

# 公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第1卷 第1辑, 2009年1月

Volume 1 Number 1, January 2009

主 编 李维安  
副 主 编 李建标  
武立东



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第1卷 第1辑

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 程晓云

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

### 图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第1卷. 第1辑/李维安主编. —北京:  
经济科学出版社, 2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8072 - 6

I. 公… II. 李… III. 公司 - 企业管理 - 研究  
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 041941 号

### 公司治理评论 (第1卷 第1辑)

主编 李维安 副主编 李建标 武立东

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787×1092 16 开 13. 25 印张 250000 字

2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8072 - 6 定价：25. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 目 录

|                                                       |             |     |
|-------------------------------------------------------|-------------|-----|
| 产品市场竞争、经理人薪酬与代理成本                                     | 高明华 王延明     | 1   |
| 公司治理之信息透明评等是否具信息内涵及其与信息质量之关系                          | 江向才 黄鈔鈞     | 14  |
| 跨国企业收入最大化的行为模型                                        | 胡松华 沈炎琴     | 35  |
| 中国上市公司股权变革的动态效应分析                                     | 王冰洁 井润田     | 47  |
| 基于 SV - GED 模型估计波动率的管理层股票期权定价研究<br>——来自沪深 300 指数的实证数据 | 潘 敏 唐胜桥     | 62  |
| 中国公司治理制度形成的源流考察及创新发展的理论解析                             | 王世权 李 凯     | 73  |
| 企业国际化中的公司社会责任<br>——基于我国沪深两市上市公司的经验证据                  | 王 文 张文隆     | 91  |
| 大股东控制、产权安排与公司盈余质量<br>——来自中国证券市场的经验证据                  | 王 兵         | 103 |
| 终极所有权、自愿披露与企业价值<br>——来自我国家族上市公司的经验证据                  | 石水平 石本仁 魏蔚雯 | 115 |
| 基于对价方案的股权分置改革效率研究                                     | 刘玉敏 任广乾     | 132 |
| 大股东与经理人之间的信任方式对企业技术创新模式选择的影响                          | 杨建君 郭 奇 聂 菁 | 147 |
| 中介组织的加入及其对公司与农户关系治理的改进                                | 王 栋 曹利群     | 162 |
| 上市国有商业银行公司治理模型研究<br>——基于控制股东与小股东代理问题                  | 郑长军 霍士凯     | 173 |
| 迎合投资者情绪？过度保守？还是两者并存<br>——关于公司投资行为的实证研究                | 吴世农 汪 强     | 185 |

---

---

## CONTENTS

- Product Market Competition, Executive's Compensation and Agency Cost  
*Gao Minghua Wang Yanming* 13
- A Study of Information Transparency Ratings of Corporate Governance, Information Content, and Information Quality  
*Chiang Hsiangtsai Huang Miaoru* 34
- A Behavioral Model of the Revenue-Maximizing Multinational Enterprise  
*Hu Songhua Shen Yanqin* 46
- Analysis on the Dynamic Effect of the Ownership Change on Chinese Listed Corporation  
*Wang Bingjie Jing Runtian* 61
- A Study on Executive Stock Option Pricing Based on Volatility Estimated by SV-GED Model Evidence from Shanghai and Shenzhen 300 Index  
*Pan Min Tang Shengqiao* 72
- Research on the Origin of Chinese Corporate Governance System and Theoretical Analysis of Its Innovation and Development  
*Wang Shiquan Li Kai* 90
- Corporate Social Responsibility in the Internationalization of Corporations  
—— Based on Empirical Evidence from Listed Companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges  
*Wang Wen Zhang Wenlong* 102
- Large Shareholder Control, Property Arrangement and Earnings Quality Evidence from China's Listed Companies  
*Wang Bing* 114
- Ultimate Ownership, Voluntary Disclosure and Firm Value Evidence from Family Listed-Companies in China  
*Shi Shuiping, Shi Benren Wei Weiwen* 131
- A Study on the Effect of Split Share Structure Reform Based on Consideration Schemes

---

|                                                                                                                      |                                      |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-----|
|                                                                                                                      | <i>Liu Yumin Ren Guangqian</i>       | 146 |
| The Effects of the Trust Between Large Shareholders and Managers on Enterprises' Choices of Technological Innovation |                                      |     |
|                                                                                                                      | <i>Yang Jianjun, Guo Qi Nie Jing</i> | 161 |
| The Entry of Intermediary Firm on Improvement of Governance Between Firms and Peasant Household                      |                                      |     |
|                                                                                                                      | <i>Wang Dong Cao Liqun</i>           | 172 |
| Investor Relation Model Analysis of Listed State-Owned Commercial Bank                                               |                                      |     |
|                                                                                                                      | <i>Zheng Changjun Huo Shikai</i>     | 184 |
| Catering to Investor Sentiment? Overconservative? Or coexist                                                         |                                      |     |
| ——An Empirical Test Based on Behavioral Corporate Finance Theory                                                     |                                      |     |
|                                                                                                                      | <i>Wu Shinong Wang Qiang</i>         | 204 |

## 产品市场竞争、经理人薪酬与代理成本

高明华 王延明\*

**【摘要】**产品市场竞争是公司的重要外部治理机制之一。本文以经理人货币性薪酬和非货币性薪酬来衡量代理成本,探讨产品市场竞争能否降低代理成本。影响经理人薪酬的因素包括直接因素和间接因素两类。产品市场竞争属于间接因素之一。在考察产品市场竞争对代理成本的影响时,如何把其他因素对经理人薪酬的影响分离出去是一个难题。我们拟用直接因素搜寻无代理问题时的经理人薪酬均衡水平,用经理人薪酬与直接因素进行回归;然后,将回归模型的残差、直接因素以及间接因素等一起作为自变量与代理成本进行回归,考察内、外部治理机制对代理成本的影响;最后,引入内部治理因素与产品市场竞争的交互项,考察产品市场竞争对代理成本的影响。实证结果表明,内部治理机制越差的公司,代理成本越高,而产品市场竞争可以在一定程度上弥补内部治理机制的不足,有助于抑制代理成本,提高公司治理效率。

**【关键词】**产品市场竞争 经理人薪酬 代理成本

### 一、文献回顾

施莱费尔和维什尼(Shleifer & Vishny, 1997)指出,公司治理机制包括经理人的股权、机构投资者或大股东的监督、外部董事、外部并购的威胁、产品市场及经理人市场的竞争等内外部治理机制。其中产品市场竞争在治理体系中扮演着重要的惩戒角色。

早期产品市场竞争相关的研究,多以理论演绎方式讨论竞争对经理人激励的影响。学界一般认为,产品市场竞争可以防止经理人的懈怠和公司资源的浪费,进而能够降低代理成本。例如,莱本施泰因(Leibenstein, 1966)及马克卢普(Machlup, 1967)指出,竞争的产品市场是一股惩罚经理人的力量,可减少经理人的懈怠,降低代理成本。法马和詹森(Fama & Jensen,

\* 本研究得到北京市哲学社会科学“十一五”规划项目“北京自然垄断产业的公司治理研究”(批准号06BaJG036)的资助。

高明华(1966~),男,山东禹城人,北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任、教授、博士生导师。研究方向:企业理论与公司治理。

王延明(1978~),男,陕西渭南人,中国银行博士后站。研究方向:企业理论与公司治理。

1983) 也认为, 当经理人手中仅有少数股份时, 市场处罚的力量将迫使经理人的决策必须以公司利益最大化为出发点。

在随后的研究中, 有学者尝试建立模型来分析产品市场竞争对经理人激励的影响。霍尔姆斯特伦 (Holmstrom, 1982)、纳莱巴夫和斯蒂格利茨 (Nalebuff & Stiglitz, 1983) 认为, 在成本函数是随机的, 并且在不同代理人或不同公司的成本函数也是一致的情况下, 完全竞争向所有者揭示了一般成本变动的全部信息。在这种情况下, 同类公司间相对的业绩评估可以最优化经理人的行为。哈特 (Hart, 1983) 的模型显示, 当成本是相关的情况下, 竞争降低了经理人的偷懒行为。然而沙尔夫斯泰因 (Scharfstein, 1988) 的模型分析结果和哈特的正好相反, 竞争越激烈, 经理人偷懒的行为越严重。

最新的研究多以实证为主, 通过计量分析考察市场竞争对经理人激励的影响。尼克尔 (Nickell, 1996) 分析了英国公司的数据, 发现要素生产力的成长与衡量竞争强度的变量间呈现正相关, 此结果表示竞争强度越高, 公司资源的浪费则越低。贾甘纳坦和斯里尼瓦桑 (Jagannathan & Srinivasan, 2000) 的实证研究表明, 产品市场竞争是一种重要的惩戒机制, 可以减少经理人的懈怠, 降低代理成本。他们通过分析美国公司的资料, 发现在弱竞争的产业中, 公司常会利用自由现金流量降低财务杠杆比率, 并从事事后看来往往是无效的活动。雅努谢维奇等 (Januszewski et al., 2002)、格罗斯费尔德等 (Grosfeld et al., 2002) 和施东辉 (2003) 通过对德国、波兰和中国企业的研究, 发现市场竞争对经营绩效改进具有促进作用。

## 二、研究方法及假设

### 1. 研究方法

本文以经理人货币性薪酬和非货币性薪酬来衡量公司内部治理机制无效所产生的代理成本。

一般而言, 经理人货币性薪酬可分为五个部分: 基本年薪 (Base Salary)、红利 (Benefits)、津贴 (Perquisites)、短期激励 (Short-term Incentive)、长期激励 (Long-term Incentive) (Milkovich & Newman, 1999)。基本年薪是对经理人日常生活的保障。实证研究发现, 大多数企业以主要竞争者为参照对象, 并且将薪酬定在这些公司里最高与最低薪之间 (Margiotta and Miller, 2000)。绩效导向的激励性薪酬在高级经理人的薪酬设计中十分常见, 具有影响经理人行为的作用。短期的激励薪酬采用现金形式给付, 它是对经理人近期工作的肯定和承认, 体现着对经理人能力的信任。而长期激励性质的薪酬多以股票形式给付, 同时也是众多企业用来解决代理问题的机制之一, 其目

的在于结合经理人与股东的利益，以激励性报酬的方式间接控制经理人的行为，使之能以企业长期的经营绩效为前提，降低经理人为了自利而危害股东利益的可能性（Bergmann & Scarpello, 2004）。2006年中国证监会发布《上市公司股权激励管理办法》，而之前上市公司的股权激励不是很规范，长期激励机制不健全。因此，我们根据上市公司高管薪酬的实际情况，将经理人货币性薪酬定义为基本薪酬加奖金（红利）。影响经理人货币性薪酬的因素包括直接因素和间接因素两类。直接因素包括公司绩效、公司规模、经理人特质等；间接因素又包括两类，即内部治理机制和外部治理机制，前者如股权结构等，后者如产品市场竞争等。

詹姆斯等（James et al., 2000）在考察代理成本与股权结构的关系的研究中使用了两个反映经理人工作效率的变量作为代理成本的衡量指标。一个是公司的管理费用率，即管理费用与销售收入的比值。根据现行的会计制度，管理人员的在职消费通常都作为管理费用入账，因此，在控制其他因素的情况下，该指标可以大致反映经理人员的在职消费水平。二是资产周转率，即主营业务收入与平均总资产的比值。在剔除其他因素的影响后，该指标可在一定程度上反映经理使用公司资源的有效性和工作的努力程度。故本文采用管理费用率和资产周转率来近似替代经理人员的非货币性薪酬。

本文研究的目的是考察产品市场竞争对代理成本的影响，而如何把其他因素对代理成本的影响分离出去是一个难题。我们在具体模型的计算过程中使用了两阶段最小二乘法，首先剔除直接因素对经理人薪酬与代理成本的共同影响，即通过经理人薪酬与直接因素进行回归；然后，将回归模型的残差、直接因素以及间接因素等一起作为自变量与因变量——企业代理成本进行回归，考察内、外部治理机制对代理成本的影响；最后，引入内部治理因素与产品市场竞争的交互项，考察产品市场竞争对代理成本的影响。通过逐步调整变量进行回归，可以把产品市场竞争对代理成本的影响从诸多因素影响中分离出来。

## 2. 研究假设

詹森和梅克林（1979）指出国有企业在运行过程中，经理人的雇用多是基于政党关系而非管理能力，经理人往往得不到适当的激励。因此，经理人薪酬与国有股权呈负相关关系。兰伯特等（Lambert et al., 1993）认为，经理人持股比率越高时，他与公司利益渐趋一致，不会为了自身利益而提高其薪酬，所以当经理人持股比率越高时，预期其薪酬水平越低。刘纪鹏（2002）认为，在我国证券市场中，流通权本身是有价值的，非流通股份一旦变为流通股份就会增值，会把被非流通掩盖的股票价值发掘出来。因而，流通比例高则企业市场价值高，经理人薪酬相应也高。格罗斯费尔德（Grosfeld, 2002）提出，外部治理机制（产品市场竞争）是对内部治理机制的有

益补充,因而本文假设产品市场竞争可以降低公司内部治理机制不良所导致的代理成本。

### 三、数据来源及变量说明

#### 1. 数据来源

我们以 2001 ~ 2006 年间在沪、深证券交易所的上市公司的非均衡面板数据 (Unbalanced Panel Data) 作为研究样本。行业的分类标准是证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》。剔除数据不全和数据异常的样本,最终得到 1265 个有效样本。研究中所使用的数据来源于深圳国泰安 CSMAR 数据库。

#### 2. 变量说明

##### (1) 被解释变量。

本文参考斯隆 (Sloan, 1993) 的做法,使用经理人薪酬的对数 [ $\ln(\text{Comp})$ ] 来衡量经理人货币性薪酬,使用对数转换的一个优点在于可以降低变量的偏态。第二阶段计量模型的解释变量是管理费用率和资产周转率。

##### (2) 解释变量。

产品市场竞争强度:赫芬达尔-赫希曼指数 (Herfindahl-Hirschman Index, HHI),它是受到广泛采用的一项衡量产品市场竞争强度的指标。每个产业的 HHI 值为该产业各公司市场占有率的平方和<sup>①</sup>。HHI 值计算公式如下:

$$HHI_i = \sum (X_i/X)^2, X = \sum X_i$$

其中,  $X_i$  为产业内第  $i$  家公司的销售额。

解释变量还有市值面值比率、净资产收益率、总资产、经理人供职时间、国有股比例、经理人持股比例、流通比例等 (如表 1 所示)。

##### (3) 控制变量。

表 1 指标选择及其描述

| 指标类别  | 指标名称                     | 指标描述                     |
|-------|--------------------------|--------------------------|
| 被解释变量 | 经理人薪酬 $\ln(\text{Comp})$ | 经理人的现金薪酬总额 (单位:万元) 的自然对数 |
|       | 管理费用率 (MER)              | 管理费用与销售收入之比              |
|       | 资产周转率 (TAT)              | 主营业务收入与平均总资产之比           |

<sup>①</sup> 该指标的效用在于对市场占有率取平方后,会出现马太效应 (即强者愈强,弱者愈弱),也就是比例大的平方后与比例小的平方后之间的差距拉大,从而突出各公司市场占有率之间的差距。

续表

| 指标类别   |               | 指标名称              | 指标描述                                     |
|--------|---------------|-------------------|------------------------------------------|
| 解释变量   | 直接因素          | 总资产的市值面值比率（MBR）   | 衡量基于市场表现的治理绩效，较之托宾 q 值更加谨慎，更加符合中国股票市场的特点 |
|        |               | 净资产收益率（ROE）       | 公司当年的税前收益与净资产的比率                         |
|        |               | 总资产（ln（Asset））    | 公司总资产账面价值（单位：百万元）的自然对数                   |
|        |               | 供职时间 ln（Time）     | 经理人供职时间（单位：年）的自然对数                       |
|        | 内部治理机制        | 国有股比例（State）      | 国家股占全部股本数的比值                             |
|        |               | 经理人持股（Mholder）    | 经理人所持公司股票的比例                             |
|        |               | 流通比例（Circul）      | 公司股票的流通比例                                |
| 外部治理机制 | 产品市场竞争强度（HHI） | 公司所属产业的赫芬达尔－赫希曼指数 |                                          |
| 控制变量   |               | 资产负债率（Leverage）   | 公司的年末资产负债率                               |

注：1.  $MBR = (总负债的账面价值 + 非流通股股数 \times 每股净资产 + 流通股股数 \times 每股市价) / 总资产的账面价值$ ；  
2. 本文根据证监会 CSRC 行业分类标准来界定产业类别，计算每个产业的 HHI 值。计算所得的 HHI 值愈低，表示产业集中度愈低，因此竞争程度愈高，亦即产品市场竞争程度是 HHI 的减函数。

四、模型设定与回归结果

1. 计量模型设定

本文以下列五个回归模型来检验研究假设：

$$\ln(\text{Comp}) = \alpha_0 + \alpha_1 MBR + \alpha_2 ROE + \alpha_3 \ln(\text{Asset}) + \alpha_4 \ln(\text{Time}) + \alpha_5 Leverage + \varepsilon_i$$

(1)

模型 1 是以经理人薪酬的直接影响因素为自变量，与经理人薪酬进行 OLS 回归分析，来搜寻无代理问题下的经理人薪酬的均衡水平。

$$MER = \alpha_0 + \alpha_1 RCOM + \alpha_2 MBR + \alpha_3 ROE + \alpha_4 \ln(\text{Asset}) + \alpha_5 \ln(\text{Time}) + \alpha_6 State + \alpha_7 Mholder + \alpha_8 Circul + \alpha_9 Leverage + \varepsilon_i$$

(2)

$$TAT = \alpha_0 + \alpha_1 RCOM + \alpha_2 MBR + \alpha_3 ROE + \alpha_4 \ln(\text{Asset}) + \alpha_5 \ln(\text{Time}) + \alpha_6 State + \alpha_7 Mholder + \alpha_8 Circul + \alpha_9 Leverage + \varepsilon_i$$

(3)

模型 2 和模型 3 是以模型 1 的残差以及直接因素、间接因素等一起作为自变量，分别与管理费用率和资产周转率进行 OLS 回归分析。其中，RCOM 表示剔除直接因素影响后薪酬的剩余部分（即模型 1 的残差）。

$$MER = \alpha_0 + \alpha_1 RCOM + \alpha_2 MBR + \alpha_3 ROE + \alpha_4 \ln(\text{Asset}) + \alpha_5 \ln(\text{Time}) + \alpha_6 HHI + \alpha_7 State \times HHI + \alpha_8 Mholder \times HHI + \alpha_9 Circul \times HHI + \alpha_{10} Leverage + \varepsilon_i$$

(4)

$$TAT = \alpha_0 + \alpha_1 RCOM + \alpha_2 MBR + \alpha_3 ROE + \alpha_4 \ln(\text{Asset}) + \alpha_5 \ln(\text{Time}) + \alpha_6 HHI + \alpha_7 State \times HHI + \alpha_8 Mholder \times HHI + \alpha_9 Circul \times HHI + \alpha_{10} Leverage + \varepsilon_i$$

(5)

模型 4、模型 5 与模型 2、模型 3 的差异在于分别用国有股权比例

(State)、经理人持股比例 (Mholder)、流通比例 (Circul) 与产品市场竞争强度 (HHI) 的交互项代替原项。其目的是作为验证假设 (产品市场竞争可以减轻公司内部治理机制不良所导致的代理成本) 的依据。由于 HHI 值越低代表产品市场竞争强度越高, 故若这些交互项系数显著为负, 则假设成立。

## 2. 统计性描述

表 2 为各变量的统计性描述, 其中经理人薪酬最大值为 400 万元 (科龙电器), 最小值为 0.68 万元 (ST 鞍成), 平均为 19.7 万元<sup>①</sup>。除了个别 ST 股票因公司经营不良外, 我国经理人薪酬差距明显偏大, 这与不同性质企业的薪酬制度和企业所处区域有关, 而且与国外相比, 我国经理人薪酬总体水平偏低。在 HHI 值部分, 其最小值为 0.0620 (制造业), 最大值为 0.7124 (电力、煤气及水的生产和供应业), 说明制造业竞争最为激烈, 而电力、煤气等公用事业则具有较强的垄断性。详见表 2 所示。

表 2 统计性描述

| 变量类别      | 变量         | 最小值<br>(Minimum) | 最大值<br>(Maximum) | 均值<br>(Mean) | 标准差<br>(Std. Deviation) |
|-----------|------------|------------------|------------------|--------------|-------------------------|
| 被解释<br>变量 | Ln (Comp)  | -0.3857          | 5.9910           | 2.9806       | 0.7257                  |
|           | MER        | 0.0307           | 0.1615           | 0.1162       | 0.4362                  |
|           | TAT        | 0.16             | 1.8              | 0.57         | 0.9031                  |
| 解释变量      | MBR        | 0.1494           | 2.7641           | 1.345        | 0.3781                  |
|           | ROE        | -0.7416          | 4.6181           | 0.1352       | 0.2150                  |
|           | Ln (Asset) | 2.3983           | 10.5013          | 6.1538       | 0.3825                  |
|           | Ln (Time)  | -1.7917          | 2.3520           | 1.1832       | 0.6241                  |
|           | State      | 0.0000           | 1.0000           | 0.3926       | 0.2846                  |
|           | Mholder    | 0.0000           | 0.0170           | 0.0002       | 2.1960                  |
|           | Circul     | 0.0000           | 0.6418           | 0.3204       | 0.7351                  |
|           | HHI        | 0.0620           | 0.7124           | 0.2513       | 0.2102                  |
|           |            |                  |                  |              |                         |
| 控制变量      | Leverage   | 0.0263           | 4.3147           | 0.4537       | 0.3062                  |

## 3. 相关性分析

表 3 为各变量的 Pearson 和 Spearman 相关的结果。

<sup>①</sup> CSMAR 数据库中提供的是高管人员、监事、董事薪酬的区间数据, 由于本文要考察的是上市公司中具有实际控制权的经理人薪酬问题, 因此该经理人的薪酬应是数据库中最高薪酬区间的上限数值, 我们以此数据作为研究变量。

表3 Pearson (Spearman) 相关系数矩阵

|            | Ln (Comp)           | MER                | TAT                | MBR                 | ROE                 | Ln (Asset)          | Ln (Time)           | State               | Mholder            | Circul              | HHI                | Leverage |
|------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|----------|
| Ln (Comp)  |                     |                    |                    |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| MER        | 0.19 ***<br>(0.12)  |                    |                    |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| TAT        | 0.18 ***<br>(0.09)  | 0.03<br>(0.10)     |                    |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| MBR        | 0.03 ***<br>(0.07)  | 0.01 *<br>(0.21)   | 0.25 ***<br>(0.00) |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| ROE        | 0.40 *<br>(0.05)    | 0.07 ***<br>(0.00) | 0.35 *<br>(0.10)   | -0.07 **<br>(0.02)  |                     |                     |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| Ln (Asset) | -0.37 ***<br>(0.00) | 0.06 ***<br>(0.00) | 0.23<br>(0.08)     | 0.06 *<br>(0.07)    | 0.47 ***<br>(0.00)  |                     |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| Ln (Time)  | 0.36 ***<br>(0.00)  | 0.17 *<br>(0.05)   | 0.05<br>(0.12)     | 0.20 ***<br>(0.00)  | -0.16<br>(0.46)     | 0.27 *<br>(0.30)    |                     |                     |                    |                     |                    |          |
| State      | -0.02<br>(0.37)     | -0.10 *<br>(0.22)  | -0.07 **<br>(0.26) | -0.18 ***<br>(0.00) | -0.24 **<br>(0.00)  | 0.33 ***<br>(0.15)  | -0.14 ***<br>(0.00) |                     |                    |                     |                    |          |
| Mholder    | 0.24 **<br>(0.26)   | 0.17 ***<br>(0.00) | 0.11 ***<br>(0.00) | -0.05 **<br>(0.07)  | 0.35 ***<br>(0.00)  | -0.18 ***<br>(0.09) | -0.12 ***<br>(0.00) | -0.16 ***<br>(0.00) |                    |                     |                    |          |
| Circul     | -0.02<br>(0.37)     | -0.19<br>(0.21)    | 0.04<br>(0.28)     | -0.22 **<br>(0.00)  | -0.25 ***<br>(0.02) | 0.03 ***<br>(0.00)  | 0.22 ***<br>(0.00)  | -0.19 **<br>(0.07)  | 0.07 ***<br>(0.04) |                     |                    |          |
| HHI        | 0.26<br>(0.13)      | 0.19<br>(0.10)     | 0.03 ***<br>(0.00) | -0.13 **<br>(0.02)  | -0.05 *<br>(0.08)   | 0.28 *<br>(0.01)    | 0.13 ***<br>(0.00)  | 0.34 ***<br>(0.00)  | 0.29<br>(0.01)     | 0.47 ***<br>(0.08)  |                    |          |
| Leverage   | -0.18 *<br>(0.05)   | 0.05<br>(0.07)     | 0.15 ***<br>(0.00) | -0.07 ***<br>(0.00) | 0.02<br>(0.07)      | -0.11 *<br>(0.02)   | 0.15 ***<br>(0.00)  | -0.26 ***<br>(0.00) | 0.08 ***<br>(0.00) | -0.13 ***<br>(0.00) | 0.35 ***<br>(0.00) |          |

注：\*\*\* 为1%水平下显著，\*\* 为5%水平下显著，\* 为10%水平下显著。

在表 3 中, 矩阵对角线的右上方为 Pearson 相关, 左下方为 Spearman 相关。结果显示, 不论是 Pearson 相关系数, 或是 Spearman 等级相关系数, 代理成本变量与 ROE、Ln (Asset)、Mholder、HHI 等变量之间, 呈现显著关系, 与预期基本相同。

#### 4. 回归结果

产品市场竞争与代理成本关系的回归结果见表 4 所示, 模型 1~5 的解释力皆具有显著性。从表 4 可知, 各模型中代理成本与公司规模和净资产收益率皆具有显著正相关关系, 与总资产的市值面值比率 (MBR) 间的关系不太显著。我国上市公司经理人薪酬水平主要取决于财务绩效指标和公司规模大小, 市场绩效指标的影响并不明显。经理人供职时间的回归系数显著为正, 表示经理人供职时间越长, 其经验和权力也会随时间增加, 经理人薪酬增加, 代理成本也提高 (Finkelstein & Hambrick, 1989)<sup>①</sup>。

在内部治理机制方面, 模型 2 和模型 3 显示, 国有股比例与代理成本呈正向关系。原因可能是, 国有股比例越高, 企业越接近垄断性质, 经理人薪酬和在职消费高于社会平均水平, 代理成本相对较高。而经理人持股比例与代理成本显著负相关, 表明经理人持股比率越高, 其与公司利益越趋一致, 因而代理成本越低。流通股比例与经理人薪酬水平的关系则不显著。上述结果表明, 公司内部治理机制不佳, 则经理人薪酬和代理成本较高。

表 4 中, RCOM 的系数为正, 经理人的货币性薪酬与非货币性薪酬之间为正相关关系。这说明, 经理人有能力获得较高的货币性薪酬, 同时也有能力获得较高的非货币性薪酬, 即经理人掌握了企业控制权, 企业内部治理机制不佳, 代理成本较高<sup>②</sup>。

关于产品市场竞争能否减轻公司内部治理机制不良所导致的代理成本, 从模型 2~5 的回归结果可以看出, 产品市场竞争强度回归系数分别为 -0.1305、-0.1785、-0.2180 和 -0.3306, 显著为负; 在模型 4~5 中, 产品市场竞争强度与国有股比例的交互项 (State × HHI) 回归系数为 -0.0489、-0.1257, 与经理人持股比例的交互项 (Mholder × HHI) 回归系数为 -0.0307、-0.0711, 皆显著为负, 只是与流通比例的交互项 (Circul × HHI) 回归系数为 0.0062、-0.0136, 不太显著。该结果总体上说明, 当产品市场竞争强度愈高 (HHI 值

<sup>①</sup> Finkelstein S., D. Hambrick, 1989, Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes. *Strategic Management Journal*, (10): 121-134.

<sup>②</sup> 因为当股东掌握企业控制权时, 股东可以根据企业的经济环境选择不同的激励模式。当经理人的行为可以很容易地被监督时, 将经理人薪酬与其行为相联系的激励模式能够有效地降低公司的代理成本; 当企业的环境使得股东无法有效地监督经理的行为时, 股东就会放弃对经理的直接监督, 而通过提供隐性激励的方式来降低监督成本。以国有企业为例, 国有产权的特殊性使得股东可能没有动力或能力去对经理人的行为进行监督, 因此他们会付给经理人员较低的货币性工资, 但却允许其有大量的在职消费。这就是说, 在股东控制经理薪酬契约的情况下, 经理人员的货币性薪酬低, 则股东允许经理获得较高的非货币性薪酬; 反之亦然。而经理人员的货币性薪酬和非货币性薪酬都高时, 表明经理人掌握了企业控制权, 出现了所谓的“内部人控制”。

表 4  
经理人薪酬与产品市场竞争回归结果

|                     | 模型 1                       | 模型 2                        | 模型 3                         | 模型 4                 | 模型 5                |
|---------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------|----------------------|---------------------|
| Constant            | -7.0421 *** (7.35)         | 1.2207 *** (3.04)           | 2.1300 *** (6.54)            | -2.3028 *** (5.12)   | 3.1445 *** (7.02)   |
| RCOM                |                            | 0.0121 ** (1.64)            | 0.0295 ** (1.41)             | 0.0157 *** (1.32)    | 0.0326 *** (1.28)   |
| MBR                 | 0.0009 (0.75)              | 0.0105 (0.19)               | 0.0024 (0.11)                | 0.0037 (0.30)        | 0.0221 (0.46)       |
| ROE                 | 0.7403 *** (11.52)         | 0.0882 * (1.48)             | 0.1516 * (1.31)              | 0.2765 *** (-7.37)   | 0.3394 *** (-6.64)  |
| Ln (Asset)          | 0.0251 *** (8.51)          | 0.0435 * (1.67)             | 0.0309 * (1.56)              | 0.0227 *** (8.26)    | 0.0398 *** (9.67)   |
| Ln (Time)           | 0.1034 * (1.74)            | 0.0405 * (1.45)             | 0.0671 * (1.65)              | 0.0431 * (1.72)      | 0.0682 * (1.65)     |
| State               |                            | 0.0174 ** (-2.37)           | 0.0239 ** (-2.95)            |                      |                     |
| Mholder             |                            | -0.1834 * (-1.81)           | -0.1035 * (-1.65)            |                      |                     |
| Circul              |                            | -0.0504 (-1.84)             | 0.0296 (-1.76)               |                      |                     |
| HHI                 |                            | -0.1305 ** (-2.55)          | -0.1785 ** (-2.32)           | -0.2180 * (-1.59)    | -0.3306 * (-1.65)   |
| State × HHI         |                            |                             |                              | -0.0489 *** (-6.56)  | -0.1257 *** (-7.84) |
| Mholder × HHI       |                            |                             |                              | -0.0307 *** (-12.53) | -0.0711 *** (-9.21) |
| Circul × HHI        |                            |                             |                              | 0.0062 (-1.32)       | -0.0136 (-1.17)     |
| Leverage            |                            |                             |                              | -0.0127 (1.406)      | -0.0360 * (-1.548)  |
| N                   | -0.0670 * (-1.241)<br>1265 | -0.0217 *** (14.25)<br>1265 | -0.1030 *** (-11.24)<br>1265 |                      | 1265                |
| F-value             | 11.20                      | 14.05                       | 25.36                        | 21.09                | 34.47               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.2125                     | 0.1733                      | 0.2068                       | 0.1928               | 0.2217              |

注：1. 括号内数字为 t-检验值；  
2. \*\*\* 为 1% 水平下显著，\*\* 为 5% 水平下显著，\* 为 10% 水平下显著；  
3. 各变量的方差膨胀因子均在 1~3 之间，无明显的共线性问题；  
4. 由于 White 检验结果显示有异方差问题，故表中的 t-检验值为修正后的结果。

愈低) 时, 经理人因内部治理机制不良而导致的代理成本也随之降低。因此, 实证结果支持产品市场竞争能降低代理成本, 故假设成立。

### 5. 稳定性和敏感性检验

本文研究的时间为 2001 ~ 2006 年, 由于面板数据的原因, 研究可能产生虚假结果。在研究期间, 同一公司出现 5 次, 为进一步考察本文结果的稳定性, 我们采用格林 (Greene, 2000) 的方法, 将同一家公司各个年份平均, 也就是自变量和因变量都简单平均, 因而每一个公司仅会在样本中出现一次。合并后共有 253 个样本, 实证结果如表 5 所示, 结论并没有产生重大变化, 回归结果比较稳定。

表 5 经理人薪酬与各变量的回归结果——面板数据的变异性处理

|               | 模型 1                   | 模型 2                  | 模型 3                  | 模型 4                   | 模型 5                   |
|---------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| Constant      | -15.0221 ***<br>(8.16) | 3.4053 ***<br>(6.25)  | 6.1007 ***<br>(7.07)  | -4.2218 ***<br>(6.32)  | 5.6375 ***<br>(8.17)   |
| RCOM          |                        | 0.4237 **<br>(1.64)   | 0.3124 **<br>(1.85)   | 0.5087 ***<br>(6.92)   | 1.0157 ***<br>(6.48)   |
| MBR           | 0.0117<br>(0.89)       | 0.01247<br>(0.63)     | 0.0504<br>(0.24)      | 0.0228<br>(0.17)       | 0.0319<br>(0.19)       |
| ROE           | 1.6801 ***<br>(12.96)  | 0.4503 *<br>(1.67)    | 1.1074 *<br>(1.81)    | 0.3508 ***<br>(7.35)   | 0.6069 ***<br>(8.61)   |
| Ln (Asset)    | 0.0509 ***<br>(8.51)   | 0.2850 *<br>(1.59)    | 0.5331 *<br>(1.53)    | 0.1034 ***<br>(7.31)   | 0.6175 ***<br>(8.20)   |
| Ln (Time)     | 0.3751 *<br>(1.69)     | 0.1615 *<br>(1.56)    | 0.4258 *<br>(1.74)    | 0.1387 *<br>(1.70)     | 0.4330 *<br>(1.64)     |
| State         |                        | -8.3069 **<br>(-2.20) | -3.0249 **<br>(-2.09) |                        |                        |
| Mholder       |                        | -0.7107 *<br>(-1.75)  | 2.2108 *<br>(1.82)    |                        |                        |
| Circul        |                        | -0.3650 *<br>(-1.84)  | 0.5347 *<br>(1.76)    |                        |                        |
| HHI           |                        | -0.5403 **<br>(-2.39) | -0.1805 **<br>(-2.58) | -0.6570 *<br>(-1.46)   | -1.8341 *<br>(-1.58)   |
| State × HHI   |                        |                       |                       | -4.1539 ***<br>(-6.21) | -1.1604 ***<br>(-5.61) |
| Mholder × HHI |                        |                       |                       | -0.9240 ***<br>(-5.13) | -3.0961 ***<br>(-4.61) |
| Circul × HHI  |                        |                       |                       | -1.0142 *<br>(-1.42)   | -2.6176 *<br>(-1.57)   |

续表

|                     | 模型 1                  | 模型 2                  | 模型 3                    | 模型 4              | 模型 5                |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------|---------------------|
| Leverage            | -0.1350 *<br>( -1.30) | -0.0527 ***<br>(1.28) | -0.3408 ***<br>( -1.45) | -0.5409<br>(1.60) | -0.2709<br>( -1.67) |
| N                   | 253                   | 253                   | 253                     | 253               | 253                 |
| F-value             | 10.18                 | 15.21                 | 17.31                   | 19.04             | 26.54               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.2657                | 0.2308                | 0.2521                  | 0.1967            | 0.2351              |

注：\*\*\* 为 1% 水平下显著，\*\* 为 5% 水平下显著，\* 为 10% 水平下显著。

此外，虽然预期产品市场竞争程度为 HHI 的减函数，然而两者关系的函数型态却是未知的。因而我们再以 HHI 值的算术平方根来衡量产品市场的竞争程度，进行敏感性分析（表略）。结果表明，各项内部治理机制变量与产品市场竞争程度的交互项仍显著为负，说明前述研究结论对于不同的产品市场竞争程度并不敏感。

五、结论与政策含义

产品市场竞争是确保经理人行为与所有权人利益一致的重要外部治理机制之一。本文以上市公司为研究对象，主要考察了产品市场竞争强度与代理成本的关联性。实证结果发现，产品市场竞争强度（HHI）与代理成本呈显著的负向关系，表明产品市场竞争能降低内部治理机制不良所产生的代理成本。结论与尼克尔（Nickell，1996）及贾甘纳坦和斯里尼瓦桑（Jagannathan & Srinivasan，2000）的论点一致：产品市场竞争是一种重要的惩戒机制。有鉴于此，建议政府未来应进一步打破垄断、强化竞争、完善公平竞争的市场制度，确保市场机制发挥作用，通过产品市场竞争降低代理成本，提高公司治理效率。

参考文献

[1] 施东辉：《转轨经济中的所有权与竞争：来自中国上市公司的经验证据》，载《经济研究》2003 年第 8 期。

[2] 刘纪鹏：《缩股全流通可为资本市场利好》，载《国际金融报》2002 年 11 月 25 日。

[3] Shleifer, A., R. W. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, (52): 737-783.

[4] Leibenstein, H., 1966, Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency". *American Economic Review*, (56): 392-416.

[5] Machlup, F., 1967, Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial. *American Economic Review*, (57): 1-33.

[6] Fama, E. F., M. C. Jensen., 1983, Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, (26): 301-321.