

# 多重视角下公司治理水平对企业绩效的影响分析

——来自房地产上市公司的证据

张红<sup>1</sup>,高帅<sup>1</sup>,张洋<sup>2</sup>

(1. 清华大学 房地产研究所, 北京 100084; 2. 北京林业大学 经济管理学院, 北京 100083)

**[摘要]**以2000—2012年房地产上市公司为样本,从微观视角分析股权结构、董事会治理、高管激励对企业绩效的影响,发现房地产上市公司治理对企业绩效的影响整体上显著;采用因子分析法构造公司治理综合排名指标 $G_1$ 和企业绩效综合排名指标 $JX$ ,从宏观视角审视公司治理与企业绩效之间的关系,发现房地产上市公司治理综合排名提高会导致企业绩效显著上升。

**[关键词]**房地产上市公司;公司治理;资本结构;企业绩效;因子分析法;股权结构;董事会治理;高管激励

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)02-0003-09

当公司治理成为国内管理学研究的热点问题时,西方理论界却出现了公司治理是否重要的争议<sup>[1-2]</sup>。争议源于1990年Capon等对关于公司治理与企业绩效实证研究文献的统计分析,他们的研究发现,有107项研究结果认为公司治理对企业绩效有积极作用,39项认为没有显著影响<sup>[3]</sup>。其后学者们对于公司治理与企业绩效关系的研究更加深入,但是并未得出一致的结论。

我国资本市场具有不同于国外发达资本市场的特征,因此我们有必要结合我们的特殊国情重新审视我国上市公司的公司治理与企业绩效之间的关系。与以往关于公司治理对企业绩效影响的大多数研究均集中于公司治理的某一方面或通过人工赋权构造公司治理指数来进行分析不同,本文试图先分析房地产上市公司治理结构的某一方面(股权结构、董事会治理、高管激励)对企业绩效的影响,然后采用因子分析法构建公司治理和企业绩效的综合排名指标,从综合角度分析公司治理与企业绩效之间的关系。

## 一、文献综述

目前对于公司治理与企业绩效关系的研究主要集中在两个方面:一是考察公司治理的某一具体方面对企业绩效的影响;二是研究公司治理整体对企业绩效的影响,即将反映公司治理结构的多个因素复合成一个指标,综合考虑公司治理对企业绩效的影响。

一些学者研究了股权结构、董事会治理、高管激励等因素对企业绩效的影响。在股权结构对企业绩效的影响方面,许小年和王燕、孙永祥和黄祖辉、白重恩等的实证研究都表明,第一大股东持股比例、第二至十大股东股权集中度、前五大股东持股比例之和与公司业绩显著相关<sup>[4-6]</sup>。但是,对于股

**[收稿日期]**2014-09-25

**[基金项目]**国家自然科学基金资助项目(71373143)

**[作者简介]**张红(1970—),女,河北大名,清华大学房地产研究所教授,博士生导师,主要研究方向为房地产经济与金融;高帅(1980—),男,陕西榆林人,清华大学房地产研究所博士生,高级工程师,主要研究方向为房地产金融;张洋(1983—),男,安徽灵璧人,北京林业大学经济管理学院讲师,博士,主要研究方向为房地产经济学。

权结构能否提高企业绩效问题,学者们的观点却有分歧。

在董事会治理与企业绩效相关性方面,李维安等的研究表明,董事会运作和独立董事制度对公司绩效的影响并不显著<sup>[7]</sup>;严若森的实证检验显示,董事会规模、董事持股比例、独立董事比例均与公司绩效存在弱相关且不具有显著性<sup>[8]</sup>;郝云宏和周翼翔的实证检验显示,董事会规模与绩效无显著关联<sup>[9]</sup>。对于董事会治理能否有效提升企业绩效,学者们的观点也存在分歧。

在高管激励对企业绩效影响方面,张雪岷和张德明的实证分析表明,经营管理团队薪酬水平、股权制衡度与经营绩效呈现显著的正相关关系<sup>[10]</sup>;周佰成和王北星发现,高管薪酬和公司绩效之间没有明显的线性关系<sup>[11]</sup>;徐燕认为高管薪酬激励度与绩效呈现负相关关系,但是股权激励度能够提高绩效<sup>[12]</sup>。

还有一些学者将反映公司治理结构的多个方面指标复合成一个指标,综合考虑公司治理对企业绩效的影响。如 Newll 等通过研究 6 个新兴市场发现,相比于最差的公司治理水平,最好的公司治理水平会引起企业价值 10%—12% 的提升<sup>[13]</sup>;南开大学公司治理研究中心构建了一个全面评价中国公司治理状况的公司治理指数(CCGI),并依据该指数对中国上市企业的 2002 年业绩进行了相关分析<sup>[14]</sup>。但上述公司治理指标的构造均基于主观赋权。此外,国内外研究者大都选取公司经济附加值(EVA)、每股收益(EPS)、总资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)作为企业绩效衡量指标,由于选取指标不同,研究结论也存在差异。

综上所述,国内外研究者分别从公司治理的某一方面、构建公司治理综合指标来分析公司治理对企业绩效的影响,学者们的研究结论分歧很大。本文认为,造成研究结论不一致的原因主要有:首先,良好的公司治理与成熟的资本市场互为前提,西方资本市场自建立至今已有 400 年历史,成熟的资本市场造就了相对完善的公司治理结构,上市公司之间的治理水平差异也相对较小,从而可能导致公司治理对企业绩效的影响并不显著;新兴资本市场国家公司治理水平差异显著,公司治理水平的不均衡可能引起了企业绩效的显著差异<sup>[15-16]</sup>。其次,现有研究均集中于公司治理的某一方面(如股权结构、董事会治理等)对企业绩效某一代理指标的影响,而这些代理指标的选取有较大片面性和随意性,导致二者之间的关系常常被其他因素所掩盖。最后,很多研究通过主观赋权方法构造综合的公司治理指数来考虑其对企业绩效的影响<sup>[16]</sup>,但这一方法存在权重选取主观随意性较大的弊端,而且这些研究忽略了不同国家、不同行业之间存在的制度、文化、法律、习俗等背景差异对构造综合公司治理指数带来的潜在影响,使得研究结论的科学性有所下降。

为从多角度多层面分析公司治理水平对企业绩效的影响,本文选取房地产上市公司作为研究样本,试图从微观和宏观角度分析公司治理与企业绩效之间的关系。首先本文选取治理结构中的股权结构、董事会特征、管理层激励等方面对应的代理指标,来反映公司治理体系是否保护了股东的合法权益、是否强化了董事的诚信与勤勉义务、是否发挥了监事会的监督作用、是否建立健全绩效评价与激励约束机制、是否保障了其他利益相关者的合法权利,上述几个方面指标较全面地概括了公司治理的各个方面。本文采用净资产收益率 ROE、总资产报酬率 ROA、每股收益 EPS 三个指标来反映企业绩效,从资本收益率、总投资回报率、普通股民收益等角度较全面地考察股东权益的收益水平、资产的运营水平、市场收益水平。进一步地,本文采用因子分析法把影响公司治理和企业绩效的上述指标分别集成为  $G_1$ 、 $JX$  两个综合排名指标,综合分析公司治理对企业绩效的影响。本文力图克服现有研究的不足,为新兴市场国家改善公司治理提供理论依据。

## 二、理论分析

公司治理的理论基础是现代企业理论、产权理论、契约理论,这些理论阐释了公司治理问题产生的原因,也分析了公司治理对企业绩效的作用机制。

现代企业理论认为,公司所有权与经营权的分离带来了委托代理问题以及激励问题,进而产生了公司治理问题。企业存在的原因是市场的价格机制并不免费,为了节约市场的交易费用,企业存在于市场体系之中。但节约交易费用的代价是企业需要支付更多的组织成本,从而出现了企业与市场的边界问题,即企业不同于市场是因为组织权威的存在,在权威体系下,市场模式的议价体系被上下级的代理人关系所替代,这种代理人关系不可避免地会产生代理成本,而最小化这些代理成本便是公司治理的核心问题。基于企业理论,公司治理需要通过两种渠道来最小化公司的代理成本:一是制定适当的经理层激励机制,来降低“代理人行为”和“短视套利行为”所引起的经理人员的不努力和滥用职权问题;二是需要甄别管理层的管理能力,让真正有企业家才能的人拥有企业的剩余控制权和剩余索取权。

产权理论对公司治理产生影响主要源于交易成本。一旦考虑到进行交易所耗费的成本,企业股东、董事会、经理层等合法权利的初始界定对企业制度的运行效率就将产生影响,权利的这种调整会比其他安排产生更多的产值变化,而这正是公司治理所要解决的重要问题,即在企业中进行合理的权利分配与恰当的利益协调,使得企业更有效率地运行。产权不是指人与物之间的关系,而是指由物的存在及物的使用所引起的人们之间相互认可的行为关系。它不仅是人们使用财产的权利,而且确定了人们的行为规范,是社会制度的重要组成部分。产权的构成包括所有权、使用权、用益权、让渡权。现代企业理论认为,如果产权全部归同一人所有,并不一定最有效率,如企业的所有者并不必然地具有经营管理方面的专业和技术知识,同时拥有管理知识的人可能并不拥有资本,因此把产权分解开来,归不同人所有,有可能是一个帕累托改进,从而企业所有权与经营权的分割出现。但产权的分离带来的问题是如何监督代理者以及如何使代理成本最小化。如何最小化代理成本的问题便是公司治理的核心。

契约理论认为企业本身就是契约的联结,由于在现代企业管理中存在着股东与经理人等信息的不对称、人的有限理性、外在环境的复杂性和不确定性,因此各利益相关方无法有效观察和证实一切,进而造成了契约的条款不可能是完全的,从而产生了公司治理问题。契约是一种产权界定方式,是市场交易的前提,而现代企业中的信息不对称导致完全契约难以实现,代理人可能偏离委托人的目标,从而产生了委托代理问题,进而产生了公司治理问题。

公司治理产生的最初目的在于约束和激励代理人,促使代理人行为符合委托人的意愿——实现资本保值与增殖,也即促进企业价值提升和企业发展。现代公司制度的核心是要建立较完善的公司治理结构,即要合理地安排公司的控制权和监督机制,同时要设计和实施有效的激励机制,与之对应的是合理安排企业的剩余控制权和剩余索取权。通过上述一系列健全且规范的组织制度安排来保证企业所有权与企业经营分离后企业经营者能有充分的积极性提升企业绩效。因此,站在战略的高度看,公司治理就是通过约束、激励等机制的设计来有效提高企业的绩效。

### 三、研究设计

#### (一) 指标选取

##### 1. 被解释变量:企业绩效指标

本文选取总资产收益率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)、每股收益率(*EPS*)作为企业绩效的代理变量。

为了综合反映上市公司治理水平对企业绩效的影响,本文采用因子分析法把影响企业绩效的上述变量集成为一个综合指标 *JX*,来反映上市公司的整体绩效排名。

##### 2. 解释变量:公司治理指标

参照现有理论及文献,本文分别从治理结构中的股权结构、董事会治理、高管激励三个方面来考

察公司治理水平。

股权结构方面,本文主要选取三个指标:产权性质(*State*)、控股股东持股比例( $TOP_1$ )和前五大股东持股比例( $TOP_5$ )。产权性质变量是中国特色的指标,用来考察国有企业股东缺失是否会对企业绩效产生负面影响,反映不同产权性质下公司治理情况。使企业价值最大化的最重要途径就是股权结构的合理安排,过于集中的股权结构并不是一种有效的机制,本质原因在于大股东可随意挪用公司资源,来实现自身利益,故本文选择控股股东持股比例作为代理变量来反映股权集中度。但过于分散的股权结构又会导致决策效率低下,需要一定的股权集中度来保证相互制衡,故本文选择前五大股东持股比例作为代理变量来反映公司股权的竞争程度。

董事会治理方面,本文选取五个指标:董事会规模(*DQ*)、董事会中独立董事比例(*IDQ*)、董事长和总经理是否兼任(*CEO.TOPDIR*)、董事会会议次数(*DQM*)、监事会会议次数(*JQM*)。从《公司法》角度看,董事会是确保股东利益实现的重要机构,而董事会特征中很重要的一点就是董事会的规模,适度规模的董事会能够实现对企业管理者的有效监督。独立董事具有监督代理人的客观优势,又能以非关联方式给企业带来资源支持和战略建议,引入独立董事能够提高董事会效率。董事长与总经理是否兼任影响着公司管理层决策的科学性。董事会会议次数和监事会会议次数反映了董事和监事的勤勉程度。

高管激励方面,本文选取四个指标:前三位高管的薪酬(*GGS*)、前三位董事的薪酬(*DSS*)、董事会持股数量(*DSG*)、高管持股数量(*GCG*)。因为这四个指标都是绝对数,所以本文使用这四个指标的自然对数作为实证分析的变量数据。要想让管理层能够以股东利益最大化为目标,需要对管理层适当激励,激励管理者的方法包括薪酬激励和股票期权激励等等。一般说来,薪酬激励都是建立在业绩指标评价体系基础上的。

为了综合反映上市公司治理水平对企业绩效的影响,本文采用因子分析法把影响公司治理的上述变量集成一个能全面衡量公司治理水平的综合变量  $G_1$ ,来反映公司治理水平的综合排名。

## (二) 模型构建

本文构建了公司治理对企业绩效的影响方程:

$$Performance_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Corporation_{it} + \alpha_2 ALR_{it} + \alpha_3 LNasset_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$Performance_{it}$ 代表  $i$  上市公司  $t$  年的企业绩效, $Corporation_{it}$ 代表  $i$  上市公司  $t$  年的公司治理状况。为了保证检验的稳健性,本文加入资本结构(*ALR*)、企业规模(*LNasset*)作为控制变量, $\varepsilon_{it}$ 是方程的随机误差项。

在此基础上,为了综合反映房地产上市公司治理水平对企业绩效的影响,本文构建了公司治理的综合排名对企业绩效综合排名的影响方程:

$$JX_{it} = f(G_{1it}, ALR_{it}, LNasset_{it}, \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

变量定义见下页表 1。

## (三) 样本选取与数据来源

我国房地产行业的资本市场起步较晚,房地产行业公司治理结构也不完善,房地产企业间还存在巨大的绩效差异,以 2012 年为例,房地产上市公司平均净资产收益率达 14%,但不同公司绩效差异巨大,净资产收益率最高达 50.22%,最低仅为 -41.56%。那么,是不是房地产上市公司治理水平的不均衡引起了企业绩效的显著差异呢?为回答此问题,本文以房地产上市公司为研究对象,分析公司治理对企业绩效的影响。

本文选取我国 2000—2012 年沪深两市房地产上市公司数据为研究样本,数据来源于国泰安(CSMAR)和 REITS 数据库。样本筛选过程如下:剔除数据有缺失及异常的样本;剔除 ST 或 PT 样本;仅选择 A 股公司,剔除同时发行 B 股、H 股或 N 股的公司(由于该类公司的股权结构、市值和 A 股的不

同,不予考虑)。本文最后筛选出 134 家房地产上市公司作为研究样本。

表 1 变量定义

变量类型	指标		变量	
	一级指标	二级指标	代码	变量取值
被解释变量		净资产收益率	ROE	税后利润/所有者权益
		总资产收益率	ROA	净利润/总资产总额
		每股收益率	EPS	税后利润/发行在外普通股股数
		企业绩效综合指标	JX	因子分析法(复合变量)
解释变量	股权结构	公司所有权属性	STATE	国有企业为 1;其他企业为 0
		控股股东持股比例	TOP <sub>1</sub>	第一大股东持股份数/总股份数
		前五大股东持股比例	TOP <sub>5</sub>	前五大股东持股份数/总股份数
	董事会治理	董事会规模	DQ	董事会人数
		董事会独立董事比例	IDQC	独立董事人数/董事总人数
		两职合一	TOPDIR	董事长和总经理是否兼职,兼职取 1;不兼职取 0
		董事会会议次数	DQM	董事会会议次数/年
		监事会会议次数	JQM	监事会会议次数/年
	高管激励	前三位高管薪酬	LNGGS	前三位高管薪酬总额的对数
		前三位董事薪酬	LNDS	前三位董事薪酬总额的对数
		董事会持股数量	LNDSG	董事会成员所持有的股份价值的对数
		高管持股数量	LNGGG	高管成员所持股份价值的对数
		公司治理综合指标	G <sub>1</sub>	因子分析法(复合变量)
控制变量	资产负债率	ALR	负债总额/资产总额	
	企业规模	LNasset	企业总资产的对数	

## 四、实证结果与分析

### (一) 样本统计性描述

表 2 是变量的描述性统计结果。

从表 2 可知,以净资产收益率指标衡量企业绩效时,不同公司的企业绩效差异较大;以总资产收益率指标衡量企业绩效时,不同公司的企业绩效差异较小;以每股收益率水平衡量企业绩效时,不同公司的企业绩效差异最小。总体而言,房地产企业的盈利能力较强,13 年间净资产收益率水平均值达 8% 以上。

从股权结构属性可以看出,国有企业占比 54%;第一大股东持股比例较高,均值为 38%,持股比例最高超过了 89%;前五大股东持股比例均值为 53%,最高合计持股比例高达 100%,即房地产上市公司国有企业所占比重较大,股权集中度较高。

表 2 变量的描述性统计分析结果

变量	均值	最大值	最小值	标准差	偏度	峰度
ROE	8.12	96.16	-98.63	14.13	-0.80	14.47
ROA	5.09	78.77	-42.39	6.94	0.59	23.39
EPS	0.22	2.02	-3.26	0.37	-1.15	18.12
STATE	0.54	1.00	0.00	0.50	-0.16	1.03
TOP <sub>1</sub>	0.38	0.89	0.08	0.17	0.57	2.44
TOP <sub>5</sub>	0.53	1.00	0.17	0.16	-0.01	2.43
DQ	8.89	18.00	3.00	1.99	0.74	4.64
IDQC	19.54	33.00	1.00	7.99	-1.14	3.43
TOPDIR	0.15	1.00	0.00	0.36	1.94	4.77
DQM	10.11	36.00	2.00	4.96	1.66	7.06
JQM	4.21	16.00	1.00	1.77	0.78	5.06
LNGGS	13.44	17.24	10.24	1.11	-0.08	2.95
LNDS	13.34	17.39	8.01	1.17	-0.09	3.38
LNDSG	11.35	20.44	5.25	3.01	1.06	3.84
LNGGG	11.19	19.82	3.91	2.70	0.81	3.67
ALR	56.01	169.06	0.81	21.42	0.43	5.93
LNasset	111.15	237.00	1.00	50.43	0.15	2.71

董事会治理结构方面,董事会规模维持在8人左右,标准差较小;独立董事占比均值为19%,最高达33%,最小是2%,差异较大可能导致监事会在不同公司间发挥监督效应差异显著;董事长和总经理两职合一比例为15%,所占比例较小,可见房地产上市公司的决策机制较为民主;董事会会议次数维持在10次左右,波动幅度较大,该指标反映了董事会对公司治理的勤勉程度;监事会会议次数平均维持在4次左右,大于《公司法》规定每年至少召开两次监事会会议的要求,波动幅度较小,该指标反映了监事会对公司治理的监督效果。

高管激励指标方面,董事会及高管持股比例、薪酬的波动幅度均较小。

资本结构方面,房地产上市公司资产负债率水平均值达56%,即房地产上市公司负债水平较高,且不同公司差异较大。企业规模的自然对数最大值为237,最小值仅为1.0,标准差为50.43,即房地产上市公司规模差异巨大,而且分布差异显著。

## (二) 公司治理对企业绩效影响的实证分析

本文首先对非平衡面板数据进行HAUSMAN检验,发现应该选用固定效应模型。本文运用回归方程(1)使用STATA软件得到的回归结果见表3。

从表3可见,回归方程整体上较显著,即房地产上市公司治理与企业绩效之间存在显著相关关系。选取ROA、ROE、EPS作为企业绩效的代理变量时,房地产上市公司治理水平对其影响程度不完全相同,但变化趋势较为一致。具体分析如下:

从股权结构指标来看,房地产上市公司所有权属性并没有影响企业绩效,可能的原因是我国国有房地产企业拥有超过一般企业的资源和待遇,从而拥有较好绩效,弥补了

实际股东缺失所带来的企业绩效损失;第一大股东持股比例与企业绩效显著负相关,即第一大股东持股比例越高,企业绩效越差,这是因为房地产上市公司出现绝对控股现象时,大股东完全控制了公司经营,公司治理相对薄弱,企业绩效受到了损害;前五大股东持股比例与企业绩效显著正相关,即前五大股东持股比例提高会促使企业绩效变好,这是因为股权集中在相对多个股东手中有利于股权的相互制约及提升效率,保证了经营绩效的提高,可见保持一定程度的股权集中度仍然是必要的。

从董事会治理指标来看,房地产上市公司董事会规模与企业绩效显著正相关,即随着董事会规模的扩大,董事会做出的决策更加科学合理,从而有利于房地产上市企业绩效的提升;独立董事比例与企业绩效显著负相关,这可能与我国大多数独立董事并没有起到约束董事会投资决策的作用有关;董事长与总经理两职合一对企业绩效有正向影响,即房地产企业两职合一有利于决策效率的提高;董事会会议次数增多会降低企业效率,现有研究表明董事会会议次数与企业绩效呈现倒U型关系,当董事会会议次数大于8次时,对企业绩效有负向影响<sup>[18-19]</sup>,而我国房地产上市公司董事会会议次数年均值超过8次,过多的董事会会议次数可能延误了房地产公司投资机会进而影响了企业绩效;监事会

表3 公司治理变量对企业绩效变量的回归结果

变量	ROE		ROA		EPS	
	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
CONS	-55.868	0.001	-15.489	0.010	-1.719	0.000
STATE	0		0		0	
TOP <sub>1</sub>	-5.594	0.573	-7.502**	0.039	-0.573**	0.006
TOP <sub>5</sub>	18.769**	0.039	9.657**	0.016	0.508**	0.025
DQ	0.253*	0.053	0.354**	0.049	0.026**	0.014
IDQC	-0.222**	0.042	-0.093**	0.019	-0.006***	0.009
TOPDIR	2.770	0.264	1.032	0.252	0.051	0.309
DQM	-0.288*	0.091	-0.144**	0.020	-0.006*	0.080
JQM	1.320**	0.002	0.368**	0.015	0.019**	0.027
LNGGS	2.799	0.110	1.112**	0.089	0.090**	0.015
LNDSS	0.761	0.617	0.703	0.205	0.054*	0.081
LNDSG	-0.254	0.767	-0.535*	0.047	-0.001	0.956
LNGGG	0.534	0.562	0.062	0.852	-0.026	0.161
ALR	-0.148**	0.028	-0.174***	0.000	-0.005***	0.000
LNasset	0.096**	0.018	0.059***	0.000	0.003***	0.000
F检验	4.37		9.960		9.09	
SIG. F	0.000		0.000		0.000	

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著水平。下同。

会议次数增多可提升企业效率,即监事会会议次数增多有助于约束董事会做出更加合理的决策,从而提升了企业绩效。

从高管激励指标来看,房地产上市公司前三位高管薪酬及高管持股数量越多,企业绩效越好;房地产上市公司董事薪酬与企业绩效显著正相关,而董事持股数量与企业绩效显著负相关。可见,股权激励以及薪酬激励对于激励高管提高企业绩效都有着积极的作用,同样提高董事薪酬也能有效提升企业绩效。而有趣的是董事持股却与企业绩效负相关,这可能是由于股权的回报时间较长,董事更加看重“眼前”的无风险实际利益,而非公司的远期价值。

进一步分析房地产上市公司资产规模、资本结构对企业绩效的影响可知,房地产上市公司资产规模越大,企业绩效相对越好,体现了经济学的规模效益;房地产上市公司资产负债率越高,企业绩效越差,该结果同邓莉等研究的结论一致<sup>[20]</sup>。

综上所述,房地产上市公司治理对企业绩效的影响整体上显著,公司治理的各代理变量对企业绩效的影响与现有文献实证研究结论基本一致。

### (三) 公司治理综合指标 $G_1$ 对企业绩效综合指标 $JX$ 影响的实证分析

由上述分析可知,公司治理的代理指标较多,每个代理指标对企业绩效的影响也存在差异,这妨碍了人们从宏观视角审视公司治理对企业绩效的影响。公司治理本质是一种企业制度的安排, Mayer 把公司治理定义为“公司投资者利益的一种制度安排。它包括从董事会到执行人员激励计划的一切东西……公司治理的需求随着市场经济中现代股份公司所有权与控制权分离而产生。”<sup>[21]</sup> 公司治理表现出一种“宏观”属性。为从综合角度审视公司治理指标与企业绩效指标之间的关系,本文对前文所述的 12 个公司治理变量综合考虑,采用因子分析法构造房地产上市公司治理的综合排名指标  $G_1$ , 同理,构造衡量房地产上市公司企业绩效的综合排名指标  $JX$ 。

应用 SPSS 软件,本文首先对公司治理的数据按照公式(3)进行标准化处理,标准化产生相应的  $Z_i$  分值。

$$Z_i = \frac{X_i - X}{S} \quad (3)$$

公式(3)中,  $X_i$  为变量  $x$  的第  $i$  个观测值,  $X$  为变量  $x$  的平均数,  $S$  为标准差。

通过 KMO(Kaiser-Meyer-Olkin)及巴特利特球形检验,我们发现以上指标适合于因子分析。我们进一步计算出特征根、贡献率和累计贡献率指标以及旋转后的因子载荷矩阵等。因子的权重取方差贡献率指标,按照公式(4)来计算。

$$\varphi_k = \frac{\lambda_k}{\sum_{k=1}^p \lambda_k} \quad (4)$$

$\varphi_k$  为第  $k$  个主成分  $y_k$  的方差贡献率。本文构造综合得分计算公式  $F = \sum \varphi_i F_i$ , 其中  $\varphi_i$  为第  $i$  个公共因子的权重(取方差贡献率),  $F_i$  为第  $i$  个主成分指标(控制主成分所占比率在 85% 以上)。本文计算得到上市公司历年公司治理水平的综合排名  $G_1$ 。同理对衡量企业绩效的指标进行因子提取,可得各年度上市公司的企业绩效综合得分指标  $JX$ 。

为了使回归数据相互匹配,本文对资产负债率、总资产指标进行标准化处理后,对以上综合指标利用 STATA 软件进行回归分析。我们选用固定效应模型,采用回归方程(5),回归结果见表 4。

表 4 公司治理综合指标对企业绩效综合指标影响的回归结果

变量	ZJX		
	参数估计	t 值	Sig. t
CONSTANT	-0.00099	-0.05	0.95
ZG <sub>1</sub>	0.251 ***	5.21	0.00
Zalr	-0.044 *	-1.66	0.097
Zasset	0.1392 ***	3.63	0.000
F	17.35		
Sig. F	0.000		

$$ZJX_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ZG_{it} + \alpha_2 Zalr_{it} + \alpha_3 Zasset_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$JX_{it}$ 为绩效综合代理变量、 $G_{it}$ 为公司综合治理指标、 $alr_{it}$ 为公司资产负债率、 $asset_{it}$ 为公司总资产,变量前加  $Z$  代表数据经过了标准化处理。

分析表 4 可知,公司治理综合排名指标与企业绩效综合排名指标显著正相关,回归系数为 0.251,即公司治理综合排名提高能给企业绩效带来提升。

## 五、结论与启示

本文以 2000—2012 年房地产上市公司为样本,首先从微观视角分析公司治理的某一方面对企业绩效的影响,发现房地产上市公司治理对企业绩效的影响整体上显著,第一大股东持股比例、独立董事比例、董事会会议次数、董事持股数量、资产负债率与企业绩效显著负相关,前五大股东持股比例、董事会规模、董事长与总经理两职合一、监事会会议次数、前三位高管薪酬、高管持股数量、董事薪酬、资产规模与企业绩效显著正相关,产权性质对企业绩效的影响不显著。在此基础上,采用因子分析法构造公司治理综合排名指标  $G_i$  和企业绩效综合排名指标  $JX$ ,从宏观视角审视公司治理与企业绩效之间的关系,发现公司治理综合排名的提高会给企业绩效带来显著的正向影响。以上研究从多个视角分析房地产上市公司治理对企业绩效的影响,为公司治理对企业绩效影响提供了新的证据,同时为公司治理排名较差的公司改善其公司治理模式提供了方向。

本文的研究结论可以为现有政策制定者和企业管理者提供一些启示:由于同一个行业中企业所处的社会环境、法律体系等均一致,因此行业中公司治理排名靠后的企业通过模仿公司治理排名靠前的企业治理模式更容易获得成功,有效的公司治理可以为企业带来长久的绩效溢价,这也为完善我国公司治理结构体系提供了方向和理论依据。

但本文的研究仍然有不足之处,如由于公司治理和企业绩效的代理变量众多,本文只是从理论分析出发筛选了公司治理与企业绩效的部分代理变量,研究结论仍可能不够科学。笔者未来的研究将以公司治理理论的目标为导向,以公司法为基础,筛选出更加合理的公司治理与企业绩效的代理指标,使得对二者关系的研究更趋稳健。

### 参考文献:

- [1] 王玉,南洋,许俊斌. 国内外管理学研究热点和发展趋势的比较分析[J]. 经济管理,2010(8):171-177.
- [2] Vives X. Corporate governance: does it matter? [M]//Vives X. Corporate governance: the oretical and empirical perspectives. Cambridge: Cambridge University Press,2000:1-22.
- [3] Capon N, Farley J U, Hoenig S. Determinants of financial performance[J]. A Meta-analysis Management Science,1990, 36:1143-1159.
- [4] 许小年,王燕. 中国上市公司的所有制结构与公司治理[M]//梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验. 北京:中国人民大学出版社,2000:103-123.
- [5] 孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究,1999(12):43-50.
- [6] 白重恩,刘俏,陆洲. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究,2005(2):81-91.
- [7] 李维安,张耀伟. 中国上市公司董事会治理评价实证研究[J]. 当代经济科学,2005(1):17-23.
- [8] 严若森. 再析董事会治理与公司经营绩效的关系——基于中国制造业上市公司的实证研究[J]. 经济管理,2009(10):54-58.
- [9] 郝云宏,周翼翔. 董事会结构、公司治理与绩效——基于动态内生性视角的经验证据[J]. 中国工业经济,2010(5):110-120.
- [10] 张雪岷,张德明. 公司属性、经营绩效与经营管理团队薪酬——基于沪市上市公司的实证分析[J]. 商业研究,

2006(23): 87-92.

- [11]周佰成,王北星. 中国上市公司治理、绩效与高管薪酬相关性研究[J]. 数理统计与管理,2007(4):670-675.
- [12]徐燕. 民营上市公司治理结构与公司绩效关系研究[J]. 统计与决策,2010(4):179-181.
- [13]Newll R,Wilson G. A premium for good governance[J]. The McKinsey Quarterly,2002,3:20-23.
- [14]南开大学公司治理研究中心. 中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析[J]. 管理世界,2006(3):104-113.
- [15]Black B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms[J]. Emerging Markets Review,2001,2:89-108.
- [16]Bhagat S,Bernard B,Margaret B. Relational investing and firm performance[R]. Working paper, University of Colorado, Stanford University and Georgetown university Law School,2001.
- [17]鲁桐,党印,仲继银. 中国上市公司治理与绩效关系研究[J]. 金融评论,2010(6):34-46.
- [18]李维安,张耀伟. 上市公司董事会治理与绩效倒U型曲线关系研究[J]. 经济理论与经济管理,2004(8):36-42.
- [19]李常青,赖建清. 董事会特征影响企业绩效吗? [J]. 金融研究,2004(5):64-77.
- [20]邓莉,张宗益. 银行债权的公司治理效应研究[J]. 金融研究,2007(1):61-70.
- [21]Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of financial economics,1977,5:147-175.

[责任编辑:杨凤春]

## An Analysis of the Impact of Corporate Governance on Firm Performance from Multiple Perspectives: Evidence from China's Real Estate Listed Corporation

ZHANG Hong<sup>1</sup>, GAO Shuai<sup>1</sup>, ZHANG Yang<sup>2</sup>

(1. Institute of Real Estate Studies, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. School of Economics and Management, Beijing Forestry University, Beijing 100083, China)

**Abstract:** With the real estate listed corporations as a sample from 2000 to 2012, this paper makes an analysis on the impact of ownership structure, board governance, executive incentive on firm performance from micro perspective. The results show that that the corporation governance has a significant influence on firm performance. With corporate governance ranking index  $G_1$  and firm performance ranking index JX as factor analysis method, this paper makes a review on the relationship between corporate governance and firm performance from macro perspective. The results find that promoting the corporate governance ranking would bring significant positive effect to firm performance.

**Key Words:** real estate listed companies; corporation governance; capital structure; firm performance; factor analysis; equity structure; governance of the Board of Directors; executive incentive