

中国上市公司企业绩效与公司治理结构关系考量

——基于中国A股上市公司横截面数据分析

李献书

(长湘高速公路建设开发有限公司,湖南长沙410000)

[摘要]通过对企业绩效影响因素假设、被解释变量与解释变量的设计与计量、回归模型构建等方法,对2011年我国A股2274家上市公司的数据进行描述性统计分析、相关性分析和模型结果分析,得出以下结果:股权结构是公司治理结构要素中对企业绩效有显著影响的重要因素;董事会、监事会规模应当保证合理的规模;独立董事比例与企业绩效呈现负相关,需要加强和完善独立董事制度;公司治理结构对公司绩效具有显著的影响。

[关键词]上市公司;企业绩效;治理结构;回归模型

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1674-117X(2013)04-0047-05

On Relation Assessment between Enterprise Performance and Governance Structure for China Listed Company

——Based on Cross-Sectional Data Analysis for China's A-share Listed Companies

LI Xianshu

(Changxiang Highway Construction Company Ltd. Changsha 410000, China)

Abstract: In view of methods of enterprise performance influence hypothesis and designing & measurement of being explained variables and explaining variables as well as regression model construction, a result shows based on analysis of descriptive statistics and relativity and model results of China's 2 274 A-share listed companies' data in 2011. It tells us ownership structure is considered as important factor to influence company governance structure to enterprise performance. Board of directors and supervisors should be in appropriate size; independent board should strengthen and perfect its system for its negative ratio correlation with company performance.

Key words: listed company; enterprise performance; governance structure; Regression Model

目前,学界对企业绩效与公司治理关系的研究主要有:股权结构与公司绩效的关系;董事会、监事会及高管层特征与企业绩效的关系;中介机构服务特征与企业绩效的关系。关于股权结构与公司绩效的研究中,骆振心和杜亚斌^[1](2008)以沪深上市公司为样本,从内生性视角来分析股权结构与公司绩效之间的关系,得出了以下结论:公司绩效越好,

股权集中度越高,不同性质和不同行业的企业股权集中度不一样。谢海洋^[2](2011)在董事会特征与企业绩效的研究中,以河南省A股上市公司为样本,通过实证分析得出:独立董事比例与公司绩效之间存在显著的正相关关系,董事会年度会议次数与公司绩效表现出显著的负相关关系。朱小平^[3]等(2007)在中介机构特征与企业绩效关系的研究

收稿日期:2013-03-27

作者简介:李献书(1976-),男,湖南省平江县人,湖南省长湘高速公路建设开发有限公司会计师,主要从事高速公路建设投资控制及财务管理研究。

中,发现不同类型会计师事务所的审计质量存在差异,大所好于小所。笔者以我国A股2274个上市公司为样本,认真考察股权结构、公司治理结构、中介事务所特征等对企业绩效的影响,力求为我国上市公司企业治理机制的完善提供相关经验和可考

证的数据,从而进一步提高上市公司的企业绩效。

一 模型构建与数据获取

1. 企业绩效影响因素假设(见表1)。
2. 被解释变量与解释变量的设计与计量(见表2)。

表1 企业绩效影响因素分析表

影响因素分类	具体因素	假设
公司基本特征	公司规模	公司规模与企业绩效正相关
	行业差异	不同行业企业绩效有显著差异
公司治理特征	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例与企业绩效负相关
	前五大股东持股比例	股权集中程度与企业绩效相关关系有待检验
	董事会规模	董事会规模与企业绩效正相关
	独立董事比例	独立董事比例与企业绩效正相关
	监事会规模	监事会规模与企业绩效正相关
中介结构特征	董事会、监事会、高管层会议次数	会议次数与企业绩效负相关
	会计师事务所声誉	会计师事务所与企业绩效正相关

表2 变量定义与计量表

变量类型	变量名	含义	计量	预期符号
被解释变量	ROA、EPS	总资产收益率 每股盈余	已给定	/
解释变量	公司特征	SIZE	公司规模	+
		INDUSTRY DIFFERENCE (ID)	行业差异	/
	公司治理特征	SHAREHOLDING CONCENTRATION(SC ₁)	第一大股东持股比例	-
		SC ₅	前五大股东持股比例	+
		BDSIZE	董事会规模	+
		DLDS	独立董事比例	+
		DIRCS	监事会规模	+
		NUMBER	董事会、监事会及高管层会议次数	-
	中介机构特征	REPUTATION	会计师事务所声誉	+

3. 回归模型构建。根据研究的需要,我们用总资产利润率(ROA)和每股盈余(EPS)作为对公司绩效评价的标准,用董事会规模即人数等作为相关参数与公司绩效作相关性分析,在此基础上构建线性回归模型,因此得出以下两个线性回归模型:^[4]

公式一:

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 LNSIZ + \alpha_2 ID + \alpha_3 SC_1 + \alpha_4 SC_5 + \alpha_5 BDSIZE + \alpha_6 DLDS + \alpha_7 DIRCS + \alpha_8 NUMBER + \alpha_9 REPUTATION + \varepsilon$$

公式二:

$$EPS = \alpha_0 + \alpha_1 LNSIZ + \alpha_2 ID + \alpha_3 SC_1 + \alpha_4 SC_5 + \alpha_5 BDSIZE + \alpha_6 DLDS + \alpha_7 DIRCS + \alpha_8 NUMBER + \alpha_9 REPUTATION + \varepsilon$$

其中: α_0 为回归方程的常数项, $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_8$ 为各自变量的系数;

ε 为随机误差项。

4. 样本的选取。本文选取2011年我国A股上市公司作为研究样本。剔除数据缺失的公司,最终

选定 2 274 家上市公司为研究对象。财务数据来源于国泰君安数据库与巨潮资讯网,并采用 SPSS19.0 和 EXCEL 对数据进行整理分析。

二 实证分析

(一)描述性统计分析

企业绩效与公司治理变量的描述性统计如表 3 所示,笔者同时针对 12 个不同行业的企业数据进行统计和分析。除去一个基准变量,我们选取了 11 个行业哑变量。可以看出,相比 EPS 极值差额,ROA 的极值差额比较大,但均值为 0.086 166 3,且标准差和方差也较小,这表明 ROA 值相对比较集中,极大值 20.785 53 为个别现象。

从下表可见:第一大股东持股比例与前五大股

东持股比例的极差很大,其显著表现为 SC1 和 SC5 的极大值分别出现 0.99 和 1,由于 2011 年 12 月 31 日环旭电子(股票代码:601231)的第一大股东环诚科技有限公司和第二大股东日月光半导体(上海)股份有限公司分别持股 99% 和 1% 引起。独立董事比例的极大值与极小值相差 55%,且其均值为 36.926%,说明大部分的独立董事比例接近 1/3。造成极大值与极小值相差比较大的原因是个别公司的独立董事比例偏高,例如:中国水电独立董事比例为 75%,高鸿股份为 71.43%。在统计过程中我们发现,在第一大股东持股比例偏高的上市公司中,国有法人控股的上市公司的比例占据大部分,且国有法人控股公司相对来讲其董事会规模、独立董事比例偏高。

表 3 描述统计量表

	N	极小值	极大值	均值	标准差	方差
ROA	2 274	-0.304 63	20.785 53	0.086 166 3	0.443 019 21	0.196
EPS	2 274	-1.250 00	8.440 00	0.447 526 5	0.546 974 45	0.299
SIZE	2 274	15.715 15	28.282 06	21.731 210 8	1.314 752 99	1.729
SC1	2 274	0.021 97	0.990 00	0.365 716 6	0.156 841 39	0.025
SC5	2 274	0.036 52	1.000 00	0.545 349 6	0.169 783 78	0.029
BDSIZE	2 274	5.00	18.00	8.932 7	1.770 20	3.134
DLDS	2 274	0.200 00	0.750 00	0.369 259 3	0.055 153 81	0.003
DIRCS	2 274	2.00	12.00	3.715 5	1.198 13	1.436
NUMBER	2 274	6.00	43.00	17.623 1	5.508 94	30.348
REP	2 274	0.00	1.00	0.540 0	0.498 51	0.249
行业代码	1	2	3	4	5	6
公司数量	42	58	1 397	71	124	175
行业代码	7	8	9	10	11	12
公司数量	124	2	126	73	33	49

(二)相关性分析

通过使用 SPSS19.0 计算两两对应的 Pearson 相关系数并作双尾检验,分析各个变量之间的线性关系,其结果如下表所示(见表 4):

1. ROA 与 EPS 显著正相关,说明企业资产收益率和每股收益在反映企业绩效方面有很强的一致性;

2. SIZE 与 ROA 及 EPS 分别负相关和正相关,但 ROA 与 SIZE 的相关性系数并不显著,而 SIZE 与 EPS 相关性系数显著为正,这可能是由于我国规模大的企业一般为国有控股企业,拥有规模效应及

较强的政府扶持力度;

3. ID 作为哑变量,企业资产收益率与每股收益均负相关且较显著,表明我国行业之间企业绩效存在比较大的差距;

4. 在企业的绩效与股权结构的关系中,ROA、EPS 与第一大股东持股比例和前五大股东持股比例都呈显著正相关,表明股权结构对企业绩效的影响较大;^[5]

5. 从 ROA、EPS 与董事会规模、独立董事比例、监事会规模、会议总数的相关系数来看,存在不显

著的相关关系,有待做回归分析进行进一步检验; 表明绩效较好的企业比较倾向于选择规模更大、服务更好的事务所进行审计与咨询服务。

6. ROA、EPS与事务所声誉两两相关性较高,

表4 Pearson相关性分析表

	ROA	EPS	NUMBER	SIZE	SC1	SC5	BDSIZE	DLDS	DIRCS	REPUTATION
ROA	1.000		*						*	
EPS	0.697 (0.000)	1.000								
NUMBER	-0.048* (0.023)	0.017 (0.425)	1.000					*		
SIZE	-0.003** (0.889)	0.185** (0.000)	0.178** (0.000)	1.000						
SC1	0.088** (0.000)	0.134** (0.000)	0.030 (0.155)	0.278** (0.000)	1.000			*		
SC5	0.222** (0.000)	0.279** (0.000)	0.062** (0.003)	0.151** (0.000)	0.713** (0.000)	1.000				
BDSIZE	0.004 (0.848)	0.047* (0.025)	-0.003 (0.902)	0.326** (0.000)	0.006 (0.764)	0.010 (0.635)	1.000			
DLDS	-0.013 (0.546)	0.021 (0.327)	0.029 (0.164)	0.055** (0.008)	0.071** (0.001)	0.045* (0.033)	-0.048** (0.023)	1.000		
DIRCS	-0.035** (0.091)	-0.028 (0.189)	-0.008 (0.694)	0.285** (0.000)	0.028 (0.177)	-0.048* (0.023)	0.342** (0.000)	-0.059** (0.005)	1.000	
REPUTATION	0.027 (0.204)	0.67** (0.001)	0.040 (0.060)	0.164** (0.000)	0.099** (0.000)	0.105** (0.000)	0.086** (0.000)	-0.022 (0.291)	0.069* (0.001)	1.000

注: **、*、. 在分别表示0.01、0.05水平(双侧)上显著相关;由于篇幅原因,省略了各行业的相关系数

表5 回归系数及显著性检验表

模型	ROA 模型			EPS 模型		
	β_0	t	Sig	β_0	t	Sig
常量	0.041	1.541	0.124	-1.487	-7.921	0.000
SIZE	0.001	0.563	0.574	0.087	9.522	0.000
SC1	-0.062	-4.734	0.000	-0.608	-6.524	0.000
SC5	0.127	10.687	0.000	1.106	13.147	0.000
BDSIZE	0.000	-0.207	0.836	-0.006	.857	0.392
DLDS	-0.025	-0.910	0.363	-0.427	-2.192	0.028
DIRCS	0.002	-1.154	0.249	-0.027	-3.005	0.003
NUMBER	-0.001	-2.746	0.006	-0.003	0.002	0.119
REP	0.001	0.494	0.621	0.018	0.897	0.370
调整 R ²		0.077			0.142	
F 值		10.981			20.781	

我们对上述模型进行回归分析,具体结果如表5所示。根据两个模型调整后的R²和F值我们可以看出模型有较强的解释力度,且EPS模型强于ROA模型。对于行业绩效差别而言,仅有采矿、冶金和文化产业的企业绩效显著区别于其他行业,其

他行业绩效差距不明显。对于公司规模与企业绩效的关系,企业规模与企业EPS存在正相关关系,可能是由于前文提到的规模效应和大型国有企业更易获得的国家政策的支持。对于股权结构而言,企业绩效的两个被解释变量与第一大股东持股数、

前五大股东的持股比例分别呈显著负相关和正相关,这与我们之前的假设是一致的,股权结构对于公司业绩有着较大的影响力度,股权过于集中导致公司绩效降低,而一定程度的股权集中对公司的业绩有着正向作用。对董事会、监事会而言,董事会规模、独立董事比例、监事会规模、会议总数等与企业绩效存在不显著的相关性,从而表明董事会、监事会、独立董事没有发挥应有的作用。原因可能是多方面的,比如,董事会规模偏大导致缺乏共识与创新,公司多元化扩张带来董事会规模扩张并没有带来企业绩效的提升等。

(三)模型结果分析

1. 董事会规模与总资产利润率呈现不相关关系,与每股盈余呈现负相关关系,没有通过显著性检验。引起上述变化的原因比较多,比如,董事会规模偏大导致缺乏共识与创新,公司多元化扩张带来董事会规模扩张,并没有带来企业绩效的提升等;

2. 独立董事比例与总资产利润率、每股盈余均呈现负相关关系,没有通过显著性检验。可以看出,独立董事比例与公司绩效相关性较为复杂。比如:上市公司独立董事自己认识不到位,独立董事对上市公司的判断受到了影响等。

3. 监事会规模分别与总资产利润率、每股盈余呈现正相关关系,且通过了显著性检验。说明假设监事会与公司绩效具有正相关关系成立。

4. 董事会、监事会及高管层会议次数分别与总资产利润率、每股盈余呈现负相关关系,没有通过显著性检验。究其原因,可能是董事会次数召开较为频繁,而形成有效决议的董事会次数较少,董事会会议的成果无法及时贯彻到公司日常经营环节中去,无法充分行使董事会的作用等。

5. 会计师事务所声誉分别与总资产利润率、每股盈余呈现正相关关系,但没有通过显著性检验,原因可能在于样本选取的时候已经控制了该条件,选取的公司都由声誉相当的会计师事务所对其进行审计。

基于上述研究结果,我们得出以下 5 个结论:

1. 股权结构是公司治理结构要素中对企业绩效有显著影响的重要因素。适度的股权结构能确保权力的分工与制衡,进一步提高企业绩效。2. 董事会、监事会应当保证合理的规模,上市公司并没有因为董事会、监事会规模扩大而带来企业绩效的提升。3. 独立董事比例与企业绩效呈现负相关,表明需要加强和完善独立董事制度,发挥其应有的作用。4. 会议总数与企业绩效负相关,我们参考多家上市公司会议公告,发现大部分会议主要关注公司治理合规性的问题,而忽略了增加企业自身价值。5. 绩效较好的企业为提升企业管理绩效,倾向于选择声誉较好、规模较大的事务所进行审计和咨询服务,但效果并不显著。

综上所述,完善我国上市公司治理机制必须改善股权结构,强化董事会、监事会及独立董事制度应有功能,加强审计独立性。

参考文献:

- [1] 骆振心,杜亚斌. 股权结构与公司绩效关系的再考量: 内生性视角——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究,2008(9).
- [2] 谢海洋. 董事会特征与公司绩效实证研究——对河南上市公司的经验分析[J]. 郑州航空工业管理学院学报,2011(4).
- [3] 朱小平,郭志英. 公司治理结构与会计师事务所变更的实证研究[J]. 审计与经济研究,2007(5).
- [4] 张美霞,牟红. 董事会规模、公司治理与公司绩效[J]. 新疆农垦经济,2006(7).
- [5] 张耀伟. 终极控制股东两权偏离与企业绩效: 公司治理的中介作用[J]. 管理科学,2009(6).
- [6] 王廷良,韩玉,王娜. 上市公司治理与企业绩效研究现状[J]. 管理世界,2010(7).

责任编辑:徐 蓓