

公司治理、股票估值与资产定价

郝臣¹

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

内容提要: 鉴于公司治理的重要性, 上市公司越来越重视公司治理信息的披露, 监管部门等机构出台了相关的公司治理披露政策, 进而使得投资者购买公司股票时, 能够考虑公司治理因素。由内在价值理论和相对估值理论组成的传统估值理论没有考虑公司治理因素, 公司治理是否影响股票价格和如何影响股票价格问题有待深入研究。在资产定价模型中, 单因素模型和多因素模型的解释能力不是很理想, 公司治理风险因子的提出将有利于完善定价模型, 治理溢价这个市场“异例”的本质、检测和存在原因将是未来公司治理关注的焦点之一。

关键词: 公司治理; 治理披露; 股票估值; 资产定价

中图分类号: F272.3 **文献标识码:** A

学术界对公司治理的研究至少可以追溯到 20 世纪 30 年代伯利和米恩斯的研究。伯利和米恩斯在 1932 年出版的《现代公司和私人产权》一书中, 在对大量的实证材料进行分析的基础上得出了结论, 即现代公司的所有权与控制权实现了分离, 控制权由所有者转移到了管理者手中, 而管理者的利益经常偏离股东的利益。进入 21 世纪, 人们对公司治理问题给予的热情非但没有减弱, 反而比以前更加强烈, 无论是发达国家还是发展中国家都非常重视公司治理, 成为资本市场关注的焦点。一场席卷全球经济领域的公司治理革命正在各地兴起, 许多国家纷纷提出了一系列改进公司治理的措施, 以此保障投资者的合法权益。这些措施包括, 要求更严的公司上市和信息披露规则、明确独立董事占董事会的比例、推行董事的强制性培训、颁布公司治理的强制性法令、公司治理原则的出台等等。不但注重改进公司治理的内在结构和机制, 而且出台了大量的公司治理披露指引, 使投资者能够了解上市公司的治理状况, 进而购买股票时, 考虑公司治理因素。自公司治理作为一个科学问题提出以来, 经过多年的理论研究, 公司治理作为一门独立的学科存在的条件已经成熟。在这样的现实和理论背景下, 研究公司治理披露, 将公司治理与股票估值联系起来、将公司治理与资产定价联系起来, 将成为公司治理的前沿课题之一。

1 公司治理与信息披露

1.1 信息披露实践与理论

信息披露起源于复式簿记, 在其漫长的发展变迁中大致经历了账簿披露时代、财务报表披露时代和财务报告披露时代以及多层次信息披露时代四个阶段。我们国家上市公司信息披露规范文件包括《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》、《公开发行证券公司信息披露编报规则》等。

关于信息披露的理论研究主要包括两个分支: 内生性信息披露理论和外生性信息披露理

论。内生性 (endogenous) 信息披露理论主要是将信息披露作为结果来研究, 因为信息披露也有成本与收益问题, 所以研究的内容主要是围绕信息披露博弈过程和决策机制展开(汪炜, 2005)。[1]自愿性信息披露的研究也属于该框架下。本文主要是从外生性 (exogenous) 信息披露角度来进行研究的。外生性信息披露理论主要是关注信息披露对绩效和价格的影响, 其自身被视为一种原因。

1.2 专门的公司治理披露指引

正是因为公司治理的重要性, 所以许多国家制定了专门的治理披露制度, 同时公司治理原则或准则中也涉及到治理披露, 通过公司治理信息的披露, 为投资者准确、及时了解公司的治理状况奠定了信息基础。

加拿大证券部门的监管者关于公司治理披露的监管持有两种观点: 一种是, 制定公司治理指引, 反映最好的公司治理实践; 另一种是需要公司描述他们的公司治理实践。2004 年加拿大证券交易所出台了两个重要的征求意见稿, 58-201 (MI 58-201), 涉及到什么是有效的公司治理; 58-101 (MI 58-101), 涉及到公司治理实践的披露, 建议上市公司从董事会结构、独立董事参会情况、董事会责任书、工作说明书、新董事当前培训及所有董事后续教育、商业活动的原则与伦理、提名委员会、薪酬委员会、评估委员会进行公司治理披露。2005 年 4 月 15 日, 加拿大证监会公布了 National Policy 58-201, 公司治理指引(政策), National Instrument 58-101, 公司治理披露 (工具)。

香港会计师工会早在 2001 年就制定了一个关于年报中公司治理披露的指引(Corporate Governance Disclosure in Annual Reports: A Guide to Current Requirements and Recommendations for Enhancement), 内容包括四个部分: 引言、公司治理披露、提高公司治理披露的建议和香港公司年报公司治理披露回顾。并在附录中给出公司治理披露的条目: 资本结构、董事会结构与运行、管理层讨论和分析、报酬、审计委员会、关联交易、其他法定披露信息、其他自愿披露信息。且每年颁布一次最佳治理披露奖。

澳大利亚证券交易所 (ASX) 公司治理委员会 (Corporate Governance Council) 2003 年发布了包括 10 条内容的好的公司治理原则 (Principles of Good Corporate Governance) 和 28 条内容的最佳公司治理实践建议 (Best Practice Recommendations)。原则包括管理层基础、董事会结构和价值增加、决策问责和伦理、财务报告的完整性、及时和均衡披露、识别和管理风险、鼓励绩效评价公开、激励公平和问责、识别利益相关者的合法利益, 而公司治理披露水平的考核便是结合上述原则和建议来展开的, 2006 年发布的评价结果显示 2005 年公司治理报告水平得到显著的提高。

联合国贸发大会, 2006 年制定了好的公司治理披露指引 (Guidance on Good Practice in Corporate Governance Disclosure), 包括五个部分内容: 财务信息披露、非财务信息披露、股东大会、披露的时间和手段、好的一些做法。其中, 非财务信息部分包括公司目标、所有权和股权结构、重要资产的控制权变化或交易、公司治理结构和政策、董事会成员和主要高管、公司利益相关者一些问题、可预见的重大风险因素、外部审计的独立性以及内部审计的功能。

1.3 公司治理原则或准则中的治理披露

实际上, 公司治理原则或准则中也涉及公司治理披露内容。OECD《公司治理原则》明确提出公司治理框架应确保与公司重大事件有关的信息及时、准确地予以披露, 其中包括财务状况、业绩、所有权及公司的治理情况。应予披露的信息, 包括但不限于: 公司的财务和业绩状况; 公司经营目标; 公司主要的股票所有权及相关的投票权; 董事会和主要行政人员, 以及他们的报酬, 对于董事会成员来说, 还应披露他们的资格、选举程序、是否兼任其他公

司董事以及公司是否认为他们是独立董事；关联方交易；可预期的重大风险因素；与雇员和其他利益相关者有关的重大事件；公司的治理结构和制度。信息传播的途径应确保信息使用人能够平等、及时、便捷地获取信息。分析师、经纪人、评级机构以及其他可能影响投资者决策的中介机构对于可能对他们意见的公正性产生影响的重大利益冲突情形予以披露。

为保证公司治理的有效性，维护以股东为主的利害相关者的利益，指导企业建立健全公司治理机制，实现公司价值的最大化和国民财富的增加，李维安（1999）倡导制定适合中国自己的公司治理原则并于2001年制定了中国公司治理原则（草案），其中第七节信息披露，共包括五条内容，第一条明确指出公司治理框架应当保证真实、准确、完整、及时地披露与公司有关的全部重大问题。第二条公司应当披露的重要信息至少包括：公司概况及公司治理原则；公司目标；经营状况；股权结构及其变动情况；董事长、董事、经理等人员情况及报酬；与雇员和其他利害关系者有关的重要问题；财务会计状况及经营成果；可预见的重大风险。最后一条提出，公司信息的传播应公正、公开、及时，使用者可通过正常渠道获取公司的有关信息，建议并鼓励公司通过互联网络披露信息。[2]该原则也为中国证监会、国家经贸委2002年发布的《上市公司治理准则》所借鉴和参考。

2. 公司治理与股票估值

2.1 传统估值理论与公司治理

传统的估值理论包括内在价值理论和相对估值理论两块基本的内容。内在价值模型包括红利折现估值模型（根据考虑得周期长短可分为单阶段红利折现估值模型、两阶段红利折现估值模型、三阶段红利折现估值模型和H阶段红利折现估值模型，根据股利增长率的情况又将其分为股利零增长率模型、股利固定增长率模型和股利非固定增长模型）、自由现金流贴现估值模型（根据考虑得周期长短可分为单阶段自由现金流折现估值模型、两阶段自由现金流折现估值模型、三阶段自由现金流折现估值模型和H阶段自由现金流折现估值模型，根据自由现金流增长率的情况又将其分为自由现金流零增长率模型、自由现金流固定增长率模型和自由现金流非固定增长模型）、盈余折现模型（现金流替代假说、Beaver的三级关联假说、MM 盈余资本化模型）、期权估值模型（OPT）和剩余收益估值模型（EVA 模型和Feltham-Ohlson 模型）。相对估值模型包括市盈率估值模型（P/E）、市净率估值模型（P/B）、托宾Q值模型（Tobin Q）（市场价值/重置成本）等。但上述这些模型均没有考虑公司治理这一能够影响股票价格的重要因素。

2.2 麦肯锡调查结果的“支付意愿”

2000年6月，麦肯锡发表了题为“公司治理的挑战”的投资者意向调查报告。报告指出63%的受访投资者声称，出于对公司治理的考虑，他们可能会避免对治理业绩差的个别企业进行投资；57%的投资者表示他们会依据治理业绩，增持或减持某些公司的股份。麦肯锡（2001）对200个代表3.25万亿美元资产的国际投资人进行的调查结果表明，80%的被调查者认为，在其他因素相同的情况下，他们愿意为治理良好的公司付出溢价；75%的被调查者认为公司治理质量至少与公司财务指数同等重要。在财务状况类似情况下，投资人愿意为治理良好的亚洲企业多付20-27%的溢价（例如新加坡达到了21%，中国内地则超过25%），愿为治理良好的美国企业多付14%的溢价。2007年由澳洲会计师公会香港分会及香港浸会大学公司治理与金融政策研究中心联合进行的调查研究同样发现，境外机构投资者在投资中国境内企业的时候，愿意为那些拥有良好公司治理的企业支付高达28.5%的溢价。需要特别说明的是，此处的公司治理溢价与本文第三部分所讨论的治理溢价不同，此处的治理溢价是考虑公司治理因素与不考虑公司治理因素情况下，对股票估值所带来的差异，实际上对应的是此

处的估值模型问题的研究,更确切的说法应该是“投资者愿意出更高的价格来购买公司治理好的股票”,而我们所定义的治理溢价是指好的公司治理所带来的超额回报。

2.3 中国上市公司治理的市场表现

那么中国的投资者到底为公司治理好的公司支付了更高的股票价格没有?李维安(2006)利用中国上市公司治理评价指数(CCGINK),通过实验研究得出一个新的发现,中国上市公司投资者不但愿意为公司治理好的上市公司支付更高的交易价格,而且的确已经支付了。[3]公司治理已不是水中望月之态,良好的公司治理在公司价值和股票价格上得到表现。中国上市公司治理从“违规”阶段渐入合规阶段的现实背景以及广大投资者的需求,催生了公司治理股价指数。为此,南开大学公司治理研究中心以现有公司治理理论和实践研究为基础,以国家重点研究基地和创新基地为平台,遵循以证券交易所之外的独立的第三方身份进行发布的国际惯例,2007年在人民大会堂发布了中国公司治理股价指数。进而更好地指导中国上市公司治理在促进上市公司价值成长中的作用发挥。2008年沪深股市开市的第一天,沪市又增添了一个新指数,即上证公司治理指数,该指数的发布,不仅进一步深化上市公司治理监管工作,而且也将成为强化股票价格与公司治理联系的风向标,为优质上市公司享受治理溢价提供了条件。

2.4 公司治理信息含量和价值相关性问题的提出

大量的研究表明,公司治理能够增加盈余的信息含量和价值相关性。例如赵景文(2006)依据南开大学公司治理研究中心公开的中国治理指数数据(CCGINK)选择高治理质量公司,并根据自行计算的治理指数选择低治理质量公司,研究了公司治理高低对盈余质量的影响。基于收益盈余模型,使用2002年和2004年的数据,研究发现:公司治理质量显著影响到了盈余质量,高治理质量公司的盈余反应系数显著高于低治理质量公司,高治理质量公司的盈余变化较之低治理质量公司的盈余变化具有更为显著的价值相关性。[4]而对公司治理本身(公司治理披露)的信息含量和价值相关性的研究是我们所关注的重点。实证会计的研究中,关于公司基本面与股票价格关系的研究形成了三种研究范式,即信息观、计价观与契约观。但从已有的研究我们不难看出,专门进行基于信息观的公司治理披露信息含量的研究较少,可能与公司治理事件(Event)不好确定有关;基于计价观的对于公司治理披露的价值相关性的研究也比较少,仅有陈振远,张智尧,王兰芬和李文智(2005)这一项[5]。因此,在上市公司“盈余”事件频发、盈余价值相关性降低和投资者越来越关注非盈余信息的背景下,特别是随着公司治理水平逐渐提高,对公司治理披露是否影响股票价格和如何影响股票价格的研究具有一定的创新性。

3. 公司治理与资产定价

3.1 主流资产定价理论面临的问题

资本资产定价问题是最近几十年来西方金融理论中发展最快的一个领域。1952年,Markowitz发展了资产组合理论,导致了现代资本资产定价理论的形成。CAPM模型是第一个不确定性条件下的资本资产定价均衡模型,核心思想是证券的期望报酬率取决于证券的系统风险,而不是证券的非系统风险。CAPM曾经是资本资产定价理论的主流。但由于其严格假定条件给实际应用带来了很大的障碍。1970年以来许多学者纷纷致力于对其假定条件进行修改和对其模型进行扩充,主要体现在三个方面:一是对假设条件的放宽;二是在模型中引入新的因素;三是在时期上的扩展。建立的模型包括套利定价模型(APT)、多因素定价模型(Fama-French三因素模型、Carhart四因素模型和Chen-Roll-Ross五因素模型)、跨期资本资产定价模型、税负调整的资本资产定价模型、存在卖空限制和交易费用的情形等,形成

了现代资产定价理论体系。近年来不少学者的实证研究表明 β 与股票收益之间缺乏显著相关性。学者将这种股票的横截面收益对于 CAPM 等理论预期的偏离被称为“异常”或者“异例” (anomaly)。对于刻画预期收益的横截面特性而言,目前学术界的共识是现有因子不充分,但具体包括那些因子存在着较大的争论。

3.2 公司治理溢价问题的提出与分析

学者对于资本市场的异例越来越关注。公司治理溢价也是有效资本市场的一个异例。因此,通过对公司治理溢价的研究,特别是不同地区、不同交易所和不同股东性质公司的治理溢价问题的研究,可以考察投资者对公司治理风险因子所要求的额外补偿的情况,并进一步完善我国资本市场的定价模型。

大量实证研究表明,公司治理在提升企业绩效方面越来越重要,好的治理能够带来持续的业绩。检验治理溢价的存在,首先要检测投资者决策时是否考虑治理因素。如果投资者决策完全考虑了治理因素,或者说完全预期了公司治理的作用,则不存治理溢价。如果没有完全考虑了治理因素,则就可能存在治理溢价。郝臣(2007)基于 Ohlson 价格模型的检验结果表明,公司治理信息只有部分反应在股票价格中,具有较低的价值相关性,换句话说,从较长的时期来看,投资者进行决策时没有将全部治理因素考虑纳入其考虑的因素。[6]这里面存在着两种可能性:一方面投资者没有能力识别公司治理质量的高低;另一方面投资者没有预期到好的治理能够带来较好的业绩,在业绩披露以后感到震惊,同时调整自己的预期。基于这样情况,公司治理溢价便产生了。事实上,溢价高低正说明了投资者认为一个公司的治理改进空间有多大。

3.3 基于国外资本市场的实证研究经验

这方面较早的探索性研究是 Gompers, Ishii 和 Metrick (以下简称 GIM) (2003) 利用投资者责任研究中心 (IRRC) 数据研究了 1990-1999 年美国 1500 家公司的公司治理与超额回报关系。[7]首先通过企业反并购条款哑变量求和构建了一个公司治理指数,指数值越大,股东权利就越小,公司治理就越差,反之越好;第二,该文将指数小于 5 的公司定义为 ‘democratic portfolio’, 大于 14 的公司定义为 ‘dictatorship portfolio’; 第三,构建投资组合,其中 ‘democratic portfolio’ 上投资可以获得 0.29% 的月超额回报,而投资在 ‘dictatorship portfolio’ 获得的月超额回报为 -0.42%, 这样套利组合的月超额回报为 0.71%, 年超额回报为 8.5%, 其中所采用的定价模型为 Carhart 四因子定价模型。该文开创性地研究了股东权利 (shareholder rights) 与投资回报之间的关系,此研究也引发了大量的“跟进式”研究,从样本选择、指数构建方法等方面对其研究不足进行完善。

Bebchuk, Cohen 和 Ferrell (以下简称 BCF) (2005) 同样利用 IRRC 的数据,从改进治理指数的计算方法入手拓展 GIM 的研究[8]; Core, Guay 和 Rusticus (以下简称 CGR) (2006) 对 GIM 的研究进行了样本数据时间段的拓展[9]; Cremers 和 Nair (以下简称 CN) (2006) 不但考虑外部的公司治理的作用,而且考虑内部治理,探究了二者之间的交互作用[10]。除 CGR 的研究之外,也有研究得出了公司治理与超额回报不存在关系的结论,例如,Nguyen 和 Aman (2006) 利用几个已知的与公司绩效和市场价格有关系的治理指标构建了一个公司治理指数,结果发现,所有投资组合的超额回报均不显著,也就是说公司治理属性已经准确反映到股票价格当中。[11] Johnson, Moorman 和 Sorescu (2006) 认为超额回报的计算方法受到产业集群的影响,计算产业调整后的收益,发现利用 GIM、CN 和 BCF 的分组方法,均不能获得超额回报。[12]

3.4 中国上市公司投资者实际支付了多少治理溢价

李维安和牛建波 (2006) 在首届中国管理现代化研究会年会上报告了基于 CCGINK 的公

司治理溢价实证研究结果。[13]该文借鉴 Fan 和 Wong (2002) 等人研究的方法, 克服已有大部分研究集中在一个或多个独立的公司治理变量的局限, 利用公司治理指数 (CCGINK) 来表示公司整体的治理水平。针对 2003-2005 沪深两市 3179 个样本, 采用面板数据模型, 研究发现, 从总体的治理状况来看, 公司治理存在显著的治理溢价效应, 在同等情况下, 对于那些公司治理水平较高的公司, 投资者愿意为此支付溢价。该研究初步回答了我国股市是否存在公司治理溢价, 但没有对如何测量公司治理溢价的大小提出进一步的解决方法。

李维安和郝臣 (2007) 在第六届管理科学国际大会上报告了利用 Fama-French 三因子定价模型对中国股市公司治理溢价进行量化研究的初步结果。[14]他们认为, 治理溢价首先是超额回报的一部分, 因公司治理的好坏 (实质是治理风险的高低) 而引起的超额回报, 即在影响股票收益率其他因素相同的情况下, 公司治理的好坏而带来的实际收益率与市场收益率之差的差异, 是持有公司治理较差公司的股票多承担治理风险而要求的回报, 持有公司治理较好公司的股票少承担治理风险而支付的溢价。治理溢价是有效市场的一个异例, 完全有效的市场是不存在超额回报的, 更不能存在公司治理溢价。依据利用 32 个反映上市公司治理状况的指标进行因子分析计算出的指数构建公司治理组合, 结果显示买入公司治理好的组合股票, 卖出公司治理差的组合股票, 可以获得 8.4% 的超额回报。该研究初步回答了我国股市公司治理溢价的大小。

4 结束语

从目前已有的关于公司治理与公司绩效关系研究的文献可以看出, 学术界对于公司治理某一方面指标与公司绩效的关系存在多种观点, 线性的和非线性的, 正“U”型和倒“U”型, 正相关和负相关。造成这种研究结论不一致的原因多种多样, 既有样本选择、变量定义不同等方面的原因, 也有研究设计方面的原因。公司治理对公司绩效的影响是一个系统, 各个因素之间是存在相互作用的, 如果孤立地去研究某一个公司治理指标与公司绩效之间的关系, 必然导致不能够准确地探究公司治理对公司绩效作用的机理。利用公司治理指数得出的研究结论比较统一, 即好的公司治理能够改善公司绩效。总的来说, 公司治理与公司绩效之间的关系已经初步建立起来。这就为研究公司治理与股票价格之间的关系奠定了基础, 这是因为公司治理改善公司绩效的受益人是投资者, 改善公司治理的效应最终将体现在资本市场的表现上。

正是在公司治理与公司绩效关系越来越明确, 各国监管部门和投资者越来越重视公司治理的状况, 大量公司治理评价系统的推出和公司治理披露增强的背景下, 将公司治理与资本市场的表现联系起来, 我们可以知道公司治理披露在投资者决策当中的有用性, 即公司治理披露是否具有信息含量以及公司治理披露是否具有价值相关性。这样不但回答了公司治理是否影响股票价格, 而且回答了公司治理如何影响股票价格, 进而完善传统的估值理论。另外, 也从公司治理披露角度上检验了我国资本市场的有效性。在公司治理信息含量和价值相关性研究的基础上, 将公司治理风险因子纳入到资产定价模型, 完善资产定价模型, 研究投资者对公司治理风险因子所要求的额外补偿情况, 使股东获得改善公司治理的切实受益, 并指引投资者参与到公司治理活动中。正如 Bushman 和 Smith (2001) 所说, 未来对公司治理的研究将转向资本市场的效应, 即进一步与股票价格联系起来。[15]对公司治理与股票价格的研究, 将公司治理与公司绩效关系的研究拓展到公司治理与股票价格, 从理论上讲具有重要的意义。同时, 二者之间关系的研究结果, 有利于指导公司治理实践, 强化股票价格与公司治理的联系, 形成市场与公司治理的积极和良性互动, 提高资本市场的效率; 有利于推动股东积极作为, 发挥投资者对公司治理的监督作用, 提升上市公司治理水平; 有利于为投资者提供强调公司治理质量的交易型开放式指数基金 (ETF) 等新基金品种的长期投资工具。

参考文献

- [1] 汪炜. 公司信息披露—理论与实证研究 [M]. 浙江: 浙江大学出版社, 2005.
- [2] 李维安. 公司治理原则国际比较 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2001.
- [3] 李维安. 中国投资者支付了公司治理溢价 [J]. 天津: 南开管理评论, 2006 (3).
- [4] 赵景文. 公司治理质量与盈余质量—基于中国治理指数 (CCGINK) 的初步证据 [J]. 天津: 南开管理评论, 2006, (5).
- [5] 陈振远, 张智尧, 王兰芬, 李文智. 应用 Ohlson 会计评价模型探究公司治理之价值相关性—以台湾上市公司电子业为例 [J]. 台湾: 台大管理论丛, 2005, 15 (2).
- [6] 郝臣. 公司治理的价值相关性研究—来自沪深两市的经验数据 [D]. 南开大学博士学位论文, 2007.
- [7] GOMPERS, P., J. ISHII, A. METRICK. Corporate Governance and Equity Price [J]. Quarterly Journal of Economic, 2003, 118 (2): 107-155.
- [8] BEBCHUK, L., A. COHEN, AND A. FERRELL. What Matters in Corporate Governance [R]. working paper, 2005.
- [9] CORE, J. E., W. R. GUAY, AND T. O. RUSTICUS. Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations [J]. The Journal of Finance 2006, 61 (2): 655-687.
- [10] CREMERS, K. J. M., V. B. NAIR. Governance Mechanisms and Equity Prices [J]. The Journal of Finance, 2006, 60 (6): 2859-2894.
- [11] NGUYEN, P., H. AMAN. Corporate Governance and Stock Performance of Japanese Firms [R]. working paper, 2006.
- [12] JOHNSON, S. A., T. MOORMAN, S. SORESCU. A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices [R]. working paper, 2001.
- [13] 李维安, 牛建波. 公司治理、治理指数与治理溢价 [R]. 北京: 首届中国管理现代化研究会年会, 2006.
- [14] 李维安, 郝臣. 中国上市公司治理溢价实证研究 [R]. 武汉: 第六届管理科学国际大会特邀报告, 2007.
- [15] ROBERT M. B., A. J. SMITH. Financial Accounting Information and Corporate Governance [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32(1-3):237-333.

Corporate Governance, Stock Valuation and Asset Pricing

HAO Chen¹

(1. Center for Studies of Corporate Governance Nankai University, Tianjin 300071 China)

Abstract: In view of the importance of corporate governance, listed companies are emphasizing on

corporate governance disclosure, regulatory bodies implement the relevant corporate governance disclosure policy, which makes investors to consider governance factors when buying the stocks. The intrinsic value and relative valuation theory does not consider corporate governance, corporate governance whether affects stock prices or not and how impacts the stock prices is to be in-depth study. The capability of the single-factor and the multi-factor pricing models to explain is not satisfactory, the introduction of corporate governance risk factor will be conducive to asset pricing model. Corporate governance premium, as the market anomaly, whose nature, testing and the reasons for existence will be the focus of corporate governance field in the future.

Key Words: corporate governance; governance disclosure; stock valuation; asset pricing

收稿日期: 2008-04-11;

基金项目: 国家自然科学基金项目“中国公司治理及其评价”(70532001); 国家自然科学基金项目“基于双重委托代理理论模型构建的股权集中型公司治理最优化研究”(70502024); 南开大学人文社会科学校内青年项目“公司治理的价值相关性研究”(NKQ07011);

作者简介: 郝臣(1978-), 男, 汉族, 黑龙江大庆人。讲师, 管理学博士, 主要从事公司治理与公司财务研究。E-mail: haochenhao@gmail.com。