

Board Effectiveness, Shareholding Structure and Company Performance

—Empirical Evidence Based on A-Share Listed Companies

Ruihuan Zhang

Accounting College, Tianjin University of Commerce, Tianjin
Email: zhang082658@163.com

Received: Nov. 27th, 2018; accepted: Dec. 12th, 2018; published: Dec. 20th, 2018

Abstract

This paper used two variables of board effectiveness and ownership structure to measure its impact on company performance and selected 2684 listed non-financial companies from China's A-share market, excluding ST-type companies. The effectiveness of the board of directors is measured by independent directors, board meetings frequency, board size and the duality of CEO status. The shareholding structure is measured by equity concentration, management shareholding. And company performance is measured by ROE. The regression model results show that equity concentration, management shareholding, and the duality of CEO status have a significant positive impact on company performance. The findings have important implications for regulators and corporate directors and shareholders.

Keywords

Board Effectiveness, Ownership Structure, ROE

董事会效用，股权结构与公司业绩

——基于A股上市公司的经验证据

张瑞环

天津商业大学会计学院，天津
Email: zhang082658@163.com

收稿日期：2018年11月27日；录用日期：2018年12月12日；发布日期：2018年12月20日

摘要

本文同时采用董事会有效性和所有权结构两个变量来衡量其对公司业绩的影响，并从中国A股市场选取

2684家上市非金融类公司(剔除ST类的公司)。董事会的有效性由独立董事, 董事会会议频率, 董事会规模和CEO身份的双重性衡量, 而股权结构则由股权集中度, 管理层持股衡量, 公司业绩则是由ROE衡量。回归模型结果表明股权集中度、管理层持股、CEO身份的双重性对公司业绩显著的积极影响。研究结果对监管部门与企业的董事和股东有重要的启示作用。

关键词

董事会有效性, 股权结构, ROE

Copyright © 2018 by author and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

在过去几十年里, 全球各地的会计丑闻使得公司治理得到非常高的重视。因此, 政府及监管机构已经采取措施来强制要求企业施行公司治理。根据公司治理的实践以及学者的观点, 公司治理可以有效降低投资者的风险, 产生更多的投资回报, 最终提升公司表现, 确保资本提供者获得更多资本回报。

长期以来, 公司治理的定义因人而异, 没有一个准确的定义。有的学者认为公司治理是一个旨在控制所有者和管理者之间利益冲突的结构。另外一些学者这样定义公司治理, 公司治理用于处理委托人与受托人之间的利益, 以确保公司按照股东财富最大化目标运行。公司治理是这样一种机制, 在考虑所有主要的利益相关者的利益情况下, 公司凭借此机制来运营以及管理公司日常事务。为了确保公司管理者的道德行为以及保证管理者能够制定有利于受益者的决策, 公司治理起到举足轻重的作用。

2. 文献回顾与假设提出

2.1. 董事会有效性

对于公司治理而言, 董事会的有效性是一个重要的因素, 同时良好的公司治理应具备有效的董事会结构。董事会的有效性依赖于董事会的规模, CEO 身份的双重性, 董事会的独立性以及董事会会议的频率。在平衡董事会成员之间的利益时, 其中一个关键的因素即董事会的规模, 其将发挥很大的作用。例如, Jensen (1993)建议董事会成员七到八个, 决策会很有效率, 同时也认为更小的董事会规模能提升交流, 增进团结, 相比较小的董事会规模, 较大的董事会规模更没有价值, 因为经理很容易控制公司[1]。另外一些学者认为, 较大的董事会规模能够带来更多的多样性和专业知识, 帮助管理层进行有效的决策, 进而提升公司的经营绩效(牛建波, 2009) [2]。

董事会有效性的另外一个关键因素是总经理拥有双重职位, 即总经理同时担任公司的董事长。由于经理的双重身份, 董事会的有效性在降低, 当经理与董事长的职位分离时, 公司绩效会更好[3]。

独立董事是指那些不参与公司运营, 与公司没有利益关系的董事。拥有较多独立董事的公司业绩普遍较好, 因为他们能够减少决策偏见和带来透明性(Zubaidah, 2009), 同时董事会中更大比例的独立董事成员能够减少关联交易[4]。基于这些讨论, 我们能总结出这样一个结论, 董事会的独立性将会提升公司绩效(江少波, 2018) [5]。

在那些能够提升公司绩效的影响因素中, 一年中董事会会议的召开次数是另外一个维度。更高的开会频率能够对公司的经营绩效产生积极的影响。Mangena & Taurigana (2008)认为, 董事会会议能够使管

理者与时俱进，了解公司的显著进步，因此将他们放在一个更好的位置上快速解决新出现的重要的问题[6]。而且，郑石桥(2010)发现了董事会会议频率与公司绩效之间的正相关关系[7]。

因此提出假设 H1：董事会规模与公司绩效之间正相关。

H2：CEO 身份的双重性消极影响企业绩效。

H3：独立董事对公司绩效有正向的影响。

H4：董事会会议频率对公司绩效有积极的影响。

2.2. 股权结构

企业绩效和所有权结构之间的关系在文献中获得了较多的关注。我们现在讨论所有权结构的两个内容，即股权集中度，管理层持股。

股权集中度指的是控股股东持有的股权占公司流通股份的比例。股权集中度对公司绩效的影响既有积极的一面又有消极的一面。例如，张亚连(2014)发现了股权集中度对公司绩效消极的影响，相似的结果在其它文献中也有发现[8]。另一方面，Javid & Iqbal (2008)证明了股权集中度对公司绩效积极的影响[9]。

管理层持股指的是管理层持有的公司流通股份的比例。潘颖(2009)研究发现，高管持股会产生两种效应：一种是利益趋同效应，即随着高管持股比例提高，对高管人员具有激励作用，高管追求的效用会与股东趋向一致，从而可以降低代理成本，提高企业价值；另一种是壕沟防守效应，即随着高管持股比例的提高，高管对企业的控制力不断增强，原先来自外部的其它约束对他的作用越来越弱，进而高管可以在更大范围内追求个人利益，提高代理成本，降低企业价值[10]。Shleifer 和 Vishny (1997)研究表明，高管持股比例在 0%~5%或大于 25%时，利益趋同效应占主导，因此，与企业托宾 Q 值正相关；而当其处于 5%~25%范围内，壕沟防守效应占优势，因此，与托宾 Q 值负相关[11]。

因此提出假设 H5：股权集中度与企业绩效之间负相关。

H6：管理层持股对公司绩效有积极影响。

3. 研究设计

3.1. 样本选择

本文的样本选自 2017 年 A 股市场的非金融类上市公司，在此基础上剔除了 ST 相关的公司，最后得到 2684 个样本。全部资料来源于 CSMAR 数据库。

3.2. 变量定义

在本文的实证分析中，自变量、控制变量、因变量的定义如表 1 所示，其中为了衡量公司的业绩表现，选取净资产收益率 ROE 作为因变量。

3.3. 模型设计

本文将建立线性回归模型，利用 SPSS 软件对变量进行相关性分析和回归性分析。拟构造回归方程：

$$ROE = \alpha_0 + \beta_1 OC + \beta_2 MSO + \beta_3 BS + \beta_4 IND + \beta_5 DU + \beta_6 FM + \beta_7 SIZE + u$$

其中 u 为随机扰动项。

4. 实证结果与讨论

4.1. 描述性统计

如表 2 所示，上市公司净资产收益率的平均值为 0.08，意味着样本中的每个公司投资于每单位的资产能够产生 0.08 的单位收益。股权集中度平均值为 34.62%，这个意味着所选择的公司三分之一左右的股

权由控股股东控制，而且最大值与最小值的差异很大，最大值将近 100%，但是最小值与平均值的差异很小，说明控股股东持股比例很大的上市公司所占比例较少，大多数集中在平均值附近，这些数据大体上反映了我国 A 股上市公司的所有权集中度情况。

Table 1. Variable description

表 1. 变量描述

	变量	变量含义	衡量方式
因变量	ROE	净资产收益率	净利润/净资产
	OC	所有权集中度	控股股东持有股份比例
	MSO	管理层持股	管理层持有股份的比例
	BS	董事会规模	董事的数量
自变量	IND	独立董事的数量	董事会中独立董事的数量
	DU	CEO 身份的双重性	CEO 身份的双重性作为变量：当 CEO 身兼两职是，变量为 1，其他情况为 0
	FM	董事会会议频率	会议次数
控制变量	SIZE	公司规模	总资产的对数

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	极小值	极大值	均值	标准差
OC	0.29	0.99	0.35	15.04
MSO	0.00	0.89	0.14	20.29
FM	2	48	10.38	4.39
BS	0	17	8.52	1.72
IND	0	7	3.16	0.56
DU	0	1	0.27	0.44
SIZE	6.94	12.38	9.60	0.57
ROE	-0.28	0.90	0.082	0.06

管理层持股情况与控股股东的整体分布比较相似，管理层持有股权比例平均为 13.92%，这意味着对董事会决策产生重要影响，而且管理层持股比例最大值为 88%，说明我国 A 股市场上相当一部分上市公司控股股东是管理层，管理层持股比例的最小值是 0，而且管理层持股比例为 0 的上市公司高达 815 家，说明了一个很严重的问题，就是很多 A 股上市公司还没有意识到管理层持股对公司业绩的影响，因为一定比例的管理层持股会产生利益趋同效应。

董事会规模在我国 A 股上市公司的平均值在 8 个左右，独立非执行董事的平均值在 3 个左右，占有董事的比例为 37.09%，这意味着董事会中三分之一左右为独立董事，他们能够提高董事会的有效性。董事会会议接近每年 11 次来讨论公司事宜。CEO 身份的双重性的平均值为 0.27，说明整体上我国 A 股上市公司中 CEO 担任董事长的比例较小。所选样本公司的公司规模的平均价值为 9.6，标准差为 0.57，说明我国 A 股上市公司的公司规模整体来说差异较小。

相关矩阵表示变量之间关系的强度和方向。从上述表格中，我们可以看到，独立董事的比例与董事会规模呈现了最高的关联度 0.753，他们之间呈现高度正相关的关系，并且这两个变量之间的关联度超过了 0.70，说明在统计数据中存在多重共线性的问题。而所有其他变量之间关联度较低，最低的关联度出现在董事会会议频率和董事会规模之间。一般来说，由于较大的董事会规模也会有较多的独立董事，因

此在后续的回归性分析中在这两个变量之间选择独立董事的数量作为自变量(表 3)。

Table 3. Correlation matrix

表 3. 相关性矩阵

	ROE	OC	MSO	FM	BS	IND	DU	SIZE
ROE	1.00							
OC	0.07***	1.00						
MSO	0.24***	-.088***	1.00					
FM	-0.06***	-.093***	-0.01	1.00				
BS	-0.05***	0.02	-0.18***	0.02	1.00			
IND	-0.06***	0.05***	-0.15***	0.05***	0.75***	1.00		
DU	0.10***	-0.05**	0.25***	0.01	-0.18***	-0.13***	1.00	
SIZE	-0.09***	0.24***	-0.34***	0.23***	0.28***	0.33***	-0.17***	1.00

4.2. 实证分析

表 4 显示了使用独立董事(没有采用董事会规模)来检查所选的六个变量对企业绩效影响的回归的结果。独立董事与公司规模两个变量的 P 值均大于 0.05, 表明对于所选择的样本公司, 这两个变量并没有对公司业绩产生影响, 并不能验证前文所述的假设, 而股权集中度、管理层持股比例、董事会会议频率、CEO 身份的双重性的 P 值均小于 0.05, 表明这四个变量对公司业绩有显著的影响。

Table 4. Regression result

表 4. 回归结果

变量	回归结果
OC	0.09*** (4.47)
MSO	0.24*** (11.72)
FM	-0.05*** (-2.71)
IND	-0.02 (-0.88)
DU	0.04** (2.10)
SIZE	-0.01 (-0.05)
Adj.R ²	0.07

在我国 A 股上市公司中, 股权集中度与公司业绩之间呈现正相关的关系, 这与原假设不一致, 但是与 Javid & Iqbal 的观点相一致, 即股权集中度对公司业绩有一个积极的影响。出现这样的原因是复杂的, 因为在我国 A 股上市公司的控股股东中, 既有国家控股, 还有机构投资者控股, 管理层控股, 而且国家控股的比例较大, 但是机构投资者控股的比例在提高, 机构投资者对公司业绩的积极作用较为显著, 因此出现这样的结果也是很正常的。

对于管理层持股, 管理层持股对公司业绩有一个积极的显著的影响, 这与前述的假设相一致。在前面的文献综述中, 我们了解到适当比例大小的管理层持股对高管人员具有激励作用, 高管追求的效用会与股东趋向一致, 从而可以降低代理成本, 提高企业价值。

针对 CEO 身份的双重性,上述分析结果表明 CEO 身份的双重性对公司业绩表现有一个积极的影响,这与前面的假设相冲突。这将是一个亟待解决的问题。

董事会会议频率对公司业绩产生消极的影响,这与前述的假设冲突,也与前述文献中提到的董事会会议频率与公司绩效之间的正相关关系的观点相冲突,这可能是由于频繁的会议占用了管理时间和提高了出差费用、行政支持的需求和董事会会议费,这个可能影响公司的业绩表现。

独立董事与董事会规模在上述研究中并没有发现两个变量与公司业绩的相关性,即相关性不显著,但也不能忽视董事会有效性的设置,因为一个有效的董事会结构有助于管理层做出有利于企业的决策。

5. 结论与讨论

基于本文研究得出的结论,通过重视股权集中度,管理层持股比例,CEO 身份的双重性,董事会会议频率,公司的业绩表现会得到改善。为了在竞争激烈的且不可预知的环境中生存下来,企业需要关注这些影响公司治理的变量。同时为了提升公司业绩表现,企业需要根据上述可以为公司提供回报的影响因素制定相应政策。

这项研究对于管理者和学者有一定的借鉴意义。公司应该重点关注那些对公司业绩表现产生积极影响的变量,以此来提高公司的市场份额。这项研究有一些限制,比如,这项研究主要研究的是我国 A 股市场上的非金融类公司,忽略了金融类的公司。同样地,我们并不能够关注所有影响公司治理的因素,这些因素可能对公司业绩表现亦有显著的影响。我们可以通过添加更多能够对企业绩效有重大影响的其他变量来研究对企业绩效的影响。

致 谢

感谢我的指导老师唐洋教授,从论文的选题、整理思路、组织框架,再到后来搜集资料进行写作,唐老师给了我很多指导与帮助,老师渊博的学识、严谨的作风以及对待工作一丝不苟的态度,使我敬佩不已,她的悉心教导也让我及时改正错误,受益匪浅。在此我要向唐老师表达最衷心的感谢。

参考文献

- [1] Jensen, M. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System. *Journal of Finance*, **48**, 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- [2] 牛建波. 董事会规模的治理效应研究—基于业绩波动的新解释[J]. 中南财经政法大学学报, 2009(1): 112-118.
- [3] 周冬华, 赵玉洁. CEO 权力、董事会稳定性与管理层业绩预告[J]. 当代财经, 2013(10): 118-129.
- [4] Zubaidah, Z., Nurmala, M. and Kamaruuzaman, J. (2009) Board Structure and Corporate Performance in Malaysia. *International Journal of Economic and Finance*, **1**, 150-164.
- [5] 江少波, 施仲波. 董事会成员特征与公司业绩研究—来自我国 A 股上市公司经验数据[J]. 会计之友, 2018(11): 68-72.
- [6] Mangena, M. and Tauringana, V. (2008) Audit Committees and Voluntary External Auditor Involvement in UK Interim Reporting. *International Journal of Auditing*, **12**, 45-63. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2008.00369.x>
- [7] 郑石桥, 蒋宏桥, 王建军. 董事会会议次数与公司业绩关系研究[J]. 财会通讯, 2010(3): 99-100.
- [8] 张亚连, 李来儿, 程柯力. 股权结构对公司业绩的影响研究——基于我国 20 家上市公司的经验证据[J]. 经济问题, 2014(8): 118-121.
- [9] Javid, A. and Iqbal, R. (2008) Ownership Concentration, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Development Review*, **47**, 643-659. <https://doi.org/10.30541/v47i4Ipp.643-659>
- [10] 潘颖. 股权激励、股权结构与公司业绩关系的实证研究—基于公司治理视角[J]. 经济问题, 2009, 360(8): 107-109.
- [11] Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, **52**, 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

知网检索的两种方式：

1. 打开知网页面 <http://kns.cnki.net/kns/brief/result.aspx?dbPrefix=WWJD>
下拉列表框选择：[ISSN]，输入期刊 ISSN：2169-2572，即可查询
2. 打开知网首页 <http://cnki.net/>
左侧“国际文献总库”进入，输入文章标题，即可查询

投稿请点击：<http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱：fia@hanspub.org