

公司治理与企业价值的相关性研究

陈祖英¹, 刘银国², 朱 龙²

(1. 福建农林大学 经济与管理学院, 福州 350002; 2. 安徽财经大学商学院, 安徽 蚌埠 233030)

摘要: 本文试图构建一个能够恰当反映和评价中国企业公司治理水平的 CGI 公司治理指标体系及企业价值计量模型, 并运用回归分析, 检验了中国企业的公司治理和公司价值的相关性。检验结果表明公司治理水平与企业价值、公司绩效存在显著相关性。

关键词: 公司治理; 企业价值; 相关性

中图分类号: F061.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-980X(2010)03-0114-07

基于降低交易成本和代理成本的目的, 公司治理开始出现。公司治理通过降低交易成本和代理成本, 使得企业价值得以提升, 投资者财富得以增长。

公司价值与投资者财富同义反复。一般意义上认为, 公司是投资者的, 公司价值的提升必然带来投资者财富的增加。换句话说, 投资者财富增加建立在公司价值提升基础之上。公司价值提升不仅带来投资者财富的增加, 而且也能够使债权人、员工、政府等利益相关者福利增加。

公司治理与企业价值存在显著的相关性, 这在外国研究中已得到证实, 但中国公司治理与其价值的相关性如何, 至今未见有力论证。本文期望在这方面有所突破。

1 文献综述

Jensen 和 Meckling^[1] 研究了经理拥有股权与公司价值之间的关系, 他们认为公司的价值取决于内部股东所占有的股份比例, 所占比例越大, 公司的价值越高。因为内部股东的利益随着其股权比例的增大, 与全体股东的利益越趋于一致。Yermack^[2] 利用《福布斯》杂志 1984—1991 年间公布的美国 500 家最大公众公司的数据, 得出了董事会规模越大, 公司绩效越差的结论。Rechner 和 Dalton^[3] 对董事长与 CEO 的合一与分离及其与公司绩效之间的关系进行了研究, 认为两职合一或分离与公司绩效是相关的。Demsetz 和 Lehn^[4] 发现, 股权集中度与企业经营业绩并无显著相关关系。McConnell 和 Servaes^[5] 发现, 公司价值与股权结构之间具有非线性的函数关系, 在控股股东控股比例小于 40% 时, 公司托宾 Q 值随控股比例的增大而增大; 当控股比

例达到 40%~50% 时, 公司托宾 Q 值开始下降。

Beiner、Drobetz、Schmid 和 Zimmermann^[6] 研究了瑞士证券交易所上市的 275 家公司, 并通过数据分析考察公司治理同企业价值的相关关系, 结果证明公司治理综合指数 (corporate governance index, CGI) 对企业价值确实有显著的正面影响, 这表明治理水平较好的公司能够获得较高的市场估价, 且 CGI 上升一个百分点, 用托宾 Q 值 (Tobin'Q) 衡量的企业价值就会增加 8.56%。

Black、Jang 和 Kim^[7] 考察了韩国公司治理水平和企业价值之间是否存在正相关关系, 他们发现 CGI 表现出与企业价值很强的相关关系, 具体来说, CGI 上升 10 个百分点, 就能使企业价值上升 5.5%。

Newell 和 Wilson^[8] 通过研究 6 个新兴市场发现, 公司治理状况从最差到最好, 会引起公司价值 10%~12% 的提升。Dumev 和 Kim^[9] 发现, 治理较好的公司有更高的价值, 如果一个公司的 CGI 有 10% 的增长, 公司价值会有 13% 的增长, 如果在公司的透明度上有一个相似程度的改善, 公司价值则会增加 16%。

Gompers、Ishii 和 Metrick^[10] 针对股东权利和接管防御, 将治理机制归纳为 24 个方面, 并设计了一个反映治理的负向指标 G 指数, 结果表明 G 指数与公司价值之间有很高的相关性。1990 年的数据分析结果显示, G 指数每提高一点, 公司价值就显著性地降低 2.4 个百分点, 而到 1999 年这一数字变为 8.9 个百分点。总的来说, 他们的研究揭示, 那些在公司治理方面体现出股东权利较弱的公司, 会表现出更差的绩效、较低的销售增长率、更高的资本支出

收稿日期: 2009-12-24

作者简介: 陈祖英 (1962—), 女, 福建建瓯人, 福建农林大学经济与管理学院副教授, 硕士生导师, 研究方向: 公司治理与财务管理; 刘银国 (1964—), 男, 安徽阜阳人, 安徽财经大学商学院院长、教授, 硕士生导师, 博士, 研究方向: 公司治理问题; 朱龙 (1984—), 男, 安徽巢湖人, 安徽财经大学硕士研究生, 研究方向: 公司治理问题。

以及更多的兼并。

里昂亚洲商业银行曾用 7 大项、54 小项的标准衡量公司治理与公司价值的相关性,结果发现治理良好的公司,其股价表现相对优异。著名咨询公司麦肯锡(Mckinsey)对主要来自欧美的 200 位管理着 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 18%的溢价(详见表 1)。也就是说,公司治理不健全的亚洲企业和美国企业其融资成本要分别比公司治理健全的企业高出 20%~27%和 18%。

表 1 国际投资者对若干亚洲经济体公司治理的评价:
麦肯锡的调查结果^[11]

经济体	公司治理的总体状况评分(满分 5 分)	投资者愿意支付的溢价(%)
日本	2.6	20
中国台湾	2.5	20
韩国	2.0	24
泰国	1.7	26
马来西亚	1.5	25
印度尼西亚	1.1	27
美国	4.1	18
亚洲平均		24

中国学者对公司治理与企业价值相关性也进行了探索,如孙永祥和黄祖辉^[12]实证研究了公司股权结构同公司业绩以及企业价值之间的关系、股权集中度及其构成与公司业绩之间关系;Tian^[13]主要考察了公司治理水平的衡量指标之一——股权及股权结构和企业价值之间的关系,发现在企业价值和政府持股之间确实存在着 U 形曲线关系,也就是说在一个特定的“门槛”之前政府控股比例越小对公司越有利,而在此之后,政府控股比例越大对公司反而越有利。除此之外,Bai、Liu、Lu、Song 和 Zhang^[14]通过构建公司治理综合指数 CGI,综合考察了公司治理水平和企业价值之间的关系。他们发现中国上市公司治理和企业价值之间存在着正相关关系,并通过分析证实中国投资者确实愿意为公司治理水平较高的公司支付股票溢价,而且中国的投资者在一定的程度上能够区分出公司治理水平的好坏。

白重恩、刘俏、陆洲等^[15]运用主元因素分析法编制了一个可反映上市公司治理水平的综合指标——G 指标,根据 G 指标对中国上市公司进行排

名,发现排名较前的企业其市场价值也较高。但中国企业公司治理与企业价值的相关性如何,未见有效论证。

综观国外有关公司治理和企业价值之间相关关系的文献,我们可以发现,这些研究可以分为实验研究和实证研究两大类。由于受到数据可得性的影响,因此一些学者采用了调查等实验研究手段,尽管没有很强的数据支持,但是却为后来的研究提出了很多重要的启示。比如 Melvin 从 3 个角度论证了公司治理和企业价值之间的关系:调查(如麦肯锡 2000 年对 200 个机构投资者的“全球投资者民意调查”)、公司治理水平排名以及“焦点列表”研究。另有一些学者则采用了大量的数据,通过翔实的回归分析,给出了可靠的结论。在此基础上本文试图构建一个能够恰当反映和评价中国企业公司治理水平的 CGI 指标体系及企业价值计量模型,并运用回归分析检验中国企业公司治理和其价值的相关性。

2 研究假设

公司治理的核心,一是公司控制权的安排或配置,二是激励机制和约束机制的设计与实施。公司控制权配置合理与有效,不仅能够使公司控制权得以最有效运用,提高企业的决策水平和效率,而且能够降低交易成本(或制度运行成本),进而提升企业的价值。而激励机制和约束机制的健全,则能够保证经营者和股东的利益趋于一致,减少经营者的道德风险,降低代理成本,提高企业绩效,最终提升企业价值。

良好的企业绩效是提升企业价值的保证。企业的发展除了要求好的“硬件”外,还必须要有相关“软件”,公司治理水平作为企业发展的一个软件资源,对于提高公司绩效带来企业效益的好转具有重要的促进作用,因此,本文提出第 1 个研究假设:

H₁: 公司治理水平与企业绩效显著正相关。

公司治理是企业发展的长远手段、策略,好的公司治理水平不仅能够带来企业短期绩效的提升,提高企业在市场上的竞争力,同样也可带来企业价值的提升,企业长期价值的提高需要有好的公司治理水平,故本文提出第 2 个假设。

H₂: 公司治理水平与企业价值显著正相关。

公司治理的好坏不但会体现在企业的短期绩效上,也能够对企业的长期价值产生影响。但对短期绩效的影响比对长期价值的影响更为直接,表现也更为明显,故本文提出假设 3。

H₃: 公司治理水平对企业短期绩效的影响比对企业价值的影响更显著。

鉴于一般企业的价值无法准确度量,相关治理指标也难以有效获得,本文以我国上市公司作为研究对象。

3 公司治理水平和企业价值的衡量

3.1 公司治理综合评价指数的构建

对于公司治理综合指数(CGI),国内外学者有不同的设计和描述。Gompers、Ishii 和 Metrick^[10]将股东权利和接管防御的治理机制归纳为 24 个方面,并设计了一个反映治理的负向指标 G 指数。标准普尔从公司的所有权结构、财务利害相关者之间相互作用的关系、财务透明度和信息披露情况、公司董事会的结构与决策程序、董事会与管理层之间协调等 5 个方面构建了公司治理的评价指标体系。Campos、Newell 和 Wilson^[8]在研究新生市场公司治理水平发展的时候,曾经提出 15 种要素,如所有权结构、透明度、董事会规模、独立审计等,从广义角度给出公司治理的衡量指标。Bai、Liu、Lu、Song 和 Zhang^[14]等人将公司治理机制分为内部和外部两个方面,根据数据的可得性以及重要性进行权衡,并对每一项因素进行打分,然后加总得出公司治理综合评价指数。南开大学的公司治理研究中心推出了一套公司治理评价指标体系,该体系涵盖的内容相当广泛,包括了股东权利和控股股东、董事与董事会、

经理层、监事与监事会、信息披露、利益相关者等 6 个方面,同时考察的内容也较细致,每一个分指标下包括了数个 2 级指标和 80 余个 3 级指标^[16]。

本文认为 CGI 的设计并非指标越多越好、越详尽越好,因为指标过多、过详尽,需要的数据就会越多,从而将导致相当多的数据无法获得,同时指标过于琐碎和难以量化会给最终评价指数的指标权重设置带来困难。在 CGI 设计中,还应该注意以下两个方面的问题:其一,CGI 应该切实反映中国上市公司治理现状。中国公司治理模式发展过程中所出现的问题既有历史因素也有外来因素的推动,带有中国特色的鲜明烙印,不能简单地把英美或是德日的治理模式作为参照物;其二,CGI 应当针对当前公司治理最突出的问题给予最显著的权重,并以反映内部治理机制指标为主,毕竟外部治理机制取决于整个国家的法律、政治及金融市场等制度环境。

本文从公司治理的系统性和整体性出发,构建了一个相对较为全面、严密的公司治理综合评价指数,这一指数在尽量涵盖多种不同的治理机制的同时,摒弃了一些琐碎的、难以量化的指标,而且所选的 10 个分指标都是针对我国上市公司实际问题,描述“是什么”而不是“怎么做”的数据,可以直接从上市公司年报中获得,简化了数据获取的难度,具体指标设计如表 2。

表 2 公司治理评价指标

一级指标	二级指标	层次
股权结构	I ₁ : 第一大股东持股比例	
	I ₂ : 前十大股东持股比例	
	I ₃ : 流通股比例	
外部机构审核评价	I ₄ : 财务报表审计意见	
	I ₅ : 是否受到证监会或交易所批评	
董事会治理机制	I ₆ : 董事长或副董事长是否兼任总经理	
	I ₇ : 董事长或副董事长报酬来源	
	I ₈ : 独立董事比例	
经理人员激励	I ₉ : 经理人员持股数	
	I ₁₀ : 高管薪酬总额	

注:表 2 中指标数据主要来自我国上市公司对外公布的年报,表 2 中董事长、副董事长的报酬来源主要是指他们是否从公司取得报酬。

根据反映信息的重要性,我们将上述指标设定为 3 个层次。其一,“股权结构”既是中国上市公司面临的首要问题,又是中国上市公司面临的特殊问题,中国的上市公司不是古典企业制度发展的必然结果,而是在否定、改造计划经济的过程中嫁接,并被赋予改革国有企业使命而出现的。为了不动摇公有制的主导地位,在股权结构安排上引入国有股、法人股和公众流通股,其中国有股处于绝对控股地位。在这种特殊的股权结构下,公司治理的核心不但包括管理层和股东之间的利益冲突,更多的是控股大

股东和广大中小股东之间的利益冲突。所以应当把它放在第一层次。其二,“外部机构的审核评价”是公司内部治理情况的首要反映,应当属于第二层次。其三,“董事会治理机制”和“经理人员激励”这两个指标在国外的研究中常置于很重要的位置,但在中国,董事会治理不良常常是股权结构不合理派生出来的问题。而在经理人员激励方面,一方面,中国证券市场的特殊现实,导致经理人所持有的股份往往不具有可转让性,股份对经理人不构成有效的激励;另一方面,由年报中得到的经理报酬本身的数

据可靠性不足。因此,“董事会治理机制”和“经理人员激励”放在第三层次。本文在上述理由以及中国目前公司治理的情况下,由于股权结构的不完善造成了董事会治理机制的不完善,因此提出以下权重标准:

在具体评分时,为了得到比较客观、准确的指标权重,该研究采用了德尔菲法来解决权重值的设定问题。我们从福建农业大学经济与管理学院、安徽财经大学商学院及上海财经大学会计学院邀请了8位拥有教授职称和实务经验的专家各自独立地对3个层次设定权重值,并在第二次收回答案后,通过求平均值的方式获得最终权重值。根据德尔菲法的结果,第一层次的指标权重设为6,第二层次的指标权重设为3,第三层次的指标权重设为1。根据指标的质量高低,具体每个指标的分值分别为3、2、1,分别表示优、良、中。同时为了方便观察和比较,将评分结果转化为0~100之间的某个数值。最终的公司治理指数的计算公式如下:

$$CGI = (6 \times I_1 + 6 \times I_2 + 6 \times I_3 + 3 \times I_4 + 3 \times I_5 + I_6 + I_7 + I_8 + I_9 + I_{10}) / \text{最高分} \times 100。$$

3.2 企业价值和绩效的衡量

金融经济学家给企业价值下的定义是:企业的价值是该企业预期自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的现值,它与企业的财务决策密切相关,体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。扩大到管理学领域,企业价值可定义为企业遵循价值规律,通过以价值为核心的管理,使所有与企业利益相关者(包括股东、债权人、管理者、普通员工、政府等)均能获得满意回报的能力^[17]。显然,企业的价值越高,企业给予其利益相关者回报的能力就越高。而这个价值是可以通过其经济定义加以计量的。

公司绩效反映的是企业经营当期的运营情况,它一般与企业当期的营业效益、营业利润相关是对

经营者经营业绩的一种比较有效的解释,也是考核评价经营者的主要指标。它一般用企业当期的营业利润来进行表示。

用于衡量公司价值和绩效的指标通常可以采用托宾 Q 和 ROE 。

1) 托宾 Q 值。托宾 Q 值是指企业的市场价值与企业总资本的重置成本(即企业总资产)之间的比率。它是用来反映企业价值及其长期成长能力的指标。该比率越高意味着投资者越相信公司将迅速成长,越愿意向该公司投资;该比率越低,则说明投资者对公司的发展前景越没有信心。托宾 Q 值的具体计算公式为:

$$Q = \text{企业总资本的市场价值} / \text{企业总资本的重置成本} = (\text{年末流通股份市值} + \text{年末非流通股份价值} + \text{年末负债总额}) / \text{年末总资产}。$$

其中:非流通股份价值 = 每股净资产 \times 非流通股份数。

2) ROE 。即净资产收益率,它是企业净利润与净资产的比率,一般用于说明企业的短期绩效。其计算公式为:

$$ROE = \text{净利润} / \text{平均净资产}。$$

3.3 影响公司治理和企业价值的外生变量

公司治理与企业价值之间的关系不能独立于其他经济因素之外而存在^[18]。这是因为:一方面公司治理水平对企业价值有直接的促进关系,另一方面它们之间的关系也可能通过别的变量加以体现。因此,如果我们要剥离那种间接的关系,就需要引入相关的外生变量,从而研究由公司治理、企业价值和外生变量构成的经济系统中的关系。

外生变量可以体现为以下3个方面:与公司治理水平有直接的关系,但是不能直接作用于企业价值的外生变量;与公司治理水平和企业绩效都存在关系的外生变量;与公司治理水平和企业价值都存在关系的外生变量。如表3所示。

表3 公司治理的外生变量

性质	外生变量	定义
与公司治理水平有直接关系但不能直接作用于公司价值	公司是否属于垄断行业(IND)	是为1,不是为0
	公司是否境外上市($OMARKET$)	是否同时拥有A股和H股
	公司成立时间($YEAR$)	年报公布次数
与公司治理水平和企业绩效都存在关系	杠杆作用(DFL)	资产负债率 = 期末负债 / 期末总资产
	经营效率(ATR)	总资产周转率 = 销售收入 / 平均资产总额
与公司治理水平和企业价值都存在关系	公司规模($SIZE$)	总资产取自然对数
	成长机会($GROWTH$)	近3年销售额平均增长率
	企业研发能力($TECHNOLOGY$)	员工素质 = 企业中本科以上学历人数 / 企业全部在册人数

简单平均后的结果并不为整数,方便起见这里取了整数。

4 公司治理与企业价值的计量模型

根据上述各变量之间关系的分析发现,这些变量间不仅仅是单一经济变量和影响该变量诸因素间的简单因果关系,而是构成了一个经济系统。因此,用单个计量方程构成的模型将失去一些必要的信息,有必要建立两个联立计量方程模型来描述这一系统内的相关关系,其特点是 CGI 既作为被解释变量也作为净资产收益率 ROE 和托宾 Q 的解释变量。我们构建的公司治理与企业价值联立计量模型如下:

$$CGI = C(1) + C(2) \times IND + C(3) \times OMARKET + C(4) \times YEAR + C(5) \times DFL + C(6) \times ATR + C(7) \times SIZE + C(8) \times GROWTH + C(9) \times TECHNOLOGY; \quad (1)$$

$$ROE = C(1) + C(2) \times CGI + C(3) \times DFL + C(4) \times ATR; \quad (2)$$

$$Q = C(1) + C(2) \times CGI + C(3) \times SIZE + C(4) \times GROWTH + C(5) \times TECHNOLOGY. \quad (3)$$

模型中 C(i) (i=1,2,...,9) 分别为模型中的常数项和回归系数,方程(1)用于研究影响公司治理水平的各因素的显著性,方程(2)用于研究公司治理对企业短期绩效的影响,方程(3)研究公司治理水平是否能够有效地促进企业价值的提高。从而构造联立方程组 1(方程(1)和方程(2))、联立方程组 2(方程(1)和方程(3)),分别描述了公司治理水平和企业绩效以及公司治理和企业价值这一经济系统内的两对关系,实现我们比较分析的研究目的。

针对该联立方程,我们采用两阶段最小二乘法回归,即将方程(1)回归得到的 CGI 拟合值代替方程(2)和方程(3)中 CGI 的观察值,从而得到 CGI 和 ROE 以及 CGI 和 Q 之间的关系。前者是剥离了杠

杆作用和经营效率等外生变量影响,后者是剥离了资产规模、成长性等外生变量的影响之后得到的直接作用效果。这种估计方法的优点是在回归过程中并没有涉及方程中内生变量和外生解释变量的数目,所以与方程的识别状态无关,因而既适用于恰好识别的结构方程,也适用于过度识别的结构方程。同时这种虚拟回归方法实际上等同于一般意义上的工具变量法,只不过在工具变量的选择上,它采用内生变量的拟合值作为工具变量。从而较好地解决模型建立中的内生性问题,即公司治理与企业绩效和价值到底谁因谁果问题。

5 数据检验

5.1 样本说明

1) 样本选自 2007 年部分沪深两市上市公司(其中剔除被 ST、PT 和数据缺失或账面数据不正常的公司),根据 2001 年 4 月中国证券监督管理委员会公布的《上市公司分类行业指引》,共 13 大类(A~M 类)行业,每行业随机选取 10 家(深市 5 家、沪市 5 家),同时剔除托宾 Q < 4,即企业价值异常的样本点后共 261 家。

2) 由于数据收集的困难,因此本文在分析企业绩效时采用 2007 年截面数据;在分析企业价值时,为了尽可能说明企业长期发展趋势和增长能力,考虑到 2007 年期初数据与期末数据的变化,计算出当期的增长速度,以作为时间序列数据。

5.2 数据检验

限于篇幅,我们略去实证研究过程中的全部数据演算过程和众多结果,而只把最为主要的公司治理和企业价值计量模型的回归分析结果概述如下:

运用上市公司数据,我们得到联立方程组中各指标的相关系数,呈现出表 4 和表 5 所示的关系。

表 4 联立方程组 1 中变量间相关系数

变量	CGI	ROE	IND	OMARKET	YEAR	DFL	ATR
CGI	1.000						
ROE	0.074	1.000					
IND	-0.130	0.008	1.000				
OMARKET	0.046	0.076	0.072	1.000			
YEAR	0.271	0.026	-0.048	0.008	1.000		
DFL	0.116	0.165	0.036	0.009	0.199	1.000	
ATR	0.259	-0.096	-0.120	-0.019	-0.171	-0.038	1.000

表 5 联立方程组 2 中变量间相关系数

变量	CGI	Q	IND	OMARK	YEAR	DFL	ATR	SIZE	GROWTH	TECH
CGI	1.000									
Q	0.106	1.000								
IND	-0.130	-0.099	1.000							
OMARK	0.046	-0.130	0.072	1.000						
YEAR	0.271	0.223	-0.048	0.008	1.000					
DFL	0.116	-0.019	0.036	0.009	0.199	1.000				
ATR	0.109	-0.153	-0.120	-0.019	-0.171	-0.038	1.000			
SIZE	-0.147	-0.271	0.057	0.424	0.102	0.306	-0.105	1.000		
GROWTH	-0.073	0.205	0.172	-0.038	0.176	0.201	-0.140	0.152	1.000	
TECH	-0.142	0.172	-0.002	0.022	0.244	0.249	-0.159	0.114	0.256	1.000

从表4和表5可以看出,通过一定的权重设置将分指标的得分整合成一个总体的公司治理指数之后,CGI与ROE及托宾Q之间的相关系数呈现正值,这在一定程度上说明,作为一个整体,CGI和ROE及托宾Q之间存在正向的关系。

IND和CGI之间的相关系数都是负的,说明属于垄断行业公司CGI比较低,虽符合一般逻辑推断,但这种关系是否显著还需要进一步计量检验。OMARKET与CGI的相关系数为正,即表明境外上市的公司治理水平较高。YEAR与CGI、ROE、Q的相关系数都是正的,说明公司成立的时间越长,治理水平越高,价值也越好,这点从理论上看是完全成

立的。DFL、ATR与CGI都为正,但联立方程1中的ATR与CGI比联立方程2中的相关性更大,说明在短期公司业绩中经营效率对公司治理更有说服力。SIZE与CGI、Q的相关系数都是负的,这点和一般的理解有所不同,公司资产越大,治理水平反而越低,价值也反而越低,但这可能恰恰是中国上市公司的现状,也为我们进一步的纵深研究留下了空间。

另外采用两阶段最小二乘法回归,即将方程(1)回归得到的CGI拟合值作为方程(2)和方程(3)中CGI的工具变量进行回归,得到联立方程组的回归结果如表6所示。

表6 OLS法模型回归结果

解释变量	被解释变量		
	CGI方程(1)	ROE方程(2)	Q方程(3)
C	81.43075 (2.359169)	8.244542 (2.359169)	4.532894 (3.735596)
CGI		0.016020 ** (-0.401106)	0.0147154 ** (0.911086)
IND	-8.786409 (-1.272405)		
OMARKET	16.22097 *** (1.500186)		
YEAR	1.490924 (-2.701049)		
DFL	0.003211 *** (-9.001055)	0.073520 (1.363961)	
ATR	1.441993 (2.501490)	-1.451222 * (-0.744318)	
SIZE	-2.928835 (-1.239711)		-0.260383 (-2.813924)
GROWTH	0.006109 * (1.420044)		0.001258 (1.936451)
TECH	-6.941674 (-0.602973)		0.744727 (1.477641)
R-squared	0.612845	0.735502	0.516618
F-statistic	51.22969	960.2411	88.64603

注:表6中“*”、“**”、“***”分别代表在10%、5%、1%的水平下显著,括号内为T统计量。

6 结论

从方程(1)中的回归结果看,公司成立的年数、财务杠杆作用、经营效率比行业性质、是否在境外上市、资产的规模大小以及公司的增长性在解释公司的治理水平时更有说服力。我们认为,公司既然上市,就必然要遵循证监会和交易所的相关规定,建立相应的一系列治理制度,这使得上市公司治理模式是否属于垄断行业没有太大的区别,因此行业的划分对公司治理水平并不产生显著影响。对于是否在境外上市对公司治理水平的影响虽不显著,但还是有一定影响,毕竟能在境外上市还是得具备一定实

力,公司还得接受境外证券市场的一些规范条例,其在实质和形式上都会影响公司治理水平的真正提高,这也符合前面相关性分析。公司的成长性、研发能力和成立年数成为解释公司治理水平的显著变量,说明对于我国上市公司来说,公司成长性越高,研发能力越强,公司越需要建立良好的治理机制来支持公司的发展。

在研究CGI与ROE关系的方程(2)中,再次证明公司治理水平与公司绩效显著正相关(验证了假设H₁),公司治理水平每提高1个百分点,公司绩效上升0.02个百分点。另外杠杆比率对公司的价值有显著正面影响,这同资本结构的“权衡理论”以及

Jensen 的自由现金流理论是一致的。

在研究 CGI 与 Q 值关系的方程 (3) 中, CGI 前的系数为 0.0147154, 可以看出公司治理水平对企业价值具有明显促进作用 (验证了假设 H_2), 但相比方程 (2) 这一数字更小, 说明在我国公司治理水平对公司短期业绩提高的影响力度比对公司长远价值的影响力度大了近二倍, 也即说明我国当前企业制度改革, 完善公司治理制度还缺乏长远考虑。这也正好符合本文假设 H_3 , 在我国, 公司治理水平对企业短期绩效的影响相比对企业价值的影响更显著。

我们的结论是: 在我国的环境下, 公司治理绩效与公司价值的关联性得到了实证的支持, 这表明良好的公司治理将使公司在未来具有较高的财务安全性, 有利于公司盈利能力的提高, 从而使投资者愿意为治理状况好的公司支付较高的溢价, 进而提高了公司的价值; 从实证结果中我们亦看出, 在我国公司治理水平对公司短期绩效的影响较公司价值更为显著。这从一定程度上反映出, 我国公司治理的结构安排与机制设立更侧重于以短期绩效为目标, 虽然短期绩效与公司价值在某种程度上具有正向关联性, 但从国外的实践来看过于追逐短期绩效往往不利于公司的长远发展, 不利于公司做大做强^[19]。因此, 在我国公司治理的未来发展中, 公司的治理机构与治理机制的设计需要更多的关注公司短期绩效与公司价值的平衡问题, 只有这样公司才可能实现持续的良性发展。

参考文献

- [1] JENSEN, MECKLING. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-360.
- [2] YERMACK D. Companies' modest claims about the value of CEO stock option awards [J]. New York University: Leonard N, Stern School of Business, 1996(4): 42-96.
- [3] RECHNER P L, DAL TON D R. CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis [J]. Strategic Management Journal, 1991, 12(2): 155-160.
- [4] DEMSETZ H, LEHN K. The structure of corporate ownership: causes and consequences [J]. Journal of Political E-

- conomy, 1985, 93(6): 1155-1177.
- [5] MCCONNELL J J, SERVAES H. Additional evidence on equity ownership and corporate value [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 595-612.
- [6] BEINER S, DROBETZ W, SCHMID M, et al. An integrated framework of corporate governance and firm valuation: evidence from Switzerland [J]. Finance Working Paper, 2003, 34: 122-129.
- [7] BLACK B S, JANG H, KIM W. Does corporate governance predict firms' market values? evidence from Korea [J]. The Journal of Law, Economics and Organization, 2006, 22: 366-413.
- [8] NEWELL R, WILSON G. A premium for good governance [J]. The McKinsey Quarterly, 2002(2): 20-25.
- [9] DURNEV A, KIM E. H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. [2008-12-15]. <http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>.
- [10] GOMPERS P A, ISHII J L, METRICK A. Corporate Governance and Equity Prices. [2008-06-03]. <http://www.nber.org/papers/w8449.pdf>.
- [11] 张春霖. 公司治理改革的国际趋势 [J]. 世界经济与政治, 2002(5): 41-46.
- [12] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999(12): 24-31, 40.
- [13] TIAN L H. Government Shareholding and the Value of China's Modern Firms [z]. William Davidson Institute Working Paper No. 395, University of Michigan Business School.
- [14] BAI C, LIU Q, LU J, et al. Corporate governance and market valuation in China [J]. Journal of Comparative Economics, 2004, 32: 599-616.
- [15] 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): 81-91.
- [16] 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): 64-75.
- [17] 严若森. 公司治理评价及其灰色关联分析 [J]. 技术经济, 2009(7): 116-122.
- [18] 袁庆明. 新制度经济学 [M]. 北京: 中国发展出版社, 2005: 151.
- [19] 奥利弗·哈特. 公司治理: 理论与启示 [J]. 经济学动态, 1996(6): 15-20.

Research on Correlation Between Corporate Governance and Corporate Value

Chen Zuying¹, Liu Yinguo², Zhu Long²

(1. School of Economics and Management, Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350002, China;

2. School of Business, Anhui University of Finance & Economics, Benbu Anhui 233030, China)

Abstract: This paper attempts to build up the corporate governance index and the measurement model of corporate value to reflect and evaluate China's corporate governance level. Then it tests the correlation between China's corporate governance and corporate value through the regression analysis. The results show that corporate governance level and corporate value as well as corporate performance have significant correlation.

Key words: corporate governance; corporate value; correlation