

# 农业上市企业治理结构与企业绩效研究

王良健, 李晗

(湖南大学经济与贸易学院, 湖南长沙, 410079)

**摘要:** 农业是国民经济的基础。党的十九大以来, 如何解决“三农”问题, 实现乡村振兴是党和国家的工作重点与难点。什么是我国农业健康发展的动力源泉? 什么是推动农业农村现代化和乡村振兴的动力引擎? 答案是农业企业的良好发展。但是农业企业良好发展的关键是良好的公司治理。因此, 对农业上市公司的治理结构对企业绩效的影响进行研究, 其研究结论可以为农业上市公司改良公司治理机制、提升企业绩效提供依据, 从而推进农业发展。本文基于 2010-2019 年农业上市公司的面板数据, 首先在微观视角基础上, 从治理结构的股权结构、董事会治理、高管激励三方面入手实证研究农业上市公司治理结构对企业绩效的影响, 研究结果表明对于农业上市企业, 股权集中度、股权制衡度、董事会股权激励对绩效具有负向影响, 董事会激励对绩效具有正向影响。然后在整体视角基础上, 利用主成分分析法构建公司治理结构和企业绩效的综合性指标, 研究农业上市公司治理结构对企业绩效的整体性影响, 发现改善农业上市公司治理水平利于提升企业绩效。最后根据研究结论提出相关政策建议。

**关键词:** 治理结构; 农业上市企业; 企业绩效

**中图分类号:** F3      **文献标识码:** A

## 1 引言

解决三农问题, 实现乡村振兴一直是党和国家工作的重点和难点。农业是国民经济的基础, 其繁荣健康的发展对于其他行业的发展具有基础性作用。农业的重要支柱为农业企业, 实现农业企业优良发展利于农业产业化发展。

目前连续多年发布的“中国上市公司治理指数”及《中国公司治理评价报告》, 是我国目前非常权威的, 能够全面反映上市公司治理水平的评价体系。此报告显示, 从不同行业划分来看, 在公司治理指数排行方面, 近年来经常排在后面的是农业上市企业。对其治理指数偏低的原因进行分析, 原因很有可能在于农业产业起步较晚, 资本市场不完善, 在六大治理维度方面农业公司的指数均偏低, 反映出农业上市企业的治理结构并不完善。本文在实际研究的过程中, 选择农业上市公司作为实际的研究案例, 分析其治理结构对于企业绩效的影响, 利用实证研究得出相应结论, 从而为改善农业上市企业治理结构从而提升绩效提出相关建议。

## 2 文献评述

### 2.1 股权结构对公司绩效研究

#### 2.1.1 股权集中度对企业绩效

对股权集中度与企业绩效进行研究, 在两者关系方面, 有着正相关、负相关、无显著相关、非线性的研究结论, 没有统一的一致性研究结论。二者呈正相关关系。股权集中度越高, 企业绩效越高。国外方面, Cho (1998) 以委托代理理论为基础, 发现股权集中度高的企业具有更好的绩效表现<sup>[50]</sup>。持类似观点的还有 Gompers (2003)<sup>[53]</sup>。国内方面, 朱德胜、周晓佩

(2016) 实证研究发现, 高新技术企业上市公司股权集中与企业创新效率显著相关<sup>[1]</sup>。陈小悦和徐晓东(2001) 研究发现第一大股东持股比例与公司绩效正相关<sup>[3]</sup>。类似的有徐晓东和陈小悦(2003)<sup>[4]</sup>, 徐莉萍等(2006)<sup>[5]</sup>。二者呈负相关关系。股权集中度越高, 企业绩效越低。李从刚和许崇正(2017) 研究发现城商行股权集中度与经营绩效负相关, 股权制衡度与经营绩效正相关<sup>[6]</sup>。冯延超(2010) 研究发现高科技企业的股权集中度与绩效负相关<sup>[7]</sup>。持有类似观点的还有吴斌和黄明峰(2011)<sup>[8]</sup>、刘茂平(2010)<sup>[9]</sup>。二者无显著相关关系。国外方面, Christian Weiss 和 Stefan Hilger(2012) 研究发现股权集中度与企业绩效二者不相关<sup>[58]</sup>。陈晓和江东(2000) 针对我国上市公司展开深入分析, 并且研究了企业自身的股权集中度, 从最终的结论来看, 其和企业绩效不相关<sup>[10]</sup>。持有类似观点的还有朱武祥和宋勇(2001)<sup>[10]</sup>。二者呈非线性关系。一种是呈 U 型关系。陈德萍和陈永圣(2011)<sup>[14]</sup>, 曹延求(2003)<sup>[69]</sup>有着相关的研究发现。一种是呈倒 U 型关系, 有着此研究发现的有杜莹和刘立国(2002)<sup>[12]</sup>, 张园(2018)<sup>[2]</sup>。

### 2.1.2 股权性质对企业绩效的研究

研究股权性质与企业绩效, 有着正相关、负相关、无显著相关的研究结论, 没有统一的一致性研究结论。二者呈正相关。Jensen 和 Mecking(1976) 研究发现公司管理层的持股比例与公司绩效正相关<sup>[49]</sup>。Vitaliy Zhaka(2005) 研究发现国有控股比例与企业经营绩效正相关<sup>[54]</sup>。沈桑阳和王凯(2017) 研究发现金融业上市公司国有股控股比例越高, 企业绩效越高<sup>[15]</sup>。二者呈负相关。李从刚和许崇正(2017) 发现, 国有城相对于非国有的城商行经营业绩更低<sup>[6]</sup>。陈晓和江东(2000) 研究发现国有持股比例于企业经营绩效负相关<sup>[10]</sup>。潘泽兴(2018) 研究发现机械类上市公司国有控股比例与净资产收益率负相关<sup>[16]</sup>。迟铮(2018) 通过实证研究发现国有控股型出口企业相较于非国有企业的企业绩效较差<sup>[17]</sup>。二者无显著相关关系。朱武祥和宋勇(2001) 研究发现股权性质与企业绩效无显著关系<sup>[11]</sup>。杨廷燕(2012) 研究发现国有股比例对企业绩效无显著影响<sup>[18]</sup>。迟铮(2018) 研究发现沪深 A 股出口企业上市公司高管持股比例对企业绩效无显著影响<sup>[17]</sup>。

### 2.1.3 股权制衡对企业绩效的研究

研究股权制衡与企业绩效, 有着正相关、非线性的研究结论, 没有统一的一致性研究结论。二者呈正相关。安焱(2011) 研究发现沪深 A 股制造业上市公司股权制衡度即第一大股东持股期间, 其占比越高, 则这种方式情况下对于企业绩效发展的越有明显的负面作用<sup>[70]</sup>。二者呈非线性关系。阮素梅(2014) 有着我国上市公司股权制衡度与企业绩效呈现倒“U 型”关系的研究结论<sup>[68]</sup>。

## 2.2 董事会治理与公司绩效研究

### 2.2.1 董事会规模对公司绩效研究

董事会规模即董事会成员的数量, 人数规模与组织运作效率息息相关。有研究者发现, 董事会规模并非越大越好, 超过一定限度反而会使公司绩效降低, 规模较小的董事会可能其

会拥有更加灵活畅通的决策机制,从而利于提升公司绩效。郑红亮等(2011)在对关于中国公司的治理问题进行述评中提及,董事会规模对公司业绩有着显著影响<sup>[19]</sup>。梳理国内外学者研究,不少研究针对董事会治理的情况展开了分析,从实际情况出发分析董事会内部的人员数量,并且总结其与公司绩效之间的相关关系,但是什么是最佳规模却没有统一的研究结论。一些学者研究认为两者存在正相关关系,如曾江洪等(2008)<sup>[20]</sup>、Kamal和Jusoff(2014)<sup>[59]</sup>。一些学者研究认为两者存在负相关的关系,如孙永祥和章融(2000)<sup>[21]</sup>。一些学者研究发现两者存在倒U型关系,如于东智和池国华(2004)研究发现当董事会人数为9人是拐点,当人数小于9,董事会规模越大,公司绩效越高,当人数大于9,董事会规模越大,公司绩效越低<sup>[22]</sup>。李维安等(2004)有类似发现<sup>[23]</sup>。一些学者认为两者无显著相关关系,如Karim S. Rebeiz和Zeinaa Salameh(2006)<sup>[55]</sup>。还有学者认为董事会规模与企业绩效没有相关关系,持有此观点的有李斌等(2005)<sup>[24]</sup>。

董事会人数最佳规模的确定。大多数学者研究认为董事会规模会影响企业的绩效,但是对于确定的人数至今仍无明确结论。Fabrizio Rossi和Richard J. cebla(2015)认为控制在10人以内<sup>[60]</sup>。李常青(2004)认为董事会规模与公司每股收益负相关,但与净资产收益率正相关<sup>[27]</sup>。余怒涛等(2008)研究发现,若公司规模较小,董事会规模越大,公司绩效越高,若公司规模较大,董事会规模对公司绩效无作用<sup>[28]</sup>。

### 2.2.2 董事会构成对公司绩效研究

董事会构成是董事会治理中影响公司绩效的重要因素,那么其中需要重点关注的是这两个治理单要素——独立董事比例、董事长与总经理两职合一。郑红亮等(2011)进行了文献述评,是关于中国公司的治理问题的相关内容,其中提到董事会结构是企业绩效高低影响因素,董事会结构主要有两个方面——董事会成员结构和董事会领导结构<sup>[19]</sup>。

董事会成员结构重点是独立董事的比例和构成,其体现非常重要的独立董事制度,这是公司治理的非常重要的监督机制,独立董事可以监督董事会的决策,减少其错误决策,促进科学决策。不过关于在董事会独立性对于企业绩效的影响的研究结论方面,并不存在统一的论调,依据各异的研究内容,其最终获取的结论也存在一定的差异,从实际研究的情况来看,不少学者提出在企业发展的过程中,其中的独立董事比例越大,企业绩效存在越高。Ueng(2016)研究发现董事会结构与企业财务绩存在显著的正相关关系<sup>[62]</sup>。Drakos and Bekiris(2010)研究发现独立董事与公司绩效存在显著的正相关关系<sup>[57]</sup>。黄志忠等(2010)研究发现独立董事对上市公司绩效存在显著正向影响<sup>[29]</sup>。李维安、徐建(2014)研究发现我国沪深A股上市公司的独立董事能够促进企业绩效提升<sup>[67]</sup>。阮素梅和杨善林等(2014)研究表明无上市公司独立董事比例对企业绩效呈显著正向相关关系<sup>[68]</sup>。一些学者认为独立董事比例与企业绩效存在显著的负相关关系<sup>[29]</sup>。李常青(2004)也有类似发现<sup>[27]</sup>。一些学者如郝云宏、周翼翔(2010)研究发现了时滞作用存在于董事会结构与企业绩效之间,短期来说,独立董事比例会使企业绩效降低,长期来说,独立董事比例利于企业绩效提升<sup>[30]</sup>。还有一些学者认

为独立董事比例对企业绩效影响有限,没有显著的正向影响,并从不同角度用上市公司的数据做了验证,如萧维嘉等(2009)<sup>[31]</sup>、鲁桐(2002)<sup>[32]</sup>、刘慧龙等(2010)<sup>[33]</sup>。在独立董事异质性方面,Shan(2019)研究发现独立董事数量不是唯一的研究重点,独立董事质量越高,企业绩效越高,质量方面主要表示为独立董事的教育背景,独立董事的年龄差异对企业绩效具有一定影响<sup>[66]</sup>。

董事会领导结构指即董事长是否同时担任总经理,也就是说两职合一情况,这反映了企业的独立性水平。关于两职关系即合一或分离与企业绩效的关系,目前研究并没有定论。一些学者认为董事会与总经理两职合一与企业绩效负相关,蒲自立、刘芍佳(2004)研究发现董事长与总经理两职合一与公司绩效存在显著的负相关关系<sup>[34]</sup>。吴淑琨(2002)研究发现董事会兼任总经理与企业绩效并不存在显著的相关关系,不过系数为负<sup>[36]</sup>。一些学者认为董事会与总经理两职合一的情况对公司绩效的影响有限,于东智(2003)研究发现我国上市公司董事长是否兼任总经理对企业绩效的作用不大,提出了增强企业对选择权在两职选择合一还是分离方面的建议<sup>[25]</sup>。还有一些学者认为董事长是否兼任总经理对企业绩效存在有限的影响。持有类似观点的有于东智(2002)<sup>[25]</sup>、吴淑琨(1998)<sup>[35]</sup>、李孔岳(2006)<sup>[38]</sup>等。国外学者普遍赞成两职分离,并且研究了家族企业,如TY Lam和SK Lee(2008)指出对于针对非家族企业和家族企业,为企业绩效发展,董事长和总经理是否两职合一有着不同的做法,前者选择两职合一,后者选择两职分离<sup>[56]</sup>。有些学者的研究结论却与上述结论相反。

### 2.2.3 董事会激励对公司绩效研究

学者研究发现影响企业绩效的重要因素之一为董事会激励机制。一些学者认为如果想要提高企业绩效,可以考虑董事会成员增持股份,对其进行股权激励。Jensen和Meckling(1976)指出企业董事会成员的股权激励对企业绩效有着显著的促进作用,主要是因为对董事会成员给予公司的股权,个人获益与公司绩效相挂钩,激发其工作热情,并且避免了外部股权的佣金的支付成本<sup>[49]</sup>。丛春霞(2004)研究发现我国上市公司董事会持股比例并未对企业绩效有着积极地促进作用,主要可能是因为董事会成员持股比例在股本总数中比例不高<sup>[13]</sup>。于东智(2003)研究发现董事会成员持股比例对企业绩效有着显著的正相关作用<sup>[25]</sup>。

### 2.3 高管激励对公司绩效研究

为实现股东利益最大化需要对管理层进行有效的激励。高管激励与企业绩效的关系,可以从两个角度进行研究,一个是高管的货币薪酬激励,一个是高管的股权激励即高管成员的持股比例。对于高管激励与公司绩效的关系有着不同的研究结论。一些学者认为高管激励与企业绩效存在正相关关系。李欣等(2014)研究发现私有产权控制的上市公司,高管激励其中的高管货币薪酬激励对企业绩效有着显著的线性相关作用,高管的股权激励即高管成员持股比例对企业绩效呈非线性的倒U型关系,也就是说,高管持股比例在未超过一定比例是会有利于企业绩效提升,反之会导致企业绩效降低<sup>[45]</sup>。一些学者认为高管激励与企业绩效存在显著的负相关关系。张庆,朱迪星(2014)研究发现高管成员的股权激励会不利于企业绩效

提高<sup>[44]</sup>。Jensen(1990)研究发现高管的股权激励与企业绩效存在负相关作用<sup>[51]</sup>。一些学者认为高管激励与企业绩效存在非线性关系。陈树文等(2006)的研究表明高新技术企业的高管成员的股权激励与企业经营绩效的关系是非线性二元的<sup>[37]</sup>。

#### 2.4 公司治理结构与公司绩效研究

公司治理结构的概念出现较早,不过仍没有严格统一定义。原因可能在于不同的治理目标导致不同的公司治理结构架构。现在比较典型有以下几种公司治理结构体系。一是看重股东利益,股东利益最大化。二是看重利益相关者之利益,利益相关者利益最大化。三是以股东利益为核心的利益相关者利益最大化。

关于公司治理结构对企业绩效的影响研究,通过梳理国内外相关文献,发现重要存在两种研究角度。一是基于治理要素的微观角度,这个角度主要是从治理结构一方面或者多方面出发,例如股权结构、董事会治理,研究其对企业绩效的影响。二是基于治理指数的整体角度,通过构建公司治理指数—公司治理结构综合性评价指标,研究其对于企业绩效的影响<sup>[26]</sup>。

微观视角方面。国内外学者首先选取农业上市企业公司治理结构治理要素、绩效的相关指标,然后构建两者综合指标,最后进行实证研究。

综合视角方面。国内外学者通过构建公司治理综合性评价指标来研究其对企业绩效的影响。国外学者,如Newell和Wilson(2002)实证研究发现,新兴市场的治理水平越高,其企业价值越高<sup>[59]</sup>。持有类似观点的有Saeed Akbar(2016)<sup>[61]</sup>、Padmanabha Ramachandra Bhatt(2017)<sup>[63]</sup>、A Roy(2017)<sup>[64]</sup>、Varshney(2017)<sup>[65]</sup>。国内,此项研究起步较晚,南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组在实证分析的基础上构建了一个全面评价中国公司治理状况的中国公司治理指数(CCGINK)(2004),之后连续每年公布<sup>[43]</sup>。白重恩(2005)做了G指标<sup>[40]</sup>。李汉军,张俊喜(2006)构建公司治理指数<sup>[39]</sup>。类似有张会丽和陆正飞(2013)<sup>[41]</sup>、谢凡等(2016)<sup>[42]</sup>、包天缘(2018)<sup>[46]</sup>、叶陈刚等(2016)<sup>[47]</sup>、郝臣等(2016)<sup>[48]</sup>。2.5 文献评述

公司治理问题经历了几十年的研究,加上近年来国内外研究的不断增加,使得公司治理结构与绩效的理论越加充足,为后续者的研究打下了坚实的理论基础。

通过对公司治理结构与企业绩效的相关文献梳理,可以发现<sup>[26]</sup>。

首先,研究主要集中在对公司内部治理对企业绩效的影响研究,分为单要素和多要素研究。其中对于内部单要素研究最多,从多到少依次为股东治理、高管治理、董事会治理等对企业绩效的影响。内部多要素研究主要为上述三内部单要素的组合<sup>[26]</sup>。

其次,对于公司治理结构与企业绩效的研究对象,上市公司研究居多,其中一般企业研究较多,特定行业企业、其他类型行业研究较少。展望我国公司治理研究的发展趋势,呈现出研究主体多元化的特点即从一般公司到各类企业,例如传媒公司、高科技企业、金融机构。

通过文献梳理,针对研究主体多元化的公司治理研究发展趋势,特定行业研究室需要梳理一般性与特殊性。以一般公司治理理论为基础,挖掘各类营利组织的特殊性,例如其治理

结构,为其改善治理水平提供针对性建议,丰富公司治理理论。本文的研究对象是农业上市公司,但是通过梳理文献发现关于农业上市企业公司治理结构与企业绩效的研究不多,权威性的期刊更少,近年来更是缺乏,需要对此进行系统研究。所以本选题在结合当前社会经济现状背景下,选取农业上市公司,选取治理结构的多要素,在微观和整体视角两个角度针对治理结构展开了深入分析,并且总结了其与企业绩效之间的关系,同时得出了最终的研究结论,参考实际情况构建了有效的对策建议,进而完善农业上市企业治理结构,提升绩效。

### 3 公司治理结构对企业绩效的机制分析与研究假设

#### 3.1 股权结构对企业绩效的作用机制分析与研究假设

##### 3.1.1 股权集中度对企业绩效的作用机制分析与研究假设

针对企业目前的股权集中情况进行分析,在分析企业绩效的过程中,相关的作用机制包含了三种不同的假说。从其中的内容来看,主要涵盖了侵占假说、监管假说与股权制衡假说。

针对监管假说进行分析,一般情况下从两个不同的方面展开综合阐述,从其中的内容来看,主要涵盖了监督机制与激励机制,站在企业大股东角度来看,因为在企业发展期间,其自身的投入成本非常高,这种情况下,为了确保自身的利益得到有效的保证,这种情况下,企业的管理层在管理期间必须付出相应的监督成本,并且在这种背景下,为了确保管理层能够尽心尽力,也会参考实际情况为企业的管理层提供相关的激励。之所以这样做有一些关键的原因,首先对于大股东而言,其具备有效的监督与决策能力,从其能力情况来看可以直接任命或者罢免管理层,并且参考实际情况制定相应的激励计划,同时可以有效的监督代理人,避免发展期间出现“逆向选择”与“道德风险”的情况,从另一方面来看,因为其中的投入成本比较高,针对这种情况来看,大股东自身的发展利益与企业发展前景之间的关系非常紧密,增强人员自身足够的动力,利用这种方式针对管理层的实际行为进行监督,确保人员不会出现损害公司利益的情况,特别是在大股东持股比例提升期间,针对这种监督积极性进行分析,其会得到明显增强。在这种激励政策推行期间,能够确保其与管理层本身的利益保持一致。

从侵占假说的内容来看,主要站在股东中存在的博弈情况进行分析,大小股东存在利益冲突,会导致公司价值下降,因为信息不对称,大公司在掌握公司信息上具有明显优势,并且控股股东通过掌握公司控制权,基于自身利益最大化目标进行对中小股东的利益侵占,牺牲公司整体和长远利益,并且,针对大股东的情况来看,其整体处在强势地位,公司内部管理会出现被架空的情况,经营和决策权并非企业管理人员的专属,否则在公司长期发展期间,可能导致不利影响。

针对股权制衡假说的内容来看,如果企业并非一个股东单独持有,而是由多个不同的股东一同持有,针对这种情况进行分析,可能会对小股东本身的利益起到一定的保护作用,因为在这种方式利用期间,能够有效的抑制存在于大股东之间的信息不对称情况。从持股比例

本身的情况来看，这种情况一般情况下仅存在于股权机制上市企业内部，针对另外的股东比例来看，基本和第一大股东持有的比例保持一致，在这种情况下，如果没有经过其他股东的直接同意，这种情况下，第一大股东无法单独进行经营决策，利用这种方式能够有效的规避股东侵占公司权益的问题，同时站在这个角度来看，对于企业的大股东而言，其在公司发展期间，本身的利益与企业发展前景息息相关，基于此更好的实现监督与相互付出，这是一种有效的治理方式，并且能够有效的避免搭便车情况的发生。实际的作用机制如下：

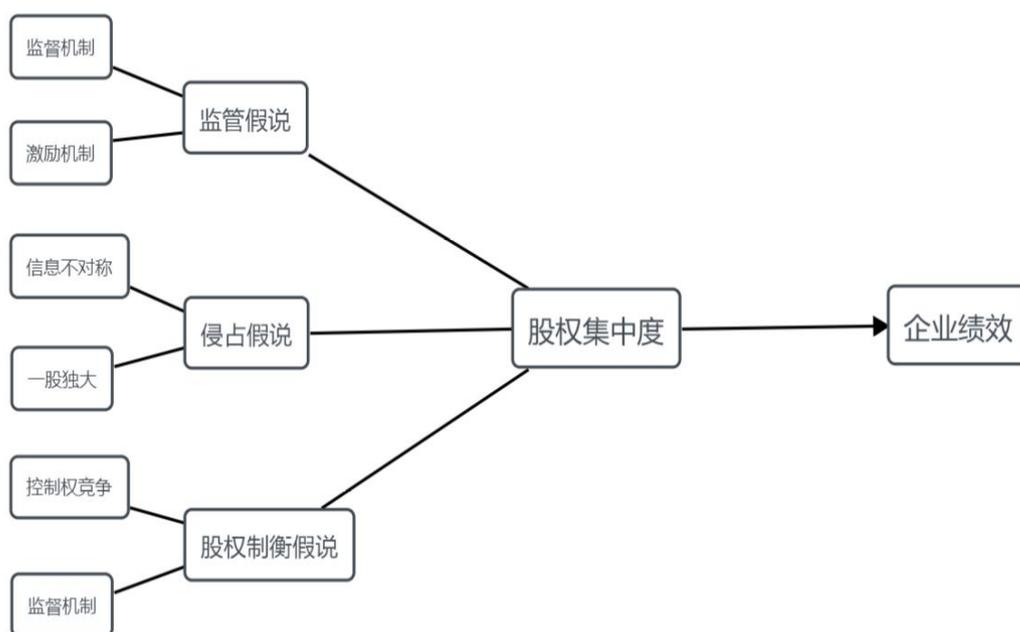


图 3-1 股权集中度对企业绩效的作用机制

针对我国目前的上市企业进行分析，从第一大股东持股比例数据来看，一般情况下具备很大的优势，这种情况下，第一大股东本身在企业的发展期间属于其中的绝对控股方，并且在企业进行的管理期间，大多数情况下经过第一大股东会直接进行，这种情况会造成在企业的发展期间，第一大股东利用自身的信息优势剥夺企业的实际利益，这也会直接损害中小股东本身的利益，并且，在企业的发展期间，由于第一大股东本身具备很强的话语权，这种情况下，其实际进行的决策可能会更多的体现个人意见，这种情况造成在企业健康的发展期间带来一定的阻碍，而我国农业企业股权结构本身具备高度集中的特征，在企业的发展期间，第一大股东一般情况下处在绝对的控股地位，另外的一些股东一般无法对第一大股东本身的地位造成影响，这种情况导致其中的制衡作用明显不足，这种“一股独大”的股权结构显然不利于企业的有效发展，在企业经营绩效增加期间也是不利的。股权制衡度可以有效的反映出股东中存在的利益分配状况，如果其中具备较高的股权制衡度，这对于企业的自身价值的发挥是非常有利的。基于我国农业上市公司一股独大的突出现象，很有可能破坏了相对控股力量，股权制衡起不到制约大股东攫取利益的作用，不利于企业绩效提升。基于以上分析，提出假设：

假设 1: 农业上市公司股权集中度与企业绩效负相关。

假设 2:农业上市公司股权制衡度与企业绩效负相关。

### 3.1.2 股权性质对企业绩效的作用机制分析与研究假设

将国有股当成出发点进行后续的研究,深入分析股权性质与企业绩效的作用机制。从我国目前的经济体制发展的情况来看,是经过计划经济体制直接改革得到,因此站在这个角度进行分析,针对我国不少企业的实际情况来看,其中出现的持股现象非常普遍,国有股持股的质量与持股比例也是实际研究期间的关键点,在针对其中的作用进行分析期间,大多数从两个不同的角度展开综合分析,一个在企业发展期间造成不利影响,被称之为“掠夺之手”,一个对应为在企业发展期间具备有益的影响,被称之为“帮助之手”。“掠夺之手”提出在国有股比例变化期间,其和企业绩效中存在一定的负向作用。站在委托代理理论的内容来看,针对国有企业内部的所有权结构展开分析,明确其中存在的委托理关系,将其与非国有企业之间进行对比更为复杂。如果在信息传递期间,其中的代理链较长,这种情况很容易造成信息传递期间出现扭曲的情况,同时会导致委托人无法有效的针对代理人展开有效的监督;站在两权分离理论的角度来看,在国有企业发展期间,其中出现内部人控制的比例更高,这种情况是由于国有企业内部的监督机制不够全面,并且站在另外一个角度来看,在国有企业发展情况,从其实际情况来看,相当于就被管理层直接控制。为了更好的解决这个问题,在企业发展期间,引入对应的国有股,采取政府监督的方式是有效的选择,作用机制如图 3-2 所示:

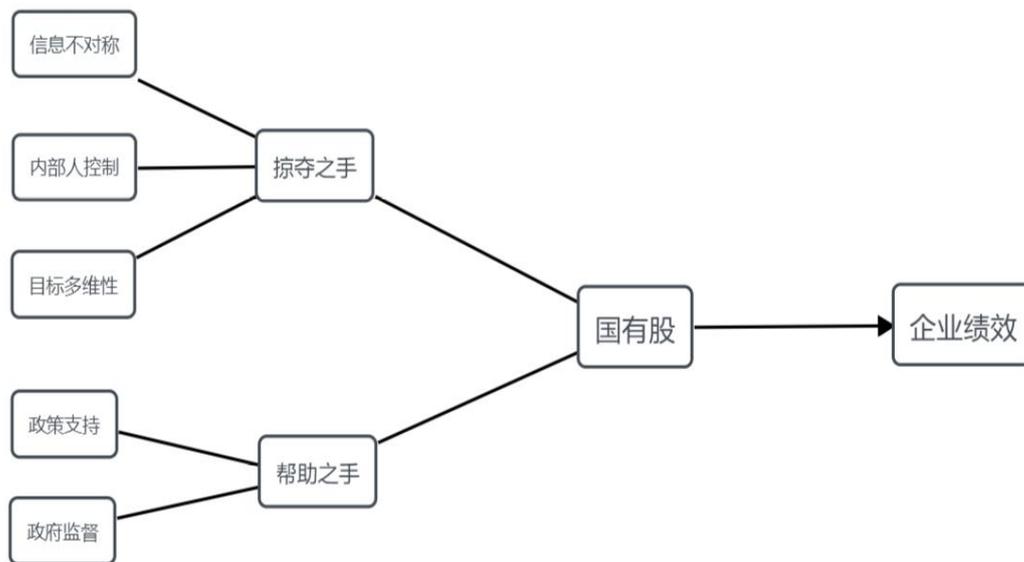


图 3-2 股权性质对企业绩效的作用机制

我国农业上市公司仍然存在相当数量的国有企业。农业上市公司进行划分的标准可以使用股权性质。分为国有与非国有企业。从国有股目前发展的情况来看,在国有企业本身改制的过程中逐渐形成的上市公司,在我国,国有股本身归类为全部人民所有,政府在其中的作用仅仅为代为管理,也就是国有企业在发展期间,其本身也是政府的受托方,从其管理层管

理职责来看,承担着促进国有股保值增值的重担。但是基于现实情况进行分析,这种情况出现的比例非常低,在国有企业发展期间,其中的管理层会经常利用其中的委托链条过长,政府监管不到位等漏洞直接侵吞企业资产,这种情况会损害企业经营管理,致使企业绩效降低,因此提出以下假设:

假设 3: 农业上市公司股权性质与企业绩效负相关。

### 3.2 董事会治理对企业绩效的作用机制分析与研究假设

#### 3.2.1 董事会规模对企业绩效的作用机制分析与研究假设

根据委托代理理论分析董事会规模对企业绩效的作用机制,公司所有者为了使董事会展开高效的决策,同时参考实际发展情况,聘用相应数量的董事,确保董事会内部的职能可以有效运行,这对于增加公司绩效具备积极的影响。但是从另外一个角度来看,如果董事本身的数量超出了规定的数量,这种情况下,其相应的代理成本也会持续增长,这会对公司绩效的提升造成负面影响。具体来说搭便车问题和沟通成本问题会影响企业绩效。

搭便车问题影响企业绩效。董事会规模越大,有的董事有可能出现“搭便车”的动机和行为,发挥不好决策和监督职能,对企业绩效产生不利影响。

沟通问题影响企业绩效。规模较小的董事会和规模较大的董事会之间进行对比,可以高效的完成信息沟通与战略决策,因此针对规模较小的董事会而言,其自身的组织效率更高,更有利于增强公司本身的经营绩效。而规模较大的董事会规模会因为更高的沟通成本,影响董事会决策的效率,从而不利于企业绩效提升。

结合前文的文献评述,也就是说董事会的规模不宜过多或过少,因为无法确定最佳规模,董事会的规模对企业绩效的影响也有着各异的观点。一些学者认为董事会规模同样也会影响企业发展的绩效,对于规模较小的董事会而言,在实际发展期间其中的沟通协调成本不大,成员间能够灵活沟通,便利决策,如果出现错误决策及时纠错,利于企业的良好发展。反之,如果董事会规模过大,阻碍成员间的灵活沟通协调,出现错误决策不利于及时改正,并且也不利于其组织召开会议进行决策,阻碍公司高效率决策,从而不利于企业绩效提升。通常如果董事会规模超过 7-8 人,视为规模过大,对于农业上市公司董事会规模的分析,样本中规模的均值为 8.301,表明 8 人左右为董事会人数的平均规模,董事会规模并不算大规模,标准差为 1.975,说明不同农业上市企业董事会的规模差异不大。那么提出假设:

假设 4: 农业上市公司董事会规模与企业绩效正相关。

#### 3.2.2 独立董事比例对企业绩效的作用机制分析与研究假设

董事会的独立性对企业绩效的作用机制主要是通过独立董事担任的监督职能来实现,可以具体从两个方面来分析:

独立董事的数量。独立董事的数量越多,所占董事会比例越大,董事会独立性就越强,越能有力监督经营管理者,能够更有效的针对经营管理者实际的管理绩效展开评价,有利于解决股东和管理者中存在的利益冲突,有效的减少代理成本,进而直接对公司的经营绩效造

成积极影响。

独立董事的质量。具备高专业素养的独立董事，影响公司决策的科学性和客观性，为公司带来有利的资源支持，对公司绩效产生影响。

企业的良好运营发展离不开监督机制的协力，独立董事制度是监督机制的重要构成要素。建立健全独立董事制度有利于敦促企业增强经营决策和合理性与科学性，其中有着一定数量的独立董事十分重要的。分析农业上市公司的独立董事比例，集中于 30%-40%之间并不低，因此确定了以下的假设 5：

假设 5：农业上市公司在发展期间，独立董事比例和企业绩效之间呈现出正相关关系。

### 3.2.3 董事会会议次数对企业绩效的作用机制分析与研究假设

分析董事会会议频率和企业绩效之间的关系，其对应的作用机制主要从两方面考虑，即监督和成本。

监督方面。董事会进行会议次数也在企业发展期间具备重要的影响，其频率也反应了自身的监督职能是否得到有效的发挥，因此这种情况下，确保一定的董事会会议次数非常重要，这样可以促进董事会成员内部的高效交流，从而提高董事会的监督效率，确保管理层能够尽职尽责的完成工作，可以帮助企业减少代理成本，这对于改善企业的经营管理绩效具备积极的作用。

成本方面。在召开董事会会议的过程中，需要消耗一定的时间、会议费用等，这些都属于会议成本，因此这种情况下，如果董事会会议的召开频率比较高，这必然会对董事会成员自身的监督效率与质量造成负面影响，也不利于经营管理者更好的发挥自身的管理积极性，从而对公司绩效产生影响。

根据农业经营风险高的特点，认为农业上市公司董事会会议次数会对公司的经营绩效表现出更大的积极性，一是因为董事会的关键职能就是更好的维护股东本身的权益，并且在经营管理层管理期间进行监督，针对企业的相关战略进行决策，因此在企业发展期间，如果其中的经营环境比较复杂，风险比较高，这种情况也会增加公司实际发展需要面临的风险，为了解决这个问题，针对公司目前的实际风险进行管控非常重要，更好的保证利益相关者实际的利益。二是因为农业上市公司董事会平均规模并不断很大，召开会议困难程度不大，成本不高。公司的董事会会议次数平均值在 9-10 次，这种情况必然也会对董事会成员本身的决策效率造成负面影响，这也会影响经营管理者实际的管理效率与工作积极性。因此提出假设：

假设 6：农业上市公司董事会会议次数与企业绩效正相关。

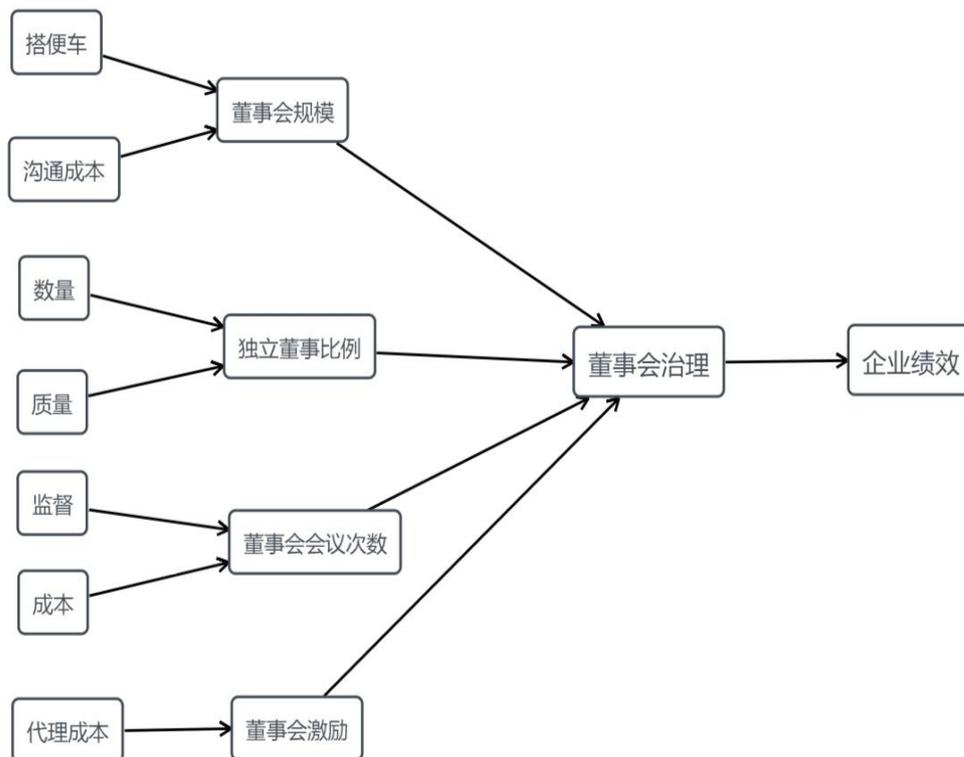


图 3-3 董事会治理对企业绩效的作用机制

### 3.3 激励机制对企业绩效的作用机制分析与研究假设

董事会的激励机制和高管激励机制均属于激励机制，依据激励理论、委托代理理论，对激励机制对公司经营绩效作用机制进行分析。主要作用机制路径为对董事会、管理者进行激励。这对于促进企业经营管理者的高效工作具备重要的影响，并且能够降低公司实际的委托代理成本，提升企业本身的经营绩效。将管理层激励作为示例详细分析如下：

从现代公司发展的情况来看，其中的典型特征就是确保所有权和控制权的直接分离，两权分离以后，股东成为了企业实际的所有者，而控制权却在公司的经营管理者手中，两权分离会造成剩下的索取权与控制权之间并不一致，同时站在所有者的角度来看，更加重视投入的资本是否能够有效保值，公司自身的价值是否能够保证最大化，但是因为其中存在一定的信息不对称性情况，这种情况下，公司实际的经营管理者具备更多有效的相关信息。股东为了降低股东带来的利益损害，会直接针对经营管理者本身的自利行为完成监督，确保经营管理者本身的利益和股东本身的利益保持一致。

根据激励理论，公司给予经营管理者合理的激励与其工作的努力程度直接挂钩，也就是说经营管理者必须首先满足相应的物资需求，然后才能在工作中针对自我实现的价值进行追求，有效的增强公司本身的利益，确保利益能够实现最大化。这种情况下，股东为了更好的提升经营管理者实际的工作积极性，委托人在实际企业管理期间，能够有效的降低经营管理

者本身可能存在的逆向选择与道德风险,这种情况也会增加企业自身的代理成本,确保股东本身的利益能够实现最大化,会对经营管理者进行激励,从而对公司经营绩效产生影响。

针对我国目前农业上市公司发展的情况来看,企业的高管激励在公司经营业绩增加期间具备积极的影响,可以利用这种方式提升管理者本身的利益水平,同时将其与企业实际的业绩、股东权益等进行结合,基于此更好的增强公司经营管理者本身的工作积极性,减少了公司委托代理产生的成本,增加公司本身的经营绩效。同理分析对董事会成员激励有助于提高其努力工作的程度,发挥监督决策功能,有利于公司经营绩效的提高。因此提出假设:

假设 7: 从农业上市公司发展情况来看,董事会推行的货币薪酬激励和企业绩效之间呈现出正相关关系。

假设 8: 从农业上市公司发展情况来看,董事会推行的股权激励和企业绩效之间呈现出正相关关系。

假设 9: 农业上市公司高管货币薪酬激励和企业绩效之间呈现出正相关关系。

假设 10: 从农业上市公司发展情况来看,董事会推行的高管股权激励和企业绩效之间呈现出正相关关系。

## 4 农业上市公司治理结构对企业绩效影响的实证研究

### 4.1 数据来源和变量定义

#### 4.1.1 样本选择与数据来源

本文的研究对象是沪深 A 股的农业上市公司,从中进行样本选择。

首先遴选标准是中国证监会(CSRC)每年定期公布的《中国上市公司分类指引》。其次遴选标准是申银万国、同花顺、中信的行业分类。农业上市公司的发展绝大多数是多元化经营,单一的农业经营几乎没有,申银万国、同花顺和中信的分类积极结合实际的研究需要,在行业分类的设置上,比较实用。因此参考其行业分类。对研究样本进行选择,采用上述的遴选标准进行结合,并且为保证数据的准确性以及有效性,进行进一步的数据筛选与处理:

第一,剔除样本期间连续 3 年处于 ST 或者 PT 状态的农业上市公司。

第二,剔除研究时间维度不在 2010-2019 年的农业上市公司。

第三,数据处理。剔除缺失值,对相关变量进行上下 1%水平上的缩尾处理,用以减少极端值影响。

按照上述进行样本选择,最终确定样本公司为 73 家农业上市企业,研究的时间维度为 2010-2019 年。

#### 4.1.2 变量选取与描述性统计

见表 4-1,为实证研究的选取的变量。

见表 4-2,对农业上市企业的治理结构和企业绩效相关的变量展开描述性统计分析。

针对目前的农业上市企业的企业绩效展开分析。总资产收益率标准差为 0.099,公司间

差距很小。每股收益标准差为 0.71，公司间差距较大。2010-2019 年，农业上市公司总资产收益率均值为 2.9%，每股收益均值为 0.25。

分析农业上市公司的股权结构。第一大股东本身的持股比例均值为 34.8%，最大值对应是 73%。从股权制衡度数据来看，其均值对应是 0.861，和 1 比较接近，最大值为 5.621。

分析农业上市公司的董事会治理。董事会规模的均值为 8.301，表明 8 人左右为董事会人数的平均规模，标准差为 1.975，说明不同农业上市企业董事会的规模差异不大。独立董事比例的均值为 38.4%，最小值为 20%，最大值为 66.7%，标准差为 0.063，说明不同农业上市企业的独立董事比例差异较小。董事会会议次数均值为 10.213，可以看出 10 次为董事会会议平均每年召开次数，最小值为 4，最大值为 40，标准差为 4.183，表明不同农业上市企业董事会会议每年召开次数有着较大差异。前三名董事的货币薪酬最小值为 11.225，最大值为 16.558，去掉自然对数的处理分别对应的为 75000 元和 15530400 元，差别较大，并且标准差为 0.871，进一步表明我国农业上市企业的董事会成员的货币薪酬差异较大。董事会持股比例最小值为 0，最大值为 65.7%，说明董事会成员持有的股权比例存在较大差异发生在我国不同农业上市公司间。

分析农业上市公司的高管激励。经过对数化处理的前三名高管的货币薪酬最小值为 12.003，最大值为 16.633，去掉自然对数的处理分别对应的为 163200 元和 16734900 元，差别较大，并且标准差为 0.807，进一步表明我国农业上市企业的高管成员的货币薪酬差异较大。高管持股比例最小值为 0，最大值为 64.2%，对于说明我国农业上市公司高管成员持有的股权比例存在不小差异。

控制变量方面，农业上市公司企业规模的均值为 21.789，在农业上市公司发展期间，如果其中的企业规模达到了一定的程度。标准差对应是 0.982，表明不同农业上市企业的公司规模存在不小差异。资产负债率均值为 0.413，其中企业成长性最小值为 -0.531，最大值为 8.584，表明其中存在负成长的农业上市公司，对于不同的企业而言，其实际发展情况也存在差异。

表 4-1 变量定义表

变量	治理结构	简写	指标	定义
被解释变量	企业绩效	ROA	总资产收益率	净利润/资产总额
		EPS	每股收益	基本每股收益
解释变量	股权结构	CR1	股权集中度	第一大股东持股比例
		Z	股权制衡度	第二至十大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
		STATE	股权性质	国有企业为 1，非国有企业为 0

	董事会治理	BOARD_SIZE	董事会规模	董事会人数
		BODI	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
		BODM	董事会会议次数	年度董事会会议次数
		BODR	董事会货币薪酬	董事会前三名董事货币薪酬总额的自然对数
		BODS	董事会持股比例	董事会持股总数/企业总股本
	高管激励	EMR	高管货币薪酬	高管团队前三名高管货币薪酬总额的自然对数
		EMS	高管持股比例	高管持股总数/企业总股本
控制变量		SIZE	企业规模	企业年末总资产的自然对数
		DBR	资产负债率	企业年末总负债/年末总资产
		GROWTH	企业成长性	企业年度总资产增长率

表 4-2 农业上市企业变量的描述性统计分析

类型	名称	均值	标准差	最小值	最大值
企业绩效	总资产收益率 (ROA)	0.029	0.099	-1.387	0.526
	每股收益 (EPS)	0.25	0.71	-7.09	5.33
股权结构	股权集中度 (CR1)	0.348	0.15	0.041	0.73
	股权制衡度 (Z)	0.861	0.857	0.026	5.621
	股权性质 (STATE)	0.395	0.489	0	1
董事会治理	董事会规模 (BOARD_SIZE)	8.301	1.772	5	16
	独立董事比例 (BODI)	0.384	0.063	0.2	0.667
	董事会会议次数 (BODM)	10.213	4.183	3	40
	董事会货币薪酬 (BODR)	13.877	0.871	11.225	16.558
	董事会持股比例 (BODS)	0.119	0.192	0	0.657
高管激励	高管货币薪酬 (EMR)	14.021	0.807	12.003	16.633
	高管持股比例 (EMS)	0.066	0.139	0	0.642
控制变量	企业规模 (SIZE)	21.789	0.982	19.29	24.907

	资产负债率 (DBR)	0.413	0.191	0.028	1.03
	企业成长性 (GROWTH)	0.179	0.478	-0.531	8.584

## 4.2 实证模型设计

### 4.2.1 微观视角

$$Performance_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \sum \text{Governance structure} + \alpha_2 \sum \text{Control variables} + \varepsilon_{it}$$

总资产收益率 (ROA)、每股收益 (EPS) 用以测度被解释变量企业绩效, 其中每股收益 (EPS) 用于稳健性检验。针对解释变量, 选取公司治理要素即为股权结构、董事会治理、高管激励, 接着分别选取相关的测度指标。股权结构的衡量指标选取股权集中度 (CR1)、股权制衡度 (Z)、股权性质 (STATE); 董事会治理的衡量指标选取董事会规模 (BOARD\_SIZE)、独立董事比例 (BODI)、董事会会议次数 (BODM)、董事会货币薪酬 (BODR)、董事会持股比例 (BODS); 高管激励的衡量指标选取高管货币薪酬 (EMR)、高管持股比例 (EMS)<sup>[72]</sup>。为了解决内生性问题和保证模型稳健性需要选取控制变量。具体有: 企业规模 (SIZE)、资产负债率 (DBR)、企业成长性 (GROWTH)。

### 4.2.2 整体视角

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 G_{it} + \beta_2 \sum \text{Control variables} + \varepsilon_{it}$$

梳理国内外特别是国内的相关研究, 一种是研究公司治理结构的单一治理要素或者多个治理要素进行组合, 研究其对企业绩效的影响。一种是建立公司治理结构的综合性评价指标, 系统化研究其对企业绩效的影响。本文从整体视角出发, 在因子分析法构建公司治理指数和公司绩效, 也就是两者的综合性评价指标, 之后系统化研究农业上市公司治理结构对企业绩效的影响<sup>[71]</sup>。

## 4.3 微观视角下公司治理结构影响企业绩效实证研究

### 4.3.1 模型检验分析

本文的研究构建的是面板数据, 对面板数据进行回归分析, 有几种常用的实证分析模型, 一是混合效应模型, 二是固定效应模型, 三是随机效应模型。如何选择采用哪一种面板的实证模型, 经常采用的方法是 F 检验以及 Hausman 检验。首先如何判断使用混合效应模型还是固定效应模型, 采用的方法是 F 检验。接着通过 F 检验判断采用固定效应模型, 那么需要进一步模型实证分析采用固定效应还是随机效应, 需要借助的方法是 Hausman 检验。见表 4-3, 最终选择固定效应模型。

表 4-3 F 检验、Hausman 检验结果

检验方法	P 值	结果
F 检验	0.0000	P 值小于 0.01, 选择固定效应模型
Hausman 检验	0.0004	P 值小于 0.01, 选择固定效应模型

## 4.3.2 实证结果分析

表 4-4 农业上市公司治理结构与绩效回归结果

	(1)	(2)
变量	ROA	EPS
CR1	-0.250*	-1.322
Z	-0.0542**	-0.160
STATE	-0.0339	-0.332**
BPARD_SIZE	0.00603	0.0360
BODI	0.0699	-0.109
BODM	-0.000926	-0.00995
BODR	0.0222**	0.162*
BODS	-0.121*	-0.823**
EMR	0.00435	0.0871
EMS	0.0449	0.703*
SIZE	0.0290*	0.273**
DBR	-0.350***	-2.610***
GROWTH	0.0131	0.00669
_CONS	-0.690*	-7.11***
个体固定效应	YES	YES
年份固定效应	YES	YES

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

## 1. 股权结构方面

本文股权结构的代理变量主要有三个，一是股权集中度 CR1 二是股权制衡度 Z，三是股权性质 STATE。

(1) 分析股权集中度 CR1 与企业绩效的回归结果。股权集中度变量 CR1 回归系数为 -0.250，在 10%的水平上与绩效显著负相关。说明企业绩效会因为农业上市企业股权集中度

的增加而减少。结合农业上市公司的现状分析,其存在严重的“一股独大”情况,需要适当降低股权集中水平,从而对企业绩效产生积极的影响。

(2) 分析股权制衡度  $Z$  与企业绩效的回归结果。股权集中度变量系数为  $-0.0542$ , 在 5% 的水平上与绩效显著负相关。结合前文的理论分析和股东结构现状进行研究,从我国农业上市公司发展情况来看,第一大股东本身的持股比例非常高,另外股东的相对控股能力较弱,对控股股东基于股东利益最大化进行的利益侵占效应起不到有效的抑制作用,从而使得企业绩效减少。那么农业上市公司为了企业绩效的提高,需要注意对大股东进行制衡,抑制其一股独大的情况。

(3) 分析股权性质 STATE 与企业绩效的回归结果。并没有通过显著性检验。

## 2. 董事会治理方面

本文董事会治理的代理变量主要有这几个,一是董事会规模 BOARD\_SIZE,二是独立董事比例 BODI,三是董事会会议次数 BODM,四是董事会货币薪酬 BODM,五是董事会持股比例 BODR。

(1) 董事会规模 BOARD\_SIZE 与企业绩效的关系没有通过显著性检验。

(2) 董事会会议次数 BODM 与企业绩效间的关系没有通过显著性检验。

(3) 独立董事比例 BODI 与企业绩效间的关系没有通过显著性检验。可能是因为独立董事制度作用不仅体现在数量比例上,更为重要的是独立董事的个人能力、教育背景、专业背景等质量,具有高质量的独立董事利于提升董事会的合理科学决策,从而带来企业绩效的提升。也就是说,需要进一步健全我国农业上市公司的独立董事制度。

(4) 董事会的货币薪酬 BODR 与企业绩效间的回归系数为正,在 5% 的水平上与绩效显著正相关,证明随着前者的增加,企业绩效得以提升。对农业上市公司董事会成员进行薪酬激励,能够使得其工作积极性与热情明显提升,确保人员能够勤勉尽职的工作,更好的提升企业发展的绩效。

(5) 董事会持股比例 BODS 与企业绩效本身的回归系数对应是负,在 10% 的水平中进行分析,其和绩效呈现出负相关关系,证明我国农业上市企业的董事会股权激励与企业绩效间存在有负相关关系。在之前的分析中提到农业上市公司董事会成员持有的股权比例存在不小差异,存在不少董事会 0 持股,股权激励制度存在缺陷,不利于企业绩效提升。

## 3. 高管激励方面

本文选取用于分析高管激励的两个变量是高管货币薪酬 EMR,高管持股比例 EMS。高管激励机制中的内容主要是利用和企业绩效中的关系体现出的,不过存在正相关关系。

### 4.3.3 稳健性检验

更换被解释变量进行稳健性检验。用每股收益 EPS 代替上文总资产收益率 ROA,实证结果见表 4-4 的模型 (2),与之前的回归结果模型 (1) 进行比较,可知:

股权集中度与绩效的显著性不成立,但是回归系数本身的符号不发生改变,表明在针对

农业上市企业的股权集中度进行分析期间，其和企业绩效之间呈现出负相关的结论是稳健的。

股权制衡度与绩效的显著性不成立，但是回归系数本身的符号不发生改变，表明在针对农业上市企业的股权制衡度进行分析期间，其和企业绩效之间呈现出负相关的结论是稳健的。

董事会货币薪酬与绩效的显著性仍成立，在 10%的水平上与绩效显著正相关，说明农业上市公司董事会薪酬激励与企业绩效正相关的结论是稳健的。

董事会持股比例与绩效的显著性仍成立，在 5%的水平上与绩效显著负相关，说明前文农业上市公司董事会薪酬激励与企业绩效负相关的结论是稳健的。

股权性质在 5%的水平上与绩效呈现出负相关关系，表明在非国有企业发展期间，其本身的治理结构显然有利于企业绩效的提升。上文虽然两者的显著性不成立，但是回归系数的符号没有改变，说明这一结论稳健。

高管持股比例在 10%的水平上与绩效呈显著正相关关系，说明高管激励机制的重要内容之一高管股权激励会对企业绩效产生积极影响。上文虽然两者的显著性不成立，但是回归系数的符号没有改变，说明这一结论稳健。

#### 4.4 整体视角下公司治理结构影响企业绩效实证研究

##### 4.4.1 利用主成分分析法构建综合指标

通过构造的一个反映上市公司治理结构的综合性评价指标为桥梁，可以简化公司治理机制之间的复杂关系，系统化较为清晰描述公司治理结构和公司绩效之间的关系。借鉴国内外特别是国内的相关研究，对于企业绩效，选取指标构建企业绩效的综合性评价指标，见表 4-5。对于治理结构，为方便研究选择前节选取的公司治理结构相关变量，在主成分分析法基础上构建农业上市公司治理指数即综合性评价指标，对企业的公司治理水平进行测量。

表 4-5 企业绩效原始指标

分类	计算方法	财务指标
盈利能力	净利润/所有者权益	净资产收益率
	税后利润/股本总数	每股收益
	净利润/营业收入	营业收入净利率
偿债能力	速动资产/流动负债	速动比率
	流动资产/流动负债	流动比率
	负债总额/流动负债	资产负债率
营运能力	销售收入/平均资产总额	总资产周转率
	销售收入/流动资产平均余额	流动资产周转率

	销售成本/平均存货余额	存货周转率
股本扩张能力	股东权益总额/股本总数	每股净资产
	资本公积 / 实收资本	每股资本公积

主成分分析法的前提是 KMO 和 Bartlett 的球度检验，如果判断相应指标适合主成分分析，一般来说需要 KMO 检验的值大于 0.5，Bartlett 球度检验的 p 值小于 0.05 时。检验结果如表 4-6 所示，公司绩效、治理结构的综合性指标 KMO 值分别为 0.589 和 0.543，均大于 0.5，p 值均小于 0.05，可知适合进行主成分分析。

表 4-6 Bartlett 球度检验及 KMO 检验

		公司绩效	治理结构
Bartlett 的球形度	近似卡方	4162.416	2298.833
	df	55	45
	p 值	0.000	0.000
KMO 值		0.576	0.543

#### 4.4.2 实证结果分析

表 4-7 农业上市公司治理综合指标对企业绩效综合指标回归结果

公司绩效综合指标	Coef.	St. Err.	p-value	Sig
公司治理综合指标	0.154	0.075	0.043	**
SIZE	0.119	0.116	0.31	
DBR	-4.521	0.279	0	***
GROWTH	0.321	0.137	.021	**
Constant	-0.662	2.406	.784	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

如表 4-7 所示，整体视角下农业上市公司治理综合指标对企业绩效综合指标的回归系数为 0.154。公司治理综合指标在 5%的水平上与企业绩效综合指标显著正相关，改善农业上市公司治理水平能够提升企业绩效。

#### 4.4.3 稳健性检验

##### 1. 工具变量 2SLS

通过解决内生性问题进行稳健性检验。为了解决内生性问题，决定采用工具变量展开 2SLS 回归分析，并且选择工具进行变量检验，之后进行回归分析。

## (1) 解释变量是否存在内生性检验

如果要使用工具变量法，需要证明存在内生解释变量，那么需要进行 Hausman 检验。其原假设为“所有解释变量均为外生”，即不存在内生变量。Hausman 检验在同方差的情形下成立，考虑异方差情况，采用异方差稳健的 DWH 检验。见表 4-8，两者检验均可得出拒绝原假设的结论，即存在内生解释变量。

## (2) 弱工具变量检验

见表 4-9，通过 Underidentification test（方程的不可识别检验）和 Weak identification test（弱工具变量检验），拒绝不可识别原假设，采用的是强工具变量。

表 4-8 DWH 检验

内生性检验	P 值
Hausman 检验	0.0005
DWH 检验	0.0005

表 4-9 弱工具变量检验

	数值	P 值	结论
Underidentification test（方程的不可识别检验）	LM 统计值=102.39	0.000	P 值小于 0.05，强烈拒绝不可识别原假设
Weak identification test（弱工具变量检验）	Wald-F 值=99.79	0.000	拒绝弱工具变量的原假设

## (3) 利用工具变量进行 2SLS 回归分析

利用工具变量解决内生性问题进行稳健性检验，实证结果见下表 4-10，整体视角下农业上市公司治理综合指标在 1%的水平上与企业绩效综合指标显著正相关，前文的实证结论是稳健的。

表 4-10 农业上市公司治理综合指标对企业绩效综合指标回归结果（2SLS）

公司绩效综合指标	Coef.	St. Err.	p-value	Sig
公司治理综合指标	0.314	0.074	0.000	***
SIZE	-0.087	0.037	0.018	
DBR	-3.718	0.168	0.000	***
GROWTH	0.262	0.063	0.000	***
Constant	3.453	0.790	0.000	***

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

## 2. 更换被解释变量

如表 4-11 所示，将农业上市公司公司绩效综合性指标换为 ROA、EPS，首先进行固定效应回归，发现农业上市公司公司治理水平与绩效存在正相关关系，不过并不显著，之后利用工具变量 2SLS 进一步解决内生性问题，发现农业上市公司治理综合指标对企业绩效 ROA、EPS 显著正相关，证实前文的实证结论稳健。

表 4-11 更换被解释变量

	FE		2SLS	
	ROA	EPS	ROA	EPS
公司治理综合指标	0.00250	0.166	0.022***	0.369***
SIZE	0.0323**	0.268**	0.024***	0.144***
GROWTH	0.0170	0.0409	0.008	-0.007
DBR	-0.319***	-2.456***	-0.185***	-1.304***
_cons	-0.514	-4.316*	-0.373***	-2.066***

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

## 5 研究结论与建议

### 5.1 研究结论

改革开放后，通过产业结构调整和国家相关政策的大力扶持下，我国农业取得了较快的发展，但是还存在阻碍发展的严重问题，比较突出的是作为农业发展推动力的农业企业的治理结构问题。虽然整体上农业上市公司治理结构对企业绩效有着提升作用，但是存在着很多治理结构问题，对企业绩效有着不良影响。股权结构对农业上市公司绩效具有显著影响，特别是股权集中度，农业上市企业需要控制一股独大现象，适当减少股权集中度；董事会的货币薪酬激励和股权激励、高管的股权激励对农业上市公司的企业绩效有着显著影响。需要完善激励机制，从而提升农业上市公司的企业绩效。

### 5.2 建议

#### 5.2.1 优化股权结构

改善公司治理结构的核心内容是对股权结构加以优化，股权结构主要从三方面考虑。一是股权集中度，二是股权制衡度，三是股权性质。针对目前我国农业上市企业股权结构分配不合理的现象，要完善企业治理，必须调整优化股权结构，相关的对策建议主要涉及股权集中度和股权结构多元化。

### 1. 股权集中度

针对高度集中的股权集中度，需要适度降低，这样才有利于打造良好的公司治理结构，使得企业绩效得以提升。我国农业上市公司针对高度集中的股权集中度，需要注意的是需要遏制住一股独大的趋势，可以通过多元化的投资主体加以解决，例如引入更多非国有股东、其他机构、增加中小股东，推进企业内股权朝向分散化方向发展，并且减少股权本身的集中度。

### 2. 推进股权结构多元化

农业上市公司的国有股持股比例较高是公司股权结构的突出问题。上文股权性质对企业绩效研究发现，国有企业不利于企业绩效的提升，原因很可能在于国有股持股比例高使得公司治理效率低下。因此需要推进股权结构多元化用以解决改善农业上市企业的治理结构。首先在股东多元化方面，重视机构持股，可以加强机构投资者的引入力度。然后需要积极引入民营资本的投资，减少国有股高持股比例，发挥民营资本优势，从而推动农业企业的发展。

#### 5.2.2 完善董事会治理

董事会治理也是企业治理结构的关键构成部分，其中重点探讨独立董事制度。首先，对于农业上市公司来说，首先，确定合适的独立董事比例，利于对企业董事会、管理层的监督，敦促其科学决策与尽职工作。其次，完善独立董事聘任机制，独立董事制度更为重视的是质量而非数量，大批的没有优良教育背景、专业能力的独立董事并不会对企业绩效产生积极影响，甚至反而会损害企业绩效，独立董事的学历、专业能力等内容都需要作为聘任独立董事的重要参考因素，打造一支高素质的农业上市公司的独立董事团队，提出专业性的参考意见，从而有效帮助企业科学合理决策。

此外，需要完善对董事会的激励机制，将董事会的薪酬激励和股权激励相结合，激发其工作热情，积极发挥董事会本身的监督作用，基于此更好的增强企业管理绩效。

#### 5.2.3 完善激励机制

从上文分析可知，高管的薪酬激励和股权激励对企业绩效 ROA 虽然没有通过显著性检验，但是回归系数为正，有着正相关关系，说明为了提高企业绩效，需要完善高管激励机制。上文的分析中有高管股权激励对企业绩效 EPS 有显著正相关作用，说明高管的股权激励对企业绩效提升有着积极作用，不过针对高管股权激励，可以发现农业上市公司存在不少的高管 0 持股企业，说明高管的股权激励机制有着改进的地方，需要重点加以完善健全，使其对企业绩效发挥更大的积极作用。也就是说，要将高管的薪酬激励和股权激励两相结合，不能瘸着腿走路，从而提高高管的工作积极性。再结合董事会激励机制对农业上市企业绩效具有显著作用，可以看出完善激励机制对于提升农业上市公司企业绩效的重要性。

#### 参考文献

- [1] 朱德胜,周晓珮. 股权制衡、高管持股与企业创新效率[J]. 南开管理评论, 2016, 19 (03) :136-144.
- [2] 张园. 股权集中度、代理成本与企业绩效的关系研究[D]. 山西财经大学, 2018.
- [3] 陈小悦,徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001 (11) :3-11+94.
- [4] 徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2003 (02) :64-74+93.
- [5] 徐莉萍,辛宇,陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006 (01) :90-100.

- [6] 李从刚, 许崇正, 李跃然. 股权结构、制度环境与经营绩效: 来自中国城市商业银行的经验证据[J]. 华东经济管理, 2017, 31(08): 92-98.
- [7] 冯延超. 高科技企业股权集中度与绩效的关系——与传统企业的比较研究[J]. 科学学研究, 2010, 28(08): 1192-1197.
- [8] 吴斌, 黄明峰. 股权集中度与风险投资企业绩效相关性研究——来自深市中小板市场的经验证据[J]. 科技进步与对策, 2011, 28(18): 80-85.
- [9] 刘茂平. 大股东贡献、侵害与中小股东利益保护: 基于中国证券市场的实证研究[A]. 中国会计学会审计专业委员会. 中国会计学会审计专业委员会 2010 年学术年会论文集[C]. 中国会计学会审计专业委员会: 中国会计学会, 2010: 12.
- [10] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究, 2000(08): 28-35+80.
- [11] 朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析[J]. 经济研究, 2001(12): 66-72+92.
- [12] 杜莹, 刘立国. 股权结构与公司治理效率: 中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2002(11): 124-133.
- [13] 丛春霞. 我国上市公司董事会设置与公司经营业绩的实证研究[J]. 管理世界, 2004(11): 142-143.
- [14] 陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(01): 38-43.
- [15] 沈桑阳, 王凯. 金融企业股权结构对经营绩效及公司价值的影响研究[J]. 开发性金融研究, 2017, 16(06): 46-58.
- [16] 潘泽兴. 机械制造业上市公司股权结构与企业绩效关系研究[D]. 北京交通大学, 2018.
- [17] 迟铮. 中国出口企业股权结构与企业绩效关系研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2018, 33(05): 73-80.
- [18] 杨廷燕. 创业板上市公司股权结构与公司绩效关系的研究[D]. 西南财经大学, 2012.
- [19] 郑红亮, 刘汉民, 唐牡丹, 廖雪洁, 宫晓羽. 中国公司治理问题研究综述: 2000~2010 年[J]. 经济研究参考, 2011(42): 32-50.
- [20] 曾江洪, 丁宁. 董事会治理对中小上市公司成长性影响的实证研究[J]. 求索, 2008(05): 29-31.
- [21] 孙永祥, 章融. 董事会规模、公司治理与绩效[J]. 企业经济, 2000(10): 13-15.
- [22] 于东智, 池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析[J]. 经济研究, 2004(04): 70-79.
- [23] 李维安, 张耀伟. 上市公司董事会治理与绩效倒 U 形曲线关系研究[J]. 经济理论与经济管理, 2004(08): 36-42.
- [24] 李斌, 闫丽荣, 郜亮亮. 董事会特征与公司绩效研究——基于民营上市公司的经验分析[J]. 财贸经济, 2005(12): 23-27.
- [25] 于东智. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析[J]. 中国社会科学, 2003(03): 29-41+205-206.
- [26] 李维安, 郝臣, 崔光耀, 郑敏娜, 孟乾坤. 公司治理研究 40 年: 脉络与展望[J]. 外国经济与管理, 2019, 41(12): 161-185.
- [27] 李常青, 赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗?[J]. 金融研究, 2004(05): 64-77.
- [28] 余怒涛, 沈中华, 黄登仕, 刘孟晖. 董事会规模与公司价值关系的进一步检验——基于公司规模门槛效应的分析[J]. 中国会计评论, 2008, 6(03): 237-254.
- [29] 黄志忠, 白云霞, 李畅欣. 所有权、公司治理与财务报表重述[J]. 南开管理评论, 2010, 13(05): 45-52.
- [30] 郝云宏, 周翼翔. 基于内生性视角的股权结构与公司绩效关系研究[J]. 商业经济与管理, 2010(06): 32-39.
- [31] 萧维嘉, 王正位, 段芸. 大股东存在下的独立董事对公司业绩的影响——基于内生视角的审视[J]. 南开管理评论, 2009, 12(02): 90-97.
- [32] 鲁桐. 独立董事制度的发展及其在中国的实践[J]. 世界经济, 2002(06): 3-12+80.
- [33] 刘慧龙, 张敏, 王亚平, 吴联生. 政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J]. 经济研究, 2010, 45(09): 109-121+136.
- [34] 蒲自立, 刘芍佳. 公司控制中的董事会领导结构和公司绩效[J]. 管理世界, 2004(09): 117-122+130.

- [35] 吴淑琨, 柏杰, 席酉民. 董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析[J]. 经济研究, 1998(08):21-28.
- [36] 吴淑琨. 董事长和总经理两职状态的实证检验[J]. 证券市场导报, 2002(03):26-30.
- [37] 陈树文, 刘念贫. 上市高新技术企业高管人员持股与企业绩效关系实证分析[J]. 科学学与科学技术管理, 2006(02):137-139+143.
- [38] 李孔岳. 董事会领导结构的效率检验与理论分析[J]. 学术研究, 2006(11):53-58+147.
- [39] 李汉军, 张俊喜. 上市企业治理与绩效间的内生性程度[J]. 管理世界, 2006(05):121-127+135.
- [40] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(02):81-91.
- [41] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012(03):141-150+188.
- [42] 谢凡, 曹健, 陈莹, 李颖. 内部控制缺陷披露的经济后果分析——基于上市公司内部控制强制实施的视角[J]. 会计研究, 2016(09):62-67.
- [43] 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(02):63-74.
- [44] 张庆, 朱迪星. 投资者情绪、管理层持股与企业实际投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, 017(004):120-127, 139.
- [45] 李欣, 朱学义, 李娜. 管理层激励与企业价值相关性实证研究[J]. 统计与决策, 2014, 000(016):181-184.
- [46] 包天缘, 耿玉德. 基于内生性视角的林业上市公司股权结构与公司绩效关系研究[J]. 林业经济, 2018, 40(05):113-119.
- [47] 叶陈刚, 裘丽, 张立娟. 公司治理结构、内部控制质量与企业财务绩效[J]. 审计研究, 2016(02):104-112.
- [48] 郝臣, 崔光耀, 李浩波, 王励翔. 中国上市金融机构公司治理的有效性——基于2008~2015年CGGI~(NK)的实证分析[J]. 金融论坛, 2016, 21(03):64-71+80.
- [49] Jensen M, Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305-360.
- [50] CHO M. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1998, 47:103-121.
- [51] Michaele, Jensen. Performance and Top Management Incentives[J]. Journal of political Economics, 1990, (2).
- [52] NEWELL R, WILSON G. A premium for good governance[J]. The McKinsey Quarterly, 2002 (3):20-23.
- [53] GOMPERS A, ISHII L, METRICK A. Corporate governance and equity prices[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118 (1) :107-155.
- [54] Vitaliy Zheka. Does Corporate Governance Causally Predicts Firm Performance? Panel Data and Instrumental Variables Evidence[R]. Working paper. 2005.
- [55] KS Rebeiz and Z Salameh. Relationship between Governance Structure and Financial Performance in Construction[J]. Journal of Management in Engineering, 2006, 22(1):20-26.
- [56] TY Lam, SK Lee. CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong [J]. Corporate Governance, 2008(8):299-316.
- [57] Drakos, A. A., and Bekiris, F. V. Corporate Performance Managerial Ownership and Endogeneity: A Simultaneous Equations Analysis for the Athens Stock Exchange[J]. Research in International Business and Finance, 2010, 24(1).
- [58] Weiss C, Hilger S. Ownership concentration beyond good and evil: is there an effect on corporate performance?[J]. Journal of Management & Governance, 2012, 16(4):727-752.
- [59] ABIDIN Z Z, KAMAL N M, JUSOFF K. Board structure and corporate performance in Malaysia[J]. International Journal of Economics and Finance, 2014, 1(1):150.

- [60] Rossi F , Gebula R J . Stock market reactions to announcements of the board of directors: evidence from Italy[J]. Applied Economics, 2015, 47(20):2102-2118.
- [61] Akbar S , Poletti-Hughes J , El-Faitouri R , et al. More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation[J]. Research in International Business and Finance, 2016, 38:417-429.
- [62] UENG C J. The analysis of corporate governance policy and corporate financial performance[J]. Journal of Economics and Finance, 2016, 40 (3) : 514-523.
- [63] Bhatt P R , Bhatt R R . Corporate Governance and Firm Performance in Malaysia[J]. Corporate Governance International Journal of Business in Society, 2017, 17(3):00-00.
- [64] Roy A . Corporate Governance Compliance, Governance Structures, and Firm Performance[J]. SSRN Electronic Journal, 2017.
- [65] Varshney P , Kaul V K , Vasal V K . Corporate Governance Index and Firm Performance: Empirical Evidence from India[J]. Social Science Electronic Publishing.
- [66] Shan Y G . Managerial ownership, board independence and firm performance[J]. Accounting Research Journal, 2019(3):00-00.
- [67] 李维安,徐建. 董事会独立性、总经理继任与战略变化幅度——独立董事有效性的实证研究[J]. 南开管理评论, 2014, 017(001):4-13
- [68] 阮素梅, 丁忠明, 刘银国, 等. 股权制衡与公司价值创造能力"倒U型"假说检验——基于面板数据模型的实证% "Inverse-U" Shape Hypothesis Testing on Equity Restriction and Value-creating Ability of Companies——Empirical Results based on Panel Data Model [J]. 中国管理科学, 2014, 022(02):119-128.
- [69] 曹延求, 孙文祥, 于建霞. 资本结构, 股权结构, 成长机会与公司绩效[C]// 公司治理国际研讨会. 南开大学; 香港大学, 2003.
- [70] 安焯, 钟廷勇. Ownership Concentration, Equity Restriction and Performance in Chinese Manufacturing Industry% 股权集中度、股权制衡与公司绩效关联性研究——基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 东北师大学报(哲学社会科学版), 2011, 000(006):46-52.
- [71] 高帅. 中国房地产上市公司治理结构、多元化与企业绩效研究[D]. 清华大学, 2016.
- [72] 张橙. 我国文化企业公司治理内部机制研究[D]. 北京交通大学, 2019.

## A Study on Governance Structure and Corporate Performance of Agricultural Listed Companies

Liangjian Wang, Han Li

(School of Economics and Trade, Hunan University, Changsha City, Hunan Province, 410079)

**Abstract:** Agriculture is the foundation of national economy. Since the 19th Party Congress, how to solve the "three rural issues" and realize the revitalization of the countryside has been the focus and difficulty of the Party and the State. What is the source of power for the healthy development of agriculture in China? What is the power engine to promote the modernization of agriculture and rural areas and the revitalization of the countryside? The answer is the good development of agricultural enterprises. But the key to the good development of agricultural enterprises is good corporate governance. Therefore, the impact of the governance structure of listed agricultural companies on corporate performance is studied, and its findings can provide a basis for listed agricultural companies to improve their corporate governance mechanisms and enhance their corporate performance, so as to promote agricultural

development. Based on the panel data of listed agricultural companies from 2010-2019, this paper first empirically investigates the impact of governance structure of listed agricultural companies on corporate performance from three aspects of governance structure: equity structure, board governance, and executive incentives based on a micro perspective, and the findings show that for listed agricultural companies, equity concentration, equity checks and balances, and board equity incentives have a negative impact on performance, and Board incentives have a positive effect on performance. Then, based on a holistic perspective, we use principal component analysis to construct comprehensive indicators of corporate governance structure and corporate performance to study the overall impact of governance structure on corporate performance of listed agricultural companies, and find that improving the level of governance of listed agricultural companies is beneficial to improving corporate performance. Finally, relevant policy recommendations are proposed based on the research findings.

**Keywords:** Governance structure; Listed agricultural companies; Corporate performance