

# 中国大型上市公司治理与绩效关系研究\*

鲁 桐 党 印 仲继银

**[摘要]**本文设计了一套公司治理评价体系,并依此对中国2008年100强上市公司治理水平进行评估,试图为公司治理与绩效关系的研究提供一项新的证据。评价结果显示,公司治理的两极分化现象明显,金融业上市公司的治理水平明显高于非金融业公司,国有控股公司的治理水平略低于其他行业公司。实证结果表明,公司治理水平对公司绩效具有正向的促进作用,其中股东权利指数、信息披露与透明度指数、股东平等待遇指数对公司绩效的正向影响尤为明显。考虑内生性因素后的两阶段最小二乘回归结果显示,公司治理的内生性程度较小,公司绩效对公司治理的反向影响不明显。

**关键词:** 公司治理 公司绩效 评价体系

**JEL 分类号:** G32 G34 L25

## 一、引言

20世纪90年代末以来,一系列公司丑闻的爆发使公司治理问题倍受关注。亚洲金融危机除了宏观结构和金融监管的漏洞外,人们也普遍承认微观层面上公司治理的薄弱也是一个重要因素。中国自国有企业改革以来,公司治理问题一直困扰着各方,但也取得了诸多进展。如何衡量我国公司治理改革的效果,公司治理的完善对公司绩效有多大促进作用,这是进一步改革前必须回答的问题。

本文旨在对中国大型上市公司的治理水平进行评估,并通过实证研究考察公司治理水平与公司业绩、市场表现的关系。主要贡献有两点,一是根据国内外已有的公司治理准则,并结合中国的公司治理实践,设计出一整套公司治理评价体系,据此进行治理评价;二是除了分析公司治理对公司绩效的影响外,还考察了公司绩效对公司治理的反向作用,检验内生性是否存在。全文结构如下:第一部分为引言;第二部分对相关文献做回顾性综述;第三部分描述公司治理评价体系与方法;第四部分为具体评价结果,并依据评价结果对公司治理与公司绩效的关系进行实证分析;最后是简要结论。

## 二、文献回顾

关于现代公司治理的研究,最早可追溯到 Berle and Means(1932)提出的所有权—控制权理论。之后 Jensen and Meckling(1976)从代理成本角度对公司的股权结构进行分析,开创了公司治理的管理者所有权研究。随着研究的深入,利益相关者理论(Freeman, 1984)、超产权理论(Tittenbrun, 1996; Martin and Parker, 1997)相继涌现,人们对公司治理的认识越来越深入。McKinsey(2002)指出,良好的公司治理可以激励董事会和管理层去实现公司价值最大化的目标,也可以提供有效的战略指导和监督,从而使企业有效地利用资源,保持长期稳定的增长,同时公司治理给企业创造价值,投资者也愿意为公司治理良好的公司支付更高的溢价。

\* 鲁桐,中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员,公司治理研究中心主任,博士生导师;党印,中国社会科学院世界经济与政治研究所博士研究生;仲继银,中国社会科学院经济研究所研究员。作者感谢甫瀚公司对本研究的支持,但文责自负。

在现有的相关文献中,大部分有关公司治理与公司价值的研究集中于考察公司治理的某一具体方面对企业绩效的影响。例如:研究所有权结构与公司绩效的关系(Himmelberg, Hubbard and Palia, 1999; Morck, Shleifer and Vishny, 1988);董事会结构与公司价值的关系(Agrawal and Knoeber, 1996; Hermalin and Weisbach, 2003);薪酬计划对公司价值的影响(Abowd and Kaplan, 1999; Bebchuck, Fried and Walker, 2002)等等。近几年来,出现了一批关注公司治理的整体状况与公司绩效及价值的关系的研究,主要是建立一个“公司治理综合指数”,更全面系统地考察治理水平对经营绩效和市场价值的影响(Gompers, Ishii and Metrick, 2003; Bebchuk, Cohen and Ferrell, 2005; Durnev and Kim, 2005; Klapper and Love, 2003; Black, 2001; Black, Jang and Kim, 2006; Cheung, Connelly, Limpaphayom and Zhou, 2007等)。这一方法背后的逻辑是,全局的考察优于只关注某些部分,“公司治理综合指数”更适于考察公司治理对企业价值及其发展潜力的影响。

Gompers, Ishii and Metrick (2003)最早建立了一个“治理指数(Governance Index)”,该指数由24个与股东权利和公司接管措施相关的指标组成。他们在收集了美国90年代1500家上市公司的数据后,对治理指数与公司的盈利能力、持续增长的表现等方面进行回归分析,结果表明,股东权利保护越好的公司往往有较高的市场价值、较强的盈利能力、较快的产品销售增长和较低的资本支出。Klapper和Love(2003)对14个国家的374家企业做的一项研究中发现,亚洲里昂证券治理指数(CLSA)与公司的市值和资产回报率的正相关关系。Durnev和Kim(2005)在27个国家中选取了859家大型公司的样本数据,使用亚洲里昂证券治理指数(CLSA)和信息披露分数两个指标,发现公司治理指数高的公司往往有更好的市场表现。Black等对新兴市场的公司治理问题进行了专门研究,先后以俄罗斯(Black, 2001)、韩国(Black, 2006)的上市公司为样本建立“公司治理指数”,研究发现两国的公司治理指数分别与市值存在正相关关系。一些中国学者近几年的研究也得出了类似结论,其中包括香港城市大学的张仁良等人(Cheung等, 2007)对香港上市公司的市值与公司治理水平关系的研究。

但也有一些研究认为公司治理与其市场表现相关性不大。例如, Patterson(2000)的实证研究表明好的公司治理结构并不必然带来更好的公司市场表现; Black(2001)通过研究美国市场,证明公司治理的改善与其股价之间的相互关系极其微弱; Bhagatetal(2000)的研究认为股权集中度与公司价值之间的关系并不显著; Gillanetal(2003)在研究美国市场市净率与公司治理关系后没有发现他们之间存在显著联系; Durnev和Kim(2005)在研究新兴市场股价与治理水平后也认为公司治理与其市场表现没有必然联系。

我国学界近年也日益重视上市公司治理与企业价值的研究,理论探讨基本与中国公司治理改革的进程同步。张春霖(1995)从融资角度分析了国有企业的治理结构改革;何浚(1998)分析了我国上市公司的内部人控制状况,并指出公司治理结构中的一些缺陷。孙永祥和黄祖辉(1999)提出上市公司股权结构对公司治理的作用机制,并重点考察了第一大股东持股比例对托宾Q值、兼并与管理者变化的影响;徐晓东和陈小悦(2003)除了分析第一大股东的所有权性质对托宾Q值和净资产收益率的影响之外,还考虑了第一大股东变更、CEO变更、董事会结构以及高层管理人员的薪酬等所受的影响。孙永祥(2001)对股东、债权人、董事会在公司治理中的作用做了一个框架性分析,并着重分析了董事会作为一种治理机制的合理结构与规模问题;汪辉(2003)就上市公司的债务融资与公司治理、公司价值的关系进行了理论分析和实证检验,发现债务融资起到了传递公司业绩的信号作用;施东晖(2003)分析了所有权结构和市场竞争在提高公司产出增长率上的互补作用。

除了以上从单方面对公司治理与公司绩效或价值关系的研究外,国内也有一些学者构建了公司治理指数,考察该指数与公司绩效或价值的关系。潘福祥(2004)基于外部机构的审核意见、股

权结构、董事会治理机制、经理人员激励等四个方面共 11 个指标构建了中国上市公司治理指数 (CGI)。施东晖、司徒大年(2004)也构建了一个公司治理指数(CGI),主要考察控股股东行为、关键人的聘选激励与约束、董事会的结构与运作、信息披露透明度等四个方面,共 12 个指标。岳中志、薄勇健(2005)运用层次分析法,从融资结构、股权结构、激励机制、约束机制等四个方面共 8 个指标考察公司治理结构的完善水平。白重恩等(2005)以主成分分析法构建了基于 8 个公司治理变量的公司治理评价 G 指标<sup>①</sup>。李汉军、张俊喜(2006)也以主成分分析法,从董事会的独立性和有效性、股权结构、经理层和信息披露等四个方面,构建了公司治理的 IG 指数。李维安等(2006、2010)从信息披露、中小股东权益保护、上市公司独立性、董事会的独立性、监事会参与治理等 6 个方面,基于 80 多个指标构建了中国上市公司指数(CCGI<sup>100</sup>)。王福胜、刘仕煜(2009)以 DEA 方法构建了公司治理效率值指标,考察公司治理的溢价问题。

纵观国内的公司治理指数,大多数仅考察了公司治理的某几个方面,选取的公司治理指标很有限,并且没有做跟踪性研究,这与国际上主要的公司治理评价系统有很大不同<sup>②</sup>,局限性也很明显。国内只有以李维安为代表的南开大学公司治理团队设立了较详细的公司治理评价体系,囊括了比较全面的公司治理指标,并逐年进行公司治理评价。本文构建的中国 100 强上市公司治理指数(China Corporate Governance Index, CCGI<sup>100</sup>)考虑了国际通行的公司治理标准以及中国的法律、监管环境,从股东权利、股东平等待遇、利益相关者作用、信息披露和透明度、董事会职责、监事会职责等六大方面,以 84 个指标对中国大型上市公司的治理水平进行评价。该指数在连续六年(2005~2010 年)的跟踪评价中基本反映了中国公司治理的变化状况,其客观性和稳定性是进一步作实证研究的基础。本文选取 2010 年的评价结果来考察公司治理与公司绩效的实证关系,试图为中国公司治理的研究提供一个新的维度。结果显示,公司治理水平的提高有助于提升公司的市场价值、经营绩效和发展能力,考虑内生性因素后的两阶段最小二乘回归结果显示,公司绩效对公司治理的反向影响不明显,这更说明好的公司治理对公司绩效具有促进作用。鉴于本文指标体系的独特性,研究结论对于进一步探讨中国大型上市公司治理效率与公司业绩的关系有一定的参考价值。

### 三、中国大型上市公司治理评价:指标及方法

#### (一)评价指标

为保证评价方法的科学性、客观性,我们把国际公认的公司治理准则与中国的法律和监管框架结合起来。根据经济合作与发展组织(OECD)的《公司治理原则》(1999、2004 年)和中国证券监督管理委员会等推出的《上市公司治理准则(2002)》,以及中国的《公司法》、《证券法》等法律法规,并结合中国公司治理的实践,我们制定了中国上市公司 100 强治理评价体系,由股东权利、股东平等待遇、利益相关者作用、信息披露和透明度、董事会职责以及监事会职责等六大方面共 84 个指标组成。依据该体系我们对 100 强上市公司分别进行治理评价,进而得到“中国上市公司 100 强公司治理指数”(China Corporate Governance Index of 100, CCGI<sup>100</sup>)。具体评价体系如图 1 所示。其中六大方面在指标体系中的权重是参照国际上各大评级机构的评级标准,在结合中国公司治理具体实践的基础上,慎审论证而定。

<sup>①</sup> 8 个治理变量分别为:CEO 有否兼任董事会主席或副主席;外部董事的比例;五大高管人员的持股量;第一大股东持股量;第二至第十大股东持股量的集中度;企业是否拥有母公司;有否在其它市场挂牌上市;是否国有控股。

<sup>②</sup> 如标准普尔、戴米诺、穆迪、里昂证券(CLSA)、美国机构投资者服务组织(ISS)、泰国公司治理评价系统、韩国公司治理评价系统、世界银行公司治理评价系统,等等。

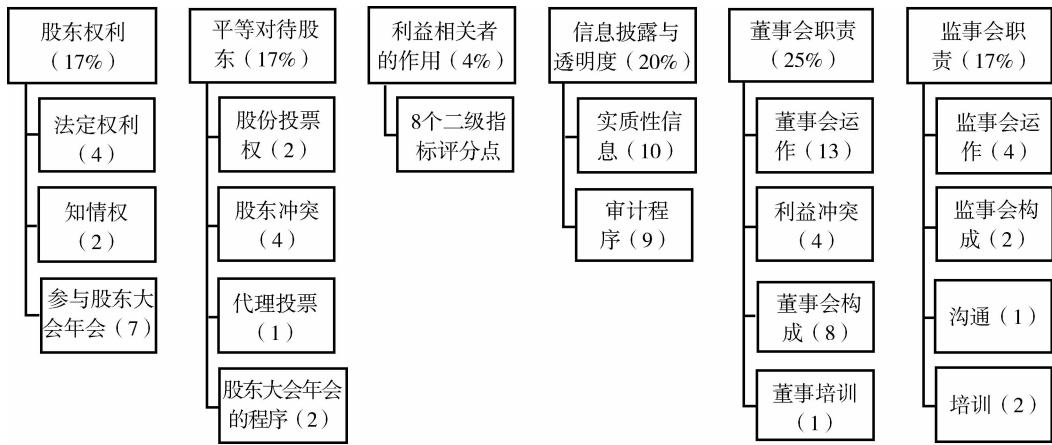


图 1 评分体系结构图<sup>①</sup>

(二)评价方法

与其他研究从大样本角度考察公司治理水平不同,本文着重关注中国大型上市公司,具体选取截止到 2009 年 6 月 30 日按市值排名的前 100 强。这 100 强上市公司的市值占当日中国 A 股市场总市值的 82%。作为中国上市公司代表性群体,其公司治理的特征及其发展趋势具有风向标意义。考虑到样本数据的有效性和可比性,符合下列情形之一者,将从样本库中剔除:(1)未完成股权分置改革的;(2)公司被列入 ST、\*ST 类公司或暂停上市的;(3)公司近三年内有重大违法违规行为的,或公司及董事、监事和高级管理人员受到中国证监会行政处罚或证券交易所公开谴责的。

在评价方法上,我们主要依靠上市公司所有的公开信息,包括公司年报、公司网页、公司章程、公司公告、交易所网站、财经资讯等。这种方法的优势是能够保持评价的独立性和连续性。数据采集时间截至 2009 年 12 月 31 日,其中年度报告内容来自上市公司 2008 年年度报告,部分财务指标数据来自色诺芬数据库。为了避免信息搜集和评价过程的误差,每一家上市公司都由不同的研究人员独立进行两轮信息收集、打分和复核,并由专门人员对评价结果进行审查和监督。我们相信,这种不断反复的过程是保证公司治理评价质量的重要环节。

四、评价结果及实证分析

(一)总体情况分析

1. 数据分布状况

(1)样本公司所属行业、地域及上市地分布

行业上,样本公司共涵盖了 11 个。制造业公司比例最高,共有 30 家,其次为金融保险业 20 家,采掘业 18 家,交通运输与仓储业 9 家,以及房地产业 7 家。地域分布上,样本公司的注册地分属于 21 个省、市和自治区,其中北京市、上海市和广东省分别为 24 家、17 家和 14 家,占总样本数的 55%。从上市地来看,样本公司中仅发行 H 股的公司有 3 家,其余 97 家在 A 股上市,其中在上海证券交易所上市的有 76 家,在深圳证券交易所上市的有 21 家。

(2)样本公司的总体及各部分得分

样本公司的总体评价最高分为 81.9 分,最低分为 38.1 分,平均分为 61.6,中位数为 62.4 分,其中治理分数在 50~55 之间的公司有 11 家,在 55~60 之间的公司有 16 家,在 60~65 之间的公司

<sup>①</sup> 本图显示的是一级指标和二级指标的分布。其中括号中的百分数为一级指标分数在总分中的比重,括号中的基数为该二级指标所包含的评分点的个数,总计 84 个评分点。限于篇幅,需要具体评价内容的读者可与作者联系获得。



有36家,在65~70之间的公司有22家,80分以上及40分以下的公司各有1家,总体得分的直方图如图2所示。虽然本年度样本公司治理评价的平均分达到了“及格”水平,但最高分与最低分有43.8分的差距,两极分化现象较明显。

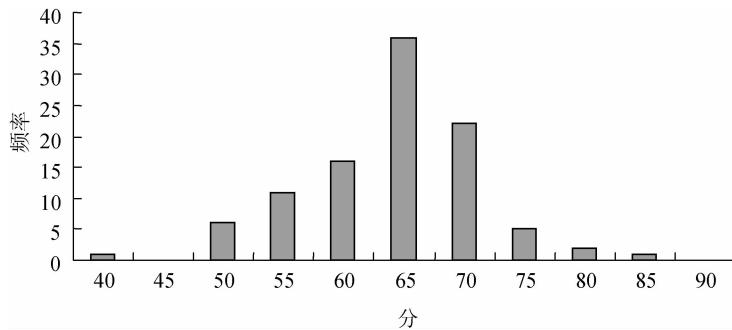


图2 样本公司治理评价总体得分直方图

表1 样本公司治理评价总体指数及子指数描述性统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
总指数 (CCGI <sup>100</sup> )	61.7	62.2	81.9	38.1	7.2
股东权利指数 (Sub-A)	59.4	61.5	76.9	19.2	10.8
平等对待股东指数 (Sub-B)	65.3	66.7	100.0	33.3	13.6
利益相关者指数 (Sub-C)	55.6	62.5	87.5	6.3	15.2
信息披露与透明度指数 (Sub-D)	77.9	77.6	94.7	26.3	12.6
董事会治理指数 (Sub-E)	55.8	55.7	80.8	34.6	9.6
监事会治理指数 (Sub-F)	51.1	50.0	88.9	22.2	13.9

数据来源:世界经济与政治所公司治理中心数据库。

表1是样本公司治理评价的总体指数与子指数的描述性统计。我们可以看出,在六个子指数中,“信息披露和透明度”表现最佳,平均分为77.9;“监事会职责”表现最不尽人意,平均分仅为51.1;“董事会职责”的表现也不容乐观,平均分为55.8。我们认为,我国上市公司在“信息披露与透明度”方面已基本符合国际上公认的“最佳实践”,如果监管部门在完善“强制披露”体系的同时,能够鼓励上市企业“主动披露”公司治理信息,信息披露将成为保护中小投资者从而提高中国证券市场有效性的一条有效途径。而监事会和董事会的运作质量仅停留在“合规”阶段,尚未在公司治理中起到应有的作用。

## 2. 分类数据分析

### (1) 金融业与非金融业上市公司治理评价分值比较

表2 金融业与非金融业上市公司治理综合得分对比

	平均分	最低分	最高分	中位数	样本数
金融业	68.5	58.1	81.9	68.7	20
非金融业	59.9	38.1	73.3	61.1	80
所有样本	61.6	38.1	81.9	62.4	100

数据来源:世界经济与政治所公司治理中心数据库。

样本公司中共有20家金融类公司,其中包括银行业14家,保险业3家和证券业3家。如表2和表3所示,除“股东权利”指标外,金融业上市公司的公司治理水平,无论整体还是绝大多数分部

指标,都明显高于非金融业公司,反映出金融业上市公司在整个经济中的特殊地位,在多重监管的约束下其治理水平明显好于其他行业的上市公司。

表 3 金融业与非金融业上市公司治理各部分得分对比

	股东权利	平等对待股东	利益相关者的作用	信息披露和透明度	董事会的责任	监事会的责任
金融业	59.2	73.0	57.8	84.4	61.8	66.7
非金融业	59.4	63.3	55.1	76.3	54.3	47.1
所有样本	59.4	65.3	55.6	77.9	55.8	51.0

数据来源:世界经济与政治所公司治理中心数据库。

(2)七大国有控股行业上市公司与其他行业上市公司治理状况比较

样本公司中共有 23 家属于国有控股行业。从数据上看(见表 4、表 5),国有控股公司的公司治理水平略低于其他行业公司。具体到各项指标,国有控股公司的平均得分水平只在“利益相关者的作用”这一项指标上高于其他行业公司,其他五个方面均处于相对劣势。这反映出国有控股公司在承担社会责任中表现突出,但在其他方面尚有改进余地。

表 4 国有控股与非国有控股上市公司治理综合得分对比

	平均分	最低分	最高分	中位数
国有控股行业	60.7	49.2	69.8	60.5
其他行业	61.9	38.1	81.9	63.1

数据来源:世界经济与政治所公司治理中心数据库。

表 5 国有控股与非国有控股上市公司治理各部分得分对比

	股东权利	平等对待股东	利益相关者的作用	信息披露和透明度	董事会责任	监事会责任
国有控股行业	57.5	65.2	56.8	77.4	55.4	48.3
其他行业	59.9	65.3	55.3	78.1	56.0	51.8
所有样本	59.4	65.3	55.6	77.9	55.8	51.0

数据来源:世界经济与政治所公司治理中心数据库。

(二)公司治理指数与公司绩效的回归分析

1. 变量定义及描述性统计

一般而言,较高的公司治理水平往往伴随着较好的公司绩效,本文中公司治理评价总指数与公司资产收益率的相关系数为 0.38,与资本充足率的相关系数为-0.48,说明公司治理水平越高,其盈利能力越强,并且更易获得债务融资,能以较低的自有资本保持稳健运营。然而治理水平与绩效变量之间究竟有多大程度的关系,这是理论和实务界都非常关注的问题。在公司治理评价的基础上,本文主要考察公司治理对绩效是否具有促进作用,以及公司治理是否内生于公司绩效。需指明的是,本文的公司绩效包括市场价值、经营绩效,以及发展能力等三个方面,市场价值用公司市值与账面价值比(MTBV)来衡量,经营绩效用净资产收益率(ROE)、每股收益(EPS)来衡量,发展能力用总资产增长率(TAG)来衡量。我们认为,这三个方面能比较全面地反映一家上市公司的绩效表现,表 6 是公司治理指数以及其它有关公司治理、财务情况的变量一览,表 7 是除公司治理指数外的各变量描述性统计。

2. 基本假设及回归模型

为分析公司治理与公司绩效的关系,我们选取七个控制变量,分别是资产规模(LNASSETS)、

负债权益比(DE)、第一大股东持股比例(TOP\_1)、第一大股东持股比例平方(TOP\_1SQR)、所在地区(REGION)、董事长与总经理两职设置情况(CEODIR)、第一大股东机构类型(TYPE1)。之所以选取这七个为控制变量,我们认为前两个变量能反映出一家公司的总体规模及资产负债结构,第三、四个变量能反映出股权集中度尤其是第一大股东在公司的地位,第五个变量能反映公司所在的地方经济环境,这与当地的政策及市场发展程度有关,第六个变量区分公司董事会与经理层的关系,第七个变量控制第一大股东类型对公司绩效的作用<sup>①</sup>。选取控制变量的理论依据是,可能存在第三方因素同时影响公司治理和公司绩效,或者不同类型的公司自发地采取不同的治理实践,实证分析中需要控制这些因素的影响。基本假设为:

H1:公司治理对公司绩效有影响,较好的公司治理水平是公司获得优良经营绩效的必要条件。

H2:资产规模大的公司有更充足的资本,更可能取得较好的公司绩效。

H3:东部地区经济比中西部地区发达,因此东部地区公司的整体绩效更优。

H4:杠杆比率对公司绩效有影响,负债权益比越高,意味着公司资产对债权人的保障程度越低,债权人面临的风险越高,不利于公司绩效的提升。

H5:第一大股东持股比例越大,也即股权集中度较高,有利于公司提高决策效率,进而获得更好的公司绩效。但随着该比例的上升,会出现大股东攫取中小股东利益的行为,这不利于公司绩效的提升,即股权集中度与公司绩效之间存在倒U型曲线关系。

H6:董事长与总理由两人分别担任有利于公司将制定战略与日常经营分离,进而提高公司绩效。

H7:若第一大股东为政府或政府代理机构,不利于实现经营绩效的最大化。

表 6 研究变量及含义说明

变量名称	变量代码	含义及说明
市值面值比	MTBV	MTBV=2008 年末收盘价/(包含少数股东的所有者权益合计/总股本),反映公司的市场价值情况
净资产收益率(营业利润)	ROE	ROE=营业利润合计/所有者权益合计,反映公司的盈利能力
每股收益(营业利润)	EPS	EPS=营业利润/期末总股本,反映公司的盈利能力
总资产增长率	TAG	TAG=本年总资产增长额/年初资产总额,反映公司资产规模的增长情况,即发展能力
资产规模	LNASSETS	样本公司总资产的自然对数
所在地区	REGION	指代上市公司所在地,其中 1=东部,0=其他 <sup>②</sup>
负债权益比率	DE	样本公司的负债总额与资本总额之比
第一大股东持股比例	TOP_1	样本公司第一大股东持股比例
第一大股东持股比例平方	TOP_1SQR	样本公司第一大股东持股比例的平方
董事长与 CEO 两职设置	CEODIR	样本公司董事长与总经理是否由两人分别担任,1=两职务分别由两个人担任,0=其他
第一大股东机构类型	TYPE_1	样本公司第一大股东机构类型,1=政府或政府代理机构,0=其他
托宾 Q	TOBINQ	TOBINQ=(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计)/年末总资产,反映市场价值
资产收益率	ROA	ROA=净利润/平均资产总额,平均资产总额=(期初资产总额+期末资产总额)/2,反映盈利能力
净资产增长率	NAG	NAG=本期净资产/前一期净资产-1,反映发展能力

<sup>①</sup> 本文没有选取已往研究中采取的独立董事比例、上市年限等控制变量,是因为我们考虑到,我国自 2001 年在上市公司正式设立独立董事制度以来,独立董事在上市公司的作用一直存在较大争议,基本的共识是其对公司的决策、运营等作用非常有限,故本文不采用该变量。同时,由于一批大型国有企业回归 A 股的热潮始于 2006 底,上市年限小于之前在 A 股上市的诸多公司,但绩效明显更优,上市年限和公司绩效之间不具有可比性。

<sup>②</sup> 东、中、西部的划分按照国家统计局 2003 年的划分标准,其中东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、广西、海南等 12 个省、自治区、直辖市。

表 7 变量的描述性统计

	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	备注*
MTBV	2.521	1.933	10.804	0.510	1.780	
ROE	0.168	0.168	0.634	-0.625	0.181	
EPS	1.025	0.730	7.188	-0.904	1.263	
TAG	0.347	0.202	1.710	-0.329	0.408	
LNASSETS	6.473	6.258	11.488	3.283	1.750	
DE	3.959	1.294	30.399	0.06	6.447	
TOP_1	0.453	0.489	0.864	0.059	0.200	
TOP_1SQR	0.245	0.239	0.747	0.004	0.175	
TOBINQ	2.85	1.819	21.06	0.121	3.461	
ROA	0.127	0.025	0.958	-0.025	0.218	
NAG	0.414	0.172	8.1	-0.4	0.973	
REGION	0.75	1	1	0	0.435	75
CEODIR	0.74	1	1	0	0.441	74
TYPE_1	0.28	0	4	0	0.451	28

注:\*为虚拟变量取“1”的值的个数。

数据来源:世界经济与政治所公司治理中心数据库、色诺芬数据库。

根据以上七个基本假设,我们构建如下回归模型:

$$Dep=C+B_1CCGI^{100}+B_2LNASSETS+B_3REGION+B_4DE+B_5TOP\_1+B_6TOP\_1SQR+B_7CEODIR+B_8TYPE1+\varepsilon \quad (1)$$

其中 Dep 为公司绩效变量,包括 MTBV、ROE、EPS、TAG。

### 3. 公司治理指数与公司绩效的回归结果

根据式(1)的回归模型,我们得到表 8 所示的回归结果。其中,基本结论与假设 H2、H3、H4、H6 不符,与其它三个假设相符合。

表 8 公司绩效对公司治理总指数的 OLS 回归结果

Variable	MTBV	ROE	EPS	TAG
C	3.371*** (5.28)	0.225*** (3.41)	1.286*** (2.68)	0.525*** (3.44)
CCGI <sup>100</sup>	0.037*** (3.71)	0.004*** (4.21)	0.033*** (4.36)	0.008*** (3.47)
LNASSETS	-0.551*** (-10.43)	-0.044*** (-8.12)	-0.319*** (-8.02)	-0.111*** (-8.78)
REGION	-0.838*** (-5.65)	-0.134*** (-8.74)	-0.570*** (-5.11)	-0.011 (-0.32)
DE	0.096*** (7.06)	0.009*** (6.69)	0.038*** (3.73)	0.007** (2.01)
TOP_1	3.558*** (2.81)	0.123 (0.94)	1.891** (1.98)	0.522* (1.72)
TOP_1SQR	-3.191** (-2.21)	-0.013 (-0.08)	-1.326 (-1.22)	-0.149 (-0.43)
CEODIR	-0.088 (-0.61)	-0.057*** (-3.81)	-0.657*** (-6.06)	-0.309*** (-8.96)
TYPE1	-0.339*** (-2.76)	0.046*** (3.66)	0.012 (0.13)	0.139*** (4.75)
Adj.R <sup>2</sup>	0.252	0.229	0.16	0.16
F-stat	34.594***	30.737***	19.967***	23.888***

注:表中括号内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著(2-tailed)。

在 1%的显著水平上,公司治理指数对市值面值比、净资产收益率、每股收益、总资产增长率的回归系数分别为 0.037、0.004、0.033、0.008,说明在其他条件相同的情况下,较高的公司治理水平



会使公司获得较好的绩效水平。其中公司治理指数对市场价值和基本每股收益的影响较大,对净资产收益率、总资产增长率的影响较小,说明公司治理水平的提高首先会提高自身的收益和未来的增长预期,获得市场的认可后这种治理的溢出效应得以放大。在1%的水平上,资产规模对公司绩效具有负向作用,潘福祥(2004)、Black等(2006)的研究也有这一结论,但未给出基本解释,我们认为规模对绩效的正向作用往往体现在公司的稳步上升阶段,而当公司的规模已经很大时,规模再度扩张将使公司管理和运营的成本大幅上升,反而不利于绩效的提高。这正是本文样本公司的情况,在各方面制度、体制尚未配套搭建完善的情况下,公司盲目扩张规模反而不利于绩效的提升。

在1%的水平上,地区因素对市值面值比、净资产收益率、每股收益的影响为负,也即中西部地区公司的绩效好于东部地区,这反映了2008年金融危机的背景下,东部沿海地区的公司受金融危机影响较明显,绩效出现下滑。而随着东部地区市场的逐渐饱和,中西部地区的公司迎来发展机遇,业绩处于明显上升阶段,短期表现好于东部地区的公司。

在1%和10%的水平上,负债权益比对四个绩效变量的影响均为正,这与通常的理解不同,但与(2004)、Black等(2006)的研究结论一致,可能的解释是负债权益比越高,意味着公司的自有资本越少,借用更多的外债进行经营,这在一定程度上说明公司的综合资信足够好,使资金提供者足以信任该公司;或者是因为公司提供了很好的项目计划,未来有稳定的预期收益,因而获得大额借款使得负债权益比上升。

在不同的显著水平上,第一大股东持股比例对市值面值比、每股收益、总资产增长率的影响为正,但在5%的显著水平上,第一大股东持股比例的平方对市值面值比呈负向关系,其它的回归系数虽不显著,但方向与以上两变量的影响方向一致。该结论与原假设相符,即第一大股东持股比例较高有利于公司战略决策的实施,提高决策效率,使公司更关注于长远发展。但该比例上升到一定阶段后,可能会出现第一大股东侵害小股东利益的行为,这又反过来不利于公司绩效的提升,说明第一大股东持股比例与公司绩效存在倒U型的曲线关系。该结论与白重恩等(2005)相反,我们认为,他们只考虑了股权分散时没有股东关注公司运营的情况,这只是股权集中度曲线变化的前一阶段,而在后一阶段随着股权集中度变高,大股东专断独行则不利于小股东及公司整体利益。

在1%的水平上,董事长和总经理两职分任对净资产收益率、每股收益、总资产收益率有负向影响,对市场面值比也呈负向关系但不显著,这与我国公司治理改革中倡导两职分任的初衷有所不同。我们认为,出现这一结果与我国公司治理机制中董事会职能没有完全到位有关。中国的公司总是有“一把手”情节,董事长和总经理分任之后“谁大谁小”的问题引发了不少管理难题。在公司治理实践中,董事长负责战略性职责,总经理负责执行性职责,便是对这一特色难题的一个似是而非的解答(仲继银,2009)。在1%的水平上,政府或政府代理机构对市值面值比、净资产收益率、总资产增长率呈负向关系,说明第一大股东的政府背景客观上不利于公司绩效的提升,这是因为我国的政府职能尚未完全转变,政府对公司的管理和运营经常出现“缺位”和“越位”现象,不利于公司依照市场化原则进行决策。这也说明我国进行国有经济布局调整的必要性,即通过市场化改革缩小国有经济在整个经济中的比重等等,解决国有垄断公司的低效率问题。

#### 4. 公司治理子指数与公司绩效的回归结果

在考察公司治理总指数对公司绩效影响的基础上,进一步把(1)式中的CCGI100替换为六个子指数进行回归,我们得到各子指数与公司绩效的影响关系。由表9的回归结果:第一,在1%的显著水平上,股东权利指数、信息披露与透明度指数对四个公司绩效变量有正向影响关系,对市值面值比的影响最大(系数分别为0.101、0.231),其次为每股收益(系数分别为0.187、0.099),对总资产增长率、净资产收益率的影响相对较小(系数均小于0.06),说明这两个子指数对公司绩效水平的提升具有突出作用;第二,股东平等待遇指数除了对净资产收益率的影响系数不显著外,对其它

表 9 公司治理各部分指数与公司绩效的 OLS 回归结果

MTBV	Sub-A	Sub-B	Sub-C	Sub-D	Sub-E	Sub-F
C	3.945*** (7.33)	4.851*** (11.82)	5.029*** (12.52)	2.180*** (4.03)	5.459*** (12.36)	5.225*** (11.8)
Sub--CCGI	0.101*** (3.33)	0.062** (2.40)	0.137 (1.49)	0.231*** (7.69)	-0.029 (-1.13)	-0.002 (-0.07)
LNASSETS	-0.453*** (-9.28)	-0.533*** (-10.48)	-0.507*** (-10.34)	-0.588*** (-12.26)	-0.472*** (-9.36)	-0.490*** (-10.23)
REGION	-0.801*** (-5.76)	-0.701*** (-5.08)	-0.749*** (-5.4)	-0.900*** (-6.64)	-0.694*** (-4.92)	-0.726*** (-5.22)
DE	0.097** (7.6)	0.103*** (8.13)	0.105*** (8.24)	0.097*** (7.88)	0.103*** (8.07)	0.104*** (7.75)
TOP_1	3.610*** (2.99)	2.430** (2.02)	2.952** (2.48)	4.924*** (4.15)	2.863** (2.4)	2.833** (2.33)
TOP_1SQR	-3.335** (-2.43)	-1.952 (-1.41)	-2.694* (-1.97)	-4.914*** (-3.62)	4.97364	4.79322
CEODIR	-0.019 (-0.14)	0.019 (0.15)	0.024 (0.18)	-0.197 (-1.49)	0.079 (0.6)	0.068 (0.51)
TYPE1	-0.394*** (-3.33)	-0.309*** (-2.67)	-0.296** (-2.54)	-0.153 (-1.33)	-0.302*** (-2.6)	-0.307*** (-2.62)
Adj. R <sup>2</sup>	0.249	0.244	0.241	0.287	0.241	0.24
F-stat	38.227***	37.349***	36.762***	46.193***	36.605***	36.393***
ROE	Sub-A	Sub-B	Sub-C	Sub-D	Sub-E	Sub-F
C	0.254*** (5.72)	0.425*** (12.44)	0.474*** (14.25)	0.314*** (6.81)	0.395*** (10.79)	0.364*** (9.98)
Sub--CCGI	0.015*** (5.97)	0.003 (1.32)	-0.025*** (-3.24)	0.010*** (3.78)	0.005** (2.54)	0.009*** (4.2)
LNASSETS	-0.032*** (-7.87)	-0.039*** (-9.26)	-0.034*** (-8.4)	-0.041*** (-10.1)	-0.041*** (-9.73)	-0.038*** (-9.75)
REGION	-0.132*** (-11.51)	-0.120*** (-10.43)	-0.117*** (-10.21)	-0.128*** (-11.1)	-0.127*** (-10.88)	-0.127*** (-11.07)
DE	0.009*** (8.88)	0.010*** (9.72)	0.01*** (9.41)	0.01*** (9.51)	0.01*** (9.85)	0.009*** (8.03)
TOP_1	0.153*** (1.53)	0.021 (0.21)	0.022 (0.22)	0.127 (1.26)	0.037 (0.38)	0.126 (1.25)
TOP_1SQR	-0.052*** (-0.46)	0.087 (0.75)	0.076 (0.67)	-0.040 (-0.34)	0.059 (0.53)	-0.025 (-0.22)
CEODIR	-0.051*** (-4.69)	-0.041*** (-3.72)	-0.031*** (-2.79)	-0.05*** (-4.43)	-0.041*** (-3.77)	-0.045*** (-4.11)
TYPE1	0.037*** (3.83)	0.050*** (5.19)	0.048*** (4.96)	0.057*** (5.8)	0.049*** (5.07)	0.045*** (4.68)
Adj. R <sup>2</sup>	0.235	0.217	0.221	0.223	0.219	0.225
F-stat	54.77***	49.327***	50.732***	51.332***	50.078***	51.869***
EPS	Sub-A	Sub-B	Sub-C	Sub-D	Sub-E	Sub-F
C	0.575* (1.83)	2.531*** (10.25)	3.36*** (14.02)	1.608*** (4.81)	3.312*** (12.45)	2.467*** (9.26)
Sub--CCGI	0.187*** (10.51)	0.066*** (4.23)	-0.338*** (-6.17)	0.099*** (5.36)	-0.046*** (-3.02)	0.055*** (3.33)
LNASSETS	-0.195*** (-6.85)	-0.310*** (-10.14)	-0.222*** (-7.6)	-0.307*** (-10.37)	-0.235*** (-7.75)	-0.272*** (-9.46)
REGION	-0.607*** (-7.46)	-0.444*** (-5.34)	-0.419*** (-5.07)	-0.546*** (-6.52)	-0.419*** (-4.93)	-0.507*** (-6.05)
DE	0.033*** (4.47)	0.045*** (5.84)	0.040*** (5.31)	0.042*** (5.54)	0.044*** (5.72)	0.037*** (4.55)
TOP_1	2.669*** (3.78)	0.820 (1.14)	1.011 (1.42)	2.157*** (2.95)	1.287* (1.79)	1.763** (2.41)
TOP_1SQR	-2.166*** (-2.69)	-0.117 (-0.14)	-0.550 (-0.68)	-1.795** (-2.15)	-0.814 (-0.99)	-1.275 (-1.53)
CEODIR	-0.678*** (-8.72)	-0.571*** (-7.16)	-0.415*** (-5.18)	-0.634*** (-7.8)	-0.5*** (-6.31)	-0.556*** (-6.98)
TYPE1	0.20468	0.038 (0.54)	0.008 (0.12)	0.106 (1.5)	0.049 (0.7)	0.011 (0.15)
Adj. R <sup>2</sup>	0.206	0.154	0.166	0.16	0.149	0.15
F-stat	46.388***	32.817***	35.78***	34.408***	31.532***	31.827***
TAG	Sub-A	Sub-B	Sub-C	Sub-D	Sub-E	Sub-F
C	0.599*** (5.84)	0.838*** (10.7)	1.095*** (14.5)	0.205** (1.98)	0.873*** (10.35)	1.038*** (12.29)
Sub--CCGI	0.027*** (4.63)	0.017*** (3.4)	-0.12*** (-6.96)	0.056*** (9.71)	0.007 (1.48)	-0.013** (-2.42)
LNASSETS	-0.087*** (-9.38)	-0.109*** (-11.22)	-0.082*** (-8.91)	-0.121*** (-13.2)	-0.102*** (-10.58)	-0.096*** (-10.47)
REGION	-0.006 (-0.23)	0.021 (0.78)	0.032 (1.24)	-0.028 (-1.09)	0.005 (0.19)	0.021 (0.81)
DE	0.007** (2.7)	0.008*** (3.37)	0.007*** (2.77)	0.007** (2.87)	0.008*** (3.45)	0.010*** (3.97)
TOP_1	0.565** (2.46)	0.250 (1.09)	0.273 (1.22)	0.863*** (3.82)	0.360 (1.58)	0.249 (1.07)
TOP_1SQR	-0.212 (-0.81)	0.158 (0.6)	0.073 (0.28)	-0.575** (-2.22)	-0.013 (-0.05)	0.095 (0.36)
CEODIR	-0.297*** (-11.71)	-0.287*** (-11.37)	-0.237*** (-9.38)	-0.338*** (-13.44)	-0.278*** (-11.04)	-0.266*** (-10.54)
TYPE1	0.123*** (5.45)	0.146*** (6.58)	0.135*** (6.17)	0.183*** (8.4)	0.144*** (6.5)	0.152*** (6.82)
Adj. R <sup>2</sup>	0.19	0.184	0.205	0.23	0.179	0.181
F-stat	42.052***	40.538***	46.186***	53.171***	39.107***	39.666***

注:表中括号内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的置信水平下显著(2-tailed)。

三个绩效变量的影响系数均显著为正,说明公司若切实提高股东的平等待遇,会有利于绩效水平的提升;第三,利益相关者治理指数对市值面值的回归系数不显著,对其它三个绩效变量的回归系数均为负,这说明利益相关者治理的完善会给公司带来额外的运行成本,不利于绩效水平的提升,然而公司若完全不进行利益相关者的治理建设,将产生不良的生存发展环境,也不利于总体绩效的提升,因此,我们认为公司加强利益相关者治理存在一个均衡点,不关注或过度关注均不利于公司绩效的最大化;第四,董事会治理指数、监事会治理指数对四个绩效变量的回归结果不稳定,正负影响均有,显著与不显著并存,说明截至 2008 年底我国公司治理改革中这两方面的建设效果尚不明显,对公司总体绩效的正向作用呈不稳定状态。

#### 5. 内生性问题

在公司治理与公司绩效关系的研究当中,诸多文献仅先验地假设公司治理的完善有利于公司绩效的提升,加入控制变量也的确能滤去同时影响公司治理和公司绩效的第三方因素,以及公司治理的自发选择因素。然而理论和实践中有两个突出问题:一是公司治理也可能受到公司绩效的反向作用,比如一家公司当期因偶然因素获得较好的公司绩效,为了下一期继续保持良好的绩效,在下期期初引入一定的公司治理安排;二是一家公司虽然制定了一系列治理原则,设立了一系列治理架构,但这些原则或架构的确立仅是为了满足监管部门的要求,没有真正地实施,这样虽然治理评价分数很高,与绩效变量有一定相关关系,但并非实质性的因果关系。此即常见的内生性问题,需要引入工具变量进行解决。

关于公司治理与公司绩效的工具变量,潘福祥(2004)选取公司是否属于垄断行业、是否境外上市、成立时间,李汉军、张俊喜(2006)选取外部董事比例、归一化每股收益(即每股收益与年末收盘价之比),Black 等(2006)选取公司规模虚拟变量进行分析。我们认为,规模大的公司和规模小的公司在治理中存在明显的不同,当一家公司资产规模较小时,只需采取基本的治理框架即可维持正常运营,而随着规模的扩大,原有的治理框架不能满足继续发展的要求,就需要对治理框架进行制度性改革,扩充原有的治理实践,此即规模因素在公司治理实践中所起的作用。因此,本文选取规模为公司治理指数的工具变量,如果总资产大于 1 万亿元则取值为 1,否则为 0。样本公司中共有 10 家公司资产规模大于 1 万亿元,我们以该规模虚拟变量进行分析。

#### (四)考虑内生性后的回归分析——TSLS 回归

工具变量的确定需要满足一定条件,即与自变量相关,而与影响因变量的其它因素(即残差项)不相关,并且只能通过自变量间接地影响因变量。这需要构造两阶段最小二乘回归(Two Stage Least Squares, TSLS),第一阶段为工具变量和其他控制变量对自变量(本文中为  $CCGI^{100}$ )的回归,第二阶段为前一回归得到的自变量的拟合值,加上其它控制变量之后对因变量的回归。也即如下两个回归方程:

$$Dep = C + B_1 CCGI^{100} + B_2 LNASSETS + B_3 REGION + B_4 DE + B_5 TOP\_1 + B_6 TOP\_1SQR + B_7 CEODIR + B_8 TYPE1 + \mu \quad (2)$$

$$CCGI^{100} = C + B_1 ASSETDUM + B_2 LNASSETS + B_3 REGION + B_4 DE + B_5 TOP\_1 + B_6 TOP\_1SQR + B_7 CEODIR + B_8 TYPE1 + \nu \quad (3)$$

其中 Dep 为四个绩效变量,包括 MTBV、ROE、EPS、TAG。

首先,规模的虚拟变量(ASSETDUM)与治理指数( $CCGI^{100}$ )的相关系数为 0.45,满足工具变量与自变量的相关性要求。其次,适应于大型公司的治理条款通常并不适于中小型公司,大型公司往往设有一些中小型公司所没有的公司治理机构,因此我们可以认为规模的虚拟变量具有外生性。最后,进一步考察发现,资产规模与绩效变量的相关系数均为负数(如表 10 所示),最小二乘回归中资产规模的回归系数也全为负数,然而规模的虚拟变量与经营绩效(ROE、EPS)的相关系数为

正,说明规模的虚拟变量并非直接影响经营绩效,而是通过治理指数间接地影响;规模的虚拟变量与市场价值(MTBV)、发展能力(TAG)的相关系数为负,使得无法直接判断其对后两者的影响。Hausman 检验可以用来考察内生性,第一阶段用 CCGI 对工具变量及其他控制变量进行回归,第二阶段用绩效变量对 CCGI、控制变量、第一阶段回归的残差项进行回归,第一阶段回归的残差项在第二阶段中的回归系数可以说明 CCGI 的内生程度。由表 11 可知,该系数在经营绩效(ROE、EPS)的两个回归方程中显著,而在市场价值、发展能力的两个回归方程中不显著,说明公司治理指数仅在影响经营绩效上具有内生性,而在影响市场价值、发展能力上不具有内生性。因此进一步的两阶段最小二乘回归中仅考虑公司治理对经营绩效的关系。

表 10 资产规模(LNASSETS)与绩效变量的相关系数

	MTBV	ROE	EPS	TAG
LNASSETS	-0.354	-0.197	-0.237	-0.215
ASSETDUM	-0.141	0.141	0.023	-0.116

表 11 工具变量的 Hausman 检验结果

	MTBV	ROE	EPS	TAG
Coefficient on First-stage Residual	-0.125 (-1.48)	-0.087*** (-10.37)	-0.447*** (-7.16)	0.022 (1.08)

需说明的是,资产规模(LNASSETS)与规模的虚拟变量(ASSETDUM)相关系数为 0.68,式(3)可能因多重共线性而产生整体回归误差,但规模虚拟变量作为个体而言其回归系数仍具分析价值。这里仅考虑治理指数的一个工具变量,故不存在检验过度识别约束问题。由上文绩效变量对公司治理总指数和子指数的回归结果,子指数的回归结果与总指数基本

相同,因此两阶段最小二乘回归中我们仅对总指数进行考察。具体回归结果如表 12 所示。

表 12 考虑内生性后的经营绩效对公司治理总指数的 TSLS 回归

Variable	CCGI <sup>100</sup>	ROE	EPS
C	50.816*** (35.54)	0.225*** (4.19)	1.286*** (3.28)
CCGI <sup>100</sup>		0.004*** (5.17)	0.033*** (5.36)
ASSETDUM	2.517*** (2.79)		
LNASSETS	1.437*** (7.84)	-0.044*** (-9.96)	-0.319*** (-9.84)
REGION	3.095*** (6.37)	-0.134*** (-10.72)	-0.570*** (-6.27)
DE	0.166*** (3.54)	0.009*** (8.21)	0.038*** (4.58)
TOP_1	-19.420*** (-4.65)	0.123 (1.15)	1.891** (2.43)
TOP_1SQR	16.311*** (3.41)	-0.013 (-0.1)	-1.326 (-1.5)
CEODIR	4.120*** (8.95)	-0.057*** (-4.68)	-0.657*** (-7.43)
TYPE1	0.552 (1.32)	0.046*** (4.5)	0.012 (0.16)
Adj. R <sup>2</sup>	0.431	0.232	0.162
F-stat	86.161***	46.280***	30.064***

注:表中括号内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著(2-tailed)。

由表 12 并对比表 8,考虑内生性后的二阶段回归结果中各系数的显著性水平均得到提高,但系数大小没有明显的变化,说明内生性问题的确存在于公司治理与经营绩效的相互影响中,但内生性程度很小。这与 Black 等(2006)得出的结论一致。具体而言,在规模大于 1 万亿元和小于 1 万亿元的两家公司之间,前者比后者在治理分数上高出 2.517 分,在净资产收益率上高出 0.01 (2.517\*0.004),在每股收益上高出 0.083(2.517\*0.033)。

(五)稳健性检验

为使本文实证分析的结论具有可靠性,我们另选其它绩效变量进行稳健性检验。市场价值选



取托宾 Q, 经营绩效选取资产收益率, 发展能力选取净资产增长率。新的公司绩效指标在普通最小二乘回归及考虑内生性后的工具变量回归中得到与前文四个绩效指标类似的结果, 因此本文的实证结果具有稳健性。

## 五、简要结论

本文依据国内外已有的公司治理原则, 设计了符合中国大型上市公司实际情况的治理评价体系, 对中国 100 强上市公司进行治理评价, 以考察中国代表性上市公司的治理状况, 并为分析公司治理与公司绩效的关系提供新的证据。总体评价结果显示, 公司治理最高分与最低分的差距很大, 两极分化现象明显。六个子指数中“信息披露与透明度”表现最佳, “监事会职责”表现最不尽人意。金融业上市公司的公司治理水平, 无论整体还是绝大多数分部指标都明显高于非金融业公司。国有控股公司的公司治理水平略低于其他行业公司, 只在“利益相关者作用”这项指标高于其他行业公司。

总体指数的实证结果显示, 公司治理水平对公司绩效具有正向的促进作用, 对市值面值比、净资产收益率、每股收益、总资产增长率的回归系数分别为 0.037、0.004、0.033、0.008。控制变量中规模因素对公司绩效有反向作用, 说明公司规模盲目扩张不利于提升公司绩效; 中西部地区的公司绩效好于东部地区公司, 这反映出 2008 年金融危机背景下东部地区公司受影响明显, 中西部地区的公司在良好发展机遇的带动下业绩表现短期向好; 负债权益比对绩效变量有正向作用, 这反映出公司综合资信的重要性; 第一大股东持股比例对公司绩效具有倒 U 型曲线关系, 反映出中小股东权益保护的重要性; 董事长和总经理两职分任的公司治理效果还没有完全体现出来; 第一大股东为政府或政府代理机构客观上不利于公司绩效的提升。

子指数的回归结果显示, 股东权利指数、信息披露与透明度指数对公司绩效的提升作用明显。股东平等待遇指数的提升也有利于改善公司绩效。利益相关者指数显示其对绩效水平具有负向作用, 反映出完善利益相关者治理会增加公司的运行成本, 公司在利益相关者治理中存在一个均衡点, 不关注或过度关注均不利于绩效的最大化。董事会治理指数、监事会治理指数对绩效变量的影响不稳定, 说明截至 2008 年样本公司治理中这两方面的建设效果尚不明显。进一步地考虑内生性后, 两阶段最小二乘回归结果显示公司治理的内生性程度较小, 公司绩效对公司治理的反向影响不明显, 这更说明好的公司治理对公司绩效有促进作用。

## 参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜(2005):《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第 2 期。
- 何浚(1998):《上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第 5 期。
- 经济合作与发展组织(2005):《公司治理原则》(1999 年、2004 年修订),中国财政经济出版社。
- 李汉军、张俊喜(2006):《上市企业治理与绩效间的内生性程度》,《管理世界》,第 5 期。
- 李维安、唐跃军(2006):《公司治理评价、治理指数与公司业绩——来自 2003 年中国上市公司的证据》,《中国工业经济》,第 4 期。
- 李维安等(2010):《中国上市公司治理状况评价研究——来自 2008 年 1127 家上市公司的数据》,《管理世界》,第 1 期。
- 潘福祥(2004):《公司治理与企业价值的实证研究》,《中国工业经济》,第 4 期。
- 施东晖(2003):《转轨经济中的所有权与竞争:来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,第 8 期。
- 施东晖、司徒大年(2004):《中国上市公司治理水平及对绩效影响的经验研究》,《世界经济》,第 5 期。
- 孙永祥(2001):《所有权、融资结构与公司治理机制》,《经济研究》,第 1 期。
- 孙永祥、黄祖辉(1999):《上市公司股权结构与绩效》,《经济研究》,第 12 期。
- 汪辉(2003):《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》,《经济研究》,第 8 期。
- 王福胜、刘仕煜(2009):《基于联立方程模型的公司治理溢价研究——兼谈如何检验公司治理评价指标的有效性》,《南开管理评论》,第 12 期。
- 徐晓东、陈小悦(2003):《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》,第 2 期。

- 岳中志、薄勇健(2005):《公司治理结构完善度水平指标体系及评价模型》,《管理世界》,第5期。
- 张春霖(1995):《从融资角度分析国有企业的治理结构改革》,《改革》,第3期。
- 仲继银(2009):《董事会与公司治理》,中国发展出版社。
- Abowd, J. and D. Kaplan(1999):“Executive Compensation: Six Questions That Need Answering”, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 145–168.
- Agrawal, A., and C. Knoeber (1996):“Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377–97.
- Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell (2005):“What Matters in Corporate Governance?”, Working Paper No. 491, Harvard University.
- Bebchuk, L., J. Fried and D. Walker (2002):“Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation”, *University of Chicago Law Review*, 69, 751–846.
- Berle, A. and G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan.
- Bhagat, S., S. Black and M. Blair (2000):“Relational Investing and Firm Performance”, Working paper, University of Colorado, Stanford University, and Georgetown University Law School.
- Black, B. (2001):“The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”, *Emerging Markets Review*, 2, 89–108.
- Black, B., H. Jang and W. Kim (2006): “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, 366–413.
- Brown, L. and M. Caylor(2006):“Corporate Governance and Firm Valuation”, *Journal of accounting and public policy*, 25, 409–434.
- Cheung, Y., J. Connelly, P. Limpaphayom and L. Zhou(2007):“Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18, 53–85.
- Durnev, A. and E. Kim (2005):“To Steal or Not to: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation”, *Journal of Finance*, 60, 1461–1493.
- Freeman, R. Edward (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.
- Gillan, S., J. Hartzell and L. Starks (2003): “Industries, Investment Opportunities, and Corporate Governance Structures”, Working paper.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003):“Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–155.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (2003): “Boards of Directors As an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *Economic Policy Review*, 9, 7–26.
- Himmelberg, C., R. Hubbard and D. Palia (1999):“Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 53, 353–384.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976):“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–306.
- Klapper, L. and I. Love (2003):“Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, 195, 1–26.
- Martin, S. and D. Parker (1997): *The Impact of Privatization—Ownership and Corporate in the U K*, London: Routledge.
- McKinsey (2002): Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988):“Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, January/March, 293–316.
- Patterson, D. (2000):“The Link Between Corporate Governance and Performance: Year 2000 update”, The Conference Board 1276–00–RR.
- Tittenbrun, J. (1996): *Private Versus Public Enterprises*, London: Janus Publishing Company.

(责任编辑:程 炼)