3.27	5.65
政府提供的医疗保险	0.12***	3.49	2.95	2.92	4.12
工伤/意外保险	0.12***	4.23	4.00	3.78	3.97
失业保险	0.10***	3.55	3.30	3.10	3.27
4-3 组织培训与车间事故率					
制定了一个培训计划(0,1)	0.23***	0.93	0.89	0.73	7.84
组织上岗前安全培训(0,1)	0.08***	0.99	0.97	0.95	2.83
每年组织培训的次数	0.06**	6.29	4.10	3.49	1.71
培训费用占销售额的比例(1-4)	0.12***	1.68	1.50	1.46	4.00
每千人车间事故率	-0.03	6.36	8.43	7.77	0.88
4-4 遣散福利					
辞退费相当于月工资的比例(1-4)	0.16***	2.91	2.65	2.40	5.46
辞退工人时,提前通知的时间(1-4)	0.15***	2.70	2.57	2.28	5.38
4-5 辅助设施					
企业有员工食堂(0,1)	0.12***	0.88	0.85	0.77	4.14
企业有医务室(0,1)	0.05**	0.28	0.19	0.23	1.69
4-6 在公司的平均年限					
工人(年)	-0.03	6.57	5.47	7.04	1.00
职员(年)	-0.03	7.37	6.14	7.82	0.90

注: 养老以及其他保险覆盖率1-5表示: 低于20%, 20%-40%, 40%-60%, 60%-80%, 以及80%-100%。培训费用占销售额的比例1-4表示低于0.1%, 0.1%-0.2%, 0.3%-0.5%, 以及高于0.5%。辞退费相当于月工资的比例1-4表示: 0-20%, 20%-50%, 50%-100%, 以及超过100%。辞退工人时,提前通知的时间1-4表示: 一周,两周,一个月,以及一个月以上。

以上这些讨论指出,公司治理、企业绩效和员工福利之间可能有着非常复杂的内生性问题。解决内生性问题的最好方法是找到一个工具变量,它只会影响治理结构,而不会通过其他途径影响企

业的绩效和员工的福利。然而,国内外有关公司治理结构的文献中,几乎没有找到“干净”的工具变量。此外,由于治理结构的变化通常非常缓慢,因此,即便有几年的面板数据也不能解决问题——只有在长期的面板数据中,才可能观察到大部分企业的治理结构都发生了变更,从而可以使用固定效用方法。本文将使用几组不同的计量模型考察全样本和一些特定子样本中的治理结构的作用。此外,加入两组控制变量来考察主要结果的稳定性。

(五) 员工福利

最后,表4比较了三组企业提供的员工福利,其中包括五组变量。第一组变量是关于工资和工作时间的。调研问卷中询问经理人有关企业的职员和工人的平均每月工资以及每月工作小时数。本文主要考察工人(而非职员)的工资和工作时间,这是由于工人占到了员工的大部分。将平均每月工资除以每月工作时间得到平均小时工资。与“高水平治理”组的企业相比,“低水平治理”组提供的平均小时工资高了9.1%,它们要求的平均每月工作时间少了4个小时,而拖欠工资的概率低了7%。第二组变量包括四类保险的覆盖率,包括养老、医疗、意外事故以及失业。“高水平治理”组的保险覆盖率高于“低水平治理”组约0.5,即10%左右。最后四组变量包括培训和车间事故率、遣散福利、医务室和托儿所,以及员工在公司的平均年限。“高水平治理”组的企业在大部分的方面都显著地领先于“低水平治理”组的企业。尤其值得注意的是培训上的差异,因为好的员工培训能够带来更高的工人生产力。在之后的回归分析中,笔者将以小时工资和养老保险覆盖率作为工人福利的主要指标。工资是劳动经济学领域最常考察的方面。此外,诸如养老保险等辅助福利也是劳动经济学研究的对象。一些标准的工资补偿理论(如:Rosen,1986)指出,工人在做有关就业和劳动力供给的决定时,会将工资和辅助福利合在一起与自己的偏好相匹配。

三、实证结果

(一) 计量模型

笔者使用的数据包含两个部分。第一部分是截面数据,来自于2006年的问卷调查,其中包括2005年公司治理、员工福利等信息。第二部分是面板数据,包含从2002—2005年各年度的员工个数、固定资产、利润和税收、销售收入、工资总额以及劳动待业保险费。不过,截面数据是非平衡的(unbalanced)。2005年样本的观察值有1169个,2004年有1047个,2003年有716个,2002年有594个。并且,截面数据中存在样本选择性偏差的问题,即一个企业在样本中出现的次数不是随机的。这意味着,如果公司治理结构的效应在短期内是稳定的话,那么使用截面数据会放大那些有着最多样本数的企业的效应,从而导致估计误差。由于这个原因,在之后的回归分析中会主要使用截面数据。同时,在下面的基准回归结果中,会报告一组使用面板数据得到的估计结果。

笔者核心考察的是治理结构指数在企业三个方面的表现上的作用,即反映企业利润率的税前利润余额($EBIT$),员工的平均每小时工资($Wage_i$),以及企业的养老保险覆盖率($Pension$)。在使用截面数据时,估计以下这个似不相关模型(SUR model)。模型中, G_i 是公司治理指数, Z_i 是“基准控制变量”以及“基准虚拟变量”。“基准虚拟变量”包括三组虚拟变量:城市、行业和企业所有制。样本企业根据由统计局提供的行业代码的前两位数分为五个不同的行业:农业、采掘业、制造业、公用事业以及服务业。所有制分为四类,城市共有12个(详见2.1部分的介绍)。 β 是待估计的参数, ε 为服从正态分布且均值为零的随机扰动项。

$$EBIT_i = \beta_{E1} + \beta_{E2}G_i + \beta_{E3}Z_i + \varepsilon_{Ei} \tag{1}$$

$$\log(Wage_i) = \beta_{w1} + \beta_{w2}G_i + \beta_{w3}Z_i + \varepsilon_{wi} \tag{2}$$

$$Pension_i = \beta_{p1} + \beta_{p2}G_i + \beta_{p3}Z_i + \varepsilon_{pi} \tag{3}$$

在使用面板数据时,使用普通的OLS模型。被解释变量是2002—2005各年的税前利润余额,

各年度工资总额除以当年平均员工数并取对数,以及各年度劳动待业保险费除以当年平均员工数并取对数(面板数据中没有养老保险费信息)。还控制了年度虚拟变量。

(二) 基准结果

表 5 的前三列中汇报了第一组结果。公司治理指数在三个方面上均显著为正。估计的效应是,若一个公司在 16 个治理结构上多做到一个方面的话,税前利润余额提高 0.2%,小时工资提高 0.8%,而养老保险覆盖率提高 0.069,即 13.8%。在其他的“基准控制变量”上:更高的资本密集度与员工的教育程度都同时对对应着更好的企业绩效以及员工福利;反之,一个企业的农民工比例越高,则绩效和福利越差。经理人较高的教育水平对应着较好的福利。此外,以员工数目来度量的企业的规模越大,小时工资越高;不过这个效应不大,每多 100 个员工对应着小时工资上涨 0.2%。

表 5 基准结果

	EBIT margin	Log (Wage)	Pension coverage	EBIT margin	Log (Wage)	Unemployment Insurance
公司治理指数	0.002** [0.001]	0.008*** [0.002]	0.069*** [0.012]	0.003** [0.001]	0.010*** [0.003]	0.018* [0.009]
资本密集度	0.054*** [0.014]	0.276*** [0.042]	0.540*** [0.196]	0.048 [0.030]	0.589*** [0.071]	0.308 [0.229]
雇佣员工数	0 [0.000]	0.002*** [0.000]	0.002 [0.002]	0 [0.000]	0.001*** [0.000]	0 [0.001]
管理层教育水平	-0.002 [0.003]	0.022** [0.009]	0.189*** [0.041]	0.002 [0.003]	0.025** [0.011]	0.054 [0.036]
员工教育水平	0.021*** [0.005]	0.115*** [0.015]	0.175** [0.068]	0.016** [0.007]	0.130*** [0.022]	0.103 [0.072]
农民工比例	-0.007** [0.003]	-0.033*** [0.009]	-0.147*** [0.042]	-0.008*** [0.003]	-0.044*** [0.012]	-0.161*** [0.038]
基准控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度虚拟变量			Yes	Yes	Yes	
观察值	1016	1016	1016	3224	3230	3233
Pseudo R ²	0.095	0.437	0.275	0.065	0.356	0.11

注: 括号中为标准差(以下各表同)。

表 5 的后三列中,使用面板数据来回归。观察值数在 3200 左右。治理结构指数在税前利润余额方面的作用是 0.3%,在人均工资上的作用是 1%。这两个结果都大于截面数据中的估计结果。这很可能是由之前提到的面板数据的选择性偏差引起的——治理结构效应强的企业更可能存活下来,并在面板数据中有着最多的观察值。治理结构在人均年度待业保险上的作用是 18 元。

(三) GLS 与私营企业子样本

接着表 5 中的第一组回归结果,做了 Breusch-Pagan 检验。结果是: $\chi^2(3) = 59.684$, $Pr = 0.0000$ 。这个结果提示,可能存在不可观察的异方差性。为此,在本文的网上工作论文^①附录中表 A1 的前三列,笔者使用了广义最小二乘法(GLS)。估计出的标准差有些不同,不过所有估计的显著性水平都没有变化,这说明异方差的问题并不会严重地影响估计结果。基于此,之后都采用 SUR 模型并假设同方差性。此外,在表 A1 的模型 2 中,用 SUR 模型估计了私营企业子样本中公司治理的作用。近期的一些重大劳动纠纷大多发生在私营企业中,所以考察下面这组样本是很有意义的。估计的结果与基准回归结果很接近,并且治理结构在工资与养老保险覆盖率上的结果更大些。

^① <http://www.erj.cn/cn/lwInfo.aspx?m=20100921113738390893&n=20120709111855153624>

表 6 单个公司治理结构的作用(本表的结构和主要解释变量与表 1 中对应)

A 块: 信息披露与财务透明			
	EBIT margin	Log (Wage)	Pension coverage
雇佣外部审计	0.005 [0.008]	0.080 ^{***} [0.024]	0.643 ^{***} [0.113]
提供财务报表	0.023 ^{***} [0.009]	0.044 [*] [0.025]	0.465 ^{***} [0.121]
通报重大决策	0.026 ^{***} [0.009]	0.011 [0.027]	0.543 ^{***} [0.130]
评估重大风险	0.021 ^{***} [0.007]	0.074 ^{***} [0.020]	0.241 ^{**} [0.097]
召开股东大会	0.006 [0.007]	0.017 [0.021]	0.369 ^{***} [0.101]
B 块: 董事会和公司章程			
	EBIT margin	Log (Wage)	Pension coverage
设立董事会	0.009 [0.008]	0.053 ^{**} [0.023]	0.471 ^{***} [0.111]
制定公司章程	0.009 [0.010]	0.039 [0.032]	0.536 ^{***} [0.151]
规定决策程序	0.003 [0.008]	0.049 ^{**} [0.024]	0.389 ^{***} [0.110]
规定内部交易	-0.002 [0.007]	0.022 [0.021]	0.235 ^{**} [0.097]
规定信息披露	-0.001 [0.007]	0.016 [0.021]	0.193 [*] [0.099]
规定利润分配	0.006 [0.007]	0.050 ^{**} [0.023]	0.143 [0.106]
规定财务管理	0.012 [0.009]	0.046 [*] [0.027]	0.122 [0.127]
规定人事任命	0.009 [0.008]	0.041 [0.025]	0.279 ^{**} [0.116]
规定纠纷解决	-0.009 [0.007]	0.056 ^{***} [0.021]	0.151 [0.098]
C 块: 总经理合同			
	EBIT margin	Log (Wage)	Pension coverage
签订书面合同	0.009 [0.007]	0.041 ^{**} [0.020]	0.468 ^{***} [0.094]
规定总经理任期	0.014 ^{**} [0.007]	0.022 [0.021]	0.372 ^{***} [0.098]

(四) 治理结构效应的一致性

由于治理结构并不是随机地分配给不同的企业的,因此,基于以上的结果并不能就下结论说好的治理结构导致了企业的高利润和高福利。出于这个考虑,笔者使用其他的几组模型来检验基准结果的稳健性。首先,考察治理结构效应的一致性。它包括两个方面:第一,考察每一个单项治理结构在上述三个方面上的影响。这是为了避免在整体上观察到的治理结构指数的作用是由个别几个治理结构拉动的情況。Bebchuk et al. (2009)发现在构成(治理结构领域中最有名的)GIM指数的24个方面中,6个方面起到了核心的作用。为此,表6中估计了每一单个治理结构的作用。为了节省篇幅,只报告它们在三个方面上的估计值。模型的设定与表5中的前三列完全一致。估计的结果是:几乎所有的治理结构在养老保险覆盖率上的作用都是显著的;大部分的治理结构在工资方程中是显著的;而在企业利润率方面,只有信息披露、财务透明以及清晰的总经理合约显示出了显著的作用。一致性考察的第二部分是治理结构是否在其他员工福利上有着显著的作用。表7考察了治理结构指数在另外11个福利方面上的效应。当仅控制“基准虚拟变量”时,治理结构指数在除了拖欠工资以外的10个方面上都有显著的正面作用(估计结果未报告)。而当同时控制了“基准控制变量”与“基准虚拟变量”之后,治理结构指数在防止拖欠工资和设立医务室上的作用不显著了;而在其他9个福利方面上,治理结构的作用都是高度显著的。尤其值得一提的是,在治理结构好的企业中,员工有着更长的在厂平均年限——一个长期的雇佣关系的预期会激励员工做更多的“仅与本企业相关的投资”。诸如构建企业内部人际关系这一类的投资,一旦员工离开公司,其价值可能就要大打折扣;同时,这些投资通常很难在正式的合约中明确地规定下来,投资的收益也非常容易被别人所侵犯。所以,员工要有一个在公司中长期工作的预期,才可能愿意全力投入自己的智力、精力和创造力,为企业的长远发展做出贡献。

表7 公司治理结构在其他员工福利上的作用(表中被解释变量的统计描述以及定义参见表4)

	Log (每月工作时间)	拖欠工资	失业保险	政府医疗保险	工伤/意外保险	
	OLS	probit		ordered probit		
公司治理指数	-0.002 ⁺ [0.001]	-0.007 [0.012]	0.028 ^{***} [0.011]	0.042 ^{***} [0.010]	0.022 ^{**} [0.010]	
基准控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
基准虚拟变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
观察值	1081	1069	1000	955	1016	
(Pseudo) R ²	0.22	0.08	0.17	0.13	0.1	
	辞退费与每月工资的比例	辞退提前通知的时间	企业中有员工食堂	企业中有员工医务室	职员在公司平均年限	工人在公司平均年限
	ordered probit		probit	probit	OLS	OLS
公司治理指数	0.028 ^{***} [0.010]	0.038 ^{***} [0.009]	0.050 ^{***} [0.013]	0.013 [0.012]	0.117 ^{***} [0.043]	0.102 ^{**} [0.042]
基准控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基准虚拟变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观察值	931	1048	1078	1083	1068	1068
(Pseudo) R ²	0.07	0.1	0.11	0.15	0.39	0.41

(五) 额外的控制变量

笔者试图考察遗漏变量的问题。采取的策略是加入两组额外的控制变量,这些变量可能既与

公司治理结构相关,也同时与企业绩效和员工福利有关。如果观察到的治理结构的效应是由这些变量导致的话,那么加入这些变量应该会带来治理指数的估计值和显著性都大幅度地下降。

第一组变量试图刻画一个企业可能受到的来自于市场的压力以及它的财务特征。网上工作论文附录中的表 A2 提供了这些变量的统计描述。前四个变量是一个企业在所在省份的市场份额,出口占其总销售的份额,客户对于劳工标准提出的要求,以及上市的状态。企业在所在省份的市场份额刻画了它的市场力量。市场力量是经理人自主权(discretion)的一个代理变量,它反映了竞争性的产品市场对于经理人决策的约束程度。此外,一个有着较大市场力量的企业的利润率可能更高,而提供的福利也可能更好。第二、三个变量反映了来自于供应链上的外部压力。出口企业可能需要遵从一些有关于公司治理和劳工标准的国际规则。然而,另一方面,面临全球劳动密集型产品市场上的激烈竞争,出口企业的利润率可能更低,因而提供给员工的福利更差。事实上,一些学者相信中国作为“世界工厂”是把国际劳工标准“往底部拉”的主要力量。所以,出口对于治理结构、绩效和福利的作用需要由实证来确定。客户提出的提高劳工标准的要求应该能够带来员工福利的改善。这是由于在中国高度竞争的产品市场上,客户在与供应商的谈判中有着较强的力量。不过,这个变量对于治理结构和绩效的影响不是很清楚。企业的上市状态刻画了来自于股票市场的压力;上市公司通常需要达到一些有关治理结构和企业利润率的要求。最后两个变量是股权融资和银行贷款在总资产中的份额。诸如债权融资的一些金融工具可以作为公司治理的一部分起到监督经理人的作用(Williamson, 1988)。较大比例的股权融资、或较低比例的债权融资通常对应着较低水平的治理结构。债权融资比例较低的企业通常利润水平也较高。表 A3 的回归中加入了这六个变量。估计的治理结构在小时工资上的效应下降了 0.1% 至 0.7%;在养老保险覆盖率上的效应下降了 1.2% 至 12.6%。治理结构在企业绩效上的效应的显著性水平下降至 10%。^①

第二组额外的控制变量反映了企业内部各方和地方政府的特征,以及企业的社会责任意识。这些变量的统计描述也报告在网上工作论文附录中的表 A2 里。第一个变量反映了总经理或者企业的股东是否为地方的人大代表或政协委员。这些政治头衔会给企业带来益处;而这些政治头衔也使得经理人和股东成为公共人物,从而可能使他们更关心员工的利益。第二个变量反映了企业最大的股东是否曾经在政府部门中工作。Fan(2007)发现,在中国的已经上市的改制企业中,那些总经理有着政治关联的企业要比那些总经理没有政治关联的企业表现差,按首次公开募股(IPO)后三年的股票回报率来度量低了 18%;此外,总经理有着政治关联的企业更有可能任命别的官员进入董事会。他们的这些发现指示着,在私有产权保护比较弱的环境下,政治关联可能同时对企业的绩效和治理结构带来负面的影响。第三个变量是关于企业是否有工会组织。Atanassov & Kim(2009)发现强的工会法与弱的所有者保护一起会引致工人与经理层的联盟,并影响企业的重大决策。而 Faleye et al.(2006)发现强势的工会代表会迫使企业投资于风险比较小的项目,并采取其他的一些方式来提高员工的利益。第四、五个变量是有关于企业的社会责任意识的。意识强的企业可能会更尊重投资者和员工。最后一个变量是企业的经理人对于所在地方政府透明度的打分。一些研究指出中国企业治理结构的很多特征都源于公共治理方面的一些缺陷(Liu, 2006)。因此,政府的透明度可能会影响企业的治理结构和绩效。表 A4 的回归中放入了这组变量。与基准结果相比,估计的治理结构在小时工资上的效应下降 0.1% 至 0.7%;在养老保险覆盖率上的效应下降

^① 在新加入的控制变量上,更高的省市场占有率对应着较高的工资和养老保险覆盖率。反之,较高的出口份额对应着较差的员工福利。这个结果暗示着,对于出口企业中的员工福利而言,国际劳动密集型产品市场上的竞争可能比国际上的劳工标准起到了更大的决定作用。来自于客户的有关劳工标准的要求对于养老保险有着正面的作用。上市和股权融资没有显著的作用。而较高的债权融资对于企业绩效和小时工资都有着负面的影响。这可能是由中国的银行在银行-客户关系中的垄断地位所导致的。

3.2%至10.6% ,在企业绩效方面的效应下降至10%的显著性水平。^① 总体上 ,在控制了那么多有关于企业各方面特征的因素之后 ,基准结果仍然是非常稳健的 ,说明基准结果并不是由这些因素所引致的。

四、治理结构的作用机制

以上的结果显示 ,公司治理与员工福利和企业绩效之间有着非常强的关系。对此 ,一个简单的解释是 ,好的治理结构会提高企业的利润率 ,从而企业更有可能为员工提供高的福利。为了检验这个解释是否为主要的机制 ,网上工作论文附录中的表 A.1 模型 3 部分 ,笔者将利润率加入到小时工资和养老保险的回归中。如果这个解释是主要机制的话 ,那么当控制了利润率之后 ,治理结构对于员工福利的作用应该变得不显著 ,或者明显变小。然而 ,在工资和养老保险的方程中 ,估计的治理结构的作用仍然是高度显著的;并且 ,与基准回归相比 ,其估计的作用值变化很小。这就暗示着以上这个简单的解释不是主要的机制。接下来 ,笔者以两组回归来讨论公司治理作用的机制。

(一) 经理人越权(managerial entrenchment)

在治理结构差的企业中 ,经理人可能是越权的。Jensen & Meckling (1976) 指出: 经理人有着铸造“帝国”的倾向——他们可能会追求更大的市场占有率以提高他们的权利、影响力、知名度和其他的私人收益。然而 ,以销售额来度量的企业规模的扩大并不一定能带来企业利润率的提高。为了检验这个假设 ,首先 ,考察企业在 2002—2005 年期间六个方面的增长率。为了避免之前提到的面板数据中复杂的选择性偏差问题 ,仅使用那些在四年中都有数据的企业。考察了它们的增长率 ,即 2005 年的值与 2002 年的值的比例。回归结果报告在网上工作论文的表 7 中。治理水平高的企业在利润的增长率以及员工福利总额的增长率上都显著要高 ,同时在销售额的增长率上显著地低。在雇用人数、固定资产以及工资的增长率上没有显著的作用。这些结果支持经理人越权的假说 ,即在治理结构比较差的企业中 ,经理人可能通过扩张企业的销售来提高企业的规模和市场占有率 ,但同时损害了企业利润和员工福利的增长。第二 ,考察治理结构在企业组织培训上的影响。一些研究(诸如: Bontis & Serenko , 2007) 指出 ,成功的企业皆通过组织各样的培训和发展项目来持续地增强员工的能力、工作满意度以及忠诚度。在网上工作论文的表 8 中 ,笔者考察了四个有关于培训的指标以及每千人事故率。回归结果显示 ,治理结构好的企业更有可能制定一个培训计划、组织上岗前安全培训、以及从销售额中拿出更大的比例用于培训员工。反之 ,这些结果也支持经理人越权的想法: 在治理结构差的企业中 ,经理人同时削减员工的福利和培训支出以追求自己的益处。

(二) 弱的劳工保护

在劳工保护弱的企业中 ,员工的福利更有可能受到侵犯。如果经理人确实为了自己的益处而削减员工的利益;并且 ,治理结构确实约束了经理人的话;那么 ,应该观察到在劳工保护越弱企业中 ,治理结构的作用越强。为此 ,比较以下三组企业中治理结构的作用: 有工会(69% 的样本企业) 与没有工会的企业(31%) ,允许集体工资谈判(53%) 与不允许集体工资谈判的企业(47%) ;以及有集体工资协议(29%) 与没有集体工资协议的企业(71%) 。关于工会 ,最近的一些研究(Yao & Zhong , 2012) 显示 ,中国的工会在提高工人福利上有着显著的作用。关于集体工资协议和集体谈判: 在发达国家中 ,它们是提高工人工资水平的一个重要的方式(Blair & Crawford , 1984) 。在中国 ,集体工资谈判和协议都未必能为员工提供高于《劳动法》和《劳动合同法》所规定的福利

^① 在其他变量上 ,总经理或者大股东的政治关联并未显示出对于绩效和福利的显著影响。在有工会的企业中 ,小时工资和养老保险覆盖率都更高。经理人关于企业社会责任更好的认识与养老保险覆盖率正相关;而经理人对于地方政府的透明度的打分在回归中并不显著。最后 ,环保支出在总支出中的份额越高 ,企业的利润率和员工福利都更低。

(Clarke et al., 2004)。然而,由于集体合同包含着法律后果,因此它确实提高了企业违法的成本(Chan, 2009)。此外,集体工资协议也日渐成为工会维护工人权益的一个重要工具。比如,Chan (2009)记录了一个案例,其中工会通过集体谈判过程为工人争取到了诸多利益,虽然“各方都没有用‘集体谈判’这个词”。

网上工作论文的表9中报告了三组分组回归的结果。在没有工会的企业组、不允许集体谈判的企业组,以及没有集体工资协议的企业组中,治理结构对员工福利和企业绩效都有着非常显著的影响。相反,在有工会的企业组和允许集体工资协议的企业组中,治理结构仅对养老保险覆盖率有着显著的作用。这些结果说明,在劳动力保护比较弱的企业中,经理人确实更有可能侵犯员工的利益,而这损害了对员工的激励和企业的绩效。这组结果还暗示着,公司治理结构与诸如工会等传统的劳工保护机制之间有着互相替代的关系。事实上,公司治理和工会都是对于由所有权分散所带来的问题的不完美的解决方案(Becht et al., 2003)——由于股东是分散的,所以需要治理结构来监督经理人;由于员工是分散的,所以需要工会来维护自己的利益。因此,公司治理和工会是可能交互着一同影响企业的运营和绩效的。

五、结论和进一步的讨论

本文的实证结果发现,好的公司治理结构能够约束经理人并调整他们在员工福利上的决策,使其与股东的利益一致。在未来的研究中,一个关键的问题是要了解究竟是哪些因素在决定着新兴市场中企业治理结构的变化,以及这些决定因素是否与员工的利益相关。在不能提供更多实证证据的情况下,笔者作一个猜测——决定公司治理在员工福利上是否有作用的一个重要因素是与投资者和员工相关的法律,以及决定法律背后的政治过程(Pagano & Volpin, 2005b)。^①因为从某种程度上说,公司治理就是关于“权力”在企业内部是如何配置的,因此授予各方“权力”的法律以及各个群体在一国政治中的力量或许会从根本上决定了公司治理的作用。基于这个想法,如果未来有合适的数字的话,考察一下2008年《劳动合同法》颁布前后,公司治理在员工福利上的作用是否发生了显著的变化将会是非常有趣的。

自中共十四届三中全会提出“建立现代企业制度”的目标至今已有近二十年。我国各种所有制的企业在适应市场的需求、构建自生能力上取得了长足的发展。然而,在规范内部治理上的进展却是相对落后的。这些不足造成了各类的经理人侵占股东和员工权益的事件,也导致了我国资本市场发展的一些缺陷。构建好的治理结构是要付出成本的。不过本文的结果强调,即便是对于非上市的企业,一个好的公司治理结构也能为企业的股东以及员工等利益相关者都带来显著的益处。

参考文献

- Admati, A. R., and P. Pfleiderer 2009, “The ‘Wall Street Walk’ and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 7, pp. 2395—2428.
- Atanassov, J., and E. Kim, 2009, “Labor and Corporate Governance: International Evidence from Restructuring Decisions”, *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 1, pp. 341—374.
- Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell, 2009, “What Matters in Corporate Governance?”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2, pp. 783—827.
- Becht M., P. Bolton, and A. Roell, 2003, “Corporate Governance and Control”, in: G. M. Constantinides, M. Harris, R. M. Stulz

^① 与之相关, La Porta et al. (1998) 提出: 一国法律保护投资者权益的程度, 以及这些法律是如何演化的, 是决定公司治理和公司金融的最根本因素。Atanassov & Kim (2009) 进一步发现, 保护投资者权益的法律与劳动法交互作用, 共同决定了企业内部不同利益相关者的相对重要程度以及企业的治理结构。这些文献暗示着: 一国法律在投资者利益与劳工利益间取哪个平衡点会很大程度上决定该国企业的公司治理结构及其作用。

- (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Edition 1, Volume 1, Chapter 1, pages 1—109, Elsevier.
- Berle, A. A., 1931, "Corporate Powers as Powers in Trust", *Harvard Law Review*, Vol. 44, pp. 1049—1074.
- Blair, D. H., and D. L. Crawford, 1984, "Labor Union Objectives and Collective Bargaining", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99, No. 3, pp. 547—566.
- Bontis, N., and A. Serenko, 2007, "The Moderating Role of Human Capital Management Practices on Employee Capabilities", *Journal of Knowledge Management*, Vol. 11, No. 3, pp. 37—51.
- Chan, A., 2009, "Challenges and Possibilities for Democratic Grassroots Union Elections in China", *Labor Studies Journal*, Vol. 34, No. 3, pp. 293—317.
- Clarke, S., C. H. Lee, and Q. Li, 2004, "Collective Consultation and Industrial Relations in China", *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 42, No. 2, pp. 235—54.
- Demsetz, H., and K. Lehn, 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, pp. 1155—1177.
- Dodd, M., 1932, "For Whom are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, Vol. 45, No. 7, 1145—1163.
- Fan, P. H., T. J. Wong, and T. Zhang, 2007, "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, No. 2, pp. 330—357.
- Faleye, O., V. Mehrotra, and R. Morck, 2006, "When Labor Has a Voice in Corporate Governance", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 3, pp. 489—510.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107—155.
- Hart, O., 1995, "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *Economic Journal*, Vol. 105, No. 430, pp. 678—689.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, D. Palia, 1999, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and The Link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 3, pp. 353—384.
- Jensen, M., and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, 1976, Vol. 3, No. 4, pp. 305—360.
- Karpoff, J. M., P. H. Malatesta, and R. A. Walkling, 1996, "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, No. 3, pp. 365—395.
- Kim, E. H., 2009, "Corporate Governance and Labor Relations", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 21, No. 1, pp. 45—54.
- Konzelmann, S., N. Conway, L. Trenberth, and F. Wilkinson, 2006, "Corporate Governance and Human Resource Management", *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 44, No. 3, pp. 541—567.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113—1155.
- Liu, Q., 2006, "Corporate Governance in China: Current Practices, Economic Effects and Institutional Determinants", *CESifo Economic Studies*, Vol. 52, 2/2006, 425—453.
- Pagano, M., and P. F. Volpin, 2005a, "Managers, Workers, and Corporate Control", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 2, pp. 841—868.
- Pagano, M., and P. F. Volpin, 2005b, "The Political Economy of Corporate Governance", *American Economic Review*, Vol. 95, No. 4, pp. 1005—1030.
- Robinson, A., and H. Zhang, 2005, "Employee Share Ownership: Safeguarding Investments in Human Capital", *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 43, No. 3, pp. 469—488.
- Rosen, S., 1986, "The Theory of Equalizing Differences", pages 641—692, *Handbook of Labor Economics*, Volumes 1. North-Holland; distributed in North America by Elsevier Science, New York, Handbooks in Economics series, no. 5 Amsterdam; Oxford and Tokyo, 1986.
- SETC, 2003, Tentative Standards for Small and Medium Enterprises, SME Department, SETC, document [2003] No. 143.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737—783.
- Tirole, J., 2001, "Corporate Governance", *Econometrica*, Vol. 69, No. 1, pp. 1—35.
- Williamson, O. E., 1988, "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, pp. 567—591.
- Yao, Y., and N. Zhong, 2012, "Unions and Workers' Welfare in Chinese Firms", forthcoming at *Journal of Labor Economics*.
- Zingales, L., 2000, "In Search of New Foundations", *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 4, pp. 1623—1653.

Corporate Governance and Labor Welfare: Evidence from Chinese Private Firms

Zhong Ninghua

(School of Economics and Management , Tongji University)

Abstract: Based on a survey of 1 268 Chinese private firms , this paper studies the effects of corporate governance on labor welfare. I construct a governance index using the incidence of sixteen structures that discipline managers. Labor welfare is measured by a number of indicators including hourly wage , pension coverage , insurance , severance benefits and average tenure. Regressions carried out on a rich set of specifications show that firms with a higher level of corporate governance not only have higher profitability but also provide better labor welfare. More findings suggest that , pursuing private benefits , managers tend to cut training expenses and various payments on labors , which hurts firm performance; whereas sound corporate governance reduces managerial discretion , adjusting their decisions on labor welfare in line with the interests of shareholders.

Key Words: Corporate Governance; Labor Welfare; Firm Performance

JEL Classification: G30 , J30

(责任编辑: 松 木) (校对: 晓 鸥)

(上接第 54 页)

Economic Growth and Income Inequality: Study on the Fiscal Policies of Balanced Incentive

Mi Zengyu^a , Liu Xiahui^b and Liu Qiongzhi^c

(a: College of Economics and Management , China Agricultural University;

b: Institute of Economics , Chinese Academy of Social Sciences;

c: School of Economics and Management , Wuhan University)

Abstract: How to deal with relationship between the economic growth and income inequality correctly , which is one of the main challenges in China. The paper develops a dynamic relevant model which involves growth , inequality and fiscal policy theoretically , and its results show that the income inequality decreases and the economic growth increases when the rich undertake tax and the poor get subsidies more , and also reverse. Based on China ' s Provincial Data from 1998 to 2006 , we analyze the theoretical conclusions. We find that , the poor undertake tax more while the rich get subsidies more in China , the income inequality increases , the wage labour of capital get stuck , the economic growth decelerate growth , also growth and inequality are negative correlation. Therefore , our policy suggestions are further optimizing the progressive system of individual income tax , increasing fiscal transfer payment to the poor , and constructing the social justice environment.

Key Words: Economic Growth; Income Inequality; Fiscal Policy

JEL Classification: D63 , H20 , O40

(责任编辑: 松 木) (校对: 莹 子)