

公司治理实证研究方法论评述及其意义

兰小春^{1,2},张铁男¹

(1. 哈尔滨工程大学 经济管理学院, 哈尔滨 150001; 2 哈尔滨理工大学 管理学院, 哈尔滨 150040)

摘要: 公司治理实证研究一直是现代企业研究的一个热点问题。然而,由于实证研究方法上的欠缺,公司治理与经营绩效之间的关系始终未能取得一致的研究结论。对公司治理实证研究中存在的非均衡观和均衡观两种方法论进行了论述,指出非均衡观研究方法所存在的问题,提出在实证研究中应该用均衡观作为指导。并且对均衡观下的国内外相关实证研究结论进行总结,进一步指出均衡观方法论在公司治理实证研究和政策制定方面的意义。

关键词: 公司治理;均衡观;方法论

中图分类号: F276.6 **文献标志码:** A **文章编号:** 1009-1971(2009)06-0146-05

现代企业的一个重要特征是两权分离,企业控制权掌握在公司经理手中,股东并不直接参与公司的经营与管理。由于公司经理的利益经常与股东的利益不一致,公司经理在追求他们自身利益的同时,会危害到股东的利益,这时代理问题就出现了。由于存在着代理成本,现代公司的价值不可能像业主制或合伙制企业那样达到最大化。为了减小或消除经理和股东之间的这种代理成本,在现代公司中就产生了许多治理机制。这些治理机制常常可以被分成两种:一种是内部治理机制,通常包括股权结构、董事会、高管薪酬和债权融资等;另外一种外部治理机制,包括接管(takeover)、收购股权(buyouts)和外部经理人市场^[1]。

一、实证研究的两种方法论

最早对公司治理理论进行研究的是伯恩和米恩斯(Berle and Means),他们在《现代公司和私有财产》这部开创性著作中,首次提出了两权分离概念,指出在现代公司中拥有公司少量股份的公司经理与股东之间存在潜在的利益冲突。在这种情况下,无法使公司的绩效达到最优^[2]。继伯恩和米恩斯之后,关于公司股权结构与公司

绩效关系,在理论上学者提出两种假说:一种是“利益趋同假说”(convergence of interest hypothesis),认为企业的市场价值随管理者的股权增加而增加;另一种是“堑壕假说”(entrenchment hypothesis),认为当管理者具有公司足够大的控制权时,市场无法通过购并的方式进行资源的有效分配,从而导致公司的价值的下降^[3]。但是到目前为止,对于公司治理机制与经营绩效之间的关系,已有公司治理理论并没有给出确切的结论。由于理论上的欠缺,促使国内外学者开始用实证手段对公司治理机制与公司绩效的关系进行研究,依然没有取得一致的研究结论,甚至很多结论之间是相互矛盾的。

多数学者指出,导致这种结果的主要原因之一是已有实证研究在方法论上存在问题,过于局限对单一治理机制作用的分析,而没有充分关注多种治理机制之间的互动性和公司绩效的改变对各种治理机制变化的影响。在对公司治理机制和经营绩效之间关系进行实证研究的时候,大多数学者都仅注意个别公司治理机制和经营绩效之间的直接关系,从个别治理机制本身和公司绩效的直接关系入手,通过构造计量经济模型 $Dependent Variable = \dots + Governance Mechanisms + Control$ 来分析它们之间的关系^[4]。模型中被解释变量 $Dependent Variable$ 常用公司绩

收稿日期: 2009-09-26

作者简介: 兰小春(1976-),女,黑龙江哈尔滨人,博士后,副教授,从事公司治理、数学建模等研究。张铁男(1963-),男,黑龙江哈尔滨人,教授,博士生导师,从事技术经济、管理科学理论与应用的研究。

效来表示,解释变量 *Governance Mechanisms* 常用公司治理机制表示,控制变量 *Control* 表示一些与公司绩效相关的变量。对于治理机制与企业

经营绩效的这种关系,可以用图 1 来进行表示,称为公司治理的“非均衡观”。

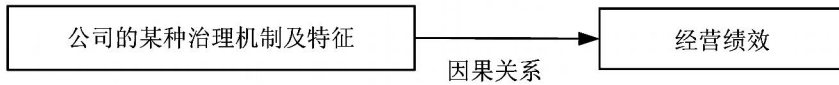


图 1 公司治理的“非均衡观”

非均衡观实证研究方法论的基础是,假设个别公司治理机制与公司绩效之间存在着必然的因果关系,依照这种单因果关系发现个别治理机制与经营绩效之间的这种关系后,通过改变治理机制就可以改善企业经营绩效。例如,在对股权结构与公司绩效关系进行研究时,一个假设前提就是存在最优的股权比例,当企业股权调整到这个最优股权比例时,公司绩效达到最优,而研究的目的是要找到这个最优的股权比例。

但是,在现代企业中,公司经营绩效是由公司治理机制共同影响的。各种治理机制在一个企业中所发挥的作用的大小和相对地位,是由这个公司所处经济环境和商业历史决定的,它们共同构成了一个互动的体系。这种交互关系可以

用图 2 来进行表示,称为公司治理的“均衡观”。对比图 1 和图 2 可以发现,在非均衡方法论下,要研究某个公司治理机制的特征或作用的时候,仅仅就图 2 中箭头 1 进行单方向的分析。研究者试图在交互相关的复杂关系中分辨出一些简单的关系,并围绕这个关系进行实证检验。而图中另外一些非主要研究的关系,如图中的箭头 1、2、3 所示,包括各种公司治理机制之间的相互关系,非主要研究的公司治理机制与经营绩效之间的关系,以及公司绩效对所有治理机制的反作用关系,往往被研究者所忽视。而这些被忽视的关系往往会对所要研究的治理机制也会有影响,忽视这些关系,会导致错误的实证研究结果。

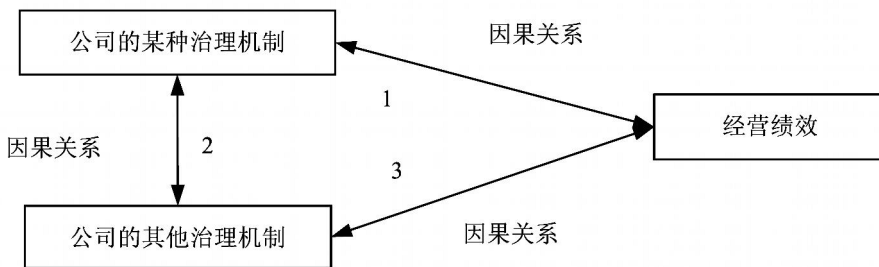


图 2 公司治理的“均衡观”

也就是说,在研究公司治理机制时必须把图 2 中所列出的所有关系都考虑进去,把每种关系作为整个系统中的一部分来进行研究。均衡观方法论的基础是,在公司治理中各种治理机制之间以及治理机制和企业经营绩效之间都存在着交互关系,不能只假设个别公司治理机制与公司绩效之间存在着必然的因果关系。例如,在研究董事会这个治理机制时,无论是董事会结构还是规模,可能确有其最优水平,但这个最优水平可能是由很多复杂因素共同决定的。在不同的环

境下,这些因素彼此之间各不相同,即使相同的董事会结构和规模,可能其所对应的公司绩效也是不一样的。也就是说,个别治理机制和公司绩效之间不是简单的存在因果关系。这个因果关系的成立,在很大程度上依赖于其他一些更加深藏着的因果关系。所以,在研究个别治理机制与经营绩效时,必须要找出如图 2 所示的所有重要的因果关系,建立一个系统的分析模型框架,才有可能真正发现公司治理与经营绩效之间的正确关系^[5]。

二、均衡观下的实证研究结论

在国内外已有的实证文献中,一些实证研究文献是在均衡观方法指导下,开始考虑各种治理机制的互动关系和多个治理机制与公司绩效间的互动关系。并且实证的结论也证实了不同的治理机制及多个治理机制与公司绩效之间确实存在着互动关系。从研究视角上看,相关的文献可以分成二类:一类是研究不同治理机制之间的交互作用;另一类是研究几个治理机制与经营绩效之间的交互关系。研究的具体方法多是用计量经济学中的联立方程表示治理机制与经营绩效之间复杂因果关系,用二阶段最小二乘法(2SLS)或三阶段最小二乘法(3SLS)对方程进行估计。

在第一类文献中,贾森、索本和琼(Jensen, Sober and Zom)研究内部人所有权、债权和股利政策三种机制之间的关系,分别用 1982 和 1987 年共 1197 家企业作为样本,3SLS 对联立方程进行估计,结果发现内部人股权的水平随公司不同而不同,具有高内部人持股的公司选择低水平的债务和股利。班斯拉、莫恩和饶(Bathala, Moon and Rao)研究法人股、管理者股权和债权政策(debt policy)的三者的关系,2SLS 回归结果显示债务比例和经营者股权是联合决定的^[6]。

在第二类文献中,德姆塞茨和列恩(Demsetz and Lehn)最早注意到公司绩效的改变也会影响公司所有权结构的变化,并且把这种现象称为“内生性问题”。他们用会计利润率衡量公司绩效,用最大五家股东的持股比例之和衡量股权集中度,建立联立方程对二者进行线性回归分析。研究得出会计利润率与股权集中度无显著性相关关系^[7]。

之后,在国外的文献中,学者们开始就这种内生性问题进行讨论。有两篇文献讨论董事会、经营者股权激励和企业价值三者之间的关系。巴恩哈特和饶森斯特恩(Bamhart and Rosenstein)以标准普尔 500 指数中的 321 家企业 1990 年的数据为样本,利用工具变量法回归分析,发现企业价值随外部董事比例的增加出现先增后减的趋势,并且随着模型设定的变化时而显著,

时而不显著,而企业价值对外部董事比例有显著的负向作用。外部董事比例对经营者股权激励的影响,随着模型设定的不同而变化,而且影响不显著。经营者股权激励对外部董事比例两者间存在 U 型曲线关系,其显著性不随模型设定的变化而变化。麦克和李(Mak and Li)建立联立方程,以新加坡 147 家上市公司 1995 年的截面数据为样本进行分析,用 2SLS 进行估计。实证结果表明外部董事比例和企业价值互为负向关系,但均不显著。经营者股权和外部董事比例互为负向关系,其中经营者股权对外部董事比例影响的显著性水平为 5%,而外部董事比例对经营者股权的影响不显著。企业价值对经营者股权有正向影响,但不显著,经营者股权对企业价值产生区间效应,但不显著^[8]。

有三篇文献从整体上对治理机制与经营绩效之间的关系进行研究。其中,阿哥若娃和饶本(Agrawal and Knoeber)研究检验内部人持股、机构持股、大股东、外部董事、债权政策、经理劳动力市场和企业控制权市场七种治理机制与经营绩效的关系。用 383 家企业作为数据样本,使用 2SLS 对六个联立方程模型进行估计,结果发现只有外部董事比例与经营绩效是显著的负相关关系,其他机制不显著^[9]。费斯(Firth M.)研究股权结构、董事会、经营者薪酬激励和资本结构与公司绩效的关系,用中国上市公司 1998—2000 年的混合数据作为样本,用 2SLS 估计七个联立方程模型方程系数,结果表明所有的治理机制与经营绩效之间都不显著^[6]。斯坦芬(Stefan B.)研究公司治理指数、大股东持股、外部人持股、董事会规模、债权融资、外部董事比例与公司绩效关系,使用 2002 年 109 家企业截面数据为样本,用 3SLS 对联立方程进行系统估计。研究结果显示外部董事和大股东持股与经营绩效有显著负相关关系,而其余治理机制都为显著的正相关^[10]。

在国内文献中,也有为数不多文献用类似方法对中国上市公司的公司治理机制与经营绩效之间的关系进行研究。其中,张宗益和宋增基研究股权结构与经营绩效的关系,考虑到经营绩效对股权结构变化的影响,将股权结构与经营绩效作为内生变量,使用 123 家工业企业 1996—2000 年间的平行数据为样本,建立联立方程用

来分析两者之间关系。用 2SLS 估计结果显示股权集中度与管理层持股比例并不影响公司绩效,这一结果与德姆塞茨和列恩的回归结果一致^[7]。王华和黄之骏研究经营者股权激励、董事会构成与企业价值三者的互动关系,选取 2001—2004 年的高科技上市企业为研究样本,采用广义两阶段最小二乘法 (2SGLS) 进行回归检验。结果表明,经营者股权激励与独立董事比例存在显著的反向互动关系,而经营者股权激励和非执行董事比例存在显著的正向互动关系,经营者股权激励和企业价值之间存在显著的倒 U 型曲线关系。董事会组成和企业价值间存在相互影响,二者的关系并不明确和显著^[8]。王跃堂等研究独立董事与经营绩效的关系,选取 2002 年到 2004 年之间设立独立董事的 A 股上市公司为研究对象。用 2SLS 对联立方程进行估计。研究发现独立董事比例对公司绩效显著正相关^[11]。

在均衡观方法论下的实证研究结果与用单一治理机制与经营绩效关系的单一方程进行 OLS 回归结果大多数是不相同的。由于实证研究方法论只是实证研究欠缺的原因之一,在均衡观下的实证结论也存在不一致的现象,但是由公司治理的非均衡观到均衡观的转变,至少在方法论上为实证研究结论的可靠性铺平了道路。

三、均衡观方法论意义

在公司治理实证研究中,应用均衡观方法论对于今后的实证研究和政策制定有重大意义。

首先,在研究视角方面,建立公司治理研究的均衡观,从系统性观点指导公司治理实证研究。在研究公司治理机制时,不能只从单一机制入手,而要把这一机制放到整个系统框架中加以考虑。在实证研究具体方法方面,由于传统计量经济学方法存在的缺点,常常只强调建立主要变量之间的因果关系。近年来,各种新方法被应用于公司治理中,例如:整合分析 (meta-analysis)、结构方程模型等。随着对公司治理问题研究的进一步深入,必然会有更多、更适合的新方法用来研究公司治理问题,使实证研究的结果更为可靠。

其次,公司治理的均衡观对于政策制定方面,也具有重要的意义。现代企业制度的核心是建立规范的公司治理机制,所以中国国有企业公司制改革的主要目标也就是如何建立设计规范、运作高效的公司治理机制。到目前为止,政府或有关机构在进行公司治理规制政策设计的时候,并不从系统的角度看问题,而要求企业建立某种最优的公司治理机制。认为企业在治理方面具备某些特征了,公司的绩效自然就会改善^[5]。第三,均衡观的方法论下,还有其他一些因素决定着这个特定公司治理机制的作用程度,并进而同时影响着公司的经营绩效。也就是说研究公司绩效时不应该只注重研究单一的治理机制,要考虑到其与其他机制的交互作用。即使单一治理机制在协调经理和股东的利益矛盾上是有效的,如果它与其他机制之间存在某种程度的互补或替代的关系,则这种关系会影响到这种治理机制对经营绩效治理效应。

参考文献:

- [1] JENSEN M C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. Journal of Finance, 1993, 48: 831 - 880.
- [2] BERLE A, MEANS G. Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Macmillan, 1932: 12 - 18.
- [3] MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 293 - 315.
- [4] LARCKER D F, RICHARDSON S A. How Important is Corporate Governance [J]. Journal of Accounting Research, 2004, (42): 625 - 658.
- [5] 宁向东. 公司治理研究的均衡观及其意义 [J]. 南开管理评论, 2003, (5): 42 - 45.
- [6] FRITH M., FUNG P M Y, RU IO M. Simultaneous Relationships among Ownership, Corporate Governance, and Financial Performance [R]. Working Paper, The Hang Kong Polytechnic University, 2002.
- [7] 兰小春, 姜振寰. 股权结构与公司绩效关系实证研究现状与展望 [J]. 哈尔滨工业大学学报: 社会科学版, 2007, (6): 119 - 122.
- [8] 王华, 黄之骏. 经营者股权激励、董事会构成与企业价值——基于内生性视角的经验分析 [J]. 管理世界, 2006, (9): 101 - 116.
- [9] AGRAWAL A, KNOEBER C R. Firm Performance and

Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31: 377 - 397.

[10] STEFAN B, WOLFGANG D, MARKUS M. Schmid and Heinz Zimmermann An Integrated Framework of Cor-

porate Governance and Firm Valuation [J]. European Financial Management, 2006, 12 (2): 249 - 283.

[11] 王跃堂, 赵子夜, 魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效? [J]. 经济研究, 2006, (5): 62 - 73.

Methodological Survey of Corporate Governance Empirical Study and Its Meaning

LAN Xiao-Chun^{1,2}, ZHANG Tie-Nan¹

(1. School of Management, Harbin Engineering University, Harbin 150001; 2. School of Management, Harbin University of Science and Technology, Harbin 150040)

Abstract: An important issue of modern corporate is corporate governance empirical study. As an empirical study approach is defect, different scholars have their different views. In the empirical study of corporate governance, there are two methodological approaches. This paper analyzed the equilibrium and non-equilibrium perspective. As non-equilibrium perspective has a mistake, the empirical study should be guided with equilibrium perspective. And the empirical evidences of corporate governance were summarized in the views of equilibrium. In the end, the paper provided the meanings to corporate governance empirical study and policy design.

Key words: corporate governance; equilibrium; methodological approach

[责任编辑 王 春]