

# 中国中小上市公司治理与绩效关系研究\*

鲁桐 党印

**[摘要]**本文构建了针对中小上市公司的治理评价体系,对深交所中小板和创业板公司治理水平进行评估,并在此基础上考察公司治理对绩效的影响。评价结果显示:深交所中小板和创业板公司的治理水平普遍较低,两极分化现象明显;“信息披露与合规”方面表现最好,“激励机制”的得分最低;创业板公司的治理水平高于中小板公司。实证结果显示,公司治理与绩效的正向影响关系在中小上市公司中同样存在,激励机制对公司绩效的提升作用最为明显,其次为股权结构与股东权利,再次为董事会和监事会运作。在激励机制方面,高管与核心技术人员的股权激励是影响公司绩效的关键因素。本文为公司治理与绩效关系的研究提供了一项新的证据,回应了“中小公司不用重视公司治理”的常见谬误,并为完善中小上市公司治理、促进中小企业可持续发展提供了改进方向。

**关键词:** 中小上市公司 公司治理 绩效

**JEL 分类号:** G32 G34 L25

## 一、引言

自 20 世纪 90 年代以来,在全球公司治理改革的浪潮下,中国公司治理改革也取得了巨大进展。国有大型企业最先改制,建立规范的治理结构,并最早进入资本市场,成为中国公司治理改革的引领者和示范者。与此同时,中小企业亦逐渐强化公司治理,中小上市公司均按照监管部门的要求,建立起规范的治理结构和治理机制。从形式上看,中国上市公司的治理已经趋于规范。但是,诸如内幕交易、财务造假等现象仍频频发生,使公司治理的有效性经常受到质疑。理论和实践需要回答,在公司治理形式已然规范的前提下,应如何发挥公司治理的实质功能。

已有大量研究表明,良好的公司治理可以提升公司绩效,并使投资者获得较高的市场溢价。在现实中,处于不同发展阶段的企业,面临的主要问题不一样,相应治理机制的重点也可能不一样。在中国,公司治理是舶来品,借鉴于发达国家成熟的公司治理经验,所有股份公司均必须设立股东会、董事会和监事会等治理机构。由于没经过自发演进,参照西方成熟大公司的治理机制有时并不适用于中国企业,尤其是中国的中小企业公司治理的“一刀切”式的模式在实践中倍受诟病。甚至有一种声音,即公司治理是大企业的事,中小企业勿需重视。这种表述产生的逻辑是,从企业演进的角度,中小企业的最大任务是生存,实践中真正发挥作用的治理机构可能屈指可数,随着中小企业的发展壮大,才逐渐需要更多的治理机构和治理机制,进而产生优化治理的内在需求。但是,在没有外在压力的情况下,中小企业公司治理自发演进的过程通常较慢。这是否意味着中小企业在未产生完善公司治理的内在需求之前可以不重视公司治理?或者说,中小企业主动完善公司治理是否会带来绩效的提升?

中国自 20 世纪 90 年代就提出推进经济转型,但迄今为止仍举步维艰,一个重要原因是没有

---

\* 鲁桐,中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员,公司治理研究中心主任,博士生导师;党印,中国劳动关系学院讲师,经济学博士。作者感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所孙杰研究员对本文的评论意见,感谢匿名审稿人的宝贵意见和建议,文责自负。

培育出一大批新的企业,推动产业升级。经济转型既需要大型企业的引领带动,也需要一大批中小企业的崛起。中国有数以万计的中小企业,如果他们均重视公司治理,企业的发展将普遍更加稳健,中国经济转型将获得更加坚实的微观基础。如果公司治理仅是大企业的事,中小企业冷漠视之,那么中国经济发展的后劲将不足,经济转型也将缺乏有力的新增长点。本文将深交所以中小板和创业板公司为代表性群体,考察该群体公司治理状况和治理特征,探讨该群体及一般中小企业完善公司治理的必要性和努力方向,以期为中国经济转型提供一定的政策参考。

全文将围绕以下三个问题展开:第一,中小上市公司完善公司治理是否有助于提升公司绩效?第二,对于绩效而言,中小上市公司的治理因素与大企业存在哪些具体的差异?第三,在中小企业公司治理的诸多要素中,对绩效的影响是否存在差别,哪些因素更重要?全文剩余部分结构安排如下:第二部分是文献综述;第三部分介绍本文构建的中小上市公司治理评价体系;第四部分是评价结果及实证分析;最后是结论与政策含义。

## 二、文献综述

自 Berle and Means(1932)以来,现代公司治理研究不断深化,从最早的所有者与经营者之间的利益冲突,到大股东与小股东之间的利益冲突,两类代理问题先后是公司治理研究的重点(Jensen and Meckling, 1976; Claessens, Djankov and Lang, 2000; Faccio and Lang, 2002)。随着研究的深入,雇员、债权人等其他利益相关者的利益也被考虑进来,公司治理的研究从仅关注股东,拓展到关注所有的利益相关者(Freeman, 1984; Blair, 1995)。近年来,公司治理的研究又进一步延伸到公司面临的外部治理环境,比如市场环境、法律环境和媒体监督等,着重讨论公司内外部治理间的替代或互补关系(Giroud and Mueller, 2010; Fan, Wei and Xu, 2011; 胡一帆等, 2005; 戴亦一等, 2011; 罗进辉, 2012; 鲁桐和党印, 2012)。大量研究表明,良好的公司治理有助于提升企业绩效和公司价值(Shleifer and Vishny, 1997; Klapper and Love, 2003; Brown and Caylor, 2006; Cheung et al., 2011; Bebchuk, Cohen and Wang, 2013)。Mckinsey(2002)指出,良好的公司治理可以激励董事会和管理层去实现公司价值最大化的目标,也可以提供有效的战略指导和监督,从而使企业有效地利用资源,保持长期稳定的增长,同时,投资者也愿意为公司治理良好的公司支付更高的溢价。

在现有的相关文献中,大部分有关公司治理与公司绩效的研究集中于考察公司治理的某一具体方面对企业绩效的影响。比如,研究所有权结构与公司绩效的关系(Morck et al., 1988; Himmelberg et al., 1999);董事会结构与公司价值的关系(Hermalin and Weisbach, 2003; Wintoki, 2012; Cheung et al., 2013);薪酬计划对公司价值的影响(Abowd and Kaplan, 1999; Bebchuk et al., 2002; 姜付秀和黄继承, 2011);等等。近年来,出现了一些关注公司治理的整体状况与公司绩效及价值的关系的研究,主要是建立一个“公司治理综合指数”,更全面系统地考察治理水平对经营绩效和市场价值的影响(Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2009; Durnev and Kim, 2005; Klapper and Love, 2003; Black, 2001; Black et al., 2006; Cheung et al., 2010),这些研究表明,“公司治理综合指数”更适于考察公司治理对绩效的影响。

Gompers 等(2003)最早建立了一个“治理指数”(Governance Index),该指数由 24 个与股东权利和公司接管措施相关的指标组成。他们在收集了美国 20 世纪 90 年代 1500 家上市公司的数据后,对治理指数与公司的盈利能力、持续增长的表现等方面进行回归分析。结果表明,股东权利保护较好的公司往往有较高的市场价值、较强的盈利能力、较快的产品销售增长率和较低的资本支出。Klapper and Love (2003)对 14 个国家的 374 家企业做的一项研究发现,亚洲里昂证券治理指数(CLSA)与公司的市值和资产回报率有正相关关系。Durnev and Kim(2005)在 27 个国家中选取了 859 家大型公司的样本数据,使用亚洲里昂证券治理指数(CLSA)和信息披露分数两个指标,发现

公司治理指数高的公司往往有更好的市场表现。Black 等(2006)对新兴市场的公司治理问题进行了专门研究,先后以俄罗斯(Black,2001)、韩国(Black et al.,2006)的上市公司为样本建立“公司治理指数”,发现两国的公司治理指数分别与市值存在正相关关系。香港学者张仁良(Cheung et al.,2007,2010,2011)以香港及东亚的上市公司为研究对象,构建公司治理指数,也得出了类似的结论。

我国学界近年也涌现出一些公司治理与公司绩效关系的研究,理论的探讨基本与中国公司治理改革的进程同步。张春霖(1995)从融资角度分析了国有企业的治理结构改革;何浚(1998)分析了我国上市公司的内部人控制状况,并指出公司治理结构中的一些缺陷;孙永祥和黄祖辉(1999)提出上市公司股权结构对公司治理的作用机制,并重点考察了第一大股东持股比例对托宾 Q 值、兼并与管理者变化的影响;徐晓东和陈小悦(2003)除了分析第一大股东的所有权性质对托宾 Q 值和净资产收益率的影响之外,还考虑了第一大股东变更、CEO 变更、董事会结构以及高层管理人员的薪酬等所受的影响;孙永祥(2001)对股东、债权人、董事会在公司治理中的作用做了一个框架性分析,并着重分析了董事会作为一种治理机制的合理结构与规模问题;汪辉(2003)就上市公司的债务融资与公司治理、公司价值的关系进行了理论分析和实证检验,发现债务融资起到了传递公司业绩的信号作用;施东晖(2003)分析了所有权结构和市场竞争在提高公司产出增长率上的互补作用;罗进辉(2012)考察了媒体监督对公司经营费用率和总资产周转率的影响,发现高水平的媒体报道可以降低公司的双重代理成本,提升企业运营效率。

除了以上从单方面研究公司治理与公司绩效或价值的关系外,国内也有一些学者构建了公司治理指数,考察该指数与公司绩效或价值的关系。潘福祥(2004)从外部机构的审核意见、股权结构、董事会治理机制、经理人员激励等四个方面共 11 个指标构建了中国上市公司治理指数(CGI)。施东晖和司徒大年(2004)也构建了一个公司治理指数(CGI),主要考察控股股东行为、关键人的聘选激励与约束、董事会的结构与运作、信息披露透明度等四个方面,共 12 个指标。岳中志和薄勇健(2005)运用层次分析法,以融资结构、股权结构、激励机制、约束机制等四个方面的 8 个指标考察公司治理结构的完善水平<sup>①</sup>。白重恩等(2005)以主成分分析法构建了基于 8 个公司治理变量的公司治理评价 G 指标<sup>②</sup>。李汉军和张俊喜(2006)也以主成分分析法,从董事会的独立性和有效性、股权结构、经理层和信息披露等四个方面,构建了公司治理的 IG 指数。南开大学课题组(2006、2010)从控股股东行为、董事会治理、监事会治理、经理层治理、信息披露、利益相关者治理等 6 个方面,基于 80 多个指标构建了中国上市公司治理指数(CCGINK)。王福胜和刘仕煜(2009)以 DEA 方法构建了公司治理效率值指标,考察公司治理的溢价问题。鲁桐等(2010)、鲁桐和党印(2012)分别构建了中国大型上市公司治理指数(共 84 个指标)、上市公司中小股东权益保护指数(共 18 个指标),考察公司治理的总指数和子指数对公司绩效、企业价值的影响。

到目前为止,国内外尚没有文献专门评估中国中小上市公司的治理水平。这一研究领域的空缺不能不说是一种遗憾。其原因是:第一,中小上市公司的发展阶段决定了其公司治理的重点不同于大公司,评估大公司治理水平的评价体系不完全适用于中小上市公司;第二,我国中小上市公司大多具有高科技、高成长性、高风险等特点,可能产生新的技术或商业模式,是中国经济转型和产业升级的中坚力量。监管部门及政策制定者需要根据中小上市公司的特点和发展需求,有针对性地制定完善中小上市公司治理的政策,实行差异化监管,而适当的政策需基于对中小上市公司治理特点的准确把握。

---

① 8 个指标分别为股权融资、债券融资、机构持股比例、个人持股比例、经营者的年薪数、经营者股票期权比例、董事会监督约束度、监事会监督约束度。

② 8 个治理变量分别为:CEO 是否兼任董事会主席或副主席;外部董事的比例;五大高管人员的持股量;第一大股东持股量;第二至第十大股东持股量的集中度;企业是否拥有母公司;是否在其它市场挂牌上市;是否国有控股。

本文对现有研究的贡献有三点：第一，构建了针对中小上市公司的治理评价体系，为量化中小上市公司治理水平进行了新的尝试。第二，以中小上市公司为研究对象，为公司治理与绩效关系的研究提供了新的证据。研究发现，公司治理水平优良的中小上市公司，拥有更好的绩效表现，回应了“中小公司不用重视公司治理”的常见谬误。第三，通过层层分析，分辨出影响中小上市公司绩效的关键治理因素，发现“激励机制”的重要性大于“股权结构与股东权利”，也大于“董事会和监事会运作”、“信息披露与合规”，并且在“激励机制”中，高管和核心技术人员持股的激励作用最为突出，这为中小上市公司及广大非上市中小企业完善公司治理提供了参考，也为监管部门制定政策提供了重要依据。

### 三、中小上市公司治理评价：指标及方法

#### （一）指标体系的构建

如何制定既能准确反映公司治理实践的状况，又可量化、可测量的公司治理评价标准，始终是研究者面临的一项挑战性工作。我们在确定治理评价框架和指标方面，主要考虑的因素包括：评价指标体系需贯彻国际公认的公司治理基本原则，这些原则已明确地反映在经济合作与发展组织的《OECD 公司治理原则》(1999、2004)中，评价标准应具有国际可比性。同时，评价标准应该与中国的文化制度、法律法规框架接轨，并且能够体现公司治理与时俱进的理念。再者，评价体系需考虑中小上市公司治理的需求和特点，以求更客观地反映该群体公司的治理状况和结构特征。

综合以上因素，我们从股权结构与股东权利、董事会与监事会运作、信息披露与合规性以及激励机制等四个方面对中小上市公司治理水平进行系统评估。评价体系如表 1 所示<sup>①</sup>。

股权结构是决定公司治理机制有效性的最重要因素，因为它决定着公司控制权的分配，以及所有者和经营者之间委托代理关系的性质。股权过度分散和过度集中都不利于委托代理关系的维护。中国中小上市公司的股权结构是典型的集中股权结构，公司治理的主要问题是如何遏止控股股东的各种道德风险，保护股东特别是中小股东的权利。从这个逻辑分析和评估上市公司的治理状况，我们重点关注公司是否有一个合理的股权结构？股东之间是否存在制衡关系？公司实际控制人的所有权和经营权是否匹配？股东权利是否得到充分地保障？股东大会是否受到股东的积极参与等问题。

董事会是公司治理的枢纽和核心。有效的公司治理机制一方面应确保董事会对公司和股东的受托责任，另一方面应实现董事会对公司的战略指导和对管理层的有效监督。监事会受股东大会的委托，对董事会和管理层的管理活动进行监督。董事会、监事会成员的专业性和独立性以及勤勉尽责是确保其履行职责的必要条件。在评估董事会、监事会有效运作方面，我们关注董事会、监事会成员能否诚实尽职、谨慎地开展工作，最大程度地维护公司和股东的利益？董事会成员能否做出客观、独立的判断，平衡各方对公司的利益和要求等。具体而言，在董事会和监事会运作方面，评价体系关注董事会和监事会的开会情况、独立非执行董事的比例、董事会委员会构成、董事会多元化、独立董事参与公司事务的方便程度等等。

健全的信息披露是投资者了解公司并对其实施监控的基础，也有助于资本市场吸引资本和保持信心。有效的公司治理能够确保及时、准确地披露公司所有重要信息，并贯彻真实、准确、完整、及时、公平的信息披露原则。在评估上市公司信息披露的质量方面，我们着重考察公司披露的实质性信息，包括公司财务和经营成果、关联交易、内部控制、对潜在风险的分析以及公司的所有权、薪

---

<sup>①</sup> 客观、稳健的评价体系是后续研究的基础。该评价体系的构建得到了多名学界、企业界人士的支持和协助，经过反复讨论、多轮修订而最终确定，已经过连续三年的评价，具有一定的稳定性。

表 1 中小上市公司治理评价体系

一级指标	权重	二级指标
股权结构与 股东权利	25%	出席年度股东大会的股东及股东代表个数
		投资者接待活动情况
		股权制衡度
		出席股东大会的非第一大股东所持股份占所有出席者持有股份的比例
		机构投资者持股比例
董事会与 监事会运作	25%	董事会开会次数
		监事会开会次数
		独立非执行董事人数
		董事会的委员会数量
		董事会多元化情况(包括女性董事比例、独立董事与上市公司地点是否一致两方面)
信息披露与 合规	25%	受证监会处罚情况
		受交易所处罚情况
		财务重述情况
		信息披露质量
激励机制	25%	是否实施股权激励(包括股票和期权)
		董监高薪酬总额增长率与业绩增长率关联度
		董监高持股价值与薪酬总额的比例
		核心技术人员是否持有公司股权
		监事会持股比例

酬政策、商业伦理、治理政策和程序等非财务信息。在信息披露与合规方面,评价体系重点关注监管部门如证监会和交易所对上市公司的处罚情况、公司是否有财务重述,以及交易所对公司信息披露质量的评估结果等。

激励机制是与董事会建设意义同样重大的公司治理问题。对于中小上市公司,股东通常兼任公司的管理人员,内部监督比较到位。高科技企业如何充分调动技术和管理骨干的积极性始终是一个重要的治理问题,激励是重要的,但激励需要与公司的业绩发展相匹配。最好让经营者也持有一定的股份,成为内部股东,这样,使经营者的利益与外部股东的利益一致起来。在评估上市公司是否建立了合理的薪酬激励机制时,我们特别关注高管薪酬是否与企业的经营业绩挂钩,企业长、短期薪酬激励的搭配,公司高管和技术人员的股权分配,是否存在长期激励机制等方面的问题。

总体而言,股权结构与股东权利是公司治理的基础性因素,董事会是公司运行的核心,信息披露关乎投资者能否真实全面地了解公司,激励机制直接影响经营行为。在评价方法上,我们使用国际通行的“等权重指数编制方法”。公司治理评价体系中上述四个方面分别占 25% 的权重,除信息披露与合规方面设 4 个指标外,其他三个方面均设 5 个指标,每个指标的评价得分区间均为 0~5 分<sup>①</sup>。在本文的评价体系中,“股权制衡度”指标乃考虑到中小上市公司多为家族企业的特点,在这两类

<sup>①</sup> 在董事会运作方面,董事会多元化情况包含两个二级指标,各自的得分区间均为 0~2.5 分。在信息披露与合规方面,“信息披露质量”的评价得分区间为 0~10 分,其他三个指标的得分区间为 0~5 分。

企业中,实际控制人的作用较突出,很容易产出一言堂现象,一定的股权制衡度有利于公司稳健发展。“女性董事比例”指标的设置考虑到了近年来国际上倍受呼吁的董事会多元化问题。“信息披露质量”直接沿用深交所对上市公司的年度评估结果,具有一定的权威性。

(二)评价方法及数据说明

本文以 2012 年深交所中小板和创业板全部上市公司为评价对象。从规模上看,该群体公司的规模明显小于沪深主板公司,更接近于在全国中小企业股份转系统(即新三板)、各区域股权市场(即四板)挂牌的公司<sup>①</sup>;从发展历程上看,该群体公司的规模是近几年壮大起来的<sup>②</sup>。因此该群体公司是广大中小企业的引领者和典型代表。同时,该群体公司的发展历程和发展阶段决定了,其面临的治理困难和特点在广大中小企业中具有一定普遍性,因此对该群体公司的研究可以揭示一般中小企业的共同规律。并且,该群体公司的数据可得性和可靠性是本研究的重要保障。

考虑到信息披露的连续性和完整性,我们剔除两个板块上市时间未满 12 个月的公司,即评价对象不包括 2012 年 1 月 1 日后上市的中小板和创业板公司。样本公司共有 927 家,其中 646 家来自中小板,281 家来自创业板。我们对 927 家公司 2012 年的治理状况进行评价。为确保评价结果的客观性和可验证性,评价所依据的信息源是被评价上市公司的所有正式、公开信息,主要包括公司年报、公司公告、公司网页、中国证监会官网、深交所官网,以及 WIND 数据库、CSMAR 数据库等。由于公司披露上一年年报等信息有时滞,深交所发布公司上一年信息披露质量评估结果有时滞,我们数据采集的截止时间是 2013 年 7 月 31 日。“是否实施股权激励”指标的考察区间是公司上市以来至 2012 年底,其他指标的考察区间均为 2012 年整个年度。在评价过程中,每一家上市公司都由不同的研究人员独立进行两轮信息收集、打分和复核,以降低评价过程的误差。

四、公司治理评价结果及实证分析

(一)中小上市公司治理状况的基本分析

1. 总体数据分析

总体评价结果显示,927 家中小上市公司的平均治理得分为 52.69 分,最高分为 80 分,最低分为 24 分,中位数为 52 分。总体得分呈正态分布,表明评价体系有效地对不同公司的治理水平做了区分。平均分仅为 52.69 分,说明中小板和创业板上市公司的治理水平总体较低。综合得分最高分与最低分相差 56 分,表明公司治理两

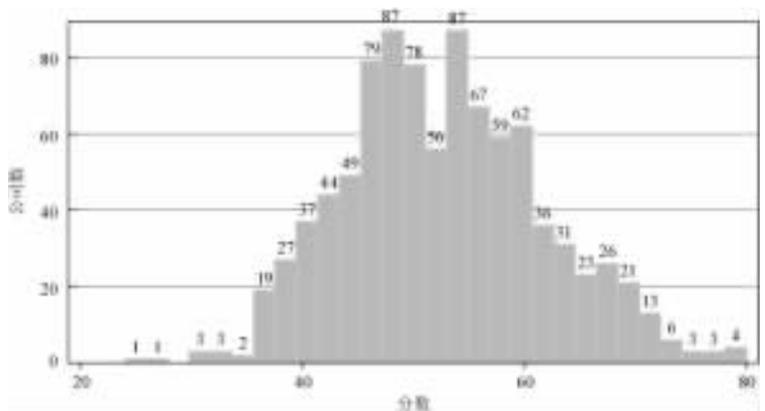


图 1 927 家公司的治理得分直方图

① 截止 2012 年底,沪深主板公司平均总资产为 823 亿元人民币,中小板和创业板公司平均总资产为 28 亿元人民币,总资产最小值为 1.54 亿元人民币。截止 2014 年 7 月 7 日,新三板挂牌企业资产规模过亿的有 291 家,超过 10 亿的有 8 家。从规模上看,中小板和创业板公司仍属于中小企业群体。需指出的是,中小企业群体不同于小微企业群体。

② 中小板创立于 2004 年,截至当年年底,全部 38 家公司的平均总资产为 6.8 亿元人民币,最小值为 2.6 亿元人民币。可以看出,中小板上市公司起初规模较小,类似于今天的新三板公司,其规模壮大发生于最近几年,从发展历程上看亦接近于一般中小企业。

级分化现象明显。

## 2. 板块间的比较及公司治理四个方面的比较

中小板公司的平均治理分数为 51.51,创业板公司的平均治理分数为 55.39。创业板公司的治理得分高于中小板,反映出创业板公司在更严格的监管要求下,各项制度更加健全,公司治理更加完善。中小板和创业板分别于 2004 年、2009 年设立,创业板在设立时即汲取了中小板运行中的经验教训,在上市门槛、监管规定和信息披露等方面制定了较高要求,这既是为了扶持高成长性企业,也是为了防范企业运营不善,产生市场风险,因此创业板公司的较高治理得分具有一定的制度基础。

从总体来看,在公司治理的四大方面,信息披露与合规方面的得分最高,董事会和监事会运作次之,然后是股权结构与股东权利,得分最低的是激励机制运行情况。这表明,中小上市公司与主板的大公司一样,在严格的监管要求下,信息披露是公司治理中表现最好的方面(鲁桐等,2010)。分板块来看,创业板公司在公司治理四个方面的得分均高于中小板。虽然在信息披露与合规、董事会和监事会运作两方面,两个板块的差别不太明显。但是在激励机制方面,创业板公司的得分优势非常明显。在激励机制的五个指标上,创业板公司的得分均高于中小板,表明以高科技公司为主的创业板,更加重视对高管和核心技术人员激励。比如,创业板公司“董监高持股价值与薪酬总额的比值”的均值是 338 倍,远高于中小板公司的 254 倍;创业板公司实行股权或期权激励的公司数占创业板公司总数的 30%,中小板的这一比例仅为 21%,表明创业板公司更注重激励机制的建设。

### (二) 公司治理与绩效关系的实证分析

在对中小板、创业板公司治理状况基本分析基础上,我们需进一步考察,那些治理优良的公司是否拥有更好的绩效? 在公司治理的不同因素中,哪些因素对公司绩效的影响更大?

#### 1. 变量及数据

本文选取文献中常用的绩效变量作为因变量,包括资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、基本每股收益(EPS)、营业收入增长率(INCOME)、利润总额增长率(PROFIT),前三指标反映企业的盈利能力,后两个指标反映企业的成长能力。自变量是本文的公司治理总指数及子指数。按照现有研究的惯例,控制企业规模、财务杠杆、第一大股东持股比例、实际控制人背景、行业和地区等因素(表 2)。治理评价中包括两家金融业公司,这里予以剔除,因此得到 925 家样本公司。企业财务指标及特征变量的数据来自 CSMAR 数据库或 WIND 数据库。主要变量的描述性统计如表 3 所示。

描述性统计结果显示,资产收益率、净资产收益率的最大值分别为 0.281、0.419,最小值分别为-0.388、-1.51。基本每股收益的最大值为 5.7,最小值为-2.557,四分之一分位数为 0.15,表明大部分公司为盈利状态。利润总额增长率的平均数为负数,营业收入增长率的最大值与最小值分别

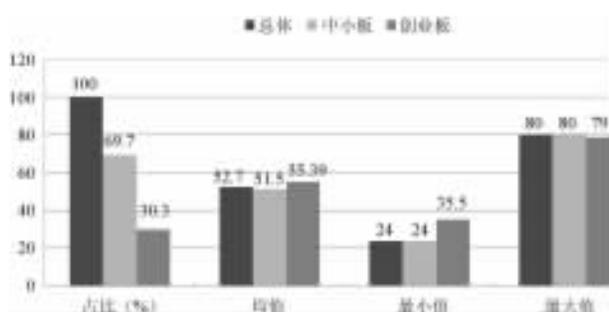


图 2 927 家中小上市公司的治理得分总体情况

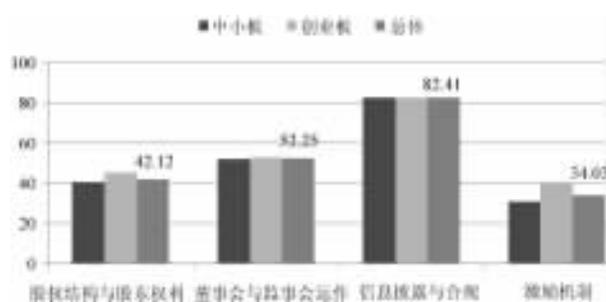


图 3 中小板、创业板公司在治理评价四个部分的分别表现

表 2 实证分析的主要变量

变量分类	变量名称	变量定义及说明
因变量	资产收益率(ROA)	净利润/资产总额
	净资产收益率(ROE)	净利润/股东权益总额
	基本每股收益(EPS)	归属普通股股东的净利润/普通股加权平均数
	营业收入增长率(INCOME)	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	利润总额增长率(PROFIT)	(本期利润总额-上期利润总额)/上期利润总额
自变量	中小上市公司治理指数(CCGI)	总体上反映上市公司的治理水平,涵盖公司治理的四大方面
	股权结构与股东权利指数(Sub-A)	反映上市公司股权结构是否优化,股东权利受保护情况
	董监事会运作指数(Sub-B)	反映上市公司董事会和监事会的运作情况
	信息披露与合规指数(Sub-C)	反映上市公司信息披露的完善情况,受监管部门的处罚情况
	激励机制指数(Sub-D)	反映上市公司激励机制的运行情况
控制变量	企业规模(SIZE)	企业资产总额的自然对数
	财务杠杆(LEV)	负债总额/资产总额
	第一大股东持股比例(SHARE)	上市公司第一大股东所持股份占总股份的比例,最大值为 1
	实际控制人背景(ACTUAL)	分个人、国有、外资和其他四类,3 个虚拟变量
	行业虚拟变量(IND)	按中国证监会的行业分类,本文共涉及 12 个行业,生成 11 个虚拟变量
	地区虚拟变量(REGION)	按国家统计局关于东、中、西部和东北地区的划分方法,生成 3 个虚拟变量

表 3 主要变量的描述性统计

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
ROA	925	0.0470	0.0470	-0.388	0.0220	0.0450	0.0710	0.281
ROE	925	0.0660	0.0920	-1.510	0.0380	0.0670	0.101	0.419
EPS	925	0.373	0.438	-2.557	0.150	0.330	0.550	5.700
INCOME	925	14.19	34.08	-79.09	-3.333	9.562	24.88	507.6
PROFIT	925	-15.13	254.5	-2700	-36.88	-3.887	24.48	4574
CCGI	925	52.69	8.960	24	46.50	52	58.50	80
Sub-A	925	42.10	16.97	4	28	44	56	88
Sub-B	925	52.23	10.70	24	44	52	58	82
Sub-C	925	82.37	11.77	24	76	88	88	100
Sub-D	925	34.07	20.84	0	20	32	48	92
SIZE	925	21.26	0.788	18.86	20.70	21.17	21.72	25.06
LEV	925	0.311	0.193	0.0140	0.155	0.279	0.441	0.940
SHARE	925	0.362	0.143	0.0520	0.250	0.352	0.459	0.852

为 507.6%、-79.09%,分化现象很明显。企业规模对数值的标准差为 0.788,表明企业之间的规模差别不太明显。财务杠杆的最大值与最小值分别为 0.94、0.014,平均数为 0.311,表明不同公司的财务杠杆存在较大差异。第一大股东持股比例最大值为 0.852,最小值仅为 0.052,平均值为 0.362,四

分之一分位数为 0.25,表明不同公司中第一大股东的控制权存在明显差别,并且大部分公司存在明显的第一大股东。

主要变量的相关系数(表 4)显示,无论是公司治理总指数,还是四个子指数,与绩效指标的相关系数均为正,并且,除了与利润总额增长率的相关系数较小外,与其他几个指标的相关系数均大于 0.3,数值很接近。四个子指数中,反映“董事会与监事会运作”的子指数(Sub-B)与盈利指标和成长能力指标的相关系数相对较小,另外三个子指数与五个绩效指标的相关系数普遍较大,这反映出董监事会运作与绩效的相对弱相关性。

表 4 主要变量的相关系数

	ROA	ROE	EPS	PROFIT	INCOME
CCGI	0.418	0.356	0.385	0.161	0.306
Sub-A	0.333	0.259	0.332	0.0950	0.171
Sub-B	0.0203	0.0249	0.0462	0.0528	0.0712
Sub-C	0.303	0.287	0.252	0.117	0.0261
Sub-D	0.288	0.226	0.226	0.106	0.336

## 2.公司治理总指数对绩效的影响

回归结果显示,在控制了规模、财务杠杆、第一大股东持股比例、实际控制人背景、行业和地区等因素后,公司治理指数的回归系数均为正,并且在 1%的水平上具有显著性(表 5)。因变量无论

表 5 公司治理总指数对公司绩效的回归结果

	ROA	ROE	EPS	PROFIT	INCOME
CCGI	0.002*** (12.42)	0.004*** (10.30)	0.017*** (10.26)	4.772*** (4.34)	1.405*** (10.30)
SIZE	0.006*** (2.90)	0.009** (1.99)	0.162*** (7.96)	-9.644 (-0.71)	-2.281 (-1.35)
LEV	-0.101*** (-12.04)	-0.096*** (-5.30)	-0.753*** (-9.15)	-30.932 (-0.56)	30.688*** (4.46)
SHARE	0.051*** (5.06)	0.094*** (4.33)	0.394*** (4.00)	34.802 (0.53)	28.862*** (3.51)
ACTUAL	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制
REGION	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	-0.140** (-2.43)	-0.231* (-1.86)	-3.546*** (-6.29)	119.313 (0.31)	-59.167 (-1.26)
N	925	925	925	925	925
adj. R-sq	0.332	0.192	0.270	0.018	0.156
F	22.892	11.467	17.293	1.792	9.147

注:表中括号内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著(2-tailed)。下文表 6、表 7、表 9 与此相同。

是以资产收益率、净资产收益率、基本每股收益衡量，还是以营业收入增长率、利润总额增长率衡量，这种显著性始终存在。这表明，中小上市公司拥有良好的公司治理是有价值的，而非用处不大、不需重视。进一步的，公司治理总指数对前三个反映盈利能力指标的回归系数相对较小，对后两个反映成长能力指标的回归系数较大。这说明，对于中小上市公司，公司治理与盈利能力、成长能力均有正向的影响关系，并且成长能力受公司治理的影响更大。企业规模对盈利能力的回归系数显著为正，但对成长能力的回归系数为负，表明随着企业规模变大，成长能力逐渐下降，盈利能力逐渐突显。第一大股东持股比例的回归系数均为正，表明中小上市公司若有控股股东，控股股东不论是出于对自身利益的保护，还是出于对公司整体利益的考虑，均倾向于做出有利于公司发展的决策。

### 3. 公司治理子指数对绩效的影响

在公司治理的四个方面，哪个更重要，对公司绩效的影响更大？我们进一步以“股权结构与股东权利”、“董事会与监事会运作”、“信息披露与合规”和“激励机制”四个子指数为自变量进行考察。在因变量的选择上，基本每股收益是普通股股东获得的年度收益，乃从股东的角度看企业的盈利能力，营业收入是企业后续利润指标核算的基础，营业收入增长率可以广义地测度企业的成长能力，因此这里选这两个指标为代表性因变量，作进一步分析<sup>①</sup>。

回归结果显示，四个公司治理子指数的回归系数均为正，但是大小和显著性存在差异。总体来看，四个子指数对盈利能力指标的回归系数大小相差不大，对成长能力指标的回归系数存在明显差异，并且后者的系数明显大于前者。这与表5公司治理总指数的回归结果一脉相承，表明公司治理对企业盈利能力、成长能力均有正向的影响关系，并且对于这些中小上市公司，成长能力受公司治理的影响更大。具体而言，除了“信息披露与合规”的系数未表现出显著性外，其它三个子指数均具有显著性。并且按照系数大小进行排列，激励机制的回归系数最大，其次为股权结构与股东权利，再次为董事会与监事会运作，信息披露与合规的系数最小，并且未表现出显著性。这种系数大小关系在盈利能力和成长能力的回归中表现出一定相同性，这表明，对于中小上市公司，激励机制对绩效的影响更大，其次为股权结构与股东权利，相对于这两者，董事会和监事会在治理中发挥的作用较弱。信息披露与合规对绩效的影响不明显，表明上市公司在这方面很大程度上是满足监管部门的要求，很少有公司执行高于监管部门的披露标准，因此未表现出对绩效的促进作用，并且过多地披露可能会提高运营成本，泄露商业信息，反而不利于提升绩效。

### 4. 哪种激励因素更重要？

中小板和创业板公司大多具有高科技、高成长的特点，多数企业控股股东也是公司高管，内部监督相对比较到位。在公司治理的两大机制——监督和激励中，激励的重要性远高于监督。表5、表6的回归结果证明了激励机制对公司盈利能力、成长能力的重要性。那么，诸多激励因素是否对公司绩效具有同等重要性，或称，哪种因素对公司绩效的影响更大？对这一问题的回答可以为企业和监管部门提供决策借鉴。

这里分别以激励机制指标中的二级指标作为自变量，因变量同表6，包括基本每股收益和营业收入增长率<sup>②</sup>。回归结果显示，除了“监事会持股比例(SUPV)”不具有显著性外，其他几个变量均具有显著性。“是否实施股权激励(INCEN)”的系数最大(分别为0.088、11.778)，其次是“核心技术人员持股比例(TECH)”(分别为0.013、2.289)。另外两个激励指标——董事、监事与高管薪酬总额

<sup>①</sup> 我们在这里做了稳健性检验。将因变量替换为资产收益率、净资产收益率，其回归结果与基本每股收益的回归结果相似，将因变量替换为利润总额增长率，其回归结果与营业收入增长率相似，限于篇幅，这里未予报告，若需要可向作者索取。

<sup>②</sup> 这里亦进行了稳健性检验，将因变量替代为资产收益率、净资产收益率、利润总额增长率，得到的回归结果类似，限于篇幅这里未予报告，若需要可向作者索取。

表 6 公司治理子指数对公司绩效的回归结果

	EPS	EPS	EPS	EPS	INCOME	INCOME	INCOME	INCOME
Sub-A	0.006*** (9.78)				0.518*** (5.89)			
Sub-B		0.004*** (5.06)				0.214** (2.06)		
Sub-C			0.001 (1.06)				0.103 (1.07)	
Sub-D				0.010*** (5.97)				0.559*** (10.46)
SIZE	0.149*** (7.14)	0.224*** (10.97)	0.212*** (10.44)	0.211*** (10.49)	-0.860 (-0.48)	2.828* (1.66)	2.885* (1.68)	1.047 (0.65)
LEV	-0.714*** (-8.45)	-1.020*** (-12.34)	-0.916*** (-10.91)	-0.950*** (-11.60)	24.297*** (3.33)	8.075 (1.17)	10.335 (1.45)	18.077*** (2.74)
SHARE	0.721*** (6.11)	-0.023 (-0.24)	-0.029 (-0.31)	0.078 (0.83)	32.595*** (3.20)	-6.047 (-0.77)	-6.223 (-0.79)	8.150 (1.07)
ACTUAL	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
REGION	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	-2.927*** (-5.10)	-3.937*** (-6.62)	-4.173*** (-7.09)	-3.678*** (-6.29)	-38.388 (-0.78)	-94.329* (-1.90)	-94.104* (-1.89)	-57.143 (-1.21)
N	925	925	925	925	925	925	925	925
adj.R	0.263	0.186	0.208	0.216	0.092	0.062	0.058	0.159
F	16.711	11.064	12.525	13.128	5.465	3.889	3.728	9.325

增长率与业绩增长率关联度(SALA\_P)<sup>①</sup>、董事、监事与高管持股价值与薪酬总额的比例(S\_SALA)<sup>②</sup>——的系数相对较小,但也表现出显著性,表明董事、监事与高管的薪酬激励既要与其持股价值相匹配,保持适当的绝对数,也要与企业业绩相匹配,保持适当的相对数,适当的绝对数和相对数有利于提升企业绩效。总体来看,在评价体系的五个反映激励机制的指标中,高管和核心技术人员的股权激励最为重要,这符合中小科技企业的特点,揭示出此类公司有针对性激励的重要性。监事会持股比例的系数不显著,表明中小上市公司中监事会形同虚设,没有发挥预期的公司治理作用。

### 5. 内生性及稳健性检验

内生性一直是公司治理与绩效关系研究中的一大难题。实证研究需要滤去影响绩效的非治理因素,或者找出影响治理但不影响绩效的因素,以单独考察治理对绩效的影响。前者即加入控制变量,后者即寻找工具变量。虽然前文分析中已结合现有文献加入了诸多控制变量,但仍无法完全确定治理对绩效的单向影响关系,因此需寻找适当的工具变量,解决这一内生性问题。

① 该指标考察董监高薪酬总额增长率与公司业绩增长率的变化方向和变化幅度,以0为分界点,考察二者是否同时大于0或小于0,以及变化幅度的大小比较。最优的情况是两个增长率均为正,且前者小于后者,最差的情况是薪酬增长率为正,但业绩增长率为负,另有四种情况,限于篇幅,这里不再赘述,若需要可向作者索取。

② 计算公式为:年末董事、监事与高管持股数量×公司股票的年末收盘价/董事、监事与高管年薪总额。

表 7 激励因素对公司绩效的回归结果

	EPS	EPS	EPS	EPS	EPS	INCOME	INCOME	INCOME	INCOME	INCOME
INCEN	0.088*** (2.78)					11.778*** (4.47)				
SALA_P		0.002*** (5.79)					0.310*** (12.83)			
S_SALA			0.000*** (4.86)					0.013*** (4.64)		
TECH				0.013** (2.05)					2.289*** (4.23)	
SUPV					0.595 (0.93)					2.470 (0.05)
SIZE	0.219*** (10.69)	0.226*** (11.31)	0.209*** (10.23)	0.224*** (10.98)	0.226*** (11.06)	2.143 (1.26)	3.150** (2.01)	1.763 (1.03)	2.710 (1.60)	3.139* (1.84)
LEV	-1.000*** (-12.12)	-1.022*** (-12.59)	-0.961*** (-11.66)	-1.009*** (-12.21)	-1.010*** (-12.17)	10.843 (1.58)	7.819 (1.23)	13.014* (1.89)	10.086 (1.47)	8.551 (1.23)
SHARE	-0.008 (-0.09)	-0.018 (-0.20)	-0.004 (-0.05)	-0.009 (-0.10)	-0.001 (-0.01)	-4.155 (-0.53)	-5.304 (-0.73)	-4.609 (-0.59)	-3.724 (-0.47)	-6.032 (-0.74)
ACTUAL	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
REGION	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Intercept	-3.756*** (-6.32)	-3.880*** (-6.65)	-3.608*** (-6.11)	-3.854*** (-6.49)	-3.916*** (-6.59)	-69.208 (-1.40)	-84.763* (-1.85)	-65.499 (-1.33)	-80.501 (-1.63)	-89.358* (-1.80)
N	925	925	925	925	925	925	925	925	925	925
adj. R-sq	0.192	0.214	0.206	0.189	0.186	0.078	0.203	0.079	0.075	0.057
F	11.457	13.003	12.406	11.248	11.048	4.703	12.175	4.780	4.593	3.669

## (1) 工具变量的选择

学界在工具变量上做了诸多探索,比如潘福祥(2004)选取是否属于垄断行业、是否境外上市、成立时间作为工具变量,李汉军和张俊喜(2006)以外部董事比例、归一化每股收益为工具变量,Black等(2006)、鲁桐等(2010)以公司规模虚拟变量为工具变量。我们认为,工具变量的确定除了要考虑计量方法的标准,也要考虑到具体的研究问题。对于本文而言,样本对象均为中小上市公司,规模普遍较小,所处的发展阶段相似,因规模产生的治理差异较难区分,因此需遗憾地放弃Black等(2006)已充分论证的“规模”工具变量。

我们注意到,样本对象是中小板和创业板上市公司,先后于2004年、2009年开始设立,其目的均是服务中小企业发展。设立创业板的初衷是打造中国的纳斯达克市场,弥补中小板未能覆盖到的企业群体。虽然创业板的明文上市条件略低于中小板,但是创业板设立过程中充分借鉴了主板、中小板的一些经验教训,在信息披露、公司治理结构等方面采取了更加严格的要求,这客观上提高了其上市门槛,也使创业板公司的治理质量普遍高于中小板。从上市时间上看,上市越晚的公司受到的监管要求越全面,公司治理也越规范,这可以从表8得到验证。

表 8 不同年份上市的治理得分差异

	总体		中小板		创业板	
	公司数	均值	公司数	均值	公司数	均值
2004	38	52.316	38	52.32		
2005	12	48.042	12	48.04		
2006	52	49.058	52	49.06		
2007	100	48.690	100	48.69		
2008	71	50.725	71	50.73		
2009	90	54.739	54	52.89	36	57.51
2010	321	53.695	204	52.91	117	55.07
2011	243	53.936	115	52.67	128	55.08
合计	927	51.510	646	52.69	281	55.39

在表 8 中,除 2004 年以外,样本总体的治理得分呈现出年度上升趋势,即上市年份越晚,治理得分的均值越高。治理水平的年份差异也在板块之间有所体现,设立较晚的创业板的公司治理水平高于中小板,这种差异在 2009~2011 年均有所体现。一个值得注意的现象是,在 2004 年上市的中小板公司治理水平较高,高于在其后几年上市的公司,在 2009 年上市的创业板公司治理水平较高,亦高于在其后两年上市的公司。我们认为原因有二,第一,在两个板块刚设立时进行 IPO 的公司,遵循了更严格的治理要求,这既源于公司自身的需求,也源于作为首批代表性公司,政府对其加强了监管,非市场化因素起到一定作用;第二,两个板块刚设立时,公司数量较少,公司普遍的治理水平较高,算术平均后提升了总体治理水平。去除首批上市公司的代表性意义,后续公司“上市越晚、治理水平越高”的趋势则体现了市场的自发演进趋势。因此,可以认为,上市年份与公司治理水平存在一定的相关关系。

从计量方法上看,工具变量需与自变量有相关性,与因变量无相关性。关于与公司绩效的相关性,我们认为,上市晚的公司也会出现业绩不佳的情况,上市较早的公司也可能取得良好的经营绩效,上市时间与公司业绩不存在必然的相关性。以本文的数据为例,2010 年样本公司基本每股收益的平均值为 0.38 元,小于 2009 年的 0.43 元。因此本文选取上市年份为公司治理指数的工具变量。鉴于创业板于 2009 年 10 月 30 日正式开板,我们以 2009 年为界限,设置一个年份虚拟变量 (YEAR\_DUM),将 2009 年以后(含 2009 年)上市的公司赋值为 1,2009 年以前上市的公司赋值为 0,公司数分别为 272 家、653 家。

## (2)内生性检验及两阶段最小二乘回归的结果

相关性检验显示,年份虚拟变量与公司治理总指数的相关系数为 0.214,并且在 10%的水平上具有显著性,与基本每股收益、营业收入增长率的相关系数分别为 0.165、0.104,小于 0.214,并且不具有显著性。两个正的相关系数可能是数据上的相关性,没有经济意义上的相关性,故没有表现出显著性。因此该虚拟变量符合工具变量的选择标准。

用豪斯曼检验做内生性检测,我们发现,在 5%的水平上拒绝原假设,因此可以认为公司治理质量具有一定的内生性。这里仅考虑治理指数的一个工具变量,故不存在检验过度识别约束问题。由表 6 和表 7 可知,子指数的回归结果与总指数的回归结果基本相同,因此在两阶段最小二乘回归中,我们仅对总指数进行考察。具体而言,先将公司治理总指数内生于年份虚拟变量,进行第一阶段回归,然后将公司治理指数的拟合值作为自变量,进行第二阶段回归。在第二阶段回归中,因

变量仍选取盈利能力和成长能力的代表性指标——基本每股收益和营业收入增长率,控制变量与表 5 中回归模型的控制变量相同,回归结果如表 9 所示。

表 9 两阶段最小二乘回归的结果

	Stage 1	Stage 2	
	CCGI	EPS	INCOME
CCGI		0.026*** (2.70)	3.183*** (3.74)
YEAR_DUM	3.526*** (5.57)		
SIZE	3.803*** (10.02)	0.126*** (3.37)	-9.150** (-2.04)
LEV	-12.363*** (-7.35)	-0.608*** (-3.54)	58.762*** (3.70)
SHARE	-25.817*** (-14.63)	0.623*** (2.73)	73.168*** (2.82)
ACTUAL	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制
REGION	控制	控制	控制
Intercept	-23.260 (-2.84)	-3.349*** (-4.74)	-20.984 (-0.38)
N	925	925	925
adj.R-sq	0.2998	0.245	0.02
F	155.99		

我们发现,在第一阶段回归中,年份虚拟变量的系数为 3.526,并且在 1%的水平上具有显著性。这表明年份虚拟变量是公司治理指数的重要影响因素。由于这里将公司治理质量内生化的,第一阶段的回归结束后,公司治理总指数的拟合值是固定的,无论第二阶段回归以哪个指标为因变量,公司治理总指数的拟合值是相同的、共同的,因此在表 9 中有两列第二阶段回归结果,但只有一列第一阶段回归结果。

在第二阶段的回归结果中,当因变量是基本每股收益时,三个控制变量——规模、财务杠杆、第一大股东持股比例——的回归系数正负号与表 5 第三个回归模型的回归结果类似,当因变量为营业收入增长率时,三个控制变量的回归系数正负号与表 5 第五个回归模型的回归结果类似。虽然第二阶段回归的 R 方小于表 5 中相应回归模型的 R 方,但是,公司治理总指数的系数均变大了,分别由表 5 中的 0.017、1.405 上升到这里的 0.026、3.183。两阶段最小二乘回归与普通最小二乘回归的结果明显不同,再次验证了公司治理指数具有内生性,内生于以上市年份所代表的监管标准和治理要求。平均而言,在 2009 年及之后上市的公司,公司治理总指数将高出 3.526 分,基本每股收益将高出 0.09 元,营业收入增长率将高出 11.22%。这里考虑内生性后,公司治理对绩效的影响得到了强化,并且公司治理对中小上市公司成长能力的影响大于对盈利能力的影响。这再次反驳了“中小公司不用重视公司治理”的观点,对于中小公司而言,完善公司治理有益于提升企业

的盈利能力和成长能力,有益于促进企业快速发展壮大。

### (3)稳健性检验

我们在表 5 中选择了五个因变量,分别得出了类似的回归结果,均表明公司治理与公司绩效具有正向的影响关系。在表 6、表 7 和表 9 中,分别选取基本每股收益和营业收入增长率作为代表性的绩效指标,考虑公司治理对公司盈利能力和成长能力的影响。为确保实证结果的稳健性,我们均选取另外三个绩效指标作为因变量,再次验证表 6、表 7 和表 9 的回归模型,并得到了类似结论。并且,我们亦尝试了其他的因变量(比如净利润增长率)和控制变量(比如第一大股东的股权性质),得到了类似的结果(限于篇幅,完整结果未予报告),因此本文的实证分析是稳健的。

## 五、结论与政策含义

中国的公司治理是舶来品,最早滥觞于 20 世纪 90 年代的国有企业改革,其主要初衷是弥补市场化改革的缺陷,通过理清产权,构建合理的内部治理结构,促进现代企业制度的建立。经过二十余年的努力,中国众多企业均已按照监管部门的要求,建立了形式规范的治理结构,但是仍无法阻止层出不穷的治理乱象。于是出现一种反对声音,认为公司治理是花架子,是摆设,至多大企业需要公司治理,中小企业的首要目标的生存,不用重视公司治理。

本文以深交所中小板和创业板全样本公司为研究对象,通过构建一套公司治理评价体系,评估中国的这一代表性中小企业群体的治理水平,发现其治理质量不容乐观,仅信息披露与合规方面表现尚好,其他方面均在及格水平以下。但是即使这样,在运用各种绩效指标进行考察后,我们发现,良好的公司治理对应着良好的盈利能力和成长能力,治理与绩效的正向关系没有因企业规模相对较小而不存在,并且对于这些公司而言,成长能力受公司治理的影响更大。这回应了对“公司治理有效性”的争论和“中小公司不用重视公司治理”的常见谬误,也为中国大批中小企业完善公司治理提供了参考依据。

总体而言,本文有以下三点结论。第一,对于中小上市公司,公司治理与绩效之间存在显著的同步性,良好的治理对应着良好的盈利能力和成长能力,并且成长能力受公司治理的影响更大。第二,对于以高科技企业为主的中小板、创业板公司,不同的治理因素对企业绩效的促进作用表现出明显差异。激励机制对公司业绩的提升作用最明显,其次为股权结构与股东权利,再次为董事会和监事会运作。由于各公司在信息披露与合规方面的差别不大,其对绩效的影响不明显。第三,在激励机制方面,股权激励是影响业绩的最重要因素,其次为核心技术人员的持股比例。

本文对中小上市公司的研究在一定程度上揭示了广大中小企业的共同特点,并对一般中小企业具有一定的借鉴意义。首先,中小上市公司的平均规模较小,规模的壮大发生于 2004 年之后,规模和发展历程均接近于一般中小企业,是广大中小企业的引领者和代表者。其次,由于所处监管环境、融资环境和法律环境等与一般中小企业类似,中小上市公司的治理规律与一般中小企业具有相通之处。中小上市公司的今天遇到的治理难题,也是场外市场一般中小企业今天和明天的困惑。因此对中小上市公司的研究在一定程度上适用于广大中小企业。最后,一般中小企业可能因上市制度、所处行业和地理位置等原因,尚未进入沪深市场,但其规模已接近中小上市公司。一些企业已在或正考虑在场外市场挂牌融资,希望未来转板至中小板或创业板,但现在同样面临着规范公司治理的种种要求。由于规范公司治理并非没有成本,这些中小企业对规范公司治理是否有用心存疑虑。本文的研究可在一定程度上减少这种疑虑。一般中小企业可引以为鉴,实现更好的发展。

本文的政策含义有三点:第一,公司治理不仅是大企业需关注的事情,包括中小上市公司在内

的中小企业亦需关注并完善公司治理。中小企业完善公司治理不能仅是为了满足监管部门的要求,而更多地应源自内在需求。公司治理的形式易于满足,但功能的实现因公司而异,取决于股东和董事会是否认识到公司治理对公司发展的保障意义。第二,中小企业完善公司治理需要往激励机制方面倾斜,这是由企业所处的发展阶段所决定的。并且,激励机制不健全是当前中小上市公司最为突出的问题,主要表现在:短期激励有余,长期激励不足;高管激励有余,核心技术人员激励不足;对董事激励有余,对监事激励不足等,本研究为监管部门进一步调整监管政策提供了新的依据。第三,中国经济转型有赖于一大批中小企业的崛起,中小企业的崛起需以有效的公司治理为保障。要提高公司治理的有效性,就需先加强其针对性。对于中小高科技型企业,高管团队和核心技术人员是激励的重要对象,如何对不同类型的技术人员进行适度激励仍是各企业需要进一步探讨的管理实践,中小企业需要有针对性地完善地激励机制,提高公司治理的有效性。

### 参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜(2005):《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第2期。
- 戴亦一、潘越、刘思超(2011):《媒体监督、政府干预与公司治理》,《世界经济》,第11期。
- 何浚(1998):《上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第5期。
- 胡一帆、宋敏、张俊喜(2005):《竞争、产权、公司治理三大理论的相对重要性及交互关系》,《经济研究》,第9期。
- 姜付秀、黄继承(2011):《经理激励、负债与企业价值》,《经济研究》,第5期。
- 李汉军、张俊喜(2006):《上市企业治理与绩效间的内生性程度》,《管理世界》,第5期。
- 鲁桐、党印(2012):《投资者保护、创新投入与企业价值》,《金融评论》,第5期。
- 鲁桐、党印、仲继银(2010):《中国大型上市公司治理与绩效关系研究》,《金融评论》,第6期。
- 罗进辉(2012):《媒体报道的公司治理作用》,《金融研究》,第10期。
- 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组(2006):《中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析》,《管理世界》,第3期。
- 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组(2010):《中国上市公司治理状况评价研究》,《管理世界》,第1期。
- 潘福祥(2004):《公司治理与企业价值的实证研究》,《中国工业经济》,第4期。
- 施东晖(2003):《转轨经济中的所有权与竞争:来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》,第8期。
- 施东晖、司徒大年(2004):《中国上市公司治理水平及对绩效影响的经验研究》,《世界经济》,第5期。
- 孙永祥(2001):《所有权、融资结构与公司治理机制》,《经济研究》,第1期。
- 孙永祥、黄祖辉(1999):《上市公司股权结构与绩效》,《经济研究》,第12期。
- 汪辉(2003):《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》,《经济研究》第8期。
- 王福胜、刘仕煜(2009):《基于联立方程模型的公司治理溢价研究》,《南开管理评论》,第12期。
- 徐晓东、陈小悦(2003):《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》,第2期。
- 岳中志、薄勇健(2005):《公司治理结构完善度水平指标体系及评价模型》,《管理世界》,第5期。
- 张春霖(1995):《从融资角度分析国有企业的治理结构改革》,《改革》,第3期。
- Abowd, M. and D.Kaplan (1999): "Executive Compensation: Six Questions That Need Answering", *Journal of Economic Perspectives*, 13, 145-168.
- Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell (2009): "What Matters in Corporate Governance", *Review of Financial Studies*, 22, 783-827.
- Bebchuk, L., A. Cohen and C. Wang (2013): "Learning and the Disappearing Association between Governance and Returns", *Journal of Financial Economics*, 108, 323-348.
- Bebchuk, L., J. Fried and D. Walker (2002): "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *University of Chicago Law Review*, 69, 751-846.
- Berle, A. and G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Black, B. (2001): "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
- Black, B., H. Jang and W. Kim (2006): "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics and Organization*, 22, 366-413.

- Blair, M. (1995): *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings Institution Press.
- Cheung, L., T. Connelly, P. Limpaphayom and L. Zhou (2007): “Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18, 53–85.
- Cheung, L., A. Stouraitis and W. Tan (2010): “Does the Quality of Corporate Governance Affect Firm Valuation and Risk? Evidence from a Corporate Governance Scorecard in Hong Kong”, *International Review of Finance*, 10, 403–432.
- Cheung, L., C. Chung, W. Tan and W. Wang (2013): “Connected Board of Directors: A Blessing or a Curse?”, *Journal of Banking and Finance*, 37, 3227–3242.
- Cheung, L., J. Connelly, P. Jiang and P. Limpaphayom (2011): “Does Corporate Governance Predict Future Performance? Evidence from Hong Kong”, *Financial Management*, 40, 159–197.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000): “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.
- Durnev, A. and E. Kim (2005): “To Steal or not to: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation”, *Journal of Finance*, 60, 1461–1493.
- Faccio, M. and L. Lang (2002): “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 65, 365–95.
- Fan, H., K. Wei and X. Xu (2011): “Corporate Finance and Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research”, *Journal of Corporate Finance*, 17, 207–214.
- Freeman, E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- Giroud, X. and H. Mueller (2010): “Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries”, *Journal of Financial Economics*, 95, 312–31.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003): “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–155.
- Hermalin, E. and M. Weisbach (2003): “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *Economic Policy Review*, 9, 7–26.
- Himmelberg, P., R. Hubbard and D. Palia (1999): “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 53, 353–384.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–306.
- Klapper, F. and I. Love (2003): “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, 19, 1–26.
- Brown, L. and M. Caylor (2006): “Corporate Governance and Firm Valuation”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409–434.
- Mckinsey (2002): *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, IRBRI Seminar.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988): “Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, 293–316.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737–783.
- Wintoki, B., J. Linck and J. Netter (2012): “Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 105, 581–606.

(责任编辑:罗 滢)

# 中国中小上市公司治理与绩效关系研究

作者: [鲁桐](#), [党印](#)  
作者单位: [鲁桐\(中国社会科学院世界经济与政治研究所\)](#), [党印\(中国劳动关系学院\)](#)  
刊名: [金融评论](#)  
英文刊名: [Chinese Review of Financial Studies](#)  
年, 卷(期): 2014(4)

引用本文格式: [鲁桐](#), [党印](#) [中国中小上市公司治理与绩效关系研究](#)[期刊论文]-[金融评论](#) 2014(4)