

上市公司治理结构与市值正相关吗

段 静, 余建军(副教授), 黄文瑜

【摘要】 公司治理结构对我国上市公司的市场价值有何影响, 对不同所有制公司市场价值的影响程度是否相同, 是本文要进行系统研究的内容。本文首先结合中国的市场环境, 基于公司治理的内外部机制, 构建能够客观反映我国上市公司治理水平的指标体系, 然后选取2008~2013年沪深证券交易所上市的A股公司作为研究对象, 构建多元回归模型进行实证检验。研究发现: 国有企业中, 公司外部治理结构与公司市场价值呈显著正相关关系; 民营企业中, 公司内部治理结构与公司市场价值呈显著正相关关系; 全样本企业中, 公司外部治理结构与公司市场价值呈显著正相关关系。

【关键词】 上市公司; 治理结构; 市场价值; 政治关联

【中图分类号】 F279.23

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)03-0102-4

一、引言

即使是在公司制度被公认为比较规范的美 国, 公司治理也是一个世界性难题。中国上市公司协会执行副会长李小雪(2012)指出: 在经济全球化的趋势下, 公司治理日益受到世界各国的重视, 良好的公司治理是促进公司规范运作和推动资本市场持续稳定健康发展的重要基础。股市的健康发展取决于上市公司的健康运行, 当前中国股市最突出的问题是公司的治理结构不合理。显然, 公司治理结构不但影响整个股市, 还影响着公司股票的市场价值, 如何改善公司治理结构, 提高公司治理水平成为学术界和商界关注的焦点。

多数学者将研究重点放在公司治理的某一特定方面: 例如, 冯根福、韩冰(2002)研究的问题是上市公司股权集中度; 徐晓东和陈小悦(2003)分析了第一大股东的所有权性质对托宾Q值和ROE的影响; Hermalin(2003)认为董事会规模能够在一定程度上决定公司治理是否有效。笔者认为, 公司治理作为协调公司参与各方的制度安排, 目的是实现各方的权力制衡, 是作为由一系列机制构成的整体而发挥作用。近年来, 部分学者基于系统的理念, 提出了公司治理指数的概念。例如, 施东晖、司徒大年(2002)用12个指标构建中国上市公司治理水平的评价指数, 据此对中国上市公司治理的现状进行了实证分析。潘福祥(2004)用11个指标构建了中国上市公司治理指数(CGI), 包括上市公司受到外部机构的审核意见、股权结构、董事会治理机制、经理人员激励四个主要方面。李维安(2004)教授指导的南开大学公司治理研究中心推

出公司治理评价指标体系, 该体系涵盖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、利益相关者六个方面, 包括了数个二级指标和80余个三级指标。白重恩等(2005)将反映公司治理机制的8个变量运用主元因素分析法得到了反映上市公司治理水平的综合指标——G指标。分析这些评价指标或指数后发现, 诸位学者研究侧重点不同, 评价指标体系的构建思路、维度区分、指标术语及权重赋值等方面缺乏统一性。因此, 本文基于公司的内部与外部机制, 研究公司治理结构对我国上市公司市场价值的影响。

二、公司治理指数的构成

本文认为, 公司治理结构指标无论是内部指标或外部指标, 并非越详尽就越好。考虑到经济转型期我国企业发展的现实背景, 即中国企业所有权和控制权的分离是在国家短期快速推行下完成的, 政府依然是支配市场资源的主要力量, 政治关联作为一种社会资本, 对企业的发展产生重要的影响, 将政治关联定义为本文的外部公司治理结构的指标。国内外学者由于文化背景的不同, 对政治关联的定义亦不同。Faccio(2006)认为, 如果企业高管与政府要员之间具有密切联系, 那么该公司就属于有政治关联的公司。王利平(2010)认为, 政治关联是指企业与政府部门或拥有政治权力的个人或组织之间的密切联系, 政治关联属于社会资本, 是一种能提高诉求可获性的社会资源。也有学者认为, 政治关联作为一种非正式制度对人们的行为进行具体的约束, 特别在中国的法律和政府不能为资产提供充分保护的情况下, 会转向中

【基金项目】 国家自然科学基金项目“考虑不确定因素的化工批处理生产过程调度研究”(项目编号:71301054); 国家重点实验室开放基金项目(项目编号:DPMEIHZ201401)

国地方当局、官僚机构及个人之间的私人关系(陆学艺、李培林,1996)。本文认为,政治关联是指企业的高管为了寻求某种利益或其他目的建立的与拥有政治影响力的个人或机构形成的一种合法的政治关系,具体形式包含高管曾经具有政府任职经历或与具有政治资源的个人或机构形成的个人关系。因此在计算得分时,若上市公司总经理或董事长现任或曾在政府、人大、政协、党代会、党委常设机构、检察院、法院、公安部门任职,现在或以往出任政协委员、党代会或人大代表,凡满足上述条件的该公司赋值为“1”,否则为“0”。

对于内部治理结构而言,根据之前的研究结果,目前我国公司治理结构要解决的主要问题是控股股东行为的规范性和内部人的控制,由此构建公司内部治理结构指数,详见表1。评价体系10个问题的答案有两种选择,即“是”和“否”,分别赋予值“1”和“0”。计算每个指标的得分,并分别计算得分总和,该指数的满分为10分。

表1 公司内部治理指数的构成

治理层面	具体指标
控股股东	控股股东与上市公司是否无关联交易
	控股股东及关联方是否无占用上市公司资金行为
	上市公司是否没有为控股股东及关联方提供担保的行为
董事会	总经理或董事长是否为非控股股东
	董事会是否有独立董事
	董事长和总经理是否非一人担任
监事会	监事会是否按照《公司法》的规定设置及运行
高管	总经理是否由非控股股东产生
信息披露	年度报告是否未被注册会计师出示非标准无保留意见
	是否未受到证监会或交易所公开批评

当前我国上市公司治理的突出问题是内部治理,毕竟外部治理问题取决于整个国家的法律、政治环境,对于单个公司而言可自由量裁的空间有限,据此,本文对公司内部、外部治理结构分别赋予60%以及40%的权重。考虑到最终指数结果是十分制,设定公司外部治理结构(ECGI)乘以10后计算公司治理指数的加权平均值:

公司治理指数=公司内部治理指数(ICGI)×60%+公司外部治理结构(ECGI)×10×40%

评价等级为:治理指数在8分以上为优;治理指数在6~8分为良;治理指数在6分以下则为差。

三、研究设计

(一)样本选取及数据来源

本文以2009~2014年在沪深证券交易所上市的A股公司作为研究对象,构建多元回归模型,检验公司治理结构如何影响公司市场价值。为排除异常观测值对研究结果的影响,剔除以下样本:①金融行业的公司;②所有被ST、*ST的公司;③相关财务数据缺失的公司;④对模型中主要数据进

行预处理,数据标准化后的异常观测值。最终得到2008年的223个观测值,2009年的292个观测值,2010年的295个观测值,2011年的299个观测值,2012年的311个观测值,2013年的316个观测值,共6年1736个观测值。本文企业的财务数据来自国泰安数据库,政治关联情况通过手工整理得到。

(二)研究假设

1. 对国有企业样本的假设。我国当前的上市国有企业大都是改革开放前政府直接控制的国有企业改制而来,先天具有政治优势。在国有企业中,“政治锁住效应”(周黎安,2007)会弱化公司治理机制的发挥。陈春艳认为,社会资本具有的地域独特性使得它更易嵌入到政治治理的等级结构中。绝大多数国有企业的政治关联均属于政府官员类政治关联,政府官员能够凭借同政府之间的关系为企业带来政府资源,说明实际上国有企业中政府官员类政治关联起着主要作用。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:国有企业中,公司外部治理水平与公司市场价值呈显著的正相关关系。

2. 对民营企业样本的假设。在我国经济转型期这一特殊的宏观背景下,民营企业在面临正式制度缺失时不得不选择主动参政议政或者直接同政府官员建立关系(罗党论,2009),其中参政议政主要指企业的高管参加各级人大、政协会议,通过这些途径表达个人和企业的观点。与代表委员类政治关联的获取方式相比,政府官员类政治关联的获取具有如下明显特点:政府官员类的企业高管具有更高的政治权势和威望,民营企业的政治关联作为外部治理结构对公司市场价值的影响程度较低。Black, Jang 和 Kmi (2003)构建了公司治理的综合指标来考察韩国公司治理水平和企业价值之间的关系,研究发现公司治理指数与托宾Q值之间存在显著的正相关关系。基于以上分析,本文提出如下假设:

H2:民营企业中,公司内部治理水平与公司市场价值呈显著的正相关关系。

3. 对全样本企业的假设。全怡(2010)发现,在中国的上市公司中,具有政治关联的企业管理层会利用其政治影响力获取社会资源。一方面,在我国目前上市公司中国有企业仍是主体,占到70%左右;另一方面,据本文统计,在民营企业中仅有少数企业能够主动同政府建立政治关联,多数民营企业的政治关联仍然是被动从政府获取的。因此,总体上我国上市公司的政治关联更多地为企业带来政府的管制和干预效应,这也与我国目前“大政府、小市场”、政府仍然对经济活动存在强烈干预的宏观背景是相符的。基于以上分析,本文提出如下假设:

H3:全样本企业中,公司外部治理水平与公司市场价值呈显著的正相关关系。

(三)变量选取

1. 被解释变量。市场价值在一定程度上反映了公司的内

□ 借鉴与参考

在价值,又能体现公司股票的投资价值,因此市场价值是上市公司价值最有效的表现形式之一。衡量和体现上市公司市场价值的指标有多个,理论和实践证明托宾Q值是一个有效的衡量指标,故本文选择托宾Q值作为被解释变量来体现上市公司的市场价值。

2. 解释变量。解释变量为公司治理结构(CGI),公司内部治理结构(ICGI)和公司外部治理结构(ECGI)。

3. 控制变量。本文采用了公司规模(Size)、资产流动性(Far)、股票投资价值(Pe)、成长能力(Grow)、财务杠杆(Leverage)、换手率(Change)和控股股东持股比例(Blgone)作为控制变量,另外在模型中加入了年度虚拟变量(Year)和行业变量(Industry),以充分考虑年度和行业效应。具体变量定义见表2:

变量类型	变量名称	变量代码	变量说明
被解释变量	市场价值	Tobinq	(年平均股价×股本总数+负债总额)/总资产
	公司治理	CGI	公司内部治理指数(ICGI)×60%+公司外部治理结构(ECGI)×10×40%
	解释变量	ICGI	十项具体指标得分加总之和
控制变量	公司外部治理结构	ECGI	政治关联:企业总经理或董事长现任或曾在政府、人大、政协、党代会、党委常设机构、检察院、法院、公安部门任职;现在或以往出任政协委员、党代会或人大代表,凡满足以上条件的企业赋值为1,否则为0
	公司规模	Size	总资产的自然对数
	资产流动性	Far	总资产周转率
	股票投资价值	Pe	市盈率
	成长能力	Grow	营业收入增长率
	财务杠杆	Leverage	资产负债率
	换手率	Change	成交量除以流通股总股数
哑变量	控股股东持股比例	Blgone	控股股东持股比例除以总股数
	年度	Year	年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响
	行业	Industry	行业虚拟变量,采用证监会行业分类方法控制行业效应

(四)实证分析模型

为了检验假设1、假设2、假设3,将实证分析模型设定为:

$$\text{Tobinq} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{CGI} + \alpha_2 \times \text{ICGI} + \alpha_3 \times \text{ECGI} + \sum_{i=1}^n \gamma_i \times \text{control}_i + \varepsilon$$

其中, α_0 为常数, α 为回归系数,Control为控制变量, ε 为随机误差。

四、实证检验与结果分析

1. 描述性统计。主要研究变量的描述性统计分析结果,见表3:

表3 主要变量的描述性统计分析

研究变量	均值	中值	标准差	方差	极小值	极大值
全样本						
Tobinq	1.88	6.03	1.393	1.941	0.40	31.03
CGI	4.7	5.2	0.33	0.108	2	8
ICGI	4.5	4.9	0.32	0.102	2	7
ECGI	0.4	1	0.16	0.025	0	1
国有企业						
Tobinq	4.18	7.03	1.461	2.137	5.40	31.03
CGI	3.5	4.3	0.332	0.110	2	7
ICGI	3.7	4.5	0.31	0.099	2	7
ECGI	0.7	1	0.22	0.048	0	1
民营企业						
Tobinq	2.18	4.03	1.159	1.345	0.40	11.23
CGI	4.1	6.2	0.464	0.218	4	8
ICGI	4.4	6.7	0.459	0.217	4	8
ECGI	0.23	0	0.18	0.032	0	1

2. 相关性分析。在进行多元回归分析前,本文先对各变量之间进行相关性分析。从表4可以看出,公司治理与Tobinq值呈正相关关系,但就公司内部、外部治理结构对上市公司市场价值的具体影响情况仍有待后续实证分析的检验。同时,主要变量之间的相关程度均较低,因此模型不存在严重的多重共线性。

表4 变量的Pearson相关性分析

Tobinq	全样本	国有企业	民营企业
CGI	0.133**	0.095***	0.052***
ICGI	0.159***	0.091***	0.139**
ECGI	0.116***	0.149***	0.012*
Size	0.054**	0.021	0.093**
Far	-0.193***	-0.108***	-0.121***
Pe	0.267***	0.262***	0.203***
Grow	0.238***	0.365***	0.058
Leverage	0.149***	-0.024***	0.037
Change	0.187***	0.148***	0.086
Blgone	0.141***	0.166***	0.138***

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

3. 回归分析。从表5的回归结果中可以看出,3个模型的Adjusted R-squared均在0.6以上,拟合度较高,说明3个模型均有较好的解释能力。

对于回归结果,具体分析如下:

国有企业样本中,当外部公司治理结构作为解释变量时,回归系数为0.029,说明在1%的显著性水平下,公司外部

治理结构与上市公司市场价值呈正相关关系,且通过显著性检验,H1得到验证。此外,Leverage和Size对模型亦具有较好的控制作用,与Tobinq值分别呈负相关和正相关关系。

民营企业样本中,当内部公司治理结构作为解释变量时,回归系数为0.053,说明在1%的显著性水平下,公司内部治理结构与上市公司市场价值呈正相关关系,且通过显著性检验,H2得到验证。此外,控股股东与上市公司市场价值呈显著正相关关系。分析发现,一般民营企业的控股股东即为董事长,他们倾向于通过良好的公司内部治理降低经营成本从而提高公司市场价值。

全样本中,当公司外部治理结构作为解释变量时,回归系数为0.022,说明在1%的显著性水平下,外部公司治理结构与上市公司市场价值呈正相关关系,且通过显著性检验,H3得到验证。当公司治理结构作为解释变量时,回归系数为0.075,说明在10%的显著性水平下,公司治理结构与上市公司市场价值呈正相关关系,且通过显著性检验。

表5 所有模型回归结果

国有企业		民营企业		全样本企业	
Variables	Tobinq	Variables	Tobinq	Variables	Tobinq
CGI	0.094* (3.211)	CGI	0.078** (3.446)	CGI	0.075* (3.246)
ICGI	0.027 (1.761)	ICGI	0.053*** (3.137)	ICGI	-0.223 (-4.249)
ECGI	0.029*** (1.987)	ECGI	0.031* (3.779)	ECGI	0.022*** (3.375)
Size	0.131** (2.164)	Size	0.139* (1.979)	Size	0.174* (1.881)
Far	0.042 (0.571)	Far	0.258 (1.257)	Far	0.244 (1.465)
Pe	0.005 (0.287)	Pe	0.027 (1.134)	Pe	0.012 (1.125)
Grow	0.028 (0.713)	Grow	0.046 (1.081)	Grow	0.043 (1.052)
Leverage	-0.379*** (-4.359)	Leverage	-0.003** (-2.165)	Leverage	-0.003* (-1.815)
Change	-0.0189*** (-3.542)	Change	-0.026*** (-3.254)	Change	-0.015*** (-4.273)
Blgone	0.005 (0.609)	Blgone	0.049*** (0.763)	Blgone	0.004 (0.756)
Constant	4.392** (2.314)	Constant	5.123*** (4.641)	Constant	5.142*** (4.643)
Industry	Control	Industry	Control	Industry	Control
Year	Control	Year	Control	Year	Control
Obs	1232	Obs	504	Obs	1736
Adj R ²	0.657	Adj R ²	0.729	Adj R ²	0.634

4. 稳健性检验。本文通过两种方式来验证研究结果的稳定性。一是从计量方法出发,采用CAPM模型来计算被解释变量;二是从变量出发,替换被解释变量,用净资产收益率(ROE)替换Tobinq值,增加控制变量,增加H指数、S指数(限于篇幅,未对上述验证过程进行详述)。结果显示,所有模型大部分变量系数的符号、系数大小和显著性水平都极为相近。说明本文的研究结论未发生明显变化,研究结论具有较好的稳健性。

五、研究结论

本文研究的主要目的之一是基于理论分析及对中国股票市场的理解构建公司治理指数,来客观描述中国上市公司治理水平,并以此对上市公司治理水平进行排名,限于篇幅本文未展示排名结果。至于公司治理结构如何影响上市公司市场价值,研究发现:国有企业中,公司外部治理结构与上市公司市场价值呈显著正相关关系;民营企业中,公司内部治理结构与上市公司市场价值呈显著正相关关系;全样本企业中,公司外部治理结构与上市公司市场价值呈显著正相关关系。

研究结果表明,我国上市公司受政治关联影响作用较强,总体上受到政府各个方面的管制与干预,体现了我国在当前经济转型期的宏观背景下,区域间市场化程度参差不齐导致我国企业难以通过完善的法律和市场体系维护自身利益,而政府依然是支配市场资源的主要力量。我们的对策是完善资本市场、加强经理人市场有效性、降低政府对市场的干预。对于企业而言,市场化程度的提高会降低企业对于政治关联的依赖,因此应将主要精力放在完善公司内部治理结构上,从而提高上市公司的市场价值。

主要参考文献:

Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A.. What matters in corporate governance?[J].Review of Financial Studies,2009(2).

Diane K. Denis, John J. McConnell. International corporate governance [J].The Journal of Financial and Quantitative Analysis,2003(1).

Mara Faccio, Larry H., P. Lang. The ultimate ownership of Western European corporations [J]. Journal of Financial Economics,2002(3).

雷光勇,李书锋,王秀娟.政治关联、审计师选择与公司价值[J].管理世界,2009(2).

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(9).

徐向艺,徐宁.公司治理研究现状评价与范式辨析——兼论公司治理研究的新趋势[J].东岳论丛,2012(2).

白重恩,路江涌,陶志刚.中国私营企业银行贷款的经验研究[J].经济学(季刊),2005(2).

作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州510640