

公司治理与股改对价的确定

靳庆鲁 原红旗*

摘要 本文构建了中国上市公司治理指数,以截至2006年7月31日已经完成股权分置改革(以下简称股改)的890家公司作为研究样本,考察了在股改对价的确定过程中,流通股东是否考虑了公司治理水平的因素。研究结果发现:公司治理水平高的公司,流通股股东会要求较低的对价水平;同时,对于大股东和机构投资者降低对价水平,侵害中小投资者利益的“合谋”行为,公司治理水平高的公司能够显著地降低这种“合谋”带给中小投资者的不利影响。本研究的结论和文献一致,公司治理能够降低对中小股东的剥削,投资者能够对公司治理进行适当的定价。

关键词 股权分置改革,公司治理,对价

一、引言

股权分置改革是中国资本市场发生的重要事件。以中国证监会(CSRC)于2005年4月29日发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》为起点,截至2006年7月31日,沪深证交所共有947家公司的股改方案已经实施¹,股改公司数量占全体上市公司的64%。股权分置改革的核心是以对价方式对流通股东和非流通股东的利益进行平衡。根据相关的法规²,股权分置方案实行分散决策机制,上市公司的非流通股股东提出股权分置改革的管理办法,然后,征求相关流通股股东意见,协商确定股权分置改革方案,最后,召开临时股东大会分类表决。表决的一项重要约束条件是,须经参加表决的流通股股东所持表决权的2/3以上通过。

股权分置过程中,对价是非流通股股东为取得流通权向流通股股东支付的成

* 靳庆鲁,上海财经大学会计与财务研究院;原红旗,复旦大学管理学院。通信作者及地址:靳庆鲁,上海财经大学会计与财务研究院,200433;(电话):(021)65904724;E-mail:acjql@mail.shufe.edu.cn。本研究为教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(批准号为05JJD63001)和国家自然科学基金课题(批准号为70472079)的阶段性成果,作者感谢“上海市优秀青年教师基金项目”,教育部“新世纪优秀人才支持计划”以及上海财经大学“211项目”的资助。同时,作者特别感谢匿名审稿人的修改意见,亦感谢香港科技大学 Kevin Chen 教授、Peter Chen 教授,上海财经大学陈信元教授的建议和批评,当然文责自负。

¹ 资料来源:Wind 数据库。

² 中国证监会(CSRC)于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》和中国证监会、国资委、财政部、人民银行、商务部于2005年8月23日发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》。

本。握有投票权的流通股东,是否会根据上市公司治理水平的不同而要求不同的对价?根据 Gompers *et al.* (2003), Bai *et al.* (2003) 的研究,公司治理好的公司,由于投资者利益保护的程大,投资者在购买股票的时候会给一个公司治理的溢价,这些研究发现,公司治理水平高的公司, Tobin Q 比公司治理差的公司高。Chen *et al.* (2003) 的研究发现,公司治理好的公司,融资成本比较低,有一个公司治理的成本折价。这些研究表明,投资者可以对公司治理的水平进行恰当的定价。那么在中国上市公司的股改过程中,流通股东是否能够对不同的公司治理水平做出区分,从而要求治理结构水平高的公司支付较低的对价,而要求治理水平差的公司支付较高的对价?

同时,靳庆鲁和原红旗 (2006), Chen *et al.* (2006), 吴超鹏等 (2006) 都发现,在对价确定的过程中,机构投资者比例越高,非流通股东支付的对价越小。这表明,在对价确定的过程中,机构投资者和个人投资者有不同的利益和动机,机构投资者并不能代表普通投资者的利益,在流通股东利益受到损害的时候,公司治理是否会对机构投资者的行为有所约束?

我们利用截至 2006 年 7 月 31 日沪深证交所已经实施股改方案并剔除缺失数据后的 890 家公司为研究样本。对公司治理在对价确定中的作用进行了检验。研究表明:流通股东在要求对价的时候会有一个公司治理的折价,即公司治理水平高的公司,会支付较低的对价 (H1)。同时,公司治理水平高的公司,会对机构投资者降低对价的行为有所约束 (H2)。

本文的主要贡献表现在以下三个方面:其一,相关的文献表明良好的公司治理水平可以保护中小投资者利益,提高公司的价值,降低公司的融资成本,制约公司的盈余管理行为,公司治理的这些正面作用是在投资者同管理层或者控股股东的长期博弈中实现的。但是,在中国上市公司股权分置改革这个特殊的不可重复的事件中,公司治理的作用是否能够体现出来?我们的研究验证了公司治理对股改对价的确定影响。这可以增加对公司治理作用的认识。其二,同国内的其他大多数研究公司治理作用的文献相比,我们没有采用单一的公司治理指标作为解释变量,而是采用了能够反映公司治理水平的综合指数。同时,在构建公司治理指数的时候尽可能地选取全面的指标。其三,理论文献表明大股东和中小股东利益不一致而存在复杂的利益博弈,本文的研究则提供了一个大股东和中小股东博弈的经验证据,这对观察和理解博弈双方行为有重要的参考意义。

本文的结构安排如下:第二部分讨论相关的公司治理文献和股改文献;第三部分提出本文的研究假说;第四部分是样本选择和变量说明;第五部分是实证结果,包括变量的描述性统计和多变量分析;第六部分是敏感性检验;最后是本文的结论。

二、文献综述

（一）公司治理和股票价值、资本成本相关文献

这一领域的研究大多数把 Tobin Q 作为公司价值的变量，考察公司治理和 Tobin Q 的关系。早期的研究是把单一的公司治理变量和公司价值联系起来，如 Yermack (1996) 研究了董事会的规模和公司价值的关系，发现董事会规模小的公司的价值较高。Morck *et al.* (1988) 考察了管理层持股比例同公司价值的关系，发现二者并非线性关系。

最近的一些研究采用综合的公司治理指数来考察公司治理和公司价值的关系。Gompers *et al.* (2003) 用 24 项投资者保护指标构建了一个公司治理指数，作为投资者保护水平的替代变量，以 1500 家大公司为样本讨论公司治理指数和投资回报率的关系。他们的研究表明，如果买入投资者保护水平最高的公司股票，同时卖出投资者保护水平最差的公司股票，则会取得 8.5% 的超额回报率，同时，公司治理指数越高，公司的价值越大。Bauer *et al.* (2003) 以欧洲最大的 300 家公司为研究样本，利用公司治理评级作为公司治理水平的替代变量，考察公司治理和公司价值的关系，发现公司治理评价越高，公司的业绩和价值越大。Brown and Caylor (2005) 以 51 项内部和外部治理指标构建了一个公司治理指数，发现公司治理指数越高，Tobin Q 越大。Larker *et al.* (2004) 采用主成分分析方法，将 39 个公司治理的指标分成 14 类，来考察这些指标和经营业绩和公司价值以及会计选择行为的关系。他们发现公司治理的指标可以解释未来的经营业绩，在解释应计项目、Tobin Q 和超额报酬率时，证据并不一致，而对法律诉讼和会计重述 (statement re-statement) 却没有解释力。Sonda *et al.* (2003) 对公司治理和盈余管理的关系进行了讨论，他们发现，有效的董事会和审计委员会能够约束公司的盈余管理行为，即公司治理水平差的公司盈余管理的程度高。

Chen *et al.* (2003) 以亚洲 9 个新兴市场国家的公司为样本，发现无论是披露方面还是非披露方面的公司治理机制都可以降低公司的融资成本，相比较而言，非披露方面的治理机制对融资成本的影响更大；同时他们还发现，国家层面和公司层面的公司治理机制对降低公司的融资成本都有重要意义。

Bai *et al.* (2003) 以 8 项投资者保护指标构建了公司治理指数，来考察中国上市公司公司治理和股票价值的关系，他们的研究表明，公司治理指数越高，公司的价值越高。中国的投资者能够给公司治理水平高的公司溢价。

从上面可以看出，无论国外还是国内的研究，都发现了公司治理保护投资者利益，从而影响企业价值，降低融资成本的结论。这些研究对本文的研究提供了一些理论和方法的支持或启示，其一，公司治理是投资者决策的一

一个重要变量,在中国上市公司股权分置改革的过程中,投资者是否能够区别不同水平的治理结构呢?其二,公司治理指数是综合反映公司治理水平的衡量变量,本文因此也利用中国的数据构造公司治理指数。但是,同 Bai *et al.* (2003) 不同的是,我们将采用更多的公司治理变量来构造指数,以使这一指标更能代替公司的治理水平。

(二) 股权分置改革的相关文献

靳庆鲁和原红旗(2006)对股权分置改革中影响非流通股股东支付对价的基本因素进行了研究,同时对机构投资者在对价确定中所起的作用进行了考察。他们的研究表明:在股改中,对价的确定反映了公司的盈利能力和风险,公司的盈利能力和盈利质量越高,非流通股股东支付的对价越低;股票回报率风险越高,非流通股股东支付的对价越高。但是,盈利和风险这些基本信息在对价中的反映主要是由机构投资者的参与所导致,即机构投资者参与程度越高,盈利能力和股票回报率风险反映到对价之中的能力越强,表明机构投资者在对价谈判中考虑了公司信息的基本面,而非机构投资者为主的公司,其对价支付主要依据于非基本面的信息。

靳庆鲁和原红旗(2006)、Chen *et al.* (2006) 以及吴超鹏等(2006)的研究结果表明,机构持股比例越高,对价越低。他们对这一发现的解释是,机构投资者与非流通股存在“合谋”的行为,从而在股改过程中侵害了中小流通股股东的利益。另外,这些研究也都控制了其他影响对价比例的变量。比如,非流通股在对价时的承诺事项越多,公司的对价水平越低;非流通股的限售期越长,公司的对价越低;非流通股的比例越高,公司的对价越高。

但是上述文献均未从公司治理的角度来考察对价的确定。本文将考察在对价确定过程中公司治理方面的信息如何为投资者使用。

三、研究假说的提出

从上述文献可以看出,无论国外还是国内均发现了投资者能够对公司治理水平进行合理定价的证据。公司治理水平高的公司之所以能够产生价格溢价,主要在于这些公司对投资者的保护程度较高,原红旗和张瑶(2006)考察了公司治理和大股东占款的关系,他们发现,公司治理水平越高的公司,大股东占款越少。显示好的公司治理结构可以抑制大股东的资金占用行为。在公司治理水平高的公司,公司的代理问题较小,大股东和中小股东的利益一致程度较高,中小股东受到的剥削程度就比较低,大股东和管理者都积累了良好的声誉。相反,在公司治理差的公司,大股东对中小股东的剥削严重,在中国有不少公司被掏空,公司因此沦落为 ST 或者 PT 的公司(Jiang *et al.*, 2005),投资者在投资过程中遭受了巨大的损失。不同的公司治理会形成

的不同的声誉机制，公司治理水平高的公司，有正面的声誉；反之，治理差的公司则有坏的声音。

Bruner *et al.* (2004) 研究表明，投资者保护越差（具有控制权的大股东对小股东的剥削程度越严重）的公司，流通权受到限制股票的折价幅度越大。Finnerty (2003) 的研究发现，董事会越独立的公司，管理层持股比例越高的公司以及在美国两大交易所（NYSE 或 AMEX）上市的公司，流通权受到限制股票的折价幅度越小。这些研究表明，公司治理的好坏，会影响到流通权受到限制股票的折价幅度。治理机制越好的公司，折价幅度越小；治理机制越差的公司，折价幅度越大。

从非流通股股东的角度，股权分置改革前协议转让价格相对流通股票市场价格的折价幅度，是非流通股股东提出股改对价水平的一个重要参考，折价幅度越大的公司，非流通股股东越愿意以较高的补偿（对价水平）来换取流通权溢价。根据以前学者的研究发现，治理机制好的公司，流通权受到限制股票的折价幅度较小，因此，相对治理机制较差的公司，治理机制较好公司的非流通股股东愿意支付的对价水平也较低。

另外，从流通股股东的角度，如何防止大股东利用信息优势损害自身的利益？其中一个方法是观察上市公司治理机制的好坏，如果观察到在过去的事件中，由于公司治理机制较差，自身的利益受到剥削或者损害，就可以利用股权分置改革的分类表决机制（流通股至少 2/3 通过，股权分置改革方案才能通过）来保护自己的利益，要求更高的补偿。此外，公司治理与 Tobin Q 关系的研究文献也表明，好的公司治理意味着股票未来的理论价格越高，当前流通股股票价格的理论支撑点也越高，股权分置改革后增加的流通股份对原有流通股票的冲击风险越小，因此，相对治理机制较差的公司，治理机制较好公司的流通股股东能够接受的对价水平也较低。

当然，公司治理各个层面在对价中发挥作用的机理是非常复杂的，我们无法一一对这些治理的因素和对价的关系做明晰的推测。同时，流通股股东在观察公司治理的时候，也有不同角度，我们无法知道其推断的具体依据为何。所以我们采用综合的公司治理指标来考察公司治理在对价确定中的作用。

从上面的分析可以看出，投资者在确定对价的过程中，会考虑公司治理的因素。我们因此提出：

假设 1 公司治理的水平越高，流通股股东要求的对价就越低。

靳庆鲁和原红旗 (2006)、Chen *et al.* (2006) 以及吴超鹏等 (2006) 的研究结果表明，机构投资者与非流通股股东通过“合谋”在股改过程中侵害了中小流通股股东的利益。但是，公司治理水平比较高的公司，代表着投资者的保护程度强，我们预测这些公司的治理机制会发挥作用，降低非流通股股东与机构投资者的“合谋”，从而保护投资者利益。我们因此提出：

假说2 公司治理水平越好的公司,越能阻止非流通股股东与机构投资者“合谋”。

四、样本选择和变量说明

(一) 样本

自2005年5月9日到2006年7月31日为止共有947家公司完成并实施股改,占有上市公司的64.07%。排除:(1)计算公司治理指数的缺失值;(2)计算总资产收益率的缺失值。最终样本包括890家公司,占完成股改公司的93.98%,其中包括43家试点公司和847家全面股改公司。具体样本选择程序见表1。

表1 样本选择步骤(样本期间:2005年5月9日—2006年7月31日)

样本选择步骤	样本数	占有所有上市 公司的比例(%)	占完成股权分置 改革公司的比例(%)
样本期间已经完成股权分置改革的公司	947	64.07	100
剔除计算公司治理指数和总资产收益率的缺失值	57	3.86	6.02
最终样本	890	60.22	93.98
其中:试点公司	43	2.91	4.54
其中:全面股改公司	847	57.31	89.44

(二) 变量说明

1. 因变量——对价水平

对价水平(CR)是非流通股股东为其持有的股票获得上市流通权向流通股股东支付的补偿。根据股权分置改革方案实施公告,对价是股权登记日登记在册的流通股股东每持有10股流通股所获得的由非流通股股东支付的补偿。

值得说明的是支付对价的方式多种多样,有送股、缩股、权证、资产重组、回购、资产注入、债务豁免,还有派现等。我们在计算对价时,将其综合在一起考虑,统一折算成每持有10股流通股所获得的股份数量。关于对价水平确定的详细说明,参见附录。

2. 解释变量——公司治理指数

监管部门和公众投资者对公司治理问题的关注,已促使大部分公司重新评估自己治理体系的质量和结构。尽管任何专项研究的结果未必能在各种情况下直接适用于各类公司,但是,我们认为一个好的公司治理,具有一定的共性。下面我们从董事会特征、管理层持股、股东持股和“三会”(董事会、监事会和股东大会)及“四委”(审计委员会、薪酬委员会、战略委员会和提名委员会)设立四个方面来讨论公司治理机制。

(1) 董事会特征：董事会作为公司内部治理的重要手段，是确保股东利益的重要机构，研究其运作机制及有效性具有重要的意义。

董事长是否兼任总经理：CEO 和董事长职责的合二为一，会使董事会更难撤换表现欠佳的 CEO (Goyal and Park, 2002)。在制造性行业规模较大的公司中，当 CEO 与董事长两职分离时，Tobin Q 较高 (Yermack, 1996)。在 CEO 不出任董事长的金融行业，其资产回报率和成本效率比率较高 (Pi and Timme, 1993)。Rechner (1989) 指出董事长兼任总经理将严重影响董事会的独立性，会导致内部董事无法客观监督及评价总经理。Dayton (1984) 指出当董事长兼任总经理时，容易出现总经理掌控董事会的情况，从而在决定总经理聘任、考核及薪资时，容易因自身的利益，而妨碍董事会职能的发挥。Jensen (1993)、Lipton and Lorsch (1992) 提出，董事长与总经理两职合一 是董事会效率低下的原因之一。但是，Boyd (1995) 指出，董事长与总经理两职合一有利于提高企业的创新能力，有利于企业适应瞬息万变的市场环境，有利于提高信息沟通的效率和组织决策的速度。针对我国的上市公司，Bai *et al.* (2004) 以所有上市公司为样本，采用 1999—2001 年三年的面板数据，发现董事长与总经理两职合一 对 Tobin Q 有显著的负面影响。因此我们预期，董事长与总经理两职合一，不利于形成良好的治理机制。

十大股东是否关联：十大股东之间存在关联，不利于其他股东形成对公司管理层和大股东的制衡机制，也不利于减少和防止管理层浪费自由现金流的管理决策行为。当十大股东之间存在关联，基本上能够充分控制公司决策时，关联股东可能更倾向获取外部少数股东不能分享的私人利益，例如，恶意分红、关联交易、利用会计准则的缺陷进行收益管理，占用上市公司资金等，从而剥削中小股东。因此，我们预期十大股东之间存在关联不利于形成良好的治理机制。

董事会规模：董事会的规模对公司治理质量具有实质性的影响，人数过多的董事会，可能会由于相互掣肘而运作不灵。Yermack (1996) 和 Eisenberg *et al.* (1998) 的研究发现：在《福布斯》排名五百强的公司中，拥有 8 名成员以下董事会的公司，Tobin Q 最高；而董事会成员超过 14 名的公司，Tobin Q 最低（除 Tobin Q 之外，董事人数过多的公司，其资产回报率和经营效率也较低）。另外，他们还发现：董事会规模过于庞大，业绩下降时撤换 CEO 的进度比较迟缓；投资者对于董事会规模变化有所反映，具体来讲，当宣布减少董事会成员时，宣布当日出现平均 2.9% 的超额回报，而当宣布增加董事会成员时，宣布当日则出现平均 -2.8% 的超额回报。因此，我们预期董事会规模过大不利于形成良好的治理机制。

独立董事比例：大量实证研究表明：以外部人员为主导的董事会更有可能撤换表现不佳的 CEO (Weisbach, 1988)。以外部人员为主导的董事会往往在收购上做得更出色 (Byrd and Hickman, 1992; Cotter *et al.*, 1997)。委任具

有财务专业知识的外部董事可以起到刺激股价的积极作用 (Lee *et al.*, 1999)。由于代理问题的存在,为了控制 CEO 对董事会的影响,许多国家对独立董事的数量有最低要求。一般认为独立董事更有可能会保护股东利益。独立董事不仅与 CEO 独立,也与控股股东独立,能更好地保护小股东的利益。也就是说,独立董事通过发挥其监督职能,可以减轻两方面的代理问题,一方面防止经理滥用职权侵害股东利益,另一方面防止掌握控制权的大股东为了谋取自身的利益转移公司资源而侵害小股东利益。概而言之,国外的实证研究表明,独立董事比例越高,董事会的决策行为更加有利于公司的发展。针对我国的上市公司, Bai *et al.* (2005) 基于 2000 年的截面数据,发现外部董事比例对 Tobin Q 的影响显著为正。因此我们预期,独立董事比例越高,公司治理越好。

独立董事津贴:适当的物质激励是独立董事发挥监督职能的必要条件。很难设想,一个不领报酬或报酬极低的独立董事会愿意耗费精力去监督上市公司管理层和控股股东的行为。从另一侧面来讲,较高的独立董事津贴也可能意味着上市公司所委托的独立董事拥有较高的社会地位或较丰富的专业知识,由此所形成的良好社会声誉会促使独立董事更好地发挥监督职能。当然,独立董事津贴的高低也可能反映上市公司的风险水平,但就目前来看,由于我国还没有形成股东诉讼的良好机制,独立董事遭遇股东诉讼的情况还不多。基于上述分析,我们预期独立董事津贴越高,公司治理越好。

独立董事工作地点的一致性:如果独立董事的工作地点与上市公司地点一致,独立董事就更有可能了解公司的全面情况,从而更好地发挥监督作用。因此,我们预期独立董事工作地点的一致性有助于形成良好的治理机制。

(2) **管理层持股:**尽管大多数对这一问题的实证研究受到了数据方面的限制,但仍有研究表明,在美国、德国和日本,管理层持股与公司利益最大化的目标保持一致。持有股票和期权是把管理者的财富与公司业绩挂钩的做法,对于大部分公司来说,高管人员持股有助于提高股东价值和做出更佳的决策。

总经理、董事长、监事会主席和其他高级管理人员持股比例: McConnell and Servaes (1990) 的研究表明:在高管人员和内部人员拥有更多股票和期权的公司, Tobin Q 会更高。在我国的大部分上市公司,尤其是国有企业,董事长并不是真正的最终控制人,因此,我们认为董事长拥有更多股票也会有助于减少实际控制人利益和公司利益的不一致性。基于上述分析,我们预期,总经理、董事长、监事会主席和其他高级管理人员持股比例越高,公司治理越好。

(3) **股东持股:**使企业价值最大化的一个重要方法是优化公司的股权结构。许多研究公司治理的学者认为,过于集中的股权结构并非一种有效的机制,其原因是大股东可挪用公司的资源以谋求自身利益。但是股权分散也有

弊端，当股权过于分散时，股东缺乏集体决策和监督的能力，掌握控制权的经理可能会为了自身利益做出侵害股东利益的行为。

第一大股东持股比例：Shleifer and Vishny (1986) 的模型表明，一定的股权集中度具有限制管理层牺牲股东利益、谋取自身利益行为的经济激励及能力，可以更有效地监督经理层的行为，有助于增强接管市场运行的有效性，降低经理层代理成本。Holderness and Sheehan (1988) 也指出大股东在上市公司治理中的作用。当然，股权集中或“一股独大”也有弊端，当股权较为集中时，掌握控制权的大股东可能会为了谋取自身的利益转移企业资源而侵害中小股东的利益。Shleifer and Vishny (1997) 认为，当大股东股权比例超过某一点、基本上能够充分控制公司决策时，可能更倾向于获取控制权私利，从而剥削中小股东。这表明“一股独大”或股权高度集中的治理模式与股权分散一样，都可能损害中小股东的利益。因此，我们预期，第一大股东持股比例越高，公司治理机制越差。

第二到第十大股东持股比例：主张股权多元化者的学者认为多元化股权有助于对公司管理层和大股东进行制衡，减少和防止管理层浪费自由现金流的管理决策行为。股权多元化可以通过三种途径对公司治理产生正面的影响。第一，这些大股东是第一大股东实施“隧道行为”的主要障碍。第二，当公司经营情况不善时，这些股东手中的股权越集中，就越有可能去争取对公司的控制权。第三，这些大股东也可以对企业的经营管理实施监督。因此，我们预期，其他大股东对第一大股东的制衡能力越强，公司治理越好。

Z 指数：如果公司最大股东的持股比例显著高于其他股东（尤其是第二大股东），会对公司运作以及股票的市场表现产生很大影响。Z 指数是指公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值。Z 指数越大，第一大股东与第二大股东的力量差异越大，第一大股东的优势越明显，因此它能够很好地界定首位大股东对公司的控制能力。我们预期，Z 指数越高，公司治理机制越差。

是否同时发行 B 或 H 股：我国的部分上市公司同时在 B 股市场和境外上市（H 股，S 股，N 股等），这些较成熟的市场有相对严格的监管条例、比较健全的法律体系以及相对透明的信息披露机制，一般认为它们比纯粹的 A 股市场更能保护投资者的权益。由于同时发行 A 股和 N/S 股的公司相对较少，我们设置是否同时发行 A 和 B/H 股的虚拟变量，来反映来自不同市场的监管、法律约束和信息披露影响。我们预期，同时发行 A 股和 B 或 H 股的公司，治理机制较好。

(4) “三会”及“四委”设立情况：董事会、股东大会会议是高管人员与董事、股东就公司业绩、规划进行决策和交换意见的重要平台，监事会会议有助于监事有效行使监督权。审计委员会、薪酬委员会、战略委员会和提名委员会的设立是形成有效公司治理结构的一项重要制度安排，不同国家和机构对“四委”的功能有不同的界定，并有相应的保障措施。

董事会、监事会、股东大会召开次数：Vafeas (1999) 研究表明，经常开会有利于管理层与董事之间的沟通，能够对业绩下滑迅速做出反应。当然，频繁的会议也会分散承担日常管理责任的公司高管人员的精力，从而影响工作效率。我们发现，我国上市公司 2004 年度董事会召开的平均次数 (7.17 次)，显著低于美国同年度董事会召开的平均次数 (7.41 次)³，这表明相对于成熟的资本市场，我国上市公司的董事会开会并不频繁（如果考虑到两国上市公司的规范程度，我国的这一数字似乎有些低）。因此，我们预期董事会、监事会、股东大会召开次数越多，公司治理越好。

“四委”设立个数：建立审计委员会对进一步完善我国独立董事制度，提高上市公司治理水平，充分发挥独立董事的作用，提升上市公司质量具有重要的现实意义。建立提名委员会有助于规范公司领导人员的产生，优化董事会组成，进一步完善公司治理结构。建立薪酬委员会是对董事、CEO 及其他高级管理人员的工作进行评估的一个重要平台。建立战略委员会的基本作用是对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。因此，我们预期“四委”设立个数越多，公司治理越好。

为了研究公司治理如何影响对价，我们基于上述分析的公司治理变量体系构造一个可客观描述中国上市公司治理水平的综合指标 (CG)。参考 Larcker (2004) 的研究方法，我们采用统计上常用的主成分分析法 (Principal Component Analysis, PCA)，寻找公司治理四个一级指标与其对应的二级指标之间的线性组合来最大化描述公司治理四个方面的变化情况，从主成分分析法中得出的第一大主元定义为反映公司治理四个方面的治理水平。在第一大主元中，反映董事会特征的 6 个指标（董事长是否兼任总经理、独立董事比例、独立董事津贴、十大股东是否关联、董事会规模和独立董事工作地点的一致性）的载荷系数 (component loadings) 分别是 0.518, -0.378, -0.047, 0.427, 0.611, -0.174；反映管理层持股的 4 个指标（总经理持股比例、董事长持股比例、监事会主席持股比例和其他高级管理人员的持股比例）的载荷系数分别是 0.554, 0.572, 0.416, 0.439；反映股东持股的 4 个指标（第一大股东持股比例、第二到第十大股东的持股集中度、Z 指数和是否同时发行 B 或 H 股）的载荷系数分别是 0.551, -0.619, 0.554, -0.077；反映“三会”及“四委”设立情况的 4 个指标（董事会次数、监事会次数、股东大会次数和“四委”设立个数）的载荷系数分别是 0.619, 0.493, 0.583, 0.182。由于在董事会特征和外部股东持股两个公司治理一级指标中，我们预期代表良好治理水平变量的载荷系数为负，而预期代表较差治理水平变量的

³ 中美两国 2004 年度董事会召开次数的中位数(第一分位)相同,都为 7 次(5 次);第三分位显著低于美国,我国公司为 8 次,美国为 9 次。

载荷系数刚好为正，我们对第一大元取负值，以改变其经济含义。在另外的两个公司治理一级指标中，预期代表良好治理水平变量的载荷系数为正，并且预期代表较差治理水平变量的载荷系数为负，与我们的理论预测完全吻合。最后，我们取公司治理四个一级指标的算术平均值来衡量每个公司的治理指数，我们之所以使用平均值而不是加权平均值，是因为我们不确定哪一个公司治理一级指标更为重要 (Bai *et al.*, 2004)。

表 2 提供了公司治理四个一级指标的载荷系数。

表 2 公司治理指标的主成分分析

因子	载荷系数	因子	载荷系数
董事会特征		股东持股	
董事长是否兼任总经理	0.518	是否同时发行 B 股或 H 股	-0.077
独立董事比例	-0.378	第一大股东持股比例	0.551
独立董事津贴	-0.047	第二到第十大股东的持股集中度	-0.619
十大股东是否关联	0.427	Z 指数	0.554
董事会规模	0.611	“三会”及“四委”设立	
独立董事工作地点的一致性	-0.174	董事会次数	0.619
管理层持股		监事会次数	0.493
总经理持股比例	0.554	股东大会次数	0.583
董事长持股比例	0.572	“四委”设立个数	0.182
监事会主席持股比例	0.416		
其他高级管理人员的持股比例	0.439		

公司治理指标的说明：董事长是否兼任总经理是衡量董事长或副董事长是否兼任总经理的虚拟变量，如果兼任设为 1，否则为 0；独立董事比例是独立董事占董事会人数的比例；独立董事津贴是该公司支付独立董事的平均津贴；十大股东是否关联是十大股东之间是否存在关联的虚拟变量，如果存在关联设为 1，否则为 0；董事会规模是反映董事会大小的虚拟变量，如果董事会人数大于 14 设为 1，否则为 0；独立董事工作地点的一致性是指衡量独立董事工作地点与上市公司注册地一致性的虚拟变量，如果地点一致设为 1，不一致为 0。总经理持股比例是总经理持股数量占上市公司全部股份的比例；董事长持股比例是董事长持股数量占上市公司全部股份的比例；监事会主席持股比例是监事会主席持股数量占上市公司全部股份的比例；其他高级管理人员的持股比例是总经理以外高级管理层的持股数量占上市公司全部股份的比例；是否同时发行 B 股或 H 股是衡量该公司是否同时具有 A 股和 B 股，或 A 股和 H 股的虚拟变量，如果有 B 股或 H 股设为 1，否则为 0；第一大股东持股比例是指第一大股东数量占上市公司全部股份的比例；第二到第十大股东的持股集中度是指第二到第十大股东持股比例平方和的自然对数；Z 指数是指公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值；董事会次数是年度董事会的召开次数；监事会次数是年度监事会的召开次数；股东大会次数是年度股东大会的召开次数；“四委”设立个数是指公司设立战略发展与风险管理委员会、审计与关联交易控制委员会、薪酬与考核委员会以及提名委员会的个数。

3. 控制变量

控制变量主要包括非流通股比例、机构持股比例、限售期、承诺事项、BETA 系数和总资产收益率。这些因素都可能对对价的确定产生影响，理由如下：

非流通股比例：非流通股比例越高，股权分置改革实施后非流通股股票转化为流通股股票的潜在数量越多，原有流通股股东受到的冲击越大，因此需要更多的补偿；另外，Silber (1991)、Bajaj, *et al.* (2003) 和 Chen and Xiong (2001) 的研

究也都发现流通受到限制股票占总股数的比例越高, 转让折价越大, 这意味着这些股票在股改中获得流通权的成本越高, 非流通股股东在股权分置改革中所支付的对价可能越多。

机构持股比例: 靳庆鲁和原红旗 (2006)、Chen *et al.* (2006) 以及吴超鹏等 (2006) 的研究结果表明, 机构持股比例越高, 对价越低。他们对这一发现的解释是, 机构投资者与非流通股股东存在“合谋”或“同流合污”的动机, 从而在股改过程中侵害了中小流通股股东的利益。

限售期: 从流通股股东的角度, 限售期越长意味着当前的流通股股票市场受到股权分置改革冲击的滞后性越长, 因此在其他条件一定的情况下, 非流通股股东承诺的限售期越长, 流通股股东所要求的对价也越低; 从非流通股股东的角度, 限售期越长, 意味着非流通股股东将更可能失去有利的交易时机, 进而减少自由调整资产组合的空间, 因此所愿意支付的对价也越少。

承诺事项⁴: 作为对价的补充性措施可以在一定程度上起到稳定股票市场的作用, 因此非流通股股东承诺的事项越多, 流通股股东所要求的对价可能也越低; 另外, 从非流通股股东的角度, 承诺事项越多, 意味着股权分置改革后为此所付出的机会成本越高, 因此所愿意支付的对价可能也越少。在股改方案中, 非流通股股东所作的承诺事项主要包括如下三类: 追加承诺、增持承诺和未来分红承诺。由于每种承诺对对价的影响可能有所不同, 因此我们设置三个虚拟变量分别来衡量这三种承诺。

BETA 系数和总资产收益率: 靳庆鲁和原红旗 (2006) 考察了股改对价是否反映了公司的盈利和风险, 他们的研究发现, 净资产收益率越高, 对价越低; 风险越高, 对价越高。盈利指标和风险指标是股票定价的重要基本因素, 对价的支付实质是对大股东流通权的定价, 我们在研究对价确定的时候, 就需要控制基本因素的影响。在持续经营的前提下, 盈利能力越高, 意味着股票未来的理论价格越高, 当前流通股股票价格的理论支撑点也越高, 股权分置后增加的流通股份对原有流通股票的冲击风险越小。流通股股东基于公司价值的基本判断, 会在一定程度上降低对价的要求。另一方面, 业绩差的公司表明这些公司上市后业绩下滑幅度较大, 在此过程中, 投资者的利益受到了严重的损害。流通股东要求非流通股股东补偿的愿望就会更加强烈。Longstaff (1995, 2001, 2005), Finnerty (2003) 和 Bajaj, *et al.* (2003) 基于美国流通性受到限制的股票, 发现股票报酬风险越大, 折价越高。从流通股股东的角度, 高风险要求高回报, 对于风险较高的股改公司, 他们在股权分置改革中所要求的补偿也就越多。

⁴ 承诺事项的实质也是对流通股股东的补偿, 但是这些指标很难量化成统一的对价水平, 我们在此把它作为控制变量。

最后，行业的不同，对价水平也可能有所不同，因此我们按照证监会行业的划分标准，对其加以控制。另外，试点公司和全面股改公司存在一些选择上的偏差，从而可能会影响其对价水平。具体来讲，由于试点公司能否顺利完成股权分置改革，会直接关系到整个股改进程，因此试点公司的确定主要是相关决策部门从上而下的选择；全面股改公司基本上是由公司提出股改要求，报经相关决策部门批准，主要是从下而上的过程。考虑到这些选择偏差，我们对是否试点公司加以控制。

表 3 列出了变量的简单说明。

表 3 变量说明

变量	表示符号	变量说明
对价水平	CR	在最终的《股权分置改革说明书》中，流通股股东每持有 10 股流通股所获得的由非流通股股东支付的股份数量。值得说明的是支付对价的方式多种多样，有送股、缩股、权证、资产重组、回购、资产注入、债务豁免，还有派现等。我们在计算对价时，将其综合在一起考虑，统一折算成每持有 10 股流通股所获得的股份数量。关于对价水平确定的详细说明，参见附录
非流通股持股比例(%)	NPROP	《股权分置改革说明书》公布之前最新的非流通股股东持股数量占全部股份的比例
限售期(年)	T	包括法定限售期和大股东额外承诺的限售期
机构持股比例(%)	IS	参与股权分置改革的十大流通股股东中机构持股数量占全部流通股的比例
公司治理指数	CG	根据 4 大类, 18 个公司治理变量, 基于主成分分析法(PCA)构造的公司治理指数
追加承诺	SP	是否有追加承诺的虚拟变量, 如果在最终的《股权分置改革说明书》中有追加承诺设为 1, 否则为 0
增持承诺	IHP	是否有增持承诺的虚拟变量, 如果在最终的《股权分置改革说明书》中有增持承诺设为 1, 否则为 0
未来分红承诺	DP	是否有未来分红承诺的虚拟变量, 如果在最终的《股权分置改革说明书》中有未来分红承诺设为 1, 否则为 0
BETA 系数	BETA	基于 2004 年股票周报酬率和流通市值加权的市场报酬所计算的 beta 系数
总资产收益率(%)	ROA	2002—2004 年平均总资产收益率(净利润/期初和期末的平均总资产); 如果 2002 年该公司还未上市, 则使用 2003—2004 年的平均总资产收益率, 如果 2003 年还未上市, 则使用 2004 年的总资产收益率
行业分类	INDU- STRY	采用证监会的行业划分标准(共包括 13 个行业), 由于金融、保险行业在样本期间还没有一家完成股权分置改革的公司, 我们确定 INDUSTRY 为 1—12 的变量
股改批次	SEQ	是否试点公司的虚拟变量, 如果属于两批试点公司设为 1, 否则为 0

五、实证结果分析

(一) 描述性分析

表4提供了研究样本的描述性统计量。首先,非流通股股东向流通股股东支付对价的均值为3.08(中值为3.14),最高对价为10.3,最低为0.5,标准差为0.81,这表明对价在我们的研究样本中表现出较大的差异,随后我们会考察具体哪些因素有助于解释这些差异。公司治理指数的均值和中值分别为0和-0.06;总资产收益率的均值和中值为3.67和3.57;BETA系数的均值和中值为1.08和1.07;这说明上述变量没有呈现严重的偏态,较好地服从正态分布,另外,各自的标准差也显示出具有较大的差异,表明研究样本有很好的代表性,不存在严重的选择偏差。限售期的均值为1.26,最小值为1,第三分位也是1,这说明在至少75%的研究样本中,大股东仅仅按照法定限售期进行承诺,没有附加的限售承诺。更为精确地讲,134家公司(占样本的15%)做出了附加限售承诺,最长的限售期为6年。机构持股比例的最小值为0,最大值为55.79%,标准差为11.68,显示出研究样本具有较大的差异;另外机构持股比例的均值(中值)为10.25(5.02),这表明在研究样本中,机构持股比例的分布不是完全对称的,具有一定的偏斜(右偏)现象,针对这种情况,我们在研究设计中,除了使用机构持股比例的连续变量,也按照机构持股比例的中位数构造虚拟变量,以考察机构持股比例对对价水平的影响。最后,描述性统计结果还表明,在研究样本中,13%的公司做出了追加承诺;9%的公司具有增持承诺;25%的公司承诺在未来的几年内派发现金股利。关于非流通股股东所做的承诺事项,更为详细的数据显示:在890家研究样本中,20家公司做出了追加和增持承诺;36家公司做出了增持和未来分红承诺;29家公司做出了追加和未来分红承诺;只有8家公司做出了所有3项承诺;550家公司没有做出任何承诺。

表4 描述性统计

变量	均值	中值	标准差	最小值	第一分位	第三分位	最大值
CR	3.08	3.14	0.81	0.50	2.80	3.50	10.30
NPROP (%)	61.94	63.02	11.50	14.58	55.56	69.77	97.02
T	1.26	1	0.70	1	1	1	6
IS	10.25	5.02	11.68	0	0.83	17.12	55.79
CG	0	-0.06	0.68	-2.10	-0.44	0.33	4.09
BETA	1.08	1.07	0.33	-0.52	0.91	1.24	3.27
ROA	3.67	3.57	4.32	-11.89	1.54	5.99	15.19
SP	0.13	0	0.33	0	0	0	1
IHP	0.09	0	0.29	0	0	0	1
DP	0.25	0	0.43	0	0	0	1

注:变量说明请参见表3。

*, ** 和 *** 分别表示单尾检验下显著性水平为10%, 5%和1%。

(二) 变量之间的相互关系分析

我们在表 5 中报告了变量之间的相互关系。根据自变量之间的 Pearson 相关系数, 我们发现: 对价与公司治理指数在 5% 的显著水平上负相关; 与非流通股比例和 BETA 系数 (公司风险水平) 在 1% 的显著水平上正相关⁵, 这与靳庆鲁和原红旗 (2006)、Chen *et al.* (2006) 的发现一致; 与机构持股比例、限售期、追加承诺、增持承诺和未来分红承诺在 1% 的显著水平上负相关, 这与靳庆鲁和原红旗 (2006)、Chen *et al.* (2006) 以及吴超鹏等 (2006) 的发现一致; 与总资产收益率在 5% 的显著水平上负相关, 这与靳庆鲁和原红旗 (2006) 的发现一致, 但与吴超鹏等 (2006) 的研究结果相反。

表 5 变量之间的相关分析(Pearson 相关系数)

变量	NPROP	T	IS	CG	BETA	ROA	SP	IHP	DP
CR	0.33***	-0.10***	-0.19***	-0.07**	0.14***	-0.07**	-0.27***	-0.15***	-0.14***
NPROP		-0.06	0.08**	0.01	0.08**	0.17***	-0.11***	-0.08**	0.01
T			0.05	-0.07*	-0.06*	0.05	0.07**	0.03	0.11***
IS				0.08**	-0.25***	0.42***	0.15***	0.11***	0.18***
CG					0.13***	0.10***	0.08**	0.05	-0.05
BETA						-0.19***	0.03	-0.16***	-0.11***
ROA							-0.09***	0.11***	0.20***
SP								0.11***	0.06*
IHP									0.08**

注: 变量说明请参见表 3。

*, ** 和 *** 分别表示单尾检验下显著性水平为 10%, 5% 和 1%。

另外, 自变量之间的相互关系显示: 非流通股比例与机构持股比例、BETA 系数和总资产收益率在至少 5% 的显著水平上正相关, 与追加承诺和增持承诺在至少 5% 的显著水平上负相关; 限售期与公司治理指数和 BETA 系数在 10% 的显著水平上负相关, 与追加承诺和未来分红承诺在至少 5% 的显著水平上正相关; 机构持股比例与 BETA 系数在 1% 的显著水平上负相关, 与公司治理指数、总资产收益率、追加承诺、增持承诺和未来分红承诺在至少 5% 的显著水平上正相关, 这表明机构投资者更为偏好风险低、绩优、公司治理好的公司; 公司治理指数与 BETA 系数、总资产收益率和追加承诺在至少 5% 的显著水平上正相关; 公司风险 (BETA 系数) 与总资产收益率、增持承诺和未来分红承诺在 1% 的显著水平上负相关; 总资产收益率与追加承诺在 1% 的显著水平上负相关, 与增持承诺和未来分红承诺在 1% 的显著水平上正相关; 三种承诺之间的相关系数均在至少 10% 的显著水平上正相关, 说明各种承诺事项之间具有一定程度的联动性, 而不是相互替代的关系。

概而言之, 单变量检验中主要变量的关系和我们的预期相符合, 我们将

⁵ 如使用 2004 年股票月报酬率的标准差作为公司风险水平的代理变量, 结论也不改变。

在下面进行多变量检验。同时,自变量之间存在一些显著的关联性,在后面的多重回归分析中,我们将进行多重共线性检验。

(三) 多重回归分析

我们首先对解释变量是否存在多重共线性问题进行了诊断,在表6的回归模型中报告了每个解释变量的方差膨胀因子(Variance Inflation Factor, VIF),根据 Freund and Littell (1986)的文献,在多重共线性诊断时,如果 VIF 小于 5,则说明没有严重的共线性问题。从表6可以看出,只有两个变量的 VIF 大于 2,分别为 2.48 和 2.49,其余所有变量的 VIF 均小于 2。另外,从表5也可以看出,变量之间的相关系数只有1个为 0.42,其余的均在 0.33 以下。这说明我们的模型不存在严重的共线性问题。

表6的左半部分提供了基于公司治理综合指数的分析结果。结果显示:在控制了其他因素的情况下,公司治理指数与对价在1%的显著水平上负相关,表明公司治理越好,对价越低,这支持我们的假说1。公司治理指数与机构持股比例的交叉项在1%的显著水平上与对价显著正相关,表明好的公司治理机制可以起到防范非流通股股东与机构投资者“合谋”的作用,有助于在股权分置改革的过程中保护中小股东的利益,这一发现与我们的假说2一致。

为了说明公司治理变量解释对价水平的经济显著性,我们参照 Biddle *et al.* (1995)的方法,做了公司治理变量增量解释力(Incremental Explanatory Power, IEP)的分析。在模型1中去掉公司治理指数以及公司治理指数与机构持股比例的交叉变量后,模型1调整后的 R^2 减少到 20.68%,公司治理变量的增量解释力为 12.48% ($(23.63\% - 20.68\%) \times 100 / 23.68\%$),这表明公司治理变量在解释对价水平上具有一定的经济显著性。

为了进一步研究公司治理具体特征与对价的关系,我们在表6的右半部分提供了基于公司治理四个一级指标的分析结果,结果表明:对于同时发行B股或H股、股权制衡机制越健全(股东持股)的公司,对价相对较低;“三会”召开次数和“四委”设立个数(“三会”及“四委”设立)越多的公司,对价也越低;而董事会特征和管理层持股对对价的影响不显著。公司治理具体特征与机构持股比例交叉项的实证结果进一步显示:股东持股(同时发行B股或H股、股权制衡机制越健全)和“三会”及“四委”设立(“三会”召开次数和“四委”设立个数越多)越完善的公司,越能抑制非流通股股东和机构投资者在股改过程中的“合谋”;而董事会特征和管理层持股则起不到约束“合谋”的作用。

表 6 回归模型分析(因变量:对价水平)

自变量	模型 1			模型 2		
	回归系数	t 统计量	膨胀因子 (VIF)	回归系数	t 统计量	膨胀因子 (VIF)
截距	2.037***	12.05		2.098***	12.17	
非流通股持股比例	0.021***	9.83	1.08	0.021***	9.45	1.12
限售期	-0.058*	-1.70	1.03	-0.067*	-1.94	1.07
机构持股比例	-0.009***	-3.80	1.37	-0.01***	-3.91	1.51
公司治理指数	-0.142***	-3.06	1.82			
董事会特征				-0.022	-0.70	1.90
管理层持股				0.025	0.94	2.48
股东持股				-0.075***	-2.97	1.69
“三会”及“四委”设立				-0.068***	-3.32	1.66
公司治理指数与机构持股比例的交叉变量	0.007***	2.55	1.88			
董事会特征与机构持股比例的交叉变量				0.002	1.21	1.96
管理层持股与机构持股比例的交叉变量				0	0.13	2.49
股东持股与机构持股比例的交叉变量				0.003***	2.47	1.72
“三会”及“四委”设立与机构持股比例的交叉变量				0.003***	2.42	1.76
BETA 系数	0.153**	1.99	1.15	0.129*	1.66	1.18
总资产收益率	-0.014***	-2.24	1.36	-0.017***	-2.66	1.41
追加承诺	-0.500***	-6.76	1.10	-0.505***	-6.84	1.10
增持承诺	-0.241***	-2.75	1.16	-0.225***	-2.55	1.17
未来分红承诺	-0.135***	-2.36	1.10	-0.114**	-1.98	1.13
行业		控制			控制	
股改批次		控制			控制	
调整后的 R ²		0.234			0.241	
模型 F 值		23.63***			16.70***	

注:变量说明请参见表 3。

*, ** 和 *** 分别表示单尾检验下显著性水平为 10%, 5% 和 1%。

为什么具有良好治理机制的董事会以及能够提高公司 Tobin Q (McConnell and Servaes, 1990) 的管理层持股不能在股改中获取对价水平的“折价”和约束“合谋”, 本身是一个有趣的问题, 也许值得进一步研究。白重恩等 (2005) 的研究发现, 高管人员的持股量不影响中国上市公司的市场价值, 他们把此归因于微乎其微甚至可以忽略不计的持股量所引起的误差。在本研究中, 管理层持股不能获取相应“折价”的一种更为合理的解释, 也许是股改主要体现的是非流通股股东和流通股股东之间的博弈, 管理层在其中所起的作用不大。至于董事会特征为什么在对价的确定中没有发挥应有的作用 (获取对价水平的“折价”和约束“合谋”), 更是一个有趣的问题, 也许是因为中小投资者认为中国上市公司的独立董事仅仅是“花瓶”, 没有起到保护他(她)们利益的作用; 也许是董事长(副董事长)与总经理的“两职分离”不够彻底, 无法形成有效的监督 (白重恩等 (2005) 的研究表明, 董事长(副董事长)与总经理的“两职分离”不影响中国上市公司的市场价值)。

关于控制变量, 多重回归的分析结果显示: 非流通股比例越高, 对价越高; 机构持股比例 (机构投资者参与程度) 越高, 对价越低; 限售期越长, 对价越低; BETA 系数越大, 对价越高; 总资产收益率越高, 对价越低; 承

诺事项(追加承诺、增持承诺、未来分红承诺)越多,对价越低,但是承诺事项的种类不同,影响对价的程度也有所不同,具体来讲,追加承诺对对价水平的影响最大、增持承诺其次、未来分红承诺最弱。这一发现比较容易理解,因为追加和增持承诺是非流通股东做出的对于流通股股东的一种单方面的保护,而未来分红承诺则与上市公司的所有股东有关。至于为什么与流通股股东和非流通股股东都有关的一项承诺,仍然会显著影响对价,可能是和我国上市公司历史上分红的行为有关。上述关于控制变量的实证结果,基本上与我们单变量的分析结果保持一致,也进一步印证了靳庆鲁和原红旗(2006),Chen *et al.* (2006)的研究发现。与吴超鹏等(2006)研究发现不相一致的是,会计业绩(总资产收益率)越好,对价越低,这一发现无论是在靳庆鲁和原红旗(2006)所基于的169家公司的小样本,还是我们所使用的890家公司的大样本情况下都存在。⁶

概而言之,拥有良好治理机制的公司由于历史上保护了中小股东的利益,并且能够为公司的未来发展提供更为良性运转的平台,更大程度上保证收益的可持续性,流通股股东愿意接受稍低的对价。另外,良好治理机制所形成的公司声誉,在某种程度上可以约束非流通股股东与机构投资者“合谋”所带来的对中小投资者的利益侵害。但是公司治理对对价水平的确定以及约束非流通股股东和机构投资者之间的“合谋”,主要取决于公司拥有健全的股权结构(海外上市、股权制衡)和“三会”及“四委”设立情况。

六、敏感性检验

为了保证结论的严谨性,我们做了如下敏感性检验:

1. 使用机构持股比例和公司治理指数的虚拟变量作为自变量(我们界定治理指数高于中位数的公司为具有良好治理机制的公司,机构持股比例高于中位数的公司为机构投资者参与程度较高的公司),重做上述回归,结论不变。另外,改变公司治理指数与机构持股比例的切分点,比如,以公司治理指数和机构持股比例的第三分位点作为切分点,结论也不改变。
2. 对因变量不采用综合的对价水平,而仅仅选取单一送股方式的公司为样本进行检验,不改变结论。
3. 采用单一送股方式的公司为样本,使用机构持股比例和公司治理指数的虚拟变量作为自变量,重做上述回归,不改变结论。

⁶ 我们同时也使用以下两种会计业绩的衡量指标:(1)净资产收益率;(2)《股权分置改革说明书》公布之前最新的净资产收益率和总资产收益率,重做上述回归,结论不变。

七、研究结论

股权分置改革的核心问题是非流通股向流通股支付的对价问题，影响对价的因素很多，本文主要考察了公司治理与对价的关系。通过实证研究，本文发现公司治理对保护投资者有重要意义，投资者能够对不同的公司治理水平做出区分：第一，在股改对价的确定过程中，流通股股东考虑了公司治理水平的因素，公司治理水平高的公司，流通股股东会要求较低的对价水平，这和以前研究中投资者能够对公司治理的作用做出正确的定价的结论一致。第二，对于大股东和机构投资者降低对价水平，从而侵害中小投资者利益的“合谋”行为，公司治理水平高的公司能够显著地降低这种“合谋”带给中小投资者的不利影响。这和文献中公司治理能够保护中小投资者利益的结论一致。

附录 对价水平确定的解释说明

1. 单一方案的计算值

(1) 直接送股：公布值和计算值均为每 10 股支付对价股数。

(2) 间接送股（上市公司送转）：按送转后股本计算的每 10 股支付对价股数。

(3) 单向转增：折算为向全体股东转增模式。

向全体股东转增比例 = 转增股份总数 / 转增前总股本。

折算送股对价（计算值） = 非流通股总数 × 向全体股东转增比例 / 按新的转增比转增后流通股本。

(4) 派现：每 10 股支付现金数（对价） / 获准公告日前一交易日收盘价。

(5) 缩股：缩股数 × 10 / 缩股后总股本。

(6) 权证：每份权证理论价格 × 份数 / 获准公告日前一交易日收盘价。

(7) 认沽权利：

a. 流通股股东不获得认沽权利凭证：（认沽价 - 获准公告日前一交易日收盘价） × 10 / 获准公告日前一交易日收盘价；

b. 流通股股东获得认沽权利凭证：认沽权利理论价格 × 数量 / 获准公告日前一交易日收盘价。

(8) 注资：每 10 股注入现金 / 获准公告日前一交易日收盘价。

(9) 资产重组：

a. 注入资产（包括现金和股权）、资产置换（相当于直接注入资产）：注入资产价值 × 10 / （获准公告日前一交易日总股本 × 获准公告日前一交易日收盘价）；

b. 债务豁免（包括非流通股东以股份换取债权人豁免债务，不包括以股抵债）：豁免债务 × 10 / （获准公告日前一交易日总股本 × 获准公告日前一交易日收盘价）；

c. 非流通股东现金收购债权：每股净资产预期损失减少数 × 10 / 获准公告日前一交易日收盘价。

2. 组合方案算法

(1) 将各种类型单独计算，结果合并。

(2) 方案为上市公司送转、派现, 派现部分计算方法为: 每 10 股支付现金数 (对价) / 获准公告日前一交易日收盘价 (算法同没有送转)。

(3) 方案为上市公司送转、权证, 权证部分计算方法为: 每份权证理论价格 \times 份数 / 获准公告日前一交易日收盘价 (算法同没有送转)。

(4) 凡方案只涉及股份的, 包括直接送股、间接送股、定向转增、缩股、送股和缩股, 都可以用同一种方法: (实施后流通股东持股比例 - 实施前流通股东持股比例) \times 10 / 实施前流通股东持股比例。

参考文献

- [1] Bai, C., Q. Liu, Z. Lu, M. Song, and J. Zhang, "Corporate Governance and Firm Valuations in China", Working Paper, 2002.
- [2] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜, "中国上市公司治理结构的实证研究,"《经济研究》, 2005 年第 2 期, 第 81—91 页。
- [3] Bajaj, M., D. Denis, S. Ferris, and A. Sarin, "Firm Value and Marketability Discounts", Working Paper, 2003.
- [4] Bauer, R., N. Guenster, and R. Otten, "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe—The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", Working Paper, 2003.
- [5] Beasley, M., "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, 1996, 71(4), 443—465.
- [6] Bebchuk, L., and A. Cohen., "The Costs of Entrenched Boards", *Journal of Financial Economics*, 2005, 78(2), 409—433.
- [7] Biddle, G., G. Seow, and A. Siegel, "Relative versus Incremental Information Content", *Contemporary Accounting Research*, 1995, 12(1), 1—23.
- [8] Borokhovich, K., R. Parrino, and T. Trapani, "Outside Directors and CEO Selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3), 337—355.
- [9] Brickley, J., J. Coles, and G. Jarrell, "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, 1997, 3(3), 189—220.
- [10] Brown, D., and L. Caylor, "Corporate Governance and Firm Performance", Working Paper, 2004.
- [11] Bruner, R., and M. Palacios, "Valuing Control and Marketability", Working Paper, 2004.
- [12] Byrd, J., and K. Hickman, "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, 1992, 32(2), 195—207.
- [13] Chen, K., and H. Yuan, "Government Involvement, Market Forces, and the Pricing of Earnings: A Comparison of China's Tradable and Nontradable Shares", Working Paper, 2005.
- [14] Chen, K., Q. Jin, and H. Yuan, "Institutional Investors, State Identity and Compensation Ratio: Evidences from China's Split Share Structure Reform", Working Paper, 2006.
- [15] Chen, K., Z. Chen, and K. Wei, "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets", Working Paper, 2003.
- [16] Chen, Z., and P. Xiong, "Discounts on Illiquid Stocks: Evidences from China", Working Paper, 2001.
- [17] Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(3), 371—406.
- [18] Cotter, J., A. Shivdasani, and M. Zenner, "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?" *Journal of Financial Economics*, 1997, 43(2), 195—218.

- [19] Denis, D., D. Denis, and A. Sarin, "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics*, 1997, 45(2), 193—221.
- [20] Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, 1998, 48(1), 35—54.
- [21] Fich, E., and A. Shivdasani, "Impact of Stock Option Compensation for Outside Directors and Firm Value", Working Paper, 2002.
- [22] Finnerty, J., "The Impact of Transfer Restrictions on Stock Prices", Working Paper, 2003.
- [23] Gillan, L., "On Corporate Governance: An Overview and Introduction to the Special Issue", Working Paper, 2004.
- [24] Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(1), 107—155.
- [25] Hermalin, B., and M. Weisbach, "The Determinants of Board Composition", *Rand Journal of Economics*, 1988, 19(4), 589—606.
- [26] Hermalin, B., and M. Weisbach, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 1991, 20(4), 101—112.
- [27] Huson, M., R. Parrino, and L. Starks, "Internal Monitoring and CEO Turnover: A Long-Term Perspective", Working Paper, 2000.
- [28] Jian, M., and T. Wong, "Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups", Working Paper, 2003.
- [29] Jiang, G., C. Lee, and H. Yue, "Tunneling in China: The Surprisingly Pervasive Use of Corporate Loans to Extract Funds from Chinese Listed Companies", Working Paper, 2005.
- [30] Jensen, M., and K. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2), 225—264.
- [31] 靳庆鲁、原红旗, "股改对价反映了公司的盈利和风险吗?"《中国会计与财务研究》, 2006 年第 6 卷第 4 期, 第 1—44 页。
- [32] Joseph, A., J. Wang, and H. Yuan, "Related Party Transactions as a Direct Means for Earnings Management and Tunneling during the IPO Process in China", Working Paper, 2005.
- [33] Klein, A., "Economic Determinants of Audit Committee Independence", *The Accounting Review*, 2002, 77(2), 435—452.
- [34] Larker, D., S. Richardson, and I. Tuna, "Does Corporate Governance Really Matter?" Working Paper, 2004.
- [35] Lee, Y., S. Rosenstein, and J. Wyatt, "The Value of Financial Outside Directors on Corporate Boards", *International Review of Economics and Finance*, 1999, 8(4), 421—431.
- [36] Longstaff, F., "How Much Can Marketability Affect Security Values?" *Journal of Finance*, 1995, 50(5), 1767—1774.
- [37] Longstaff, F., "Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities", *Review of Financial Studies*, 2001, 14(2), 407—431.
- [38] Longstaff, F., "Asset Pricing in Markets with Illiquid Assets", Working Paper, 2005.
- [39] McConnell, J., and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2), 595—612.
- [40] Mehran, H., "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 1995, 38(2), 163—184.
- [41] Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1—2), 293—316.
- [42] Perry, T., "Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover", Working Paper, 2002.
- [43] Rosenstein, S., and J. Wyatt, "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(2), 175—192.

- [44] Shivdasani, A., "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16(1-3), 167-198.
- [45] Silber, W. L., "Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquid on Stock Prices", *Financial Analysts Journal*, 1991, 47(1), 60-64.
- [46] Smith, M., "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence for CalPERS", *Journal of Finance*, 1996, 51(1), 227-252.
- [47] Sonda, M., J. Bédard, and L. Courteau, "Corporate Governance and Earnings Management", Working Paper, 2003.
- [48] Stulz, R., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1), 25-54.
- [49] Vafeas, N., "Board Meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 1999, 53(1), 113-142.
- [50] Weisbach, M., "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1-2), 431-460.
- [51] 吴超鹏、郑方镛、林周勇、李文强、吴世农, "对价支付影响因素的理论和实证分析," 《经济研究》, 2006 年第 8 期, 第 14-23 页。
- [52] Yermack, D., "Higher Market Valuation of companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 1996, 40(2), 185-211.
- [53] 原红旗、张瑶, "法律环境、公司治理和大股东资金占用", 工作论文, 2006 年。

Corporate Governance and the Determinants of the Compensation Ratio in the Splitting-Share Reform

QINGLU JIN

(Shanghai University of Finance and Economics)

HONGQI YUAN

(Fudan University)

Abstract Based on data of 890 firms undertaking the splitting-share reform from May 9, 2005 to July 31, 2006, we examine the relationship between corporate governance and the compensation ratio used in the reform, and find that better corporate governance leads to lower compensation ratios. Prior evidence suggests that institutional investors don't represent the interests of owners of circulating shares, but are more likely to collude with owners of non-circulating shares. Starting from this point, we examine the relationship among corporate governance, institutional investors and the compensation ratio, and find that good corporate governance prevents the collusion of institutional investors and owners of non-circulating shares.

JEL Classification G20, G34, M41