

## 公司治理水平与经营业绩 ——来自中国 A 股上市公司的经验证据

韩少真 潘 颖 张晓明

内容提要: 本文构建了代表中国上市公司治理水平的综合指数,以 2009 年至 2012 年中国 A 股上市公司面板数据为样本,考察上市公司治理水平对经营业绩的影响。研究发现:公司治理水平越高,经营业绩越好;与国有企业相比,产权性质为民营企业时,公司治理对经营业绩的正向影响更大;公司处于市场化程度高环境中时,公司治理对经营业绩正向影响更大。公司治理整体水平对改善经营业绩有积极影响,但此影响因企业产权性质和地区市场化程度不同有所差异。进一步研究发现管理层治理和股东治理是影响经营业绩的重要因素,而董事会治理和会议治理未发挥改善经营业绩的应有作用。

关键词: 公司治理; 产权性质; 市场化程度; 经营业绩

### 一、引言

在中国改革开放三十余年中,全面深化改革尤其是推动经济体制改革成为改革重点。公司治理作为企业改革的核心任务之一,经历了逐步探索和不断完善的发展进程,初步形成了较为完善的现代公司治理体系。制度形式的完备并不代表治理的效度得到有效发挥,制度执行不力容易导致花瓶效应,难以发挥真正效果,如中国上市公司独立董事制度因难以发挥独立性广受投资者诟病。正如李维安而言,后金融危机时代我国上市公司治理有效性仍然偏低。中国共产党十八届三中全会也强调建设协调运转、有效制衡的法人治理结构,开始关注治理的有效性。公司治理的有效性成为企业改革进一步关注的主题。

公司治理作为现代企业制度的重要安排,能够降低企业的诸种代理问题,形成有效的内生激励机制以使企业各方努力改善经营业绩并提高企业价值。已有研究较多关注公司治理的单一机制对企业价值和经营业绩的影响,如独立董事制度、机构投资者、管理层激励等,较少关注治理整体效力对经营业绩的影响。在全面深化改革、更加关注治理整体效力的现实背景下,公司治理整体水平对经营业绩是否存在积极的影响?在进一步推动国企改革、优化政府与企业以及政府与市场关系的进程中,公司治理整体效力对经营业绩的影响在不同产权性质和市场化条件下的企业中是否存在差异?

---

收稿日期: 2014-06-05

基金资助: 本文得到国家社科基金项目(12XJL005)、教育部人文社科研究青年基金项目(12YJC790149)、陕西省社科基金项目(2014D02)、陕西省教育厅科学研究计划项目(14JK1693)的资助,谨致谢忱。

作者简介: 韩少真,西北大学经济管理学院,博士研究生;潘颖,西北大学经济管理学院,博士,讲师;张晓明,西北大学经济管理学院,教授,博士生导师。

本文利用后金融危机时代中国上市公司 2009 年至 2012 年的面板数据,构建了代表上市公司治理水平的综合指数,检验公司治理整体水平对经营业绩的影响。本文的研究贡献主要有以下三方面:其一,关注公司治理整体效力对经营业绩的影响。相关公司治理对经营业绩影响的文献多从公司治理某单一方面展开相关研究,在中国上市公司已形成较为完备公司治理体系而整体效力偏低的背景下,本文更为关注公司治理整体水平对经营业绩的影响。其二,关注外部治理环境对公司治理水平改善经营业绩效力的调节作用。尽管本文选取尽可能全面指标构建公司治理指数,但出于反映公司个体治理水平差异的原因,选取指标多为内部治理指标。在全面深化改革的背景下,本文选取产权性质和市场化程度两个重要的外部治理指标,考察其对公司治理水平改善经营业绩的调节作用。其三,关注公司治理不同层面的整体效力对经营业绩的影响差异。本文选取的构建公司治理指标分为四个维度,进一步关注公司治理不同维度对经营业绩影响的差异,这对提高治理整体水平改善经营业绩的作用具有重要参考意义。

## 二、文献综述与假设提出

合理的公司治理制度能否提高企业的经营业绩或者是企业价值这一命题受到中外学者的广泛关注,已有研究强调从微观层面的治理单维度视角探讨某种治理制度对经营业绩或价值的影响。有关这一方面的文献成果颇丰,主要包括董事会制度(陈伟民,2009)、股权制度(徐晓东,陈小悦,2003)、管理层制度(周仁俊,杨战兵,李礼,2010)等。已有成果为公司治理对企业经营业绩影响的研究提供了丰富的理论基础和经验证据,为新兴市场国家如中国开展公司治理改革提供了重要借鉴。需要注意的是,侧重考察单一治理制度对经营业绩的影响,可能会面临遗漏重要变量带来的内生性困扰;试图更为全面考察公司治理多维度对经营业绩的影响而将更多治理变量放入模型又会产生共线性问题。但已有研究无疑为我们构建代表公司治理有效性的综合指数提供了重要参考。

针对以上问题,国内外学者开始对公司治理整体水平进行综合评价,并试图考察其对企业的重大影响。依据评价主体及其目的不同可划分为两类评价体系,一是实务界开展的评价体系,如美国标准普尔公司评价体系、欧洲戴米诺公司评价体系,而我国实务界尚未建立系统的评价体系;二是学术界因科学研究构建的评价体系。国外影响力较大的有 Gompers & Metrick (2003)、Brown & Caylor (2006) 构建的反映投资者保护程度的综合治理指数;国内主要有李维安(2005-2013)采用专业人员评分法构建的治理指数、靳庆鲁和原红旗(2009)、白重恩等(2005)、廖理等(2008)采用主成分分析法构建的综合指数、郑志刚等(2007)采用因子分析法构建的治理指数。尽管主成分及因子分析法在处理面板数据时可能会出现不同年度权重不一致的情况,以及针对二分变量适用性的困扰,但由于其具有客观性和可重复性的特点,在学术界得到广泛使用。

在公司治理对企业的影响方面,已有研究主要关注整体治理水平对企业的价值、资本成本、股票收益、盈余质量、投资效率等方面的研究。在企业价值方面,国内外学者的研究均发现治理水平高的企业具有更高的企业价值(Gompers & Metrick, 2003; 白重恩等, 2005; Core et al., 2006); 在股票收益方面, Johnson et al. (2009) 研究发现治理水平高的企业有更高的超额股票回报; 在资本成本方面, Derwall & Verwijmeren (2007) 发现治理水平高的企业具有更低的资本成本; 在盈余质量方面, Larcker et al. (2007)、杜兴强和温日光(2007)发现较高综合治理水平的公司盈余质量更高; 在投资效率方面, 方红星和金玉娜(2013)研究表明公司治理水平能够抑制投资过度,提高投资效率。此外,针对中国股权分置改革的特殊背景,国内亦有学者从公司治理水平整体出发,考察股权分置改革过程中治理水平对股改对价的影响,如靳庆鲁和原红旗(2009)、廖理等(2008)、郑志刚等(2007)研究发现在股权分置改革进程中投资者愿意为治理水平高的公司支付更高对价。

总的来说,学者们开始注意公司治理的整体对企业产生的重要影响,认为较高治理水平能够为企

业带来诸多积极影响,如提高企业价值、降低资本成本、提高盈余质量、提升投资效率等。

更好治理水平能够为企业带来积极影响主要通过企业内部经营机制和外部市场机制发挥作用。从企业内部而言,根据代理理论,良好的治理机制能够有效缓解企业内部委托代理关系产生的道德风险和逆向选择问题,使企业的管理层和股东以及债权人之间冲突得到缓解,形成有效的内生激励机制,提升企业的决策效率和运营效率,提高企业的经营业绩。从外部市场机制而言,良好治理水平的企业能够向市场传递积极信息,缓解企业与市场间信息不对称程度。企业可以更容易获得较低成本的权益融资和债务融资,得到更多资源支持。因此高治理水平企业能更加有效的运转和抓住良好的成长机会,改善并提高经营业绩。根据以上分析,本文提出假设 1。

假设 1:在其他条件一定的情况下,公司治理水平对企业经营业绩有正向影响。

国有企业相对于民营企业有更加复杂的委托代理问题,公司治理效应发挥作用的内部经营机制和外部市场机制会受到一定程度的影响。从内部经营机制而言,国有企业作为政府控制资源的组成部分,其目标不仅仅是获取利润,提高企业价值,还承担着社会保障、扩大就业等多重目标。因此治理有效性的改善对经营业绩的影响被国有企业的多元目标所分散;由于国有企业产权的特殊性,公司治理机制缓解委托代理冲突的效果在国有企业容易受到限制,实际效应相对于民营企业较低。从外部的市场机制而言,国有企业和政府具有天然的密切联系,更容易得到政府各种形式的资源支持。无论国有企业治理效应如何,相对于民营企业,其更容易获得权益融资和债务融资。国有企业可能面临的更多是投资过度的低效率问题,而不是资金短缺带来的投资不足问题。民营企业治理机制的改善能为其带来更加明显的市场效应,对其经营业绩产生更为积极的影响。公司治理水平对经营业绩的边际贡献在民营企业更加明显。根据以上分析,本文提出假设 2。

假设 2:相对于国有企业,民营企业公司治理水平对经营业绩的正向影响更为显著。

中国政府于二十世纪七十年代末期开展的市场化改革极大促进了经济发展,但由于改革的不平衡性和渐进性,中国各地区市场化进程表现出了较大的差异。东南沿海地区市场化进程明显高于内陆地区。企业所处地区市场化进程的差异能够影响公司治理有效性作用的发挥,市场化程度较高地区企业治理机制更容易通过内部经营机制和外部市场机制对企业产生积极影响。市场化程度较高地区有着较为完善的经理人市场机制,当企业内部代理冲突过高时可以通过更换企业经理人来保证经营机制发挥作用。市场化程度较高地区的资源配置更多是由市场决定的,具有良好治理水平公司可以产生更大的市场效应。在市场化程度较低地区,由于政府在资源配置中发挥更多作用,容易导致资源配置无效率问题,影响治理水平对经营业绩的积极效应。根据以上分析,本文提出假设 3。

假设 3:相对处于市场化程度低的地区企业,处于市场化程度高的地区企业公司治理水平对经营业绩的正向影响更为显著。

### 三、研究方法

#### (一) 样本和数据

本文所使用上市公司财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,公司治理指标源于国泰安和色诺芬(CCER)数据库。各地区市场化程度依据樊纲等(2011)中国市场化指数衡量。本文选择 2009 年至 2012 年中国沪深两市 A 股上市公司非平衡面板数据为研究样本,初始样本包括 9112 家公司。在样本选择过程中剔除金融公司、当年上市公司、被特别处理(ST、PT)公司以及变量缺失公司,最终得到 6708 个公司的年度观测。此外,为控制异常值对实证研究的影响,我们对文中所用的连续性变量均在 1% 和 99% 分位数进行了缩尾(winsorize)处理。本文的所有数据处理和统计分析均在 Stata12.1 下完成。

#### (二) 变量说明

##### 1. 因变量

本文因变量为公司经营业绩,记为 *PERF*。从企业价值最大化的视角考虑,国外研究中常用 *Tobin's Q* 来衡量经营业绩,但此指标易受公司流通股比重、市场效应的影响。资产收益率 *ROA* 也是常用衡量经营业绩的指标,它是衡量企业资产综合收益能力指标。Cornett et al. (2007) 指出这一指标比 *Tobin's Q* 更能反映企业的绩效。Mahoney & Roberts(2007) 指出投资者往往关注与投入资产相关的回报结果,资产收益率是最重要指标之一。中国的资本市场属于新兴市场,市场有效性尚未得到验证,*Tobin's Q* 衡量经营业绩可能存在较大噪音,因此本文采用国内外学者常用的资产收益率 *ROA* 作为经营业绩的衡量指标<sup>①</sup>。为保证结论的稳健性,本文最后用净资产收益率 *ROE* 进行稳健性检验。

2. 解释变量

(1) 公司治理指数。公司治理系统主要分为内部治理与外部治理两个系统。外部治理是内部治理的环境,最终要通过内部治理机制发挥作用。从企业微观视角而言,外部治理具有不可控制性以及在一个国家或地区的相对稳定性,而内部治理属于企业可控因素并在不同的企业间存在显著差异。因此对外部治理因素的评价常用于跨国对比研究,主要关注外部治理对经济增长、证券市场发展、资源配置等宏观层面的研究。在一个国家或地区内对公司治理水平进行评价时,由于外部治理为公司所处的外部环境,在不同公司间不具有明显差异,所以主要选取内部治理因素来反映不同公司之间治理水平的差异。本项研究为中国情景下微观层面的研究,因此选取内部治理指标构建公司治理指数。指标选取主要参考李维安和程新生(2005)、白重恩等(2005)的研究,并依据廖理等(2008)提出的重要性、可计量、可验证三原则,按靳庆鲁和原红旗(2009)的分类标准,最终选取16项内部治理指标并将其划分为董事会治理、管理层治理、股东治理、会议治理四个维度。

表 1 公司治理指标主成分分析因子载荷系数

类型	因子	预期符号	因子载荷系数		
			2010 年	2011 年	2012 年
董事会治理	董事长总经理两职兼任	-	0.0415	0.1627	0.3478
	独立董事比例	+	-0.7012	-0.6748	-0.6464
	董事会规模	-	0.7116	0.704	0.6745
	独立董事工作地点一致性	+	-0.0164	-0.1503	-0.0787
管理层治理	总经理持股比例	+	0.5561	0.5623	0.5901
	董事长持股比例	+	0.3212	0.2906	0.2318
	监事会主席持股比例	+	0.5173	0.5239	0.4927
	其他高级管理人员持股比例	+	0.5657	0.57	0.5961
股东治理	是否同时发行 B 或 H 股	+	-0.0588	-0.0297	-0.0467
	第一大股东持股比例	-	0.5394	0.5428	0.5567
	第二到十大股东股权集中度	+	-0.6019	-0.6047	-0.5944
	Z 指数	-	0.586	0.5821	0.5785
会议治理	董事会次数	+	0.6152	0.6166	0.6162
	监事会次数	+	0.5633	0.565	0.5217
	股东大会次数	+	0.5383	0.5391	0.5774
	委员会设立个数	+	0.1205	0.1002	0.1211

① 后文公司治理指数采用主成分分析法提取时对治理变量进行标准化处理,降低了治理指数的量纲差异。为反映治理指数对经营业绩影响的经济意义,在后文回归分析中将 *ROA* 的百分号去掉,即将其扩大一百倍参与回归,但在描述性统计中仍采用 *ROA* 本身。

公司治理四个维度具有较大的差异性,其对整体治理水平的影响也不尽相同,为克服这一缺陷,本文采用主元分析法按各个年度对四个维度分别提取第一大主元作为各维度治理指数。管理层治理维度、会议治理维度下各指标的因子载荷系数与预期一致,而董事会治理和股东治理维度下预期代表良好治理水平变量的载荷系数为负,预期代表较差治理水平变量的载荷系数为正,此时第一大主元越高意味着治理水平越差,因此对其第一大主元取负值,使其与经济意义相符,作为此维度公司治理水平。靳庆鲁和原红旗(2009)、Bai et al. (2004)指出由于不能确定公司治理四个维度的重要性程度,可以采用对公司治理四维度指数取算术平均值作为公司治理有效性的代表变量,记为 *CGI*。

(2) 产权性质和市场化程度。本文认为企业产权性质和市场化程度会影响公司治理水平对经营业绩的作用。产权性质变量以企业实际控制人为依据,当上市公司实际控制人为国有控股时,定义为国有企业,取值为1,否则定义为民营企业,取值为0,记为 *CONTROL*。市场化程度以上市公司法定注册地为依据,借鉴樊纲等(2011)中国地区市场化指数衡量。此指数最新数据公布至2009年,我们以2009年市场化指数代替2010年至2012年市场化指数,考虑市场化进程是一个渐进过程,这一误差不会对估计结果产生根本性影响。为考察市场化程度高低对公司治理与经营业绩的影响,我们以地区为单位,以市场化程度的中位数为依据,将高于中位数地区定义为1,代表市场化程度高,低于中位数地区定义为0,代表市场化程度低,记为 *PINDEX*。

### 3. 控制变量

根据已有文献的研究,本文控制了影响企业经营业绩的重要因素,主要包括公司规模、成长性、资产负债率、上市年限、行业以及年度虚拟变量。其中,公司规模以上市公司年末资产总额的自然对数衡量,记为 *SIZE*; 公司成长性以公司当年及前两年的主营业务收入平均增长率衡量,当公司上市年限不足三年时,上市两年的按两年主营业务收入平均增长率衡量,上市一年直接按当年数据衡量,记为 *GROW*; 资产负债率以当期期末资产负债率衡量,记为 *DAR*; 上市年限以公司上市日期距数据统计日期的天数除以365并取整数上限计算得到,记为 *AGE*; 行业虚拟变量以中国证监会2012年颁布的《上市公司行业分类指引》行业大类为依据,由于制造业上市公司数量众多且内部差异较大,制造业采用亚类取两位行业代码,其他行业按大类取一位行业代码,记为 *CSRC*; 为控制宏观经济政策及经济波动的影响,本文对样本区间四年取年度哑变量,以 *YEAR* 表示。

表 2 变量简要说明

变量类型	变量名称	表示符号	变量说明
被解释变量	经营业绩	<i>PERF</i>	公司期末的总资产收益率 <i>ROA</i> 稳健性检验中采用净资产收益率 <i>ROE</i>
解释变量	公司治理指数	<i>CGI</i>	主成分分析法合成公司治理指数
	产权性质	<i>CONTROL</i>	1: 国有企业; 0 非国有企业
	市场化程度	<i>PINDEX</i>	1: 市场化程度高; 0: 市场化程度低
控制变量	公司规模	<i>SIZE</i>	公司年末资产总额的自然对数
	公司成长性	<i>GROW</i>	公司当年及前两年平均主营业务增长率
	资产负债率	<i>DAR</i>	资产负债率
	公司年龄	<i>AGE</i>	公司上市年龄
	行业特征	<i>CSRC</i>	制造业上市公司前两位行业代码, 其他行业取一位代码
	年度变量	<i>YEAR</i>	2010—2012 年度哑变量

### (三) 模型构建

对于假设 1 的检验,我们构建如下回归模型(1):

$$PERF = \beta_0 + \beta_1 CGI + \beta_2 CONTROL + \beta_3 PINDEX + \beta_4 SIZE + \beta_5 GROW + \beta_6 DAR + \beta_7 AGE + \sum_j CSRC + \sum_k YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中各变量的详细含义见表2所示。根据假设1,治理水平高的公司业绩表现更好,因此我们预测公司治理指数  $CGI$  的系数  $\beta_1$  为正。

对于假设2和假设3,我们在上述模型的基础之上加入产权性质与公司治理指数的交乘项  $CONTROL*CGI$ 、市场化程度与公司治理指数的交乘项  $PINDEX*CGI$ ,其他变量含义同模型(1),构建如下回归模型(2):

$$PERF = \beta_0 + \beta_1 CGI + \beta_2 CONTROL + \beta_3 PINDEX + \beta_{c1} CONTROL*CGI + \beta_{c2} PINDEX*CGI + \beta_4 SIZE + \beta_5 GROW + \beta_6 DAR + \beta_7 AGE + \sum_j CSRC + \sum_k YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

根据假设2和假设3,治理水平对公司业绩的积极影响在民营企业 and 市场化程度高的地区更大,因此我们预测产权性质与公司治理指数的交乘项  $CONTROL*CGI$  的系数  $\beta_{c1}$  为负,市场化程度与公司治理的交乘项  $PINDEX*CGI$  的系数  $\beta_{c2}$  为正。

## 四、实证结果分析

### (一) 描述性统计

表3提供了研究样本描述性统计量。总资产收益率  $ROA$  均值为 0.044,最高 0.195,最低为 -0.115,标准差为 0.048,说明样本公司本身经营水平存在较大差异,本文将重点考察造成经营业绩出现较大差异的原因。反映经营业绩的指标总资产收益率  $ROA$  和净资产收益率  $ROE$  中位数和均值基本一致,说明两变量不存在严重偏态。公司治理指数  $CGI$  均值为 -0.182,最大为 7.193,最小为 -5.687,标准差为 2.369,说明样本公司治理水平存在较大差异,后文将研究公司治理水平的差异对于经营业绩差异有何种影响,是否存在因果联系。

表3 主要变量描述性统计

变量名称	变量说明	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	样本数
$ROA$	总资产收益率	0.044	0.038	0.048	-0.115	0.195	6708
$ROE$	净资产收益率	0.077	0.076	0.100	-0.427	0.326	6708
$SIZE$	公司规模	21.890	21.715	1.237	19.664	25.768	6708
$GROW$	公司成长性	0.328	0.117	0.623	-0.230	2.368	6708
$DAR$	资产负债率	0.459	0.471	0.211	0.0460	0.871	6708
$AGE$	上市年龄	2.088	2.398	0.746	0.693	2.996	6708
$CONTROL$	产权性质	0.522	1.000	0.500	0.000	1.000	6708
$PINDEX$	市场化程度高低	0.784	1.000	0.412	0.000	1.000	6708
$CGI$	公司治理指数	-0.182	-0.381	2.369	-5.687	7.193	6708

控制变量方面,公司规模  $SIZE$ 、资产负债率  $DAR$  和上市年限  $AGE$  的均值和中位数均比较接近,而且具有一定的标准差,说明以上变量未存在严重的偏态,样本具有较好的代表性,不存在严重样本选择偏差问题。尽管公司成长性指标  $GROW$  中位数和均值之间存在较大差异,呈现较严重右偏现象,但由于部分样本公司成长性指标为负值,不允许进行对数处理予以纠正。考虑到样本数量较大,成长性

指标若不存在严重共线性问题则不会对回归结果可靠性产生重要影响,本文将在回归分析中重点关注成长性指标的共线性问题。

(二) 主要变量之间相关分析

表4报告了研究样本主要变量之间相互关系。因变量与自变量间的相关分析显示:总资产收益率和净资产收益率相关系数为0.849,且在1%的显著性水平上显著,说明两者之间呈现统计上的可替代性,可以用净资产收益率进行相关稳健性测试;总资产收益率和公司规模与成长性呈现不显著的负相关关系,本文认为可能是单变量回归分析未考虑其他因素所导致,需要下文进一步回归分析;总资产收益率和资产负债率及公司年龄在1%的显著性水平上负相关,说明随着资产负债率和公司年龄的上升,公司经营业绩在下降;总资产收益率和产权性质在1%的显著性水平上负相关,说明国有企业相对民营企业经营业绩较差;总资产收益率和市场化程度在1%的显著性水平上正相关,说明随市场化程度的提高,上市公司的经营业绩表现更好;总资产收益率和公司治理指数在1%的显著性水平上正相关,初步说明公司治理水平对经营业绩有积极影响。

自变量之间的相关分析显示:首先,公司治理指数与其他解释变量之间的相关系数较低,除与公司年龄和产权性质的相关系数较高,与其它变量之间相关系数均在0.1左右;其次,存在严重右偏的公司成长性指标与其他控制变量之间的相关系数均小于0.2,说明其与其他变量之间不存在高度相关关系;最后,控制变量之间的相关系数均小于0.5,但资产负债率、公司规模、公司年龄和产权性质之间的相关系数均在0.4左右,在1%的显著性水平上显著。考虑以上因素,本文在回归分析中将进行多重共线性检验,并重点关注以上可能存在共线性问题的变量。

总而言之,上述单变量分析中各主要变量之间的关系与预期基本一致,后文将利用回归模型进行多变量关系检验。

表4 主要变量之间相关分析(pearson 相关系数)

	ROA	ROE	SIZE	GROW	DAR	AGE	CONTROL	PINDEX
ROA	1							
ROE	0.849 ***	1						
SIZE	-0.005	0.165 ***	1					
GROW	-0.009	0.052 ***	0.018	1				
DAR	-0.402 ***	-0.093 ***	0.491 ***	0.107 ***	1			
AGE	-0.180 ***	-0.040 ***	0.271 ***	0.123 ***	0.443 ***	1		
CONTROL	-0.130 ***	-0.041 ***	0.368 ***	-0.015	0.314 ***	0.429 ***	1	
PINDEX	0.084 ***	0.067 ***	-0.006	-0.010	-0.068 ***	-0.129 ***	-0.140 ***	1
CGI	0.107 ***	0.072 ***	-0.125 ***	-0.015	-0.140 ***	-0.405 ***	-0.400 ***	0.082 ***

注:\*\*\*, \*\*和\* 分别代表在1%、5%和10%的显著性水平上显著。

(三) 公司治理指数多元线性回归分析

表5展示了公司治理指数回归分析的结果。首先对解释变量进行了多重共线性检验,具体采用计算解释变量方差膨胀因子进行判断。五个回归结果中主要解释变量的方差膨胀因子均小于2,考虑所有解释变量(包括行业、年度虚拟变量)后回归结果方差膨胀因子均值(Mean VIF)都小于3,可以认为模型不存在严重的共线性问题,说明本文设定模型未受到严重的共线性困扰。

表5中回归结果1和2报告了控制变量的回归结果,相对于回归结果1,回归结果2增加了行业和年度的虚拟变量。回归结果显示:公司规模与经营业绩在1%的显著性水平上正相关,说明随企业规模的增大,企业的经营业绩也在上升;公司成长性与经营业绩在1%的显著性水平上正相关,表明成长性越高的企业经营业绩表现越好;资产负债率与经营业绩在1%的显著性水平上负相关,表明负债

越高的企业经营业绩表现越差; 公司上市年龄对经营业绩的影响在统计上不显著 ,表明公司年龄并不是影响经营业绩的重要因素; 市场化程度与经营业绩在 1% 的显著性水平正相关 ,表明市场化程度高的地区表现出更好的经营业绩; 产权性质与经营业绩在 1% 的显著性水平上负相关 ,表明国有企业相对于民营企业业绩更差。

表 5 中回归结果 3、4、5 是公司治理指数对经营业绩的回归结果。回归结果 3 未控制行业和年度虚拟变量 ,回归结果 4 控制了行业虚拟变量 ,但未控制年度哑变量 ,相当于全样本混合回归( Pooled OLS) ,回归结果 5 对行业和年度虚拟变量均进行了控制。回归分析结果表明: 无论是否控制行业、年度因素 ,公司治理指数均在 1% 的显著性水平上与经营业绩正相关 ,说明公司治理指数对经营业绩存在稳健的显著积极影响 ,证明了本文的假设 1; 依次加入行业和年度的虚拟变量后公司治理指数的回归系数有所下降 ,从 0. 112 降低至 0. 108 ,但显著性水平未发生变化 ,均在 1% 的显著性水平上显著 ,这是由于公司经营业绩的差异部分由行业和年度因素所解释; 增加行业和年度虚拟变量后模型的拟合优度有所上升 ,模型的解释能力增强。

概而言之 ,上述回归结果表明公司治理指数对经营业绩存在稳健显著的正向关系 ,这一结论在不同的模型设定下均保持不变 ,证明了本文的假设 1 ,可以认为公司治理水平对企业的经营业绩有积极正向影响。

表 5 公司治理指数回归分析

	回归结果( 1)	回归结果( 2)	回归结果( 3)	回归结果( 4)	回归结果( 5)
<i>SIZE</i>	1. 050 *** ( 19. 50)	1. 086 *** ( 19. 32)	1. 043 *** ( 19. 38)	1. 017 *** ( 18. 09)	1. 072 *** ( 19. 06)
<i>GROW</i>	0. 111 *** ( 3. 60)	0. 100 *** ( 2. 96)	0. 109 *** ( 3. 53)	0. 101 *** ( 2. 99)	0. 100 *** ( 2. 94)
<i>DAR</i>	-11. 785 *** ( -34. 30)	-11. 574 *** ( -32. 62)	-11. 885 *** ( -34. 50)	-11. 354 *** ( -32. 12)	-11. 649 *** ( -32. 84)
<i>AGE</i>	0. 018 ( 0. 21)	-0. 135 ( -1. 57)	0. 133 ( 1. 49)	-0. 001 ( -0. 01)	-0. 022 ( -0. 25)
<i>PINDEX</i>	0. 504 *** ( 3. 75)	0. 621 *** ( 4. 69)	0. 501 *** ( 3. 73)	0. 625 *** ( 4. 69)	0. 626 *** ( 4. 74)
<i>CONTROL</i>	-0. 586 *** ( -4. 69)	-0. 761 *** ( -5. 97)	-0. 427 *** ( -3. 27)	-0. 445 *** ( -3. 38)	-0. 610 *** ( -4. 61)
<i>CGI</i>			0. 112 *** ( 4. 43)	0. 116 *** ( 4. 64)	0. 108 *** ( 4. 35)
<i>YEAR</i>	未控制	已控制	未控制	未控制	已控制
<i>CSRC</i>	未控制	已控制	未控制	已控制	已控制
<i>N</i>	6708	6708	6708	6708	6708
<i>Adj. R_squared</i>	0. 217	0. 266	0. 219	0. 250	0. 268
<i>F</i>	265. 93	70. 95	231. 13	72. 28	70. 03
<i>Mean VIF</i>	1. 30	2. 82	1. 34	2. 89	2. 78

注: 括号内为稳健性 *t* 值 ,截距项从略。\*\*\* ,\*\*和\* 分别代表在 1% ,5% 和 10% 的显著性水平上显著。

( 四) 产权、市场化程度和公司治理指数交乘的回归分析

为检验本文的假设 2 与假设 3 ,我们将产权性质与公司治理指数的交乘项、市场化程度与公司治理指数的交乘项加入模型。回归结果 1 加入了产权性质与公司治理指数的交乘项 ,回归结果 2 加入了市场化程度与公司治理指数的交乘项。回归结果 3 和回归结果 4 将两个交乘项同时加入 ,但回归结果 3 未控制年度虚拟变量 ,即全样本混合回归 ,回归结果 4 控制了年度虚拟变量。上述四个回归结



果均对行业虚拟变量进行控制 ,具体回归结果如表 6 所示。

公司治理指数 *CGI* 对经营业绩的回归系数在回归结果中均以 1% 的显著性水平上为正 ,进一步表明假设 1 结果的稳健性。回归结果 1 中产权性质与公司治理指数交乘项的系数显著为负 ,表明公司治理水平对经营业绩的影响在国有企业更低 ,证明了本文的假设 2; 回归结果 2 中市场化程度与公司治理指数交乘项的系数显著为正 ,表明公司治理水平对经营业绩的影响在市场化程度高的地区更大 ,证明了本文的假设 3。回归结果 3 和回归结果 4 同时加入上述两交乘项 ,两交乘项回归系数的符号和显著性水平均未发生变化 ,进一步证明了本文的假设 2 和假设 3。

表 6 产权、市场化程度和公司治理指数交乘的回归分析

	回归结果( 1)	回归结果( 2)	回归结果( 3)	回归结果( 4)
<i>SIZE</i>	1. 071 *** ( 19. 00)	1. 072 *** ( 19. 07)	1. 017 *** ( 18. 05)	1. 072 *** ( 19. 02)
<i>GROW</i>	0. 100 *** ( 2. 95)	0. 100 *** ( 2. 93)	0. 101 *** ( 2. 97)	0. 100 *** ( 2. 93)
<i>DAR</i>	-11. 646 *** ( -32. 75)	-11. 644 *** ( -32. 85)	-11. 349 *** ( -32. 03)	-11. 644 *** ( -32. 77)
<i>AGE</i>	-0. 020 ( -0. 23)	-0. 011 ( -0. 13)	0. 010 ( 0. 11)	-0. 012 ( -0. 13)
<i>PINDEX</i>	0. 626 *** ( 4. 73)	0. 675 *** ( 4. 99)	0. 676 *** ( 4. 93)	0. 675 *** ( 4. 97)
<i>CONTROL</i>	-0. 614 *** ( -4. 60)	-0. 607 *** ( -4. 58)	-0. 441 *** ( -3. 31)	-0. 607 *** ( -4. 54)
<i>CGI</i>	0. 112 *** ( 3. 44)	0. 026 *** ( 4. 46)	0. 029 *** ( 4. 46)	0. 025 *** ( 3. 40)
<i>CONTROL* CGI</i>	-0. 010 *** ( -3. 20)		-0. 002 *** ( -3. 03)	-0. 001 *** ( -3. 01)
<i>PINDEX* CGI</i>		0. 102 * ( 1. 69)	0. 107 * ( 1. 73)	0. 102 * ( 1. 67)
<i>YEAR</i>	已控制	已控制	未控制	已控制
<i>CSRC</i>	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>N</i>	6708	6708	6708	6708
<i>Adj. R_squared</i>	0. 268	0. 268	0. 251	0. 268
<i>F</i>	68. 02	67. 72	67. 45	65. 87

注: 括号内为稳健性 *t* 值 ,截距项从略。\*\*\* ,\*\*和 \* 分别代表在 1% ,5% 和 10% 的显著性水平上显著。

( 五) 进一步分维度回归分析

已有研究强调从微观层面的治理单维度视角探讨某种治理制度对企业经营业绩的影响 ,因此本文又将公司治理的四个维度分别对经营业绩进行回归 ,以考察公司治理不同维度对经营业绩贡献的差异。具体而言 ,我们采用董事会治理、管理层治理、股东治理和会议治理的第一大主元作为各维度治理水平的衡量指标。由于董事会治理和股东治理提取第一大主元中因子载荷系数符号与预期恰恰相反 ,所以对其第一大主元取负值作为其治理指数。董事会治理记为 *DCGI* ,管理层治理记为 *GCGI* ,股东治理记为 *SCGI* ,会议治理记为 *MCGI*。考虑到公司治理各维度之间高度相关性 ,同时放入各维度治理指数将会带来共线性困扰 ,而单独放入单一维度指数又可能产生遗漏变量导致的内生性问题。为尽量保证回归结果的可靠性 ,本文直接采用面板数据模型进行估计 ,根据豪斯曼检验( Hausman) 的结果采用随机效应模型估计 ,结果如表 7 所示。

表 7

公司治理分维度回归

	(1) 董事会治理	(2) 管理层治理	(3) 股东治理	(4) 会议治理	(5) 综合
<i>SIZE</i>	1.220 *** ( 13.73)	1.204 *** ( 13.65)	1.237 *** ( 14.00)	1.218 *** ( 13.80)	1.202 *** ( 13.46)
<i>GROW</i>	0.137 *** ( 3.33)	0.135 *** ( 3.28)	0.134 *** ( 3.27)	0.135 *** ( 3.28)	0.134 *** ( 3.28)
<i>DAR</i>	-11.837 *** ( -23.62)	-11.822 *** ( -23.58)	-11.792 *** ( -23.55)	-11.865 *** ( -23.68)	-11.827 *** ( -23.60)
<i>AGE</i>	-0.156 ( -1.35)	-0.057 ( -0.47)	-0.120 ( -1.02)	-0.140 ( -1.20)	-0.025 ( -0.21)
<i>PINDEX</i>	0.655 *** ( 3.27)	0.635 *** ( 3.17)	0.649 *** ( 3.23)	0.658 *** ( 3.27)	0.643 *** ( 3.20)
<i>CONTROL</i>	-0.802 *** ( -4.15)	-0.672 *** ( -3.40)	-0.725 *** ( -3.76)	-0.763 *** ( -3.97)	-0.636 *** ( -3.18)
<i>DCGI</i>	0.052 ( 0.88)				0.048 ( 0.82)
<i>GCGI</i>		0.194 ** ( 2.52)			0.177 ** ( 2.28)
<i>SCGI</i>			0.141 ** ( 2.30)		0.116 * ( 1.87)
<i>MCGI</i>				0.054 ( 1.35)	0.050 ( 1.26)
<i>YEAR &amp; CSRC</i>	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>N</i>	6708	6708	6708	6708	6708
<i>Adj. R_squared</i>	0.132	0.133	0.132	0.133	0.133
<i>Hausman</i>	24.57 ( 28)	34.62 ( 28)	20.00 ( 28)	27.62 ( 28)	39.47 ( 31)

注: 模型采用随机效应估计, 括号内为稳健性  $t$  值, 截距项从略。\*\*\*, \*\*和\* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。Hausman 检验为卡方统计量, 括号内为自由度。

表 7 回归结果 1 至 4 依次为董事会治理、管理层治理、股东治理和会议治理对经营业绩  $ROA$  的回归分析, 回归结果 5 为同时加入治理四个维度的回归分析。回归结果表明, 董事会、管理层、股东和会议治理水平对经营业绩的回归系数均为正值, 说明其对企业经营业绩均具有积极影响。但是公司治理不同维度对经营业绩影响程度有所差异: 从回归系数的大小比较而言, 管理层治理和股东治理对经营业绩的影响较大, 董事会治理和会议治理对经营业绩的影响较小; 从回归系数的显著性对比而言, 管理层治理和股东治理对经营业绩的回归系数在 5% 的显著性水平上为正, 而董事会治理和会议治理对经营业绩的回归系数不显著。回归结果表明尽管公司治理整体水平是影响经营业绩的重要因素, 但公司治理不同维度对经营业绩的影响存在差异。管理层治理和股东治理对经营业绩的影响较大, 对改善经营业绩发挥重要作用; 而董事会治理和会议治理对经营业绩的影响较小, 对经营业绩的改善未发挥应有的作用。

## 五、稳健性检验

### (一) 面板数据模型的回归分析

以上检验均是采用截面数据 (OLS) 的方法对所设定模型进行估计, 对于年度差异采用哑变量予以控制。本文样本区间为 2009 年至 2012 年, 属于面板追踪数据, 因此采用面板数据模型对上文设定

模型估计进行敏感性检验。根据样本数据特征和豪斯曼检验的结果 ,采用面板数据随机效应模型 ( GLS) 估计 结果如表 8 所示。

表 8 面板数据模型的回归分析

	回归结果( 1)	回归结果( 2)	回归结果( 3)	回归结果( 4)
<i>SIZE</i>	1. 495 *** ( 8. 61)	1. 463 *** ( 8. 39)	1. 495 *** ( 8. 61)	1. 460 *** ( 8. 38)
<i>GROW</i>	0. 146 *** ( 3. 40)	0. 150 *** ( 3. 50)	0. 146 *** ( 3. 41)	0. 151 *** ( 3. 51)
<i>DAR</i>	-11. 939 *** ( -18. 16)	-11. 964 *** ( -18. 20)	-11. 969 *** ( -18. 21)	-11. 997 *** ( -18. 25)
<i>AGE</i>	-3. 053 *** ( -11. 40)	-2. 988 *** ( -11. 08)	-3. 072 *** ( -11. 46)	-3. 003 *** ( -11. 14)
<i>CONTROL</i>	-0. 596 ( -1. 39)	-0. 654 ( -1. 52)	-0. 604 ( -1. 41)	-0. 665 ( -1. 55)
<i>CGI</i>	0. 098 *** ( 2. 65)	0. 175 *** ( 3. 34)	0. 225 *** ( 3. 00)	0. 315 *** ( 3. 69)
<i>CONTROL* CGI</i>		-0. 149 ** ( -2. 07)		-0. 158 ** ( -2. 20)
<i>PINDEX* CGI</i>			0. 166 *** ( 3. 94)	0. 178 *** ( 3. 08)
<i>YEAR &amp; CSRC</i>	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>N</i>	6708	6708	6708	6708
<i>Adj. R_squared</i>	0. 215	0. 216	0. 215	0. 215
<i>Hausman</i>	24. 94 ( 25)	28. 07 ( 26)	31. 03 ( 26)	23. 43 ( 27)

注: 模型采用随机效应估计 括号内为稳健性 *t* 值 截距项从略。\*\*\*, \*\*和\* 分别代表在 1% ,5% 和 10% 的显著性水平上显著。Hausman 检验为卡方统计量 括号内为自由度。

回归结果 1 未加入交乘项 ,回归结果 2 加入产权性质与公司治理指数的交乘项 ,回归结果 3 加入了市场化程度与公司治理指数的交乘项 ,回归结果 4 将两个交乘项同时加入。回归结果表明: 面板随机效应模型估计结果与截面数据回归结果基本一致; 公司治理指数对经营业绩的回归系数在 1% 的显著性水平上为正; 产权性质与市场化程度交乘项对经营业绩的回归系数在 5% 的显著性水平上为负; 市场化程度与治理指数的交乘项对经营业绩的回归系数在 1% 的显著性水平上为正。说明公司治理水平对经营业绩有显著正向影响 ,这种影响在民营企业 and 处于市场化程度高地区的企业更大 ,仍然支持本文的假设与结论。

( 二) 其他敏感性测试①

尽管采用面板数据模型能够一定程度上控制遗漏无法观测的公司异质性变量导致的内生性问题 ,但却不能解决两者在理论上可能存在互为因果关系导致的内生性问题。公司治理水平代表上市公司整体治理的效力 ,具有一定的稳定性和变革的渐进性 ,因此同一公司当期治理水平与前期治理水平之间密切相关 ,但当期的经营业绩并不能对前期的治理水平产生影响。因此本文采用公司治理水平的滞后项作为解释变量对上文设定的模型重新检验以控制内生性问题 ,估计结果基本保持不变 ,证明了本文的假设与结论。

① 由于篇幅限制 ,其他敏感性检验的结果未在正文列示。

由于市场化程度指标最近更新于 2009 年,为保证市场化程度指标的稳健性,本文改变市场化程度高低的分组方式进行相关敏感性测试。具体以上市公司为单位利用市场化程度指标中位数重新分组,对上文设定模型重新检验,回归结果基本保持不变,证明了本文的假设与结论。

为排除债权人投入的资本和收益,本文将经营业绩的指标替换为净资产收益率 ROE 对上文所设定模型重新估计进行相关敏感性测试。此外,考虑到剔除特别处理公司可能会带来样本选择偏误,将特别处理公司包含在实证研究样本中,样本容量增加为 7090 家,对上文设定的模型重新检验进行相关敏感性测试。敏感性测试结果与上文回归分析结果基本一致,证明了本文的假设与结论。

## 六、研究结论与建议

本文以 2009 年至 2012 年中国 A 股上市公司为样本,利用主成分分析法构建了代表上市公司治理水平的治理指数,重点考察公司治理水平对经营业绩的影响。实证研究发现,在控制公司规模、成长性、财务杠杆、公司年龄、行业等变量之后,公司治理水平对经营业绩显著正相关;公司治理水平对经营业绩的正向影响受到企业产权性质和所处地区市场化程度的影响,相对于国有企业,民营企业公司治理水平对经营业绩的正向影响更大,相对处于市场化程度低地区企业,处于市场化程度高地区的上市公司治理水平对经营业绩的正向影响更大。进一步的研究发现,公司治理各个维度对经营业绩的影响存在差异,管理层治理和股东治理对经营业绩的影响较大,而董事会治理和会议治理对经营业绩的影响较小。为保证结论的稳健性,我们作了一系列稳健性测试,其中包括采用公司治理指数滞后期作为解释变量,对市场化程度采用公司单位分组法,将经营业绩变量由总资产收益率替换为净资产收益率,包含特别处理的样本公司,对所设定的模型重新检验,以上结论基本保持不变。

企业的经营业绩是评价企业目标实现与否最根本的内容,提高企业经营业绩受多种因素的影响。公司治理作为解决企业委托代理问题的一种机制,对于提升企业经营业绩有重要作用,这种作用的发挥更加依赖于企业整体的治理水平,即治理的有效性,本文的研究证明了这一结论。因此,必须提高上市公司整体的治理水平,提高治理整体质量和有效性才能改善企业经营业绩,提高企业价值。此外,公司治理水平效用的发挥还受企业产权性质和外部市场化程度的影响,在全面深化改革的背景下,需要减少政府对国有企业和市场的直接干预,提高市场化程度,更好发挥政府作用,让市场在资源配置中起决定性作用,对于提高公司治理整体效应、改善企业经营业绩同样具有积极作用。最后,需要注意公司治理各个维度对企业经营业绩影响的差异,管理层治理和股东治理对于提高经营业绩存在重要影响,而董事会治理和会议治理则没有发挥应有的作用。董事会治理和会议治理也是现代公司治理机制的重要组成部分,应在保持管理层治理和股东治理作用的基础上,继续完善董事会治理和会议治理机制,提高公司治理整体水平,改善企业经营业绩。

### 参考文献:

- [1] Bai C., Q. Liu, and J. Lu, et al., 2004, "Corporate Governance and Market Valuation in China," *Journal of Comparative Economics*, 32(4): 599-616.
- [2] Brown L., and M. Caylor, 2006, "Corporate Governance and Firm Performance," *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4): 409-434.
- [3] Core J. E., W. R. Guay, and T. O. Rusticus, 2006, "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations," *The Journal of Finance*, 61(2): 655-687.
- [4] Cornett M. M., A. J. Marcus, and A. Saunders, et al., 2007, "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance," *Journal of Banking & Finance*, 31(6): 1771-1794.
- [5] Derwall J., and P. Verwijmeren, 2007, "Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence From Gmi's Governance Rating," *European Centre for Corporate Engagement Research Note*, 6(1): 1-11.
- [6] Gompers P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003, "Corporate Governance and Equity Prices," *The Quarterly Journal of E-*

conomics , 118( 1) : 107-156.

- [ 7 ] Johnson S. A. , T. C. Moorman , and S. A. Sorescu , 2009 , “Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices ,” *Review of Financial Studies* , 22( 11) : 4753-4786.
- [ 8 ] Larcker D. F. , S. A. Richardson , and I. Tuna , 2007 , “Corporate Governance , Accounting Outcomes , and Organizational Performance ,” *The Accounting Review* , 82( 4) : 963-1008.
- [ 9 ] Mahoney L. , and R. W. Roberts , 2007 , “Corporate Social Performance , Financial Performance and Institutional Ownership in Canadian Firms: Accounting Forum ,” Elsevier.
- [10] 白重恩、刘俏、陆洲等 2005 , “中国上市公司治理结构的实证研究” , 《经济研究》, 第 2 期 , 第 81-91 页。
- [11] 陈伟民 2009 , “独立董事职业背景与公司业绩” , 《管理世界》, 第 3 期 , 第 182-183 页。
- [12] 杜志强、温日光 2007 , “公司治理与会计信息质量: 一项经验研究” , 《财经研究》, 第 1 期 , 第 122-133 页。
- [13] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏 2011 , 《中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 报告》, 经济科学出版社。
- [14] 方红星、金玉娜 2013 , “公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据” , 《会计研究》, 第 7 期 , 第 63-69 页。
- [15] 靳庆鲁、原红旗 2009 , “公司治理与股改对价的确定” , 《经济学( 季刊) 》, 第 1 期 , 第 249-270 页。
- [16] 李维安、程新生 2005 , “公司治理评价及其数据库建设” , 《中国会计评论》, 第 2 期 , 第 387-400 页。
- [17] 廖理、沈红波、郦金梁 2008 , “股权分置改革与上市公司治理的实证研究” , 《中国工业经济》, 第 5 期 , 第 99-108 页。
- [18] 南开大学公司治理评价课题组、李维安 2010 , “中国上市公司治理状况评价研究——来自 2008 年 1127 家上市公司的数据” , 《管理世界》, 第 1 期 , 第 142-151 页。
- [19] 徐晓东、陈小悦 2003 , “第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析” , 《经济研究》, 第 2 期 , 第 64-74 页。
- [20] 郑志刚、孙艳梅、谭松涛 2007 , “股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验” , 《经济研究》, 第 7 期 , 第 96-109 页。
- [21] 周仁俊、杨战兵、李礼 2010 , “管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较” , 《会计研究》, 第 12 期 , 第 69-75 页。
- [22] 张良贵 2013 , “市场化进程与企业外部融资成本间关系的演变——来自 1990—2010 年中国数据的实证检验” , 《中国经济问题》, 第 3 期 , 第 32-44 页。
- [23] 张传财、陈汉文 2014 , “内部控制、投资者情绪与盈余反应” , 《中国经济问题》, 第 4 期 , 第 61-74 页。

## The Level of Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese A-share Listed Companies

HAN Shaozhen , PAN Ying , ZHANG Xiaoming

Northwest University , Xi'an , 710127

**Abstract:** This paper uses principal component analysis to construct the index presents the overall level of corporate governance. Using a sample of China's A-share listed companies panel date from 2009 to 2012 , this study wants to understand the level of corporate governance impact on the firm performance. Empirical studies have found that the higher of corporate governance level , the better of company's operating performance. Compared with the state-owned enterprise , the impact of corporate governance on firm performance is greater positive in private enterprise. Compared with the lower degree of Regional Marketization , the impact of corporate governance on firm performance is greater positive in higher degree of Regional Marketization. The results show that the corporate governance level has positive effect on improving the operating performance , but this effect will be varied with the nature of corporate ownership and the degree of Regional Marketization. Further study found that management governance and shareholder governance are important factors affecting business performance , and the governance of the board of directors and conference management does not play its proper role to improve business performance.

**Key words:** corporate governance; nature of property rights; the degree of marketization; firm performance

(责任编辑: 柏培文) [校对: 王 俊]