

【现代企业研究】

上市公司绩效理论及实证研究评述

冯根福, 王会芳

(西安交通大学 经济与金融学院, 陕西 西安 710061)

摘要:采用先分析后综合的方法,对国内外有关上市公司绩效与股权集中度、股东成分构成、管理层激励、董事会、多元化经营、并购等关系的理论和实证研究结果进行评述。上市公司绩效与公司治理各方面关系尚无一致结论的原因在于衡量公司绩效的指标选择不同、公司治理机制各方面存在相互影响、市场环境与公司特定因素不同以及我国特殊的国情等。

关键词:公司绩效;公司治理;多元化经营;并购

中图分类号:F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-2731(2002)01-0029-05

不论是在国外,还是在我国国内,上市公司经营绩效的好坏一直是学术界关注的一个重点。近年来,国内外学者从多个角度对上市公司绩效问题进行了广泛的讨论。下面我们对有关讨论情况加以评述。

一、关于股权集中度与公司绩效关系的研究

1. 国外研究情况

对公司绩效与所有权结构关系的研究始于伯得和米恩斯(Berle and Means, 1932),他们认为,股权过于分散导致无人能够或愿意去监督经营者,从而导致经营者相对无约束地去追逐自己的利益,损害股东的利益[1]。但实证分析的结果却不支持这个结论:斯蒂格勒和弗里兰德(Stigler and Friedland, 1983)发现管理者控制的公司与所有者控制的公司,在获利能力上没有什么差别[1]。

德姆塞茨(Demsetz, 1983)认为,股权结构是一个内生变量,反映了股东对公司的影响。不论是分散的股权结构,还是集中的股权结构,如果是由股东决定的,应该都可以使利润最大化。因此,公司绩效与股权结构之间不应该存在一种固定的关系[2]。德姆塞茨和雷恩(Lehn, 1985)提供证据证明了这种判断,他们的实证分析没有发现利润率与前5大股东持股比例之间存在线性回归关系[2]。迈克耐尔和塞

维斯(McConnell and Servaes)也发现,托宾(Tobin)Q值与大股东持股权比例之间没有显著的相关关系[3]。

2. 国内研究情况

国内关于公司绩效与股权集中度之间关系的实证研究结果也是不一致的。孙永祥等发现托宾Q与第一大股东占总股本比例之间呈倒U形关系,当持股比例达到50%左右时,托宾Q值最大[3](P3)。于东智发现净资产收益率与AH(赫非达尔指数,即全部股东持股比例的平方和)、A5(前5大股东持股比例)显著相关[4];刘国亮等发现总资产收益率、净资产收益率与AH呈显著的正向线性关系[5];张红军发现托宾Q值与A5之间存在显著的正向线性关系[6]。许小年等发现MBR(公司资产市值与账面价值之比)与AH、A10(前10大股东持股比例)之间呈显著的正向线性相关关系,但净资产收益率、总资产收益率与AH、A10之间的关系不显著[7]。

傅家骥等认为,一个绝对控股股东对公司绩效的影响视不同条件而定。当对职业经理的显性激励大于隐性激励时,职业经理的利益与股东的利益一致,大股东持股比例与公司绩效无关;当对职业经理的显性激励小于(但不是非常小)隐性激励时,股东与职业经理之间存在利益冲突,这种情况下大股东

收稿日期:2001-11-11

作者简介:冯根福(1957-),陕西西安人,西安交通大学经济与金融学院院长、博士生导师、教授;王会芳(1973-),女,陕西西安人,西安交通大学经济与金融学院博士研究生。

持股比例与公司价值之间为凹函数关系,当大股东所持股份为最优水平时,公司价值最大;当对职业经理的显性激励过小时,大股东持股比例与公司绩效无关[8]。傅家骥等的上述看法有待实证分析来检验。

二、关于股东成分构成与公司绩效关系的研究

1. 国外研究情况

国外主要研究机构投资者的作用。理论研究认为,公司绩效与机构投资者持股比例正相关,但实证检验的结果是不一致的。如迈克耐尔和塞维斯、布瑞克雷(Brickley)等(1998)、旁德(Pound)的检验结果相互抵触。

2. 国内研究情况

国内主要对国有股、法人股、职工股、社会公众股等与公司绩效的关系进行了分析。

(1) 国有股与公司绩效 张维迎认为,国有股股东代表得不到激励和监督的收益,从而无激励和监督的动机,所以国有股比例过高,必然导致公司中的“内部人控制”,导致经理人员的行为偏离公司价值最大化[9]。许小年等认为,政府在企业中的利益是国有资产保值增值,但国有资产管理局的官员很难确定公司经理的决策是否有利于国有资产保值增值,而且,国有资产保值增值目标可能会与其他股东的利益产生冲突[7]。袁国良等认为,国有股在上市公司中占主导地位,导致上市公司管理层总体上处于改制前的机制[10]。孙永祥认为,国有公司经理贿赂政府官员来保住自己的位置及不愿失去控制权,不利于代理权争夺机制及敌意收购机制作用的发挥[11]。因此,理论研究一致认为,公司绩效与国有股负相关。但实证检验的结果是相互抵触的。刘国亮(2000)[5]、许小年等(1997)[7]发现国有股所占比例对净资产收益率、总资产收益率有负的影响。而袁国良(2000)[12]、于东智(2001)[4]发现国有股所占比例与净资产收益率之间几乎没有什么相关性。许小年等(1997)发现 MBR 与国有股所占比例之间关系不确定[7]。

(2) 法人股与公司绩效 许小年等认为,法人股东不仅有动机,而且有足够的力量来监督和控制企业管理人员,因此,公司绩效与法人股正相关[7]。但实证检验的结果是相抵触的。许小年等发现 MBR 与法人股所占比例之间呈 U 形关系,当法人股东的持股比例大约为 33% 时,MBR 值最小[7]。刘国亮、于东智发现净资产收益率与法人股所占比例之间关

系不显著[4][5];袁国良等发现净资产收益率与法人股所占比例之间几乎没有什么相关性[12]。

(3) 社会公众股及职工股与公司绩效 许小年等认为,小投资者既没有监控企业经理的动机,也没有监控的能力,国有股和法人大股东的存在也加剧了小股东的“免费搭车”心态[7]。袁国良等认为,由于上市公司基本上被国家或法人控制,小股东缺乏监督约束经理层的动力和手段[10]。因此,公司绩效与社会公众股及职工股负相关。实证检验结果与国有股完全一致,此处不再叙述。

三、关于管理层激励与公司绩效关系的研究

1. 国外研究情况

詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)认为,背离价值最大化的成本随经理人员持股比例的增加而下降,并据此推断,公司绩效与管理人员持股数量正相关[6]。

但实证检验的结果是不一致的,结论大致可以分为三种。(1) 区间效应关系。莫尔克、施雷弗和维施尼(Morck, Vishny and Shleifer, 1988)发现管理者持股比例在 0~5% 之间时,托宾 Q 与管理者持股比例正相关;在 5%~25% 之间,为负相关;25% 以上,为正相关。但会计利润率与管理者持股比例却不存在这种关系[2]。迈克耐尔和塞维斯发现内部所有权比例在 40%~50% 以下时,托宾 Q 与内部所有权比例正相关,但在其他比例区间,托宾 Q 与内部所有权比例负相关。赫尔马林和威斯伯格(Hermalin and Weisbach, 1991)发现托宾 Q 与管理层持股的关系为:0~1%,正相关;1%~5%,负相关;5%~20%,正相关;20% 以上,负相关[2]。(2) 内部所有权是一个内生变量,受公司绩效影响,而不是公司绩效受内部所有权影响。劳德和马丁(Loderer and Martin, 1997)发现内部所有权不能解释托宾 Q 值,但托宾 Q 可以解释内部所有权,内部所有权与托宾 Q 负相关[2]。超(Cho)发现托宾 Q 影响所有权结构,反之却不然[2]。厚德尼斯,克罗斯和什罕(Holderness, Kroszner and Sheehan, 1999)发现管理层持股与公司规模、业绩变化、业绩变化的平方以及杠杆水平负相关[2]。(3) 内部所有权影响公司绩效的条件性。黑迈尔伯格(Himmelberg)等认为,与公司绩效和管理者持股有关的企业间不可观察的差异会引起公司绩效和管理者持股之间关系的有偏估计。他们使用一个固定效应截面数据模型和一些工具变量描述不可观测的差异,他们发现,内部所有权与工具变

量显著相关;加入公司固定效应和工具变量,内部所有权对公司绩效无显著影响;加入工具变量,公司绩效与内部所有权之间呈二次函数关系[2]。

詹森和墨菲(Jensen and Murphy, 1990)认为,由于股东并不能完全观察到管理活动和投资机会,而总经理仅对采取某一特定活动能给他个人带来的收益和成本进行比较,因此,把总经理的福利和股东财富连结在一起的补偿措施会促使总经理采取恰当的行动,这些补偿措施包括以业绩为基础的奖金和工资调整、股票期权以及以业绩为基础的解雇决定[13]。

实证检验的结果是公司绩效与各项补偿措施正相关但作用微弱。詹森和墨菲(1990)通过托宾 Q 值与上述各项激励措施的逐步回归,得出以下结论:年薪与公司财富变化之间呈正方向变化,但变化系数很小,相关系数也很小;年薪加股票期权与公司财富变化间的关系与年薪相似,但变化系数及相关系数皆较年薪大;年薪加股票期权加股票所有权与公司财富变化间的关系与年薪加股票期权相似,但变化系数及相关系数进一步增大;公司收益率越低,总经理被解雇的概率越大。詹森和墨菲最终的结论是,上述补偿措施的激励作用过小,其原因在于还有其他更重要的因素在对经理人员的行为发生作用[13]。

2. 国内研究情况

国内学者主要对公司绩效与高级管理人员持股、管理人员年薪之间关系进行了研究。从公司绩效与高级管理人员持股的关系看,实证分析的结果是不一致的。袁国良等发现公司业绩与高级管理人员持股比例正相关,但相关程度很低[12];刘国亮等发现净资产收益率与管理层持股份额正相关[5]。但魏刚发现净资产收益率与管理人员持股数量并不存在显著的正相关关系;通过分阶段回归分析,魏刚发现上市公司经营绩效与管理层持股数量之间不仅不存在区间效应,而且高级管理人员持股比例越高,与上市公司经营业绩的相关性越差[14]。关于公司绩效与管理人员的年薪关系的实证分析结果也是相互抵触的,刘国亮等发现净资产收益率与管理层年薪负相关[5],而魏刚发现净资产收益率与高级管理人员年度报酬之间不存在显著的正相关关系[14]。

四、关于董事会与公司绩效关系的研究

1. 国外研究情况

法玛和詹森(Fama and Jensen, 1980, 1983)认为,董事会通常被看作是一个监督机构,以保护相关

者的利益不受自利的经理层的侵害[15]。许多学者认为,规模较大的董事会、更多的独立外部董事、董事长与总经理两职分离,可以较为有效地对经理人员实施监督[15]。

上述理论研究结果意味着存在以下理论假设:公司绩效与董事会规模、外部董事所占比例、两职分离正相关。

但实证检验的结果基本上相抵触的。从公司绩效与董事会规模的关系看,泛弗(Pfeffer, 1973)从资源依赖的角度证实了董事会规模越大越有利,但没有人从董事会监督的角度出发进行实证检验[15]。从内、外部董事的结构看,贝辛格和巴尔特(Baysinger and Butler, 1985);瑞克和道尔顿(Rechner and Dalton, 1991)等发现,无论公司其他特定情况如何,两职分离或更多的外部董事可以更好地发挥监督作用;哈盖和布莱克(Bhagat and Black, 1998)发现托宾 Q 值、总资产收益率及其他一些会计指标与外部董事的比例负相关[15];劳温斯和斯戴普顿(Lawrence and Stapledon, 1999)在研究了澳大利亚一些上市公司后,没有发现有一致的证据表明公司绩效与外部独立董事的比例之间存在直接关系;芬凯斯顿和迪爱瑞(Finkelstein and D'Aveni, 1994);瑞迪克和塞斯(Rediker and Seth, 1995)等的研究表明,公司董事会的特征与特定公司有关,并不存在一个适合所有公司的最佳董事会结构[16]。从公司绩效与两职分离看,瑞克和道尔顿(1991);多那尔森和戴维森(Donaldson and Davis, 1991);马莱特和发勒(Mallette and Fowler, 1992)等的检验结果也是相互抵触的[15]。

另外,赫尔马林和温斯伯格(1998)认为,董事会结构是总经理与董事会讨价还价的结果,任何一方的力量变动都会引起董事会结构的变动。因此,董事会结构是一个内生变量[17]。苟德森、观塔和伯克(Goodstein, Guatam and Boeker, 1994)、扎治和再哈姆(Judge and Zeithaml, 1992)认为,从董事会及时决策的功能看,董事会规模越小越有效,这一结论已得到了实证的检验[15]。

2. 国内研究情况

关于董事会结构,孙永祥的实证研究发现,在我国上市公司中,非执行董事不论是对托宾 Q 还是对总资产收益率、净资产收益率,都无显著影响[11]。李有根等认为,董事会是一个平衡机构,在这个机构中,任何一类成员完全支配董事会,都不利于公司绩效改善。每一类董事都有一个适度比例,只有这个适

度比例才是公司绩效改善的保证。但其实证分析只是部分地支持了这一假设;净资产收益率与法人代表董事所占比例呈倒U形关系,比例为74%时,净资产收益率最高为11%。但总资产收益率与法人代表董事所占比例却无显著的相关关系;也没有发现净资产收益率、总资产收益率与其他董事所占比例之间存在显著关系[18]。

关于董事会规模,孙永祥通过实证分析,发现净资产收益率、总资产收益率与董事会规模之间具有显著的反向关系,但托宾Q值与董事会规模间关系的不显著使上述结论不能十分肯定[11]。

对于董事长与总经理两职是否应该合一,吴淑琨等发现,在我国,公司绩效与两职状态之间不存在正相关关系;在考虑了资源条件、环境变化因素后,公司绩效与两职状态之间仍然不存在正相关关系[19]。

五、关于多元化经营、 并购与公司绩效关系的研究

1. 多元化经营与公司绩效

国外的研究基本上不支持多元化经营对公司绩效的提高有积极作用[20]。

国内实证研究的结论也不支持多元化经营会提高公司绩效。朱江(1999)以经营单元数量、AH指数衡量多元化经营程度,以净资产收益率、每股盈余、营业毛利率、调整的收益率衡量公司绩效,发现多元化经营可降低经营风险,但不会提高公司绩效[20]。

2. 并购与公司绩效

冯根福等(2001)关于并购与公司绩效的实证研究发现我国上市公司的并购要么未达到提高公司绩效的初衷,要么属于投机性并购或政府干预型并购[21]。冯根福等利用会计收益指标、样本公司实际数据、因子分析方法,构造了一个公司绩效的综合评价函数,通过全部样本综合得分的均值检验及比率检验,发现并购当年公司业绩无显著变化,并购后第一年开始公司业绩有所提升,并购后第三年公司业绩开始逐年下降,从而认为整体上看,上市公司并购后的整合未取得成功,我国上市公司并购属于投机性并购。另外,他们还通过横向并购、纵向并购、混合并购样本的均值检验及比率检验,发现混合并购在并购后第一年的绩效较为显著,但此后绩效逐年下滑;横向并购绩效在并购后第一年不显著,但其绩效呈上升趋势,到并购后第三年,横向并购的绩效优于混合并购,而混合并购和其他类型并购后业绩的

Wilcoxon秩和检验结果表明,并购后第二年止,混合并购和其他类型并购在绩效上已没有显著差异;纵向并购绩效不显著[21]。

六、小 结

综上所述,不论是国外还是国内,关于公司绩效与股权集中度、股东成分构成、管理层激励、董事会关系的实证研究都尚无一致的结论,之所以出现这种状况,我们认为,主要是以下几个方面原因造成的:

(1) 选择公司绩效衡量指标的影响 现有文献中公司绩效的衡量指标有三种,托宾Q、MBR、会计收益率(主要是净资产收益率和总资产收益率)。而托宾Q在实际应用中又各不相同。会计收益率受财务会计标准或制度的影响,公司市场价值受投资者心理状态的影响(德姆塞茨 2001)[2]。在我国,国有股、法人股不能上市流通,公司市场价值的估计误差非常大,而会计制度不健全及上市公司对会计信息的操纵又使会计收益率颇多失真。因此,选择不同的公司绩效指标会对实证结果产生影响。

(2) 市场因素及公司特定因素的影响 影响公司绩效的市场因素有市场竞争程度、行业发展阶段、产品需求总量大小及变化、宏观经济政策等等,影响公司绩效的公司特定因素有公司产品所处的寿命周期阶段、产品成本、公司技术水平及管理水平等等,在其他条件不变的情况下,这些因素都可能对公司绩效产生重要影响。因此,对公司绩效与公司治理关系的研究,必须在上述条件相同或相当的情况下进行,但由于上述条件的复杂性,完全或基本一致的样本是难以获得的。

(3) 股权集中、管理层持股、董事会结构的相互影响及其作用的相互抵销 首先,布雷克和杰姆斯(Brickley and James, 1987)发现,外部董事人数及比例与股权集中度成反比[15],因此,股权集中的作用会被董事会结构的不利变动所抵销。其次,瑞迪克和塞斯(Rediker and Seth, 1995)发现,外部董事比例与内部所有权负相关[20],内部所有权的效应也会被董事会的不利结构所抵销。另外,股权集中于股东,增加了股东对公司的直接控制,可能导致股东对管理层的激励动机降低,因此,股权集中的效应会被管理层的消极态度所抵销。现有文献在研究公司绩效与公司治理某一方面关系时,皆没有考虑公司治理某一方面对其他方面的影响以及由此带来的对公司绩效的影响。

(4) 特殊国情的影响 从我国看,不管是国家控股公司还是法人控股公司,基本上都是国有公司,因为控股法人企业基本上是国有企业,因此,公司治理方面的问题集中于所有权虚置所引起的内部人控制(股票市场只是一个筹资场所,不是股东对管理者的监督机制),公司的运转很大程度上是实现内部人尤其是管理者利益最大化,管理者在公司的实际利益或隐性收益远大于各项激励措施所带来的收益,因此,股权结构(包括股权集中度和股权的所有制构成)、管理层激励、董事会结构对公司绩效的影响都不是直接的,后者与前者之间的关系是不确定的。另外,这种国有控股也导致公司资产重组如并购、“壳”资源利用的政府意图和投机性。

参考文献:

- [1] Michael A. Habib and Alexander P. Ljungqvist (November 30, 2000). Firm value and Managerial Incentives. Working paper.
- [2] Harold Demsetz and Bel Villalonga. Ownership structure and corporate performance (2001). Working paper.
- [3] 孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究,1999(12).
- [4] 于东智. 公司治理、股权安排与经营绩效[J]. 山东社会科学,2001.(2).
- [5] 刘国亮,王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J]. 经济理论与经济管理,2000,(5).
- [6] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J]. 经济科学,2000,(4).
- [7] 许小年,王 燕. 中国上市公司的所有制结构与公司治理[A]. 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[C]. 北京:中国人民大学出版社,2000.
- [8] 傅家骥,周 刚,雷家肃. 大股东治理与国有企业改革[J]. 数量经济技术经济研究,2001,(32).
- [9] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京,北京大学出版社,1999.
- [10] 袁国良,王怀芳,刘 明. 上市公司股权激励的实证分析及其相关问题[A]. 刘树成,沈 沛. 中国资本市场前沿理论研究文集[C]. 北京:中国社会科学文献出版社. 2000.
- [11] 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制[J]. 经济研究,2001,(1).
- [12] 袁国良,郑江淮,胡志乾. 中国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究[A]. 樊 纲. 金融发展与企业改革[C]. 北京:经济科学出版社,2000.
- [13] [美]迈克尔·詹森,凯文·墨菲. 绩效报酬与对高层管理的激励[A]. 陈郁. 所有权、控制权与激励-代理经济学文选[C]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1998.
- [14] 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).
- [15] Y. T. Mak and M. L. Roush. Factors Affecting the Characteristics of Boards of Directors: An Empirical Study of New Zealand Initial Public offering Firms. Journal of Business Research,2000,(47).
- [16] Mahmaud Hossain, Andrew K. Prevost and Ramesh P. Rao. Corporate governance in New Zealand; The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. Pacific-Basin Finance Journal, 2001,(9).
- [17] David J. Denis and Atulya Sarin. Ownership and board structures in publicly traded corporations. Journal of Financial Economics, 1999,(52).
- [18] 李有根,赵西萍,李怀祖. 上市公司的董事会构成和公司绩效研究[J]. 中国工业经济,2001,(5).
- [19] 吴淑琨,席酉民. 公司治理与中国企业改革[M]. 北京:机械工业出版社,2000.
- [20] 朱 江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究,1999,(11).
- [21] 冯根福,吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究. 2001,(1).

[责任编辑 卫 玲]

Review of Theoretical and Empirical Study on Listed Firms' Performance

FENG Gen-fu, WANG Hui-fang

(College of Economics and Finance, Xi'an JiaoTong University, Xi'an 710061, China)

Abstract: This thesis is a review of theoretical and empirical study on listed firms' performance. the conclusion is that to this day, either in China or in other countries, there's not an accordant conclusion on the relationship between every aspect of corporate governance and firm's performance. The reason is that there are other facts that influence listed firms' performance.

Key words: firm's performance; corporate governance; diversification; corporate acquisition.