

公司领导权结构与公司绩效

——基于中国上市公司的实证分析

熊风华 彭 珏

摘要：公司领导权结构是反映董事会与经理层关系的重要制度安排。在现有研究框架的基础上,对中国上市公司的公司领导权结构与公司绩效关系的经验分析表明:公司领导权结构与公司绩效之间不存在显著的正或负相关关系,董事长与总经理两职合一公司绩效的标准差显著大于两职分离公司绩效的标准差。

关键词：领导权结构 两职合一 公司绩效

公司领导权结构是指公司董事会主席(董事长)与公司经营“一把手”总经理是否由一个人兼任。它是现代公司协调董事会与经理层关系的重要内部治理机制。国外股东主义认为董事长与 CEO 两职应该分离,以便于董事会成员能对 CEO 进行有效的监督。在中国上市公司的规范研究中,也认为董事长与总经理两职合一是阻碍公司绩效提高的一个重要因素,证监会把董事长与总经理两职分离作为完善公司治理的一个重要措施。但迄今为止,关于公司领导权结构对公司绩效的影响,无论实践界还是学术界均未形成一致的结论。本文试图在现有研究的框架下,以中国上市公司为研究样本,对领导权结构与公司绩效的关系进行实证分析,揭示在我国特殊环境下的公司领导权结构与公司绩效的关系。

一、文献回顾

公司领导权结构安排是公司内部治理的核心,长期受理论界与实践界的关注,这些关注是为了弄清楚公司领导权结构与公司绩效的关系。基于代理理论的学者认为两职合一对公司绩效具有负向影响。他们指出,董事会作为现代公司内部治理机制的核心,是股东的信托机构,其最基本的职能是代表股东监控经理层,当经理层的工作不能令董事会满意时,董事会就要解除总经理的职务。如果董事长与总经理两职合一,则意味着控制公司经营权的总经理“俘获”了董事会,高层管理人员拥有了更大的权力,更有可能采取机会主义行径侵害股东利益,从而对公司绩效产生不利影响。正因如此,Fama 和 Jensen(1983)主张将企业“决策控制”和“决策管理”两项权力分开,认为两职分离的领导权结构有助于

解决公司治理中存在的剩余风险承担和控制分离带来的代理问题,进而降低代理成本,提高公司治理效率与绩效。Robert 和 Nell(1994)也指出,为了保证董事会的独立性,有效的监督管理层,公司应实行两职分离。与代理理论相反,Donaldson(1990)认为经理人员本质上不是机会主义与逃避责任的人,在企业持续经营的情况下,经理层的利益与股东的利益是一致的,两职合一将促进经理人员采取有效行动,提升企业绩效。Anderson 和 Anthony(1994)也指出两职合一为公司提供一个强有力的领导核心,并会产生更清晰的公司战略和使命。

管理自主权理论与决策理论专家从另外一个角度论述了公司领导权结构与绩效的关系。Hambrick 和 Mason(1984)认为 CEO 是组织发展的最基本的动力,那么 CEO 拥有高的自主权,公司绩效与管理者个人能力、偏好等紧密相关;反之,如果自主权越小,公司绩效与管理者的个人特性关系更小。Finkelstein 和 Hambrick(1996)指出管理者偏好、经历等均会影响公司行为。两职合一的公司由于权力更加集中,公司业绩与管理者特性紧密相关,好的管理者可能导致好的业绩,而不好的管理者可能导致不好的业绩,此类企业业绩差异更大。

针对上述理论,经济学家进行了大量的实证研究,目前尚无统一的结论。Rechner 和 Dalton(1991)研究了 141 家企业,这些企业在 1978-1983 年领导权结构没有发生变化。利用资产收益率、股权收益率和利润边际作为财务指标来衡量公司业绩,通过回归分析,发现两职分离的公司业绩优于两职合一的公司。Pi 和 Timme(1993)用银行样本做了类似的研究,也发现了同样的结果。Baliga(1996)选

择了 181 家公司组成样本进行分析,那些两职分离的企业,在长期业绩上比一元结构的企业更好,但是,在他们的研究中,不能发现把一元结构变成二元结构就可以改善公司业绩的证据。Brickley、Coles 和 Jarrel (1997)发现,两职合一的公司无论财务业绩还是市场业绩都并不差,他们对美国公司采用两职合一的领导权结构进行了解释,认为两职合一可能是美国企业权力结构的一个传统。Adams (2005)通过对 CEO 权力与公司绩效关系研究,指出两职合一的 CEO 拥有更大的权力,从而导致公司绩效具有更大的差异。

国内学者对领导权结构与公司绩效的影响的研究,主要是基于现有理论对两职合一或分离对公司绩效正或负影响的讨论。吴淑琨等人 (1998)以中国上市公司为样本,对董事长与总经理两职合一或分离与公司绩效进行了实证分析,得出两职关系与公司业绩之间没有显著的相关关系。于东智和谷立日 (2002)从董事会独立性与执行层创新的自由空间出发,认为领导结构与公司绩效无关,且加入环境变量也不能调和两者之间的关系。对此,他解释为公司绩效的决定因素是复杂的,而且相互联系,不能用单一的变量(如两职设置)来衡量。徐二明和张晗 (2006)通过对公司领导权结构、董事会构成和董事会持股结构的联合考察,也得到类似的结论。而浦自立和刘苟佳 (2004)从控制权的角度入手,通过构建控制权比例和 EVA 为绩效指标的数据库,发现两职合一带来决策效益下降,所以两职合一与公司绩效负相关。

上述研究较为全面,但均基于这样一种视角,即公司董事长为董事会召集人,掌握公司决策权与监督权,总经理掌握公司经营权,总经理拥有公司经营的信息优势。所以代理理论认为掌握经营权的总经理如果兼任董事长,就会导致对董事会的控制,从而增加代理成本,进而降低公司绩效。另外,管理主义认为两职合一的公司具有一个强有力的领导,使其更能采取有效的行动提升公司绩效。中国上市公司广泛存在控股股东,控股股东往往凭借手中的权力控制着上市公司,最常用的手段就是委派或亲自担任上市公司董事长。并且由于受公司法以及传统的影响,中国企业的董事长并不是一个真正意义上的董事会召集人,董事长一般担任企业法人代表,对企业重大决策及其经营后果负责。这种情况下,企业董事长不仅对总经理的任免具有很大的权力,而且还经常参与企业经营管理活动,可以这样说,中国公司的董事长就是公司的 CEO。此外,国内文献对公司领导结构对绩效的影响,一般是分析其正或负的影响,而没有涉及对公司业绩变化幅度的影响。从管理自主权理论与决策理论出发,公司领导结构对

公司业绩变化幅度的影响也是一个重要的方面。

鉴于此,本文基于董事长为公司 CEO 的视角,利用 2003-2006 年上市公司的面板数据 (panel data),对领导权结构与公司绩效的关系进行经验分析。

二、研究设计与研究模型

(一) 研究假设

研究中国上市公司领导权结构与公司绩效的关系时,必须面对中国上市公司的两个实际情况:一是中国上市公司的股权相对集中,广泛存在控股股东,企业控制权掌握控股股东的手中,他们委派或亲自担任企业董事长。二是中国企业的董事长并不是一个真正意义上的董事会召集人,董事长一般担任企业法人代表,是公司重大行政问题的最后拍板人与责任人,经常参与企业经营管理活动,并对总经理任命具有很大的权力,在单个股东绝对控股的上市公司中,许多董事长实际是公司的执行 CEO。这种情况下,董事长与总经理两职合一,不同于上面代理理论中的总经理俘获董事会,而是董事长权力的进一步延伸;董事长与总经理两职分离,总经理的自主权并不大,很多事情必须听命于公司董事长。中国还没有形成西方社会的独立经理人阶层,公司控制很大程度上表现为董事长依赖于控股股东的控制。中国公司的代理关系,不同于发达国家的董事会与经理层的代理关系,而是外部股东与以董事长为核心的内部人的委托代理。两职合一不会提高代理成本而影响公司绩效。同样,由于总经理自主权不大,即使两职分离情况下,董事长仍然拥有足够的权威影响公司的决策提议与日常经营活动。两职分离也不会导致董事长权力的过分分散,降低自主性与创新性,削弱公司竞争力。所以说中国上市公司两职状态对代理成本或管理者的自主性影响不大,公司领导权结构对公司绩效无显著正或负的影响。

另外,两职合一进一步加强了董事长对公司的控制力,从管理自主权理论与决策理论来看,两职合一公司的业绩与个人特性紧密相关,那么好的决策和坏的决策都容易被通过,从而加大了企业经营风险,增加了企业业绩波动的可能性。因此我们提出如下假设:

公司领导权结构(董事长与总经理是否两职合一)与公司绩效无显著正或负的关系;两职合一(董事长与总经理两职合一)公司绩效的标准差大于两职分离(董事长与总经理两职分离)公司绩效的标准差。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:绩效指标

净资产收益率(ROE) 是衡量公司对股东投入

资本的利用效率,它是反映资本收益能力的通用指标,故选择其作为公司绩效的一个指标。此外,由于净资产收益率是中国证监会对公司配股、增发等的一个考核指标,上市公司存在盈余管理的动机,我们还选择了主营业务净资产收益率(CROE)作为衡量企业绩效的另外一个指标。这一指标的分子为主营业务净利润,在一定程度上降低了公司操纵利润对绩效指标的影响。

2. 解释变量:两职状态

为探讨公司领导权结构对绩效的影响,对公司领导权结构的两职状态(董事长与总经理是否合一)设置虚拟变量 CCT,若董事长与总经理两职合一, CCT取 1,否则取 0。

3. 控制变量

除了公司领导权结构之外,其他一些因素也可能影响公司的经营绩效。为控制其他公司特征对公司绩效的影响,参照相关文献,选择总资产对数、资产负债率和直接控股股东性质作为控制变量。

表 1 变量定义表	
变量名称	变量定义
净资产收益率(ROE)	净资产收益率 = 净利润/ 期末净资产
主营业务净资产收益率(CROE)	主营业务净资产收益率 = 主营业务净利润/ 净资产
领导权结构(CCT)	两职状态合一,取 1,否则取 0
资产负债率(ARL)	资产负债率 = 负债/ 总资产
总资产(TA)	企业账面总资产
直接控股股东性质(CS)	虚拟变量,控股股东国有为 1,其他为 0

(三) 模型与方法

根据上面的理论分析与研究假设,公司领导权结构对绩效的影响表现为两个方面,一是领导权结构与绩效是否显著正或负相关,二是领导权结构对绩效标准差的影响。

对企业绩效是否显著正或负的影响,本文构建如下回归模型。

$$P = \beta_0 + \beta_1 CCT + \beta_2 \ln(TA) + \beta_3 ARL + \beta_4 CS + u$$

其中:P 为公司绩效,分别以净资产收益率和主营业务净资产收益率衡量; β_0 为常数项; β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4

为回归参数;u 为随机扰动项。

具有不同性质控股股东公司,领导权结构对绩效的影响具有一定差异,所以选取了控股股东性质作为一个控制变量。

对于领导权结构对公司绩效波动的影响,由于只有公司领导权结构一个解释变量,本文采用参数检验的方法来分析两者是否显著差异。

三、实证结果及分析

(一) 样本与数据

本文以 2003-2006 年所有中国上市公司(A 股)为基本研究对象,进一步剔除了金融类上市公司、数据资料不齐全的上市公司。数据来源于国泰安金融经济信息数据库(CSMAR数据)和巨潮信息网(www.cninfo.com.cn)。

(二) 描述统计分析

为了考察上市公司董事长与总经理的两职状态,利用 CSMAR数据库的《中国上市公司治理结构数据库》,对 2003-2006 年上市公司的领导权结构进行了统计,如表 2。可以看出,我国上市公司领导权普遍表现为董事长与总经理两职分离,两职合一的比重在 13% 以下。并且过去几年,两职合一的公司比重逐渐减少,两职合一公司比例,1997 年为 40.5%,2000 年为 16.91%。

表 2 2003-2006 年中国上市公司领导权结构统计表

	合计	两职合一		两职分离	
		公司数	比率(%)	公司数	比率(%)
2003	1 226	1 100	10.28	126	89.72
2004	1 321	1 165	11.81	156	88.19
2005	1 306	1 158	11.33	148	88.67
2006	1 387	1 211	12.69	176	87.31

消除异常数据后,根据董事长与总经理两职是否合一,简单地把上市公司分为两类进行统计分析,其绩效的统计表如表 3。选择 2003-2006 年两职状态保持不变的公司,在计算各公司 2003-2006 年平均业绩基础上,得到其标准差结果如表 4。

表 3 公司绩效的描述统计表							
董事长 总经理 两职分离		均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测值
	净资产收益率(ROE,%)	5.02	5.67	11.11	-58.71	58.40	3 943
	主营业务净资产收益率(CROE,%)	11.92	10.42	7.85	-14.81	56.29	3 943
	直接控股股东性质	0.63	1	0.48	0	1	3 943
	资产负债率(%)	49.06	50.70	48.39	0.81	97.75	3 943
董事长 总经理 两职合一	总资产(万元)	390 000	173 000	1 750 000	6 050	59 500 000	3 943
	净资产收益率(ROE,%)	5.04	5.27	11.00	-48.61	36.65	474
	主营业务净资产收益率(CROE,%)	12.09	10.32	9.05	-2.59	59.20	474
	直接控股股东性质	0.57	1	0.50	0	1	474
	资产负债率(%)	50.67	51.19	18.17	4.73	95.91	474
	总资产(万元)	274 000	153 000	760 000	307	15 000 000	474

表 4 公司领导权结构与绩效标准差统计表

	净资产收 益率标准差	观察值	主营业务净资 产收益率标准差	观察值
董事长与总 经理两职合一	0.071008	46	0.09480652	49
董事长与总 经理两职分离	0.074071	845	0.07195275	901

从表 3 可见,董事长与总经理两职合一的公司净资产收益率(5.04%)略高于两职分离的公司(5.02%),但董事长与总经理两职合一的公司主营业务净资产收益率(5.27%)却低于两职分离的公司(5.67%)。净资产收益率普遍低于主营业务净资产收益率,说明上市公司普遍存在其他的损失。从表 4 来看,用净资产收益率指标计算的标准差,两职合一的公司略小于两职分离的公司,而主营业务净资产收益率标准差,两职合一的公司远大于两职分离的公司。从描述统计来看,不能直接判断哪种领导权结构绩效更好,而不同领导权结构公司绩效的标准差也不尽一致。

(三)实证结果与解释

在描述性分析中,不能对公司领导权结构与绩效的关系做出准确的判断。对于领导权结构与公司绩效正或负相关关系,利用不平衡面板数据,运用计量分析软件 Eviews5.0 对模型进行回归分析,结果如表 5 所示;对于不同领导权公司绩效的标准差的影响,用参数检验的方法,先进行双侧检验,看是否显著差异,若显著差异,进一步进行单侧检验,以判断大的标准差是否显著大于小的标准差,结果如表 6。

表 5 公司领导结构与公司绩效回归分析结果

	净资产收益率	主营业务净 资产收益率
常数项	-0.4605 (0.0000)	-0.0798 (0.0018)
董事长与总经理两 职合一	0.0066 (0.1993)	0.0053 (0.1632)
总资产对数	0.0257 (0.0000)	0.0116 (0.0000)
负债率	-0.0755 (0.0000)	-0.0969 (0.0000)
直接控股股东性质	-0.0025 (0.0000)	-0.0031 (0.2105)
年	0.0031	-0.0029
度	0.0025	0.0016
对	-0.0127	-0.0018
常数	0.0067	0.0031
项	拟合优度 R ²	0.063
影响	模型 F 与 p 值	42.43 (0.0000)
	观察值数量	4 424

注:括号内数字为 P 值。

表 6 公司领导权结构与绩效标准差分析结果

	净资产收 益率标准差	主营业务净资 产收益率标准差
F 检验统计量值	1.04	1.32
P 值(双侧检验)	0.5004	0.0065
P 值(单侧检验)	-	0.0035

从以上回归结果可看出,在控制了企业规模、负债以及控股股东性质等影响的情况下,公司领导权结构与公司绩效无显著正或负相关关系。领导权结构为两职合一公司的主营业务净资产收益率标准差显著高于两职分离的公司,两类领导权结构公司的净资产收益率标准差无显著差异。反映公司领导权结构与公司绩效标准差关系时,由于选取绩效指标的不同,结果不尽相同。原因可能是多方面的,净资产收益率是大多数公司考察业绩的一个核心指标,且为中国证监会作为上市公司增发、配股等的重要指标,存在着操纵与粉饰的可能性。所以我们认为两职合一公司的绩效的标准差显著大于两职分离的公司。

股东主义从委托代理角度出发,认为董事长与总经理两职合一时,总经理“俘获”董事会,又由于经理层与股东利益不一致,进而损害公司绩效;而管理主义认为,两职合一可以提供一个强有力的领导,可以提升公司绩效。但在中国,没有独立的经理人阶层,公司控制本质不是经理层控制,而是董事长依赖于控股股东对公司的控制。中国公司委托代理主要表现为外部股东与以董事长为核心的内部人的委托代理关系。许多公司董事长不仅具有应有的监督审批权,而且亲自指导、参与经理的决策提议活动,董事长在公司具有绝对权威。即使两职合一,也不是总经理对董事会的“俘获”,而是董事长权力的进一步延伸。在两职分离情况下,董事长不仅具有监督权,而且具有足够的权威与权力干预企业决策提议和日常管理。所以公司领导权结构对企业代理成本以及董事长的权力影响不大,进而公司领导权结构也不会直接损害或提升公司绩效。虽然,中国公司两职状态对董事长的决策提议等权力影响不大,但是从管理自主权理论与决策理论来看,此时,好的或坏的决策都更容易通过,其绩效更容易出现波动。本文的实证结果也证实了这一假设。

四、结论

本文利用中国上市公司的面板数据,对公司领导权结构与绩效这一争论问题进行了经验研究,得到如下结论与建议。

1. 董事长与总经理两职是否合一与公司绩效无显著正或负相关。中国上市公司中,股权相对集中,广泛存在控股股东,公司领导权的安排体现了控股股东的意志。在公司法规定董事长为法定代表人,在存在控股股东的情况下,“坐班”的董事长实际上是控股股东的代表,也往往就是公司的 CEO,不仅具

有决策控制权,还亲自参与或指导经理的日常经营活动。所以,中国上市公司还没有真正形成类似西方社会的独立经理人阶层,董事长与总经理两职合一不是经理层对董事会的“俘获”,而是董事长权力进一步向经营层的扩展。即使在两职分离的情况下,董事长也参与公司的经营活动,并且往往主导公司的经营活动,经理层自主权并不大。此时,公司治理的代理问题并不是董事长与总经理之间的委托代理关系,而是外部股东与以董事长为核心的公司内部人的代理问题。所以,董事长与总经理两职是否合一与公司绩效无显著正或负相关,本文的实证结果也印证了这一点。

2. 虽然董事长与总经理两职是否合一与公司绩效无显著正或负相关,但两职合一公司具有更大绩效标准差。因为两职合一相对于两职分离的情况,董事长具有更大的权力,从决策理论出发,此时公司好的或坏的决策均更可能通过,从而导致公司的业绩出现极好或极差的情况,所以两职合一的公司绩效的标准差更大。实证结果中,不同领导权结构公司的主营业务净资产收益率标准差差异显著,但净资产收益率标准差不显著,可能是由于上市公司存在报表粉饰或利润操纵。

3. 公司领导权结构与公司绩效的关系一直存在争论。本文仅从中国公司领导权实际情况做了初步的研究,同时受研究方法手段、资料与数据来源的限制,本文研究存在诸多不足。一是样本选择上,用2003-2006年不平衡面板数据进行分析,尽可能反映各种信息,但仍可能出现样本选择偏差的问题。上市公司中,国有控股企业居多,而在市场经济条件下,民营经济逐步发展壮大,因此结论进一步推广存在一定问题。二是控制变量的选择上,考虑了主要的变量,但行业、环境变量没有纳入分析。此外,反映董事长与总经理权力的因素众多,包括持股、是否为公司创始人、薪酬、声望以及个人特性等,没能把这些纳入分析,这是本研究的不足,也是今后深入研究的方向。

4. 公司绩效的决定因素复杂且相互联系。在现行制度下,公司广泛存在控股股东,董事长作为控股股东在公司的代表,不仅具有决策审批权,而且参与和指导决策提议以及日常管理活动,董事长被“经理化”,实际上就是公司CEO。为了避免董事长权力“独大”,让决策更加科学化,现阶段两职分离对于中国公司也许是一个较好的选择。

率我们采用全面摊薄法计算,净资产收益率=报告期净利润/期末净资产。

主营业务净资产收益率(CROE)=主营业务净利润/净资产,净资产=(期初净资产+期末净资产)/2,反映了报告期主营业务平均盈利能力。

该数据引用于《管理世界》2004年第9期《公司控制中的董事会领导结构和公司绩效》。

参考文献:

1. Fama, E. and Jensen, M., 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
2. Monks, Robert A. G. and Minow, Nell, 1996. *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*. Oxford: Blackwell.
3. Hambrick, D. and Mason, P., 1984. "Upper Echelons: the Organization as a Reflection of Its Top Managers." *Academy of Management Review*, Vol. 9, pp. 193-206.
4. Finkelstein, S. and Hambrick, D. C., 1996. *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. New York: West Publishing Company.
5. Rechner, P. L. and Dalton, D. L., 1991. "CEO Duality and Organization Performance: a Longitudinal Analysis." *Strategic Management Journal*, Vol. 16, pp. 85-99.
6. Pi, Lynn and Timme, Stephen G., 1993. "Corporate Control and Bank Efficiency." *Journal of Banking & Finance*, Vol. 17, pp. 515-530.
7. Baliga, B. R., Moyer, R. C. and Rao, R. S., 1996. "CEO Duality and Firm Performance: What is the Fuss?" *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 41-53.
8. Brickley, J., Coles, J. and Jarrell, G., 1997. "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board." *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3, pp. 189-220.
9. Adams, Renee B., 2005. "Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance." *The Review of Financial Studies*, Vol. 18, pp. 1405-1431.
10. 吴淑琨等:《董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析》,载《经济研究》,1998(8)。
11. 于东智、谷立日:《公司的领导权结构与经营绩效》,载《中国工业经济》,2002(2)。
12. 徐二明、张晗:《上市公司董事会监督机制替代效应对绩效影响的实证研究》,载《经济理论与经济管理》,2006(11)。
13. 浦自立等:《公司控制中的董事会领导结构和公司绩效》,载《管理世界》,2004(9)。
14. 李有根、赵西萍:《大股东股权、经理自主权与公司绩效》,载《中国软科学》,2004(4)。
15. 李孔岳:《董事会领导结构的效率检验与理论分析》,载《学术研究》,2006(11)。
16. 宁向东:《公司治理理论》,北京,中国发展出版社,2005。

注释:

为了反映公司为股东创造价值的能力,对净资产收益

(作者单位:西南大学经济管理学院 重庆 400715)

(责任编辑:刘成奎)