

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2014.05.003

私募股权投资基金、董事会特征与企业经营绩效*

吴继忠,李培根

(上海理工大学 管理学院,上海 200093)

摘要:在私募股权投资基金快速发展的今天,其能否改善支持企业公司治理,提高企业经营绩效成为业内关注的重点。本文以中小板92家私募股权投资支持企业为样本,研究了这一问题,结果发现在私募股权投资支持企业中,董事薪酬与公司经营绩效正相关,董事会开会频率及杠杆水平与经营绩效负相关,而董事会规模、领导结构和董事持股比例与经营绩效并没有明显的相关性。

关键词:私募股权投资;董事会特征;经营绩效

中图分类号:F271.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2014)05-0014-06

引言

自我国资本市场建立以来,银广夏、蓝田事件的爆发,使得国内对于公司治理问题一直给予高度关注。而从2007年开始,私募股权投资基金(Private Equity,简称PE)兴起,作为既给中小创新型企业输入急需的资金,同时又参与公司治理的集合财富工具,PE对支持企业公司治理改进的程度大小成为企业、投资界乃至理论界关注的重点之一,因此研讨PE支持企业董事会特征与企业经营绩效的关系很有必要。

一、文献回顾

在公司治理中,董事会特征是一个重要的研究领域,目前不少国内外学者就董事会特征与企业经营绩效的关系进行了研究。

Bennedsen等(2008)发现中小型企业的董事会规模不宜过大或过小,5人为最佳董事会规模,但实际情况要视公司具体情形而定。对于董事会的规模Renée等(2012)则认为随着董事会规模扩大,公司市场价值呈上升趋势。Sennera等(2011)研究了独立董事比例与资产报酬率的关系,结果发现这种影响随企业所处环境不同呈现不同的情形。Dey和Engel等(2011)的研究表明CEO和董事长两职分离的公司明显表现出较低的股东资产回报率,整体经营绩效也较差,CEO对绩效薪酬的敏感性也较低。

在国内,对于董事会特征与企业绩效的关系,周国林等(2008)的研究表明董事会规模对公司

* [收稿日期]2014-04-16

[基金项目]教育部人文社会科学研究项目(09YJA630098)“基于合伙制组织模式下的私募股权投资基金激励机制研究”

[作者简介]吴继忠(1971—),男,河南开封人;上海理工大学管理学院副教授,硕士生导师,管理学博士,主要从事资本市场与企业战略研究。

李培根(1987—),女,辽宁锦州人;上海理工大学企业管理硕士研究生。

绩效有负影响,但不显著,这可能是董事会受控股股东影响较难发挥作用所致。李常青等(2004)以上海证券交易所上市公司为研究样本进行了实证分析,结果发现董事会规模与公司ROE正相关。兰玉杰等(2007)则研究了企业两职分离情况与企业绩效的关系,结果显示绩效好的公司倾向于两职分离,但缺乏显著性。郝云宏等(2010)的研究则发现董事会独立性的增加对绩效的影响从短期来看有负面倾向,从长期来看表现的是正面性。

在国外,对PE的研究也是在各地私募股权投资投资的兴起以及一些PE的公开上市背景下开始的。根据Elsevier数据库显示,1991年之前,每年有关PE的论文不到两位数,而1992—2001年,每年基本保持在10多篇的水平,直到2002年后,有关PE的论文才开始逐渐增多,并成为一热门研究话题。在这方面,James M Hill(2003)研究了私募股权投资支持企业在经济衰退情形下,董事会成员在股东信托和尽责责任及其所代表私募股权投资基金自身利益之间的冲突问题。Stefano Caselli(2006)对私募股权投资基金在意大利的投资支持企业内部收益率与公司治理的关系进行了研究,发现在独立董事是否有能力促进企业成长和私募股权投资基金投资回报上,与非独立董事对比,私募股权投资支持的企业中独立董事的存在对标的公司绩效没有什么影响。Milson等(2005)的研究表明有经验的和成功记录的管理层、私募股权投资基金参与公司董事会、资本结构比率、透明度、治理政策和管理层或CEO持股程度是评价组合公司治理水平的主要指标。Nick Wilson等(2012)分析了PE并购支持企业的经济与财务绩效问题,结果发现:PE并购支持企业在经济衰退环境下比非PE并购支持企业在劳动生产率上高5%~15%,在赢利能力上要高3%~5%。

国内对于PE的研究时间并不长,根据中文期刊全文数据库显示,2007年之前国内没有PE研究文献;2008年后不少学者开始进行研究,研究的方式也从描述性或理论性研讨向实证研究转变。在具体研究中,丁响(2009)采用截面数据研究了PE退出与公司治理的关系,结果发现PE改善支持企业治理水平有助于其顺利退出。刘媛媛

等(2011)的研究表明,支持企业盈利能力与企业规模、公司年龄显著负相关,而总资产收益率与资产负债率显著负相关。雷菁(2012)对中小板53家样本公司的研究发现,PE参与与中小企业经营绩效显著正相关,而资产负债率与企业绩效负相关,最大股东持股比例、企业规模与企业绩效不相关。张亦春等(2012)则以创业板260家公司作为研究样本,分析结果显示PE参与与支持企业发行市盈率存在显著正相关关系,但PE参与并不显著提高支持企业的超募率。

二、研究假设

对于董事会的合理规模,我们同意孙永祥(2002)的观点:虽然董事会人数较多可以使内部专业知识、管理知识较好互补,同时可以吸收更多意见减小经营风险,但是大规模董事会会阻碍公司的创新,董事会人数太多,会产生成员间沟通协调困难、效率低下、成员“搭便车现象”等的不良影响。因此我们提出:

H1:董事会规模与经营绩效负相关。

关于董事长与总经理两职合一问题,股东行为主义者指出,CEO和董事长职务应该分离,以便于其他董事会成员对CEO进行监督;代理理论也认为两职必须分离,因为作为代理人的经理不一定总是从股东利益出发行事,他往往主要考虑的不是如何使公司价值最大化和公司股价的上升,而是如何使自己收入不断增加、权利不断扩大等,因此要另设一名董事长,起到监督经理的作用,避免“自己监督自己”的机制缺陷。因此我们认为董事长与总经理两职合一不利于企业经营绩效的改善,因此提出:

H2:董事长与总经理两职合一与经营绩效负相关。

独立董事作为体现董事会独立性的重要方面,日益受到理论界和实践界的重视。一方面,在竞争日益激烈的市场环境中,引入独立董事有利于企业获得更多信息,使企业能更好地生存和发展。另一方面,独立董事增强董事会独立性,会削弱执行董事和总经理等高层执行人员的权力过度膨胀,增强董事会监督高层管理人员的有效

性,有利于保护中小股东的利益,而所有这些对于企业经营绩效均有促进作用。因此我们提出:

H3:独立董事比例与经营绩效正相关。

研究发现,董事会会议次数与经营绩效之间存在较为复杂的关系。宋增基等(2008)认为董事会会议频率与前期公司经营绩效显著负相关,与当期、下期公司价值显著正相关,即董事会的行为是被动反映性的,公司经营业绩的下降会导致董事会从事更高频率的活动。对于中小企业来说,由于不太存在“官僚主义”的频繁开会的情况,董事会会议有效性较高。我们同意这一观点,因此提出:

H4:董事会会议次数与经营绩效正相关。

我国上市公司董事薪酬主要由基本底薪、绩效薪酬和年度奖金三部分构成,部分包括股权激励,该体系目前存在的问题包括长期性激励不足、薪酬公平性无保证、忽略对“行为”指标和细节的披露等。然而,国内诸多研究表明,我国企业尤其民营企业董事薪酬整体水平较低,这也是激励不足的最突出表现之一,提高董事薪酬仍是提高董事工作热情的重要因素。而董事的积极参与是经营绩效改善的有力保证,因此我们提出:

H5:董事薪酬与经营绩效正相关。

关于董事持股比例与公司绩效的关系主要存在两种假说:固守效应假说认为,董事持股与公司

经营绩效负相关,因为股权过度集中会使董事操纵管理层,为其自身谋求利益而忽略公司整体绩效(如市场指标等);利益收敛假说则认为,董事持股与公司经营绩效正相关,因为随着董事持股比例的提高,董事分享公司经营成果的程度以及监督经理人致力于公司收益的动因也有所提高。我们同意利益收敛假说理论,因此提出:

H6:董事持股与经营绩效正相关。

杠杆即企业资产负债率,是企业财务激进程度的最直接表现。当杠杆较高时,一方面,财务负担会提高公司运营成本,另一方面过高的财务费用会出现企业盈利不足以递补财务负担,从而造成企业出现财务困境的局面。在这方面刘信群等(2013)认为杠杆率与经营绩效显著负相关,我们认同这一观点,并且提出:

H7:杠杆水平与经营绩效负相关。

三、实证研究

(一)数据采集与变量设计

研究样本数据来自 2004—2009 年上市的 92 家 PE 资金支持企业,选取了各企业在招股说明书发布后第一年的年度财务报告中披露的数据。其中 PE 是指主营业务从事股权投资业务,但不包含上市公司员工持股类投资公司和管理层持股的投资类公司。

表 1 变量名称、符号及界定

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	公司经营绩效	ROE	扣除非经常性损益的净资产收益率=扣除非经常性损益的净利润/平均净资产总额
	董事会规模	BFSIZE	董事会的总人数
	董事会领导结构	DUALITY	董事长和总经理为同一人时为 1; 否则为 0
	独立董事比例	OUTDIR	独立董事人数/董事会总人数
解释变量	董事会会议次数	BMEET	年内董事会会议的次数
	董事薪酬	LNPAY	前三董事总报酬
	董事会持股比例	BSHARE	董事会所持股份/总股份
	财务杠杆	DEBT	资产负债率=年末总债务/年末总资产
控制变量	公司规模	ASSET	年末总资产
	第一大股东持股比例	FIRST	第一大股东所持股份/总股份

本文通过前期筛选,最终选取了代表董事会特征的六项变量(分别是:董事会规模、董事会领导结构、独立董事比例、董事会会议次数、前三董事薪酬、董事会持股比例)以及公司杠杆水平为解释变量,代表公司经营绩效的被解释变量为扣除非经常性损益的净资产收益率,和为消除其他因素干扰而设置两项控制变量(公司规模和第一大股东持股比例)。本文选用资产收益率(ROE)来衡公司经营绩效,避免其他非经常性损益对企业实际经营的影响。

(二) 模型设计

为了实证检验上述假设,本文构建了如下多元回归方程模型,并利用 SPSS16.0 进行回归分析。

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 BSIZE + \beta_2 DUALITY + \beta_3 OUTDIR + \beta_4 BMEET + \beta_5 LNBPAY + \beta_6 BSHARE + \beta_7 ASSET + \beta_8 DEBT + \beta_9 FIRST + \varepsilon$$

(三) 描述性分析

表 2 描述了研究样本的数量、最小值、最大值、均值和标准差的情况。可见,92 家 PE 支持企业样本中,扣除非经常性损益的净资产收益率(ROE)最大值为 73%,最小值为-0.5%,平均值为 17%,方差达到 0.11,说明公司间经营绩效差异显著;样本公司的董事会规模从 5 人至 15 人不等,平均值为 9.3,不同公司间有一定差异;董事长兼任总经理平均值为 0.36,说明有 36%的公司两职合一;独立董事比例分布在 25%~56%,平均值为 36%,表明公司间董事会独立性有所不同;董事会会议次数最少每年 2 次,最多为每年 12 次,平均值 6.52 次,可见不同公司对于董事会会议的重视程度不同;董事薪酬最小值为 0,最大值为 1 408.40(万元),平均值为 140.69(万元),说明公司之间薪酬设计政策不同;董事会持股比例最小值为 0,最大值为 77%,均值为 24%,说明样本整体董事会最大持股比例较小;杠杆率跨度从 3%到 81%,说明企业间财务激进程度有很大差异。

表 2 变量的描述性统计结果

变量符号	样本数量	最小值	最大值	平均值	标准差
ROE	92	-0.05	0.73	0.17	0.11
BSIZE	92	5	15	9.30	1.70
DUALITY	92	0	1	0.36	0.48
OUTDIR	92	0.25	0.56	0.36	0.05
BMEET	91	2	12	6.52	2.26
LNBPAY	74	0.00	1 408.40	140.69	183.23
BSHARE	92	0.00	0.77	0.24	0.23
ASSET	92	21 117.47	649 072.06	109 420.22	107 875.00
DEBT	92	0.03	0.81	0.33	0.15
FIRST	92	0.13	0.70	0.36	0.13

(四) 相关性分析

为了保证回归分析的有效性和效率,我们先利用 SPSS 软件进行了 Pearson 相关性分析,目的是剔除重复的解释变量。通过表 3 的分析结果可见,数据之间相关性不大,都在 0.6 以内,可以进

行进一步的处理。

(五) 回归分析

表 4 是利用 SPSS16.0 软件对假设模型方程进行回归分析的拟合度结果。可见,最终得到 R 值为 0.733,矫正 R² 值为 0.509,拟合度较好。

表3 Pearson相关性分析结果

	ROE	BSIZE	DUALITY	OUTDIR	BMEET	LNBPAY	BSHARE	ASSET	DEBT	FIRST
ROE	1.000									
BSIZE	-0.108	1.000								
DUALITY	0.265	-0.014	1.000							
OUTDIR	-0.004	-0.258	0.229	1.000						
BMEET	-0.251	-0.047	-0.133	0.096	1.000					
LNBPAY	0.609	0.040	0.200	-0.033	0.044	1.000				
BSHARE	-0.007	-0.219	0.021	0.270	-0.052	-0.079	1.000			
ASSET	0.530	0.074	0.301	0.088	-0.065	0.588	-0.184	1.000		
DEBT	-0.164	0.096	0.012	0.003	0.152	0.043	0.072	0.110	1.000	
FIRST	0.177	-0.036	-0.009	0.004	0.053	-0.009	-0.110	0.182	-0.049	1.000

表4 模型总体拟合度及偏差

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.724	0.524	0.496	0.08 255

表5是模型方程的回归结果,解释变量、控制变量与被解释变量存在显著的相关关系。各控制变量之间的相关性总体不强,特征根(Eigenvalue)均偏离1,膨胀因子(VIF)均小于10,关系系数矩阵也未出现接近1的系数。表明在回归估计中不大可能出现共线性问题。同时总体尾概率

表5 模型方程回归结果

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta				Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
(Constant)	0.227	0.034			6.633	0.000					
1	LNBPAY	0.000	0.000	0.479	4.612	0.000	0.609	0.488	0.386	0.647	1.544
	BMEET	-0.011	0.004	-0.220	-2.560	0.013	-0.253	-0.296	-0.214	0.949	1.053
	DEBT	-0.166	0.066	-0.218	-2.530	0.014	-0.202	-0.293	-0.212	0.943	1.060
	ASSET	2.560E-7	0.000	0.255	2.431	0.018	0.520	0.283	0.203	0.635	1.574

a. Dependent Variable: ROE

四、结论与建议

从上述研究结论看,要促进私募股权投资基金支持企业更好的发展,以下几个方面值得考虑:

(一) 积极推广薪酬为主的董事会成员激励制度设计

由于国内资本市场还处于发展阶段,信息披

(Sig.)=0,说明模型显著性较强。与以控制变量单独对被解释变量回归的空白回归对比可见,加入解释变量后,控制变量对被解释变量的影响被削弱,说明回归结果中的解释变量的影响是真实的。表5列示了逐步回归中排除的解释变量的参数。

同时从表5还可以看出:前三董事薪酬与公司经营绩效正相关,假设5成立;杠杆水平与经营绩效负相关,假设7成立;与假设4相反,董事会会议次数与公司经营绩效没有呈现正相关关系,而是负相关的特征;而董事会规模、董事会领导结构和董事持股比例并没有进入模型。

露及相关的监管还不完善,董事会成员持有的股权多是一次性激励,当外部证券市场给予支持企业很高的市盈率时,很难避免董事的减持浪潮,从而使股权激励失去意义。而薪酬激励具有分阶段、长维度特征,目前的环境下加强这部分的比例有益于董事的尽责。

(二) 按实际需要设计董事会会议频率

从实践上看,董事会会议频率较少,很难对企业相关重大问题进行全方面地分析以尽可能避免相关的风险。而董事会会议太多,如果是业绩较差公司,或许可以帮助公司走出困境;但对于一般公司而言,过高的会议频率又有可能导致协调成本的上升,从而降低运营效率。因此要考虑企业特点精心设计会议次数。

(三) 适度杠杆,稳健经营

私募股权投资基金支持企业和其他类型的企业一样,低杠杆能够降低财务困境风险。而且较低的杠杆使得企业在经营中具有较高弹性,即一旦出现良好的投资机会,企业可以适当放宽杠杆,利用这一机会,促进企业快速发展。

[参考文献]

- [1] Morten Bennesen, Hans Christian Kongsted, Kasper Meisner Nielsen. The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms [J]. Journal of Banking & Finance, 2008(32): 1098-1109.
- [2] Renée B Adams, Hamid Mehran. Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies [J]. J Finan Intermediation, 2012(21): 243-267.
- [3] Irge Senera, Abdulkadir Varoglu, Selim Aren. Board Composition and Organizational Performance: Environmental Characteristics Matter [J]. Procedia Social and Behavioral Sciences, 2011(24): 1481-1493.
- [4] Aiysha Dey, Ellen Engel, Xiaohui Liu. CEO and board chair roles: To split or not to split? [J]. Journal of Corporate Finance, 2011(17): 1595-1618.
- [5] 周国林. 上市公司董事会与经营绩效的相关实证研究[J]. 经济管理, 2008, 30(8): 18-23.

- [6] 李常青,赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗[J]. 金融研究, 2004(5): 64-77.
- [7] 兰玉杰,韩志勇. 我国高科技上市公司董事会特征与绩效关系的实证研究[J]. 经济社会体制比较, 2007(5): 137-141.
- [8] 郝云宏,周翼翔. 董事会结构、公司治理与绩效——基于动态内生性视角的经验证据[J]. 中国工业经济, 2010(5): 110-120.
- [9] James M Hill, John S Gambaccini. The Private Equity Paradox: When is Too Much Control a Bad thing? [J]. The Journal of private equity, Summer 2003.
- [10] Stefano Caselli. Dependent or Independent? The Performance Contribution of Board Memers in Italian venture Backed Firms [J]. Corporate Ownersfiip & Control, 2006, 4(1).
- [11] R Milson, M Ward. Corporate Governance Criteria as Applied in Private Equity Investment [J]. S Afr Bus Manage, 2005, 36(1).
- [12] Nick Wilson, Mike Wright, Donald S Siegel, Louise Scholes. Private equity portfolio company performance during the global recession [J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(1): 193-205.
- [13] 丁响. 私募股权资本退出与公司治理因素关系的实证研究[J]. 上海金融, 2009(1): 34-38.
- [14] 刘媛媛,黄卓,何小锋. 私募股权投资与公司盈利能力关系的实证研究[J]. 金融与经济, 2011(8): 59-62.
- [15] 雷菁,吕晓蔚,赵玉林. 私募股权投资对成长型高新企业绩效的影响——基于中小板上市公司的实证研究[J]. 武汉理工大学学报(社会科学版), 2012(4): 515-518.
- [16] 张亦春,洪图. 创业板IPO 市盈率与超募率的影响因素——基于券商声誉及私募股权投资的实证研究[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2012(3): 42-49.

(责任编辑:夏东,朱德东)

Private Equity Investment Funds, Board Characteristics and Corporate Business Performance

WU Ji-zhong, LI Pei-gen

(School of Management, Shanghai University of Science and Technology, Shanghai 200093, China)

Abstract: In today's rapid development of private equity investment funds, whether the private equity can improve and support corporate management and boost enterprise business performance becomes the focus concerned by the this field. This paper takes 92 private equity investment funds in the listed medium-sized and small enterprises as the samples to study this topic, and the results find that in the enterprises supported by private equity investment funds, there is a positive relation between board member wage and corporate business performance, that there is a negative relation between meeting frequency of the board of the directors and leverage level as well as business performance, however, there is no significant relation among the scale of board of directors, leadership structure and the shareholding ratio of board members.

Key words: private equity investment; board characteristics; business performance