

# 公司治理指数与公司绩效研究

——基于2013年上市公司的数据

吕星赢, 游志郎

(南开大学中国公司治理研究院, 南开大学商学院, 天津 300071)

**摘要:** 本文基于2013年的评价样本, 从中国上市公司治理指数(CCGI<sup>TM</sup>)及其所涉及的六个维度进行实证研究, 公司治理中所涉及的六个分指数分别为控股股东治理、董事会治理、经理层治理、信息披露、利益相关者治理、监事会治理指数。研究发现: 不同于以往研究结论, 样本中的上市公司治理指数对总资产收益率(ROA)影响不显著, 分指数中也仅有两个与ROA关系显著, 但是系数均为负。这与以往研究结论甚至常规逻辑相悖, 随后本文对出现这一反常结论的原因进行深入剖析, 认为这是来自于指数评定方法及样本量选择等多方面原因共同促成。因此仍认为, 上市公司是否能够拥有一套科学的决策制定机制与决策执行机制能够对公司绩效产生直接而深远的影响。

**关键词:** 公司治理指数; 上市公司; ROA; 公司绩效

**中图分类号:**F      **文献标识码:**A

## 一、引言

社会发展的进程中, 企业日渐成为市场的一种替代组织形式, 约束着人们日常交易的进行。现代企业为了更好的谋求自身的可持续发展, 正逐步向公司化转型, 企业管理的观念已经不再新鲜, 而公司治理的观念则开始频繁地出现在管理学研究领域当中。于是, 一系列的问题便出现了。中国上市公司治理的质量如何, 股东及其他利益相关者的利益是否得到了有效的保护, 如何规范股东大会以及怎样才能确保上市公司的独立性, 上市公司的股权结构如何配置更有利于提高公司绩效, 董事会如何运作才能形成完善的决策与监督机制, 何种激励与约束机制能有效降低代理成本并促使代理人为公司长期发展而努力, 如何建立完善的信息披露制度以及设置怎样的利益相关者参与治理的机制才有利于公司绩效的改善, 决定上市公司治理质量的主要因素有哪些, 公司治理质量与上市公司绩效间的关系如何?

为解决上述问题, 就要求我们必须建立一套适应中国上市公司治理环境的公司治理评价系统。于是, 基于中国上市公司面临的治理环境特点, 南开大学公司治理研究中心课题组(2003)以《上市公司治理准则》为基准, 综合考虑《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》、《上海证券交易所上市公司治理指引》(征求意见稿)、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、《股份转让公司信息披露细则》等有关上市公司的法律法规及其相应的文件, 同时借鉴国内外已有的公司治理评价指标体系, 设计推出中国上市公司治理评价指标体系, 涉及控股股东行为、董事会治理、经理层治理、信息披露、利益相关者治理、监事会治理等六个维度, 且六个唯独属于准则层指标, 每个指标下还分为多个子因素层, 以便评价。

于是, 本文基于公司治理指数的六个维度, 力图验证各个维度对上市公司绩效是否具有影响, 及影响程度如何。

## 二、文献回顾与研究假设

国外关于上市公司治理与公司绩效相关性的文献研究主要分成以下几种观点：

第一，股权结构与公司绩效相关性。国外学者在股权集中度与公司绩效的相关性上一直存在着极大的争议。例如 Jain 和 Kini（1994）以及 Lins 和 Servaes（1999）分别对美国、日本与英国的上市公司进行分析，发现股权集中度与企业业绩正相关。然而，Faccio（2001），Fan 和 Wong（2002），Clark 和 Wojcik（2005），Thomsen（2006）却得出股权集中度与股票收益率、公司价值负相关。此外，Stulz（1988），Admati 等（1994），Holderness（1999）研究发现内部股东持股比例与公司绩效呈现倒“U”形关系，即只有将内部股东持股比例控制在一定范围内，公司绩效才会随着内部股东持股比例的增大而提升。但是也有学者，Hermalin 和 Weisbach（1991），Demsetz 和 Villalonga（2001）通过实证研究得出股东持股比例与企业绩效并无相关性的结论。同样的，国内学者对股权集中度与公司绩效相关性的认识也有很大争议，主要存在无相关论（朱武祥、宋勇，2001）、正相关（徐炜、胡道勇，2006）、负相关（蒋乐春、夏新平，2005）、正“U”型关系（白重恩等，2005）和倒“U”型关系（孙永祥、黄祖辉，1999）这五种观点。

第二，董事会治理与公司绩效相关性。Yermack（1996），Mak 和 Kusnadi（2005）分别对美国、亚洲上市公司进行研究，均得出董事会规模与公司绩效存在负相关性的结论。孙永祥、章融（2000）认为我国上市公司董事会规模与公司绩效负相关。于东智、迟国华（2004）的研究表明董事会规模与公司绩效的曲线关系呈现倒“U”型。董事会在公司治理中应当起到监督作用，但是由于内部董事与灰色董事的存在，不少专家学者在研究董事会结构时对独立董事予以颇多关注。因此，除了对董事会规模的研究，学术界也对独立董事比例进行了探讨。MacAvoy 和 Millstein（1999），Hossain 等（2001）的研究均指出独立董事比例与公司业绩正相关。王跃堂等（2006）基于我国资本市场对董事会独立性与公司绩效进行系统性的探讨，实证结果显示独立董事比例与公司绩效呈现正相关性，且相关程度显著。

第三，监事会治理与公司绩效相关性。目前国际上对监事会的设置主要有两种模式，一种是以英、美国国家为代表的“一元模式”，不设立监事会，而是在董事会内部引入独立董事或审计委员会以行使监督职能。另一种是以日、德等国家为代表的“二元模式”，即同时设立董事会和监事会。虽然我国公司治理模式更接近于“二元模式”，但监事会的性质和职权上的差异较大。因此，本文认为国外关于监事会治理的研究成果并不能为我国提供有价值的借鉴经验。我国学者对监事会研究不深，结论相对较为统一，即监事会的职权并未得到有效行使，监事会的监管力度不强，监管效果较差。如石水平、林斌（2007）基于我国中、小企业板块对上市公司监事会特征与公司绩效进行实证分析，得出监事会持股比例、监事会薪酬与公司绩效之间的相关程度并不显著。

第四，经理层治理与公司绩效相关性。国外学者主要通过研究高管激励来对经理层治理与公司绩效进行分析。Murphy（1985），Coughlan 和 Schmidt（1985），Joshi 等（1993）等对经理层薪酬与企业绩效之间的关系进行，证明了经理层薪酬与企业绩效正相关。国外学者也对高管持股情况进行了探讨，目前国外研究普遍认为高管持股与企业价值有相关性，但是呈非线性关系。在我国，张晖明、陈志广（2002）以及周嘉南、黄登仕（2006）实证得出上市公司高管报酬与公司绩效正相关。

通过上述文献回顾，不难发现现有的国内外研究中虽然存在大量有关于上市公司治理指数对公司绩效影响的实证分析，但无论是国内还是国外的参考文献中，对公司治理与绩效的研究结论都存在较大的不一致性。究其原因，大多数文献都是基于公司治理的某一层面进

行分析，而实际上，公司治理的各个层面存在内生性，我们无法实现对其余所有变量的控制去考虑单一因素的影响。同时，公司治理和公司绩效也与外部政策、市场机制等外部因素具有相关性，因此很难得到一致的结论。此外，国外上市公司的公司性质和模式与我国并不相同，导致我们很难通过国外学者的研究直接发现我国存在的问题，同时，中国市场经济发展时间较短因而市场体系和法制都不完善，与国外资本市场差异性较大，国外的研究文献并没有考虑到我国的实际情况以及我国资本市场的特殊性，故无法直接套用国外研究方法。

因此，在中国国情背景下，本文认为南开大学李维安等学者提出的中国上市公司治理指数(CCGI<sup>nk</sup>)是目前研究中国上市公司的公司治理与公司绩效关系问题的最为科学合理的模型。

基于李维安等学者在以前所提到的相关研究文献和公司治理实践，我们提出如下假设：

H1：同等条件下，公司治理指数与上市公司绩效正相关。

H2：同等条件下，公司治理指数的六个维度（股东治理、董事会治理、监事会治理、经理层治理、信息披露、利益相关者治理）分别与上市公司绩效正相关。

### 三、研究设计

#### 1. 样本和数据

本文选取 2013 年 2470 家上市公司总样本下的“50 佳”公司的指数为样本，数据来自南开大学中国公司治理研究院。

#### 2. 研究变量的选择

本文以最为常用的总资产收益率（ROA）这一公司绩效指标作为被解释变量。以上市公司治理指数、股东治理评价指数、董事会治理指数、监事会治理指数、经理层治理指数、信息披露指数、利益相关者治理指数作为实验变量。为方便起见，分别将以上各实验变量表示为 X、X<sub>1</sub>、X<sub>2</sub>、X<sub>3</sub>、X<sub>4</sub>、X<sub>5</sub>、X<sub>6</sub>。

#### 3. 模型设定

经过上述分析，建立如下回归模型对上述研究假设 H1 和 H2 分别进行验证：

$$ROA = \beta + \beta' X + \epsilon \quad (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon \quad (2)$$

### 四、实证结果

#### 1. 描述性统计

表 4-1 2013 年中国公司治理指数 (CCGI<sup>nk</sup>) 五十佳描述统计分析

描述统计量

	N	极小值	极大值	均值	标准差
公司治理指数	50	59.79	68.64	64.2240	2.35341

股东治理评价	50	53.04	79.28	67.8314	7.02126
董事会治理指数	50	59.44	67.29	63.8718	1.82397
监事指数	50	50.82	75.43	60.4916	7.45780
经理层指数	50	50.44	76.51	62.6938	5.41648
信息披露指数	50	46.63	81.98	65.0658	8.48318
利益相关者治理指数	50	45.84	82.50	65.3812	9.95960
有效的 N (列表状态)	50				

表 4-2 2013 年中国公司治理指数 (CCGI<sup>TM</sup>) 描述统计分析

(样本数: 2470)

统计指标	公司治理指数	股东治理评价指数	董事会治理评价指数	监事会治理评价指数	经理层治理评价指数	信息披露指数	利益相关者治理评价指数
平均值	60.76	62.89	61.74	57.38	57.21	63.18	61.46
标准差	3.67	9.24	2.09	7.16	5.97	9.27	10.46
最小值	48.07	31.04	54.53	38.75	38.65	35.93	29.20
最大值	70.35	84.42	68.25	77.56	76.51	85.41	92.25

资料来源: 南开大学中国公司治理研究院

从表 4-1 和表 4-2 的数据中可以发现, 2013 年中国上市公司治理 50 佳的公司治理指数平均值为 64.22, 而 2013 年 2470 家上市公司中国公司治理指数平均值为 60.76。因此有理由相信, 本文选取的 50 佳样本能在很大程度上反映其所在行业领域中的先进企业的情况。

## 2. 回归分析

### (1) 公司治理指数的一元线性回归结果

表 4-3 公司治理指数与公司绩效

系数<sup>a</sup>

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	
	B	标准误差	试用版			
1	(常量)	.347	.254		1.369	.177
	公司治理指数	-.004	.004	-.147	-1.029	.309

a. 因变量：ROA

由上表可知，公司治理指数的F统计量对应的P值为0.309>0.1，说明该模型从整体上来看不显著，因此拒绝假设H1。对于这一结果，从直观上看我们认为公司治理指数对公司绩效不产生影响，但在后文的讨论部分将对这一有悖常识的结论进行深入分析。

(2) 公司治理6个分指数的多元线性回归结果

表4-4 Pearson简单相关分析

相关性

	公司治理指数	股东治理评价	董事会治理指数	监事指数	经理层指数	信息披露指数	利益相关者治理指数
公司治理指数	Pearson 相关性	1	.431**	.160	.220	.355*	.396**
	显著性（双侧）		.002	.266	.125	.011	.004
	N	50	50	50	50	50	50
股东治理评价	Pearson 相关性	.431**	1	.068	.061	.013	-.299*
	显著性（双侧）	.002		.639	.673	.930	.035
	N	50	50	50	50	50	50
董事会治理指数	Pearson 相关性	.160	.068	1	.177	.248	-.244
	显著性（双侧）	.266	.639		.218	.082	.088
	N	50	50	50	50	50	50
监事指数	Pearson 相关性	.220	.061	.177	1	-.053	-.241
	显著性（双侧）	.125	.673	.218		.714	.091
	N	50	50	50	50	50	50
经理层指数	Pearson 相关性	.355*	.013	.248	-.053	1	-.060
	显著性（双侧）	.011	.930	.082	.714		.681
	N	50	50	50	50	50	50
信息披露指数	Pearson 相关性	.396**	-.299*	-.244	-.241	-.060	1
	显著性（双侧）						
	N						

	显著性 (双侧)	.004	.035	.088	.091	.681		.726
	N	50	50	50	50	50	50	50
利益相关者治理指数	Pearson 相关性	.492**	.296*	-.070	-.149	-.075	-.051	1
	显著性 (双侧)	.000	.037	.629	.300	.606	.726	
	N	50	50	50	50	50	50	50

\*\*. 在 .01 水平 (双侧) 上显著相关。

\*. 在 0.05 水平 (双侧) 上显著相关。

首先, 对公司治理指数及其分指数进行相关性分析, 结果如表4-4所示。可知, 公司治理指数与股东评价指数、经理层指数、信息披露指数以及利益相关者治理指数这4个分指数存在显著的相关关系。

表4-5回归模型拟合优度评价 (解释变量强制进入)

模型汇总<sup>b</sup>

模型	R	R 方	调整 R 方	标准估计的误差	Durbin-Watson
1	.582 <sup>a</sup>	.339	.247	.0564735	1.956

a. 预测变量: (常量), 利益相关者治理指数, 信息披露指数, 经理层指数, 监事指数, 董事会治理指数, 股东治理评价。

b. 因变量: ROA

表4-6方差分析表

Anova<sup>a</sup>

模型	平方和	df	均方	F	Sig.
1 回归	.070	6	.012	3.676	.005 <sup>b</sup>
残差	.137	43	.003		
总计	.207	49			

a. 因变量: ROA

b. 预测变量: (常量), 利益相关者治理指数, 信息披露指数, 经理层指数, 监事指数, 董事会治理指数, 股东治理评价。

其次，从表4-5和表4-6来看，Durbin-Watson统计量为1.956。模型的调整拟合优度为24.7%，虽然不是非常高，但是也有一定的解释力。F统计量对应的P值为0.005<0.01，说明该模型从整体上来看是非常显著的。

表4-7回归系数估计及其显著性检验（解释变量强制进入）

系数<sup>a</sup>

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量				
	B	标准误差	试用版			容差	VIF			
1	(常量)	.569	.340							
	股东治理评价	.000	.001	.053	.388	.700	.829	1.206		
	董事会治理指数	-.001	.005	-.033	-.244	.808	.865	1.156		
	监事指数	-.004	.001	-.462	-3.514	.001**	.890	1.123		
	经理层指数	-.004	.002	-.308	-2.389	.021*	.922	1.084		
	信息披露指数	.000	.001	-.038	-.276	.784	.824	1.213		
	利益相关者治理指数	.001	.001	.124	.937	.354	.875	1.143		

a. 因变量：ROA

再次，从表4-7来看，引入模型的6个解释变量只有监事会治理指数和经理层治理指数的p值小于显著性水平0.05，因此，在0.05的显著性水平下通过了t检验。而另外四个解释变量由于p值过大，没有通过t检验。但是由于容忍度均大于0.8，且VIF值都小于10，初步说明各解释变量之间不存在严重的多重共线性。此外，监事会指数和经理层指数与公司绩效之间负相关。这与以往的研究结果相悖，对于这一点的分析也将在今后的讨论中进行。

表4-8多重共线性诊断

共线性诊断<sup>a</sup>

模型	维数	特征值	条件索引	方差比例						
				(常量)	股东治理评价	董事会治理指数	监事指数	经理层指数	信息披露指数	利益相关者治理指数
1	1	6.936	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
1	2	.023	17.466	.00	.02	.00	.07	.01	.07	.57
	3	.021	18.367	.00	.03	.00	.21	.00	.38	.02

4	.010	25.942	.00	.12	.00	.45	.21	.07	.19
5	.007	30.871	.00	.65	.00	.01	.30	.10	.16
6	.003	51.915	.06	.17	.11	.26	.48	.22	.04
7	.000	144.644	.94	.02	.89	.00	.00	.15	.02

a. 因变量: ROA

最后,表4-8给出了解释变量多重共线性的诊断结果,由于条件指数均大于10 说明变量间存在多重共线性。从方差比例来看,第4个特征根解释了监事指数方差的45%,同事解释了经理层指数方差的21%,说明这两个变量可能有一定程度的多重共线性,但不是很明显;第5个特征根解释了股东治理指数方差的65%、经理层指数方差的30%,说明这两个变量可能也有一定程度的多重共线性,多重共线性也不是很严重。因此不再利用向后选择法进行变量筛选。

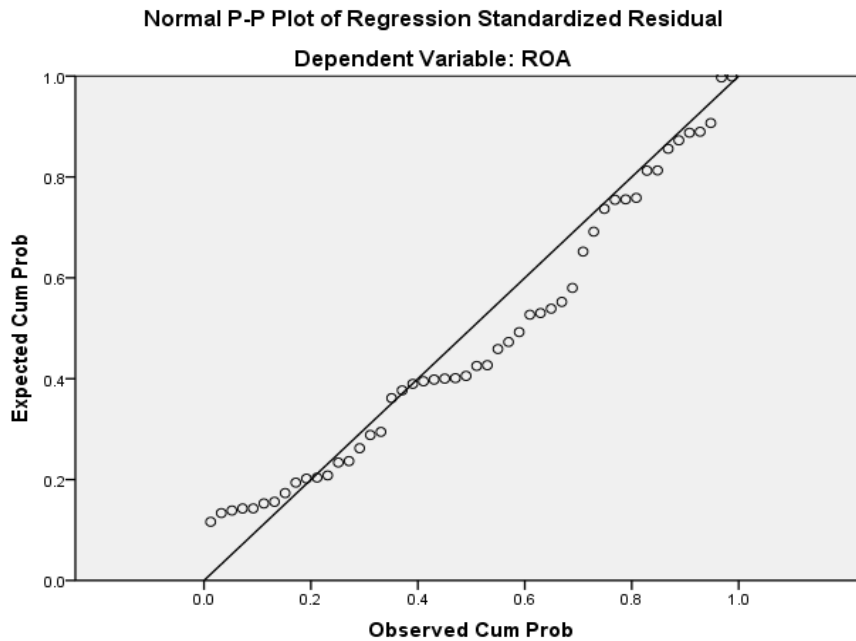


图4-1 标准化残差的P-P图

补充,由图4-1可以发现,各观测的散点基本都基本分布在对角线上,据此可以初步判断残差服从正态分布。

## 五、结论与讨论

经过回归分析,本文得出如下结论:(1)公司治理指数与总资产收益率(ROA)不相关。(2)除监事会治理指数和经理层治理指数外,其余四个分指数都与总资产收益率(ROA)没有显著的相关性,尽管监事会治理指数和经理层治理指数与公司绩效相关,但却是负相关。以上种



种结果几乎均与已有的研究成果以及通常思维考虑下的结果不符。

针对这一现象，本文在查阅资料并进行深入思考后进行了讨论，讨论结果如下：

1. 造成得出公司治理指数与公司绩效不相关这一结论的原因可能在于以下几点：(1) 分析的样本量过少，控制变量不足，且行业选取较为混乱，同时绩效指数只选用了ROA这一单一指标，该指标不能全面代表公司绩效水平及公司价值；(2) 公司治理指数与其他6个分指数之间存在严重的线性关系，各分指数评分之间相互抵消可能导致总指数，即公司治理指数与公司绩效间关系不显著，这一猜测也在上文进行的相关性分析中得到了印证。

2. 造成公司治理4个分指数与公司绩效关系不显著的结论，可能来自于以下几点原因：(1) 治理指数的有效性对公司绩效的影响可能有一定的波动性，或者可能不能在当期表现出来；(2) 不同于以前，在如今的上市公司中，可能某些公司治理指数已经与某些绩效指标不再存在显著的相关关系，更多的只是与保护利益相关者或者其他绩效指标等方面关系明显；(3) 我国上市公司一些治理机制本身较为薄弱，尚处在建立健全的初步阶段，在这样的情况下这些分指数还并不足以影响公司绩效(李维安、唐跃军，2005)。不过这并不意味着不相关的这些治理机制不重要，而是表明我国上市公司有待进一步建立和完善相关的治理机制。

3. 造成公司治理2个分指数与公司绩效负相关的结论，原因可能在于：(1) 本文在数据的获取方面还存在一定的不完善性，尚待健全各种规范性。(2) 本文通过查阅相关文献，发现行业、控股股东性质等诸多因素均影响公司治理指数及其分指数的数值。(3) 每个分指数在评价过程中会被分成更细的指标，这些更细的指标与绩效之间存在负相关。举例来说，经理层治理指数中有一条是两职合一情况。在这种情况下，以往研究结论已达成共识，经理和董事长的两职合一与公司绩效之间显著负相关。也正是由于存在这样的情况，可能导致本文这种治理指数与公司绩效负相关的结论。因此，表面看起来反常的结果也是有依据的，因此可以理解。

## 参考文献

- [1] 李维安，唐跃军. 上市公司利益相关者治理机制、治理指数与企业绩效[J]. 管理世界, 2005, (9).
- [2] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组. 中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析[J]. 管理世界, 2004, (2).
- [3] 李维安，张国萍. 经理层治理评价指数与相关绩效的实证分析——基于中国上市公司治理评价的研究[J]. 经济研究, 2005, (11).
- [4] 李维安，李威. 中国公司治理质量如何？——2003~2008年中国公司治理指数CCGI<sup>TM</sup>分析[J]. 资本市场, 2009, (4).
- [5] 白重恩，刘俏，陆洲等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005, (2).
- [6] 南开大学公司治理研究中心课题组. 中国上市公司治理评价系统研究[J]. 南开管理评论, 2003, (3).
- [7] 李维安，唐跃军. 上市公司利益相关者治理评价及实证研究[J]. 证券市场导报, 2005(3).
- [8] 刘晓娜. 公司治理结构和公司业绩的实证研究[D]. 天津: 天津大学, 2010.
- [9] 陈钦禅. 上市公司治理指数与公司绩效的实证分析——来自中国沪深A股上市公司的经验证据[D]. 江西: 江西财经大学, 2013.
- [10] 李维安，张国萍. 经理层治理评价指数与相关绩效的实证分析——基于中国上

市公司治理评价的研究[J]. 经济研究, 2005, (11).

## Research on corporate governance index and corporate performance —based on the data from listed companies in 2013

LV Xing-ying, YOU Zhi-lang

(China Academy of Corporate Governance NKU, School of Business, Nankai University, Tianjin, 300071)

**Abstract:** Based on evidence of Chinese listed companies in 2013, the empirical research of this paper involves in six dimensions of Chinese Listed Corporate Governance Index (CCGI<sup>NKU</sup>), and the involved six indexes are controlling shareholders governance, board governance, management governance, information disclosure, stakeholders governance and supervisory board governance respectively. The study finds that the effect of listed companies governance index on return on total assets(ROA) is not significant, which is different from the previous research. Further, only two of the six governance indexes present significant correlation with ROA, while the coefficient are negative. The possible causes of the above abnormal conclusion may derive from the index evaluation method and sample selection. As a result, we consider that a scientific decision-making mechanism and the implementation of such mechanism will have a direct impact on the performance of listed companies.

**Key words:** Chinese Listed Corporate Governance Index (CCGI<sup>NKU</sup>); listed companies; ROA; corporate performance

收稿日期: 2015-06-18;

作者简介:

吕星赢(1989-), 女(汉族), 辽宁沈阳人, 南开大学公司治理专业博士生, 研究方向为战略管理和公司治理。

游志郎(1956-), 男(汉族), 中国台湾人, 南开大学公司治理专业博士生, 研究方向为战略管理和公司治理。