



Munich Personal RePEc Archive

**The Effects of Market Competition,  
Managerial Incentives and Shareholders'  
Rights on Corporate Governance:  
Empirical Analysis Based on China's  
Listed Retail Firms**

Zhou, Qingtian

Shanghai University of Finance and Economics

April 2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/38598/>

MPRA Paper No. 38598, posted 11 May 2012 05:17 UTC

The Effects of Market Competition, Managerial Incentives  
and Shareholders' Rights on Corporate Governance:  
Empirical Analysis Based on China's Listed Retail Firms

Qingtian Zhou

**Abstract:** This paper, using the total factor productivity in the Cobb-Douglas production function, empirically investigates into the effects of market competition, managerial incentives and shareholders rights on corporate governance under the framework of pooled OLS and fixed effects regression method. In this paper, I find that (1) there exists a complementary relation between shareholders' rights and managerial incentives in terms of corporate governance and (2) the effect of shareholders' rights on corporate governance is dependent on market competition. The more intense the market competition, the less shareholders' rights contribute to better governance, and vice versa. These findings provide some new views to the study of corporate governance.

**Keywords:** market competition; managerial incentives; shareholders' rights; corporate governance; total factor productivity

Withdrawn by the author

# 市场竞争、管理层激励与股东权利对公司治理的影响

## ——基于零售行业上市公司的实证分析

周擎天

**摘要：**本文利用柯布—道格拉斯生产函数中的全要素生产率，结合混合最小二乘和固定效应回归方法实证分析了我国零售企业中市场竞争、管理层激励、股东权利和公司治理之间的若干关系。本文发现：（1）股东权利和管理层激励对公司治理的提升存在互补关系；（2）股东权利对公司治理效率的作用方向取决于市场竞争。市场竞争越激烈时，股东权利就越不利于公司治理的提升；反之，当市场竞争越缓和时，股东权利越有利于公司治理的提升。这些发现为公司治理的研究提供了一些新的观点。

**关键词：**市场竞争；管理层激励；股东权利；公司治理；全要素生产率

### 引言

传统的经济学理论认为，企业仅仅是市场的一个组成部分，其唯一的目标就是利润最大化。因此，企业中所有利益相关者的行动应当是统一的。然而，在现实中，往往会出现企业管理层行为与股东利益最大化不一致的情况，例如在 2009 至 2010 年间发生的国美事件中，董事会主席和大股东之间出现了激烈的控股权争夺。

在西方发达国家，类似的事件在过去的 30 年中时有发生，国外学者将这一问题归纳到公司治理领域。公司治理的核心是委托代理关系，当委托人（股东）与代理人（经理人）达成契约后，后者就有义务为前者提供管理服务并代为行使一些决策权利。然而，在缺乏合适的激励机制和监管时，代理人会出于个人利益的最大化，背离委托人的意愿，从而导致公司治理的松散和无效率。

近年来，公司治理一直是经济学与管理学界中研究的热点之一。然而，国内外学者对这一领域下的许多问题却始终无法达成一致的结论。这种困境源于研究对象的多样性和繁杂性，因此在实际研究的过程中必须结合具体特性，比如企业

所处市场的竞争程度、技术等因素，从而得出较为可靠的结论。

本文以我国零售行业上市公司为对象，具体研究企业内部因素和外部因素对公司治理的综合影响。本文利用柯布—道格拉斯生产函数建立起的模型，将全要素生产率作为对公司治理效率的考量，并引入产品市场竞争程度、公司股权集中程度、管理层激励等因素，具体考察其与公司治理之间的关系。本文是国内第一个用经济学方法对零售企业内外部治理关系所做的研究，结果可为完善我国零售行业公司治理水平以及优化治理结构提供参考。

## 一、文献回顾

对于公司治理问题，委托人通常会采用两种方式改善委托代理关系。第一种方式是设立合适的激励机制，例如为经理人提供现金、股票期权等奖励。第二种方式是增强对代理人的监督，例如美国的独立董事制度和德国的监事会制度等。然而，要使上述两种方法能够顺利运作，委托人和代理人之间的信息就必须完全对称。一旦委托人无法获得代理人的效率、声誉或努力程度等信息，道德风险便会产生，代理人就会乘机松懈对公司的管理<sup>[1]</sup>。因此，如何通过提高信息的对称程度来改善公司治理是学术界共同关注的焦点之一。

近年来，市场竞争作为一种提高信息对称程度的外部治理机制逐渐开始被国内外学者所认识，并出现了一些相关的理论和实证研究。经典的微观经济理论认为，在完全竞争的市场中，企业只能在边际成本等于市场价格处生产，这样就会迫使管理者透露与生产和管理相关的成本等信息，从而增强对经理人的激励和约束，提高治理效率。Schmidt（1997）研究发现，当市场竞争加剧时，企业所有者就会因产品利润的降低而选择破产清算，这种清算威胁对经理人形成了约束，迫使经理人努力工作以避免失去工作<sup>[2]</sup>。

此外，股东权利也被看作是另一种增强公司治理的方法。Gompers, Ishii and Metrick（2003）发现，股东权利与公司业绩之间存在着显著的正相关。他们的实证结果表明，相对于“专政”企业（公司管理层被赋予更大权利），“民主”企业（公司股东被赋予更大权利）拥有更好的业绩和更高的投资回报率（见表1）<sup>[3]</sup>。

表 1: 在 1990 年 9 月 1 日投资 1 美元，到 1999 年 12 月 31 日时
--

企业类型	“专政”	“民主”
将增长到	3.39 美元	7.07 美元
年化收益率	14.0%	23.3%
两者间的差	超过了 9 个百分点	

来源：Gompers, Ishii and Metrick (2003) [3]

## 二、实证分析

上述文献表明，管理层激励、市场竞争和股东权利与都会对公司的治理产生正面影响。然而，当竞争成为一种外部治理机制时，其与企业内部治理之间可能存在着关系。例如，在上文提到的国美事件中，大股东与管理层之间出现的公司治理争执恰巧发生在其所处行业的竞争位置发生较大变化之时（见表 2）。因此，内外部治理的关系问题是本文将要实证分析的重点。

年份	市场份额	排名	较前一年变动 (%)
2007	9.80%	1	42%
2008	10.20%	1	4%
2009	9.10%	2	-11%
2010	9.80%	2	8%
2011	10.30%	2	5%

来源：欧睿信息咨询公司 GMID 数据库[4]

### 1. 理论假设

Grossman and Hart (1980) 认为，当公司中每个股东的权利都小到不足以负担监督所需要的成本时，对管理者的监管就会缺失，从而产生“搭便车”现象[5]。上文已经提到，股东权利与公司治理效率呈正相关，这是因为当股权集中时，股东的“搭便车”现象就会减少，企业的代理成本就会下降，从而使经理人受到有效的监管，迫使其提升治理水平。从另一方面看，管理层持股也与公司治理呈正相关。这是因为，当管理层持有的股票越多时，其自身利益与企业利益的结合就越紧密，从而形成一种激励机制，促使经理人努力工作。在企业中，股东权利与管理层激励如何并存？这将对企业的效率产生何种影响？基于此，本文提出了第一

个假设：

**假设 1：** 股东权利和管理层激励间存在互补关系，即当其中一者不变时，另一者的增加将有助于公司治理效率的提升。

Hart（1995）认为，大股东持股比例与公司治理效率之间的关系存在着一个先增后减的过程，这一现象被称为“壕沟防御效应”<sup>[6]</sup>。Hart 的理论从一定程度上解释了为什么在股权高度分散的美英治理结构和高度集中的日德治理结构中都会存在公司治理问题。但是，股东权利与公司治理效率之间的这种非线性关系受到了什么外生因素的影响？上文提到，市场竞争作为一种外部治理机制，会对公司治理产生影响。基于此，本文提出第二个假设：

**假设 2：** 股东权利对公司治理效率的作用方向取决于市场竞争。

## 2. 模型设计

本文借鉴 Nickell（1996）的研究方法<sup>[7]</sup>，通过企业的生产函数建立起模型，引入与公司内外部治理相关的变量，研究几者间的关系，并对上文中提出的假设进行验证。文章采用全要素生产率（TFP）作为衡量公司治理效率的指标，这是因为 TFP 可以避免财务指标与证券市场数据中可能存在的失真与偏差，从而使结论更为公正。

考虑某个行业中第  $i$  个企业在第  $t$  年的生产函数为  $Y_{it} = A_{it} \times f(K_{it}, L_{it}, u_{it})$ ，其中  $A_{it}$  是该企业的全要素生产率， $K_{it}$  是投入的资本， $L_{it}$  是投入的劳动， $u_{it}$  为一序列不相关、期望为 0 的正态分布扰动项。假设该生产函数为柯布-道格拉斯生产函数，则  $Y_{it} = A_{it} K_{it}^{\alpha_1} L_{it}^{\alpha_2} u_{it}$ 。将等式的两边做自然对数变换并移项后得到  $\ln(Y_{it}) = \ln(A_{it}) + \alpha_1 \ln(K_{it}) + \alpha_2 \ln(L_{it}) + \ln(u_{it})$ 。

令  $y_{it} = \ln(Y_{it})$ ， $k_{it} = \ln(K_{it})$ ， $l_{it} = \ln(L_{it})$ ， $\varepsilon_{it} = \ln(u_{it})$  以及  $\mathbf{x}\boldsymbol{\beta} + \lambda_i = \ln(A_{it})$ ，其中  $\lambda_i$  是单个企业的固定效应， $\mathbf{x}\boldsymbol{\beta}$  抓住了竞争、股东权利、管理层激励等因素对公司治理所产生的影响。假设  $k_{it}$  和  $l_{it}$  是外生的，由此可以得到本文的基本模型：

$$y_{it} = \alpha_1 k_{it} + \alpha_2 l_{it} + \mathbf{x}\boldsymbol{\beta} + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

对(1)式求  $t$  期平均，得到：

$$\bar{y}_i = \alpha_1 \bar{k}_i + \alpha_2 \bar{l}_i + \bar{\mathbf{x}}\boldsymbol{\beta} + \lambda_i + \bar{\varepsilon}_i \quad (2)$$

用(1)式减去(2)式， $\lambda_i$ 项被消去，得到：

$$y_{it} - \bar{y}_i = \alpha_1(k_{it} - \bar{k}_i) + \alpha_2(l_{it} - \bar{l}_i) + (\mathbf{x} - \bar{\mathbf{x}})\boldsymbol{\beta} + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i) \quad (3)$$

令  $\ddot{y}_{it} = y_{it} - \bar{y}_i$ ， $\ddot{c}_t = c_t - \bar{c}$ ， $\ddot{\mathbf{x}} = \mathbf{x} - \bar{\mathbf{x}}$ ， $\ddot{k}_{it} = k_{it} - \bar{k}_i$ ， $\ddot{l}_{it} = l_{it} - \bar{l}_i$  以及  $\ddot{\varepsilon}_{it} = \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$ ，代入(3)式，得到本文的第二个模型：

$$\ddot{y}_{it} = \alpha_1 \ddot{k}_{it} + \alpha_2 \ddot{l}_{it} + \ddot{\mathbf{x}}\boldsymbol{\beta} + \ddot{\varepsilon}_{it} \quad (4)$$

此时(4)式中的参数与(1)式是一致的。利用混合普通最小二乘 (pooled OLS) 方法就可以对上述两个模型做出估计。其中第二个模型，即固定效应模型的优点是消除了不随时刻改变的遗漏变量偏误。

### 3. 变量名称、定义与含义

**y**: 企业实际产出的对数。根据定义，企业实际产出应等于企业总产出的附加值，即营业利润、固定资产折旧和职工薪水之和。但是考虑到财务数据中后两者可能会导致的内生性问题，本文用营业利润来近似估计产出。

**k**: 资本的对数。本文用年末固定资产净值来估计企业资本。

**l**: 劳动力的对数。劳动力以企业员工人数衡量。

**no1**: 第一大股东持有股票占总股本的比重。此变量可以反映股东权利的大小。

**mng**: 企业高级管理层中个人持有的股票占总股本的比重。此变量可以反映董事会受激励的程度。

**mktshr<sub>(-1)</sub>**: 企业的市场份额。市场份额可以看作是市场竞争程度的反向衡量，即企业占有的市场份额越小，市场竞争就越激烈。为了防止双向因果导致的估计偏差并考察竞争对公司治理的影响，本文采用了滞后一期的市场份额 **mktshr<sub>it-1</sub>**。

**no1\_mktshr<sub>(-1)</sub>**: **no1** 与 **mktshr<sub>(-1)</sub>** 的交互项。

### 4. 样本选取

本文基于 Wind 行业分类标准，选取了其二级分类（零售业）中的所有企业

作为采样范围。在剔除了营业利润为负和数据不完全的企业后，本文下载了 60 个企业在 2009 年和 2010 年两年的年报，从中组建起了由 120 个样本组成的平衡面板数据。之后，本文从 Wind 资讯金融终端的“深度资料”（F9 键）中获得了机构投资者在这三年中的持股数据。此外，本文还从欧睿信息咨询公司的全球市场信息数据库（GMID）中获取了企业市场份额的信息。

## 5. 回归结果

表 3：回归结果：样本数 $n = 120$			
解释变量	被解释变量：y		
	模型 1	模型 2	模型 3
<i>K</i>	0.35*** (0.12)	0.37*** (0.09)	-0.97** (0.42)
<i>l</i>	0.21* (0.11)	0.15 (0.11)	0.25 (0.24)
<i>no1</i>		1.68*** (0.60)	-1.83*** (0.87)
<i>Mng</i>		6.55*** (2.00)	
<i>no1_mktshr<sub>(-1)</sub></i>			2343.35* (1384.42)
截距	10.18*** (1.98)	9.61*** (1.61)	/
固定效应	否	否	是
$R^2$	0.2164	0.3028	0.8748
显著性水平：*** 1%；** 5%；* 10%。括号内的标准误经过了异方差调整。			

数据来源：自行计算

对于模型 1，本文无须再作解释；对于后两个模型，本文分析如下：

模型 2 控制了企业的资本和劳动不变，此时股东权利和管理层激励的增强都能够正向影响公司治理。这一结果与代理成本理论相符，并且验证了本文的第一

个假设,即当控制了股东权利时,管理层激励的增加有助于公司治理效率的增长;而当控制了管理层激励时,股东权利的增长也有助于公司治理效率增长;两者呈现互补关系。

模型 3 一方面控制了个体的固定效应,另一方面还引入了交互项  $no1\_mktshr_{(-1)}$ 。令其一阶条件  $\frac{\partial y}{\partial no1} = -1.83 + 2343.35mktshr_{(-1)} = 0$ , 得到  $mktshr_{(-1)} = 0.0781\%$ 。即控制了资本和劳动不变后,当市场占有率小于 0.0781% 时,相对于第一大股东持股比例的边际增加,公司治理效率的增长为负;而当市场占有率大于 0.0781% 时,股东权利将有助于公司治理效率的增长。这验证了本文的第二个假设,即股东权利对公司治理效率的作用方向取决于市场竞争。并且,当市场竞争越激烈时,股东权利就越不利于公司治理的提升;反之,当市场竞争越缓和时,股东权利越有利于公司治理的提升。

### 三、观点与讨论

根据上述发现,本文对公司治理中的内外部治理关系问题提出了一些新的观点。首先,本文通过实证分析发现,股东权利和管理层激励存在着互补关系。本文认为这一现象与股东和管理层之间的博弈有关,即当股东增强对企业的控制力时,无论管理层是否受到激励,公司治理都不会受到影响,此时股东出于自身利益的最大化,就会选择不给予管理层奖励。相反,当股东在企业中的控制力不强时,为了保持原先的公司治理水平,就不得不给予管理层奖励以促使其为股东利益服务。本文这一观点也在 Zhang (2012) 的实证研究中得到了支持<sup>[8]</sup>。

此外,本文还发现,股东权利对公司治理的影响部分取决于市场竞争。这一现象在 Hart (1983) 的论文中亦有涉及。Hart 将市场中的企业归为两类:创业型企业和管理型企业。其中,创业型企业不存在委托代理问题,而管理型企业则有着明显的委托代理问题。Hart 发现,当市场竞争加剧时,管理型企业能够有效地控制生产成本,显著提高生产效率<sup>[9]</sup>。本文认为,在充分竞争的市场中,信息是对称的,因此当企业处于较为激烈的竞争环境时,经理人会努力工作以避免企业破产。此时,股东权利的增强反而有碍于经理人专业能力的发挥。而当企业在行业中拥有一定的市场势力时,经理人就会利用这种地位掩盖生产和管理成本

信息，并松懈对企业的管理。此时，股东权利的增强可以有效起到监管作用，督促经理人提高对公司的治理。

当然，以上观点仅能解释我国零售业上市企业中内外部治理中的部分关系问题，而更为普遍性的结论则有待在未来对这一课题的更多考察和讨论中得出。

## 结论

本文在已有文献的基础上，结合我国零售业上市公司的面板数据，利用混合最小二乘和固定效应回归对市场竞争、管理层激励与股东权利对公司治理的影响及其相互作用进行了实证研究。本文发现，股东权利和管理层激励对公司治理的提升存在互补关系。本文还发现，股东权利对公司治理效率的作用方向取决于市场竞争。当市场竞争越激烈时，股东权利就越不利于公司治理的提升；反之，当市场竞争越缓和时，股东权利越有利于公司治理的提升。

本文的发现也表明，零售行业的最优治理结构应当建立在一个合适的内部和外部治理环境中。从内部看，股东权利和管理层激励应当保持在一个较为均衡的水平，这就要求企业股份的发行不应过于分散，而管理层也应当享受其中的一部分。从外部看，过于激烈的竞争环境和过于集中的股东权利都不利于企业的内部治理。从政策层面看，制定更为完善的经济法律制度，如《公司法》、《反垄断法》等是保障我国公司治理的有效途径。

## 参考文献：

- [1] 谭云清, 韩忠雪, 朱荣林. 产品市场竞争的公司治理效应研究综述[J]. 外国经济与管理, 2001, (1).
- [2] Schmidt, Klaus M. Managerial Incentives and Product Market Competition [J]. *The Review of Economic Studies*, 1997.
- [3] Gompers, Paul, Ishii, Joy and Metrick, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, (1).
- [4] 欧睿信息咨询公司 GMID 数据库. Company Shares [DB/OL]. 2011-07-01. <http://portaleuromonitor.com/>
- [5] Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D. Takeover Bids, The Free-Rider

Problem, and the Theory of the Corporation [J]. *The Bell Journal of Economics*, 1980, (1).

[6] Hart, Oliver D. *Firms, Contracts, and Financial Structure* [M]. Oxford: Clarendon Press, 1995.

[7] Nickell, Stephen J. Competition and Corporate Performance [J]. *Journal of Political Economy*, 1996, (4).

[8] Zhang, Feng. Shareholder Rights, Managerial Incentives, and Firm Value [Z]. Working paper, University of Utah, 2012.

[9] Hart, Oliver D. The Market Mechanism as an Incentive Scheme [J]. *The Bell Journal of Economics*, 1983, (2).

Withdrawn by the author