

文章编号:1000-582X(2006)07-0156-05

管理层持股比例下的公司投资行为与公司价值*

魏 锋¹,冉光和²

(1. 重庆大学 贸易与行政学院,重庆 400030;2. 重庆大学 建设管理与房地产学院,重庆 400030)

摘 要:以中国1998-2003年沪、深两市319家上市公司为研究对象,采用面板数据方法和建立联立方程模型,对管理层持股比例的内生性问题进行了实证检验. 结果发现:以ROA度量公司价值,公司价值影响管理层持股比例,但逆向关系不成立;而当以Tobin's Q度量公司价值且没有控制变量时,公司投资影响公司价值并进而影响管理层持股比例,反过来,管理层持股比例变动对公司价值有显著影响,但对公司投资的影响不显著. 这些结果验证了管理层持股比例的内生性问题.

关键词:管理层持股比例;公司投资行为;公司价值

中图分类号:F833/837

文献标识码:A

近年来,中国上市公司的股权结构与公司价值之间的关系越来越受到广大学者的重视(魏刚,2000^[1];于东智、谷立日,2002^[2];吴淑琨,2002^[3];谌新民、刘善敏,2003^[4]). 然而,对于另一种所有权结构——管理股权结构,上市公司似乎兴趣不大,国内学者对上市公司管理股权结构的经验研究甚少. 随着对股权结构研究的深入,国外学者开始将研究的重点转移到管理股权的外生性与内生性以及管理股权与公司财务政策以及公司价值的关系等问题上. 如, Demsetz 和 Lehn (1985)^[5]运用联立方程来控制内生性,发现所有权结构是由公司价值内生所决定的,还指出是投资而不是管理层持股对公司价值产生显著影响. Cho (1998)^[6]使用《财富》500强制造企业横截面样本作为研究对象,检验了管理层持股、投资和公司价值之间的关系. 结果发现,股权的内生性会影响公司投资,从而影响公司价值,公司价值反过来也会影响管理层持股结构.

众所周知,中国绝大部分上市公司是由国企改制而成,加之当时政策上有扶持国有企业上市及国家要在上市公司中保持控股乃至绝对控股地位的指导思想,造成了上市公司极不合理的股权结构. 在这种特殊的股权结构下,大多数上市公司由国有大股东控股,公司股东大会的权力虚置. 虽然公司管理层持股比例较

少,但作为国有大股东的代理人,公司的很大一部分战略决策仍然由管理层决定. 因此,公司管理层持股比例对公司的投资决策仍然有着非常重要的影响. 公司管理层持股比例多,在进行投资决策时,管理层会权衡利益得失,更容易追求公司的长期发展目标,从而会相应增加公司价值. 相反,如果公司管理层持股比例少,决策失误对其自身利益影响较小,作为理性人,考虑更多的是其自身利益的得失,由于他们的职位大多是由行政任命,具有短期性,他们的决策较多地注重短期目标. 因此,这种情况下会降低公司价值.

同时,公司价值对管理层持股也有较大的影响:在公司价值很高的情况下,管理层会持有公司较高比例的股份,这样可以享受他们努力后结果的很大一部分价值;而当公司价值很低的情况下,持有公司股份具有很大的风险,而且管理层是公司内部信息的知情者,因此公司管理层持有较低的股份也就不足为奇了. 因此,管理层持股比例与公司价值存在相互影响关系,而投资决策则成为两者作用关系的纽带.

笔者在 Cho (1998)方法的基础上,从总资产收益率和 Tobin's Q 两个角度,通过建立 1998-2003 年的面板数据模型和联立方程模型,检验管理层持股比例的内生性问题,试图为中国上市公司的管理层持股比

* 收稿日期:2006-02-20

基金项目:国家自然科学基金(项目批准号:70372041)

作者简介:魏锋(1974-),重庆人,重庆大学讲师,博士,研究方向:财务与金融.

例与公司投资行为、公司价值之间的关系提供一些经验性的结论。

1 样本选取与模型说明

1.1 样本选取

选择沪、深两市上市公司 1998 - 2003 年 6 年的财务数据进行研究。为了保证结果的准确性和客观性, 按如下原则进行样本筛选:

1) 中国上市公司 1998 年才开始公布现金流量表以及为避免新股发行的影响, 选取 1997 年 12 月 31 日前上市的 A 股公司 382 家为原始样本;

2) 为避免异常值的影响, 从原始样本中剔除每年被 ST 和 PT 的公司、同时发行 B 股、H 股和 N 股的公司;

3) 为保证公司投资行为的可持续性, 剔除变更主营业务以及进行过资产重组的公司, 最后剩下共 319 家公司, 其中深市 145 家, 沪市 174 家。

股权结构数据来自于巨潮资讯网 (www. cninfo. com. cn), 其余数据全部来自于深圳市国泰安信息技术有限公司 (GTA) 提供的中国股票市场研究 (CSMAR) 数据库。相关变量及其定义如表 1。

表 1 相关变量的定义

变量	变量的定义
资产收益率 (ROA)	ROA = 净利润 / 年末总资产
Tobin's Q (TQ)	TQ = (公司年末股价 × 流通股数量 + 每股净资产 × 非流通股数量 + 公司负债面值) / 公司总资产账面价值
公司投资 (IK)	IK = (期末固定资产原价、工程物质和在建工程三项之和 - 期初固定资产原价、工程物质和在建工程三项之和) / 期初固定资产原价
管理层持股比例 (GC)	GC = 高层管理者 (包括董事会成员、监事会成员、董事会秘书以及经理层) 持股数之和 / 总股份数 × 100%
第一大股东持股比例 (DDG)	DDG = 第一大股东持有股份数 / 总股份数 × 100%
第一大股东身份是否为国有股 (SG)	如果是国有股, SG = 1; 否则, SG = 0
流动性 (CFK)	CFK = 公司经营现金流量净额 / 固定资产原价
资产负债率 (DBR)	DBR = 总负债 / 总资产 × 100%
公司规模 (LNA)	公司总资产的自然对数
行业虚拟变量 (SMI)	若样本公司属于非制造业, 则 SMI = 1; 否则, SMI = 0
年度虚拟变量 (Y1998、Y1999、Y2000、Y2001、Y2002)	当观察值属于 1998 年时, Y1998 = 1; 否则 Y1998 = 0; 当观察值属于 1999 年时, Y1999 = 1; 否则 Y1999 = 0; 当观察值属于 2000 年时, Y2000 = 1; 否则 Y2000 = 0; 当观察值属于 2001 年时, Y2001 = 1; 否则 Y2001 = 0; 当观察值属于 2002 年时, Y2002 = 1; 否则 Y2002 = 0

1.2 研究模型

由于重点考察管理层持股比例的内生性问题, 因此, 借鉴 Cho (1998) 的联立方程模型, 构建如下模型:

$$GC = \beta_0 + \beta_1 IK + \beta_2 ROA(TQ) + \beta_i (\text{ControlVariable}) \quad (1)$$

$$IK = \beta_0 + \beta_1 GC + \beta_2 GC2 + \beta_3 ROA(TQ) + \beta_i (\text{ControlVariable}) \quad (2)$$

$$ROA(TQ) = \beta_0 + \beta_1 GC + \beta_2 GC2 + \beta_3 IK + \beta_i (\text{ControlVariable}) \quad (3)$$

2 实证结果与分析

2.1 描述性统计分析

表 2 列示了样本公司相关变量的描述性统计特

征。从表 2 可以看出, 样本公司中第一大股东持股比例均值达到 45.71%, 而高层管理者持股比例均值仅为 0.06%, 最大值为 3.96%, 说明中国上市公司大多由第一大股东控股, 管理层持股比例普遍偏低。资产负债率的均值为 42.64%, 标准差为 16.44, 说明中国上市公司的负债理念是有区别的, 有些公司举债较多, 而有些公司举债较保守。同时, 还发现, 公司持有的现金流、公司的总资产收益率和 Tobin's Q 均较低, 分别为 0.17、4.07% 和 2.28, 说明中国上市公司盈利能力和市场表现能力都较差。公司规模的标准差为 0.79, 均值为 21.01, 说明样本上市公司的总资产差异不大。

表2 样本公司的相关变量的描述性统计分析表

变量	观察值	最小值	最大值	均值	标准差
DDG	1914	3.13	88.58	45.71	17.32
GC	1914	0.00	3.96	0.06	0.15
DBR	1914	2.11	84.96	42.64	16.44
IK	1914	0.01	72.86	1.68	2.52
CFK	1914	-16.97	16.87	0.17	1.31
ROA	1914	-41.30	57.88	4.07	4.81
TQ	1914	1.02	26.98	2.28	1.39
LNA	1914	18.59	23.78	21.01	0.79

2.2 管理层持股比例的内生性检验

表3 管理层持股比例的内生性检验结果表

因变量:GC				
变量	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
常数项	-0.0528*** (-3.4545)	1.7566 (0.7220)	-0.1265*** (-6.7259)	-12.8340*** (-2.9822)
IK	0.0114** (2.1915)	0.4139 (1.1033)	0.0171*** (3.3793)	0.2840 (0.6597)
ROA	0.0224*** (8.0374)	0.1732*** (3.1073)		
TQ			0.0683*** (10.3122)	1.0624*** (4.3699)
DDG		-0.0002 (-0.0817)		0.0084*** (2.7153)
SG		0.0903 (0.8009)		0.7368*** (3.4692)
DBR		0.0129** (2.2828)		-0.0194*** (-3.6538)
CFK		-0.2251 (-1.1875)		-0.1720 (0.7930)
LNA		-0.1771 (-1.2762)		0.4962** (2.4412)
因变量:IK				
变量	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
常数项	1.7471*** (7.2392)	1.2136 (0.0301)	2.0473*** (7.8225)	21.5674 (0.5123)
GC	1.6953 (0.4178)	153.3925 (0.1873)	4.8302 (1.1129)	29.5656 (0.6767)
GC2	-0.6472 (-0.3395)	-71.6444 (-0.1871)	-2.0386 (-1.0056)	-12.9649 (-0.6643)
ROA	-0.0372 (-0.9443)	0.5994 (0.1685)		
TQ			-0.2613** (-2.51105)	-1.8914 (-0.6468)
DDG		0.0820 (0.1814)		-0.0006 (-0.0292)
SG		3.1749 (0.1768)		-0.8288 (-0.5396)
DBR		0.1033 (0.1893)		0.0453 (0.7976)
CFK	0.7364 (0.5765)			0.6065*** (3.6073)
LNA	-0.9830 (-0.1367)			-0.9247 (-0.4947)

因变量: ROA(TQ)				
变量	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
常数项	3.9539*** (9.3094)	-2.0246 (-0.0358)	1.8933*** (10.6404)	11.4027** (2.3207)
GC	6.7712 (0.8797)	-255.8863 (0.6345)	13.1240*** (4.0698)	15.6314 (0.8336)
GC2	-2.1892 (-0.6047)	119.5158 (0.6391)	-5.7005*** (-3.7585)	-6.8546 (-0.7889)
IK	-0.1255 (-0.9131)	1.6681 (0.1685)	-0.1311*** (-2.2755)	-0.5287 (-0.6468)
DDG		-0.1368 (-0.6196)		-0.0003 (-0.0295)
SG		-5.2962 (0.6737)		-0.4382 (-1.1246)
DBR		-0.1724 (-1.0959)		0.0240 (2.5140)
CFK		-1.2285 (-0.2278)		0.3207 (0.7495)
LNA		1.6400 (0.4778)		-0.4889* (-1.8325)

说明: 回归是在 Eviews 3.0 的 System 环境下运行的, 且考虑了行业和时间虚拟变量的影响, 限于篇幅, 没有列示结果。括号中的数值为系数显著性检验的 T 值, 其中 * * *、* *、* 表示通过 1%、5%、10% 的显著性检验。

从表 3 的联立方程模型可以看出, 就公司价值与管理层持股比例之间的关系而言, 无论有无控制变量, 公司价值都对管理层持股比例的多少有显著正向影响。而管理层持股比例对公司价值的影响仅在没有控制变量且公司价值以 Tobin's Q 度量的情况下才显著, 且符号为负。因此, 管理层持股比例存在区间效应, 这与利益一致假设和管理防御假设一致。这一结论验证了 Cho(1998) 关于管理层持股比例具有内生性的结论。并进而说明在中国上市公司, 管理层知道更多关于公司未来发展前途的信息, 从而公司价值越大, 管理层持股比例越多, 从而更容易为自己谋取私利。就管理层持股比例与公司投资之间的关系而言, 在无控制变量的模型中, 公司投资对管理层持股比例有显著正向影响, 而在有控制变量的模型中, 公司投资对管理层持股比例的正向影响不显著。同时, 还发现, 无论有无控制变量, 管理层持股比例对公司投资的影响都不显著, 且管理层持股比例平方项前的系数符号与管理层持股比例

前的系数符号相反。就公司投资与公司价值之间的关系而言, 公司价值与投资之间呈负向关系, 但它们的显著性有差异。公司投资与公司价值的相互影响关系仅在没有控制变量且公司价值以 Tobin's Q 度量的情况下才显著。因此进一步验证了管理层持股比例与公司价值、投资之间呈非线性关系。但同时, 也可发现, 这些结论与 Cho(1998) 关于美国上市公司的实证检验结果有一定的差异: Cho 认为, 公司投资影响公司价值, 并进而影响管理层持股比例, 但逆向关系不成立。而笔者以中国上市公司为样本进行检验的结果表明: 当以 ROA 度量公司价值时, 公司价值影响管理层持股比例, 但逆向关系不成立。而当以 Tobin's Q 度量公司价值且没有控制变量时, 公司投资影响公司价值并进而影响管理层持股比例, 反过来, 管理层持股比例对公司价值也有显著影响关系, 但管理层持股比例对公司投资的影响不显著。因此, 考察我国上市公司管理层持股比例的内生性问题更复杂, 有待进一步实证检验。

3 结 论

当以 ROA 度量公司价值时, 公司价值影响管理层持股比例, 但逆向关系不成立。而当以 Tobin's Q 度量

公司价值且没有控制变量时,公司投资影响公司价值并进而影响管理层持股比例,而且管理层持股比例也影响公司价值,但管理层持股比例对公司投资的影响不显著.这些结果验证了管理股权的内生性问题.因此,忽略管理股权的内生性,势必影响实证结果的稳定性和可靠性.

结论对目前管理层的报酬激励问题、经理的任命制度以及公司价值的度量标准有一定的参考价值.在管理层持股比例较低以及经理的任命受制于控股股东的情况下,通过适当提高管理层持股比例并不能很好地解决股东与经理之间的利益冲突,而且经理在财务决策中不会发挥很大的作用,因此不会诱使公司管理层朝着股东设想的公司价值最大化的目标努力.

参考文献:

- [1] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000, 3: 32 - 39.
- [2] 于东智、谷立日. 公司的领导权结构与经营绩效[J]. 中国工业经济, 2002, 2: 70 - 78.
- [3] 吴淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究[J]. 中国工业经济, 2002, 1: 80 - 87.
- [4] 湛新民, 刘善敏. 上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J]. 经济研究, 2003, 8: 55 - 63.
- [5] DEMSETZH, LEHN K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(6): 1 155 - 1 177.
- [6] CHO M H. Ownershi PStructure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 47: 103 - 121.

Managerial Ownership, Investment and Corporate Value

WEI Feng, RAN Guang-he

(College of Trade and Public Administration Chongqing University Chongqing 400030, China)

Abstract: Based on the data of the 319 listed companies in the Shanghai and Shenzhen stock exchange over the 1998 - 2003 period, the paper examines the relation among managerial ownership, investment and corporate value, focusing on the endogeneity of managerial ownership. OLS regression results show that the endogeneity of managerial ownership may affect the results. With the measurement of ROA corporate value, corporate value affects managerial ownership, but not vice versa. But with the measurement of Tobin's Q corporate value, investment affects corporate value, which in turn, affects managerial ownership.

Key words: managerial ownership; investment; corporate value

(编辑 成孝义)