

公司治理溢价的研究脉络及进展探析

——基于投资者视角的考察

牛建波

(南开大学公司治理研究中心/南开大学商学院现代研究所, 天津 300071)

摘要: 关于公司治理的研究目前绝大多数是从公司自身角度来评价这些治理机制的作用和影响, 而缺乏从投资者、从资本市场角度的考察和研究, 缺乏对公司治理溢价的探索和分析, 使我们形成对公司治理价值的较为全面认识。本文投资者支持治理溢价意愿的调查研究、公司治理要素的治理溢价研究、公司治理总体溢价问题的研究三个方面对治理溢价这一前沿课题的已有研究进行了评述。在此基础上, 论文对治理溢价问题的进一步研究的思路和途径进行了分析和阐述, 以期今后公司治理溢价问题的深入研究提供一些启示和可供借鉴的思路。

关键词: 公司治理; 治理溢价; 最新进展; 研究脉络

中图分类号: F271 **文献标识码:** A

引言

目前, 关于公司治理的科学研究主要集中于探索公司治理对企业价值、业绩及盈余管理等行为的影响, 如股权结构、董事会构成、审计质量、领导结构、董事会持股、机构持股、委员会构成、经理报酬、政府管制、控制权市场、终极控制人特征等的影响。同时有些学者考虑了我国转轨经济环境的特征, 分析了终极控制人特征、政策管制、产业竞争环境等因此对公司治理要素影响的调节作用。如图 1 所示。需要指出, 这些研究绝大多数是从公司自身角度来评价这些不同治理机制的作用, 而缺乏从证券市场角度对公司治理效果的考察和研究, 缺乏从投资者角度的考察和研究, 这使我们无法形成对公司治理价值的全面认识, 无法知晓投资者究竟能否从好的公司治理中获得超额回报。就象我们只看到一个球体面向我们的那一半球, 而对球体背向我们的那一半球了解甚少。Bushman and Smith (2001) 曾提出, 未来对公司治理的研究应转向资本市场, 加强对公司治理与股票价格关系的研究^[1]。将对公司治理与企业绩效之间关系的研究深入到对公司治理与超额回报之间关系的研究, 探索分析公司治理溢价问题具有重要的理论意义和实践价值。

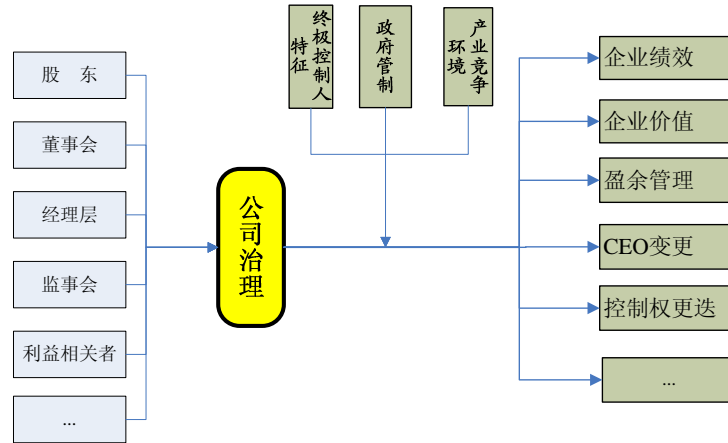


图 1 已有公司治理研究的基本思路框架

总体而言，已有的从证券市场角度探索公司治理溢价的研究可分为两大类：一类是对投资者意向进行的调整，考察投资者是否愿意为那些公司治理良好的公司支付溢价。如由 McKinsey & Company (2002) 在全球所做的一项调查显示，61%的投资者认为一家公司的治理方面的信息与其财务数据同样重要，21%的投资者认为公司治理方面的信息还要更重要些。但是麦肯锡公司没有提供证据表明，所调查的投资者会按照他们的意愿去做出实际行动，众所周知，意愿和行动之间的可能会存在着很大的偏差；第二类是通过对公司治理质量（总体或某个治理要素）与投资回报之间关系来研究公司治理溢价问题。目前，在国外已有少数几个研究试图对此进行探索，如 Gompers et al. (2003)^[2] 和 Drobetz et al. , (2003)^[3] 等等。

本论文围绕上述两个方面分为三部分分别进行了评述，即投资者支持治理溢价意愿的调查研究、公司治理要素的治理溢价研究、公司治理总体溢价问题的研究。在此基础上，论文最后对公司治理溢价问题的进一步研究的思路和途径进行了初步的分析和阐述，以期为今后公司治理溢价问题的深入研究提供一些启示和可供借鉴的思路。

对投资者支持治理溢价意愿的调查研究

McKinsey & Company 在 2000 年对全球超过 200 个机构投资者所作调查的研究结果，并在 2002 年进行了第二次调查。麦肯锡发现，80% 的回答者愿意为那些治理好的公司支付溢价。同时，这种溢价的大小随着市场的不同会有差异，治理溢价最高的地区是加拿大，为 11%，而管制环境较差的地区和国家（如摩洛哥、埃及和俄罗斯）的治理溢价仅为 4%；整个亚洲的平均治理溢价为 22%，在中国的溢价为 25%，日本为 21%，韩国为 20%，中国台湾为 19%。这是一项被广泛引用的调查结果。另外两项关于意向的调查与我们的研究也有共同之处，它们试图把公司治理质量的宽泛感觉与优异的股价业绩相联系。在《商业周刊》所作的研究中，由机构投资者和专家帮助把董事会区分为得到良好治理和较差治理的两组，结果发现那些董事会治理评级最高的公司的财务回报率也最高。这两项研究表明，治理水平较高的公司确实能够给投资者带来超过市场平均回报水平的超额收益。在《财富》对最受尊敬公司 5 年累积收益率的一项研究中，Antunovich et al. (2000) 发现那些最受尊敬公司的平均回报率为 125%，而那些最不受尊敬公司的回报率只有 80%。何顺文教授在 2006 年下半年进行了名为“全球机构投资者对中国公司治理的看法”的调查，调查对象多是在中国投资的香港及其他国家的投资者，其中以基金管理公司为主。调查结果显示，绝大多数的受访者认为公司治理相对于公司财务表现而言，同样甚至更为重要，100% 的受访者愿意对良好治理的公司进行投资。

尽管这些研究无法提供证据表明，所调查的投资者会按照他们的意愿去做出行动，但是我们

相信这个结果反映了在市场参与者中一种不断增强的感觉和态度，即市场参与者表现出对高水平公司治理的一定程度的认可，投资者具有为良好的公司治理支付溢价的意愿。同时，我们也应看到，该类研究是基于主观的判断而得出的初步单纯意向性的研究结果，缺乏对治理状况的系统科学评价，没有系统严谨的学术理论研究作为支撑，其实践操作性较弱。还有一个潜在问题是，被调查的投资者在回答上述问题时，并不能够给他们带来任何的实际收益和损失，所以，这种回答往往可能是不负责的，也就可能演变为投资者的信口开河，缺乏信度。

公司治理要素的治理溢价研究

关于公司治理溢价的研究，对公司治理状况的评价是其中的一个核心问题，从这一角度，我们可以把已有的治理溢价研究分为两大类：一类是研究某一种或某一方面公司治理结构或机制的治理溢价问题；另一类是研究基于公司治理总体状况评价（不再只是使用某一种指标，而综合分析公司治理某些方面多种结构和机制的状况，或者对公司治理的总体状况进行评估）的公司治理溢价研究。关于第一类的治理溢价研究，主要如下一些学者。

Bhagat, Carey and Elson (2000)的研究发现董事会独立性与股票价格变动之间存在着逆向变化关系；Bagahat and Black (2002)的研究也发现那些董事会独立性更高的公司不会比其他公司的绩效更好。这印证了他们早期的一项研究结论 (Bagahat and Black,1999)，即董事会构成不是公司绩效可靠的预测因素^[4]。牛建波等 (2008) 通过对 2002-2005 年在中国沪深两地上市公司的研究发现，董事会中设置部分次级委员会的可以给投资者带来治理溢价，即在相同财务盈余情况下，设立次级委员会可以为投资者带来超额年度回报。具体而言，设立提名委员会、战略委员会和审计委员会能够为投资者带来显著的治理溢价，而设置薪酬委员会则不能为投资者带来治理溢价^[17]。

Gompers et al. (2003) 利用 24 个不同的公司治理指标，从延迟、投票、保护、其他及州法律五个维度构建了治理指数（实际上股东权指数），对美国 1990 年 9 月至 1999 年 12 月间的 1500 家公司进行了评价，其最重要的数据来源于投资者责任研究中心(IRRC)，他们根据 Carhart(1997) 的估计模型，通过研究发现，相对于对治理状况较差公司的短期投资而言，投资者可以从由得到很好治理的公司组成的长期投资组合中获得 8.5% 的年度额外回报^[5]。这项研究的重要实践影响是建议投资者要基于公司治理结构和评价去引导其投资策略。在 Gompers et al.的研究之后，引发了一些后继性的研究：

Bebchuk et al. (2005) 基于 IRRC 的报告数据构建了经理层堑壕指数，对 1990-2003 年的数据进行了研究，发现经理层堑壕指数的增加与以托宾 Q 表示的企业价值的减少相关联，较高的经理层堑壕指数与较高的负超常收益率相关，买入低堑壕指数、卖出高堑壕指数公司投资组合的收益在大多数时期高于市场水平的平均收益水平^[6]。

在考虑内部治理（机构股东）与外部治理（接管威胁）之间互动关系的基础上，Cremers et al.(2005)对治理溢价问题进行了研究^[7]。通过研究 Cremers 等发现，只有在公众养老基金持股比例较高的公司中，买入接管威胁最高水平、卖出接管威胁最低公司股票的投资组合才能带来年度 10-15% 的超常收益率；相似地，只有在公司面临的接管威胁较高的公司中，衡量内部治理重要性的投资组合才能产生年度 8% 的超常收益率；两者之间的互补性关系在经行业调整的负债水平较低的企业中存在；并且在小规模公司中，这种互补关系更强烈。

Johnson et al.(2006)在 Gompers et al. (2003)和 Bebchuk(2005)研究的基础上，对按照治理水平排序而构建的投资组合的长期超常回报率是否在在的问题进行了重新研究，发现在控制了投资组合的产业特征（使用了两种不同的行业定义方法）后，并没有发现任何明显的超常回报率，这与以前两项研究发现的显著超常回报率显著不同，即不存在治理溢价^[8]。

公司治理总体溢价的研究

已有对公司治理总体溢价的研究，又可分为两大类，一类是从公司治理对企业价值影响的角度开展的研究，如 Black (1999)、Newell and Wilson (2002)、Klapper and Love (2004)、Durnev and Kim (2005)、Black and Jang (2005, 2006) 等；第二类是从公司治理对股票价格影响的角度开展的治理溢价研究，如 Gill (2001)、亚洲里昂证券公司 (2000)、Gompers et al. (2003)、Bauer et al. (2004)、Drobetz et al. (2004)、Black and Jang (2006)、赵景文 (2006)、李维安、牛建波 (2006)、郝臣 (2007) 等。

Black (2001) 研究了公司治理行为对俄罗斯公司市场价值影响的具体程度；对成熟市场与新兴市场公司治理水平与绩效关系的研究认为，由于成熟市场上外部治理环境较为完善，上市公司的治理水平相关不大，因此治理水平与绩效之间并不存在显著的相关性；而在新兴市场上，由于法规力量的薄弱，外部治理机制的互不干涉与不完善，公司间的治理水平存在着较大的差异，公司治理对企业价值和绩效会产生显著影响^[9]。Newell and Wilson (2002) 通过研究 6 个新兴市场发现，如果公司治理状况从最差到最好会引起公司价值从 10%~12% 的提升。Klapper and Love (2004) 通过对 14 个新兴市场公司治理评价的研究发现，不同市场中企业层面的治理水平存在很大的差异，那些法律系统较不完善国家中的治理水平相对较低；那些治理较好的公司的经营业绩也较好，企业价值更高^[10]。Durnev and Kim (2005) 利用 CLSA 对公司的评分代表公司治理质量的水平，发现治理较好的公司拥有更高的价值，平均而言，总体治理水平一个标准偏差的增加与 9% 的企业市场价值的增加相联，在较弱的法律环境下，这种影响更大。例如，墨西哥是该研究样本中法律缺席最弱的国家，一个标准偏差的总体治理水平增加则与 13.2% 的企业市场价值的增加，而同样的变化，在香港也与 4.6% 的价值增加相联系^[11]。Black and Jang (2005) 在他们的论文中，利用了 1998—2003 共 6 年的 panel data 考察了公司治理总体指数在解释韩国公众公司市场价值的作用。实证结果显示公司治理是影响公司市场价值的重要因素^[12]。

Gill (2001) 发现，尽管 100 个最大的新兴市场公司在过去 3 年的投资回报是 127%，但是那些在公司治理评价排序中居于前 25% 的公司的回报率是 267%^[13]。亚洲里昂证券公司 (2000) 对亚洲新兴市场公司治理与上市公司绩效的关系研究证实，公司治理状况的好坏与公司股本回报率有着密切的关系，全部公司过去 5 年的平均股本收益率为 388%，而公司治理评价得分最高的前 1/4 家公司的平均股本收益率则达 930%。利用 Deminor2000 年和 2001 年的公司治理评价数据，Bauer et al. (2004) 研究认为，那些有较高公司治理水平公司组成的投资组合比那些由较差公司治理水平公司组成的组合收益更高，企业价值与公司治理之间存在着正相关关系，在控制了国家之间的差异后，这种相关关系有所减弱；公司治理水平与以净利润率和权益报酬率衡量的绩效之间存在着负相关关系，这与 Gompers et al. (2003) 的结论不同。Drobetz et al. (2003) 分析了公司治理对 1998-2002 年间德国企业股票回报的影响，由于他们只有 2002 年 3 月的公司治理评价数据，因此在其研究中假定企业的公司治理状况是恒定不变的。他们采用了与 Gompers 相似的研究方法，发现在此期间，如果一个基金公司长期持有那些在公司治理方面评价很高的公司，其收益相对于短期持有治理评价很低的公司的收益每年要高出 16.4%。Black and Jang (2006) 以 2001 年对韩国证券交易所调查的 515 家韩国企业为研究对象，研究发现总体公司治理水平是解释韩国公众企业的一个很重要和可能的起因性的因素；在 OLS 估计结果中，韩国公司治理指数从最差到最优的变化预测了托宾 Q 的 0.47 的提高（大约是股票价格的 160% 的增加），这一结论是统计上显著的，并且对于不同的企业价值操纵杆是稳健的（托宾 Q、市账比以及市值/销售收入）；两阶段和三阶段的最小二乘方法回归的系数都比 OLS 的大，且在统计上更显著；同时，还发现董事会较高的独立性能带来较高的股票价格。

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 (CCGINK) 数据选择高治理质量公司，而根据自行计算的治理指数选择低治理质量公司，研究了公司治理治理高低对盈余质量的影响，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^[18]。李维安、牛建波（2006）利用中国公司治理指数（CCGINK）来表示企业整体的治理水平，使用 2002—2005 年三年的治理评价数据，利用稳健回归方法控制奇异值等的影响。通过研究表明，从企业总体的治理状况来看，公司治理存在显著的治理溢价效应，也就是说，在公司盈余和其他条件相同的情况下，对于那些公司治理水平越高的公司，投资者愿意为此支付一定水平的溢价。从公司治理的多个维度来看，董事会治理、经理层治理和利益相关者治理均产生显著的治理溢价，而股东治理、监事会治理和信息披露治理尚没有产生显著的治理溢价。这是率先在中国证券市场上发现存在着治理溢价的证据^[19]。郝臣（2007）在对公司治理与股票价格之间的关系进行了实证研究，也发现了一些与公司治理溢价有关的证据^[20]。

对目前已有关于公司治理溢价的研究文献的汇总分析详见表 1。

表 1 已有公司治理溢价研究要点解析

作者	核心数据情况	研究方法	主要研究结论
Gill, Amar (2001)	25 个国家 495 个公司， CLSA 的治理调查结果	按公司治理状况排序，然后比较位居前 25% 公司的已动用资本回报率与总体样本公司回报率的差异	<p>在很多市场上，那些拥有较好公司治理公司的业绩（ROE 和 EVA）比治理较差公司的业绩好；</p> <p>通过对 100 大公司的研究表明，公司治理与财务绩效之间存在着很强的相关关系，2000 年的 ROCE（雇佣资本回报率）平均为 23.5%，而在公司治理排名最高 1/4 公司的平均 ROCE 则为 33.8%，而排名是最后 1/4 公司的 ROCE 平均为 16%；</p> <p>100 大公司在过去 3 年的投资回报是 127%，但是那些在公司治理评价中居于前 25% 的公司的回报率是 267%。</p>
Gompers, P. A., J. L. Ishii and A. Metrick (GIM), (2003)	美国， 1990 年 9 月至 1999 年 12 月间的 1500 家公司 治理指数数据来自投资者责任研究中心（IRRC）	根据 Carhart（1997）的估计模型对投资组合的超常进行估计	<p>作者构建了一项投资策略，即买进排在治理指数后 15% 公司的股票，卖出排在治理指数前 15% 的公司的股票，每年便可获得 8.5% 的超常回报。因此，作者认为，那些股东权更强的公司会拥有更高的价值，拥有较高的增长率，拥有较低的资本支出，更少地被其他公司并购。</p>
Drobtz, W., A. Schillhofer and H. Zimmermann(2003)	德国， 1998 年 1 月到 2002 年 3 月的数据	把 30 个治理指标分为 5 大类，构建公司治理指数。单变量分析、二阶段最小二乘法、构建投资战略组合	<p>作者在构建德国公司治理指数（CGR）的基础上，发现公司治理指数与企业价值之间在在的正相关关系；</p> <p>预期回报率与 CGR 显著负相关；买入高 CGR 公司、卖出低 CGR 公司的投资战略能够在样本其间获得大约每年 12% 超常回报率。</p>
Bauer, R., N. Guenster and R. Otten(2004)	欧洲 15 个国家， 利用 Deminor 2000-2001 年对富时欧洲 300 公司的治理评价结果，	根据治理状况排序，构建投资组合，考虑收益差异	<p>企业价值与公司治理之间存在着正相关关系，在控制了国家之间的差异后，这种相关关系减弱；</p> <p>公司治理水平与以净利润率和权益报酬率衡量的绩效之间存在着负相关关系。</p>
Klapper, L. F. and I. Love (2004)	14 个新兴国家	OLS	<p>在法制系统较弱的国家中，公司治理平均水平较低，企业层面的治理制度更重要；</p> <p>好的公司治理与高经营业绩和 market 价值高度</p>

			相关；公司治理水平与信息不对称程度和契约的不完全性有关联关系。
Doidge, C. A., G. A. Karolyi and R. M. Stulz (2004)	使用了 CLSA 的 11 个国家的 376 家公司、S&P 的 39 个国家的 711 家公司的公司治理评价数据	OLS	<p>在给定国家投资者保护程度的情况下，企业采取更好治理机制的动力随着国家的金融经济发展水平的提高而增加，这是因为，当金融经济发展水平较低时，外部融资成本高昂，采取更好公司治理的成本太高；</p> <p>在发展中国家中，不同企业之间几乎所有的治理差异都可归因于国家特征，而不是传统上我们用来解释治理选择的企业特征；</p> <p>在较发达国家中，企业特征能够解释较多的治理水平差异；</p> <p>进入全球资本市场的企业能够增强企业改善公司治理的激励，同时降低其母国对小股东法律保护状况的重要性。</p>
Black, B. S., H. Jang and W. Kim (2005)	韩国， 在 2001-2004 四次问卷调查的基础上，构建的 1998-2003 六年的面板数据	固定效应、随机效应、二阶段最小二乘法（资产规模虚拟变量作为 KCGI 的工具变量）	<p>总体公司治理指数是解释韩国公众公司市场价值的重要因素；</p> <p>新的多年 KCGI 在 Black, Jang, and Kim (2004) 单年指数的基础上作出了改善，增加了一些与股东权、董事会结构和信息披露方面的指标。</p>
Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell, (2005)	美国， 基于 IRRC 的报告数据构建了经理层堑壕指数，1990-2003 年的数据	OLS 公司层面的固定效应	<p>经理层堑壕指数的增加与以托宾 Q 表示的企业价值的减少相关；</p> <p>在 1990-2003 年间，较高的经理层堑壕指数与较高的负超常收益率相关；</p> <p>买入低堑壕指数、卖出高堑壕指数公司投资组合的收益在大多数时期高于市场平均水平。</p>
Cremers, K. J. M. and V. B. Nair (2005)	美国， 1990-2001 年数据齐全的上市公司	根据治理状况排序构建投资组合 借鉴 Carhart(1997) 估计模型	<p>只有在公众养老基金持股比例较高的公司中，买入接管威胁最高水平、卖出接管威胁最低公司股票的投资组合才能带来年度 10-15% 的超常收益率；</p> <p>相似地，只有在公司面临的接管威胁较高的公司中，衡量内部治理重要性的投资组合才能产生年度 8% 的超常收益率；</p> <p>两者之间的互补性关系在经行业调整的负债水平较低的企业中存在；并且在小规模公司中，这种互补关系更强烈。</p>
Black, B. S., H. Jang and W. Kim (2006)	韩国， 2001 年韩国证券交易所对 515 家韩国企业调查的结果	OLS 和工具变量法，资产规模虚拟变量作为 KCGI 的工具变量	<p>总体公司治理水平指标（KCGI）是解释韩国公众企业的一个很重要和可能的起因性的因素；</p> <p>在 OLS 中，韩国公司治理指数从最差到最优的变化预测了托宾 Q 的 0.47 的提高（大约是股票价格的 160% 的增加）；</p> <p>董事会较高的独立性能够带来较高的股票价格。</p>
Johnson, S. A., T. Moorman and S.	美国，	与 Gompers et al. (2003) 和	在 Gompers et al. (2003) 和 Bebchuk(2004) 研究的基础上，对按照治理水平排序而构建的投资组

M. Sorescu (2006)	从 IRRC 在 1990、1993、1995 and 1998 年发布的投资者责任报告中获得信息构建治理指数（更准确的是投资者权指数）	Bebchuk (2004)的类似，重点考察了产业特征对投资组合超常收益率的影响	合的长期超常回报率是否在在的问题进行了重新研究，发现在控制了投资组合的产业特征（使用了两种不同的行业定义方法）后，并没有发现任何明显的超常回报率，这与以前两项研究发现的显著超常回报率显著不同。
Core, J. E., W. R. Guay and T. O. Rusticus, 2006	美国，借鉴 GIM(2003)的方法构建治理指数（股东权指数），数据来源于 IRRC。	OLS 据股东权指数排序后比较回报水平差异	没有发现较弱公司治理会导致较差的股票回报证据

来源：作者根据相关资料汇总整理。

未来研究的脉络和思路

目前，关于公司治理的科学研究绝大多数是从公司自身角度对公司治理某一方面的结构和机制的影响进行研究，而缺乏从投资者角度的考察和研究，这就无法让我们形成对公司治理价值的全面认识。当然，也有少部分国外学者开始关注从更为宏观的层面来研究公司治理与投资回报之间的关系，除 Gill (2001) 和 Doidge et al. (2004)^[14]（此两项研究均使用了 CLSA 的治理评价结果）外，作者所使用的公司治理指数实际上但仍然属于公司治理的一个部分，如 GIM (2003) 及其以后的数篇跟进式研究 (Bauer et al., 2005; Bebchuk et al., 2005; Cremers et al., 2005; Core et al., 2006 等)^{[15][16]}中，作者所使用的公司治理指数实际上只是反应了股东权状况（主要是外部控制权市场对企业的影响程度）的指数，而没有涉及公司治理的其他重要结构和机制，所以仍存在较大的片面性，并且已有的学者尚未对这种超额回报的内涵进行准确界定，仍然将其局限于股票回报的传统概念和框架范围内。另外，已有的研究主要是对发达国家的证券市场进行的，而缺乏对转轨经济国家的研究，Grandmont et al. (2004) 发现在美国和英国的股票估值过程中，存在一个时间和信息的间隔，导致大部分投资者只能对坏的公司治理信息做出反应，而不能预测潜在的问题，而是在新兴市场国家，投资者更加重视治理风险，对那些治理存在问题的股票价值必然要进行折价。

由于历史文化和传统制度方面的巨大差别，对于中国转轨经济条件下中国的上市公司而言，公司治理的价值究竟如何？是否在证券市场上真正存在如有些投资者意向调查所发现的治理溢价，即良好的公司治理能否为投资者带来超常收益？这是一个急需被深入探索和解答的重要问题。从证券市场角度，从投资者角度，对治理溢价展开深入的系统研究，揭示公司治理溢价产生的机制和渠道，有利于加深我们对公司治理作用的认识，有利于加强投资者教育，提高投资者理性，为完善和提高我国证券市场效率和公司治理水平提供重要启示。

目前，国内学者对公司治理超额回报的研究刚刚起步，李维安、牛建波 (2006) 利用南开大学的公司治理指数对中国证券市场上是否存在进行了研究，发现了治理溢价存在的初步证据，但仍缺乏对治理溢价的来源、形成机理和渠道的深入分析和研究。关于今后对中国公司治理溢价的研究，图 2 是我们初步构建的一种建议和思路，供大家在今后的研究过程中参考。

首先，对公司治理要素的治理溢价展开研究。在我国的转轨经济发展时期，我国企业的制度建设在不断发生着巨大变化，企业经营所面临的外部市场环境也在发生着日新月异的变化，公司治理结构和机制作用的发挥也会存在较大的动态性，在不同的发展阶段，某方面或某几个方面的

治理机制可能会相对更迫切、更重要，而当发展到新的阶段，其他方面公司治理机制的作用则会发挥更大的作用。这些研究成果可以为我国公司治理改革提供重要启示，即在资源和时间有限的情况下，在不同阶段应着重解决那些关键治理环节和要素，以达到事半功倍的效果。

其次，在提高和完善对公司治理状况进行科学评价研究的基础上，对中国情境下的总体公司治理溢价问题展开研究。公司治理评价的研究已经持续了一段时间，国内外的不少组织和机构都推出了自己的评价体系，如ISS、标准普尔、戴米诺、亚洲里昂证券、戴维斯全球观察以及南开大学、香港中文大学等学术研究机构。不同评价体系之间在评价指标的选择、指标赋值方式、不同维度加总的权重处理方法等方面均存在较大的差异。关于对已有评价系统的评论可参见牛建波和李胜楠（2004）的研究论文^[21]。这些情况说明，如何对公司的治理状况做出科学合理的评价，不同研究人员之间尚存在较大的分歧，特别是如何结合企业的行业特性、所处的外部宏观环境和发展阶段的特征对评价系统和方法做出动态的调整是今后开展公司治理溢价研究的重要基础性研究。

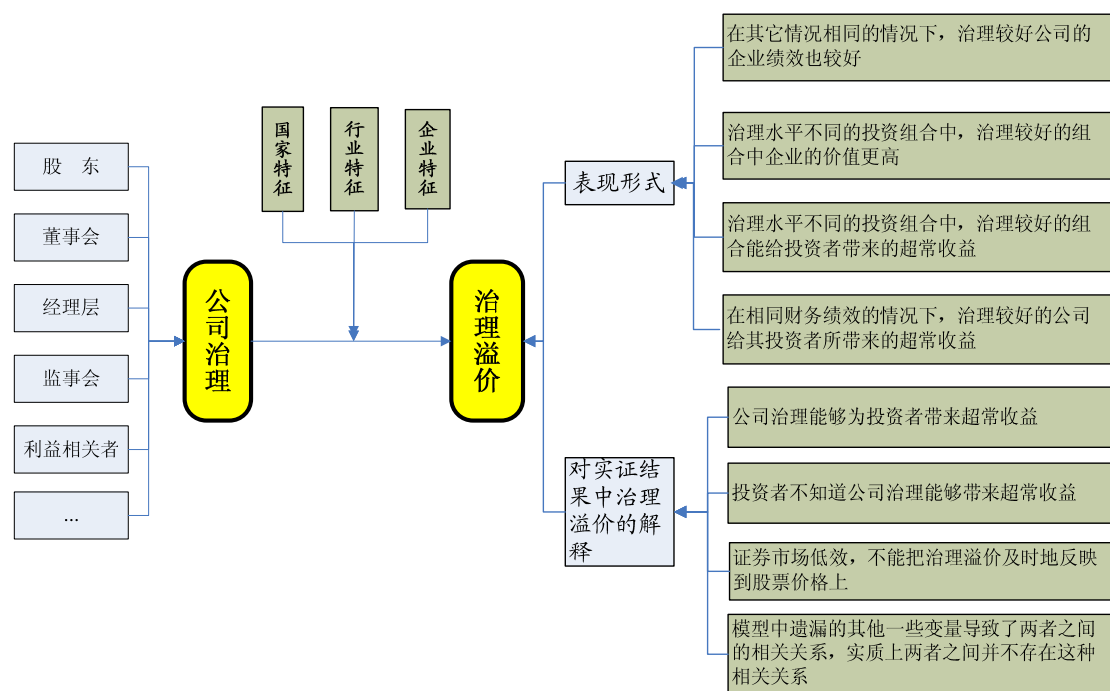


图2 公司治理溢价研究初步框架

第三，随着我国股权分置改革的完成，流通股股东和非流通股股东的利益趋于一致，公司将更加注重与投资者的沟通，公司透明度的增加有利于保护投资者利益。这使我国证券市场发展到一个全新的阶段，这在为中国证券市场的发展带来前所未有机遇的同时，也为我们研究公司治理溢价问题提供了宝贵的条件和机遇。对中国全流通环境下的治理溢价产生的机制和机理进行探索分析和对比研究是我们共同面临的重要课题。

第四，考虑行业特征、公司特征的不同，对公司治理溢价进行分类比较研究，深入剖析公司治理在不同行业 and 不同类型公司中的治理效应是否存在差异，可为我们理解公司治理溢价提供更多的启示。譬如，在政府或地方保护性行业，由于大股东的效应函数会存在着较大的差异，政府或其代理组织和机构往往在追求经济目标之外，还要兼顾到许多非经济目标，致使其行为会偏离经济人的行为模式。而在竞争性较强的行业中，由于面临着来自产品市场的较大压力，此类股东的行为又会发生变化，因为他们既要保护自己的政绩工程，又要让所投资或控制的企业能实现满意的业绩；对于那些在多个证券市场上上市的公司而言，不同上市地点的公司股份可能会存在较大的差异，如何对这种不同地点的治理溢价差异做出科学合理的解释也是值得深入探索的问题。

第五、对公司治理溢价产生的表现形式、途径和机理进行深入的探索和分析。分别探索不同层面的治理溢价产生的原因和机制；分析在不同的资本市场环境中，如新兴市场、转轨经济市场与西方发达资本市场上公司治理所产生的溢价是否存在差异性，以及这种差异性产生的原因；不同类型的投资者、政策和国际资本对治理溢价会产生什么样的影响等等。

参考文献

- [1] BUSHMAN, R. M. and A. J. SMITH, 2001, Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 237-333.
- [2] GOMPERS, P., ISHII, J. and METRICK, A., 2003, Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- [3] DROBETZ, W., A. SCHILLHOFER, H. ZIMMERMANN, 2003, Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. Working Paper, University of Basel .
- [4] BHAGAT, S. and BLACK, B., 2002, The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2): 231-273.
- [5] GOMPERS, P. A., J. L. ISHII, A. METRICK, 2003, Corporate Governance And Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-155.
- [6] BEBCHUK, L., A. COHEN, A. FERRELL, 2005, What Matters in Corporate Governance ? <http://ssrn.com/abstract=593423> .
- [7] CREMERS, K. J. M. and V. B. NAIR, 2005, Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, LX (6): 2859-2894.
- [8] JOHNSON, S. A. and T. MOORMAN, et al. 2006, A reexamination of corporate governance and equity prices. AFA 2007 Chicago Meetings Paper Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=687207>.
- [9] BLACK, B., 2001, The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2: 89-108.
- [10] KLAPPER, L. F. and I. LOVE, 2004, Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10 (5): 703-728.
- [11] DURNEV, A., and KIM E.H., 2005, To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3): 1461-1493.
- [12] BLACK, B. S. and H. JANG, et al., 2005, Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values—Evidence from New Panel Data. *The 4th Asian Corporate Governance Conference*.
- [13] GILL, AMAR, 2001, Corporate Governance in Emerging Markets - Saints & Sinners: Who's Got Religion?, CLSA Emerging Markets Research Paper.
- [14] DOIDGE, C. A. and G. A. KAROLYI, et al. 2004, Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=580883>.
- [15] BAUER, R., GUNSTER, N. and Otten, R., 2004. Empirical evidence on corporate governance in Europe. *Journal of Asset Management*, 5(2): 91-104.

[16] CORE, J. E., W. R. G. A. T. O. R., 2006, Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns; An Examination Of Firm Operating Performance And Investors' Expectations. Journal of Finance, 61: 655-687.

[17] 牛建波、刘绪光,《董事会委员会有效性与治理溢价》[J],《证券市场导报》,2008,(1).

[18] 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].《南开管理评论》,2006,(9).

[19] 李维安、牛建波,《公司治理、治理指数与治理溢价:基于中国公司治理指数(CCGI)的经验研究》[W],首届(2006)中国管理现代化研究会年会,2006年11月.

[20] 郝臣,公司治理的价值相关性研究[D],南开大学2007年博士学位论文.

[21] 牛建波,李胜楠.对公司治理评价的评价[J].《财经科学》,2004,(2).

A Review and Research Scheme on Corporate Governance Premium

NIU Jian-bo

(Center for Studies of Corporate Governance of Nankai University & Modern Research Office of Nankai University Tianjin 300071, China)

Abstract: Current corporate governance researches mostly focus on their impact of governance structure and mechanisms from firm aspect. A few researches have explored the influence of governance structure and mechanisms from the stock market. Thus we are absent from the thorough understanding of the whole recognition for governance effectiveness. Governance premium research will give us the other important idea about corporate governance. This paper gives us a sound review on recent researched on governance premium including investor survey, governance dimensions and whole corporate governance. Finally, we provide some advices and suggests for further research on governance premium.

Key words: corporate governance; governance premium; new development; research scheme

收稿日期: 2008-09-15;

基金项目: 国家社科基金项目(07CJY001)、教育部人文社科基金(07JA630014)天津市十一五社科研究规划课题(号 TJGL06-023; TJGL06-077)

作者简介: 牛建波(1975-),男,山东人,南开大学现代管理研究所、公司治理中心,教育部文科长江学者特聘教授科研助手。