

公司治理丛书

中国公司治理

理论与实证分析

张宗益 宋增基 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

公司治理丛书

中国公司治理

理论与实证分析

张宗益 宋增基 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理:理论与实证分析/张宗益,宋增基主编. —北京:北京大学出版社,2011.7

(公司治理丛书)

ISBN 978 - 7 - 301 - 18209 - 3

I. ①中… II. ①张… ②宋… III. ①公司 - 企业管理 - 研究 - 中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 242267 号

书 名: 中国公司治理:理论与实证分析

著作责任者: 张宗益 宋增基 主编

责任编辑: 陈 莉

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 18209 - 3/F · 2664

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62750112

出版部 62754962

电子邮箱: pw@pup.pku.edu.cn

印刷者: 三河市富华装订厂

经 销 者: 新华书店

965 毫米×1300 毫米 16 开本 19.25 印张 295 千字

2011 年 7 月第 1 版 2011 年 7 月第 1 次印刷

定 价: 39.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

序

公司治理,简单地说,就是关于企业的组织方式、控制关系、利益分配等方面的制度安排和制衡机制。它界定的不仅是企业与所有者间的关系,还包括企业与所有相关利益集团间的关系。公司治理是许多国家共同关注的关于公司战略导向的问题。许多经济发达国家把建立良好的公司治理结构当作增强经济活力、提高经济效益的基本手段。由于经济、社会和文化等方面的差异以及历史演进轨迹的不同,不同国家和地区的公司治理结构存在较大差异。大体说来,英国和美国的资本市场比较发达,企业资本结构中股权的地位举足轻重,采取的是“股东至上”公司治理模式。而在德国和日本,企业资本则主要来自并受控于银行和财团,采取的是多方利益者“共同治理”模式。两种模式的本质差别是不同利益集团在企业目标结构中所占地位不同。就中国国情而言,公司治理既不能完全采用英美“股东至上”模式,也不能照搬德日“共同治理”模式。实践证明,建立一个运行良好的公司治理制度能够为提高企业经济效益和社会公平作出贡献。在这一过程中,我们当然可以吸收英美模式、德日模式的优点,但更要透彻理解各种模式的土壤环境,在一个制度结构有着根本差别的国家忽略这一点,而刻意模仿甚至照搬某种模式是非常有害的。构建适合我国企业的公司治理模式,除了面对国际化外,还必须面对本土化,唯有如此,理论创新才有可能为中国企业改革实践做出原创性的贡献。

中国是最早建立证券市场的社会主义国家,也是唯一通过现代企业制度而不是私有化来改革其国有企业的社会主义国家。尽管引入资本市场会使中国企业的公司治理实践与国际准则接近,但由于有不同的制度环境,中国企业的公司治理实践会明显不同于西方发达国家,尤其是中国的国有企业。由于存在国家所有权的一股独大现象,国有企业的代理问题具有完全不同的性质。此外,在中国经济从计划向市场转型的过程中,中国国有企业还有其他几个独有的治理问题,使公司治理成为中国经济

改革中最为棘手的问题之一。首先,因为产权定义不清或过于宽泛,对国有企业的有效监督不足。其次,治理问题涉及管理者的行为。国有部门管理者在经营公司时拥有相对较大的权利,但是确保经营者按公司最大利益或国家最大利益行动的约束机制较弱。第三,国有企业通常被赋予自相矛盾的或者模糊不清的目标,即除了经济目标外,国有企业通常还要负责为工人提供教育、住房、卫生和社会保障。第四,在发达国家公司治理中起作用的机制在国有企业中通常不能发挥作用。

中国经济界最早对中国资本市场与公司治理问题的研究始于 20 世纪 90 年代初。尤其是在 1993 年 11 月中国共产党十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出了发展和完善以银行融资为主的金融市场、稳妥地发展资本市场及国有企业改革的方向是建立现代企业制度的决策以后,国内学者在引进、介绍和借鉴国外相关的理论及实践经验的基础上,对中国资本市场与公司治理改革发展各个方面的问题展开了讨论。近年来,重庆大学张宗益教授主持了多项以中国资本市场与公司治理为主要研究内容的国家级和省部级课题,培养了多名青年学者,在中国资本市场与公司治理领域做了一些探索性的工作,在国内外学术期刊上发表了一百多篇研究论文。这些论文在国内外学者对相关问题研究成果的基础上,对中国资本市场与公司治理的理论及实践进行了较为全面的研究,同时,以中国上市公司为样本,实证分析了中国资本市场与公司治理领域亟待解决的问题。《中国公司治理:理论与实证分析》和《中国资本市场与上市公司治理分析》就是其中代表性研究成果的汇总。我们期待这些研究成果能为中国资本市场与公司治理的改革提供具有一定价值的理论与经验支持。

感谢国家杰出青年科学基金项目“企业理论”(项目编号:70525005)、教育部新世纪优秀人才支持计划“中国公司治理理论与实证研究”(项目编号:NCET-05-0768)、高等学校博士学科点专项科研基金项目“股权结构、公司治理与公司绩效关系综合性研究”(项目编号:20050611013)以及中国博士后基金项目“国有控股公司高级管理人员激励与公司绩效关系研究”(项目编号:20100470108)给予的资助。

张宗益

2010 年 12 月

目 录

所有权结构与公司治理

一	上市公司股权结构与公司绩效实证研究	3
二	基于动态 Panel Data 模型的上市公司区域治理效率研究	16
三	引入境外战略投资者前后商业银行公司治理特征比较研究	27

董事会与公司治理

四	董事会规模、内生性与公司绩效研究	45
五	董事报酬、独立性与公司治理:来自中国上市公司的经验证据	65
六	董事会行为、公司治理与绩效:来自中国的经验证据	85
七	上市银行董事会治理与银行绩效	95
八	中国上市公司董事会治理与公司绩效实证分析	110

独立董事与公司治理

九	我国独立董事制度创新的内卷化问题实证研究	121
十	中国上市银行独立董事制度的运行效率	136

公司高管激励与公司治理

十一	上市公司经营者股权激励的影响分析	153
十二	监督机制、激励机制及组合与公司价值	166
十三	公司高层更换中董事长与总经理重要性差异研究: 来自中国上市公司的经验数据	185
十四	银行高管薪酬与绩效关系的实证研究	195

公司治理模式与治理效率

十五	公司治理效率与投资者保护:一个理论分析框架	211
----	-----------------------	-----

十六	公司治理要单边治理还是要共同治理： 兼论我国企业治理模式的选择	227
十七	公司治理制度差异性研究	236
十八	国外公司治理模式对我国的启示	243

其他公司治理机制及效果

十九	银行在公司控制权市场中的作用研究： 来自中国上市公司的证据	253
二十	董事会治理、产品市场竞争与公司绩效： 理论分析与实证研究	269
二十一	公司治理影响信息披露了吗： 对中英资本市场的实证比较研究	287

所有权结构与公司治理

上市公司股权结构与公司绩效实证研究^{*}

股权结构与公司绩效之间的关系一直是一个争论的课题。实证研究并未得出一致的结论,本文以中国上市公司为样本,对这一问题进行了经验分析。研究发现,股权结构与公司经理层持股比例并不影响公司绩效,从而得出结论:中国股市低效率的根本原因不在于股权结构,而在于国有股权的不流通。其解决之道应该从源头入手,尽快实现市场化的运行机制。

1 文献回顾

在公司财务文献中,公司股权结构与公司绩效的关系一直是一个争论的题目。早在1932年,Berle和Means就在其经典论文中提出股权分散与公司绩效具有反向关系。他们的研究成果受到Demsetz(1983)的挑战。Demsetz认为,公司的股权结构应被视为一种决策的内部结果(endogenous outcome of decisions),这种决策反映了股东和股权交易市场的影响。私有公司的股东决定卖出股权,公有公司的股东同意二次分配,之所以作出这种决策,更大可能是,他们实际上决定改变其公司的股权结

^{*} 原文发表在《数量经济技术经济研究》2003年第1期,署名作者:张宗益、宋增基。

构,使之更加分散化。随后的股权交易反映了现存和潜在的股东改变他们在公司中股权份额的愿望。在公司接管时,将要成为公司股东的人对公司的股权结构有直接支配的影响。通过这些交易,公司的股权结构反映了公司现有股东和将要成为公司股东的人的决定。随之而出现的股权结果,不管是股权集中还是分散,都是股东追求利润最大化的结果,因此股权结构与公司绩效之间不存在系统关系。

对股权结构与公司绩效之间关系的实证研究似乎得出了矛盾的结论。Demsetz 和 Lehn(1985)给出了公司股权结构内生性的证据。Demsetz(1983)也对 Berle 和 Means 的论点的有效性进行了验证。通过对会计利润率与十个最大股东持股比例之间的线形回归,在股权结构被认为是内生变量时,没有发现利润率与股权集中程度有显著性关系。Morck 等(1988)没有考虑内生性问题,重新检验了公司股权结构和公司绩效之间的关系。他们利用 Tobin's Q 和会计利润率作为公司绩效的衡量指标,在回归中没有发现两者具有显著关系。然而他们通过 Tobin's Q 与内部股权的线性回归,提供了两者存在非单调性关系的证据。回归结果表明,管理层持股比例在 0~5% 区间内,对公司绩效有积极作用;管理层持股比例在 5%~25% 区间内,对公司绩效有消极作用;管理层持股大于 25%,对公司绩效有积极作用。随后的研究都沿袭了 Morck et al(1988)的思路,包括 Mc Connell 和 Servaes(1990),Hermalin 和 Weisbach(1988),Loderer 和 Martin(1997),Cho(1998)、Himmelberg 等(1999)和 Holderness 等(1999)。几乎所有研究都将 Tobin's Q 作为公司绩效的衡量指标(尽管也有些以会计利润率作为衡量指标),将管理层持股作为股权结构的衡量指标。

这些研究使用了不同的样本,不同的回归技术,对股权结构的内生性有不同的解释,分别得出了不同的结果。我们在此并不评价哪个结果最可靠。然而,从总体上看,很难拒绝公司绩效和管理层持股比例没有关系的理论假设。

在论文的第二部分,围绕能够解释不同研究成果的三个主要概念,我们对这些概念进行了辨析:公司绩效的衡量指标,股权结构的衡量方法,以及在研究股权结构对公司绩效的影响时,是否应考虑股权结构内生性问题。我们的分析表明,在建立数学模型时,不能仅仅把股权结构作为内

生变量对待,而应把不同股东所持有的股权比例也考虑在内。特别地,公司外部股东拥有的股份和公司管理层所持有股份都应分别考虑在内。因此,有必要重新检验股权结构和公司绩效之间的关系。

我们的研究把股权结构作为内生变量,建立数学模型检验了股权结构的两个方面:代表利益相冲突的管理层持股比例和十个最大股东的持股比例。对样本公司进行回归分析,结果支持股权结构是内部生成变量,不支持股权结构影响公司绩效的理论假设。

这些发现与 Demsetz 股权结构的观点相一致。不管所有权分散或高度集中,股东所期待的最大限度回报来自于市场力量的相互作用。当将管理层持股作为内生变量看待时,其对公司绩效也没有显著性影响。

2 研究股权结构与公司绩效关系的重要概念

2.1 公司绩效

公司的账面业绩或者是市场业绩(即公司的股票收益)都可用来衡量公司的绩效,但是,至今都没有定论说哪一种方法更为合适。从股东的角度来看,用股票收益来衡量当然比账面业绩更为合适,因为这种方法比较直观而且与他们的切身利益最相关,况且,账面业绩只是一种事后衡量,不具有前瞻性,只能在事后根据资产的使用率来衡量现有的而且是有形资产的回报率。与账面收益不同的是,股票收益是一种事前反映,股价的波动是人们对公司未来盈利能力预测的反映,通过市场价格的波动可以看到公司经理们作出的不能产生即时效应但能够对未来盈利产生影响的努力,如:技术创新等。当然,用股东回报率来衡量也不是没有局限性。首先,公司个股的价格必然要受到大盘的影响,而大盘的走势变动是多因素综合作用的结果,如国家的宏观经济政策、利率的调整都会影响整个市场股价的变动,由于受到大盘的影响,公司个股的收益情况不能完全反映公司的绩效,或者说,公司个股收益的变动并不完全甚至相当一部分都不是由于管理人员的工作绩效所引起的。另外,股票价格也受到市场预期的影响。例如公司合并等预期,而这些预期都与公司管理人员工作无关,是一种无关因素或者说是公司绩效反映的一种“杂音信号”,因而,用股

票收益来衡量公司的绩效,也不尽合理。因此在一个风险规避型的公司管理人员来看,股票收益并不能提供更好的反映信号,相反倒是会计报表上实实在在的盈利让人一目了然,能省去许多杂音信号的干扰。

由于西方资本市场较为发达,国外学者流行使用 Tobin's Q (即公司的市场价值与公司资产的重置价值的比率)。但我国上市公司的股票价值与其真实价值有较大偏离,而且公司资产的重置价值也难以估算。故国内学者大多使用 ROE (净资产收益率) 来衡量公司绩效,但一些学者的研究(陆建桥,2000)表明,我国上市公司为迎合监管部门的规定对 ROE 存在着大量的利润操纵行为。故目前状况下,对 Tobin's Q 与 ROE 的选择处于两难境地。本文为对照分析,分别采用 Tobin's Q 与 ROE 两个指标来衡量公司绩效,并用公司总资产近似估计公司资产的重置价值,以计算 Tobin's Q 之值。

2.2 股权结构

Demsetz 和 Lehn 所使用的研究股权结构的方法是基于对公司大股东所持股份比例的,特别是注意十个最大的股东持有股份比例。在 Demsetz 和 Lehn 之后,研究主要集中在公司管理层持股比例,包括董事会成员、CEO 和其他高层管理人员所持有的股份。只依靠这种机构设置的方法,就认为管理层股东均有共同的利益,这很可能与实际情况不符,例如:一名董事会成员由于他或他代表的一个个人股东(或机构)在公司中所持有较多股份,因而他在公司董事会中成为一名董事。像这样的董事会成员与职业管理层没有完全相同的利益。更可能的是,这些董事会成员的利益与外部投资者的利益更加趋同,董事会成员真正是或真正代表外部投资者可能并不少见。这些大股东董事会成员或他们的代表决不应当被看成与纯管理人员有相同的利益。因此,较高的管理层持股,不应被看做在公司经营中职业经理人控制强度的指数,前述的研究却没有注意到这一点。

在 Demsetz 和 Lehn 的研究中,同样存在着一个与股权结构衡量方法相类似的潜在问题。如果把管理层持有足够股份纳入股东的范围,就避免管理层滥用职权保护投资人的利益这一层面,靠公司最大股东拥有的股权份额来衡量这一指标也是不可靠的。然而这一问题没有由于使用管

理层持股比例而产生的问题那么严重。实证的研究表明,公司管理层人员很难拥有足够股份而使其成为公司最大十家股东之一。在以下研究的123家样本公司中,最大管理层持股比例之和小于2%。因此,很难在公司十大股东中找到纯的管理人员。

总之,与管理层持有的代表他们控制能力的股份相比较,最大十家股东的持股比例更加能够代表股东们控制职业管理者的能力,这两类股东的变化,即十家最大股东和管理层相互关联。因此,在其他条件相同的情况下,使用两种衡量指标来研究由股权结构代表的利益的复杂性,比只依赖于其中一种指标能更加准确地说明股权结构与公司绩效的关系。

2.3 股权(结构)的内生性

正如 Demsetz(1983)、Demsetz 和 Lehn(1985)及随后的一些研究,股权结构是内生的,不断分散的公司股权结构可能比集中的股权结构更好地服务于公司股东。尽管随着所有权进一步扩散,管理层能够将更多的公司资源转移为其狭隘的利益服务,但两者在很大程度上并不相关。公司股东希望能够毫无问题地收回他们投入的资金,如果可能的话,最好不产生成本。问题的关键是职业化管理和分散的股权结构所带来的好处能否抵消由此而产生的损害。如果有补偿利益存在,公司管理层持股与公司绩效将没有系统关系。如果得到的好处不能抵消给公司带来的损害,公司管理层持股与公司绩效将有系统关系。但那样又会产生问题:为什么股权结构分散的公司能够存在?改变一个不是最优的所有权结构要产生成本。但许多具有分散股权结构的公司仍然存在,其存在的合理性又如何解释呢?

此外,由于考虑到内部信息和基于绩效的补偿,公司绩效很可能影响所有权结构。正如股权结构能够影响公司绩效,考虑到对公司内部信息的掌握和基于市场期望对公司绩效的可能偏差对公司管理层改变其持股比例会产生激励,以便其能符合将来的公司绩效预期。经理层对财务杠杆的使用就是一个对公司绩效的期望值能改变所有权结构的实例。以股票期权的形式来说明管理层补偿作用,为公司绩效会影响所有权结构提供了另一个很好的例证。

股权结构是内生变量,并可能被公司绩效决定的认识意味着在寻找

确定股权结构与公司绩效的关系时,这种内生性必须考虑在内。忽视这一问题将导致错误的结论。Demsetz 和 Lehn 着重研究股权结构对公司各方面的反应。他们的回归分析表明:股权结构不能解释公司绩效的变化。其他一些研究将所有权结构作为内生变量看待,也得出了类似的结论(Hermalin 和 Weisbach,1988;Loderer 和 Martin,1997;Cho,1998),另一方面,Morck et al(1988)及另外一些研究忽略了股权结构的内生性,这些研究得出了股权结构对公司绩效有显著性影响的结论。

因此,下面先把经理持股比例不作为内生变量进行研究,然后又把经理持股比例作为内生变量重新检验。据我们的文献检索,没有发现将内生性问题进行全部考虑,并同时检验不同类型的股权持有者作用的研究。

3 研究方法 with 模型

3.1 样本及研究方法

为排除不同行业的影响,我们以 1996 年 12 月 31 日以前在上海证券交易所上市的 123 家工业公司构成研究对象的样本,观察这 123 家公司从 1996 到 2000 年间股权结构及其变化对公司绩效的影响。研究采用平行数据,考虑了技术进步、制度变迁、宏观经济政策等因素为公司带来的随时间而增加的盈利能力。同时,我们认为公司绩效与所有权结构之间存在着交互作用,即所有权结构如果影响公司绩效,反过来,公司绩效的改变也会影响公司所有权结构的变化。考虑到所有权结构的这种内生性问题,我们运用联立方程组,而不是简单的回归方程建立数学模型并求解。

3.2 模型和变量说明

模型包括两个方程:方程(1)将公司绩效作为独立变量;方程(2)将管理层持股比例作为独立变量。符号“ A_v ”代表自 1996 至 2000 年 4 年中的平均值,两个方程如下:

$$\begin{aligned} AvQ = & \alpha_1 + \beta_1 LavMH + \beta_2 LavA10 + \beta_3 Av(rd/a) \\ & + \beta_4 Av(debt/a) + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} LavMH = & \alpha_2 + \gamma_1 AvQ + \gamma_2 Se + \gamma_3 LavAsset \\ & + \gamma_4 Av(debt/a) + \varepsilon_2 \end{aligned} \quad (2)$$

所有变量的定义见表 1。

表 1 变量的定义、符号

变量名称	符号	定义
公司绩效	AvQ	Tobin's Q = (年平均股价 × 年末股本总数 + 年末公司负债) / 年末公司总资产
	AvROE	净资产收益率 = 净利润 / 净资产
管理层持股比例	LavMH	管理层持股比例 = 管理层持股数之和 / 公司总股本
前十大股东持股比例	LavA10	前十大股东持股比例 = 十大股东持股数之和 / 公司总股本
财务杠杆	Av(debt/a)	资产负债率 = 负债 / 总资产
公司规模	LavAsset	公司规模 = 公司账面总资产
研发费	Av(rd/a)	研发费比率 = 无形资产 / 总资产
企业风险	Se	企业风险 = $\left[\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \right]^{1/2} / \bar{x}$

* 注: Av 表示自 1996—2000 年四年中的平均值; L 表示该变量取自然对数; x_i 为该企业股票各交易日的收盘价格; $\bar{x}$ 为该只股票的全年平均价格; n 为该只股票全年的交易日。国外的研究通常将研发费单独作为一项变量引入模型中, 因为我国的研发费的会计处理均直接计入管理费用, 无法获得其确切值, 我们用无形资产占资产总额的比率替代了此类研究中的研发费占总资产的比例。

前十大股东持股比例与管理层持股比例这两个衡量股权结构的变量在对公司控制问题的研究上有着不同的作用。股权越是集中在外部股东的手中, 对公司管理层行为的监控和约束也就越有效。结果就造成增加管理层持股变得较不清楚。因为这可能使管理层变得更像一个外部股东或更像一个利益侵占倾向的经理。而我们的目的是检验这些变量是否与公司绩效有系统相关性, 因此, 把它们作为方程(1)中的解释变量。

AvQ 在方程(2)中作为解释变量出现, 正像前面论述的那样, 补偿效应、内部交易的可能性和公司收购表明公司绩效可能影响股权结构, 就像股权结构影响公司绩效一样, 这种相反的因果关系可能降低从单一方程得出的经理持股对公司绩效影响结果的实用性。

变量 Av(rd/s) 在方程(1)中被用来衡量公司无形资产对公司绩效的

影响。

Se 是投资者将资产投入单一公司的相对风险,因此,风险的变化可能引起所有权结构的变化,这些变量也是内部信息的一个测量指标。如果一只股票的价格及其 Tobin's Q 值,在整个时间段变化较小,那么,管理层在其他人之先买低卖高的机会较小。 Se 的值较高表明使用内部信息具有较好的收益期望,因此,一个强因果关系是对公司绩效的期望对管理者持股有很大影响,这些风险变量也与外部投资者对利润的认识有正相关作用。如果他们对管理者监督紧密,为了达到上述目的,就要求外部股东有较高的股权集中度,因此,风险的复杂因素影响股权结构。

$LavAsset$ 是对企业规模的一种衡量,企业规模越大,股权比例给定的企业就需股东投入更多的资金,因此在方程(2)中, $LavAsset$ 应有负的系数。

变量 $Av(debt/a)$ 在方程(1)是为了控制财务杠杆对公司绩效的影响,在方程(2)中,这一变量是用来代表债权人对公司的控制。 $Av(debt/a)$ 值较大,就意味着十大股东的利益减小,如果债权人对公司的监控程度扩大,那么管理层通过持有公司股份对股东的利益侵占程度就会减小。

4 股权结构与公司绩效的回归结果

首先对方程(1)进行最小二乘估计(OLS)(见表2),我们发现公司绩效 AvQ 与两个股权变量均具有显著关系,但其相关系数的符号却不同。 AvQ 与 $LavMH$ 正相关,而与 $LavA10$ 负相关。然而,二阶段最小二乘估计(2SLS)表明,两种股权变量均与公司绩效没有显著关系。这些结果与股权结构的选择是公司绩效最大化要求的观点一致。股权较大程度的分散,尽管会使代理问题变得更加严重,但同时也会带来利益的补偿。