

文章编号: 1001-148X (2006) 04-0005-05

公司治理与公司绩效关系的实证分析

——以竞争性行业上市公司为例

夏和平¹, 赵西亮², 袁光华³

(1. 清华大学 经济管理学院, 北京 100084; 2. 厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005;

3. 首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070)

摘要: 运用沪深两市 126 家竞争性行业上市公司 2002 年的数据, 从股权结构、董事会结构和高管激励等内外两种治理机制综合考虑了我国公司治理与公司绩效之间的关系。认为多元化股东、外部董事比例和高管激励是公司治理最为重要的三个因素, 是影响公司绩效最为显著的变量; 第一大股东是否为法人股、独立董事的作用、是否在国外上市对公司绩效没有显著的影响作用。

关键词: 公司治理; 股权结构; 董事会结构; 高管激励; 公司绩效

中图分类号: F262.6

文献标识码: A

A Positive Analysis of the Relationship Between Corporate Governance and Performance: On Chinese Listed Companies in Competitive Industry

XIA He-ping¹, ZHAO Xi-liang², YUAN Guang-hua³

(1. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;)

Abstract: This paper samples 126 listed companies in competitive industries in 2002 to verify the relationship between corporate governance and performance from internal and external governance mechanism. It turns out that decentralized ownership, higher outside director ratio and higher managers' incentives have positive effect on corporate performance, and that whether the top owner is juridical person, the independent director ratio and whether the companies are listed outside of mainland don't have significant effect on corporate performance.

Key words: corporate governance; ownership structure; board structure; incentive for senior managers; corporate performance

一、引言

对于公司治理与公司绩效关系的研究文献很多, 但多数文章都集中于公司治理的某一特定方面。比如董事会特征 (Millstein 和 MacAvoy, 1998; Bhagat 和 Black, 1999)、股东积极性 (Kapoff, Malatesta 和 Walking, 1996; Carleton, Nelson 和 Weisbach, 1998)、外部董事的薪酬 (Bhagat, Garey 和 Elson, 1999)、反接管措施 (Sundaramurthy, Mahoney 和 Mahoney, 1997) 和对投资者的保护 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny, 2002) 等。对中国上市公司治理与公司绩效关系的研究, 主要集中在对股权结构 (陈小悦和徐晓东, 2001, 2003; 刘苟佳、孙霏和刘乃全, 2003; 朱武祥和宋勇, 2001)、董事会结构 (于东智, 2003, 2004; 谭劲松等, 2003)、高层激励 (林浚清、黄祖辉和孙永祥, 2003; 宋德舜, 2004) 和上市公司治理指数 (白重恩等, 2003; 李维安和牛建波,

2004; 潘福祥, 2004) 等方面。笔者综合考虑公司治理的各个方面, 将公司内部治理机制与公司外部治理机制结合起来考察公司治理对公司绩效的影响。

二、公司治理指标的设定

近年来, 人们开始关注另一种形式的利益冲突, 即控股股东以小股东的利益为代价谋求自己的利益。如 La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (1998) 在文中所述, “全世界大公司的中心问题都是如何限制控股股东损害小股东的利益”。Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2000) 用“隧道行为”(tunneling) 一词描述了为了控股股东的利益而使企业资源流失的行为。好的公司治理就是一套保证资金提供者能够得到投资回报的机制。目前存在两种不同的公司治理模式, 一是以英美国家盛行的以市场机制为基础的治理模式。它强调董事会的独立性、股东分散化、信息披露透明、接管市场活跃、法制健全等方面

收稿日期: 2004-11-24

作者简介: 夏和平 (1967—), 男, 湖北省咸宁市人, 清华大学会计系博士生。研究方向: 资本市场相关会计与财务问题。

的外部治理作用。另一种模式是以德日等国实行的以控制为基础的模式,它则强调内部董事、集中的股权结构、信息部分披露、家族资金和银行系统等方面的内部治理作用。尽管学界对于两种治理模式孰优孰劣并无定论,但是两种治理模式都强调了两种机制的作用,只是双方的侧重点不同而矣。英美的市场治理模式更加强调外部治理的作用,而德日控制治理模式则更强调内部治理的作用。而笔者认为更有效的治理模式应是将内外两种治理机制结合起来。下面将从内外两种治理机制对我国上市公司经营绩效的影响进行实证分析。

(一) 内部治理机制

内部治理机制主要包括股权结构、董事会结构、管理层激励、财务信息披露等几个方面。

1. 股权结构

一般来说,相对集中的股权结构可以更有效地对经理层实施监督。如果股权过度分散,股东实施监督所获收益可能无法弥补其实施监督的成本,从而更愿意搭其他股东的便车,而降低了股东监督的效果。而相对集中的股权,可以使监督的收益更大的内部化,使股东更有积极性对经理层进行监督。但是,股权的集中会产生另一种相反的效果,即大股东利用其控制力干预企业的经营,从而以其他股东的利益为代价谋求自己的利益,而产生“隧道行为”。由于我国的多数上市公司是由国有企业改制上市的,因此,在我国的上市公司中国有股东往往是控股股东,但是由于国有股本身的代理问题,往往使国有股东的控制权转换到经理层手中,即国有股东往往不能发挥有效的监督作用(国有企业股份制改革正是要解决国有股东监督不力的问题),而产生“内部人控制”现象,表现出来的结果是大股东侵害小股东的利益。

因此,预期第一大股东的持股比例越高越不利于公司绩效的改善。用 TOP1_EQUITY 表示第一大股东的持股比例。另外由于国有股东的不同性质,即是国家股还是国有法人股而表现出不同的行为。国家股是指直接掌握在国家手里的股份,表现为国有资产管理部、财政部、各级政府部分所持有的股份;而国有法人股是指国家通过国有企业间接持有的股份。国有法人股本身体现了国有法人本身集团内部的一定利益,因此与国家股相比,其监督的积极性理论上应该更大一些,从而法人股相对于国家股应该更有利于公司绩效的改善,用虚变量 TOP1_GOVCORP 表示第一大股东为法人股。

另外用 PARENT 代表公司的第一大股东为母公司,如果公司的第一大股东为其它公司,那么控股股东进行“隧道行为”的可能性就会小一些;同时用第一大股东的总经理或总裁是否担任公司董事长或副董事长,来反映第一大股东对公司经理层的干预能力,记为 TOP1_CEO_DIR。

2. 董事会结构

董事会直接为股东负责,是代理股东直接对经理

层实施监督和做出重大决策的。因此,董事会的结构直接影响到公司治理的效果。一般认为外部董事由于不从公司获取薪酬,从而具有相对的独立性,因此在董事会中外部董事的比例越高,应该更有利于公司绩效的改善。近年来,我国引入了独立外部董事制度,目的是提高董事的独立性,从而更好的对公司经营进行监督,这里也对独立董事的作用进行考察。另外公司的总经理或总裁是否担任董事长或副董事长将直接影响到董事会是否能够发挥实质性的作用。笔者认为如果公司的总经理或总裁担任了董事长或副董事长,董事会的作用将大打折扣。因此,总经理两职兼任将不利于公司绩效的改善。用 OUT_DIR_RATIO 反映不从公司领取薪酬的董事(不包括独立董事)占董事会规模的比例,用 INDEPENDENT_DIR 代表独立董事比例,以虚变量 CEO_DIR 表示总经理或总裁是否担任公司董事长或副董事长。

3. 管理层激励

管理层激励是在信息不对称的情况下,诱导作为代理人的管理层能够从股东利益的角度出发,谋取公司价值的最大化。管理层激励主要表现在薪酬体系方面,包括货币性工资、奖金和股权激励等。如果公司管理层持有公司股份,那么管理层的行为就会直接影响到其利益。因此,通过薪酬体系方面的激励可以更好的解决代理问题,提高公司价值。用 COMPENSATION 表示前三位高管的报酬总额占主营业务收入的比例,反映对高层的激励程度,用 TOP_SHARE_RATIO 表示整个高层管理人员所持有的股份总额占总股本的比例。

4. 财务透明度和充足信息披露

代理问题之所以产生,就是因为不同参与人之间信息的不对称所造成的。信息的更加充分披露和财务信息的透明,就会使股东、债权人、经理层等各相关利益主体的信息不对称程度减弱,从而使代理人的道德风险问题降低。因此,财务透明度越高,信息披露越充分,代理成本将越低,公司价值将越大。但是关于财务透明度和信息披露方面,并没有一个很好的度量指标,即使有也很难统计,因此,在分析中忽略这一变量。

(三) 外部治理机制

外部治理机制主要包括产品市场竞争、外部接管市场、法制环境和对小股东的保护措施等方面。

1. 产品市场竞争

公司产品市场竞争,将使公司面临生存与发展的竞争压力,经理人如果浪费资源,采取机会主义行为,必然导致公司在产品市场竞争中失败。因此,产品市场的竞争降低了经理人偷懒的动机,从而限制了效率的损失。同样,产品市场的竞争有利于约束控股股东的“隧道行为”。但是,没有关于这一机制的指标,因而选择竞争性的行业来替代对这一因素的分析,同时加入行业虚变量来控制不同行业的影响。

2. 公司控制权市场

一般认为存在一个活跃的公司控制权市场有利于降低代理问题，改善公司绩效。因为，能力不足的经理人或没有尽力的经理人所导致的公司绩效不佳，将使公司价值降低，反映在股市上将表现为较低的股价，而低股价将可能导致市场并购行为的发生，即发生公司控制权转移。公司控制权转移往往对经理人是 不利的，因此，竞争性的公司控制权市场将有利于公司绩效的改善。目前我国的公司控制权市场不是很发达，因此公司控制权市场的作用可能还没有完全发挥作用。但公司内前十大股东的股权分布大概可以反映公司控制权的安排，用第二到第十大股东的赫芬达尔指数（Herfindahl index）来表示后九大股东的股权集中程度，反映了后九大股东与第一大股东之间的控制权对比。后九大股东的股份越集中，那么后九大股东对第一大股东的约束力就越强，从而可以更好的限制控股股东的“隧道行为”。因此，后九大股东的赫芬达尔指数应该与公司绩效成正向关系。用 TOP210 _ EQUITY 表示后九大股东的股权集中程度。

3. 法制环境和对小股东的保护

La Porta 等（1997，1998，2002）的一系列研究强调法制环境和法制基础对监管经理和控股股东机会主义行为的作用。他们发现在普通法系的国家中，监管

水平普通高一些，对小股东的保护相对好一些；而大陆法系的国家对小股东的保护较弱。显然，法制结构是保证投资者得到公平回报的一个有效的外部治理机制。用虚变量 HB _ SHARE 反映是否大陆地区之外上市，即是否有 H 股或 B 股。

三、数据和方法

综上所述，为了能够反映外部产品市场对公司绩效的影响，通过筛选处理，选择竞争比较激烈的日用电器制造业 13 家、日用电子器具制造业 12 家、汽车制造业 33 家、服装制造业 15 家和日用零售百货业 53 家，共计 126 家竞争性行业的上市公司为例，数据主要来自巨灵证券信息系统和巨潮资讯网（<http://www.cninfo.com.cn/>），截止时间为 2002 年 12 月 31 日。

公司绩效指标使用主营业务资产收益率（CROA）。被解释变量除了第二部分介绍的反映公司治理的指标之外，应选用了 4 个代表性行业的虚变量 CLOTHES、AUTOMOBILE、DEPARTMENT _ STORE、HOME _ APPLIANCE。根据计量经济学的知识，4 个虚变量足以反映 5 个行业的区别。另外，用主营业务收益的自然对数值 LOG（MAIN _ REVENUE）控制公司规模，TOTAL _ DAR 代表公司总的财务杠杆。所有变量说明如表 1：

表 1		变量说明	
公司绩效	CROA	主营业务资产收益率=主营业务利润/总资产	
公司治理变量	CEO _ DIR	公司 CEO 同时担任公司（副）董事长= 1	
	INDEPENDENT _ DIR	独立董事数占董事会规模的比例	
	OUT _ DIR _ RATIO	不从公司领取报酬的董事比例	
	COMPENSATION	前三位高管报酬总额占主营业务收入比例	
	TOP _ SHARES _ RATIO	高管持股占总股本比例	
	TOP1 _ EQUITY	第一大股东的持股比例	
	TOP1 _ CEO _ DIR	第一大股东的 CEO 担任公司（副）董事长= 1	
	PARENT	第一大股东为公司的母公司= 1	
	TOP210 _ EQUITY	第二大股东到第九大股东的赫芬达尔指数	
	TOP1 _ GOVCORP	第一大股东为法人股东= 1	
控制变量	TOTAL _ DAR	总财务杠杆=资产负债率	
	LOG（MAIN _ REVENUE）	主营业务收益的自然对数值	
	CLOTHES	服装制造业= 1，其他行业= 0	
	AUTOMOBILE	汽车制造业= 1，其他行业= 0	
	DEPARTMENT _ STORE	日用零售百货业= 1，其他行业= 0	
HOME _ APPLIANCE	日用电器制造业= 1，其他行业= 0		

基本模型结构为： $CROA = \alpha + \sum_i \beta_i X_i + \sum_j \gamma_j Y_j + \epsilon$

其中 X_i 表示所有的公司治理变量， Y_j 表示控制变量。

四、实证结果

（一）描述性统计

表 2		变量的描述性统计					
变量 VAR	观察值 个数 ORS	均值 MEAN	标准差 STDEV	最大值 MAX	中值 MEDIAN	最小值 MIN	
CROA	126	0.149	0.091	0.607	0.120	-0.019	
CEO _ DIR	126	0.286	0.454	1.000	0.000	0.000	
INDEPENDENT _ DIR	126	0.226	0.082	0.417	0.222	0.000	
OUT _ DIR _ RATIO	126	0.361	0.223	1.000	0.364	0.000	

续表

变量 VAR	观察值 个数 ORg	均值 MEAN	标准差 STDEV	最大值 MAX	中值 MEDIAN	最小值 MIN
COMPENSATION1	126	0.181	1.412	15.879	0.029	0.001
TOP_SHARERATIO	126	0.221	1.586	16.632	0.019	0.000
TOP1_EQUITY	126	0.404	0.161	0.850	0.367	0.100
TOP1_CEO_DIR	126	0.548	0.500	1.000	1.000	0.000
PARENT	126	0.492	0.502	1.000	0.000	0.000
TOP210_EQUITY	126	0.016	0.024	0.133	0.005	0.000
TOP1_GOVCORP	126	0.746	0.437	1.000	1.000	0.000
LOG (MAIN_REVENUE)	126	12.187	12.397	14.045	11.626	5.656
TOTAL_DAR	126	0.491	0.170	0.871	0.502	0.111

注：CROA 代表主营业务资产收益率，CEO_DIR 代表公司 CEO 同时是公司董事长或副董事长，OUT_DIR_RATIO 表示外部董事比例，INDEPENDENT_DIR 表示独立董事比例，COMPENSATION 表示最前的三位高管的报酬占主营业务收入的比例，TOP_SHARERATIO 表示所有高管持有的公司股票数占总股本的比例，TOP1_EQUITY 表示第一大股东的持股比例，TOP1_CEO_DIR 表示第一大股东的 CEO 在公司担任董事长或副董事长，PARENT 表示第一大股东是公司的母公司，TOP210_EQUITY 表示第二大股东到第十大股东持股比例的 Herfindahl 指数，TOP1_GOVCORP 是指第一大股东是法人股股东，LOG (MAINREVENUE) 是主营业务收入的自然对数，TOTAL_DAR 是资产负债率。

从表 2 的描述性统计可以看出，全部样本中，平均有 28.6% 的公司存在着 CEO 兼任公司董事长或副董事长的情况。独立董事占董事会规模的比例平均为 22.6%，但截止到 2002 年 12 月底样本中仍然有 2 家上市公司（通程控股，000419；铜城集团，000672）没有建立独立董事制度，不在公司领取报酬的董事比例平均 36.1%。前三位高管报酬总额占主营业务收入的比率平均为 0.18%，高管持股比例平均为 0.22%。

第一大股东的持股比例平均为 40.4%，与整个股市的水平差不多，并且第一大股东是法人股的比例占 74.6%（其中包括两家非国有法人股，其余则全为国有法人股），说明目前上市公司中国家股权更多通过间接控制的方式来实现的。并且，49.2% 的公司的第一大股东为母公司，54.8% 的公司第一大股东的 CEO 担任公司董事长或副董事长，说明目前我国的上市公司中第一大股东对公司具有相当的影响力和控制力。

表 3 模型及检验结果

被解释变量 CROA	模型 I		模型 II
解释变量	系数 (t-统计量)	系数 (t-统计量)	系数 (t-统计量)
常数项	-0.411 (-5.394)	-0.419 (-5.364)	-0.411 (-5.880)
CEO_DIR	0.022* (1.707)	0.023* (1.805)	0.023* (1.837)
OUT_DIR_RATIO	0.059* (1.617)	0.062* (1.662)	0.063* (1.685)
INDEPENDENT_DIR	0.036 (0.414)	0.043 (0.501)	0.047 (0.556)
COMPENSATION	0.004* (1.882)	0.005** (2.233)	0.005*** (2.192)
TOP_SHARES_RATIO	0.004** (2.047)	0.004** (2.313)	0.004** (*2.267)
TOP1_EQUITY	-0.036 (-0.707)	-0.017 (-0.352)	-0.016 (-0.324)
TOP210_EQUITY	0.756*** (3.390)	0.684*** (3.111)	0.676*** (3.132)
PARENT	0.022 (1.497)		
TOP1_CEO_DIR		0.002 (0.149)	
TOP1_GOVCORP	-0.003 (-0.184)	0.006 (0.348)	
HB_SHARE	-0.020 (-0.953)	-0.020 (-0.941)	-0.019 (-0.913)
TOTAL_DAR	-0.021 (-0.400)	-0.029 (-0.543)	-0.029 (-0.548)
LOG (MAIN_REVENUE)	0.044*** (8.596)	0.044*** (8.414)	0.044*** (8.920)
CLOTHES	-0.011 (-0.313)	-0.014 (-0.387)	-0.014 (-0.403)
AUTOMOBILE	0.009 (0.195)	0.006 (0.124)	0.006 (0.123)
DEPARTMENT_STORE	0.022 (0.475)	0.022 (0.475)	0.018 (0.398)
HOME_APPLIANCE	-0.012 (-0.249)	-0.010 (-0.213)	-0.012 (-0.247)
observations	126	126	126
Adjusted R-squared	0.379	0.367	0.378
Durbin-Watson stat	1.834	1.837	1.831
F-statistic	5.768	5.537	6.424

注：*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著水平。

(二) 回归分析

由于使用的是截面数据, 容易产生异方差性, 因此, 使用异方差一致性检验, 实证结果如表 3。

从实证结果, 可以得到如下结论:

第一, 高管激励对公司绩效具有显著的正面影响作用, 无论是货币报酬, 还是高层管理人员的持股比例, 都会提高高层管理人员的积极性, 从而提高公司绩效。

第二, 第一大股东的持股比例对公司绩效具有负面影响, 但是并不显著; 而后九大股东的股权相对集中则有利于公司绩效的改善。这说明在我国上市公司中, 确实存在着某种程度的大股东控制从而侵蚀公司价值的现象, 而当其他九大股东的股权集中度提高, 能够与第一大股东相抗衡, 则可以约束第一大股东的控制力, 从而防止第一大股东的“隧道行为”, 同时提高公司绩效。另外, 第一大股东是否是法人股东或国家股对公司绩效影响并不显著, 另外是否具有母公司及第一大股东是否担任董事长或副董事长对公司绩效影响也不显著, 并且符号与笔者起初预期的相反, 原因可能是第一大股东的持股比例与这两个变量有部分的共线性所致。因此, 考虑共线性, 对模型重新估计, 即模型 II, 估计的结果基本没有太大的变化, 显著的变量仍然具有显著的作用。

第三, 模型 I 和模型 II 的结果都表明外部董事, 即不从公司领取报酬的董事比例越高, 公司绩效越高, 这与预期一致, 并且是显著的; 而独立董事制度对公司绩效的影响是正向的, 但不显著, 看来独立董事制度并不一定能够发挥好监督作用, 主要是: (1) 独立董事作为外部人未必能够获得公司的充分信息; (2) 独立董事未必能够有足够的激励对管理层实施有效监督; (3) 独立董事往往从公司中领取几千元至 10 万元的年度津贴, 尽管其津贴是不与公司业绩挂钩的固定费用, 但独立董事仍然与公司具有一定的利益关系; (4) 我国的独立董事一般是高校从事科研的人员, 未必具有对企业经营实施有效监督的技能。所有的这些因素都可能使独立董事的作用大大折扣。CEO 是否担任董事长或副董事长对公司绩效具有显著的影响, 但与起初所预期的影响作用是相反的。原因可能是担任公司董事长或副董事长的总经理相对于非兼任的总经理具有更大的实际控制权, 而这种控制权具有一定的激励作用。这种激励作用与对高管的薪酬激励和股权激励起到了相同的作用, 降低了高管的代理问题, 从而提高了公司绩效。

第四, 各行业没有显著差别, 这是因为选择的五大行业都是目前竞争性比较激烈的行业, 各重要变量对公司绩效的影响没有显著差别。另外, 是否是 HB 股对公司绩效并没有显著影响, 这说明法律制度对所有上市公司的影响基本还是一致的, 即使公司有在国外法制环境较好的地方上市, 但其影响力并不像想象的那么大。

第五, 在估计中, 同样对反映公司价值的 Tobin Q 值和市净率作为被解释变量进行了分析, 发现除了

第二大股东到第九大股东的股权集中度对两变量有显著影响外, 其它变量影响都不显著。这可能是因为在中国股市中存在着很大比例的不能流通的股份所致, 因此按照 Tobin Q 值和市净率计算的指标并不能很好的反映我国上市公司的价值。

五、总结

通过实证分析表明, 多元化的股东、外部董事比例和高管激励是公司治理最为重要的三个因素, 是影响公司绩效最为显著的变量。另外, 独立董事的作用、是否在国外上市对公司绩效没有显著的影响作用。这一结果为进一步加强上市公司治理起到了一定的指导意义。股东更加多元化、适当降低第一大股东的持股比例、进一步引入战略投资者、提高控制权制衡水平、完善高管薪酬和股权激励体系、加强代理人激励约束机制、提高公司外部董事比例、完善董事会结构、对独立董事制度进行重新考察等, 是完善公司治理提高公司绩效的主要途径。

参考文献:

- [1] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国的公司治理与企业价值治理结构、证券市场与银行改革 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2003.
- [2] 曹红辉. 股权结构、产权约束与公司治理、治理结构、证券市场与银行改革 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2003.
- [3] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [J]. 经济研究, 2001, (11).
- [4] 胡勤勤, 沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩 [J]. 世界经济, 2002, (7).
- [5] 李维安, 牛建波. 中国上市公司经理层治理评价与实证研究 [J]. 中国工业经济, 2004, (9).
- [6] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构 [J]. 经济研究, 2003, (4).
- [7] 刘芍佳, 孙霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效 [J]. 经济研究, 2003, (4).
- [8] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析 [J]. 经济研究, 2003, (2).
- [9] 潘福祥. 公司治理与企业价值的实证分析 [J]. 中国工业经济, 2004, (4).
- [10] 施东晖, 司徒大年. 中国上市公司治理水平及对绩效影响的经验研究 [J]. 世界经济, 2004, (5).
- [11] 邵少敏, 吴沧澜, 林伟. 独立董事和董事会结构、股权结构研究: 以浙江省上市公司为例 [J]. 世界经济, 2004, (2).
- [12] 宋德舜. 国有控股、最高决策者激励与公司绩效 [J]. 中国工业经济, 2004, (3).
- [13] 于东智. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析 [J]. 中国社会科学, 2003, (3).
- [14] 朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值——对家电行业上市公司的实证分析 [J]. 经济研究, 2001, (12).

(责任编辑: 阿莲)