

产品市场竞争与公司治理：替代还是互补

李 辉, 韩少真, 赵嘉仁

(西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710127)

摘要: 选取 2012—2016 年我国 A 股上市公司数据为研究样本, 考察产品市场竞争与公司治理的交互效应。研究发现, 产品市场竞争与公司治理之间既非“绝对替代”, 也非“完全互补”, 而是“动态依存”, 具体表现为产品市场竞争与股权集中度、股权制衡度、董事会人数、董事会会议次数、董事长和总经理两职合一等之间存在替代效应, 与独立董事比例、经理层持股比例、经理层年度报酬、经理层股票期权计划之间存在互补效应。上述结论启示我们, 要提升公司治理效率, 一方面要继续完善独立董事制度和经理层激励制度, 另一方面应从降低行业准入壁垒方面大力推动产品市场竞争。

关键词: 产品市场竞争; 公司治理; 交互效应

中图分类号: F 276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-7192(2018)05-0049-08

一、引言

自 Berle 和 Means (1932)^[1] 提出现代公司“所有权与经营权两权分离”这一经典命题以来, 学术界围绕该命题的研究就一直持续。早期的研究集中于探讨公司中股东和管理层之间的利益冲突问题, 即“第一类代理问题”, 而后期的研究则集中于解决以大股东为主导的股权结构中大小股东的利益冲突问题, 即由 La Port 等 (1999)^[2] 提出的“第二类代理问题”。经理人信托责任的缺失以及市场机制和相关法规的不完善, 使得“第一类代理问题”在我国较为严重, 代理人变相侵吞股东财富, 无效率使用股东投资, 利用内幕信息在股票市场上谋取私利以及花费巨额资金用于在职消费等现象屡屡发生。中国证监会在 2014—2017 年间共发布行政处罚决定 136 个、市场禁入决定 56 个, 在这 192 个决定中, 涉及“第一类代理问题”的多达 115 个, 所占比例约 60%。上市公司作为市场经济的重要主体如何有效地解决目前较为严重的第一类代理问题, 不断提升公司治理效率, 是需要深入研究的重要课题。立足我国

公司治理的实践, 本文从产品市场竞争和公司治理的交互效应角度入手, 探讨提升公司治理效率的可能路径, 并选取 2012—2016 年的上市公司数据, 运用 DIF-GMM 估计方法对产品市场竞争与公司治理的交互效应进行了实证检验, 以期对我国公司治理路径选择和产业政策制定提供一定的借鉴。

二、研究综述及假设提出

1. 研究综述

我国学术界对公司治理效率的讨论由来已久。He (2014) 指出, 产品市场竞争作为一种有效的外部治理机制, 有助于缓解信息不对称程度, 从而成为解决代理问题的重要外生变量^[3]。姚宏等 (2018) 研究指出, 董事会规模、独立董事比例、两职分离等都会影响到董事会对高层管理者监督约束功能的发挥, 从而影响到公司治理效率^[4]。已有的研究积累引发我们新的思考, 即产品市场竞争与公司治理到底如何改善所有者和管理者之间的代理问题, 其内在的作用机制和实现路径是什么? 在改善公司治理效率方面, 两者是否存在

收稿日期: 2018-04-03

基金项目: 陕西省社会科学基金项目(2017D037); 陕西省软科学研究计划项目(2016KRM138); 陕西省教育厅项目(17JK0751); 教育部人文社会科学研究青年项目(17YJC790046); 西北大学研究生自主创新项目(YZZ17015)

作者简介: 李 辉(1982-), 男, 西北大学经济管理学院副教授, 博士, 硕士生导师, 研究方向为会计理论与会计准则、公司治理; 韩少真(1987-), 男, 西北大学经济管理学院讲师, 博士, 研究方向为会计信息披露。E-mail: lh0424@126.com

交互效应? 这些问题的回答有助于我们进一步深化对产品市场竞争、股权结构、董事会、经理层激励等治理机制的认识。

一些研究认为,公司治理效率的提升仅与产品市场竞争是否充分有关,而与公司治理是否完善无关,即两者之间存在“绝对替代效应”。“绝对替代效应”的内在基本逻辑为:产品市场竞争可以为企业获取经济效率提供持续的强大动力,借助产品市场竞争完全可以解决委托代理问题,有效缓解信息不对称,激励经理层从股东利益最大化的角度出发,自觉提升经营效率。“绝对替代效应”理论得到 Stigler (1958)^[5]、Nalebuff 和 Stiglitz (1983)^[6]的支持,他们均认为产品市场竞争完全可以解决委托代理问题,从而对公司治理形成绝对替代。Allen 和 Gale (1998)对不同的公司治理机制在理论上如何发生作用以及它们在实践中有效性给出了一个全景式的回顾,发现标准的公司治理机制并不能有效地发挥作用,竞争会使更好的公司接管整个市场^[7]。徐茗丽等 (2016)^[8]、花冯涛等 (2017)^[9]的研究也为“绝对替代效应”理论提供了经验数据方面的支持。

与“绝对替代效应”理论不同,一些研究认为产品市场竞争与公司治理之间存在“完全互补效应”(Holmstrom 和 Milgrom, 1994)^[10],即彼此增进或缩减,当公司治理水平较高时,产品市场竞争强度的提升可以促进公司治理效率;当公司治理水平较低时,单方面加强产品市场竞争的作用效果非常有限。来自波兰企业 (Grosfeld 和 Tressel, 2000)^[11]和德国企业的经验研究 (Januszewski 等, 2002)^[12]均支持了“完全互补效应”理论。

综上所述,目前学术界对于产品市场竞争与公司治理的交互效应仍没有一致性的解释。Schmidt (1997)指出,产品市场竞争与公司治理因具体公司治理机制的不同而具有替代效应或互补效应,既不是“绝对替代”,也不是“完全互补”,而是表现为“动态依存”^[13]。如何寻找这种“动态依存”的理论依据,并找到经验证据的支持,是本文研究的逻辑起点。

2. 研究假设

随着改革开放的不断深入,我国引入产品市场竞争机制,对企业的经营和信息披露带来了极大的影响。激烈的产品市场竞争压缩了企业的盈

利空间,迫使企业不断寻找经营风险较低的业务领域和资金成本较低的融资渠道。同时,为了维护在市场上的竞争地位和良好形象,企业会最大限度地进行信息披露,降低与利益相关者的信息不对称。作为一种重要的外部治理机制,产品市场竞争可以显著地降低企业管理者和所有者之间的代理成本。

一般而言,在股权高度集中的企业,大股东往往会利用“一股独大”的天然优势,通过肆意操纵董事会或者利用“隧道效应”等手段,侵害其他劣势股东(主要为中小股东)的利益,进而破坏公司治理的秩序和效率。因此,设计具有一定制衡作用的股权结构,使中小股东获得一定的话语权,对于缓解大股东的侵害行为意义重大。与内部股权结构设计同等重要的外部动力则是消除行业壁垒,降低行业准入门槛,加强企业间的竞争。高度竞争的产品市场会对大股东侵害中小股东的行为进行有力的约束,而股权制衡也只有在充分竞争的市场中才能发挥应有的作用。李辉和张晓明 (2012)研究发现,较为分散的股权结构与产品市场竞争存在替代性关系^[14]。陈晓珊 (2017)的研究表明,产品市场竞争与中度集中的股权结构存在替代^[15]。

基于上述分析,提出假设 1-1 和假设 1-2。

假设 1-1:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与股权集中度之间存在替代效应。

假设 1-2:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与股权制衡度之间存在替代效应。

处于竞争性行业中的企业,来自市场的压力会促使经理层努力工作,在董事会治理机制约束效力不足的前提下,产品市场竞争会对其形成替代,从而有效解决所有者和管理者之间的代理问题。董事会人数、董事会会议次数的增加对公司治理效率的作用会随着产品市场竞争程度的提升被逐渐削弱,董事长和总经理两职合一对公司治理效率带来的负向影响也会被替代。

独立董事因“人情董事”、“花瓶董事”等现象的存在饱受市场诟病,其作为独立第三方监督董事会科学、公正地决策的功能并没有真正发挥,究其原因,主要在于独立董事缺乏独立性。产品市场竞争为独立董事的独立性提供了保证,充分竞争的产品市场促使独立董事的市场遴选过程更

加透明和严格,有利于从源头上保证独立董事的执业质量。徐鑫和朱雯君(2016)研究发现,独立董事在产品市场竞争达到最高水平时,其积极作用得以发挥,与产品市场竞争形成了互补^[16]。

基于上述分析,提出假设2-1、假设2-2、假设2-3、假设2-4。

假设2-1:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与董事会人数之间存在替代效应。

假设2-2:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与董事会会议次数之间存在替代效应。

假设2-3:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与董事长和总经理两职合一之间存在替代效应。

假设2-4:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与独立董事之间存在互补效应。

处于竞争性行业中的企业,其拥有的生产资源、市场环境都大体相当,企业不仅要面对现有企业的竞争压力,还面临着潜在进入者的威胁,为了保持持久的发展动力,企业经理层会更加努力地工作。激烈的产品市场竞争使得管理层的管理能力和企业的业绩水平等信息得以充分披露,利益相关者可以在更加透明的信息环境中监督管理层。处于同一产品市场竞争中的企业,其经营业绩和管理水平都可以进行多维度比较,从而有效抑制了企业选择性对外披露信息的动机。若企业处在垄断性行业中,少量的寡头企业往往居于较为强势的地位,拥有较多的话语权,市场中不存在强有力的竞争对手,不会对其构成实质性威胁,所以经理层的工作动力必然不足。

现有的经理层激励机制只有在产品市场竞争达到一定程度后,才能发挥积极作用。随着产品市场竞争程度的增强,经理层面临的竞争压力增大,此时更高的持股比例、更高的年度报酬以及股票期权计划才能充分调动他们的积极性。让管理团队进行竞争,然后看哪个管理团队能成功地存活下来,竞争会使最好的管理团队接管整个市场。基于上述分析,提出假设3-1、假设3-2、假设3-3。

假设3-1:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与经理层持股比例之间存在互补效应。

假设3-2:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与经理层年度报酬之间存在互补效应。

假设3-3:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与经理层股票期权计划之间存在互补效应。

三、研究设计

1. 数据来源

选取我国沪深两市2012—2016年的非金融行业A股上市公司的非平衡面板数据共4326个观测值为研究样本。同时,为了保证研究数据的质量,本文按照以下标准对初始样本进行了甄别和筛选:(1)剔除ST公司以及变量数据缺失的公司;(2)剔除上市时间不足一年的公司。样本数据均来源于CSMAR数据库和Wind金融数据库。所有的连续变量,均按照1%和99%分位进行了Winsorize缩尾处理,避免了极端值带来的影响。

2. 变量定义

(1) 公司治理效率

代理成本被广泛用来衡量公司治理效率,其测度方法主要有直接法和间接法两种。直接法立足于直接计算代理问题对企业成本和效率带来的影响,通常使用企业管理费用占销售收入的比率来衡量,该比率越高,管理者的代理成本就越高,公司治理效率就越低,反之亦然。间接法关注代理问题产生的综合影响,通常使用企业经营业绩指标和企业价值指标来衡量。直接法下,数据均来自于上市公司公开披露的财务报表,准确性和可比性较高,而间接法的经营业绩和企业价值指标往往会因为计算口径不一致而缺乏可比性,且准确性也难以得到保证。基于此,本文采用直接法下的销售收入管理费用率来衡量公司治理效率。

(2) 产品市场竞争

参考已有研究的常见做法(滕飞等,2016^[17];曾伟强等,2016^[18]),本文采用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)来度量产品市场竞争程度,其计算方法如下:

$$HHI = \sum_{i=1}^N \left(\frac{Y_i}{Y} \right)^2$$

式中, Y_i 为行业内企业*i*的主营业务收入, N 为行业内企业总数。 HHI 越大,一个行业内相同规模的公司越少,则产品市场竞争越缓和; HHI 越小,一个行业内相同规模的公司越多,则产品市

场竞争越激烈。

(3) 公司治理特征

按照公司治理的主要理论内涵和作用机理, 可以将其划分为监督机制和激励机制两类。其中, 股权结构、董事会属于监督机制, 而经理层激励则属于激励机制。

股权结构。采用 CR_5 即前五大股东持股比例之和来衡量股权集中度, CR_5 越大, 股权集中度越高; 用第 2 ~ 第 5 大股东持股比例之和与第 1 大股东持股比例的比值来衡量股权制衡度, 该比值越大, 股权制衡度越高。

董事会特征。采用董事会成员人数、独立董事比例、董事会会议召开次数、董事长和总经理两职合一等衡量董事会特征。董事会成员人数用

公司当年年报中披露的数据来计量; 独立董事比例是公司当年独立董事人数与董事会全部董事人数的比值; 董事会会议召开次数是公司当年董事会会议次数之和; 董事长和总经理两职合一设定为 0、1 变量。

经理层激励。采用经理层持股比例、经理层年度报酬和经理层股票期权计划来衡量经理层激励机制。我国当前对上市公司经理层的激励大多采用经理层年度报酬和经理层持股, 也有少数公司实行了股票期权计划。

为了使检验更加准确, 本文对其他可能影响公司治理效率的因素加以控制, 采用企业规模、资本结构、所有权属性、年度固定效应等作为控制变量。研究变量及其定义如表 1 所示。

表 1 研究变量定义

	变量名称	变量符号	变量定义
公司治理效率	销售收入管理费用率	$Manfee$	管理费用/主营业务收入
	产品市场竞争	HHI	定义如上文
股权结构	股权集中度	$CR5$	股东持股比例排名前五之和
	股权制衡度	$Sharebalance$	第 2 ~ 第 5 大股东持股比例/第 1 大股东持股比例
董事会	董事会成员人数	$Board$	公司当年的董事会人数
	独立董事比例	$Indirector$	独立董事人数占全部董事会人数的比例
	董事会会议召开次数	$Boardmeeting$	公司当年董事会会议召开次数
公司治理	董事长和总经理两职合一	$Duality$	两职合一, 赋值为 1, 否则为 0
	经理层持股比例	$Manshare$	公司高管持股比例
经理层激励	经理层年度报酬	$Salary$	\ln (公司高管年度报酬)
	经理层股票期权计划	$Manhold$	实行股票期权计划, 赋值为 1, 否则为 0
控制变量	企业规模	$Size$	\ln [(年初资产总额 + 年末资产总额) / 2]
	资本结构	Lev	负债 / [(年初净资产 + 年末净资产) / 2]
	所有权性质	$State$	国家控股, 赋值为 1, 否则为 0
	年度固定效应	$Year$	样本选自 t 年, 赋值为 1, 否则为 0

3. 模型设计及估计方法

(1) 模型设计

公司治理效率具有一定的连续性和传递性, 本期“较高”或“较低”的公司治理效率都会对下一期的公司治理产生动态影响。为了全面反映这种传递效应, 本文构建了含有因变量滞后一期动态项的动态面板数据模型。模型构建如下:

$$Manfee_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Manfee_{i,t-1} + \alpha_2 Competition_{it} + \alpha_3 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{模型 1})$$

$$Manfee_{it} = \beta_0 + \beta_1 Manfee_{i,t-1} + \beta_2 Governance_{it} + \beta_3 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{模型 2})$$

$$Manfee_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Manfee_{i,t-1} + \gamma_2 Competition_{it} + \gamma_3 Governance_{it} + \gamma_4 Competition_{it} \cdot Governance_{it} + \gamma_5 Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{模型 3})$$

式中, $Manfee_{it}$ 表示 i 公司第 t 年的公司治理效率, $Manfee_{i,t-1}$ 为滞后一期的公司治理效率; $Competition_{it}$ 为 i 公司第 t 年的产品市场竞争程度; $Governance_{it}$ 为 i 公司第 t 年的公司治理变量; $Competition_{it} \cdot Governance_{it}$ 为 i 公司第 t 年的产品市场竞争与公司治理的交互项; $Control_{it}$ 为控制变量; ε_{it} 为残差项。

(2) 估计方法

Arellano 和 Bond (1991)^[19] 采用广义矩估计法 (DIF - GMM) 估计动态面板数据模型, 该方法可以很好地避免模型的内生性问题, 得出较为客观和科学的估计结果。该方法的设计思路首先是对动态模型进行差分, 然后将因变量的滞后变量作为工具变量进行回归。

四、实证结果分析

1. 描述性统计

由表 2 可以看出，销售收入管理费用率的均值为 0.201，最大值高达 0.473，这说明我国上市公司目前公司治理中的代理问题仍然较为严重。*HHI* 指数的均值为 0.067。股权结构方面，股权集中度的均值为 0.582，说明我国上市公司的股权仍然比较集中；股权制衡度的均值为 0.412，第 2 ~ 第 5 大股东对第 1 大股东的制衡能力较低。较高的股权集中度和较低的股权制衡度并存，使得 La Port 等提出的第二类代理问题在我国上市公司中普遍存在，中小股东的利益尚没有得到应有的保障。董事会特征方面，大多数样本公司都采取了奇数型的董事会人数设置方式，这种设置一定程度上有利于投票决策；董事会会议次数年度内差别不大，均值约为 5 次；目前我国上市公司中两职合一现象仍然较严重。独立董事比例的均值为 0.346，最新修订的《公司法》中对上市公司董事会中独立董事比例的要求在上市公司中得到了一定程度的落实。管理层激励方面，我国上市公司管理层持股比例较低，管理层年度报酬呈现离散的分布状态，管理层股票期权计划仅在少数上市公司推行，大多数上市公司没有实行这一计划。

表 2 描述性统计结果

	Mean	St.	Median	Max	Min
公司治理效率					
<i>Manfee</i>	0.201	0.102	0.056	0.473	0.011
产品市场竞争					
<i>HHI</i>	0.067	0.214	0.087	0.368	0.005
公司治理					
<i>CR5</i>	0.582	0.146	0.563	0.945	0.083
<i>Sharebalance</i>	0.412	0.476	0.341	3.101	0.004
<i>Board</i>	8	3.142	9	15	7
<i>Indirector</i>	0.346	0.143	0.435	0.842	0.031
<i>Boardmeeting</i>	5	3.02	5	16	4
<i>Duality</i>	0.089	0.421	0	1	0
<i>Manshare</i>	0.037	0.018	0.026	1	0
<i>Salary</i>	12.487	0.687	11.965	17.201	9.895
<i>Manhold</i>	0.091	0.304	1	1	0
控制变量					
<i>Size</i>	0.387	0.163	0.531	0.897	0.004
<i>Lev</i>	1.431	1.367	1.572	18.521	0.432
<i>State</i>	0.764	0.421	1	1	0

2. 实证结果分析

实证回归结果如表 3 所示。由表 3 可知，公司治理确实具有传递性和连续性，上一期良好的公司治理会起到较好的示范作用，促进下一期公司治理效率的提升。反之，效率较低的公司治理将很难在短期内得到缓解，或出现根本性的扭转，公司治理效率的提升是一个长期工程，并不是一蹴而就的。

就监督机制而言，股权集中度越高，销售收入管理费用率越高，公司治理效率越低。产品市场竞争与股权集中度的交互项的符号为负，两者交互后对公司治理效率的总影响为 0.018，也即产品市场竞争与股权集中度之间存在替代效应，假设 1-1 成立。产品市场竞争能够替代高度集中的股权结构对公司治理效率产生的不利影响。

产品市场竞争与股权制衡度也具有替代效应，两者交互后对公司治理效率的总影响为 0.03，假设 1-2 成立。企业处在激烈的产品市场竞争环境下，外部的竞争可以替代股权制衡的作用，市场的压力迫使股东回归理性思考，为了应对激烈的行业竞争，维持企业的市场地位，股东们会采取一致行动。

产品市场竞争与董事会人数、董事会会议次数、董事长和总经理两职合一具有替代效应，两者交互后对公司治理效率的总影响分别为 0.146、0.154 和 -0.116。假设 2-1、假设 2-2、假设 2-3 得到验证。激烈的产品市场竞争会对经理层施加压力，在内部董事会监督乏力的情况下，促使经理层努力工作，提升业绩，从而有效地缓解代理问题。

产品市场竞争与独立董事比例存在互补效应，两者交互后对公司治理效率的总影响为 0.144，假设 2-4 得到验证。只有在充分竞争的行业中，独立董事才不至于被企业“绑架”，致使监督流于形式。身处竞争市场中的企业需要来自独立董事的客观和专业的咨询建议。竞争的市场也会将执业能力强且富有职业道德的独立董事筛选出来，他们将不会因困于“人情”而沦为“花瓶”，最大限度地提供来自第三方的独立的监督声音。

就激励机制而言，产品市场竞争与经理层持股比例、经理层年度报酬以及经理层股票期权计划存在互补效应，两者交互后对公司治理效率的

总影响分别为-0.127、-0.152、-0.173,假设3-1、假设3-2、假设3-3得到验证。只有在产品市场竞争达到一定程度后,经理层持股比例、经理层年度报酬以及经理层股票期权计划这些激励机制才能发挥积极作用。竞争性的行业和竞争性的薪酬是高度匹配的,“压力”和“动力”是相辅相成的,市场竞争带来的压力和更高的持股比

例、更高的年度报酬带来的动力,双力齐下,才能充分调动经理层的积极性,降低其代理成本。对于经理层股票期权计划而言,产品市场竞争越激烈,公司面临的经营风险和财务风险就会越大,股票期权的价值也就会随之增大,从而对经理层的激励作用也就越强。

表3 模型的GMM估计结果

	模型1	模型2	模型3
<i>Manfeei</i> , ($t-1$)	0.165** (0.103)	0.245*** (0.121)	0.217** (0.164)
<i>HHI</i>	0.007** (0.115)		0.001** (0.148)
<i>CR5</i>		0.016** (1.642)	0.003** (0.452)
<i>Sharebalance</i>		-0.088** (-0.213)	-0.012** (-0.045)
<i>Board</i>		-0.008* (-1.643)	-0.012* (-0.065)
<i>Indirector</i>		-0.049** (-1.896)	-0.001** (-0.452)
<i>Boardmeeting</i>		-0.036* (-2.121)	-0.003** (-0.243)
<i>Duality</i>		0.003* (0.324)	0.001* (0.785)
<i>Manshare</i>		-0.126** (-0.006)	-0.003*** (-1.123)
<i>Salary</i>		-0.011*** (-4.631)	-0.006*** (-2.365)
<i>Manhold</i>		-0.114** (-1.217)	-0.015** (-1.101)
<i>Size</i>	0.112** (0.096)	0.041*** (0.256)	0.134*** (0.012)
<i>Lev</i>	0.142*** (0.109)	0.021* (0.056)	0.011* (0.002)
<i>State</i>	0.024* (0.003)	0.011** (0.011)	0.004*** (0.054)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>HHI. CR5</i>			-0.021*** (-0.145)
<i>HHI. Sharebalance</i>			0.042*** (0.006)
<i>HHI. Board</i>			0.158** (0.125)
<i>HHI. Indirector</i>			-0.143*** (-0.015)
<i>HHI. Boardmeeting</i>			0.157*** (0.021)
<i>HHI. Duality</i>			-0.117*** (-0.002)
<i>HHI. Manshare</i>			-0.124*** (-0.005)
<i>HHI. Salary</i>			-0.146*** (-0.254)
<i>HHI. Manhold</i>			-0.158*** (-0.005)
常数项	0.146*** (0.011)	0.041*** (0.017)	1.482*** (0.003)
<i>White</i>	21.36	10.67	14.13
<i>Wald</i>	643.65***	763.47***	935.46***
<i>Sargan</i>	9.74 (0.086)	10.25 (0.054)	11.65 (0.071)
观测值	4326	4326	4326

注:***、**、* 分别表示1%、5%和10%的置信水平,括号内为*t*统计量。表4同。

3. 稳健性检验

在采用因变量滞后一期变量作为工具变量规避内生性问题之外,为使研究结论更可靠,本文进一步采用Heckman模型重新检验上述假设,结论没有发生实质性变化。同时,为了进一步保证实证结果的稳健性,避免因被解释变量和控制变量

的不同对研究结论带来的差异,本文采用管理费用的对数(LnM)替代销售收入管理费用率来衡量公司治理效率,用销售收入的对数($LnSales$)替代资产的对数来表示公司规模的大小,实证结果并未发生显著变化。变量替代后的实证回归结果如表4。

表 4 变量替换后模型的 GMM 估计结果

	模型 1	模型 2	模型 3
$LnM_{i, (t-1)}$	1.243 ** (1.567)	1.386 *** (1.114)	1.432 ** (1.012)
HHI	0.453 ** (0.254)		0.653 ** (0.481)
CR ₅		0.213 ** (1.732)	0.011 ** (0.254)
Sharebalance		-0.148 ** (-0.312)	-0.031 ** (-0.089)
Board		-0.012 * (-1.546)	-0.098 * (0.043)
Indirector		-0.078 ** (-1.698)	-0.004 ** (-0.254)
Boardmeeting		-0.073 * (-2.451)	-0.007 ** (-0.118)
Duality		0.007 * (0.432)	0.008 * (0.587)
Manshare		-0.116 ** (-0.004)	-0.008 *** (-1.314)
Salary		-0.021 *** (-4.532)	-0.005 *** (-2.763)
Manhold		-0.124 ** (-1.712)	-0.011 ** (-1.203)
Size	0.165 ** (0.082)	0.078 *** (0.652)	0.145 *** (0.043)
Lev	0.489 *** (0.543)	0.011 * (0.089)	0.014 * (0.001)
State	0.114 * (0.061)	0.034 ** (0.076)	0.003 *** (0.087)
Year	控制	控制	控制
HHI. CR5			-0.011 *** (-0.132)
HHI. Sharebalance			0.056 *** (0.012)
HHI. Board			0.176 ** (0.111)
HHI. Indirector			-0.176 *** (-0.024)
HHI. Boardmeeting			0.187 *** (0.042)
HHI. Duality			-0.105 *** (-0.021)
HHI. Manshare			-0.116 *** (-0.012)
HHI. Salary			-0.136 *** (-0.452)
HHI. Manhold			-0.154 *** (-0.056)
常数项	0.145 *** (0.012)	0.065 *** (0.023)	1.467 *** (0.012)
White	56.44	65.33	70.14
Wald	432.11 ***	456.32 ***	478.45 ***
Sargan	10.52 (0.043)	12.83 (0.067)	13.95 (0.087)
观测值	4 326	4 326	4 326

五、 研究结论及启示

1. 研究结论

如何有效解决公司中普遍存在的代理问题，不断提高公司治理效率，是中国公司治理改革长期以来关注的重要话题。在产品市场竞争等外部治理机制和股权结构、董事会安排及经理层激励等内部治理机制单独发挥作用难以达到预期效果的情况下，研究两者的交互效应可能会带来一些新的启示。以 2012—2016 年中国 A 股上市公司为样本，本文研究了产品市场竞争与公司治理在解决代理问题过程中的交互效应，检验结果表明：产品市场竞争与公司治理之间既不是“绝对替代效应”，也不是“完全互补效应”，而是“动态依存效应”，即产品市场竞争与股权集中度、股权制衡度、董事会人数、董事会会议次数、董事长和总经理两职合一等之间存在替代效应，与独立董

事比例、经理层持股比例、经理层年度报酬、经理层股票期权计划等之间存在互补效应。

2. 启示

上述结论对我国公司治理路径的优化和产品市场竞争机制的完善具有一定的参考价值，提升公司治理效率应从治理企业和治理行业两方面入手。一是要继续完善独立董事制度和经理层激励制度等有效的公司内部治理机制。独立董事制度和经理层激励制度有助于提升公司治理效率，且产品市场竞争可以和这些制度发生互补效应，产生锦上添花的效果。二是要完善外部治理机制，从降低行业准入壁垒方面大力推动产品市场竞争，提高企业在市场上生存的压力。产品市场竞争不但可以与独立董事制度、经理层激励制度产生互补效应，而且也可以替代股权制衡、改进董事会、完善董事长和总经理职务划分等措施在提升公司治理效率方面的消极作用，市场会让企业学会选

择最有治理能力的股东和经理。治理企业和治理行业双管齐下,才能最大限度地缓解所有者和经营者之间的委托代理问题,进而提升公司治理效率。完善公司治理的努力在不完美的市场竞争环境下可能会南辕北辙。

参 考 文 献

- [1] BERLE A, J R, MEANS G. The Modern Corporation and Private Property [M]. Chicago: Commerce Clearing House, 1932: 56-79.
- [2] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER. A corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999, 54 (2): 471-517.
- [3] HE W. Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan [J]. Accounting and Finance, 2014, 52(3): 873-901.
- [4] 姚宏, 贾妮, 郝小玉, 等. 产品市场竞争、董事会结构变化与盈余管理 [J]. 管理评论, 2018, 30(4): 194-205.
- [5] STIGLER G. The economics of scale [J]. Journal of Law and Economics, 1958, 1 (1): 54-71.
- [6] NALEBUFF B J, STIGLITZ J E. Prizes and incentives: towards a general theory compensation and competition [J]. Bell Economics, 1983, 31 (1): 21-43.
- [7] ALLEN, FRANKLIN, DOUGLAS GALE. Corporate governance and competition [Z]. Working Paper, Université Bruxelles Libre, 1998.
- [8] 徐茗丽, 庞立让, 王砾, 等. 治理成本、市场竞争与企业生产率 [J]. 中南财经政法大学学报, 2016(2): 130-139.
- [9] 花冯涛, 王进波, 尚俊松. 股权结构、产品市场竞争与公司特质风险 [J]. 山西财经大学学报, 2017, 39 (10): 100-112.
- [10] HOLMSTROM B, MILGROM P. The firm as an incentive system [J]. American Economic Review, 1994, 84 (4): 972-991.
- [11] GROSFELD I, TRESSEL T. Competition and ownership structure: substitutes or complements? evidence from the warsaw stock exchange [J]. Economics of Transition, 2002, 10 (3): 525-551.
- [12] JANUSZEWSKI S I, KOKE F J, WINTER J K. Product market competition, corporate governance and firm performance: an empirical analysis for Germany [J]. Research in Economics, 2002, 56 (2): 299-332.
- [13] SCHMIDT K M. Managerial incentives and product market competition [J]. Review of Economic Studies, 1997, 64 (2): 191-213.
- [14] 李辉, 张晓明. 董事会治理、产品市场竞争与公司治理效率 [J]. 西安财经学院学报, 2012, 25(1): 66-70.
- [15] 陈晓珊. 高管薪酬激励与产品市场竞争的公司治理效应: 替代还是互补 [J]. 人文杂志, 2017(9): 46-57.
- [16] 徐鑫, 朱雯君. 产品市场竞争、公司治理与分析师盈利预测质量 [J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(3): 56-67.
- [17] 滕飞, 辛宇, 顾小龙. 产品市场竞争与上市公司违规 [J]. 会计研究, 2016 (9): 32-40.
- [18] 曾伟强, 李延喜, 张婷婷, 等. 行业竞争是外部治理机制还是外部诱导因素 [J]. 南开管理评论, 2016, 19 (4): 75-86.
- [19] ARRELANO M, BOND S. Some tests of specification for panel data: monte-carlo evidence and an application to employment equations [J]. Review of Economic Studies, 1991, 58 (2): 277-297.

A Study on the Product Market Competition and the Corporate Governance: Substitute or Complementarity

LI Hui, HAN Shao-zhen, ZHAO Jia-ren

(School of Economics & Management, Northwest University, Xi'an 710127, China)

Abstract: Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2012 to 2016, the paper studies the interaction effects between the product market competition and the corporate governance and finds out that rather than “absolute substitute” or “complete complementary” there is a dynamic dependency between the product market competition and the corporate governance. The product market competition has the substitute effect on the ownership concentration, the equity balance degree, the number of directors in the board, the meeting frequency of the board, the dual role of the board chairman and so on, and also has the complement effect on the proportion of independent directors, the management shareholding ratio, the annual remuneration pay of management, the stock option plan of executives, etc.. Therefore, we can increase the corporate governance efficiency by either improving the independent directors system and manager's incentive system or promoting vigorously the product market competition with the reduction of industry entry barriers.

Key words: product market competition; corporate governance; interaction effects

【编辑 吴晓利】