

文章编号:1000-582X(2003)12-0122-04

中国上市公司董事会治理与公司绩效实证分析*

宋增基, 张宗益

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044)

摘要:董事会是公司治理的重要组成部分。董事会作为一种治理机制对其相关的董事会规模, 董事会结构及董事长与总经理二者是否应该分离等因素对公司绩效的影响, 通过中国上市公司的有关数据进行了实证分析, 结果显示公司董事会规模较小, 公司绩效可能较好, 随着公司股权结构的改善, 也会改善董事会结构, 从而促进公司绩效的提高, 而董事长与总经理是否二者合一并不影响公司绩效。根据这些分析得出结论: 中国上市公司董事会治理效率改进和提高的根本途径是要尽快建立完善合理的股权结构及市场化的人事任免机制。

关键词:董事会; 公司治理; 公司绩效

中图分类号: F270.3

文献标识码: A

公司治理的目标是通过以股东为核心的利益相关者之间的权利制衡, 实现公司整体决策的科学化。为保证权利制衡的充分、有效, 必须设计出恰当好处的监督机制。董事会作为公司治理的重要组成部分, 其治理机制的正常发挥, 是公司制度得以较好发挥作用的中心课题和重要保障。

马连福等(2002)^[1]通过对10份不同的国家、地区和组织颁布的公司治理原则, 对公司董事会进行了国际比较, 将董事会分为单层制董事会和双层制董事会。前者股东将绝大多数决策权交付董事会, 将监督权交给监事会行使监事职能, 考虑到资本市场是通过股权结构的变换来影响董事会的构成和效率的, 资本市场发达国家注重董事会的战略决策、董事会成员的构成和董事会效率。资本市场欠发达的国家的董事会出于保护投资者的利益, 加强对董事会权利的控制显得更为重要。根据以上两个标准又可将董事会划为三种类型, 即单层制董事会、双层制董事会和介于单、双层制董事会。

由于中国现代企业制度试点的历史较短, 传统工厂型的治理形式和政企合一的做法仍具有很强的残余影响力。因而董事会作为一种新型的, 与传统企业治理方式不相融的治理结构, 仍没有发挥其应有的作用。董事不“懂事”, 董事会地位模糊, 独立董事“不独立”, 董事微弱, 几乎是中国绝大多数公司的共同现实。笔者试图结合国内外研究成果, 对中国上市公司董事会治理与公司绩效关系进行一次经验分析, 以期为中国

董事会层面的公司治理改善提供一些参考依据。

1 理论分析及提出假设

1.1 董事会结构

Short & Keasey (1999)^[2]认为, 董事会成员是股东利益的代表, 并在外部股东与公司内部管理层之间起到桥梁作用。董事会成员中外部董事(非执行董事)与内部董事比较, 更能进行独立性的经营决策和对经理人员实施监督。中国上市公司的治理结构介于“英美模式”与“日德模式”之间, 监事会与董事会并存。在实际的公司治理中, 监事会监督功能弱化, 这不仅因为它是“事后监督”, 更重要的是因为公司经理人员控制了大部分监事的任命、薪酬待遇等, 而使其失去了独立性。“监事会监督”的弱化使“董事会监督”在公司治理中的作用更加突出。“董事会监督”主要通过非执行董事在董事会中积极发挥作用: 监督经理人员, 参与公司重大战略决策。因此, 假设 I: 公司绩效与董事会中非执行董事比例正相关。

1.2 董事会规模

董事会中董事人数太多, 对于董事会作用的较好发挥与公司治理有不良影响。这种不良影响首先表现为董事会规模太大会出现董事会成员间沟通与协调困难。其次, 表现为董事会成员倾向于不再坦率地批评总经理的错误做法, 或者对总经理的工作绩效进行直

* 收稿日期: 2003-08-11

作者简介: 宋增基(1965-), 男, 河南南阳人, 重庆大学博士研究生, 主要从事公司治理研究。

率的评价,原因在于在很多董事会成员面前批评总经理会招致其极大的怨恨和报复,最后则表现为董事会成员会产生搭便车的动机。这种情况在董事会成员所持股份较少、公司项目失败或经营亏损对董事们而言实际损失不大的情况下更为明显(孙永祥,2001)^[3],尽管董事会规模大也会存在一定的好处,但其规模偏大导致的缺乏创新与效率,以及导致董事会存在机能障碍的负面影响超过了规模较大带来的正面影响。Yermack(1996)^[4]的研究表明,在治理绩效较差公司所采取的措施中,新的控制者或收购者一般都采取了缩减董事会规模的措施。因此,假设 II:公司绩效与董事会规模负相关。

1.3 董事长与经理是否合二为一

在两职设置对于治理效率具有何种影响的问题上,国外学者仍存在着广泛的争论。反对两职合一者认为,两职分设相对于两职合一可以避免公司发生大的危机,并且董事会能对经理人员进行更客观的评价,另外,两职合一经常与无效的公司治理信号相关联,比如敌意接管和毒丸计划的采纳等;与此相反,支持两职合一者认为,两职合一能使总经理具有更大的权利,可以更及时地应对飞速变化的环境,并且与其他内部董事一样,兼任总经理的董事长更具有更多的关于企业及相关产业的知识,相对于外部董事而言,对公司具有更大的责任感。前者的理论依据是代理理论,后者的观点是建立在受托责任理论的基础上的。鉴于代理理论严密的数学论证以及相对丰富的支持其结论的经验结果,笔者赞同董事长与总经理相分离的观点,因此,假设 III:公司绩效与董事长与总经理二职合一负

相关。

1.4 董事会成员持股比例

Moreck et al(1988)^[5]所做的研究表明,董事会成员持股比例上升时带来 Tobin's Q 的初始增长反映了董事股权提高带来的刺激效应:在 0~5% 这一范围内,Tobin's Q 与董事会成员持股比例正相关;在 5%~25% 的范围内,Tobin's Q 与董事会成员持股比例负相关;超过 25%,二者进一步正相关。他们将董事持股对公司价值的正面影响归结为“利益趋同”(alignment)效应,将董事会持股对公司负面影响归结为“利益侵占”(entrenchment)效应,并认为前者降低了代理成本,后者增加了代理成本。中国上市公司管理层持股比例之和最大为 0.42%(于东智等,2002)^[6],远低于国外水平。因此

假设 IV:公司绩效与董事会成员持股比例正相关。

2 模型、变量的度量与数据来源

2.1 模型

根据以上分析,建立以下模型

$$Performance = \alpha_1 + \beta_1 Ds + \beta_2 Dn + \beta_3 Dd + \beta_4 Dh + \eta_1 Control\ Variables + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$Performance = \alpha_2 + \gamma_1 Ds + \gamma_2 Dn + \gamma_3 Dd + \gamma_4 Ol + \gamma_5 Ds * Ol + \eta_2 Control\ Variables + \varepsilon_2 \quad (2)$$

2.2 变量和度量

模型中的变量主要包括独立变量、解释变量和控制变量三大类,其名称及度量方法见表 1。

表 1 变量名称、符号及定义

变 量	符 号	定 义
独立变量	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
公司绩效	Roe	净资产收益率 = 净利润 / 净资产
解释变量	Ds	非执行董事 = 非执行董事人数 / 董事总数
董事会结构	Dn	董事总数的自然对数
董事会规模	Dd	0,1 变量,二职合一等于 0,否则等于 1
董事长总经理是否合一	Dh	董事及管理人员持有股份之和 / 公司总股本
董事会成员持股比例	Ol	法人股占总股本比例 = 法人股数 / 总股数
股权结构	Os	国有股占总股本比例 = 国有股数 / 总股数
控制变量	Debt	资产负债率 = 负债 / 总资产
财务杠杆	Grow	净利润增长率 = (本年度净利润 - 上一年度净利润) / 上一年度净利润
成长机会	Size	总资产的自然对数
公司规模	Rdta	研发广告费比率 = 无形资产 / 总资产
研发广告费		

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)来衡量公司绩效。但中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

1999, 陈小悦 2000) 表明, 中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。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。

研发广告费作为控制变量, 国外的此类研究通常将研发费、广告费单独作为一项变量引入模型中, 因为我国的研发费与广告费的会计处理均直接计入管理费用, 无法获得其确切值, 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、广告费占总资产的比例。

2.3 数据来源

工业企业是中国上市公司的主体, 排除其它行业的干扰, 笔者所选样本为 1997 年 12 月 30 日前上市的 129 家沪市 A 股上市公司(包括同时发行 B 股)为研究总样本, 以 1999 年度为研究窗口, 采用截面回归的统计方法。样本数据来自上市公司 1999 年年报, 股神 2000 软件、《2000 年上市公司速查手册》(新华出版社)。

3 回归结果

模型 1 的回归结果见表 2。

表 2 模型 1 的回归结果

变量	独立变量	
	Tobin's Q	ROE
常数	19.46(4.809)***	13.237(1.971)**
Ds	-0.054(-1.932)**	-0.045(-1.295)*
Dn	0.251(0.354)	0.198(0.525)
Dd	0.095(1.004)	0.015(0.773)
Dh	0.975(1.331)*	0.391(1.302)*
Debt	-5.46(-4.547)***	-2.065(-0.454)
Grow	0.013(0.287)	2.125(0.649)
Size	-0.503(-1.928)**	-9.070(-1.071)*
Rdta	2.338(0.563)	-5.566(-0.447)
Adj R ²	0.325	0.291
F 统计量	5.953***	2.212**

说明: 括号内为 t 统计值; ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 置信水平下显著。

表 2 显示公司绩效与董事会规模具有显著的负相关性, 而与董事会成员持股比例显著正相关, 这些与前面的假设一致。而董事会中非执行董事所占的比例及董事长与总经理二职分离对公司虽表现出了正函数关系, 但不具有显著性。为了探讨假设(1)被否定的原因, 并考虑到中国上市公司股权结构的复杂性。对模型 2 进行了回归, 结果见表 3。

表 3 模型 2 的回归结果

变量	独立变量			
	Tobin's Q		ROE	
常数	15.01(4.502)***	17.95(2.979)***	17.11(3.104)***	10.001(3.335)***
Ds	-0.046(-2.010)**	-0.032(-1.601)*	-0.026(-2.307)*	-0.104(-1.596)*
Dn	0.245(0.993)	0.173(1.039)	0.517(1.307)*	0.120(0.031)
Dd	0.124(0.025)	0.092(1.974)**	0.303(0.112)	0.131(2.195)**
Ol	1.972(3.731)***		2.229(1.594)*	
Ds * Ol	0.756(1.270)*		0.633(1.070)	
Os		-1.365(-2.004)**		-1.985(-1.621)*
Ds * Os		-0.376(-0.866)		-0.157(-1.011)
Debt	-5.761(-2.027)**	-4.022(-1.079)	-7.578(-4.330)***	-0.549(-1.921)*
Grow	0.094(0.103)	1.956(0.332)	9.012(2.116)**	3.904(0.116)
Size	0.224(0.128)	8.007(0.226)	0.459(1.284)*	0.140(1.006)
Rdta	1.017(0.965)	2.560(1.297)*	0.931(0.513)	2.133(1.501)*
Adj R ²	0.352	0.200	0.294	0.220
F 统计量	6.390***	7.328***	9.509***	1.673

说明: 括号内为 t 统计值; ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 置信水平下显著。

表 3 显示, 非执行董事的比例与法人持股比例的同时上升将导致公司绩效的提高, 其原因在于随着法人持股比例的上升, 许多法人股东代表作为非执行董事进入董事会。作为不同集团利益的代表, 他们有动力监督经理人员, 参与公司重大决策, 在很多情况下也

有能力对抗控股的大股东(一般是国有股东)对其他股东利益的侵占。而对于国有股, 这一结论并不成立, 由于侧重对于持有股份而带来的控制权的分析, 所以忽略了个人股的影响(何卫东等, 2002)^[7]。

4 结论与启示

董事会不仅是公司治理的重要组成部分,甚至可以说是中心组成部分(Tricker, 1994)^[8]。中国上市公司的外部治理还很不完善,对其进行构建和完善仍需较长的过程,因此,现阶段提升治理效率必须完善公司的内部治理结构,对于董事会作为一种治理机制的研究表明,董事会规模较小及董事会成员持有公司股权,可能较有利于公司治理,中国上市公司所有权结构的变化将对公司价值产生深远的影响。法人持股比例的上升不仅会直接对公司价值产生积极作用,同时还会促进公司治理的改进,降低代理成本,间接提高公司价值。值得注意的是,在研究董事会监督效率时,仅考虑了非执行董事的比例,而没有考虑到他们的独立性,只有独立的非执行董事才能在监督经理人员,参与公司决策方面发挥积极的作用。中国上市公司的非执行董事事实上并不是真正意义上的外部董事,因而非执行董事占比例这一参数的有效性可能不大。这也是回归结果与外部董事对公司价值具有正面影响的理论并不相符的一个重要原因。

至于董事长与总经理是否两职合一,通过对中国上市公司的现实考察表明,两职分离并不是解决公司绩效问题的灵丹妙药。目前,上市公司的股东大会已蜕变为“大股东会”,监事会形同虚设,事实上的“内部人控制”现象非常严重。从这个层面来看,两职分化会更有利于控制经理人员的败德行为。然而从政府经营企业的缺陷在短时间内仍无法消除这一现实来讲,两职合一的方式可以给予被束缚的经理人员更多的自

主权,激励其更积极地考虑和负责战略规划的制定和实施,并实现自我价值。所以,现阶段需要衡量这种抑制政府干预的积极作用与削弱监管的负面作用相比孰大孰小。折中的观点应该是,对于目前的上市公司而言,由总经理兼任董事(不包括董事长)可能是一种较好的选择。同时应该认识到,公司绩效的决定因素是非常复杂而且是相互联系的。要使董事会治理效率有根本的改善,关键是要建立合理的股权结构与市场化的人事任免机制。

参考文献:

- [1] 马连福,孙班军. 公司董事会的国际比较[J]. 南开管理评论, 2000, (1): 27 - 28.
- [2] SHORT H, KEASEY K. Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK [J]. Journal of Corporate Finance, 1999, 5: 79 - 101.
- [3] 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制[J]. 经济研究, 2001, (1): 45 - 53.
- [4] YERMAK. High Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 14D: 185 - 211.
- [5] MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R W. Managerial ownership and market valuation: An empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 292 - 315.
- [6] 于东智,谷立日. 公司的领导结构与经营绩效[J]. 中国工业经济, 2002, (2): 70 - 78.
- [7] 何卫东,张嘉颖. 所有权结构、资本结构、董事会治理与公司价值[J]. 南开管理评论, 2002, (2): 17 - 20.
- [8] TRICKER R. International Corporate Governance [M]. NY: Prentice Hall, 1994.

An Empirical Research on The Relationship Between Board of Directors Governance and Corporate Performance of Chinese Public Companies

SONG Zeng-ji, ZHANG Zong-yi

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: Board of directors is an important component part of corporate governance. As a governance mechanism, we empirically study relationship among the scale of the board of directors, the structure of the board of directors and the duality leadership structure with corporate performance in Chinese public companies. The result shows that the scale of the board of the directors is smaller, the performance is better. With the ownership structure changes better, the structure of the board of the directors will change better and promotes the performance. The duality leadership structure doesn't affect the corporate performance. The fundamental method for the governance effectiveness of the Board is to set up the reasonable ownership structure and the marketing mechanism for occurrences in human.

Key words: board of directors; corporate governance; corporate performance

(编辑 刘道芬)