

浙

当代浙学文库
DANGDAI ZHIXUE WENKU

上市公司内部治理机制与 绩效关系研究

周翼翔 著

Shangshi Gongsi Neibu Zhili Jizhi Yu
Jixiao Guanxi Yanjiu

治理机制与绩效之间的作用不仅存在内生的问题，还存在着动态互动的可能。
公司治理机制是个复杂的系统，任何试图从单方面提高绩效的行为都只能起到事倍功半的效果。



经济
科学出版社

Z279.246
201331

浙江省社科联省级社会科学学术著作出版资金资助出版
浙江树人大学著作出版基金资助出版

上市公司内部治理机制与 绩效关系研究

周翼翔 著

浙 学



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司内部治理机制与绩效关系研究 / 周翼翔著.

—北京: 经济科学出版社, 2012. 9

(当代浙学文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2416 - 3

I. ①上… II. ①周… III. ①上市公司 - 企业管理 - 关系 - 企业绩效 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 215739 号

责任编辑: 齐伟娜

责任校对: 刘欣欣

版式设计: 代小卫

责任印制: 李 鹏

上市公司内部治理机制与绩效关系研究

周翼翔 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 11.5 印张 220000 字

2012 年 9 月第 1 版 2012 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2416 - 3 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

近年来,中国上市公司发展迅速。据统计,1990年底,沪、深两市上市公司只有10家,总市值为31亿元,仅占当年GDP的0.17%左右,但到了2009年底,这三个值却分别上升到1700家、24.27万亿元和72.37%,上市公司已成为我国国民经济的重要组成部分和社会生产发展的中坚力量,其经营绩效如何越来越受到人们的广泛关注。在这种情况下,加强上市公司的研究既有利于对其进行合理的认识和评价,也有利于上市公司自身的经营和发展。

本书选取中国上市公司内部治理机制与经营绩效关系作为研究对象,在充分吸收国内外相关研究成果的基础上,针对已有研究文献的局限和不足,按照从单个到联合治理机制的顺序对中国上市公司内部治理机制与绩效关系进行了深入分析。并在此基础上,提出了若干政策建议。

本书分为五部分:

第一部分为导论。主要介绍研究背景及研究意义,界定相关概念、研究前提及范围,明确研究目标、研究思路,说明全书结构安排,并介绍数据来源和研究方法,指出本书的创新与不足。

第二部分是文献述评,为书中第2章。本部分以是否考虑了内生性和动态性问题为标准,详细追踪了目前国内外在股权结构与绩效、董事会结构与绩效以及公司治理的联合机制与绩效方面的最新研究动态,并把国内与国外的研究进展进行比较,指出其缺陷及有待改进的方向。文献述评表明,无论是国外研究,还是国内研究,越来越多的经验证据显示,公司治理机制不仅是内生的,而且与绩效作用时还具有动态性,在实证中若不加考虑,可能会得出有偏的结论。

第三部分是理论研究,为书中的第3章。这部分首先总结了本书所基于的理论依据,然后介绍了书中所使用的实证方法。通过本章的研究,明确了内生性的来源、影响、解决方法及动态内生性问题的理论分析框架。

第四部分是实证研究,这部分是本书的重点,它包括第4、5、6三章。在前面两章中,按照以下顺序进行分析:首先考察不考虑动态内生性时的情况;其次研究内生性框架下的实证结果;最后从动态内生性的角度出发进行实证,目的是分析三种情况下的差异。在第6章中,通过构建联立方程组模型,研究了交互作用影响下公司治理机制与绩效之间的关系。

第五部分是研究结论与展望。对全书的研究结论进行系统总结,解答本书结论所蕴涵的政策含义,并展望未来进一步的研究方向。

与国内已有文献相比,本书具有以下特点:第一,在研究问题的视角上,考虑了公司治理与绩效之间可能存在的内生性和动态性。国内绝大部分文献都先验地把公司治理机制作为外生变量来处理,只有少数文献考虑了内生性问题的影响,而考虑治理机制与绩效自身的动态性及跨期间作用的文献更是寥寥无几,本书在这方面做了一个有益的探索。第二,在研究体系上,本书除了做单个治理机制与绩效关系的研究外,还考虑各个治理之间可能存在着替代效应,综合考察交互作用影响下几者之间的关系。国内文献目前要么只做单个治理机制的研究,要么只做交互作用影响下的研究,而把二者结合起来的并不多见。本书研究体系的安排有利于把两种不同情况下变量的变化情况看得更加清楚,从而加深对研究问题的理解。第三,在实证方法上,本书采用 OLS、FE、2SLS 和 GMM 相结合的方法,这样便于比较在不同假设前提下的研究结论。第四,在具体问题的研究结论上,也证实和扩充了前人的一些成果。如对股权结构与公司绩效之间的非线性影响关系上,文献中最常见的结论认为二者是“倒 U”型,还有部分学者认为是“正 U”型。本书在考虑内生性问题的影响后,发现中国上市公司管理层持股比例与绩效之间是“W”型关系,第一大股东持股比例与绩效之间则呈“N”型。这两种形状既可用来解释“正 U”型关系,又可用来解释“倒 U”型关系,这样就统一了学者们对股权结构与公司绩效之间非线性关系的不同认识,并且我们对中国上市公司股权比重的计算结果与实际情况相吻合,这也间接支持了本书的实证结果。

本书所得出的结论对完善我国上市公司治理机制具有以下政策含义:首先,公司治理机制的内生性属性决定了我们在构建股权和董事会结构时不能简单地照搬西方其他国家的模式,应根据上市公司的实际情况建立适合我国企业发展的最优模式。其次,公司治理机制与绩效之间的相互作用是个复杂的过程,它们既可能存在同期间的作用,也可能存在跨期间的影响,这对我国独立董事制度的建设以及股权激励政策的实施具有重要的启发意义。再其次,适当降低第一大股东的持股比例有利于公司总体绩效的提高,因此,对那些国有非流通股比重非常高的上市公司来说,股权分置改革还应继续推行。最后,在改善公司治理的效果时要重视不同公司治理机制的替代和互补效应。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 相关概念的界定	4
1.3 研究思路与整体设计	7
1.3.1 研究思路	7
1.3.2 研究整体设计	8
1.4 数据来源与研究方法	9
1.4.1 数据来源	9
1.4.2 研究方法	11
1.5 创新与不足	12
第2章 文献综述	14
2.1 股权结构与公司绩效	14
2.1.1 国外研究进展	14
2.1.2 国内研究进展	24
2.2 董事会结构与公司绩效	32
2.2.1 国外研究进展	32
2.2.2 国内研究进展	41
2.3 公司治理机制与绩效	46
2.4 简要评论	53
2.5 本章小结	54
第3章 理论基础与实证研究方法	55
3.1 理论基础	55
3.1.1 交易费用理论	55

3.1.2	委托代理理论·····	56
3.1.3	信号传递理论·····	57
3.1.4	资本结构控制权理论·····	58
3.1.5	利益相关者理论·····	59
3.2	实证研究方法·····	60
3.2.1	内生解释变量及其影响·····	60
3.2.2	内生性问题的解决方法·····	64
3.2.3	动态内生性的理论分析框架·····	65
3.2.4	主要估计方法·····	67
3.3	本章小结·····	70
第4章	股权结构与公司绩效 ·····	71
4.1	前言·····	71
4.2	研究设计·····	72
4.2.1	研究假设的提出·····	72
4.2.2	实证模型的设定·····	73
4.2.3	变量的选择及说明·····	73
4.3	实证检验·····	75
4.3.1	描述性统计分析·····	75
4.3.2	相关性分析·····	78
4.3.3	回归分析·····	79
4.3.4	进一步探讨·····	86
4.4	稳健性检验·····	89
4.5	本章小结·····	93
第5章	董事会结构与公司绩效 ·····	94
5.1	前言·····	94
5.2	研究设计·····	95
5.2.1	研究假设的提出·····	95
5.2.2	实证模型的设定·····	97
5.2.3	变量的选择及说明·····	98
5.3	实证检验·····	99
5.3.1	描述性统计分析·····	99
5.3.2	相关性分析·····	104
5.3.3	回归结果分析·····	105

5.3.4 进一步探讨	112
5.4 稳健性检验	113
5.5 本章小结	116
第6章 公司内部治理机制与绩效的交互关系	118
6.1 前言	118
6.2 理论分析与研究假设的提出	118
6.3 研究设计	121
6.3.1 实证模型建立	121
6.3.2 模型联立性检验	125
6.3.3 联立方程可识别检验	127
6.4 回归结果分析	130
6.4.1 公司治理机制间的相互作用	131
6.4.2 公司治理机制与绩效之间的相互作用	136
6.5 进一步探讨	137
6.6 稳定性检验	140
6.7 本章小结	144
第7章 研究结论与展望	146
7.1 研究结论	146
7.2 政策含义	148
7.3 未来进一步研究方向	150
参考文献	152
致 谢	170

图表目录

图 1-1	中国上市公司各年增长情况 (1990 ~ 2009 年)	1
图 1-2	中国上市公司市值与 GDP 的比较	2
图 1-3	公司治理机制体系	6
图 1-4	研究技术路线	8
图 2-1	股权结构内生的两种情况	16
图 2-2	董事会研究中的联合内生性问题	33
图 2-3	Hermalin-Weisbach 时序模型	34
图 2-4	董事会组成与公司绩效的跨期内生性	35
图 4-1	第一大股东持股比重变化趋势	76
图 4-2	管理层持股比重变化趋势	77
图 4-3	绩效 (ROA/ROE/Q) 变化趋势	78
图 5-1	董事会规模变化趋势	101
图 5-2	董事会规模与公司绩效 (ROA/ROE/Q) 相关图	101
图 5-3	董事会独立性变化趋势	103
图 5-4	董事会独立性与公司绩效 (ROA/ROE/Q) 相关图	103
图 6-1	管理层持股与绩效之间的非线性关系	140
图 6-2	控股股东与绩效之间的非线性关系	144
表 1-1	各年度样本的行业分布 (1999 ~ 2008 年)	10
表 1-2	样本的地区分布情况 (1999 ~ 2008 年)	11
表 2-1	主要实证估计文献汇总 (一)	27
表 2-2	主要实证估计文献汇总 (二)	28
表 2-3	主要实证估计文献汇总 (三)	30
表 2-4	主要实证估计文献汇总 (四)	30
表 2-5	主要实证估计文献汇总 (五)	31

表 2-6	主要实证估计文献汇总 (六)	43
表 2-7	主要实证估计文献汇总 (七)	45
表 2-8	主要实证估计文献汇总 (八)	50
表 2-9	主要实证估计文献汇总 (九)	52
表 4-1	相关变量的定义	75
表 4-2	样本的描述性统计	76
表 4-3	第一大股东持股比例分年度描述性统计	76
表 4-4	管理层持股比例分年度描述性统计	77
表 4-5	股权结构、公司绩效及相关控制变量的 Pearson 相关分析	79
表 4-6	绩效与股权结构滞后期的确定	79
表 4-7	股权结构对公司绩效的促进效应检验	81
表 4-8	公司绩效对股权结构的反馈效应检验	84
表 4-9	股权结构与公司绩效跨期影响检验 (ROA)	87
表 4-10	股权结构与公司绩效跨期影响检验 (Q)	88
表 4-11	股权结构对公司绩效的促进效应检验 (ROE)	90
表 4-12	公司绩效对股权结构的反馈效应检验 (ROE)	92
表 5-1	相关变量的定义	99
表 5-2	变量的描述性统计	99
表 5-3	董事会规模分年度描述性统计	100
表 5-4	董事会独立性分年度描述性统计	102
表 5-5	公司存续期分年度描述性统计	104
表 5-6	董事会结构、公司绩效及相关控制变量的 Pearson 相关分析	104
表 5-7	绩效与董事会结构滞后期的确定	105
表 5-8	董事会结构对绩效 (ROA) 的影响	106
表 5-9	公司绩效 (ROA) 对董事会结构的影响	110
表 5-10	董事会结构对公司绩效作用的固定效应和随机效应 模型估计结果	112
表 5-11	董事会结构与公司绩效的跨期内生性检验 (ROE)	114
表 5-12	董事会结构与公司绩效的跨期内生性检验 (Q)	115
表 6-1	自变量的预期影响方向	124
表 6-2	CR1 模型的联立性检验	126
表 6-3	MANOWN 模型的联立性检验	126
表 6-4	INDEP 模型的联立性检验	126

表 6-5	DBR 模型的联立性检验	126
表 6-6	ROA 模型的联立性检验	126
表 6-7	联立方程识别的阶条件检验	128
表 6-8	实证模型估计方法	131
表 6-9	公司治理机制与绩效互动关系的回归分析结果	131
表 6-10	股权结构与公司绩效的非线性关系检验 (ROA)	138
表 6-11	公司治理机制与绩效互动关系的稳定性检验 (ROE)	141
表 6-12	股权结构与公司绩效 (ROE) 非线性关系的 稳定性检验 (2SLS)	143

第1章 导论

1.1 研究背景及意义

20 世纪 90 年代以来,随着现代企业制度改革的展开,我国资本市场得到了迅猛发展,其标志性事件是上海证券交易所和深圳证券交易所分别于 1990 年 12 月和 1991 年 4 月正式成立。近二十年来,我国上市公司数量、交易额和市值都快速上升。1990 年底,沪、深两市只有 10 只上市股票,到了 1991 年,也仅有 14 家上市公司,但在次年,市场迅速扩容,上市公司数量在一年之内增长了 2 倍,达到了 53 家。此后,越来越多的股份制企业登陆资本市场,截至 2009 年 12 月底,我国境内上市公司已达 1 700 家(见图 1-1)。在数量上升的同时,上市公司总市值也经历了井喷式增长,根据中国证券报数据中心的统计数据,1990 年我国全部 A 股上市公司的总资产只有 18 亿元,占当年 GDP 比例仅为 0.1%,而到 2008 年底,全部 A 股上市公司总资产已达 48.69 万亿元,相当于 1990 年的 27 054 倍,占当年 GDP 比重的 161.92%。

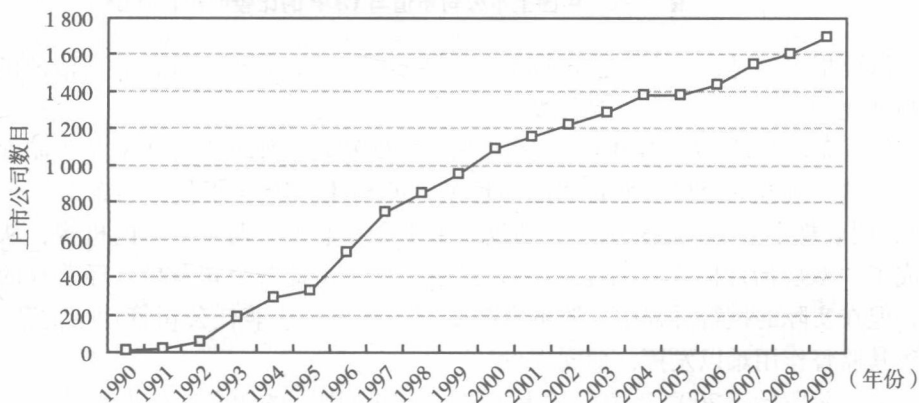


图 1-1 中国上市公司各年增长情况 (1990 ~ 2009 年)

从市值来看,2008 年底,上市公司市值达到 12.14 万亿元,相当于 GDP 的

40.37%，这个数值虽然比2007年高峰期的32.44万亿元总市值及占GDP的130.02%小，但2009年它们又分别上升至24.27万亿元和72.37%，显示出其强劲的发展态势。与之形成鲜明对比的是，1990年上市公司总市值仅31亿元，占GDP 0.17%左右（见图1-2）。上市公司的数量不断增加以及在国民经济中的影响力扩大使其日益成为我国社会主义市场经济不可缺少的一个重要组成部分。对上市公司治理机制与绩效进行研究，认识各种治理机制与绩效的作用关系，不仅有利于企业自身价值最大化，而且对整个国民经济的可持续发展也有着重大意义。

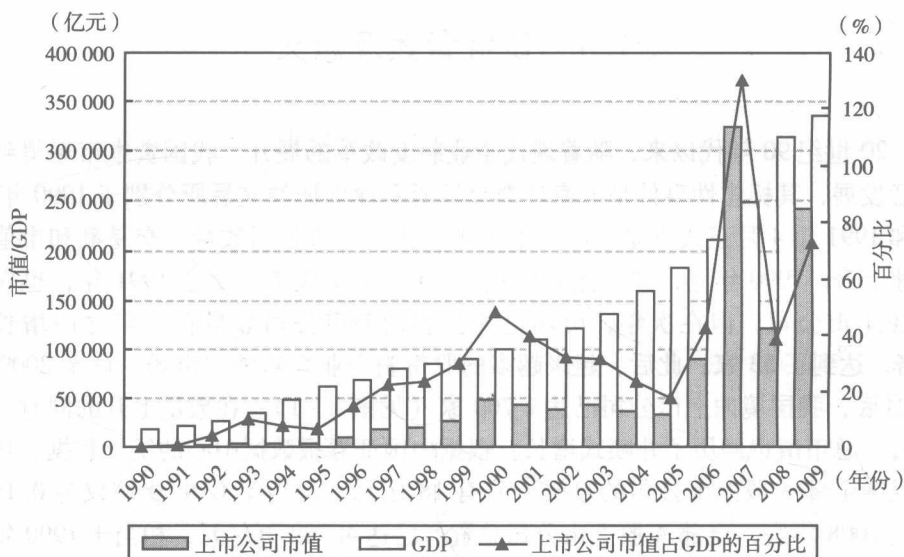


图1-2 中国上市公司市值与GDP的比较

需要指出的是，在上市公司数量和市值不断扩大的同时，我国公司治理机制的制度建设也经历了三个重要阶段^①：

第一阶段是从1993年中国《公司法》的颁布实施到2002年独立董事制度的推出，这个阶段的突出特征是双层治理模式的构建。1993年我国颁布了《公司法》，明确规定公司在股东大会下须设立董事会和监事会两个平行的机构，从而形成了“双层治理模式”。《公司法》虽赋予监事会监督公司董事、经营权的权力，但在实际的执行过程中，监事会却受制于董事会或兼任公司管理层的董事，导致其监督作用难以发挥，形同虚设。

第二阶段始于2002年中国《上市公司治理准则》的颁布，截止到2005年股

^① 参见郑志刚、孙娟娟：《我国上市公司治理发展历史与现状评估》，载《金融研究》2009年第10期。

权分置改革的启动, 它的突出特征是在此期间独立董事制度得到了建立和完善。2002 年之前, 虽然个别上市公司也设置了独立董事, 但总体来看, 独立董事的比例比较低, 平均而言只有 6.2%, 且各个公司间差异较大, 大多数上市公司都没有独立董事。2002 年之后, 随着中国证监会颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》和《上市公司治理准则》得到执行, 上市公司独立董事比例迅速提高, 大部分上市公司独立董事人数占到公司董事人数的 1/3。一项对独立董事比例进行均值差异的检验显示, 2001 年与之后年度独立董事比例之间存在显著差异。因而, 2002 年可看成是独立董事制度在我国资本市场发挥潜在在公司治理作用的开始。

第三阶段从 2005 年开始至今, 其显著标志是实施股权分置和股票全流通改革。2005 年 5 月 10 日开启的股权分置改革不仅在宏观上涉及资本市场配置资源的效率和公司治理外部环境的改善, 而且在微观上将对流通和非流通股股东的利益分配产生直接影响。它的完成意味着未来中国资本市场的治理在一定程度上将依赖于包括公司控制权市场等在内的市场监督。从以往较多倚重类似于双层治理结构的德、日模式, 转向同时依靠以外部接管威胁等多种治理机制交互影响的英、美模式来形成对公司内部人的束缚, 以解决代理问题。

对于治理机制的设立, 国外学者认为合理的治理机制是提高企业绩效的最重要的决定因素之一, 同时也是提高经济活力、提升经济绩效水平的基本手段 (Pearce & Zahra, 1991)。那么对中国上市公司而言, 上述这些制度建设是否以及在多大程度上改善了我国上市公司的绩效水平? 它们之间的相互关系是怎样的? 每种机制在与绩效作用时重要程度又是如何? 是机制的设立提升了上市公司的绩效还是良好的绩效推动了上市公司机制的建设? 在不同年份内, 制度与绩效是否还存在相互作用或自身存在着“路径依赖”等就成为人们关心的问题。本书以此为基点, 拟从股权结构 (包括大股东持股及管理层持股)、董事会结构以及债权融资三个方面对上述问题所涉及的相关内容进行系统研究, 并提出相应的政策建议, 以期进一步加深对公司治理机制与公司绩效关系的认识, 为提升我国公司治理水平、完善公司治理机制提供一些经验证据上的支持。

另外, 就理论意义而言, 目前国内有关公司治理机制与绩效关系的研究文献虽多, 但还存在一定的缺陷, 有很大的改进空间, 具体表现为: (1) 现有研究很多都先验地认为公司治理机制是外生的, 忽视了治理机制内生的可能性; (2) 现有研究大多都认为上市公司的治理结构是相互独立的, 忽视了它们之间直接或间接的联系; (3) 现有研究很多是从静态角度进行研究, 忽视了二者之间影响的动态性。故本书基于动态内生性视角对中国上市公司的治理结构与绩效之间的关系进行深入考察, 除了可为中国上市公司的发展带来经验上的证据和支持外, 还可以丰富现有的研究理论, 为学者们研究中国上市公司提供一些方法上

的指导和启示。

1.2 相关概念的界定

在对我国上市公司治理结构与绩效关系问题展开研究之前,首先需要对涉及本研究主题的三组重要概念进行界定,以便为后续研究奠定基础,这三组概念分别是:内部治理机制;绩效;内生性与动态内生性视角。

(1) 内部治理机制。

“公司治理”是一个外来词,英文原文为“Corporate Governance”,在国内,不同的学者基于对公司治理问题的研究视角及侧重点不同,以及对公司治理问题在认识上的差异,对该词采取了不同的译法,主要有“公司治理”、“公司治理结构”、“公司治理机制”、“法人治理结构”等,由于在相当长一段时间内未能就此概念达成一个清晰明确的界定,这使得很多学者将公司治理、公司治理结构和公司治理机制视为同一概念。

任冷(1999)较早地指出这几个概念的区别,他把公司治理分为内外两部分:通过市场体系实行的治理称为外部治理机制,或称市场治理机制,包括产品/要素市场的竞争、经理市场的竞争、融资结构、控制权争夺和敌意接管;通过内部组织结构实现的治理称为内部治理机制,涵盖股东大会、董事会、经理层等,也就是我国学者通常所称的公司治理结构^①。李维安(2001)认为公司治理有广义和狭义之分。狭义的公司治理,是指所有者(主要是股东)对经营者的一种监督与制衡机制。其主要特点是通过股东大会、董事会、监事会及管理层所构成的公司治理结构的内部治理;广义的公司治理则是通过一套包括正式或非正式的内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者(股东、债权人、供应者、雇员、政府、社区)之间的利益关系。中国人民大学经济研究报告课题组则是从法和经济学的角度,把广义的公司治理结构划分为外部治理和内部治理两个层次,并指出外部治理是市场通过自发的优胜劣汰机制激励和约束企业及其经营者,内部治理就是通常所说的法人治理结构(华锦阳,2003)。马东生、陈国荣(2005)从系统的角度界定公司治理结构与公司治理机制之间的关系,认为公司治理结构是有关所有者、董事会和高级经理人员三者之间职责和权利的制度安排,表现为股东大会、董事会、监事会和经理人员

^① 吴敬琏(1994)把公司治理结构定义为“由所有者、董事会和高级经理人员三者组成的一种组织结构,通过这一结构,所有者将自己的资产交由公司董事会托管,公司董事会是公司的最高决策机构,拥有对高级经理人员的聘用、奖惩以及解雇权,高级经理人员受雇于董事会,组成在董事会领导下的执行机构,在董事会的授权范围内经营企业”,这与任冷(1999)所言的公司内部治理机制是一致的。

职责和功能的一种企业组织结构。公司治理机制是公司治理各要素之间在其权利、职责和能力基础之上的一系列选拔、监督和激励的制度安排,包括用人机制、监督机制和激励机制等。

本书在借鉴吴敬琏(1994)、林毅夫(1997)、任冷(1999)、李维安(2001)、钱颖一(2000)、华锦阳(2003)和马东生、陈国荣(2005)对公司治理解释的基础上,结合世界银行(2000)、丹尼斯(Denis, 2001)等人对公司治理机制的理解,认为公司治理指的是各种利益相关者利用现有法律和管制框架以及公司章程对其自身权益的保护,并通过权力的实施来实现对公司控制的一种手段。它分为外部治理机制和内部治理机制。其中,外部治理机制指尽管超出一个企业资源计划的范围,但可以用来实现公司治理目标的各种治理机制的总称,它包括公司治理的法律和政治途径、产品和要素市场竞争、公司控制权市场、声誉市场等。内部治理机制指在一个企业的资源计划范围内可用来实现企业公司治理目标的公司治理机制的总称,它包括股东、董事会和管理层。需要指出的是,在划分内、外部治理机制时,对于债权融资,文献中是存在分歧的,如吉兰(Gillan, 2006)、郑志刚(2006)和兰小春(2008)、艾哈迈德等(Ahmed et al., 2008)将其作为内部治理机制看待,认为在公司治理中银行等债权人作为大的投资者扮演着类似大股东的角色,以至于可以把大的债权人与大股东并称为大投资者(Blockholders),不过也有些文献将其列为外部治理机制,如任冷(1999)、世界银行(2000)、刘义夫(2005)等(见图1-3)。本书认为,就中国上市公司而言,银行虽是企业实现债权融资的主要途径,但银行作为债权人很少参与公司治理,他们常常在公司破产对债务的清偿时才会参与进来,并且银行在选择贷款对象以及决定贷款数目的多少中更多地受到政策的制约,无法对公司的经营决策形成一个硬约束。因此,在实证分析中,本书更倾向于把债权融资作为外部治理机制来看待。但在研究整个治理机制与绩效关系时,为便于与已有的实证文献进行比较,我们将债权融资与大股东持股、管理层股权激励以及董事会治理机制一并纳入内部治理机制的考察范畴。

(2) 绩效。

根据《韦伯斯特新世界词典》的解释,绩效的意思是:①正在执行的活动或已成的活动;②重大的成就,正在进行的某种活动或者取得的成绩。欧美学者主要是从行为、结果、行为和结果三个角度来理解绩效,对其评价主要是从财务分析和价值分析两个方面进行。常见的指标体系有托宾Q、净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA)、EVA、每股收益和市净率等。一般来说,在信息完备的市场上,考虑到货币的时间价值与风险价值因素后,用财务分析的结果、市场的现实价值、未来现金流量的贴现值等评价出来的价值应当是一致的。但这些指标表达的侧重点存在着一定的差异,如:财务指标净资产收益率

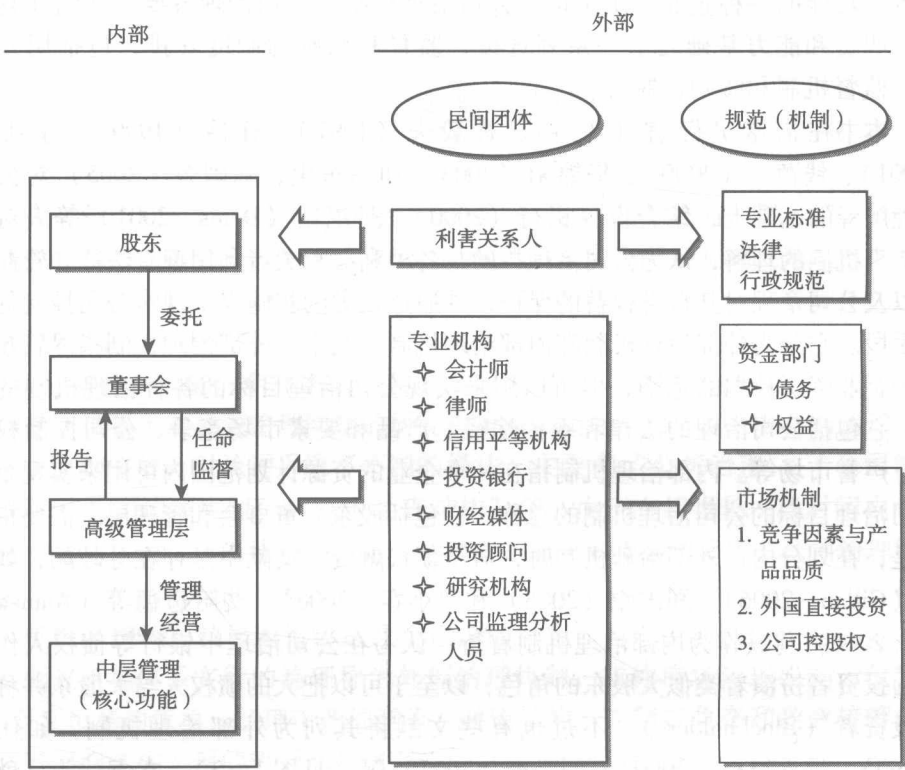


图 1-3 公司治理机制体系

资料来源：World Bank, 2000, “Global Economic Prospects and the Developing Countries”, Washington DC, USA.

(ROE) 虽能够很好地反映自有资本收益能力，但忽略了债权形式资源投资的影响；价值指标托宾 Q 能够反映由于公司治理而增加的价值，不过似乎更适用于成熟的资本市场。

本书认为，在绩效指标的选取上，应全面考虑各类指标的特征以及中国资本市场的实际情况，相比较而言，选用总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）来表示公司绩效较为合理，但本书也根据实际情况将托宾 Q 作为绩效的代理变量进行回归，这是因为：（1）ROE 和 ROA 通常是对企业过去和现在绩效的衡量，托宾 Q 则是对未来绩效的衡量，同时选用这三个指标使得对企业绩效的评价更全面、合理；（2）在实证研究中，由于不同绩效指标的采用，常造成同一命题的结论相反，在资本市场不完备时尤为明显，为方便比较，应有必要同时采用财务绩效和市场绩效进行研究；（3）财务指标虽不能全面反映企业未来预期的获利能力，但它具有规范性和权威性等特点；市场价