

公司内部治理 有效性研究：一个文献综述^{*}

邱冠华

摘要：从股权结构、独立董事和经营者三个视角，对有关公司内部治理有效性的主要实证文献进行的回顾与评述结果发现，在取得成绩的同时，目前的研究文献普遍存在“重结果，轻过程；重局部，轻整体；重形式，轻实质”的缺陷。如果这些缺陷没有很好地解决，必将直接影响到公司治理研究和实践的纵深发展。

关键词：公司内部治理 实证研究 文献综述

一、引言

公司治理是近二十年来国内外学术界讨论的“热门”话题。“安然事件”的爆发更是掀起了西方公司治理研究的第二次高潮，2001年《中国上市公司治理准则》的颁布，标志着公司治理在我国的受重视程度上上升到一个新的台阶。人们对公司治理在经济生活中的重要性早已达成共识，而关键问题在于公司治理的实践效果如何。因此，对公司治理实践的有效性开展实证研究，对其有效性做出全面而客观的评价，既是深化公司治理研究的基础，也是完善公司治理实践的保证。迄今，国内外同行在这方面已做出了很大努力，并取得了一批颇具价值的研究成果。但是，在某些方面我们做得还很不够，有待进一步完善。我们也明白，只有客观地总结过去，仔细地分析现在，方能更好地面向未来。本文正是基于此，拟将对前人的研究成果作一概要综述，并指出未来的努力方向。

要对前人的研究成果做出全面而客观的评价并非易事，本文将“以‘股权结构—独立董事—经营者’为逻辑线索展开回顾。这种组织思路的依据在于，公司治理主要分为股东权力行使控制、董事会职能与作用、公司管理权利的激励与制约三个层面：股权结构作为影响公司治理的最根本因素，它从产权制度安排的根本层面决定了公司控制权的配置格局；独立董事制度作为现代公司治理区别于传统法人治

理的重要特征，理所当然地成为了学者们研究公司治理的另一切入点；现代公司控制权基本上已经掌握在经营者手上，如何保证经营者对股东忠诚和尽力，恰是公司治理所要解决的根本问题。可以说，这三个层面基本上反映了公司治理实践的概貌。因此，按此思路展开综述，一方面有利于我们对前人研究成果的全面把握，另一方面也有助于我们发现过去的不足，调整未来的研究方向。

二、股权结构视角

从股权结构角度去研究公司治理是许多学者研究的常见切入点。一般认为，股东权利是公司权利的出发点，由此衍生的股权结构直接决定着公司治理机制的基本特征，从而和公司绩效相关联。因此，从股权结构角度去研究公司治理的有效性，就少不了要研究股权结构与公司绩效的相关性。

在实证研究中，对股权结构的考察一般都是从股权集中度和股权性质两个维度进行区分。这是由于，股权集中度和股权性质对于公司治理乃至公司绩效具有重要意义，前者反映了股东影响经营者的能力，后者对于股东行为及其目标则有直接影响。不难得出结论，不同的股东行为和目标对公司绩效会产生不同的影响。

（一）股权集中度与公司绩效

关于股权集中度与公司绩效的关系，实证结果

* 本文在写作过程中得到了南京大学会计学系博士生导师杨雄胜教授的巨大支持和帮助，在此深表谢意。当然，文责自负。

主要有以下三种观点：

1. 正相关,即股权集中度越高,公司绩效越好。Jain 和 Kini(1994)研究了美国公司的长期市场收益与股权结构之间的关系,发现股权结构的集中程度与公司的长期市场收益为显著的正相关关系。Claessens (1997)对捷克和斯洛伐克,Claessens、Djankov、Fan 和 Lang(1998)对东亚地区企业的股权结构进行了研究,也发现这些国家和地区的股权高度集中,并且与企业价值正相关。Lins(1999)对 18 个新兴市场国家的企业进行的研究同样获得了相似的结果:大股东对企业价值具有正面影响。在投资者权益保护制度较为薄弱的地区,大股东在公司治理中扮演着重要角色,具有积极的作用。在国内,许小年、王燕(1999)、张红军(2000)等分别选取不同的计量方法和代理变量对我国上市公司的股权结构和业绩之间的关系进行了检验,结果发现股权集中度与业绩之间存在显著的正相关关系。持这种观点的人普遍认为,股权集中度的提高有助于增强所有者对经营者监控的动力和能力,从而抑制经营者的“败德行为”,并使之与股东的利益相一致。

2. 非线性关系。Thomsen和 Pedersen(2000)对 435 家欧洲最大型公司的考察后发现,公司绩效与股权集中度之间的联系是非线性的,以至于股权集中度超过某一点后对公司绩效具有相反的作用。Merck、Nakamura和 Shivdasani(2000)研究了日本公司股权结构与公司托宾 Q 值之间的关系,发现公司价值与主办银行持股比例负相关。当公司主办银行持股比例较低时,公司托宾 Q 值随着主办银行持股比例的上升而下降;持股比例达到一定程度后,这种负相关关系逐渐减弱,甚至转变为正相关。我国学者孙永祥、黄祖辉(1999)的研究也发现,企业价值是第一大股东持股比例的二次函数,随着第一大股东持股比例的提高,公司托宾 Q 值先是开始上升;当第一大股东的持股比例超过 50% 之后,托宾 Q 值开始下降。杜莹、刘立国(2002)、吴淑琨(2002)、向朝进、谢明(2003)等人的研究结果表明,公司绩效与股权集中度呈显著倒 U 型曲线关系。一般认为,当股权集中到一定的程度时,公司治理的代理问题将会由所有者与经营者转移到大股东与中小股东之间,拥有大宗股权的大股东倾向于利用手中的控制权为自己谋取私利(即控制权私人利益),从而造成对中小股东利益的侵害和对企业价值的损害。这种观点也得到了我国上市公司经验数据的支持:唐宗明等(2002)、李增泉、孙铮和任强(2004)、贺建刚、贺刘峰

(2004)、李增泉(2004)和李增泉、孙铮、王志伟(2004)分别从国有股和法人股转让、现金股利政策、资产交易、股票价格的信息含量和资金占用等多个角度提供了所有权结构影响控股股东“掏空”行为的经验证据。

3. 不显著相关。Demsetz(1983)认为企业的所有权结构是寻求公司价值最大化的结果,而且他和 Lehn(1985)通过对前 5 大股东、前 10 大股东持股比例以及代表股权集中度的赫芬德尔指数与会计利润率(ROE)之间的实证分析,没有发现显著的相关关系。他认为当企业的发展要求进行规模扩张时,就会产生一种压力,要求它的股份资本也要达到一定的规模,为此就要求助于分散的所有权结构,而分散与否将决定于因资本联合而减少的风险成本与由此增加的监督成本之间的平衡。按其所言,似乎股权集中度应与企业规模扩张而非绩效有关。

Prowse(1995)的研究表明,日本和德国的银行作为大量上市公司的大股东,它们在公司治理结构中的作用并不像以往其他一些实证研究结果所说的那样显著。Mehran(1995)的研究也发现,股权集中度与企业业绩(托宾 Q 值与 ROA)并无显著相关关系。这种观点在我国也得到一些学者研究的支持。例如,朱武祥、张帆(2001)对 1994-1996 年在深沪两地上市的 217 家 A 股公司进行研究后发现,第一大股东持股比例的高低对上市前 1 年到上市后 4 年期间的总资产利息税前收益率、净资产税前收益率和主营业务利润率等业绩指标的影响并不显著。朱武祥、宋勇(2001)通过对家电行业 20 家上市公司进行的研究也得到了相似结论。

综上所述,股权集中度与公司绩效到底是何种关系,至今仍未取得一致的看法。

(二) 股权性质与公司绩效

根据公司控制权的分配格局,股权可以分为拥有实际控制权的内部股权和没有实际控制权的外部股权。从股权性质角度来检验公司治理的有效性时,西方学者集中研究了内部持股与公司绩效之间的关系,这可能也与英美国家实行股权激励较为普遍有关。

Jensen 和 Meckling(1976)认为,内部持股比例的增加将有助于公司价值的提高,因为随着管理层持股比例的增加,他们在采取背离公司价值最大化行为的同时,自身股权的价值也会受到影响。所以,他们的行为会在机会主义和最大化公司价值之间寻求均衡(吴淑琨,2002)。但 Stulz(1988)认为,随着内部

股权的增加,因经营不善而被接管的可能性也会降低,而接管难度的增加反过来会强化管理者的不思进取(张红军,2000)。可见,内部持股是一把“双刃剑”,在有助于增强股东监控动力的同时,也可能阻碍公司控制权市场功能的有效发挥。

实证界对内部持股与公司绩效之间的关系进行研究得到的结论却不相一致,但发现两者呈非线性关系的研究占大部分。例如,Mork,Shleifer和 Vishny (1988)运用分段回归的方法,以美国351家大公司为样本,根据董事会成员的持股比例分为 $[0,5\%]$ 、 $(5\%,25\%]$ 、 $(25\%,100\%]$ 三个区段,研究了内部持股比例与公司市场价值(托宾Q值)和会计收益之间的关系。结果发现:公司的盈利能力在内部持股比例 $[0,5\%]$ 区段上显著增加,在 $[5\%,25\%]$ 区段上则显著下降,在 $[25\%,100\%]$ 区段上公司价值又随之增加,但是增幅较小;在内部持股比例为25%的水平上,公司价值几乎等于控股比率为0时的公司价值水平。作者将上述发现归结为两个方面原因综合作用的结果:有效监督和管理者篡权。作为内部人的公司董事会成员,本身就有双重的作用,既可能行使有效监督,也有可能获得更多的代理收益。在内部持股比例较低时,有效监督起主导作用,内部管理者的利益和外部股东的利益获得一致;但随着内部持股比例超过一定界限,内部人就可能更希望获得代理收益,从而降低了公司的价值。其后,Wruck (1989)、McConnell和 Servaes(1990)运用类似的方法研究股权结构对公司业绩的影响,结论也基本相同,只是具体的影响区间有所不同。这种不同可能主要出于公司样本和研究期间的差异。

除了非线性关系之外,实证界对内部持股与公司绩效之间的关系还有另外两种声音。根据Oswald和Jahera(1991)的统计,有些研究[如:Vance(1955、1964);KimLee&Francis(1988)]表明内部持股比例与公司绩效呈显著性正相关关系,也有一些研究[如:Schmidt(1975);Lloyd等(1986);Kesner(1987)等]表明两者间不存在显著性关系。

此外,国外有些学者还研究了其他控股类型的股东与公司绩效的关系,如机构投资者[如:Smith(1996);Carleton,Nelson&Weisbach(1998)等]、银行[如:Wdwards&Fischer(1994);Franks&Mayer(2001)等]等,但研究结论远未使我们对这一问题的把握进入自由王国阶段。

鉴于我国上市公司的特殊背景,国内学者在研究持股者身份与公司绩效之间的关系时,对股权性

质主要是从国有股、法人股、流通股(包括A股、B股、H股)三个角度进行划分。较多的实证研究者提供了这样的结论:国家股对公司绩效存在负面影响[如:许小年(1996);许小年、王燕(1997);孙永祥、黄祖辉(1999);刘小玄(2000);杜莹、刘立国(2002);徐晓东、陈小悦(2003)等],法人股对公司绩效具有正面影响[如:许小年(1996);许小年、王燕(1997);孙永祥、黄祖辉(1999);于东智(2001)等]。至于流通股与公司绩效之间的关系,则存在较大争议。许小年(1997)认为个人股比例与公司绩效基本无关;周业安(1999)则发现B股和H股所占比例与ROE呈负相关关系;陈小悦、许晓东(2001)的研究发现流通股比例与企业绩效负相关;而杜莹、刘立国(2002)的研究则表明流通股比例与公司绩效并不存在显著相关性。

(三)简评

我们认为,人们对股权结构与公司绩效相关性的研究之所以存在如此大的分歧,既与人们采取的研究方法不同有关,也与研究对象的时间、空间、结构差别有关,但核心的问题在于人们对公司治理(具体至股权结构)与公司绩效关系上的主要表征的看法存在差异。问题关键在于,把股权集中度与股权性质作为公司治理的替代变量来研究,必须明确公司治理对股权集中度与股权性质而言基本意义是什么?简而言之,良好的公司治理意味着股权在公司能正确地表达并实现自己的愿望。这表明,公司治理并不是让股权任意而是正确地表达意愿。“任意”与“正确”的最大区别在于,“任意”可能会对公司产生不利的影 响,而“正确”则只代表有利于公司的意愿。如此而言,股权集中度与股权性质似乎都不是恰当的指标。因为,同样股权集中度和股权性质的公司之间也会在绩效上产生较大差异。看来,单纯分析股权集中度和股权性质对公司绩效的影响,并不能为解释公司治理现状及其有效性问题提供有力的证据。为此,从股权结构角度考察公司治理现状及其有效性究竟采用什么样的替代变量值得重新设计。

三、独立董事视角

企业契约具有不完全性,而为解决契约不完全性所建立的传统法人治理结构又存在诸多缺陷,这在很大程度上归因于董事会缺乏独立性。独立董事制度正是为适应增强董事会的独立性这一要求而产生的:它通过引进外部独立董事对内部人形成一种制约,一方面可以约束控股股东利用控股地位做出

不利于公司和其他中小股东的行为,另一方面可以强化董事会对公司高管人员的监督,减弱内部人控制所带来的负面作用。然而,独立董事制度是否真如我们所希望的那样有效呢?国内外许多实证学者对其进行了大量研究。归结起来,主要有如下方面:

(一) 独立董事与企业绩效

根据委托代理理论,独立董事在公司治理过程中至少可以在两方面发挥作用:一是监督,作为专职的调停人和监督人,激励和监督管理者之间的竞争,降低管理者对剩余索取者权益的侵害(Jensen&Meckling,1983);二是提供专业性建议、改善公司的经营管理(William&Brown,1996;Lee,Rosenstein&Wyatt,1999)。两方面作用的发挥均有利于股东权益的提高:反映在财务上,就是公司利润的增长;反映在资本市场上,就是公司股价的上涨。这似乎表明独立董事制度对公司绩效就是一种正面影响。但问题并非我们想象的那么简单,国外的实证研究文献提供了如下不尽相同的结论:

1. 正相关。Rosenstein和Wyatt(1990)对1981-1985年的146个样本做了统计分析,发现独立董事和公司股价显著正相关,所有这些公司的股票在此期间内均获得了高于平均水平的回报,独立董事在董事会中的比例和公司的市场价值之间呈现显著的正相关关系。Millstein和MacAvoy(1998)、Hossain等(2001)的研究也支持这一观点。

2. 非线性相关。Friday和Sirmans(1998)通过研究独立董事和REIT的股东财富之间的关系,发现公司独立董事在董事会中的比例增加时,REIT的股东财富是增加的,这种情况在独立董事的比例达到50%左右最为显著。但是当这一比例超过50%后,股东财富的增加会随着该比例的增加开始下降。它们解释为要么是监督过度,要么是内部董事与外部董事对公司来说同样重要。

3. 不显著相关。许多学者(MacAvoy,1983;Baysinger&Butler,1985;Fosberg,1989;Hermalin&Weisbach,1991;Laura,1996;Klein,1998;Laurence&Stapledon,1999;Bhagat&Black,1999、2000)分别采用过不同的方法和样本去检验相同会计期间公司绩效(包括会计指标和价值指标)与董事会中独立董事所占的比例两者之间的相关性,均发现它们之间不存在统计意义上的重要联系。

国内在该问题上的研究结论同样处于非常尴尬的境地。吴淑琨、刘忠明、范建强(2001),靳云汇(2002)等人的研究表明独立董事(非执行董事)比例

与公司绩效正相关;陈宏辉、贾生华(2002)则认为董事会的独立性高低与董事会决策效率(进而与公司绩效)之间是一种倒U型关系。谭劲松、李敏仪等(2003),曾显荣(2004)的经验数据也证实了这一观点。但是,更多学者的经验数据则表明,公司绩效与独立董事之间并不存在显著关系(高明华、马守莉,2002;胡勤勤、沈艺峰,2002;于东智、王化成,2003)。

总而言之,在公司绩效和独立董事相关性这一问题上,实证研究的结果是混乱和相互矛盾的。究其原因,有三种较有代表性的解释:一是在收集样本时,无法很好地区分独立董事和灰色董事,将灰色董事包含在独立董事当中,从而影响了对公司绩效和独立董事相关性的分析;二是公司绩效和公司治理结构之间的关系是复杂的,公司绩效和独立董事之间的各参数之间存在着内生关系,而研究者无法正确识别它们之间的影响;三是董事会结构是动态变化的,数据的采样可能存在时滞效应,从而导致研究者实证结果存在差异。

也许是由于从独立董事与公司绩效相关性角度进行研究难以取得令人满意和信服的结论,国外许多学者另辟蹊径,寻求从其他角度进行研究,比如研究独立董事对企业收购、高层更换、经理层的薪酬确定、信息披露等的影响,现已积累了一批相当有分量的研究成果。

(二) 独立董事与企业并购

独立董事的作用在企业收购过程中能得到一定程度的体现。Byrd和Hickman(1992)的研究表明,当公司董事会由外部董事控制时,公司做出的收购决策一般会更为明智。独立董事对收购提议的仔细审查使得股权投资者对实际收购竞价更为看好,因而在收购竞价公告日前后的超常竞价收益数额非常巨大。类似的结果也被“经理层融资收购”(Leeetc.,1992)和“毒丸计划”(Brickleyetc.,1990)的研究所证实,他们都发现独立董事对董事会拥有投票控制权时,公司投票产生的超额收益数额非常巨大。国外许多学者的研究均表明,独立董事在企业收购过程中是有利于维护股东利益和提高企业价值的。

(三) 独立董事与首席执行官的更换和薪酬确定

独立董事的一个重要作用就是监督经营者,较之于内部董事,这种监督更加现实和有效。由于内部董事本身就是公司的高级管理人员,其职位由首席执行官(CEO)或者总经理任命,这一特殊关系注定其不愿或难以更换在任的CEO,更何况CEO的更换往往伴随着高层管理人员的大变动。因此,独立董

事就义不容辞地扮演了在必要的时候更换低效率的 CEO 或总经理的角色。换言之,独立董事比内部董事在更换低效率的 CEO 方面更加有效。该观点在很多学者 (Weisbach,1988;Renneboog,2000;Perry,2000; McConnell&Dahya,2001) 的研究中得到证实。此外, Borokhovich Parrinoan 和 Trapani(1996) 还研究了独立董事对 CEO 候选人的选择倾向,发现独立董事倾向于选择最适合的人选,而不管这个候选人是公司的外部人还是内部人,内部董事则倾向于在公司内部选择。

但是,在和 CEO 就公司决策发生严重冲突时独立董事能否能真正维护股东利益呢?很多学者提出了质疑。Jensen (1993) 认为,在很多情况下,公司的独立董事并没有很好地维护股东权益。在独立董事和 CEO 就公司的决策发生冲突时,独立董事往往不是采取公开反对的态度 (Hermalin&Weisbach,2001; William&Brown,1996),为了表明自己不愿和管理层合谋的态度,他们往往选择主动辞职;即使一些独立董事采取公开反对 CEO 的决策,往往最后也被迫辞职 (William&Brown,1996)。此外,在制定 CEO 薪酬上,实证研究也得出了人们不愿看到的结果。由于独立董事往往曾经或正在其他企业担任 CEO,其一般倾向于将 CEO 报酬标准制定得过高 (Yermack, 1996;Core,Ho1thausen&Larcker,1999)。

可见,独立董事在监督经营者过程中发挥了一定作用,但这种作用的发挥是有局限性的。

(四) 独立董事与信息披露

信息披露状况和会计报告的质量不仅可以直接反映一家公司的治理水平,而且也是评价独立董事是否有效行使监督职能的重要标志。通过分析独立董事与上市公司信息披露质量的相关性,将有助于判断独立董事在监督方面的作用。Beasley(1996) 研究了董事会构成与财务报表欺诈的关系,发现独立董事比例与财务报表欺诈的概率显著负相关,表明独立董事制度有助于减少财务造假。Peasnell(2000) 对英国上市公司的公司治理与盈余管理问题进行研究后发现,董事会里外部董事占的比例越高,公司盈余管理的可能性越小。Dechow(1996) 通过对受美国证券交易委员会查处的公司进行调查,也发现了类似的结果。此外,Chen&Jaggi (2000) 和 Beekes、Pope 和 Yong(2002) 等人的研究也表明,独立董事有助于改善上市公司信息披露的质量。

从国外研究文献来看,独立董事在企业收购、高管更换、经理层的薪酬确定和信息披露等方面发挥

了较大作用。

(五) 简评

从独立董事角度检验公司治理的有效性时,现有文献尤其是国内研究文献过多地将独立董事制度与公司绩效直接联系起来,而忽视了对公司治理基础层面上的考察。事实上公司绩效和公司治理的有效性并不能完全等同:绩效反映企业增值创利的能力,属于总体层面的概念;公司治理则反映一种规范、协调运作的状态,属于基础层面的概念。公司绩效的提高除了与公司治理部分有关之外,还受到很多其他因素的影响,同时,公司治理与公司绩效各参数之间也存在着内生关系。因此,仅用公司绩效作为公司治理效果的替代变量,得到的结论难免牵强附会。尤其应该指出,独立董事制度在我国建立的初衷,本不是为了解决公司绩效问题,而是为了保护全体投资者尤其是中小股东的权益,对公司绩效的高低不承担任何责任。因此国内学者一味地仿效西方的做法对独立董事与公司绩效也进行一番研究,实在有东施效颦之嫌。

四、经营者视角

从经营者角度检验公司治理有效性的现有文献大致可以分为两大类:一类检验公司治理监督机制的有效性,例如考察企业高层更换与企业绩效的相关性;另一类检验公司治理激励机制的有效性,例如考察经理层的报酬与企业绩效的相关性。下面主要就这两方面的文献做一简单回顾。

(一) 高管更换与企业绩效

一般认为,公司治理存在一种矫正机制,以更换效率低下的经理。这些重要的机制包括董事会监督 (Fama,1980、经理层之间的互相监督 (Famaand Jensen, 1983) 和大股东监督 (Shleiferand Vishny,1986)。如果这些机制是有效的,如果公司的绩效能传递出(经理)经营效率的准确信息,那么,在公司绩效和高层更换 (topmanagementturnover) 之间就存在着一种负相关关系。这种观点在不同程度上得到了现实经验数据的支持。例如,Kaplan (1994) 利用 1980-1988 年上榜《福布斯》“500 家大企业”的 119 家日本公司作为对象,检验了公司绩效和管理层更换的关系,发现高层更换的可能性与股票收益、收入水平显著负相关。Anderson、Jayaraman 和 Mandelker(1992) 以股票收益、资产收益和流动性作为指标,估计了董事长、CEO 变动的可能性。他们的样本覆盖了 1984-1989 年穆迪国际报告 (Moody's International Reports)

中的 207 家日本公司。与 Kaplan(1994) 不一样,他们既没有控制年龄和任期,也没有区分计划退休和被迫离开。他们证明高层变动的可能性与资产收益和流动性之间具有负相关关系。然而,与 Kaplan 不同的是,在股票收益和高层变动的可能性之间没有关系。Jerold Warner 和 Ross Watts (1988) 以随机抽取的 269 家在纽约和美国证券交易所上市的企业作为研究对象,检验了股票收益与企业高层管理人员之间的变动关系。结果表明,公司高层变动与股票收益之间是负相关关系。龚玉池(2001) 研究了上市公司绩效与高层更换之间的关系,也发现高层非常规更换的可能性与经产业调整后的资产收益率、营业收入显著负相关。以上实证结果基本表明,公司治理在监督经营者方面是有效的。

(二) 经理层激励与企业绩效

打一个不完全恰当的类比,公司治理对经营者的作用就好比“大棒 + 美元”,对企业高层的相机更换使用的是“大棒”手段,对经理层的激励则属于“美元”政策。企业对经理层的激励主要包括货币报酬(如薪水、奖金)和权益报酬(内部持股)两种方式。国内外学者对这两种激励方式与公司绩效之间的关系进行了大量的研究。首先,在货币报酬与企业绩效方面,国外文献大多认为,经理层的报酬与公司绩效之间存在一定程度的正相关关系。例如,Rosen (1997) 进行的研究发现,经理的薪水和奖金之和对销售收入的弹性为 0.15 ~ 0.20,对股票收益率的弹性为 0.15,对会计收益的弹性为 1。Hall 和 Liebman (1998) 利用美国上百家公众持股的最大商业公司最近 15 年的数据,研究经营者报酬与经营绩效之间的关系,得出经营者报酬与企业绩效具有弱相关的特征的结论。而许多国内学者的研究则发现,经理层的报酬与企业绩效的相关性并不显著[如于东智、谷立日(2001);李增泉(2000)等],而是更多地受到资产规模、行业特点和区域因素等的影响[如李增泉(2000);訔新民、刘善民(2003)等],更甚者存在一些“零报酬”和“零持股”的“畸形”现象(魏刚,2000)。国内外实证研究结果的差异性在一定程度上折射出我国企业在薪酬设计方面的现状和偏向。

其次,在经理持股比例与公司绩效相关性方面,实证研究出现了两种不同的结果。根据 Oswood 和 Jahera (1991) 的统计,有些研究[Vance (1955,1964); Kimlee and Francis (1988)]表明经理持股比例与公司绩效显著正相关,但同样有另外一些研究[Schmidt (1975);Lloyd (1986);Kesner (1987)]表明两者之间不

存在显著性关系。我国学者对此也进行了相关的研究,例如,于东智、谷立日(2001)对 1999 年上市公司经营者持股比例与公司绩效关系研究表明,高级管理层持股比例总体上与公司绩效(ROE)呈正相关关系,但不具有统计上的显著性。吴淑琨(2002)的研究则表明,持股比例与公司绩效呈显著性“倒 U 型”相关关系。可见,对于经理持股是否真正有助于激励经营者更好地为股东创造财富,至今尚无定论。

此外,从经营者角度检验公司治理实践的有效性,部分学者如于东智(2002)以我国证券市场的经验数据实证地考察了公司的领导权结构(即董事长与总经理或 CEO 两个职位是否合一)与企业绩效之间的相关性,发现领导权结构与公司绩效之间并不存在显著的线性关系。

(三) 简评

尽管从经营者角度检验公司治理实践的有效性已经取得了一批颇具价值的成果,但是我们也注意到,人们在过去过多地将目光投放在公司经营绩效方面,而忽视了公司治理基本层面尤其是对内部控制的研究。现代公司控制权基本上已经掌握在经营者手上,如何保证经营者对股东的忠诚和尽力,恰是公司治理所要解决的根本问题,也是公司治理问题引起全球关注的主要原因。经营权的正确行使只有通过严格的内部控制才能实现。因此,研究公司治理不能忽视内部控制这一基本面。但遗憾的是,就我们掌握的文献来看,既有的公司治理研究恰恰就忽视了这一点,从而严重地限制了公司治理尤其是公司治理研究的纵深发展。这也很可能是我们迄今为止看到的汗牛充栋的公司治理研究文献中,原则性、口号式的研究结论多,而实用性、具体性的研究内容偏少的一大原因。

五、结语:不足及未来的努力方向

从以上文献回顾可以看出,学术界从股权结构、独立董事和经营者的角度去研究公司治理问题已经取得了颇为壮观的成果;同时,我们也发现,在研究过程中仍存在如下一些不足。

(一) 重结果,轻过程

无论从股权结构、独立董事还是经营者角度去研究公司治理问题,国内外学者均过多地将其与公司绩效直接联系起来,而忽视了对公司治理基础层面上的考察。而对公司治理原因或效果的代理变量选用的偏差,均直接影响到我们对公司治理实践有效性的准确判断和客观评价。由此,我们必须对公司治

理行为或效果的某些指标进行重新的审视和设计。

(二) 重局部,轻整体

现有的文献在研究公司治理问题时,大部分将重点放在公司治理的某一特定方面,如股权结构、董事会或高管薪酬等,而综合性的研究做得还远远不够。公司治理本是一个有机整体,将其人为割裂开来进行研究,对某些关联因素缺乏系统梳理,这样得到的结论难免带有片面性。今后,如何以整体的视角对公司治理进行综合性的研究设计将非常值得我们尝试和期待。

(三) 重形式,轻实质

国内外学者在研究公司治理问题时均忽视了内部控制这一影响公司治理的基础因素。事实上,作为公司治理的核心问题,即经理自主权的有效控制并使之与股东利益的一致,只有在有效的内部控制制度保障下,才有可能形成解决之道。中国公司及公众是否真正意识到公司治理的重要性和必要性,在一定程度上表现在其对内部控制是否给予足够的关注和重视。若撇开内部控制这一具体范畴去研究公司治理的有效性,所得出的结论将显得苍白无力而缺乏说服力。

笔者认为,以上问题如果没有得到很好地解决,将会直接影响到公司治理研究的纵深发展。坐而论道,不如起而行之。我们期待各位同行携手努力,共创公司治理研究和实践的美好未来。

注释:

公司治理分为外部治理和内部治理,如无特别说明,下文所说的“公司治理”均指“公司内部治理”。

本文所说的企业绩效均为泛指,既包括会计业绩,也包括企业的资本市场表现。

REIT是英文Real Estate Investment Trust的缩写,意为实物资产信托投资。

现实当中还有货币报酬与股权激励相结合的激励方式,为表达方便,在此不作考虑。

令人鼓舞的是,南开大学公司治理研究中心在2004年推出的“中国公司治理指数”(CCGINX)是这方面的一次有益尝试。它综合考虑了公司治理的各方面因素,从控股股东行为、董事会治理、经理层治理、信息披露、利益相关者治理、监事会治理六个维度去考察和检验一家公司治理实践的有效性。但整体而言,这类的研究依然偏少,有待加强。

参考文献:

1. 陈信元、陈冬华、朱凯:《股权结构与公司业绩:文献回顾与未来研究方向》,载《中国财务与会计》,2004(4)。
2. 常健:《我国上市公司业绩决定机制实证分析》,载《管理世界》,2003(5)。
3. 胡勤勤、沈芝峰:《独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩》,载《世界经济》,2002(7)。
4. 邵少敏、吴沧澜、林伟:《国外独立董事研究》,载《世界经济》,2003(4)。

5. 孙永祥、黄祖辉:《上市公司股权结构与绩效》,载《经济研究》,1999(12)。

6. 谭劲松、李敏仪等:《我国上市公司独立董事制度若干特征分析》,载《管理世界》,2003(9)。

7. 王跃堂、赵子夜:《股权结构影响审计意见吗?来自沪深股市的经验数据》,载《中国财务与会计》,2003(4)。

8. 徐晓东、陈小悦:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,载《经济研究》,2003(2)。

9. 向朝进、谢明:《我国上市公司绩效与公司治理结构关系的实证分析》,载《管理世界》,2003(5)。

10. 朱武祥、宋勇:《股权结构与企业价值:对家电行业上市公司实证分析》,载《经济研究》,2001(12)。

11. Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol. 11 (No. 2), pp. 753-754.

12. Beasley, M., 1996. "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud." *Accounting Review*, Vol. 71, pp. 443-465.

13. Bhagat and Black, 2000. "Board Independence and Long-term Firm Performance." *University of Colorado Working Paper*.

14. Chen, C. J. P. and Jaggi, B., 2000. "Association between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong-Kong." *Journal of Public Policy*, Vol. 19, pp. 285-310.

15. Demsetz, H. and Lehn, K., 1985. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, pp. 1155-1177.

16. McMullen, Dorothy A. and Ragahunandan, K., 1996. "Internal Control Reports and Financial Reporting Problems." *Accounting Horizons*, Dec, Vol. 10, pp. 67-75.

17. Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S., 1988. "The Determinants of Board Composition." *Journal of Economics*, Vol. 19, No. 4, pp. 589-606.

18. Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 5-20.

19. Kaplan, S. N., 1994. "Top Executive Rewards Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States." *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 510-546.

20. Lee, Y. S.; Rosenstein, S., and Wyatt, J. G., 1999. "The Value of Financial Outside Director on Corporate Boards." *International Review of Economic and Finance*, Vol. 8, pp. 421-431.

21. McConell, J. and Servaes, H., 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.

22. Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny R., 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.

23. Renneboog, L., 2000. "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, pp. 1959-1995.

24. Weibach, Michael S., 1995. "CEO Turnover and the Firm's Invest Decisions." *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 159-188.

25. Yermack, D., 1996. "Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-212.

(作者单位:南京大学商学院会计系 南京 210093)
(责任编辑:K)