

公司治理演进与公司 经营绩效研究

基于农业上市公司的视角

◎ 杨军芳 / 著

STUDIES ON THE CORPORATE
GOVERNANCE EVOLUTION AND OPERATING PERFORMANCE



经济科学出版社
Economic Science Press

西安财经学院学术著作出版基金资助

公司治理演进与公司 经营绩效研究

基于农业上市公司的视角

◎ 杨军芳 / 著

STUDIES ON THE CORPORATE
GOVERNANCE EVOLUTION AND OPERATING PERFORMANCE



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理演进与公司经营绩效研究：基于农业上市公司的视角 / 杨军芳著. —北京：经济科学出版社，2015. 12
ISBN 978 - 7 - 5141 - 6345 - 2

I. ①公… II. ①杨… III. ①农业企业 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国②农业企业 - 上市公司 - 经济绩效 - 研究 - 中国 IV. ①F324

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 292994 号

责任编辑：张 频
责任校对：王苗苗
责任印制：李 鹏

公司治理演进与公司经营绩效研究

——基于农业上市公司的视角

杨军芳 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

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxchs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12.5 印张 220000 字

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6345 - 2 定价：32.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

农业上市公司将现代企业制度引入农业发展中，是农业发展史上第一次与现代证券市场相适应的企业组织，为农业企业提供了有效的直接融资渠道。提升了农业产业化经营层次，加快了我国农业现代化进程。但是农业上市公司的管理基础和竞争优势仍然较为薄弱，制约了农业上市公司的有效发展，这些问题的根源在于农业上市公司治理这一制度的相关缺陷。公司治理是现代企业制度运行的核心，对公司的经营发展具有重要的推动作用。它通过董事会监督管理层的过程、结构和联系，作用于公司管理来影响公司绩效，是公司绩效的基本制度保障。因此，研究农业上市公司治理及其对公司经营绩效的影响具有重要的意义。

本书以委托代理理论和战略管理理论为基础，通过理论分析和实证分析相结合，对农业上市公司治理及其对公司绩效的影响进行了论证。一是通过定性分析与定量分析相结合的方法；二是运用规范分析和实证分析相结合的方法；三是比较分析方法。立足于我国农业上市公司的现状，分别从不同年份的公司治理指标变动情况进行比较，分析了农业上市公司治理的变动趋势和演进情况，从中反映出制度变迁中的农业上市公司治理特征，并与全部上市公司治理进行了比较。在分析公司治理对农业上市公司绩效的作用机理的基础上，运用公司治理的相关指标，实证分析和评价了公司治理对农业上市公司经营绩效的相关影响，进而提出了相应的观点和结论。

目

录

Contents

第1章 导论.....	1
1.1 选题背景 / 1	
1.2 研究目的和意义 / 4	
1.3 国内外研究动态 / 6	
1.4 研究思路和方法 / 18	
1.5 研究的创新之处 / 19	
第2章 公司治理对农业上市公司经营绩效的作用机理	20
2.1 农业上市公司治理的概念界定 / 20	
2.2 公司绩效的概念界定 / 30	
2.3 公司治理促进经营绩效成长的作用机理 / 31	
2.4 相关假设 / 43	
第3章 农业上市公司治理现状分析及演进评价	50
3.1 农业上市公司发展现状分析 / 50	
3.2 农业上市公司股权结构分析 / 60	
3.3 农业上市公司董事会治理分析 / 70	
3.4 农业上市公司经理层治理分析 / 79	
3.5 农业上市公司监事会治理分析 / 83	

第 4 章 农业上市公司经营绩效测度及评价	87
4.1 农业上市公司经营绩效综合评价指标选择 /	87
4.2 农业上市公司综合经营绩效评价方法及原理 /	89
4.3 农业上市公司经营绩效的实证测度 /	90
4.4 农业上市公司经营绩效评价及分析 /	95
第 5 章 公司治理对农业上市公司经营绩效影响分析	100
5.1 变量设计及指标选择 /	100
5.2 公司治理对农业上市公司经营绩效影响的实证模型 /	102
5.3 股权结构与农业上市公司经营绩效分析 /	103
5.4 董事会与农业上市公司经营绩效分析 /	111
5.5 经理层与农业上市公司经营绩效分析 /	114
5.6 监事会与农业上市公司经营绩效分析 /	117
第 6 章 完善公司治理机制，提高农业上市公司经营绩效的对策	120
6.1 设计和完善农业上市公司激励机制 /	121
6.2 优化和提升内部监督机制 /	129
6.3 构建和完善积极科学的决策机制 /	133
第 7 章 农业上市公司治理的生态控制	139
7.1 农业上市公司治理的生态及其控制概念界定 /	139
7.2 农业上市公司治理生态失衡的根源及诱因 /	141
7.3 生态危机对农业上市公司治理形成的制约和困扰 /	145
7.4 农业上市公司治理的生态控制机制 /	146
第 8 章 结论与展望	151
8.1 主要研究结论 /	151
8.2 不足之处与研究展望 /	153

附录

- 附录 1 2006 年农业上市公司经营绩效评价指标的标准化数据 / 155
- 附录 2 2007 年农业上市公司经营绩效评价指标的标准化数据 / 157
- 附录 3 2008 年农业上市公司经营绩效评价指标的标准化数据 / 159
- 附录 4 2009 年农业上市公司经营绩效评价指标的标准化数据 / 161
- 附录 5 2010 年农业上市公司经营绩效评价指标的标准化数据 / 163
- 附录 6 2006 年农业上市公司经营绩效评价指标标准化值平移后的
指标值 / 165
- 附录 7 2007 年农业上市公司经营绩效评价指标标准化值平移后的
指标值 / 167
- 附录 8 2008 年农业上市公司经营绩效评价指标标准化值平移后的
指标值 / 169
- 附录 9 2009 年农业上市公司经营绩效评价指标标准化值平移后的
指标值 / 171
- 附录 10 2010 年农业上市公司经营绩效评价指标标准化值平移后的
指标值 / 173
- 附录 11 2006 年农业上市公司经营绩效评价指标 p_{ij} 值 / 175
- 附录 12 2007 年农业上市公司经营绩效评价指标 p_{ij} 值 / 177
- 附录 13 2008 年农业上市公司经营绩效评价指标 p_{ij} 值 / 179
- 附录 14 2009 年农业上市公司经营绩效评价指标 p_{ij} 值 / 181
- 附录 15 2010 年农业上市公司经营绩效评价指标 p_{ij} 值 / 183

参考文献 / 185

第 1 章

导 论

1.1 选题背景

农业是国民经济的基础，其发展状况直接影响我国国民经济的运行状况。如何确保农业有效发展始终是国家经济和社会发展的主要内容。改革开放后，我国实施的家庭联产承包经营责任制，调动了广大农民的生产积极性，推动了中国农业的迅速发展，为我国农业的持续发展进行了有益的探索。但阶段性的相关问题依然存在，尤为重要的是，农业产业结构不合理，农民增收困难等。农业产业化是实现农业产业结构升级的有效形式，为推动我国农业现代化进程起到了积极的作用，但资金短缺问题制约了农业产业化发展。农业上市公司是代表我国现阶段先进农业生产力的企业组织，这种企业组织形式可以充分利用资本市场来解决农业发展资金短缺问题，从而促进农业产业化有效发展。20 世纪 90 年代开始，为了促进我国农业产业化升级和农业产业发展效率提升，国家通过特批等形式批准了一些农业企业上市，以此解决农业投资不足和资金短缺问题。农业上市公司将现代企业制度引入农业发展中，是农业发展史上第一次与现代证券市场相适应的企业组织，对于我国农业发展具有重要的战略意义。

在这一过程中，国家先后出台了一系列保护和促进农业发展的相关政策，从政策层面上对农业上市公司提供后盾支持，为农业上市公司形成了良好的发展氛围和保障。其中 2003 年，国家出台了关于农业行业的两大政策，一是农业部确定 2003 年为“全国农业科技年”；二是农业部确定 235 家企业为第二批国家农业产业化重点龙头企业，其中包括 19 家农业上市公司，

这些农业上市公司将会进一步得到国家的相关税收优惠和政策支持。2004年年初，国务院出台了《中共中央 国务院关于促进农民收入增长若干政策的意见》。2005年年初，国务院出台了中央1号文件《中共中央 国务院关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》，这是继2004年后中央对于“三农”问题政策支持的进一步部署。2007年10月党的十七大报告中对“三农”问题进行了重点部署，作为“十一五”期间工作的重中之重。再到2010年中央1号文件强调“加大统筹城乡发展力度，进一步发展农业农村发展基础”，连续七年的中央1号文件都把“三农”问题作为中心来强调。相关农业政策为农业上市公司发展提供了基础条件和保障，促进了农业上市公司的积极发展。截至2010年12月底止，沪深两市上市公司中，主营业务涉及种植业、林业、畜牧业、渔业、饲料加工业、农产品加工业、农产品流通企业和良种培育产业的农业产业化经营公司已达46家，股本总额达到3 472 523万股，资产总额达到18 568 841万元（《中国证券期货统计年鉴2011》2011）。

尽管农业上市公司取得了一定的发展成效，得到了积极有效的发展，但是，农业上市公司经营发展仍存在诸多问题，主要表现在：一是农业上市公司信息披露质量较低，直接影响了农业上市公司的经营绩效。世界证券市场的发展史表明，要使资本市场健康发展，就必须保护投资者的合法权益，如果投资者的合法利益得不到有效保护，投资者的信心就会受到打击，其结果是投资者选择远离这个市场。在实际运行中，提高上市公司信息披露质量是一个重要举措，因为“阳光是最好的防腐剂”，透明的信息是资本市场的“血液”（罗金明，2007）。目前农业上市公司在信息披露方面仍旧薄弱。二是农业板块上市公司的业绩低于上市公司整体水平。就规模来看，首先畜产品加工业上市公司的平均规模最大；其次是农产品加工业和种植业，这两个子行业的经营规模均大于上市公司的平均规模。然而，农业类上市公司的经营业绩低于市场平均水平，以每股净资产和加权平均资产收益率为例，2010年深沪两市所有上市公司分别为2.54和7.37%，而农业上市公司的这两项指标平均值分别为2.39和2.46%，农业上市公司财务绩效与上市公司整体水平差距较大。三是部分农业上市公司的经营业绩变化较大。其中种植业上市公司的经营业绩参差不齐，各个公司经营业绩差异较大，2009年经营业绩综合排名第一和最后的农业上市公司均属于种植业，显然农业上市公司经营业绩除了受行业背景影响

外,与各公司自身管理水平密不可分,同时,渔业、林业业绩不佳,行业内部两极分化现象明显。四是农业上市公司出现非农化经营问题。一些农业类上市公司已经进入生物制药、金融证券、房地产领域,其中涉及生物制药的上市公司有九发股份、永安林业、武昌鱼等;涉及金融证券的有新希望、中牧股份、新农开发、丰乐种业、嘉凯城、罗牛山等;涉及创业投资的有新中基、丰乐种业、中牧股份等;涉及房地产的有中牧股份、嘉凯城等。这些农业上市公司的发展战略已经违背了农业上市公司设立和发展的目的,即“为农业企业从证券市场上融资提供更多途径,实现农业产业化有效发展”的目标。这已经严重影响了农业上市公司的正常发展,弱化了其对农业产业化发展的带头示范作用。五是农业上市公司示范效应不明显。已经上市的农业龙头企业经营状况较差,示范带头作用发挥并不理想,部分学者的实证分析结果也显示自1993年进入证券市场以来,农业上市公司的资本创值能力一直较低,有些甚至是负值。

新的形势下,如何有效解决农业发展中的各种难题,在国家相关农业政策的引导和积极支持下,增强农业上市公司的竞争能力,实现农业上市公司经营绩效提高是当务之急。从农业上市公司的发展实际及个体运行情况可以看出,农业上市公司经营业绩除了受行业背景、技术进步和深加工程度、缺少核心竞争力等因素影响外,作为现代企业制度核心的公司治理是一个重要的影响因素,其治理作用不到位,对农业上市公司经营发展的促进作用较弱,导致了农业上市公司不能有效的解决各种问题和矛盾,在实践中没有为农业上市公司经营发展形成有效的制度支撑,制约了农业上市公司经营管理水平的提高。公司治理是现代经济发展的必然产物、是现代企业制度运行的核心、是现代企业组织结构的自然扩张、是企业管理在现代经济体制中的深化。公司治理所要研究和解决的问题是如何有效解决委托代理问题,使各方利益相关者的利益最大化,对农业上市公司经营发展具有重要的作用。它通过董事会监督管理层的过程、结构和联系,即通过作用于公司管理来影响公司绩效,是提高农业上市公司管理效率,实现农业上市公司绩效成长的基本制度保障。因此,研究公司治理及其对农业上市公司经营绩效的影响具有重要的理论意义和现实意义。

1.2 研究目的和意义

1.2.1 研究目的

公司治理是一个前沿性课题，公司治理对我国农业上市公司经营发展具有重要的影响。由于农业上市公司对于我国农业产业化的升级和发展具有积极的带动和辐射作用，其发展能力对我国农业经济发展具有战略性影响。因此，研究农业上市公司治理及其对我国农业上市公司经营绩效的影响具有重大的意义。近年来，国内外学者对公司治理研究越来越多，并且取得了一定的成果。但对于农业上市公司治理及其对公司绩效的作用和影响还没有形成较为完善的体系。本书将对农业上市公司治理进行研究，分析农业上市公司治理的现状及其对农业上市公司经营绩效的作用机理，分析农业上市公司治理与经营绩效之间的相关关系，并提出完善农业上市公司治理的相关措施，为提高其经营绩效奠定良好的制度基础。

(1) 分析农业上市公司治理的演进发展及现状。并同上市公司整体治理状况进行比较，寻找农业上市公司治理中存在的缺陷和不足，为完善农业上市公司治理寻找突破口。

(2) 分析公司治理对农业上市公司经营绩效的作用机理。通过分析公司治理对农业上市公司经营绩效的作用机理，为探索公司治理怎样更好地促进农业上市公司经营绩效提高奠定了基础。

(3) 实证分析公司治理对农业上市公司经营绩效的影响。通过选取农业上市公司治理的相关指标，并建立相应的模型，分析公司治理的相关层面与农业上市公司经营绩效的相关性程度，以揭示农业上市公司治理的真实状况，从而健全完善符合农业上市公司发展的公司治理结构及机制。

(4) 探索完善农业上市公司治理机制的相关路径。通过设计农业上市公司治理机制来完善农业上市公司治理的基础，分别从农业上市公司的决策机制、激励机制和监督机制方面来完善公司治理机制，从而提高农业上市公司经营绩效奠定基础。

(5) 构建完善农业上市公司治理的生态环境。良好的公司治理生态环

境是公司治理发挥作用的有效保障，是公司治理机制运行的必要条件，为农业上市公司经营绩效的提高起到积极的推动作用，本书从公司治理这一制度安排的运行特征出发，提出并构建农业上市公司良好的生态环境——生态控制，以此完善农业上市公司治理，实现经营绩效的有效提高。

1.2.2 研究意义

(1) 有利于完善农业上市公司治理理论及相关评价方法。目前，我国公司治理理论的认识还很不统一。尤其是对公司治理的完善途径上，现有的文献在研究公司治理问题时，仅对如何完善公司治理机制进行了研究，并未探讨过公司治理的生态控制。本研究认为公司治理的生态控制对公司治理制度的效应发挥具有重要的影响和制约，并就其对公司治理的相关制约进行了探讨，提出了构建农业上市公司良好的生态控制环境的措施，从而为提高我国农业上市公司治理效率提供了新思路。

(2) 有利于为农业上市公司经营绩效的提高提供新思路。完善有效的公司治理是农业上市公司经营管理的基础，公司治理虽然不直接作用于公司绩效，但却是公司经营管理发挥作用的前提和基础，因此，公司治理对公司绩效具有牵制作用。通过研究公司治理对公司绩效的相关影响，能够为提高农业上市公司经营绩效在现代公司制度层面上进行有效的探索，通过相关数据的分析，不仅可以反映农业上市公司治理与经营绩效的相关关系，而且还可以剖析农业上市公司治理缺陷的根源，从而为完善农业上市公司治理寻找对策，以此促进农业上市公司经营绩效的提高。

(3) 有利于提高农业上市公司决策能力。通过公司治理的相关数据，可以使农业上市公司及时掌握公司治理中的股东行为、董事会、监事会、经理层等方面的治理状况以及信息披露、利益相关者状况，及时对可能出现的问题进行诊断，有针对性地采取措施，确保公司治理处于良好状态，进而提高农业上市公司决策水平和竞争能力。通过分析农业上市公司治理的相关缺陷和潜在问题，同时采取措施降低风险，完善相关对策，并为科学决策提供相关信息资源。

(4) 有利于提高农业上市公司治理效率。公司治理作为现代企业制度，对农业上市公司经营发展具有基础性作用。完善农业上市公司治理结构和机制，构建农业上市公司良好的公司治理环境，有利于为农业上市公司治理提

供保障，从而促进农业上市公司治理效率提高。通过完善监事会和董事会的职能和制度建设，使公司治理的相应监督约束和激励机制起到应有的作用，从而为农业上市公司经营绩效的提高形成良好的制度基础和支撑。

1.3 国内外研究动态

1.3.1 国外研究动态

近二十年来，公司治理一直是国内外学术界讨论的一个“热点”问题，在国内，2001年5月颁布的《中国上市公司治理准则》，使我国公司治理研究和受重视程度进一步提升。目前，在国内外公司治理的研究中，理论层面的研究已经比较成熟，且已达到了相应的共性高度，但公司治理的实践效果探索仍有一定的滞后性，而公司治理理论的发展成熟是以其实践效果为依据，公司治理实践对于公司治理理论发展具有重要的推动作用。在此，国外学者已做了大量的研究，并取得了较多的富有成效的成果。

国外学者对公司治理的实证研究中，分别从公司治理结构的角度来研究，并从反映公司治理结构特点的相应层面来进一步反映。主要有以下方面：

1.3.1.1 股权结构与公司绩效的研究

(1) 股权集中度与公司绩效。国外学者的研究结论主要有以下三种结论。

第一，正相关。这一结论认为股权结构是影响公司绩效的重要因素。佩德森 (Pedersen) 和汤姆森 (Thomsen, 1999) 通过研究欧洲 435 家大型公司后，认为上市公司股权集中度与其净资产收益率之间显著正相关。克莱森斯等 (Claessens et al., 1998) 通过对东亚国家的企业股权结构进行研究，结果显示其股权高度集中，而且与上市公司价值正相关。林斯 (Lins, 1999) 研究了 18 个新兴国家的企业后也得到了基本一致的结论，即大股东与企业价值呈正相关关系。他认为在投资者权益保护制度较为薄弱的地区，大股东在公司治理中扮演着重要角色，具有积极的作用。维塔利 (Vitaliy

Zheka, 2004) 以乌克兰 2000 ~ 2001 年的上市公司为样本, 运用单方程 OLS 方法研究了这些上市公司的外资持股比例、最大个人持股比例、管理层持股比例、国有股、法人股、机构持股与反映其公司绩效的 Farrell 效率指标之间的关系, 结论显示二者之间呈正相关关系。帕纳约蒂斯·卡普鲁斯 (Panayotis Kapopoulos) 和索菲亚 (Sophia Lazareto, 2007) 以 2000 年希腊上市公司为样本, 运用 OLS 检验方法, 通过研究其重要股东持股比例、管理层持股比与上市公司的 EP 之间的关系, 结果表明股权集中度与公司绩效呈正相关关系。郑蔡明和索姬 (Tee Chwee Ming and Sok Gee, 2008) 以马来西亚 2002 ~ 2004 年的上市公司为样本, 运用面板随即效应模型, 研究了其内部人持股、机构投资者持股与年股票市场收益率、股息升息率之间的关系, 得出的结论是内部人持股、机构投资者持股与公司绩效不相关, 但在大的市场价值的公司下, 内部人持股和机构持股与公司绩效相关。

第二, 负相关。在股权集中度与公司绩效之间的关系研究中, 有部分学者的研究结论显示二者呈负相关关系。格鲁斯曼和哈特 (Grossman and Hart, 1980) 认为, 在公司股权特别分散的情况下, 由于小股东的监督成本大于其收益, 因此, 众多的小股东失去监督经营管理者的动力, 导致监督者权利的弱化, 使得经营者的权利增大, 进而使得股权对公司经营绩效产生了负效应, 因此, 股权集中度与公司绩效之间呈负相关关系。莱曼和维格 (Lehmann and Weig, 2000) 通过对股权集中度与 ROA 及 ROE 指标的实证研究, 结果表明, 股权集中度与 ROA 及 ROE 之间呈现出显著的负相关关系。因此, 这些学者认为股权集中度不能作为有效的指标来反映股东的实际控制能力, 更不能作为公司治理作用于公司绩效的反映指标。

第三, 非线性相关。对于股权结构与公司绩效之间的关系, 国外有部分学者的研究结果显示股权集中度与公司绩效的相关关系不是简单的线性关系, 只有当公司的股权结构处于某一个特定的区间范围内时才能对公司绩效产生积极作用, 而在另外的区间范围内对公司绩效具有反向作用。麦克莱和瑟韦斯 (McConnell and Servaes, 1990) 运用 Tobin Q 作为股权结构指标, 研究其与公司绩效的相关关系, 选取了 1976 年美国纽约证券交易所的 1 173 家样本公司以及 1986 年的 1 093 家样本公司, 实证结果显示, Tobin Q 值与公司内部股东股权比例之间呈曲线相关关系, 其中当内部股权比例在 0 ~ 50% 区间范围内呈正相关关系, 曲线向上倾斜; 当股权比例超过 50% 后二者之间呈负相关关系, 曲线向下倾斜, 因此他认为股权集中度与公司绩效呈

非线性关系。梅欧丽·金基德 (Myeony-Hyeon Cho, 1988) 通过对《幸福》杂志 500 家制造业公司的内部持股比例和公司绩效进行回归分析, 实证研究结论显示, 当内部股东持股比例在 0 ~ 7% 范围时二者之间呈正相关关系, 当其比例在 7% ~ 38% 范围时二者之间呈负相关关系, 但是当内部股比例达到 8% ~ 100% 的区间范围内时二者之间又呈正相关关系, 其结论为股权结构与公司绩效呈非线性关系。

第四, 不显著相关。持这种观点的学者认为股权结构是一个内生变量, 因而股权结构与公司绩效并没有相关关系。德姆塞斯 (Demsetz, 1983) 通过研究美国 1980 年 511 家公司的股权集中度指标和会计利润率之间的关系, 研究结果显示股权集中度与会计利润率并没有显著的相关关系。由此他认为企业的股权结构是对公司价值最大化追求的结果, 当企业的资产规模扩大时, 它的股权资本也会提高到一定的规模, 他认为分散的所有权结构能够促使股本规模扩大, 股权集中度的降低是公司资本规模扩张的结果, 而与公司绩效没有关系。贺德麦斯和希恩 (Holdermess and Sheehan, 1988) 得到的结论也显示股权集中度与上市公司绩效并无显著的相关关系, 尤其是当最大股东持股比例小于 20% 时更为明显。莱恩 (Lehn, 1985) 考察了 511 家美国大公司发现, 股权集中度与企业经营业绩财务指标 (净资产收益率) 并不相关。马克和李 (Mak and Li, 2001) 以新加坡 1991 ~ 1995 年的上市公司为研究样本, 运用联立方程 2SLS 方法研究了大股东持股比例、外部股东持股比例与 Tobin Q、平均资产回报率之间的关系, 研究结果表明, 股权结构与其公司价值不相关, 但是如果考虑到内生性后, 股权结构和公司价值之间呈现相关关系。维拉 (Vera Andugedo, 2007) 运用面板 OLS 和 2SLS 方法, 通过研究西班牙 1998 ~ 2000 年间的 380 家上市公司的股权集中度与公司价值 Tobin Q 之间的关系, 研究结果显示二者之间无相关关系, 但是考虑内生性之后, 大股东持股与 Tobin Q 正相关。

(2) 股权性质与公司绩效。

大陆法系传统公司法理论认为, 股权既非债权, 又非物权, 而是基于股东地位而取得的包括财产权和经营管理权在内的多种权利的集合体。基于英美国家实行股权激励较为普遍的现实情况, 国外学者主要从内部持股与公司绩效方面进行了研究。世图兹 (Stulz, 1988) 认为内部持股是一把“双刃剑”, 既有助于增强股东监控动力, 又可能会阻碍公司控制权市场功能的有效发挥。其研究结论显示, 随着内部持股比例的增加, 公司被接管的可能性

会降低,但会增加管理者的不思进取,进而影响股权效能发挥。法马(Fama, 1980)认为公司价值完全不受内部持股比例多少的影响,最适合的股权结构并不存在,因此,若要解决代理问题,降低代理成本,必须借助外部市场机制,如劳动力市场和产品市场的供需,才能提高公司价值。另外部分学者的研究结论认为内部持股与公司绩效之间呈非线性关系。莫克、施莱费尔和卫斯理(Mork, Shleifer and Vishny, 1988)通过以美国351家大公司为样本,分别研究了当董事会成员的持股比例在 $[0, 5\%]$ 、 $[5\%, 25\%]$ 、 $[25\%, 100\%]$ 三个区间范围内时与会计收益之间的相关关系。研究结果显示:在 $[0, 5\%]$ 区段内二者之间呈显著正相关,在 $[5\%, 25\%]$ 区间范围内二者之间呈显著负相关关系,在 $[25\%, 100\%]$ 区间范围内二者之间又呈正相关关系,但是相关程度降低。他认为作为内部人的公司董事会成员,具有管理监督和管理者篡权的双重作用,既可能行使有效监督,也有可能获得更多的代理收益。在内部持股比例较低时,有效监督起主导作用,内部管理者的利益和外部股东的利益获得一致;但随着内部持股比例超过一定界限,管理者篡权行为会膨胀,导致了内部人控制,从而降低了公司价值。迈克加,斯皮罗(Makhja and Spiro, 2000)研究了捷克988家私有化企业,研究结论显示外国投资者、内部人持股比例与企业股票价值呈正相关关系。总体上说,对于这一方面的研究国外并没有统一的意见和结论。

1.3.1.2 董事会与公司绩效

董事会治理效率对于公司经营绩效和持续发展具有决定性作用,是公司治理的核心组成部分。董事会的主要职责是代表股东招聘或解雇公司的高层经理,制订高层经理的薪酬方案,以及在必要时向经理人提出意见和建议等。国外学者研究董事会对公司经营绩效的作用主要从董事会规模、会议频率、领导权结构及独立性等方面进行。对于董事会规模与公司绩效的关系研究中,大部分研究结论认为董事会规模与公司业绩负相关。利普顿和洛尔施(Lipton and Lorsch, 1992)从理论角度研究了董事会规模与公司绩效的关系,认为董事会规模应该在一定的限度之内,最好为8~9人,最大不应超过10人,这样的董事会规模才容易达到沟通和协调的良好状态,保持良好的董事会治理效率。詹森(Jensen, 1993)的研究认为,当董事会人数增加时,会对其治理效率形成抵消,降低经理层对公司经营管理的努力和真诚。

因此，他认为董事会人数在 7 ~ 8 人之间最为理想。雅麦克 (Yermack, 1996) 对董事会规模与公司绩效的关系进行了实证研究，他以 1984 ~ 1991 年的美国《财富》500 强公司为研究对象，通过研究公司董事会规模与公司 Tobin Q 值的关系，实证分析结果表明公司董事会规模与公司价值之间呈现凹性曲线关系，但是这种曲线关系是负相关的。当董事会规模从 6 人上升到 12 人时，公司价值的损失与董事会人数从 12 人上升到 24 人时的损失相当，也就是当董事会的规模由小型向中型变化时，公司价值的损失最大，因此董事会规模越大，公司绩效越差。因此他认为尽管公司董事会规模与公司绩效具有一定的相关关系，但并不是越大越好。然而，林克等 (Linck et al., 2006) 指出规模小的董事会并非比规模大的董事会好。另外，柯尔斯等 (Coles et al., 2008) 认为不存在一种董事会模式适合任何公司，相比较而言，复杂型公司倾向于采用较大规模的董事会，这样有助于提高公司价值，而简单型公司倾向于采用较小规模的董事会。

对于独立董事与企业绩效研究方面，国外研究有三种观点：一是正相关关系。比斯利 (Beasley, 1996) 通过研究独立董事比例与虚假财务报告发生率的相关关系，结论显示独立董事比率与虚假财务报告的发生率之间呈负相关关系。米尔斯坦和麦艾维 (Millstein and MacAvoy, 1998)、豪森恩 (Hosian et al., 2001) 的研究结论与 Beasley 的结论一致。二是非线性关系。阿格拉沃尔和克诺勃 (Agrawal and Knoebe, 1996) 通过研究外部董事制度与公司 Tobin Q 的相关关系，结论显示二者之间呈负相关关系。佛莱德和西尔曼斯 (Friday and Sirmans, 1998) 在研究研究独立董事和股东财富之间的关系时，结论显示公司独立董事比例与 REIT 的股东财富的关系为正相关，尤其是当独立董事占比达到 50% 左右时显著性最强。但当独立董事占比超过 50% 后，二者之间则呈负相关关系。这两个学者认为内部董事与外部董事具有相同的重要性。三是不显著相关。巴恩哈特和罗森斯坦 (Barnhart and Rosenstein, 1998) 通过研究 1990 年标准普尔 500 家公司的独立董事比例与公司 Tobin Q 值之间的关系，研究结论显示独立董事比例和公司业绩之间呈曲线关系。另外，卡里姆斯、雷贝兹和萨·拉梅特 (Karims Rebeiz and Zeina Salameh, 2006) 的实证结论也表明独立董事与公司绩效之间不相关。

对于董事会行为与公司绩效的关系研究结论主要有以下方面的观点。里普顿和洛尔斯 (Lipton and Lorsch, 1992) 的研究结论认为，作为董事行为基本反映的董事会会议次数与公司绩效呈正相关关系，频繁的董事会会议就