

治理结构与公司业绩的相关性研究^①

孙 铮, 姜秀华, 任 强

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘 要:我国上市公司的治理结构问题正在引起广泛重视。本文运用主成分分析方法和 Logit 过程, 将公司的治理结构与公司业绩有机地结合起来, 选择沪上市公司董事^②的兼职情况和学历水平作为变量, 试图给出经理职业化和知识化的一个分析框架。我们的研究表明: 上市公司的关键人物在兼任母公司的董事长、总经理或党委书记的情况下, 公司被显著地划分为“好公司”; 上市公司董事整体的学历水平也对公司的业绩产生显著影响。

关键词:治理结构; 公司业绩; 相关性; 主成分分析; Logit 过程

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2001)04-0003-09

公司治理结构^③日益成为投资者、债权人(包括潜在的投资者和债权人)和市场监管者关注的焦点问题, 特别是上市公司的治理结构, 由于其市场主体的特殊性以及信息的相对公开性, 成为研究者考察的首要对象。许多的研究成果, 如陈晓、江东(2000)、李增泉(2000)等, 对于我们认识和理解上市公司治理的深层次问题很有意义。本文是从在上交所上市的公司董事结构分析的角度来考察上市公司的治理结构的。

本文的特色主要有两点: 一是将公司的治理结构与公司业绩有机地结合起来, 在进行配对比较时所定义的“好公司”与“差公司”不是简单地采用单一指标, 而是采用指标体系以及逐一剔除法来进行; 二是选择公司董事的兼职情况和学历水平, 来考察我国经理人队伍的职业化和知识化状况。选择这一角度进行研究, 国内尚不多见。我们的实证研究表明: 上市公司的关键人物在兼任母公司董事长、总经理或党委书记的情况下, 公司被显著地划分为“好公司”; 上市公司董事整体的学历水平也对公司的业绩产生了显著影响。

一、研究设计

由于我国特殊的制度^④背景, 很多上市公司的董事长兼任党委书记, 由于党的作用在企业中的影响是决定性的, 因此很多上市公司的董事长虽然可能不是公司的总经理, 但由于其特殊

收稿日期: 2000-12-18

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(A70072018)

作者简介: 孙 铮(1957—), 男, 上海市人, 上海财经大学会计学院教授, 博士生导师;

姜秀华(1972—), 男, 山东青岛人, 上海财经大学会计学院博士生;

任 强(1972—), 男, 山东泗水人, 上海财经大学会计学院博士生。

的身份,很大程度上可以左右公司的决策,而其他高级管理人员的作用则可能微乎其微,因此对上市公司董事长、总经理结构的剖析将有助于理解上市公司治理结构中更深层次的制度影响。本文在选择变量时特别地设定了关于董事长或总经理兼职情况和学历情况的变量,以考察他们对于上市公司业绩的影响。另外,学术界和实务界关于建立我国经理人市场多有论述,如张维迎(2000)。一个成熟的经理人市场究竟应当具有哪些特征呢?本文从董事的学历入手以期折射出经理人市场的发展状况。

(一)样本选择及数据来源

由于本文是考察“好”公司与“差”公司在治理结构方面的不同,所以首要的问题是通过一定的方法筛选出好公司与差公司。本文选择1996年12月31日之前在上海证券交易所上市的公司为样本,样本容量为287家。

本文认为,单纯以一年的数据来判断一家公司的“好”或“差”是相当偏颇的,并且由于中国特殊的配股条件和市场炒作手段,上市公司在进行调控业绩时,有明显的前瞻性^⑤,因此我们以3年的数据为基础来展开研究。本文数据来自于巨灵证券信息(综合版)以及《上海证券报》、《中国证券报》上刊登的1997年、1998年、1999年的上市公司的相关公告。

(二)模型设计

基于单一指标的局限性,我们采用技术处理来鉴别公司的好与差。

1. 选择合适指标,构建财务指标矩阵。我们选择了每股收益(EPS)、速动比率(SDR)、总资产周转率(TOA)、资产负债率(ZFR)、净资产收益率(ROE)5个指标。这5个指标无论是从理论研究上,还是从市场投资和监管者的理性分析上,均具有较好的“分割”作用^⑥。

2. 运用主成分分析方法,寻找能够将数据有效分离的主成分。主成分分析方法是原指标重新组合成一组相互独立的几个综合指标来替代原指标,并且反映原指标的主要信息的一种统计方法,它在技术处理上至少有两方面优点:一是能够有效地“降阶”而不丢失原指标中的主要信息;二是解决了主观赋值的问题,使得赋值更具客观性(潘琰、程小可,2000)。

3. 根据第一主成分将样本中的287家上市公司进行排序。

4. 按照上述方法,对3年的数据进行同样的处理,依次选出“好”公司30家和“差”公司30家。选择的的原则是,30家“好”公司或“差”公司必须是3年(1997、1998、1999)全部列在好公司集合或差公司集合,即在每年的前100家好公司中,一家公司如果想进入前30家“好”公司列中,3年必须全部在前100名之内;同理,如果一家公司要入选30家“差”公司列中也必须3年全部在后100名之内。这样做的目的是避免某一年公司盈余操控或资产重组使得某一年的业绩异常突出而影响样本的选择。

5. 对30家“好”公司与30家“差”公司所构成的新样本,建立回归模型,并对回归方程进行相关统计量的检验。

(三)研究假设

根据我们所得到的“好”公司和“差”公司所组成的样本,结合专业背景和所要研究的问题,我们建立假设如下:

假设1:如果上市公司的关键人物与母公司关键人物之间互相兼职,则上市公司的业绩要显著优于不兼职的情况。

假设1中的“上市公司的关键人物”并非宽泛地与《企业会计准则——关联方关系及其交易》所规定的一致——假设1特指的是上市公司的董事长或总经理。这一特别限定是对现实

的特别考量。据观察,如果一家上市公司是由一家国有企业脱胎而来,原先的国有企业的董事长或总经理(或董事长兼总经理)或党委书记,大多会出任上市公司的董事长或总经理(或董事长兼总经理),同原先的国有企业相比,上市公司的负担轻、历史问题少;并且作为公众公司,其名将为万人所“传诵”而形成的个人满足感以及其再讨价还价的能力、控制资源能力的提高等,必将使其“兼任”成为实现个人收益最大化的最优策略。虽然中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)发文明确要求上市公司与母公司之间要“三分开”^①,要求上市公司明确提出“三分开”的时间表,并明确规定“三分开”是上市公司配股的先决条件,这一系列的规定使得上市公司的“老总”们不得不放弃在母公司的任职。但是我们注意到上述政策的变化是在2000年,而我们所研究的样本是截止到1999年12月31日,故不会对我们的研究产生明显的影响。

假设1重点考察上市公司的董事长或(和)总经理的兼职情况是基于这样的考虑:根据已有的研究成果,我们认为上市公司的内部人控制现象相当普遍,企业权威大多聚集在某个人的身上,因此上市公司的董事会和监事会可能会有10余人,但可以一言九鼎、掷地有声的可能只有一人。因此假设1作这样的假定有其合理性。

假设2:上市公司董事们的学历水平整体愈高,公司的业绩愈好。

假设2考虑的是上市公司董事们文化素养方面的质量特征。这里有一个争论,据观察,很多有影响力的公司的创始人并没有令人羡慕的教育背景,如微软(Microsoft)的比尔·盖茨以及广东的很多民营企业的老板。但是我们从一个普遍的观点来看,一个经理人的市场的形成一定要以一批“职业专家”为前提。一个企业在它的资本原始积累的阶段可能并不需要很高深的专业背景,相反,开拓意识、敢冒风险成为他们成功的首要因素,但是随着企业规模的扩大,专业技术的日趋复杂,企业组织系统的协调问题等,就不得不依赖于知识型的企业家,使得“经理职业化”也成为可能。事实上,对于职业经理的作用,科斯在《企业的性质》一文中写道“经济学家们并没有忽视这一事实^②。马歇尔把组织作为第四种生产要素引入经济理论;J. B. 克拉克赋予企业家以统筹职能;奈特教授强调了经理的协调作用。正如D. H. 罗伯逊所指出的,我们发现了‘在不自觉的统筹协调的大海中的自觉力量的一个小岛,它如同凝结在一桶黄油牛奶中的一块块黄油’”。

我们在研究中试图寻找企业家素质对于公司绩效有显著作用的变量,它们要同时满足合理性和可计量性,我们以董事学历为变量,虽然不能完全代表董事的个人能力,但也可以为我们考察题中之意提供某些线索。

假设3:如果上市公司的董事长兼任上市公司的总经理,则公司的业绩要显著地好于不兼职的情况。

这一假设是要考察上市公司的内部人控制的情况,得出的结论将富有挑战性——如果在兼职的情况下业绩明显偏好,则与我们通常的认识相违背——公司由于内部人问题而呈现出来的低效率使得公司的业绩不佳,为此,可能会引发许多争论。但是我们研究的依据是事实,是在现有的数据和环境下对现象的描述和可能的解释,其研究的结论在现阶段是有意义的,不管可能引起的争论是善意的批评,还是赞许。

(四)变量定义

1. 主成分分析过程中的变量

在该过程中,我们选取了每股收益(全面摊薄)、总资产周转率、速动比率、资产负债率和净资产收益率作为分析变量。

2. 回归分析过程中的变量定义

类型	符号	描述
兼职情况	JR ₁	上市公司董事长是否兼任上市公司总经理,如果是,则为1,否则为0。如果研究区间中关键管理人员发生变动,则按照以下原则定义:如果其中有2年均存在兼职的情况,则设为1,否则设为0。
兼职情况	JR ₂	上市公司的董事长(或)总经理是否兼任母公司的董事长(或,和)总经理(或,和)党委书记,如果是,则为1,否则为0。如果研究区间中董事长或总经理发生人事变动,则按照以下原则:在研究区间中有2年或2年以上董事长或总经理兼任母公司的董事长或总经理或党委书记,则为1,否则为0。
学历情况	XL ₁	董事长的学历水平在大学本科以上(包括大学本科)者为1,否则为0。如果在研究区间董事长发生变动,则按照下述原则设定:在研究区间有2年或2年以上董事长的学历水平在本科或本科以上者则为1,否则为0。
学历情况	XL ₂	如果上市公司的所有董事在研究区间有50%或以上的学历在本科以上,并且在研究区间有2年达到这样的比例,则为1;否则为0。

二、主成分分析的结果和意义

1. 主成分分析的机理

我们通过标准化处理求其相关系数矩阵的方法,来求解特征方程与特征根。

通过运用一般求矩阵特征根的方法,首先得出相关系数矩阵R,则其特征方程是 $|R - t_1 I| = 0$ (I为单位矩阵)的M个非负特征根,假如以下的关系式 $t_1 \geq t_2 \geq t_3 \geq \dots \geq t_M \geq 0$,则可以求得各主成分的贡献率 a_j :

$$a_j = t_j / \sum_{k=1}^M t_k \quad (j=1, 2, 3, \dots, M) \quad (2.1)$$

则累计的贡献率 TA_j :

$$TA_j = \frac{\sum_{k=1}^j t_k}{\sum_{k=1}^M t_k} \quad (j=1, 2, 3, \dots, M) \quad (2.2)$$

当累计的贡献率达到一定要求时就可以获得代表原矩阵所蕴涵的信息的主成分。

2. 结果

我们对上市公司每年(共3年)的指标数据均进行了主成分分析,用所得到的第一主成分(PRIN1)对287家沪市上市公司进行排序^①,最后得到的两组数据——即“好”公司和“差”公司。限于篇幅,本文无法将“好公司”和“差公司”一一列出。同样由于篇幅的原因,本文也将主成分分析的一些主要步骤略去。

根据得到的样本,我们可以看出“好”公司和“差”公司基本佐证了市场上投资者的认同感。特别是“差”公司列中,“ST”和“PT”公司占据了相当大的部分,“好”公司列中大多是发展比较稳定,为市场所认同的“蓝筹股”。

三、统计结果及其分析

在第二部分的基础上,我们对“好”公司和“差”公司所建立起来的数据库进行回归分析。本文采用分析逻辑变量的Logit过程来建立回归方程。

1. 模型3.1:关键人物的兼职情况

根据文前对各变量的定义,我们建立下面的模型(3.1),以考察公司业绩与关键管理人员

兼职的相关性。

$$INVA_i = \beta_1 + \beta_2 JR_{1i} + \beta_3 JR_{2i} + \epsilon_i \quad (i=1, 2, \dots, 60) \quad (3.1)$$

其中, $INVA_i$ 为逻辑变量, $\beta_j (j=1, 2, 3)$ 为回归系数, ϵ_i 为回归残差。

表 1 模型拟合信息和检验全局 β 为 0 的零假设

判定准则	仅包含截距	包含截距和自变量	卡方值(χ^2)
AIC	85.178	60.274	
SC	87.272	66.557	
-2LOG L	83.178	54.274	28.904 with 2 DF ($p=0.0001$)
Score			25.469 with 2 DF ($p=0.0001$)

表 1 显示:得分统计量(Score)在 $p=0.0001$ 的水平上的数值为 25.469,说明 JR_1 和 JR_2 的联合影响是显著的。

表 2 最大似然估计分析(MLE)

变量	自由度	参数估计	标准差	Wald 卡方值	Pr>卡方值	备注
截距	1	0.0204	0.6061	0.0011	0.9732	不显著
JR1	1	-1.9332	0.6852	7.9594	0.0048	0.5%的水平下显著
JR2	1	2.1544	0.6822	9.9717	0.0016	0.5%的水平下显著

表 2 显示:截距 β_1 不显著, β_2 和 β_3 在 0.005 的水平下显著。

从估计结果看,模型(3.1)具有较强的解释力。变量 JR_1 和 JR_2 均有显著性的解释力,但它们的影响方向是相反的—— JR_1 的影响是负面的,而 JR_2 的影响是正面的。具体而言:

a. 上市公司的董事长兼任上市公司的总经理(JR_1),将使公司陷入“差”公司的境地。导致这一情况的原因可能是上市公司由于有较严重的内部人控制现象,公司治理结构中的决策权与执行权界限不清,使得企业在经营决策和管理效率方面出现了问题。

b. 在上述的回归分析中,上市公司的关键人物兼任母公司的高级职位(JR_2),具有显著的正面作用——使得公司列为好公司的概率大大增加。在分析其中的原因时,可以认为主要来自两个方面:一是大股东的鼎力相助,典型的如通过关联交易改善和操控上市公司的业绩;二是由于大股东推行的所谓“股东积极行动主义”,大股东切实行使了股东的“用手投票”的权力,改善了上市公司的业绩。至于孰种原因占主导地位,尚须做进一步的研究。

2. 模型 3.2:董事的学历状况

我们建立模型(3.2),以考察公司业绩与董事学历水平的相关性。

$$INVA_i = \beta_1 + \beta_4 XL_{1i} + \beta_5 XL_{2i} + \epsilon_i \quad (i=1, 2, \dots, 60) \quad (3.2)$$

其中, $INVA_i$ 为逻辑变量, $\beta_j (j=1, 4, 5)$ 为回归系数, ϵ_i 为回归残差。

表 3 模型拟合信息和检验全局 β 为 0 的零假设

判定准则	仅包含截距	包含截距和自变量	卡方值(χ^2)
AIC	85.178	66.294	
SC	87.272	72.577	
-2LOG L	83.178	60.294	22.883 with 2 DF ($p=0.0001$)
Score			20.742 with 2 DF ($p=0.0001$)

表 3 显示:得分统计量(Score)在 $p=0.0001$ 的水平上的数值为 20.742,说明 XL_1 和 XL_2 的联合影响是显著的。

表 4 最大似然估计分析(MLE)

变 量	自由度	参数估计	标准差	Wald 卡方值	Pr> 卡方值	备 注
截距	1	-1.9298	0.5929	10.5942	0.0011	0.5%的水平下显著
XL ₁	1	1.7660	0.6748	6.8478	0.0089	1%的水平下显著
XL ₂	1	1.6556	0.6510	6.4682	0.0110	5%的水平下显著

表 4 显示:截距 β_1 在 0.005 的水平下显著, β_4 在 0.01, β_5 在 0.05 的水平下显著。

从估计的结果来看,上市公司董事的学历的确对公司的业绩有显著的影响。应当引起注意的是在模型(3.2)中,上市公司董事长的学历水平与董事整体水平的解释力相差无几。这一结论在一定程度上证实了我们的猜想——上市公司董事的学历水平对于上市公司业绩的重要性。

3. 模型 3.3:进一步分析

为了系统研究对公司业绩产生影响的因子,我们将关键管理人员的兼职状况和董事的学历水平变量放在一个模型中分析。

$$INVA_i = \beta_1 + \beta_2 JR_{1i} + \beta_3 JR_{2i} + \beta_4 XL_{1i} + \beta_5 XL_{2i} + \epsilon_i \quad (i=1, 2, \dots, 60) \quad (3.3)$$

其中, $INVA_i$ 为逻辑变量, $\beta_j (j=1, 2, 3, 4, 5)$ 为回归系数, ϵ_i 为回归残差。

表 5 模型拟合信息和检验全局 $\beta = 0$ 的零假设

判定准则	仅包含截距	包含截距和自变量	卡方值(χ^2)
AIC	85.178	54.732	
SC	87.272	63.109	
-2LOG L	83.178	46.732	36.446 with 3 DF (p=0.0001)
Score			30.169 with 3 DF (p=0.0001)

表 5 显示:得分统计量(Score)在 $p=0.0001$ 的水平上的数值为 30.169,说明变量 JR_1 、 JR_2 、 XL_1 和 XL_2 的联合影响是显著的。

表 6 最大似然估计分析(MLE)

变 量	自由度	参数估计	标准差	Wald 卡方值	Pr> 卡方值	备 注
截距	1	-1.3385	0.8618	2.4121	0.1204	不显著
JR1	1	-1.5689	0.7423	4.4674	0.0345	5%的水平下显著
JR2	1	2.2778	0.7730	8.6820	0.0032	0.5%的水平下显著
XL2	1	2.0083	0.7751	6.7133	0.0096	1%的水平下显著

表 6 显示:在逐步回归的过程中,变量 XL_1 被剔除出回归方程。截距 β_1 不显著, β_2 在 0.05 的水平下显著, β_3 在 0.005 的水平下显著, β_5 在 0.01 水平下显著。

从估计的结果来看:上市公司董事长的学历水平(XL_1)没有进入回归模型,而董事的整体学历水平变量(XL_2)却进入到模型,这一现象说明管理层的整体学历水平是重要的。经进一步思考,可以认为上市公司董事长所以能够登上今天的位置,或者与他(们)的政府背景,或者与长期所形成的权威有关系,而与学历水平是没有直接联系的;然而董事们的整体学历水平却关系到公司决策的贯彻效率、管理效率、控制效率等诸多方面,所以学历的优势也就体现出来,并且影响程度颇强(参数估计值为 2.0083)。

同前面的结论相同的是,公司关键人物的兼职行为对业绩的影响是相当显著的,影响的方向也与表 2 相同:董事长兼任总经理是负面作用,而上市公司董事长或总经理兼任母公司的职位则有正面的影响。尤其应当注意的是在所有的变量中,上市公司的关键人物兼任其母公司的关键职位(JR_2)是最显著的($p=0.0032$),其解释同样面临模型 3.1 中的问题。

四、政策含义

1. 兼职——一个中国特色的问题？

值得一提的是,就在本文撰写的过程中,中国证监会在上海召开了一个中国上市公司治理结构方面的研讨会,上海证券交易所也发布了《上海证券交易所上市公司治理指引》(征求意见稿)(下称《指引》),而《指引》中的许多结构(或称描述)与本文的研究结论有相通之处,但也有值得进一步商榷的地方。

《指引》写道:“现行的公司治理结构主要有两种模式,即内部人控制模式和控股股东模式。当控股股东为私人或私人企业时,往往出现家族企业的现象;当控股股东为国家时,往往出现政企不分(或党企不分)的现象,国家对企业进行的大量直接干预或政治控制往往与公司价值最大化的要求相悖,与《公司法》预先设定的公司治理机制和措施不一致。以上两种模式的实际实施,通常趋向于采取同一种形式,即关键人模式:关键人大权独揽,一个具有几乎无所不管的控制权,且常常集控制权、执行权和监督权于一身,并有较大的任意权力。关键人通常为公司的最高级管理人员或(和)控股股东代表。公司内部的一般员工(包括其他内部董事)和数量很少的外部独立董事在公司治理过程中发挥的作用很小。”

我们的研究表明:上市公司的董事长兼任上市公司总经理的情况下,公司的业绩要明显比不兼任的情况差——这一点与《指引》中的结论是一致的。但对于上市公司的关键人物兼任母公司关键职务的情况(也就是《指引》所称的“控股股东模式”),则要加以审慎分析:

(1)一个有力的证据来自“Protal, Lopez-de-silanes and Shleifer”(1999)。在《世界范围的公司产权概论》(“Corporate Ownership Around the World”)一文中,他们研究了27个发达国家中的大公司的最终控股权。其研究有两点惊人的发现:一是这些大公司的股权并没有想象中的那样分散,除了个别有着良好股东权益保护制度的国家;二是这些大公司的最终控制权大多掌握在家族或政府的手中。因此,我们不能一概而论地说“家族控制或政府控制”不好。我们的结论也证实了这一点——母公司的关键人物兼任上市公司的关键人物并不必然地意味着公司的业绩差。

这里有一个观念要澄清。本文反复提到的“公司的业绩”与“公司治理结构”,两者并非同义,但我们认为公司的业绩是公司治理结构的外在表现,离开了业绩而盲论公司治理结构则是一种空谈。当然,对于业绩的衡量是一个难度较大的问题。传统的权责发生制会计受到越来越多的指责,现金制会计也没有形成坚实的理论基础,公允价值会计尚处在萌芽时期,权益证券的价格也不能有效地反映业绩等问题,这些疑难均影响到业绩的计量,而这些影响也反射到对公司治理结构的研究上。

(2)由母公司派员出任上市公司的关键职位并非屈理,应是理当之义。关键问题是我们的上市公司的大股东并非真正意义上的“股东”,即使在法律(可能称法规或条例等更为贴切)上谓之为“股东”。我们的大“股东”是真正的“经济人”,大股东的掌门人同样摆脱不了“个人价值”、“个人利益”实现之世俗。

一个经济人在既有的法律框架下,面对自己的预算约束所做出的理性行为并无厚非之处。所以根本的问题并不是兼职不兼职的问题,而是能否培养出有“长期性”的股东来,使公司的利益与股东利益唇齿相依。

“长期性”股东的培育一定要以产权改革为基础,在这一意义上,我们非常赞同国有股上

市,不能将“国有资产流失”泛化和庸俗化,国有股上市的关键问题是国有股配售的价格。我们非常赞同这样的观点“天下没有卖不出去的东西,关键是价格”(同前),并且从一个更长远观点来看,以低的价格或者免费把股票提供给他人的终极主人,在逻辑上不会站不住脚。当然最大的阻力可能来自我们的主管部门,毕竟谁拥有股权,谁就有发言权,谁就拥有被寻租的机会。因此,我们认为在股东与公司管理层这一层面上的治理结构问题,首要的是要进行产权改革,使股权回归到它原先的主人手中,其他的做法有舍本逐末的嫌疑,即使有些效果,也只是推迟或掩盖了问题的爆发。

2. 学历——一个被忽视的问题?

我们的研究表明董事们的学历水平对于上市公司的业绩来说极为重要。这不是“唯学历论”。国外的研究也表明:有着良好表现的公众公司,其管理层的学历水平有趋高的态势。

我们的上市公司,政府任命机制代替了经理人市场的自由选择。许多人为这一机制进行辩护,认为在目前经理人市场不完善的情况下,政府任命式是最佳选择,有人甚至搬出科斯在《企业的性质》的论点(企业是市场替代物)来佐证。这里有一个问题要澄清:政府并不是这些股权的真正主人,在这意义上我们甚至可以说“政府是最大的内部人”,而内部人的收益和成本曲线自然是与真实的股东不一致的。所以我们认为科斯所阐述的“企业”是与政府有着显著不同;另外由于政府任命往往是在综合候选人各种素质的基础上做出的,不排除因为信息不对称或故意欺诈而错误地使用扭曲的信息所做出错误的决策。这里想提醒的是政府并没有因为它的错误决策而负担成本,而是将成本转嫁给了中小投资者。

至于另一种观点——目前我们的经理人市场不发达——是一个似是而非的论点。市场的成熟是要有一个过程的,但是不能将不成熟上升为垄断经理人市场的理由。

五、研究局限性

本文在样本选择和数据处理上存在以下局限性:

1. 选择好公司和差公司的依据来自对5个指标的数据处理上,因此这5个数据本身的可靠性和代表性直接影响到我们的结论。进一步的研究可以尽量地选取比较多的变量进行主成分分析。

2. 我们的样本来自3年的数据,这里有两个问题:其一是窗口短,依据这3年的数据来推断好公司和差公司,其持续性和有效性可能会受到质疑,随着证券市场的发展,寻求一个比较长的时间序列来加以研究可能更有意义;其二是在研究窗口的3年中,监管部门和相关机构出台了大量的法规,如资产减值准备、股份公司会计制度等,这些法规对上市公司的影响程度是不同的,而我们选择的数据是建立在这些法规对上市公司影响程度不大的情况下的,因此数据的可比性或许缺乏一定的理论和实证证据。

3. 我们在建立回归方程时,仅仅控制了兼职情况和学历水平变量,诸如资产规模、行业等变量没有加以控制。进一步的研究,宜在回归方程中控制更多变量,以使结论更有说服力。

注释:

① 本文是“中国企业财务危机预警系统研究”课题的一部分,该课题受到国家自然科学基金资助,课题负责人:孙铮;本文也是教育部上海财经大学会计与财务研究院项目的一部分。

② 中国大陆上市公司的董事大多参与公司的日常生产经营活动,因此本文将董事纳入公司经理层的范畴。

③公司治理结构的定义有广义和狭义的理解,本文将重点考察狭义公司治理结构的一个方面,因此某种意义上本文仅是一个分析框架。

●这种制度特殊地表现为党领导企业以及任命企业领导人。

⑤观察位列于 ROE 在 10%—11% 和 0—1% 区间的上市公司的数量,可以很自然地形成这样的印象。

⑥当然,这种分割作用仅仅是理论上的假设,但它是基于一定的专业知识背景下的判断,因而构成了我们研究的起点。后续的研究表明,我们选择的 5 个变量将能够很好地将公司的业绩表现分离开来。

⑦“三分开”是指人员、资产、财务的分开。人员的分开被列为第一个分开,盖因为其分开之关键、分开之艰难。

⑧“这一事实”是指经济体制中所存在的计划完全不同于私人计划,而类似于通常所说的经济计划。

⑨我们用第一主成分(PRIN1)对上市公司进行排序,是因为第一主成分是可以将信息集有效分离的最大成分,第一主成分的分离有效度已经达到了 65%,因此我们没有采用因子旋转和主成分函数构造法作进一步的处理。

参考文献:

- [1]Rafal LA Porta, Florencio Lopez-de-silanes, and Anderrei Shleifer. Corporate Ownership Around the World [J]. The Journal of Finance Vol IV No 2 April, 1999.
- [2]Dietrich, J. Kimball and E. Sorenden. An Application of Logit Analysis to Prediction of Merge Targets [J]. Journal of Business Research, 1984, (12).
- [3]Steven, D. J. . Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis [J]. Journal of Finance and Quantitative Analysis 1973, (8).
- [4]赵勇,朱武祥. 上市公司兼并收购可预测性[J]. 经济研究, 2000, (4).
- [5]潘琰,程小可. 上市公司经营业绩的主成分评价方法[J]. 会计研究, 2000, (1).
- [6]李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2000, (1).
- [7]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, (8).
- [8]贾怀京,侯定丕,顾基发. 管理者派遣与企业所有权状态随机依存[J]. 经济研究, 2000, (4).
- [9]罗伯特 S. 平狄克,丹尼尔 L. 鲁宾费尔德. 计量经济模型与经济预测(第 4 版)[M]. 北京:机械工业出版社, 2000.
- [10]张维迎. 产权安排与企业内部的权力斗争[J]. 经济研究, 2000, (6).

Relevance Research between Governance Structure and Corporate Performance

SUN Zheng, JIANG Xiu-hua, REN Qiang

(School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433)

Abstract: More and more attention is paid to the corporate governance of listed companies of China. This paper applies principal analysis and Logit regression to study the corporate governance, with the part-time job and education level as variables. We find that under the condition that key persons of listed companies who are also the key persons of their big stockholders, the companies are significantly divided to the good group. And we also find that the education level of directors has a significant effect on the corporate performance.

Key words: governance structure; corporate performance; relevance; principal analysis; Logit regression