第 36 卷 第 2 期
2010 年 2 月
财经研究
Journal of Finance and Economics
Vol. 36 No. 2
Feb. 2010

中国上市公司的治理改进:2002—2006

曹廷求[1],钱先航[2],郑　静[1]
(1. 山东大学 经济学院,山东 济南 250100;
2. 南开大学 公司治理研究中心,天津 300071)

摘　要:文章以 2002 年和 2007 年我国上市公司的自查报告为基础,选择了 18 个指标构建了公司治理指数,并以此对我国上市公司的治理状况及其 5 年间的改进程度进行了综合评价。结果显示,治理指数与公司价值显著正相关,治理指数每上升 1 点,公司价值约增加 0.3 个百分点;5 年间上市公司的治理水平有明显改进,这种改善总体上会带来公司价值的提升,但这一结论存在一定的内生性。进一步研究表明,上述治理改进的效果是股东权利、董事会与监事会、公司独立性和内控与激励机制等治理机制共同作用的结果。文章还发现,公司风险程度、融资需求、外部市场化水平、兼并或借壳上市等公司特征在一定程度上驱动了上市公司的治理改进。

关键词:治理指数;治理改进;公司价值

中图分类号:F276.6　**文献标识码**:A　**文章编号**:1001-9952(2010)02-0132-12

一、研究背景

随着中国资本市场的稳步发展,不仅上市公司的数量不断增长,对上市公司的质量要求也在不断提高,完善公司治理始终被视为其中的核心工作而得到普遍认可和重视。为了检查和了解上市公司的治理状况,中国证监会先后于 2002 年和 2007 年两次对所有的上市公司进行了公司治理专项调查和整改工作,这为全面了解和评估我国上市公司治理状况提供了契机。我们在获得两次专项调查数据的基础上,对 2002 年到 2006 年的 5 年间上市公司治理状况及其改进效果进行了分析评价,以期发现我国上市公司治理状况阶段性改善及其效果的经验证据。

应该说 2002—2006 年的 5 年是我国资本市场发展和上市公司质量提高的关键 5 年,其中不仅进行了股权分置改革和重新修订了《公司法》和《证券

收稿日期:2009-11-09
基金项目:国家自然科学基金项目(70672098);教育部人文社科重点研究基地重大项目(07JJD630002)
作者简介:曹廷求(1968—),男,安徽安庆人,山东大学经济学院教授,博士生导师;
钱先航(1985—),男,江苏宿迁人,南开大学公司治理研究中心博士研究生;
郑　静(1983—),女,山东烟台人,山东大学经济学院金融学系硕士研究生。

法》,而且在公司治理完善方面也做出了不少努力。2004 年 1 月,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确提出进一步提高上市公司质量,推进上市公司规范运作,并将完善上市公司法人治理结构、强化董事和高管人员的诚信责任等作为政策重点;2005 年 10 月,国务院批准证监会《关于提高上市公司质量意见的通知》,又一次将完善公司治理、提高上市公司经营管理和规范运作水平作为重点内容。多年来围绕公司治理做出的努力,其成效如何? 如何评价 5 年来上市公司完善公司治理的效果以及现阶段我国上市公司治理状况? 这不仅是一个衡量公司治理本身及其效果本身的现实问题,也是评估和设计进一步完善上市公司治理建设路径的关键问题,本文试图提供这几方面的经验参考。

近年来如何评价公司治理状况及其效果成为公司治理研究领域的新兴问题,这既是"理论—应用—评价"公司治理研究规律的体现,也是近十年以来公司治理得到普遍应用的自然结果。目前在如何评价公司治理状况并生成公司治理指数方面,具体有两种做法:一是从公司治理原理出发,构建涵盖公司治理各个层面的指标,并在此基础上按照一定的方法最终生成治理指数。其中的代表是南开大学公司治理研究中心编制的中国上市公司治理指数以及基于此的系列成果(李维安,2005;南开大学公司治理研究中心课题组,2003、2004、2006);二是从公司治理的主要方面或者某一个视角,选择几个主要的公司治理指标,将这些指标简单相加或者加权平均构成治理指标。国际上最典型的代表是 Gompers 等(2003)、Bebchuk 等(2005)以及随后的一系列研究;国内的代表是潘福祥(2004)、白重恩等(2005),他们分别采用少量的治理变量构建了公司治理指数,并在此基础上进行了实证研究。本文采用的是第二种方法,根据公司治理的主要含义设置和选择具体的公司治理指标并基于此构建公司治理指数。与现有文献相比,本文主要有以下三方面的改进:一是选择的指标数量较多,因而能更全面地反映公司治理的总体状况并因此增加实证研究的可信度;二是研究内容上我们不仅分别衡量了 2002 年和 2006 年的治理指数,而且在此基础上进行了对比分析,以反映中国上市公司治理改进程度及其效果;三是我们的指标选择是基于上市公司的问卷调查而不是公开的数据库,有利于对我国上市公司治理状况进行更全面、更准确的了解。

二、公司治理指数的构建

1. 指标选择。依据已有的国内外相关研究成果、结合中国特有的制度背景,利用 2002 年和 2007 年中国证监会进行的公司治理专项活动中全部上市公司的自查报告的有关信息,对我国上市公司的治理状况进行综合评价。在自查报告中,2002 年总共有 110 个问题,2007 年共有 100 个问题。为了对两年的公司治理状况进行对比,我们首先从中挑选出两年相同、共计 50 个问题,

除去其中的 29 个制度性(如董事会的召集、召开程序是否符合相关规定等)以及公司回答为文字描述性(如董事长的简历及主要职责等)等难以刻画的定性问题后,剩余 21 个问题。在这些问题中,由于“监事会是否有对董事会决议进行否决”、“监事会是否曾发现并纠正公司财务报告的不实之处”及“监事会是否曾发现并纠正董事、总经理的违法违规行为”这三个问题以及“公司对高级经理人员是否采用了基于股权的长期激励机制”和“公司对董事会成员是否采用了基于股权的长期激励机制”这两个问题的答案基本相同,我们分别将其合并为一个问题,这样我们最终获得了 18 个指标。

2. 指数构建。本文利用这 18 个指标构建公司治理指数,用以评价上市公司治理状况。在构建指数时,采用 0－1 赋值方式对每个指标赋值(Gompers 等,2003;Bebchuk 等,2005)。具体赋值时我们把全部的 18 个治理指标分为两类,一类是“有利于公司治理改善的指标”,第二类是“不利于公司治理改善的指标”,两类指标的划分标准是有关的法律法规等已有规范和已经取得共识的理论分析和实证研究成果。我们按照这一标准,对全部 18 个指标进行了逐项分类。划分的结果是第一类指标 14 个,占其中的绝大多数,这类指标如果答案为“是”则取值 1,“否”则取值 0;第二类指标仅有 4 个,这 4 个指标的取值方法与第一类指标相反,如果答案为“是”取值 0,“否”则取值 1。由于独立董事占董事会成员的比例和股东单位派遣的董事占董事会成员的比例两个指标不能直接采用上述“是”或“否”的方式赋值,我们以样本公司同类指标的均值划线,按照高于或低于均值为标准分别赋值。[①] 这样两类指标数值相加后的结果可以反映该公司的治理状况,我们的公司治理指数在 0－18 之间,数值越大表明该公司治理状况越完善,数值越小表明治理状况越不理想。我们由此获得 2002 年治理指数(GG_{2002})和 2006 年治理指数(GG_{2006})。具体的取值结果见表 1。

此外我们根据各个问题的性质不同将各个问题进行分类,分别建立了股东权利(GG_1)、董事会与监事会(GG_2)、公司独立性(GG_3)和内控与激励机制(GG_4)4 个公司治理分指数,其中股东权利涵盖 3 个指标,其变化值在 0－3 之间;其余的三个分指数都包括 5 个具体指标,变化值在 0－5 之间。

表 1 构建指数的 18 个指标的描述

二级指标	三级指标	统计特征				
		2002 年均值	2006 年均值	增加样本(%)	减少样本(%)	不变样本(%)
股东权利	是否采用了累积投票制(股权分置改革时除外)(是为 1;否为 0)	0.004	0.035	5.089	0.382	94.529
	是否发生过征集投票权(股权分置改革时除外)(是为 1;否为 0)	0.108	0.649	56.489	1.781	41.730
	单独或合并持有公司有表决权总数 3% 以上股份的股东是否提出过临时议案(是为 1;否为 0)	0.193	0.317	24.554	11.578	63.868

续表 1　构建指数的 18 个指标的描述

二级指标	三级指标	统计特征				
		2002 年均值	2006 年均值	增加样本(%)	减少样本(%)	不变样本(%)
董事会与监事会	独立董事占董事会成员的比例(大于等于均值为 1;否则为 0)	0.543	0.356	17.430	36.132	46.438
	股东单位派遣的董事占董事会成员的比例(大于等于均值为 0;否则为 1)	0.455	0.310	13.104	27.608	59.288
	董事会是否设立下属委员会(是为 1;否为 0)	0.305	0.768	49.618	1.781	48.601
	独立董事是否对公司重大生产经营决策、对外投资、高管人员的提名及其薪酬与考核、内部审计起到监督咨询作用(是为 1;否为 0)	0.905	1.000	38.931	0.000	61.069
	监事会是否有对董事会决议进行否决/监事会是否曾发现并纠正公司财务报告的不实之处/监事会是否曾发现并纠正董事、总经理的违法违规行为(是为 1;否为 0)	0.021	0.014	1.399	2.036	96.565
公司独立性	公司能否独立于控股股东自主招聘经营管理人员和职工(是为 1;否为 0)	0.959	0.989	11.704	0.891	87.405
	公司商标注册与使用是否独立于大股东(是为 1;否为 0)	0.750	0.849	30.025	5.598	64.377
	公司有无独立于控股股东的财务会计部门(是为 1;否为 0)	0.845	1.000	20.356	0.000	79.644
	公司与控股股东或其关联单位是否有资产委托经营(是为 0;否为 1)	0.886	0.914	30.153	7.506	62.341
	近三年公司与控股股东或其控股的其他关联单位是否有关联交易(是为 0;否为 1)	0.002	0.191	19.211	0.382	80.407
内控与激励机制	公司总经理/副总经理/财务负责人人选的产生是否来自控股股东单位,或者由控股股东内部程序决定,控股股东出任的董事提出(是为 0;否为 1)	0.658	0.550	19.338	26.464	54.198
	最近三年审计师是否对公司出具过《管理建议书》(是为 0;否为 1)	0.803	0.780	13.359	12.468	74.173
	近三年公司募集资金是否有投向变更的情况(是为 0;否为 1)	0.499	0.467	21.628	13.740	64.632
	近年来公司财物报告是否有被出具非标准无保留意见(是为 0;否为 1)	0.796	0.853	25.063	7.761	67.176
	公司对高级经理人员/董事会成员是否采用了基于股权的长期激励机制(是为 1;否为 0)	0.062	0.023	3.181	4.707	92.112

注:表中的统计结果是基于获得每年 781 家公司样本所得。

3. 公司治理改进的衡量。为了反映 2002 年到 2006 年间公司治理的变化程度,我们设计了公司治理改进指标(ΔGG)。一般而言,简单的计算方法是将两个指标直接相减,得到的差就是治理改进程度。但由于我们的治理指数是由 18 个指标组成,这 18 个指标在 5 年间的变化方向有可能不一样,有的“变好”,有的“变坏”,如果直接相减就有可能忽视各个指标的上述变化而得到有失偏颇的结果。例如若某公司 2002 年得分为 3,2006 年得分为 2,且 2006 年得分的指标与 2002 年彼此不同,那么此时相比 2002 年,该公司尽管有 3 个指标 2006 年有所下降,但仍有两个指标获得了改进,如果直接相减的得分就与实际情况不符。此外由于少数指标,例如独立董事比例的赋值方式是采用大于当年均值即为 1 否则为 0,若两年得分相减则不具有统计上的意义。为此我们分别将 18 个指标 2002 年和 2006 年的得分值逐个地进行对比,再将对比的结果分为改进的和没有改进的两大类,前者(2006 年比 2002 年好)取 1,后者(2006 年与 2002 年一样或者变差)取 0,最后再汇总得到治理改进指标。

三、统计分析

1. 数据采集过程与数据来源。为了对比5年间上市公司治理状况,我们以2002年的上市公司为基础,并从交易所网站下载了这些公司2007年公司治理专项活动自查报告。在剔除自查报告回答不够详细及金融保险类的上市公司样本后,最终获得每年781个、两年共计1 562个有效样本。在获得样本以后,按照前文的说明从2002年的Excel表中挑出18个公司治理问题的答案,再从2007年781个上市公司治理问卷中挑出18个公司治理问题的答案并输入Excel表,在整理成统一的表格后分别对18个指标按前文说明进行了赋值。在其他数据的选取方面,牵涉到一个取值时间的确定问题。因为2007年公司治理专项活动调查的取值时间截至2006年底,但是2002年问卷调查的取值时间是2002年6月,出于数据可获得性和对比的需要,我们将样本数据的获取时间确定为2002年底。我们按照上述标准从CCER数据库获取了财务数据等相关数据,最终汇总形成了本文的研究数据样本。

2. 样本数据的总体描述性统计

(1)治理指数的统计特征。表2分别对2002年和2006年公司治理指数及治理改进的统计特征进行了汇总,从中可以看出,2006年和2002年公司治理指数平均值分别为10.065和8.794,2006年样本公司治理状况明显好于2002年;从标准差来看,2006年公司治理指数的标准差小于2002年,说明2006年样本公司的治理状况差异较小,而2002年各样本公司治理状况差异较大。这反映出我国上市公司的总体治理状况在这5年间有较大改进。②

表2 治理指数及改进的统计特征

统计值	ΔCG_{2002}	ΔCG_{2006}	ΔCG	ΔCG_1	ΔCG_2	ΔCG_3	ΔCG_4
均值	8.794	10.065	3.693	0.821	1.171	0.525	1.176
中值	8	10	3	1	1	0	1
标准差	2.207	1.694	1.919	0.680	0.934	0.722	1.061
最大值	15	17	12	3	4	3	5
最小值	1	1	0	0	0	0	0

从2002年到2006年的5年间治理改进指标平均为3.693。进一步从4个分指数的改进程度看,董事会与监事会指数(ΔCG_2)和内控与激励机制指数(ΔCG_4)对总体改进的贡献较大,均超过30%;公司独立性指数(ΔCG_3)对总体改进的贡献最小,只大约为14%;股东权利指数(ΔCG_1)的贡献为22%。由此可见,我国上市公司的治理改进主要是由董事会与监事会治理以及内控与激励机制治理所引致,而其他两个方面的改进则较小。

为了直观地对比2002年和2006年之间公司治理指数的情况,我们用直方图的形式进行了描述。从图1可以看出,CG_{2002}和CG_{2006}都呈中间多两头少的钟形分布,但CG_{2006}分布于CG_{2002}右方,CG_{2006}均值明显高于CG_{2002};从数值

来看，CG_{2002}多集中于6—10分，而CG_{2006}则大多集中于8—12分，这也说明我国上市公司2006年的公司治理状况较2002年有较为明显的改进。

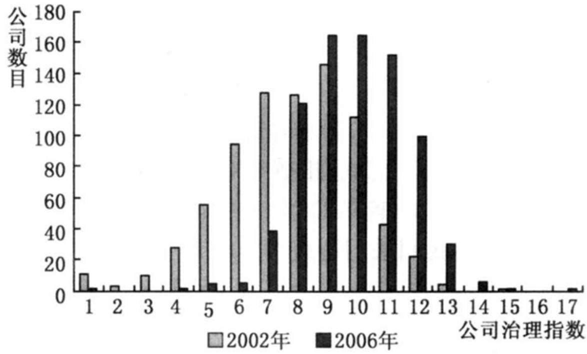

图1　2002年和2006年治理总指数的分布

（2）各个具体指标的统计结果。从每一个指标的统计结果来看（表1右列），在18个治理指标中，有11个指标2006年要比2002年有相应的提高，而7个指标则有所下降，但下降的幅度都较小，且独立董事比例以及股东单位派遣的董事成员比例两个指标的下降主要是由于相比各自年份样本均值的减少，其2006年的均值还是高于2002年。这说明2002—2006年我国上市公司的治理状况有显著改进。

从每个治理指标对应的分指数可以看出，股东权利指数以及公司独立性指数的每个指标都有所增加，且从增加的指标看，增加程度较大的是征集投票权以及董事会下属委员会的设立指标；在减少的样本方面，“独立董事的监督咨询作用”以及“公司有无独立于控股股东的财务会计部门”两个指标减少样本为0，这表明样本公司2002—2006年在这两个指标上有所改进或是保持不变，说明我国上市公司在这两个治理机制的建设方面成效较为显著。

四、计量结果与分析

1. 模型建立。为了检验公司治理对公司价值的影响，我们以Tobin’s Q值来衡量公司价值，同时为检验结果的稳健性，我们还以绩效指标为被解释变量，以公司治理指数为主要解释变量，加入公司规模（总资产的自然对数，size）、上市时间（time）、资产负债率（debt）、融资需求（资产增长率－ROE/（1－ROE），efn）、最终控制人性质（若国有为1，否则为0，nat）、Beta系数（beta）以及外部的经济发展水平（公司所在地当年GDP占全国GDP的比例，gdp）、市场化环境（mar）等控制变量，市场化环境用樊纲和王小鲁编制的市场化指数来衡量。

需要说明的是，本文的Q采用Kaplan和Zingales（1997）的方法进行计算，即Tobin’s Q＝市场价值/重置成本＝（资产的账面价值＋普通股的市场价值－普通股的账面价值－递延税）/资产的账面价值，由于我国上市公司既存在流通股又存在非流通股，对于非流通股的价格，我们以目前常用的每股净资产进行计算。最终Q＝[（资产账面价值＋流通股数量×流通股价格＋非

流通股数量×每股净资产)—普通股账面价值—递延税]/资产账面价值。

在对相关变量进行定义之后,我们设立模型来检验公司治理对于公司价值的影响。具体模型为:$Dep=\beta_0+\beta_1 CG+\beta_2 X+\beta_3 Y+year+\varepsilon$。其中,Dep表示被解释变量,包括Q和ROA;X表示公司特征变量,包括size、time、debt、efn、beta、nat;Y表示外部环境变量,包括gdp、mar。

2. 总体检验。为了准确考察公司治理与价值之间的关系,我们建立Panel对获得的2002年与2007年的样本数据进行回归分析。考虑到截面间可能存在异方差,我们采用可行的广义最小二乘法(FGLS)进行回归。[③]

表3 总指数的检验

变量	Tobin's Q			ROA		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	5.673 (0.000)	5.669 (0.000)	5.589 (0.000)	−0.273 (0.000)	−0.283 (0.000)	−0.195 (0.000)
CG	0.002 (0.000)	0.003 (0.000)	0.012 (0.000)	0.003 (0.000)	0.002 (0.000)	−0.004 (0.017)
size	−0.206 (0.000)	−0.207 (0.000)	−0.207 (0.000)	0.019 (0.000)	0.019 (0.000)	0.018 (0.000)
debt	0.409 (0.000)	0.412 (0.000)	0.417 (0.000)	−0.238 (0.000)	−0.241 (0.000)	−0.240 (0.000)
beta	−0.122 (0.001)	−0.118 (0.001)	−0.119 (0.000)	−0.022 (0.016)	−0.015 (0.058)	−0.020 (0.000)
efn	−0.006 (0.002)	−0.006 (0.000)	−0.004 (0.000)	−0.004 (0.000)	−0.004 (0.000)	−0.007 (0.001)
nat	0.001 (0.888)	0.003 (0.649)	0.001 (0.747)	−0.013 (0.000)	−0.011 (0.000)	−0.015 (0.000)
time	0.010 (0.000)	0.009 (0.000)	0.010 (0.000)	0.002 (0.000)	0.001 (0.000)	0.001 (0.000)
gdp		−0.348 (0.000)	−0.366 (0.000)		−0.356 (0.000)	−0.365 (0.000)
mar		0.004 (0.019)	0.003 (0.084)		0.003 (0.000)	0.004 (0.000)
FD			−0.087 (0.000)			0.075 (0.000)
FD×CG			0.010 (0.000)			−0.007 (0.000)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R^2	0.726	0.730	0.734	0.636	0.640	0.648
F	518.336 (0.000)	420.826 (0.000)	359.020 (0.000)	390.268 (0.000)	320.443 (0.000)	252.932 (0.000)

注:括号中数字为p值,本文的显著性水平以10%为准,下表同。

(1)总指数的回归结果(见表3)。在模型(2)和模型(5)中,治理指数都表现出与Q以及ROA显著的正相关性,这与目前大多数的实证结果相一致(Gompers等,2003;白重恩等,2005),从本文的角度看,这表明采用较多治理条款即公司治理较为完善的公司其价值也较高,这也反映出完善公司治理的

工作在提高公司价值方面是有效的。从回归系数来看，治理指数每上升 1，公司的 Q 值和 ROA 都会增加约 0.3 个百分点。在其他变量中，规模和市场风险与 Q 显著负相关，表明规模大的公司具有较小的 Q，这可能是由于规模大的公司由于其业务复杂而使其内部监督产生困难，因而具有较大的代理成本，而 Beta 系数的显著负相关说明市场风险的扩大会减少其价值；资产负债率的增加则会显著提高公司价值，这可能是由于财务杠杆的增加可以减少公司的自由现金流，同时可以强化债权人对公司管理层的监督；同时国有与非国有公司的 Q 值并无显著差异，上市时间长的公司也会有较高的 Q；外部的经济发展水平会带来公司 Q 的显著降低，而市场化水平越高的地区，其公司 Q 值也就越高。

以 ROA 为被解释变量的回归结果与前者存在较大差异。公司规模及上市时间的增加会显著提高公司 ROA 水平，但资产负债率、市场风险及融资需求的增加却会显著降低公司的 ROA，非国有上市公司也比国有上市公司拥有较高的 ROA 水平。

(2)内生性影响。以上我们的回归结果没有考虑公司治理指数的内生性影响，而目前大量的研究讨论了股权结构(Demsetz 和 Lehn，1985；宋敏等，2004；曹廷求等，2007)、管理层持股(Himmelberg 等，1999)以及董事会(Hermalin 和 Weisbach，2000；王跃堂等，2006)等内生性问题，本文的公司治理指数也可能存在这一问题。公司治理与价值之间最常见的内生性问题就是反向影响，即公司治理的完善可能是由于公司价值的变化所引致的。解决内生性问题较为有效的方法是寻找工具变量，但是目前学术界对单个治理机制的工具变量选择存在较大争议，对公司治理指数而言，就更难找到合适的工具变量，因此本文放弃工具变量方法，参考 Chhaochharia 和 Laeven(2009)的方法以尽量减少由于内生性而给回归结果带来的影响。他们假定依赖于外部融资的公司，若自身公司治理状况好，则更容易获得外部融资，因此我们加入公司财务依赖性(FD)及其与治理指数的交叉项，其中 FD＝(资本支出－现金流)/现金流。若加入两个变量后方程的回归结果中，FD 与治理指数的交叉项表现出了与 Q 或 ROA 显著的正相关且公司治理指数无显著变化，那么我们就认为在考虑内生性情况下公司治理对 Q 或 ROA 的影响是稳健的。

从模型(3)的回归结果可以看出，FD×CG 表现出与 Q 显著的正相关关系，这与 Chhaochharia 和 Laeven(2009)的结果相一致，且治理指数的系数及显著性在加入交叉项之后变化不是很大，这不仅说明了公司治理影响其 Q 的一个途径即提高外部融资的能力，而且在一定程度上证实了公司治理与 Q 之间的因果联系；但从模型(6)的结果看，FD×CG 与 ROA 显著负相关，且治理指数的系数发生了显著变化，这表明此时治理指数与 ROA 之间的因果关系不明确，治理指数的增加可能是由于 ROA 的变化而引致的。需要说明的是，

以上所用的方法只能在一定程度上减少治理指数内生性对回归结果的影响，更加有效的方法还有待进一步研究。

3. 治理效果的机制检验。尽管在总体上公司治理表现出了对 Q 和 ROA 的影响，但到底是哪一种或哪几种治理机制对这种作用做出了贡献呢？我们分别以各个分指数作为主要解释变量对公司价值进行回归分析，得到总计 8 个方程的回归结果(见表 4)。[④]

表 4 各分指数的检验

项 目	以各个分指数为解释变量			
	CG_1	CG_2	CG_3	CG_4
Tobin's Q	0.035 (0.000)	−0.013 (0.000)	−0.008 (0.000)	0.030 (0.000)
ROA	0.002 (0.029)	0.004 (0.000)	0.005 (0.000)	−0.001 (0.148)

从各分指数的回归结果来看，公司治理指数对 Q 的正向影响主要是由于股东权利指数(CG_1)以及内控与激励机制(CG_4)引起的，而从 CG_2 和 CG_3 的结果可以看出，董事会与监事会以及公司独立性的完善会显著地降低公司 Q 值，尽管从系数上看，这种负向影响要小于其他两个分指数的正向影响，这也是公司治理指数总体上对 Q 有显著正向影响的原因所在；CG_1、CG_2 以及 CG_3 都表现出了与 ROA 的显著的正相关关系，但 CG_4 不会对 ROA 水平有显著的影响，这说明内控与激励机制的改进虽然会显著提高公司 Q 值，但却不会对其 ROA 产生显著影响。

4. 公司治理改进的推动因素。从统计部分可以看出，样本公司 2006 年的治理状况比 2002 年有显著改进，那么这种治理改进是由什么因素造成的呢？我们以治理改进 ΔCG 为被解释变量，以公司的规模差异、资产负债率差异、Beta 系数差异、融资需求差异以及外部的经济发展和市场化水平变化为解释变量，同时加入最终控制人性质是否变化(domi，变化为 1)、公司名称是否变化(name，变化为 1)以及第 1 大股东是否变化(share，变化为 1)等虚拟变量考察推动治理改进的因素。此外，为了检验公司治理的改进是否是由于 Q 和 ROA 的变化引起，我们还分别在方程中加入 ΔQ 以及 ΔROA 变量。

由表 5 可知，公司规模、经济水平及资产负债率的变化对治理改进没有显著影响；治理改进的推动因素主要是 Beta 系数的降低、融资需求的增加以及公司外部市场化水平的提高。从 domi，name 以及 share 三者的系数及显著性可以看出，最终控制人性质和第一大股东的变化并不会带来治理状况的改进，这可能意味着我国公司股权状况的改变并不会对治理状况产生显著影响，但是名称改变的公司其治理状况有显著改进，这可能是由于其他治理状况较好的公司兼并或是借壳原公司所致。ΔQ 和 ΔROA 的结果说明治理改进并不完全由公司 Q 的变化而引致，而是部分由 ROA 导致，这也证实了总体回归中的结论，同时表明公司治理的完善会带来 Q 的显著变化，而不是相反，这也从一个来源上弱化了我们上文回归结果的内生性影响，证明了结果的稳健性。

表 5　公司治理改进的因素分析

变量	ΔCG					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	2.857 (0.000)	2.869 (0.000)	2.853 (0.000)	2.838 (0.000)	2.852 (0.000)	2.862 (0.000)
Δsize	0.001 (0.998)	－0.005 (0.973)	0.005 (0.969)	0.001 (0.998)	0.013 (0.922)	－0.004 (0.976)
Δdebt	0.068 (0.532)	0.069 (0.524)	0.037 (0.728)	0.062 (0.563)	0.018 (0.882)	0.135 (0.430)
Δbeta	－0.460 (0.004)	－0.462 (0.004)	－0.466 (0.004)	－0.440 (0.006)	－0.462 (0.004)	－0.446 (0.005)
Δefn	0.026 (0.001)	0.026 (0.000)	0.027 (0.000)	0.027 (0.000)	0.026 (0.000)	0.028 (0.000)
Δgdp	－11.113 (0.418)	－10.977 (0.423)	－10.262 (0.457)	－10.485 (0.443)	－10.398 (0.453)	－10.845 (0.429)
Δmar	0.517 (0.001)	0.516 (0.001)	0.497 (0.001)	0.502 (0.001)	0.527 (0.001)	0.510 (0.001)
domi		－0.048 (0.809)				
name			0.497 (0.095)			
share				0.126 (0.368)		
ΔQ					0.103 (0.425)	
ΔROA						0.235 (0.022)
Adj. R	20.022	0.021	0.025	0.022	0.021	0.022
F	3.920 (0.001)	3.366 (0.002)	3.896 (0.000)	3.467 (0.001)	3.436 (0.001)	3.545 (0.001)

五、主要结论

本文采用 2002 年和 2007 年中国证监会进行的上市公司治理专项活动的调查数据,挑选了 18 个指标构建了公司治理指数及分指数,对我国上市公司的治理状况进行了综合评价,并对公司治理与价值之间的关系进行了实证分析。通过对指标的对比分析可以看出,2002－2006 年我国上市公司的治理状况有显著改进。在 18 个治理指标中,有 11 个 2006 年要比 2002 年有相应的提高;从分指数可以看出,股东权利及公司独立性指数的每个指标都有所增加;从增加的指标看,程度较大的是征集投票权以及董事会下属委员会的设立;在减少的样本中,"独立董事的监督咨询作用"以及"公司有无独立于控股股东的财务会计部门"两个指标减少样本为 0。这表明我国上市公司在股东权利保护、董事会运作及独立性这三个治理机制的建设上成效较为明显。

进一步的计量结果显示公司治理的改善带来了公司价值的提高;同时我们采用 Chhaochharia 和 Laeven(2009)的方法检验了治理指数的内生性,结果表明公司治理的完善可能是由于其 ROA 的变化而导致的;对分指数的分析表明公司治理对 Q 的影响是 4 个分指数综合影响的结果,而除了内控与激励机制以外的分指数都会对 ROA 有显著的正向影响;上市公司的治理改进主要是由 Beta 系数的降低、融资需求的增加、外部市场化水平的提高以及兼并

或借壳上市等因素导致,同时公司Q的变化并不会导致公司治理的改进,但却部分由ROA的变化引致,这也为我们的回归结果提供了佐证。

本文的结论支持了公司治理能显著提升公司价值的观点,但有待进一步研究的是,公司治理直接影响公司价值吗?如果不是,那么公司治理是通过什么样的机制来最终影响公司价值的呢?上述问题有待进一步研究。

注释:

①我们没有采用如果独立董事占董事会比例大于或等于证监会规定的1/3时就为1、否则为0的构建方法,主要原因在于可能许多上市公司是迫于监管当局的压力而形式上增加独立董事的比例,此时若采用上述方法可能并不能反映出公司董事会真实的治理状况,因此我们采用相对于当年全体样本公司的独立董事比例均值为准,若样本公司独立董事比例大于或等于当年样本的均值,则取1否则为0,我们认为这一方法相比前一方法更能反映公司在整个样本中所处的位置,也更能反映其董事会的独立性。

②值得注意的是,治理改进的均值3.693并不等于两年总指数均值之差,这与我们计量公司治理改进的方式有关。

③尽管F以及BP-LM都以1%的水平通过了检验,但由于本文样本的时间跨度较大,此时假定非观测的公司特征保持不变并不现实,而Hausman检验统计的方差—协方差矩阵未能满足正定性要求,因而不适合使用Hausman检验来判定模型,在这种情况下,我们使用FGLS来估计方程。

④限于篇幅,回归结果省略了其他变量。表4中的回归方法及控制变量与总体检验表中的模型(2)和模型(5)相同,模型中8个方程的F值都以1%的显著水平通过检验,其他变量的检验结果与总体检验结果基本一致。

参考文献:

[1]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.

[2]曹廷求,杨秀丽,孙宇光.股权结构与公司绩效:度量方法与内生性[J].经济研究,2007,(10):126—137.

[3]李维安.公司治理评价与指数研究[M].北京:高等教育出版社,2005.

[4]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):4—12.

[5]南开大学公司治理研究中心课题组.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):63—74.

[6]南开大学公司治理研究中心课题组.中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析——基于中国1149家上市公司的研究[J].管理世界,2006,(3):104—113.

[7]潘福祥.公司治理与企业价值的实证研究[J].中国工业经济,2004,(10):107—112.

[8]宋敏,张俊喜,李春涛.股权结构的陷阱[J].南开管理评论,2004,(1):9—23.

[9]王跃堂,赵子夜,魏晓雁.董事会的独立性是否影响公司绩效?[J].经济研究,2006,(5):62—73.

[10]Bebchuk Cohen, Ferrell. What matters in corporate governance? [R]. SSRN Working Papers, 2005.

[11]Che Xiong. Discounts on illiquid stocks: Evidence from China[R]. Working Papers,

International Center for Financial Research , Yale University, 2002.

[12]Chhaochharia, Laeven. Corporate governance norms and practices[J]. Journal of Financial Intermediation, 2009, 18(2):405－431.

[13]Demsetz, Lehn. The structure of ownership: Causes and consequences [J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(4): 1155－1177.

[14]Gompers, Ishii, Metrick. Corporate governance and equity price [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(1):107－155.

[15]Hermalin, Weisbach. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature [R].SSRN Working Papers, 2000.

[16]Himmelberg, Hubbard, Palia. Understanding the determinants of managerial ownership and the link dtween Ownership and performance [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53(2): 353－384.

[17]Kaplan, Zingales. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics 1997, 112(1):169－216.

Governance Improvements of Listed Companies in China from 2002 to 2006

CAO Ting-qiu[1], QIAN Xian-hang[2], ZHENG Jing[1]

(1.*School of Economics*, *Shandong University*, *Jinan* 250100, *China*; 2. *Research Center of Corporate Governance*, *Nankai University*, *Tianjin* 300071, *China*)

Abstract: The paper constructs corporate governance index by using 18 indicators from the self-inspection reports of China's listed companies in 2002 and 2007 and explores the governance situations of listed companies and their improvements during these five years. It shows that there is a significantly positive relationship between corporate governance index and firm value. The 1 unit increase of corporate governance index results in the 0.3% increase of firm value. The governance level of listed companies has been obviously improved, leading to the increase of firm value. But this idea is endogenous to some extent. Furthermore, the governance improvements aforementioned are the result of the co-effects of four governance mechanisms (ownership, boards of directors and boards of supervisors, company independence, internal control and incentive mechanisms), especially the three former mechanisms.

Key words: corporate governance index; governance improvement; firm value

（责任编辑　喜　雯）