

文章编号:1000-582X(2006)12-0130-06

控制权机制对公司治理影响的实证分析*

石琴^{1,2},武艳丽³

(重庆大学 1. 虎溪校区管理委员会; 2. 贸易及行政学院;
3. 经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘要:公司控制权是公司治理中的核心问题. 文章从中国证券市场 2001-2003 年的实际情况出发, 以控制权集中度对公司治理效果的影响为主要内容, 采用净资产收益率和托宾 Q 值表征公司治理的效果, 将全部样本分为控制权高度集中与高度分散 2 个子样本组, 揭示控制权差异对公司治理效果的影响, 发现净资产收益率与控制权集中度负相关; 控制权高度集中的情况下, 净资产收益率还与每股净资产正相关; 控制权高度分散的情况下, 净资产收益率还与董事会规模正相关.

关键词:公司控制权; 公司治理; 公司绩效

中图分类号:F121.26

文献标识码:A

1 问题的提出

近年来美国接二连三的财务丑闻暴露了美国现行公司治理中存在的问题, 打破了美国股权结构模式的神话, 以往被奉为范例的分散治理的模式在事实面前被质疑, 迫使人们回过头来反思什么才是解决公司治理的核心和关键, 因而控制权机制问题逐渐显现出来.

控制权机制是公司制度的一个有机组成部分, 是企业所有权与经营权的分离之后产生的一种新的制衡企业经理层的机制. 而公司治理结构是一种制度安排, 其中的“结构”应当理解为兼具“机构”(institutions)、“体系”(systems)和“控制机制”(control mechanism)的多重含义. 国内外经济学家围绕控制权和公司治理问题分别进行了多方面的理论或实证研究. 例如, 国外的詹森(Jensen)^[1-2]、Grossman 与 Hart^[3]、Claessens^[4-5]等, 国内的如张维迎^[6]、董秀良与高飞^[7]、宋冬林^[8]等. 他们都认为公司控制权是公司治理理论的核心问题, 公司治理结构中必须强调一定的制衡关系. 随着现代公司制企业的发展, 企业所有权与经营权越来越分离, 但董事会与经理层在人员的任命、决策程序的构建等问题上越来越趋于同化和勾结状态. 因此, 通过什么样的机制来制衡经理, 来保证投资者的利益, 在公司治理中如何实现控制权成为了现代企业控制权机制

运行的关键.

控制权机制问题的研究具有很大的现实意义, 无论在何种治理结构模式下, 它都在一定程度上影响着公司治理的效果与作用. 目前中国正积极推进公司治理改革, 实际上, 公司控制权机制在中国公司治理中所起的作用并不是很明显. 中国的公司治理状况与美国的情况有着显著区别. 美国公司治理的问题主要是由于股权高度分散导致股东对管理层缺乏约束外部监督机制不完善所造成的. 与此相反, 中国公司治理的现状是股权相对集中, 由于国有股代理人的缺位而形成了内部人控制的现象. 但是两国的后果很相似: 都缺乏足够的控制权约束机制, 企业高层管理人员的权利过多过滥. 中国已出台了《在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、《上市公司治理准则》等相关规定, 为独立董事的人数及独立性、董事会的结构设定了基础框架, 但比照美国两个交易所新近提出的改革方案仍显粗糙. 同时, 在发展机构投资者、增强对中介机构的约束、强化事后监督和严厉处罚、形成健全的法律制度特别是股东诉讼制度等方面, 仍存在着较大的理论和实践盲区, 这些都应该成为我们改进的目标.

现实中公司控制权对公司治理的影响, 对这一问题的实际考察是有关实证研究的一个主要难点. 很多关于公司控制权的研究往往停留在理论分析层面或者

* 收稿日期: 2006-09-25

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70502013)

作者简介: 石琴(1970-), 女, 重庆市人, 重庆大学教师, 硕士研究生, 主要从事社会保障、公司治理方面的研究.

只对控制权问题做出简单的实证. 公司控制权是一个复杂的现实问题,对现实中公司控制权的考察要远比理论分析复杂得多. 公司治理也要涉及到所有权结构、公司绩效等方面的问题. 公司控制权对公司治理存在哪些具体的影响,在控制权集中度不同的情况下,这种影响又有哪些差异,这正是笔者所要研究的内容.

2 研究的样本与方法

2.1 样本选择

选取深交所上市的 493 家上市公司 2001 - 2003 年的数据,剔除了经营状况异常的 ST、PT 类公司、剔除金融保险类公司和样本数据不完整的公司,最后选

择 374 家上市公司的数据作为全样本. 根据所取数据中“控股股东持股比例”将全样本划分为控制权集中(控股股东持股比例 60% 以上)和控制权分散(控股股东持股比例 20% 以下)2 个子样本,控制权集中的子样本容量为 253,控制权分散的子样本容量为 91. 样本观测值的所有财务数据以及公司治理变量的所有测度数据均来自 CSMAR 数据库或从上市公司年报数据中计算所得.

2.2 变量定义

研究变量主要包括股权集中度变量(控制权的表征变量)、控制变量和公司经营绩效变量,各变量的定义如表 1 所示.

表 1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	定义
股权集中度变量 (自变量)	Controller - ratio 控股股东持股比例	控股股东持股数与 总股数之比	
	Z - index	Z 指数	第一、二大股东 第二、持股比例的比值
	Herfindahl_5	Herfindahl_5 指数	前五大股东持股比例 平方之和
	size_board_of_directors	董事会规模	董事会的总人数
	number_independent_directors	独立董事的个数	董事会中独立 董事的个数
	Board chairman_share_percent	董事长持股比例	董事长持股数与 总股数之比
控制变量(自变量)	Negotiable_share_percent	已流通股比例	已流通股数与 总股数之比
	Inner - ratio	内部人持股比例	董事会、监事会及其他 高管持股比例之和
	debt_ratio	负债比率	负债与总资产之比
	net_assets_value_per_share	每股净资产	股东权益与股本 总额之比
公司绩效变量(自变量)	total_assets	总资产的对数	总资产的对数值
	Ratio of sales	销售利润率 (主营业务收入净额)	净利润与主营业务 收入净额之比
公司绩效变量(因变量)	Return on equity	净资产收益率(净利润)	净利润与净资产之比
	TBQ	托宾 Q 值	资产市值与重置价值之比

2.3 样本与变量处理及研究方法的说明

为分析不同控制权集中度对公司治理效果的影响,将全部样本根据控制权集中度(以控股股东持股比例为依据)分为控制权高度集中与高度分散 2 个子样本组,在描述性统计的基础上对样本特征进行分析,然后通过回归分析比较 2 组样本的不同影响,以揭示

控制权差异对公司治理效果的影响. 在公司治理的效果上,采用净资产收益率和托宾 Q 值表征公司治理的效果.

3 实证分析过程

3.1 描述性统计结果(见表 2、表 3)

表2 控制权高度集中的统计结果

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
董事会的规模	253	5.000 0	18.000 0	9.770 000	2.618 0000
独立董事的个数	253	0.000 0	6.000 0	1.880 000	1.449 000 0
董事长持股比例	253	0.0000	0.000 2	0.000 021	0.000 041 6
Z 指数	253	6.000 0	1 661.000 0	253.610 000	293.297 000 0
Herfindahl_5 指数	253	0.360 0	0.722 3	0.457 013	0.079 100 8
负债比率	253	8.270 0	79.500 0	42.902 000	14.836 700 0
控股股东持股比例	253	60.000 0	84.980 0	67.324 100	5.624 770 0
已流通股比例	253	15.021 4	40.000 0	30.977 254	5.673 658 1
每股净资产	253	0.823 9	6.102 2	2.949 756	1.059 806 0
内部人持股比例	253	0.000 0	0.015 0	0.000 274	0.001 144 4
净资产收益率(净利润)	253	-0.527 2	0.435 9	0.059 753	0.096 683 0
总资产的对数	253	19.165 2	23.324 0	21.324 393	0.795 632 8
销售利润率(主营业务收入净额)	253	-1.156 0	1.310 6	0.086 834	0.199 360 9
托宾值	253	1.020 4	2.584 3	1.396 621	0.2752 436

表3 控制权高度分散的统计结果

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
董事会的规模	91	5.000 0	15.000 0	9.630 000	2.199 000 0
独立董事的个数	91	0.000 0	5.000 0	2.180 000	1.330 000 0
董事长持股比例	91	0.000 0	0.000 7	0.000 800	0.000 155 1
Z 指数	91	1.000 0	289.130 4	5.747 587	30.115 734 2
Herfindahl_5 指数	91	0.014 2	0.442 2	0.047 034	0.046 957 0
负债比率	91	7.200 0	79.450 0	46.168 600	16.637 380 0
控股股东持股比例	91	6.650 0	19.970 0	15.624 900	3.056 300 0
已流通股比例	91	25.000 0	82.486 6	54.378 432	13.335 444 2
内部人持股比例	91	0.000 0	0.002 6	0.000 332	0.000 530 5
每股净资产	91	0.656 0	8.629 0	2.955 090	1.532 213 0
净资产收益率(净利润)	91	-1.236 8	0.208 1	0.031 200	0.173 373 0
销售利润率(主营业务收入净额)	91	-5.816 0	0.448 2	-0.006 879	0.671 794 0
总资产的对数	91	19.755 8	23.019 0	21.025 848	0.636 128 3
托宾值	91	1.037 9	3.556 7	1.744 311	0.540 055 6

3.2 关于净资产收益率的分析过程

3.2.1 控制权高度集中情况

首先建立回归模型 1:

$$RONA = \beta_0 + \beta_1 SBOD + \beta_2 NID + \beta_3 BCSP + \beta_4 Z + \beta_5 H_5 + \beta_6 DR + \beta_7 C_R + \beta_8 NSP + \beta_9 IN_R + \beta_{10} NAVPA + \beta_{11} TA + \beta_{12} ROS + e$$

(其中 e 为误差项,各变量均以首字母代替)

表 4 是对模型 1 所做的回归分析.

由表 4 可以看出统计量 $F = 22.013$,说明有全部回归系数不同时为 0 的可能性显著.所选变量整体上可用于回归分析.

由表 4 中的 T 检验值可以看出只有 Z 指数、每股净资产、销售利润率(主营业务收入净额)2 个解释变量通过检验,对模型 1 的回归方程起主要作用.另由表 4 结果可知对应的显著变量及其系数,据此可对模型 1 做如下调整:

表 4 模型 1 回归分析结果

Variable	B	t	Sig.
Constant	0.633	1.133	0.259
size_board_of_directors	-0.002	-0.849	0.397
number_independent_directors	0.001	0.072	0.943
board_chairman_share_percent	-126.762	-1.139	0.256
Z - index **	-3.732E-05	-2.263	0.025
Herfindahl_5	1.614	1.529	0.128
debt_ratio	-0.001	-0.642	0.521
controller - ratio	-0.020	-1.398	0.163
Negotiable_share_percent	0.001	0.758	0.449
Inner - ratio	-2.248	-0.570	0.569
Net - assets - value - per - share **	0.013	2.498	0.013
total_assets	-0.001	-0.048	0.962
Ratio - of - sales **	0.300	12.740	0.000
F		22.013	
Sig.		0.000a	
R		0.724a	
R Square		0.524	
Adjusted R Square		0.500	

说明:表中变量名称右上角标明***代表误差显著水平小于1%,标明**代表误差显著水平小于5%,标明*代表误差显著水平小于10%.

回归后之后的模型 1: $RONA = \beta_0 + \beta_4 Z + \beta_{10} NAVPS + \beta_{12} ROS + e$

由回归后的模型 1 可知,公司治理绩效(净资产收益率来表征)与每股净资产和销售利润率正相关,与 Z 指数负相关.说明在控制权高度集中的公司中,每股净资产和销售利润率越高,公司绩效越好;Z 指数表示第一大股东与第二大股东持股比例的比值,Z 值越大,即第一大股东持股比例越高,公司绩效越差.

3.2.2 控制权高度分散情况

首先建立回归模型 2:

$$RONA = \beta_0 + \beta_1 SBOD + \beta_2 NID + \beta_3 BCSP + \beta_4 Z + \beta_5 H_5 + \beta_6 DR + \beta_7 C_R + \beta_8 NSP + \beta_9 IN_R + \beta_{10} NAVPA + \beta_{11} TA + \beta_{12} ROS + e$$

(其中 e 为误差项,各变量均以首字母代替)

表 5 是对模型 2 所做的回归分析:

表 5 模型 2 回归分析结果

Variable	B	t	Sig.
Constant	-0.598	-1.561	0.123
size_board_of_directors ***	0.013	3.177	0.002
number_independent_directors	-0.009	-1.420	0.160
board_chairman_share_percent	-18.411	-0.184	0.854
Z - index *	-0.002	-1.844	0.069
Herfindahl_5	0.864	1.597	0.114
debt_ratio	-0.001	-1.132	0.261
controller - ratio **	-0.006	-2.020	0.047
Negotiable_share_percent	-0.001	-1.116	0.268
Inner - ratio	22.020	0.737	0.464
Net - assets - value - per - share	0.001	0.074	0.941
total_assets	0.032	1.647	0.104
Ratio - of - sales **	0.224	18.195	0.000
<hr/>			
F	40.193		
Sig.	0.000a		
R	0.928a		
R Square	0.861		
Adjusted R Square	0.839		

说明:表中变量名称右上角标明***代表误差显著水平小于1%,标明**代表误差显著水平小于5%,标明*代表误差显著水平小于10%.

由表 5 可以看出统计量 $F = 40.193$,说明有全部回归系数不同时为 0 的可能性显著.所选变量整体上可用于回归分析.

由表 5 中的 T 检验值可以看出只有董事会规模、Z 指数、控股股东持股比例和销售利润率(主营业务收入净额)4 个解释变量通过检验,对模型 2 的回归分析起显著作用.另由表 5 结果可知对应的显著变量及其系数,据此可对模型 2 做如下调整:

回归之后的模型 2: $RONA = \beta_0 + \beta_1 SBOD + \beta_4 Z + \beta_7 C_R + \beta_{12} ROS + e$

由回归后的模型 2 可知,公司治理绩效(净资产收益率来表征)与董事会规模和销售利润率正相关,与控股股东持股比例和 Z 指数负相关.说明在控制权高度分散的公司中,董事会规模越大,销售利润率越高,公司治理绩效越好;控股股东持股比例越高,第一大股东持股比例相对越高,公司治理绩效反而越差.

3.3 关于托宾值的分析过程

3.3.1 控制权高度集中情况

首先建立回归模型 3:

$$TBQ = \beta_0 + \beta_1 SBOD + \beta_2 DR + \beta_3 C_R + \beta_4 NSP + \beta_5 NAVPS + \beta_6 NID + \beta_7 Z + \beta_8 BCSP + \beta_9 H_5 + \beta_{10} IN_R + \beta_{11} TA + \beta_{12} ROS + e$$

(其中 e 为误差项,各变量均以首字母代替)

表 6 是对模型 3 所做的回归分析:

表 6 模型 3 回归分析结果

Variable	B	t	Sig.
Constant ***	5.099	3.561	0.000
size_board_of_directors	-0.001	-0.128	0.898
debt_ratio ***	-0.003	-3.183	0.002
controller - ratio	-0.018	-0.476	0.635
Negotiable_share_percent ***	0.010	2.961	0.003
Net - assets - value - per - share ***	-0.077	-5.708	0.000
number_independent_directors ***	-0.038	-4.759	0.000
Z - index ***	-0.001	-4.971	0.000
board_chairman_share_percent ***	750.032	2.632	0.009
Herfindahl_5	1.874	0.693	0.489
Inner - ratio ***	29.768	2.949	0.004
total_assets ***	-0.153	-8.098	0.000
Ratio - of - sales ***	0.325	5.393	0.000
<hr/>			
F	31.920		
Sig.	0.000a		
R	0.784a		
R Square	0.615		
Adjusted R Square	0.596		

说明:表中变量名称右上角标明***代表误差显著水平小于1%,标明**代表误差显著水平小于5%,标明*代表误差显著水平小于10%.

由表 6 可以看出统计量 $F = 31.920$,说明有全部回归系数不同时为 0 的可能性显著.所选变量整体上可用于回归分析.

由表 6 中的 T 检验值可以看出只有董事会规模、Herfindahl - 5 指数和控股股东持股比例 3 个解释变量没通过检验,其他 9 个变量都对模型 3 的回归分析起显著作用.另由表 6 结果可知对应的显著变量及其系数,据此可对模型 3 做如下调整:

回归之后的模型 3:

$$TBQ = \beta_0 + \beta_2 DR + \beta_4 C_R + \beta_5 NAVPS + \beta_6 NID + \beta_7 Z + \beta_8 BCSP + \beta_{10} IN_R + \beta_{11} TA + \beta_{12} ROS + e$$

由回归后的模型3可知,公司价值与已流通股比例、内部人持股比例、Z指数、董事长持股比例和销售利润率正相关,与独立董事的个数、负债比率、每股净资产和总资产的对数负相关。

3.3.2 控制权高度分散情况

首先建立回归模型4:

$$TBQ = \beta_0 + \beta_1 SBOD + \beta_2 NID + \beta_3 BCSP + \beta_4 Z + \beta_5 H_5 + \beta_6 DR + \beta_7 C_R + \beta_8 NSP + \beta_9 IN_R + \beta_{10} NAVPS + \beta_{11} TA + \beta_{12} ROS + e$$

(其中 e 为误差项,各变量均以首字母代替)

表7是对模型4所做的回归分析:

表7 模型4回归分析结果

Variable	B	t	Sig.
Constant *	4.219	1.845	0.069
size_board_of_directors	0.027	1.094	0.277
number_independent_directors ***	-0.159	-4.368	0.000
board_chairman_share_percent	-751.451	-1.260	0.211
Z-index	-0.005	-1.011	0.315
Herfindahl_5	2.395	0.741	0.461
debt_ratio ***	-0.011	-3.014	0.003
controller-ratio	-0.005	-.259	0.796
Negotiable_share_percent	0.007	1.331	0.187
Inner-ratio	170.690	0.956	0.342
Net-assets-value-per-share ***	-0.164	-4.399	0.000
total_assets	-0.086	-0.743	0.460
Ratio-of-sales	0.026	0.360	0.720
F	6.203		
Sig.	0.000a		
R	0.699a		
R Square	0.488		
Adjusted R Square	0.410		

说明:表中变量名称右上角标明***代表误差显著水平小于1%,标明**代表误差显著水平小于5%,标明*代表误差显著水平小于10%。

由表7可以看出统计量 $F = 6.203$,说明有全部回归系数不同时为0的可能性显著。所选变量整体上可用于回归分析。

由表7中的T检验值可以看出只有独立董事的个数、负债比率和每股净资产3个解释变量通过检验,这3个变量都对模型4的回归分析起主要作用。另由表7结果可知对应的显著变量及其系数,据此可对模型4做如下调整:

回归后的模型4:

$$TBQ = \beta_0 + \beta_2 NID + \beta_6 DR + \beta_{10} NAVPS + e$$

由回归后的模型4可知,托宾值与独立董事的个数、负债比率和每股净资产负相关。说明在控制权高度分散情况下,董事会中独立董事人数过多,资本结构中

债务融资比例越大,越不利于公司价值最大化的实现。

4 结论

1) 不管控制权是集中还是分散,净资产收益率都与销售利润率正相关,与控制权的相对集中度负相关。销售利润率越高,净资产收益率越高;控制权相对集中度越高,第一大股东持股比例相对越高,净资产收益率就越差。而托宾值都与负债比率、独立董事的个数和每股净资产负相关。

2) 在控制权高度集中的情况下,净资产收益率还与每股净资产正相关,即每股净资产越高,净资产收益率越高。而托宾值还与已流通股比例、内部人持股比例、Z指数、董事长持股比例和销售利润率正相关。

3) 在控制权高度分散的情况下,净资产收益率还与董事会规模正相关,表明在控制权过度分散的情况下,适当增加董事会的成员个数,会有利于公司治理绩效的提高。而股东内部之间的离散效应大于一致性效应,它比控制权高度集中情况下的公司价值的人为影响因素更为复杂和微妙,但很少有特别相关的变量来描述托宾值。

4) 控制权高度集中情况下的公司绩效(用净资产收益率来表征)明显好于分散情况下的公司。而我国上市公司中控制权高度集中的代表就是国有大中型企业,他们的绩效普遍较好。

5) 控制权高度分散情况下的托宾值普遍高于控制权高度集中的公司。

参考文献:

- [1] JENSEN M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76:323-329.
- [2] JENSEN M, MECKLING W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3:305-360.
- [3] GROSSMAN S, HART O. One-share-one-vote and the Market for Corporate Control[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20:175-202.
- [4] CLAESSENS S, DJANKOV S, PLANG H. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58:81-112.
- [5] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J, et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. Journal of Finance, 2002, (6):2741-2771.
- [6] 张维迎. 产权安排与企业内部的权力斗争[J]. 经济研究, 2000, (6):41-50.
- [7] 董秀良, 高飞. 上市公司控制权结构: 问题与对策[J]. 当代经济研究, 2002, (3):26-30.
- [8] 宋冬林, 张迹, 赵利胜. 控制权机制对公司治理的影响[J]. 经济理论与经济管理, 2003, (1):53-56.

Impacts of the Control Right on the Corporate Governance: Evidence from China

SHI Qin^{1,2}, WU Yan-li³

(1. Administration Committee of Huxi Campus; 2. College of Trade and Public Administration;
3. College of Economics Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: Company control right is a key question in corporate governance. This paper selects ROE and Tobin's Q as proxy variables of the corporate governance's effects, classifies the sample into two groups according to their concentration in control right, aims to revealing the influences of the difference in control right on the corporate governance by empirical analysis. The results show: ROE is negative correlative with the concentration of control right, in the high concentration sample, ROE is positive correlative with the net asset per share when the control right is high concentrate, and ROE is positive correlative with size of broad when the control right is nonconcentrate.

Key words: company control right; corporate governance; corporate performance

(编辑 姚飞)

(上接第124页)

Positive Research on the Market Reaction of the Execution of the Shareholder Structure Reform Scheme

CAO Guo-hua, LI Hua, LAI Ping

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: With the 41 samples of the second Shareholder Structure Reform companies, this paper analyzes the stock market abnormal fluctuation in a given event window, and tries to find out the reasons which result in it, and whether the companies' consideration scheme matters. The result of empirical research proves that the execution of Shareholder Structure Reform has a positive effect on the stock market. What's more, the stock consideration ratio and cash consideration ratio have a significant effect on the companies' stock, which is going up along with the increase of the ratios, but the additional promise is not so significant.

Key words: Shareholder Structure Reform; consideration scheme; market reaction; influencing factors

(编辑 李胜春)