

公司和谐、利益相关者治理与公司业绩

——来自 2003 年中国股市的证据*

唐跃军* 谢仍明*

(南开大学公司治理研究中心, 天津 300071)

摘要: 利益相关者问题事关公司和谐, 其在现行公司治理框架中的重要性日益凸显, 本文设置包括利益相关者参与和和谐两大部分的利益相关者治理评价指标体系, 考察中国上市公司利益相关者参与公司治理和利益相关者和谐程度, 得出利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)。随后的实证研究表明, 利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)对净资产收益率、总资产收益率、股本扩张能力、每股收益、总资产年度增长率、财务预警值均有显著的正面影响, 这表明上市公司良好的利益相关者治理机制和较高的利益相关者治理水平有助于公司的和谐发展, 增强公司的盈利能力, 改善公司的财务状况, 进而提升企业成长与发展潜力。同时, 利益相关者治理机制所涉及的各个方面对公司业绩也存在重要影响。因此, 建议充分关注利益相关者的权益, 鼓励利益相关者适当而有效地参与公司治理和管理, 促进公司和谐。

关键词: 利益相关者 治理评价 治理机制 治理指数 公司业绩 公司和谐

Corporate Harmoniousness, Stakeholders Governance and Corporate Performance : Evidences from 2003 Chinese Stock Market

Tang Yuejun Xie Rengming

(Research Center of Corporate Governance at Nankai University, Tianjin 300071)

Abstract: As an important aspect of corporate governance, stakeholders governance has great influence on corporate harmoniousness. In this paper, we set up index system to appraise status quo of stakeholders participation in corporate governance and stakeholders harmony of Chinese listed companies, then get stakeholders governance index ($CCGI_{STH}^{NK}$). The further empirical researches show that $CCGI_{STH}^{NK}$ is positively associated with ROE, ROA, NAPS, EPS, ITA and Z. These indicate that good stakeholders governance mechanisms and high level of stakeholders governance help corporations develop harmoniously and improve profitability, financial status and growth and development potential of listed companies. At the same time, concrete aspects of stakeholders governance mechanisms also have important influence on corporate performance. So, we suggest that the company should pay attention to rights and interests of stakeholders, and encourage stakeholders properly and effectively to participate in corporate governance and management in order to enhance corporate harmoniousness.

Keywords: Stakeholders, Governance Appraisals, Governance Mechanisms, Governance Index, Corporate Performance, corporate harmoniousness

* 本文基于南开大学公司治理研究中心推出的中国公司治理值评价体系和公司治理指数($CCGI^{NK}$)的利益相关者部分; 受到李维安教授主持的国家自然科学基金重点项目: 中国公司治理及其评价研究(70532001)、教育部人文社科重点研究基地重大项目(04JJD630004)和教育部哲学社会科学重大攻关项目(03JZD0018)等资助。同时感谢石鉴、谢永珍、张耀伟、徐伟、张国萍、郝臣、吕斐适等诸位博士提供相关评价数据; 感谢参与南开大学公司治理数据库构建的 2002 级信息管理系的同学们。不过本文文责自负。

* 唐跃军 (1978—), 男, 湖南武冈人, 南开大学公司治理研究中心博士研究生, 研究方向公司治理。

Email: yjtang@mail.nankai.edu.cn FAX: (86)22-23498745

TEL: (86)22-23494684(Dorm) M.P.: (86)13802160106

ADD: 天津市南开大学公司治理研究中心(300071)

* 谢仍明 (1983—), 男, 福建福州人, 南开大学公司治理研究中心硕士研究生, 研究方向公司治理。

Email: lehmen@163.com M.P.: (86)13820282631

ADD: 天津市南开大学公司治理研究中心(300071)

公司和谐、利益相关者治理与公司业绩

——来自 2003 年中国股市的证据*

摘要：利益相关者问题事关公司和谐，其在现行公司治理框架中的重要性日益凸显，本文设置包括利益相关者参与和和谐两大部分的利益相关者治理评价指标体系，考察中国上市公司利益相关者参与公司治理和利益相关者和谐程度，得出利益相关者治理指数(CCGI^{NK}_{STH})。随后的实证研究表明，利益相关者治理指数(CCGI^{NK}_{STH})对净资产收益率、总资产收益率、股本扩张能力、每股收益、总资产年度增长率、财务预警值均有显著的正面影响，这表明上市公司良好的利益相关者治理机制和较高的利益相关者治理水平有助于公司的和谐发展，增强公司的盈利能力，改善公司的财务状况，进而提升企业成长与发展潜力。同时，利益相关者治理机制所涉及的各个方面对公司业绩也存在重要影响。因此，建议充分关注利益相关者的权益，鼓励利益相关者适当而有效地参与公司治理和管理，促进公司和谐。

关键词：利益相关者 治理评价 治理机制 治理指数 公司业绩 公司和谐

一、引言

利益相关者问题事关公司和谐，在公司治理中考虑利益相关者的权益，鼓励利益相关者适当参与已经成为广为接受的观点。英国的《Hampel 报告》(Hampel Report, 1998)，经济合作与发展组织(OECD)于1999年6月推出的《OECD 公司治理原则》，美国商业圆桌会议公司治理声明等重要的公司治理原则都把利益相关者放在相当重要的位置；在德国、荷兰、瑞士等欧洲国家，典型的利益相关者如员工等，对公司治理的参与是相当普遍的。2002年初，中国证监会和国家经贸委借鉴《中国公司治理原则(草案)》(李维安, 2001)制定的《上市公司治理准则》专门规定了利益相关者问题。对利益相关者的范围、利益相关者在公司治理中的地位、作用和权利等方面作了框架性的规范，为中国上市公司治理中利益相关者的参与和权益保护奠定了制度基础，有助于公司走向和谐共赢的发展模式。

实际上，早在20世纪80年代初，以Freeman为代表的一些经济学家和管理学家从公司战略管理、企业伦理等角度，对企业治理结构的主体作了较详细的分析，并经验地研究了利益相关者现象(Freeman and Redd, 1983)。Goodpaster(1991)比较折衷地认为，企业应在股东和其他利益相关者之间寻找到一种平衡点。Blair(1995)认为，公司应是一个社会责任的组织，公司应该为所有利益相关者的利益服务，公司治理改革的要点在于：不应把更多的权利和控制权交给股东，“公司管理层应从股东的压力中分离出来，将更多的权利交给其他的利益相关者”。Blair(1996)进一步从人力资本的角度出发，以投入资产的“专用性”及其所承担的风险界定了利益相关者，站在这样的一种视角上，利益相关者应该享有企业的剩余索取权。Freeman(1997)则直接指出企业应该为其利益相关者而经营，并在原则上约束董事会的行为，更为重要的是，他认为应该赋予利益相关者求偿的权利。Berman et al.(1999)认为企业经营者对利益相关者的关注并非是其道义责任，利益相关者是企业为提高其经营绩效的工具，这似乎从另一角度肯

* 数据来源：文中数据均来源于南开大学公司治理数据库，我们所选取的是2003年的截面数据，所有数据截至2003年12月31日。

Bowie(1997)研究却悲观的预期了这种机制的现实可行性。由于利益相关者的存在构造了企业多元化的目标，Jensen(2001)由此也担心因为利益相关者之间的难以权衡而带来的不可操作性，而这也有可能成为管理层推脱责任、追求个人利益的理由。

Maignan and Ferrell(2003)对比了法国、德国和美国消费者在公司责任方面的不同感知，指出在该领域存在两大研究的分支，包括公司社会责任(CSR)和公司利益相关者责任(corporate stakeholder responsibilities)。公司不应该仅仅是为股东的利益服务，股东只是拥有有限的责任，一部分剩余风险已经转移给了债权人和其他人。而且股东所承担的这种风险可以通过投资的多样化来化解，因为他们可以将持有股票作为其总投资中一个组成部分(Blair, 1995)。

随着社会的不断发展，利益相关者的界定外延将不断扩大，Warhurst(2005)回顾利益相关者理论并展望未来公司的责任，认为公司将越来越成为一个公民的角色。

Goodpaster(1991)提出了公司管理层对股东存在契约责任，而对其他利益相关者的关注只是出于道义责任。

定了利益相关者对企业经营绩效的正向驱动作用。

国内学者从 20 世纪 90 年代开始关注利益相关者的研究，杨瑞龙（1997，1998，2000，2001）和李维安（1999，2001，2005）等所做的研究是其中的代表。杨瑞龙、杨其静（2001）提出的“从单边治理到多边治理”的概念，认为共享所有权及利益相关者“共同治理”具有优越性，鼓励利益相关者参与治理。与杨瑞龙侧重从企业理论角度所做的研究不同，李维安主要从公司治理机制角度研究利益相关者参与机制。李维安（1999）首次提出“经济型治理模型”，其中，涉及利益相关者的外部治理机制是重要方面之一。同时，在《中国公司治理原则（草案）》中（李维安，2001），利益相关者也是其中重要的一部分。除上述两位学者之外，崔之元（1996）认为美国 29 个州修改公司法要求考虑利益相关者利益是对“私有制逻辑的突破”；周其仁（1996）将企业视为“人力资本和非人力资本的一个特别市场合约”并论证了人力资本的产权特征，支持员工等利益相关者参与公司治理。基于上述研究，唐跃军（2002）认为企业的“第三种资本”（The Third Capital）—环境资本（Environmental Capital）日益重要，环境资本包括自然环境资本和社会环境资本两个重要的组成部分，由企业利益相关者构成的环境要素提供，并使企业缴纳税收、履行社会责任等方式获得资本回报。进一步的，李维安、唐跃军（2005）的研究发现，良好的利益相关者治理机制有助于增强上市公司的盈利能力，进而提升包括股本扩张能力在内的企业成长与发展潜力。不过，我国上市公司利益相关者治理机制本身还相当薄弱，对公司业绩的影响较为有限。

由上述研究及公司治理实践可见，利益相关者问题事关公司的和谐与共赢，其在现行公司治理框架中的重要性日益凸显，公司治理评价指标体系应当包括利益相关者部分，以便客观、全面的评价公司治理状况，促进公司和谐。

二、利益相关者治理机制评价指标

虽然利益相关者问题在现行公司治理框架中居于重要地位，而且是达成公司和谐不可回避的方面，但目前国内外主要的公司治理评价体系均没有关注利益相关者问题。标准普尔公司治理评价指标体系（Standards and Poor's Company, 1998）中涉及到了“金融相关者”，但仅仅指股东，并未涉及到其他利益相关者。里昂证券（Credit Lyonnais Securities (Asia)）的评价体系主要关注公司透明度、对管理层的约束、董事会的独立性和问责性、对中小股东的保护等方面，涉及债务规模的合理控制以及公司的社会责任，一定程度上注意到了利益相关者问题。而戴米诺（Deminor）的公司治理评价体系则没有具体涉及利益相关者问题。

在南开大学公司治理研究中心课题组（2003）所作的研究的基础上，根据利益相关者 在公司治理中的地位与作用，并且考虑到评价指标的科学性、可行性、完整性，我们设置包括利益相关者参与性指标和和谐性指标两大部分的利益相关者评价指标体系（参见表 1）。其中利益相关者参与性指标分为：（1）公司员工参与程度；（2）中小股东参与和权益保护程度；（3）公司投资者关系管理。利益相关者和谐性指标包括：（1）公司社会责任履行；（2）公司和监督管理部门的关系；（3）公司诉讼与仲裁事项。

国内学者如张维迎（1996）则全面否定了利益相关者理论，他主要从委托—代理理论角度批判了崔之元等人的观点，坚持认为“资本雇佣劳动”，并指出其根源在于非人力资本的不可抵押性和难于监督的特点。杨瑞龙、杨其静（2001）的“共同治理机制”的对象主要指职工和债权人，机制主要指对董事会的参与，功能主要指监督和制衡，在很大程度上对原有以资本结构为基础的控制权配置理论进行了修正。有研究者认为：“让高级经理们对所有的利益相关者都负责任相当于让他们对谁都不负责任”（Bishop, 1994），“要求经理‘为所有利益相关者服务’也可能导致经理不为任何人服务，到头来，吃亏的还是工人”（张维迎，1996）。

本文所指的利益相关者不包括公司控股股东和一般意义上的大股东。

相对 2002 年而言，2003 年中国上市公司的利益相关者治理评价指标和评价标准略有调整。我们将相关指标整合成利益相关者参与性指标和和谐性指标两大部分，同时在三级指标中添加对中小股东权益的保护程度，以以下三个指标：累积投票制度的采用；网上投票的采用；代理投票制度的采用（具体为是否采用征集投票权），反映上市公司中小股东参与程度和权益保护程度。

表 1 上市公司利益相关者治理机制评价指标体系

目标层指标	准则层指标	子因素层	指标说明
利益相关者评价指标 ($CCGI_{STH}^{NK}$)	1. 利益相关者参与性 ($CCGI_{STH1}^{NK}$)	(1)公司员工参与程度(U_{11})	职工监事比例 考察公司员工在监事会和公司治理中的参与程度。 职工持股比例 考察职工的持股情况,这是公司员工参与公司治理的货币资本和产权基础,员工持股计划也是对员工进行产权激励的重要举措。
		(2)中小股东参与和权益保护程度 (U_{12})	累积投票制度的采用 考察上市公司中小股东参与程度和权益保护程度。 网上投票的采用 考察上市公司中小股东参与程度和权益保护程度。 代理投票制度的采用 具体为是否采用征集投票权,考察上市公司中小股东参与程度和权益保护程度。
		(3)公司投资者关系管理(U_{13})	公司网站的建立与更新 考察公司投资者关系管理信息的披露与交流渠道的建立与通畅状况。 公司投资者关系管理制度及其执行 考察公司投资者关系管理制度建设以及是否由专人或专门的部门负责投资者关系管理。建有专门的投资者关系管理制度和投资者关系管理部门有利于促进投资者关系管理工作的持续有效开展。
	2. 利益相关者和谐性 ($CCGI_{STH2}^{NK}$)	(1)公司社会责任履行(U_{21})	公益性捐赠支出 考察上市公司社会责任的履行情况,主要通过公益性捐助考察上市公司对社会及所处社区的贡献。 环境保护措施 反映上市公司对所处自然环境的关注与保护
		(2)和公司监督管理部门的关系(U_{22})	罚款收支 考察上市公司和其所处的监督管理环境的和谐程度,涉及上市公司和一部分利益相关者的关系状况。
		(3)公司诉讼与仲裁事项(U_{23})	诉讼、仲裁事项及其类型 考察上市公司和股东、供应商、客户、消费者、债权人、员工、社区、政府等利益相关者的和谐程度。

资料来源：作者整理设计。

三、利益相关者治理指数分析

利用专家评分、层次分析法确定上市公司利益相关者治理评价的主因素与子因素的权重。综合专家组的建议,我们确定的上市公司利益相关者治理评价的两个主因素(利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)、利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$))以及相应子因素(参见表1),再根据专家对两个主因素指标与对应的子项评判打分,通过评判矩阵与一致性检验,得到各指标的权重(以W表示权重)。有关计算公式、计算结果和相关统计分析如下所示:

$$CCGI_{STH1}^{NK} = W_{11} * U_{11} + W_{12} * U_{12} + W_{13} * U_{13}$$

$$CCGI_{STH2}^{NK} = W_{21} * U_{21} + W_{22} * U_{22} + W_{23} * U_{23}$$

$$CCGI_{STH}^{NK} = W_1 * CCGI_{STH1}^{NK} + W_2 * CCGI_{STH2}^{NK}$$

上市公司利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)的均值为 50.6083,最大、最小值分别为 76.63 和 26.12,标准差为 8.8062。平均而言,2003 年样本上市公司利益相关者治理指数好于 2002 年,但是依然较低,利益相关者治理机制较为薄弱,同时利益相关者治理机制在不同上市公司之间差异依然较大。另外,表 3 所做的等级分布显示,有多达 46.13%的样本上市公司利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)在 50 以下,利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)在 70 以上的比例为 1.13%,没有上市公司利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)在 80 以上。可见,中国上市公司利益相关者治理机制相当薄弱,多数上市公司应当注重公司的和谐发展,加强利益相关者治理机制。

具体的,表 2 显示,2003 年样本上市公司利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)和利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)的平均值分别为 36.8279 和 67.4648,均好于 2002 年样本上市公司的表现,特别是前者表现显著好于 2002 年,此外利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)的标准差依然达

为了数据的可比性,我们按照 2003 年中国上市公司利益相关者治理评价指标和评价标准,重新评价了 2002 年样本上市公司的利益相关者治理状况,2002 年样本上市公司利益相关者治理指数的均值为 47.2169。

到 13.8132，其在不同上市公司之间不均衡的状态没有显著改观。同时，表 3 显示，虽然 2003 年有 0.61% 的样本上市公司利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)在 70 以上，和 2002 年相比有所提升，但是仍然有 89.47% 的样本上市公司利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)在 50 以下，大多数上市公司的利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)尚有待提高。另一方面，2003 年样本上市公司利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)在 50 以下的比例和 2002 年相近。此外，有 13.93% 的样本上市公司利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)超过 80，和 2002 年相比有所提高。

表 2 样本上市公司利益相关者治理指数描述性统计

	N	区间	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
U_{11}	1149	80.00	20.00	100.00	53.3351	62.0000	14.90913
U_{12}	1149	70.00	.00	70.00	6.4317	0.0000	15.11195
U_{13}	1149	80.00	20.00	100.00	47.2446	44.0000	20.71745
$CCGI_{STH1}^{NK}$	1149	59.60	18.20	77.80	36.8279	36.2000	10.65960
U_{21}	1149	85.00	15.00	100.00	52.5196	45.0000	12.88791
U_{22}	1149	80.00	20.00	100.00	77.9112	80.0000	21.98723
U_{23}	1149	90.00	10.00	100.00	76.9452	100.0000	37.02313
$CCGI_{STH2}^{NK}$	1149	73.00	27.00	100.00	67.4648	72.0000	13.81315
$CCGI_{STH}^{NK}$	1149	50.51	26.12	76.63	50.6083	51.1253	8.80621

资料来源：南开大学公司治理数据库。

利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)的三个子因素：员工参与程度(U_{11})、中小股东参与和权益保护程度(U_{12})、投资者关系管理(U_{13})的均值依次为 53.3351、6.4317 和 47.2446 (参见表 2)，所得评价值在 50 以下的比例依次为 39.60%、99.39% 和 68.58%，依然分别只有 0.17%、0.00% 和 3.22% 的上市公司所得评价值超过 90 (参见表 3)。其中投资者关系管理(U_{13})表现好于 2002 年的样本上市公司，同时和 2002 年类似，2003 年样本上市公司依然是员工参与程度(U_{11})表现最好，而中小股东参与和权益保护程度(U_{12})则略有降低，亟待提高。样本上市公司中只有 15.49% (178 家) 采用累积投票制度，仅有 0.35% (4 家) 和 0.44% (5 家) 的上市公司分别采用网上投票和代理投票制度 (具体为征集投票权)。属于弱势群体的中小股东得不到足够的直接机会表达其意见，公司股东之间的和谐共赢机制亟待建立健全。

表 3 样本上市公司利益相关者治理指数等级分布表

	$CCGI_{STH1}^{NK}$ I		$CCGI_{STH1}^{NK}$ II		$CCGI_{STH1}^{NK}$ III		$CCGI_{STH1}^{NK}$ IV		$CCGI_{STH1}^{NK}$ V		$CCGI_{STH1}^{NK}$ VI	
	<50	>=50	>=50	>=60	>=60	>=70	>=70	>=80	>=80	>=90	>=90	
	数目	比例	数目	比例	数目	比例	数目	比例	数目	比例	数目	比例
U_{11}	455	39.60%	21	1.83%	572	49.78%	69	6.01%	30	2.61%	2	0.17%
U_{12}	1142	99.39%					7	0.61%				
U_{13}	788	68.58%			77	6.70%	235	20.45%	12	1.04%	37	3.22%
$CCGI_{STH1}^{NK}$	1028	89.47%	99	8.62%	15	1.31%	7	0.61%				
U_{21}	626	54.48%	220	19.15%	183	15.93%	63	5.48%	50	4.35%	7	0.61%
U_{22}	121	10.53%			246	21.41%			362	31.51%	420	36.55%
U_{23}	265	23.06%					98	8.53%			786	68.41%
$CCGI_{STH2}^{NK}$	169	14.71%	131	11.40%	187	16.28%	502	43.69%	142	12.36%	18	1.57%
$CCGI_{STH}^{NK}$	530	46.13%	455	39.60%	151	13.14%	13	1.13%				

资料来源：南开大学公司治理数据库。

利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)的三个子因素：社会责任履行(U_{21})、和公司监督管理部门的关系(U_{22})、公司诉讼与仲裁事项(U_{23})的均值依次为 52.5196、77.9112 和 76.9452 (参见表 2)，所得评价值在 50 以下的比例依次为 54.48%、10.53% 和 23.06%，分别有 0.61%、36.55% 和 68.41% 的上市公司所得评价值超过 90 (参见表 3)。可见公司社会责任履行(U_{21})状况改善较多，但是依然有待上市公司进一步重视，此外样本上市公司在其他方面表现只是略

好于 2002 年。同时，类似于 2002 年的情况，和公司监督管理部门的关系 (U_{22}) 表现相对较好，而公司诉讼与仲裁事项 (U_{23}) 的标准差最大，达到 37.0231，不同上市公司在这一方面差异很大。

四、利益相关者治理与公司业绩

(一) 相关理论回顾与研究假设

在对利益相关者进行了基本的定义之后，Becker and Gerhart (1996)、Huselid (1995)、Robinson and Dechant (1997)以及 Berman et al. (1999)等人从不同的角度强调了雇员管理对改善企业绩效的显著影响；Jackson and Bundgard (2002)的调查认为，提高组织和员工对话的质量对公司十分重要。Bridges, Marcum and Harrison (2003)从企业市场表现的角度考察了并且强调了员工在公司利益相关者管理中的重要作用，通过对比发现关注员工的公司可以拥有更好的市场表现，从而影响公司的业绩。因此员工在企业价值取向中应该处于一个中心的地位。Chiu (2003)对中国国有企业实行员工持股计划 (ESOP) 进行深入的理论分析，认为员工对公司实际控制或影响程度影响了员工的主人翁精神 (sense of ownership) 及其参与度，从而也影响员工持股计划的激励水平。只有员工获得了真正的“组织融入”，其中包括与公司利益的联系，参与公司决策，获得公平待遇，有足够的机会表达其观点，才能使他们经历财务困境的考验，所以中国公司必须建立有效的员工参与渠道以形成员工的主人翁精神。可见，员工是促进公司和谐发展的极为重要的利益相关者，尤其在人力资本所主导的知识经济日益深化的情况下，在公司治理中为员工提供有效的参与公司日常经营管理和重大决策的机会和途径。

假设 1：同等条件下，公司员工参与程度(U_{11})与上市公司业绩正相关；

研究者认为，控股股东和小股东之间经常出现严重的利益冲突，控股股东可能以牺牲小股东的利益为代价来追求自身利益。Shleifer and Vishny (1997)、Pagano and Roel (1998)指出，控股股东可以利用小股东无法分享的控制权，通过侵害小股东利益来获取私利。Claessens et al. (1999) 的实证研究表明东亚国家公司治理的主要问题是控股股东对小股东的掠夺行为。进一步的，La Porta et al. (1999)以及 Claessens et al. (2000)指出，在东亚一些国家和地区，中小股东权益难以获得保障，家族控股的企业中大股东可以轻易地通过任命高层并控制公司决策以攫取私利。的确，在整个股东群体中，特别是在一股独大的情况下，中小股东属于弱势群体，他们的意见往往得不到直接的机会表达，其正当权益也不时地受到损害。但中小股东对于公司生存与发展的意义不可小视，Bebchuk (1994)、Stiglitz (1985)均指出当保护小股东的法律软弱无力的时候，控股股东滥用其控制权优势会损害外部投资者的利益，从而降低公司的价值。因此公司理应积极让中小股东表达自己的意见，参与公司治理和相关决策，使公司形成和谐共赢的股权文化。

假设 2：同等条件下，公司中小股东参与和权益保护程度 (U_{12}) 与上市公司业绩正相关；

Knoepfel (2001) 引入道琼斯永续群组指数(Dow Jones Sustainability Group Index, DJSI)分析框架，通过不同方式区别公司可持续发展绩效，发现更多的投资者选择长期性可持续发展的而不是短期高增长型公司进行投资，同时投资者也使用公司可持续发展性指标来不断的规制和引导其投资公司经理层。Toms (2002)指出从直觉和理论上讲，对强势的利益相关者(比如投资者)公布真实有质量的信息，更有可能提高公司的声誉。通过研究来自英国上市公司的信息披露样本，Toms (2002)发现真实富有质量的信息披露可以产生声誉收益，它和公司规模、所属行业、系统风险、多样化的投资来源等变量一样，可以有利于提升公司声誉。Hasseldine, Salama and Toms (2005) 在 Toms (2002) 的基础上，进一步指出，信息披露的质量远比信息披露的数量在提升公司声誉方面的作用大。高质量的信息披露和研发(R&D)投资，多样化投资者在提升公司声誉方面作用一样重要，同时更有利于满足其他利益相关者的信息要求，有利于提高利益相关者参与程度和保护程度，融洽企业与利益相关者的关系。

实际上,公司要实现可持续发展,良好的投资者关系是关键因素之一,投资者关系管理作为“通过有效沟通,增强公司价值”的一种机制,必然要求公司通过向投资者提供高质量的信息披露来提升公司声誉和公司价值。虽然成功的投资者关系不能挽救一家失败的公司,但是失败的投资者关系足以摧毁一家成功的公司。良好的投资者关系管理在提高证券市场有效性、改善公司治理机制、促进机构投资者与上市公司的战略对应、维护上市公司声誉和市值、降低上市公司的资本成本等方面发挥着重要作用,是促进公司和谐的利器。

假设 3: 同等条件下,公司投资者关系管理 (U_{13}) 与上市公司业绩正相关;

公司和谐离不开利益相关者的广泛参与。利益相关者参与性指标主要评价利益相关者参与公司治理的程度和能力,较高的利益相关者参与程度和能力意味着公司对利益相关者权益保护程度和决策科学化程度的提高。Becker and Gerhart (1996)、Huselid (1995)、Robinson and Dechant (1997)、Berman et al. (1999)、Jackson and Bundgard (2002)、Bridges, Marcum and Harrison (2003)、Chiu (2003)等人从员工关系以及雇员管理角度, Bebchuk (1994)、Stiglitz (1985)等人从中小股东权益保护角度, Knoepfel (2001)、Toms (2002)、Hasseldine, Salama and Toms (2005) 等人从公司可持续发展、信息披露与投资者关系管理角度,研究并强调利益相关者参与公司治理与管理对改善企业绩效、提升公司价值的重要作用。

假设 4: 同等条件下,公司利益相关者参与程度 ($CCGI_{STH1}^{NK}$) 与上市公司业绩正相关;

随着社会对环境保护的意识逐渐提高, Shrivastava (1995)考察了企业在环境可持续发展中所可能扮演的角色,提醒企业做好环境管理。Hart and Ahuja (1996) 进而检验了污染排放和企业绩效之间的关系,认为在关于环境保护法律和规制相对较弱或是缺失的情况下,全球化经营的公司应该不断的提高意识,发展自己的战略措施和行动指导关注环境这个利益相关者。时至今日,已经有越来越多的公司高层体会到公司社会责任的履行对公司的重要作用,不过 Epstein and Roy (2001) 认为,公司在履行社会责任时应充分考虑公司的成本收益和社会的成本收益问题,在其中利益相关者不同的反应是一个重要的考察变量。适当的成功的履行社会责任才能带来公司的可持续发展以及公司优异的财务绩效。Kolk and Veen (2002) 则通过港口的案例,指出环境问题和企业成长的关联,他们认为公司履行社会责任对公司和政府或是其他利益相关者的关系有促进作用。李维安、唐跃军 (2005) 基于中国市场的研究也发现,公司所处的自然环境和社会环境对公司长远发展日益重要。而且切实履行公司应当承担的社会责任,让公司拥有良好的人脉和声誉,有利于提升公司和谐程度,有利于公司实现盈利目标。

假设 5: 同等条件下,公司社会责任履行 (U_{21}) 与上市公司业绩正相关;

Clarkson (1995)根据利益相关者与企业联系的紧密性区分了利益相关者,并和 Waddock and Boyle (1995)分别考察了社区和政府提供的基础设施以及企业主动调整社区关系对增强企业竞争优势的积极作用。Lord (2003)进一步从企业政治和市场战略的角度出发,认为随着经济全球化的复杂化,不断深化且具备广泛基础的利益相关者,可以使公司拥有潜在的政治影响、良好的公司声誉、与供应商和顾客的良好关系、实现对员工的有效激励,这些都是企业制胜市场以及在政治领域获取优势的必要条件。因为只有这样,公司的市场战略才能和政治战略更好的结

Gelb and Strawser (2001)认为公司之所以不断提高其信息披露水平是因为其社会职责的缘故,提高信息披露水平可被视为一种公司的社会责任行为。他们的研究发现,信息披露水平和企业社会责任之间存在积极的正向关系,热衷于社会责任活动的公司比其他公司提供更为高水平的信息披露,另外,通过较好的投资者关系管理,注重社会责任的公司更可能提高其信息披露水平。

Hillman, Keim and Luce (2001)研究重要利益相关者代表进入董事会后,美国公司在社区关系、员工关系、环境保护和产品安全性方面的表现。结果发现,利益相关者董事数量和公司利益相关者绩效表现并不存在显著关系。

Henderson (2001) 认为公司社会责任是一种被误导的价值观,公司社会责任对公司的发展是危险的,并且被认为是对社会资源的一种浪费。与 Henderson 持相同观点的还有 Tirole (2001) 和 Al-Tuwaijri et al (2004)。

合，才能降低企业的经营风险提高企业总体的市场表现。在此，我们在假设 6 和假设 7 中分别以和公司监督管理部门的关系(U_{22})与公司诉讼与仲裁事项(U_{23})考察公共关系以及利益相关者关系状况对公司业绩的影响。

首先，公司在一定的监督管理环境下进行生产经营活动，因此公司和其所处的监管环境的和谐程度相当重要。李维安、唐跃军（2005）认为，虽然和公司监督管理部门的关系对公司业绩以及公司价值没有显著影响，但是和公司监督管理部门关系的影响可能存在一定的滞后，从而可能会影响到较为远期的公司业绩以及公司价值。

假设 6：同等条件下，和公司监督管理部门的关系(U_{22})与上市公司业绩正相关；

其次，公司诉讼与仲裁事项更为广泛的涉及到公司与包括公司股东、供应商、客户、消费者、债权人、员工、社区、政府等利益相关者及其所构成的环境的关系和谐程度。对公司不利的诉讼与仲裁事项极有可能损害公司和谐，削弱上市公司的盈利能力，损害公司财务状况，进而影响包括股本扩张能力在内的企业成长与发展的潜力（李维安、唐跃军，2005）。

假设 7：同等条件下，公司诉讼与仲裁事项(U_{23})与上市公司业绩正相关；

利益相关者和谐性指标考察公司与由各利益相关者构成的企业生存和成长环境的关系状况和谐程度。Waddock and Boyle (1995), Kolk and Veen (2002), Lord (2003), Bridges, Marcum and Harrison (2003), Chiu (2003), 李维安、唐跃军（2005）等从公司社会责任、公共关系以及利益相关者关系管理等不同侧面验证，拥有和谐的利益相关者关系，有利于企业提高经营业绩，提升公司价值，降低企业经营风险，有利于企业持续、健康的成长与发展。

假设 8：同等条件下，公司利益相关者和谐程度 ($CCGI_{STH}^{NK}$) 与上市公司业绩正相关；

Carroll (1979) 从企业绩效的三维概念模型出发，对企业的社会责任进行了区分，从而肯定利益相关者对促进企业和谐，提升企业竞争力的积极作用，Nahapiet and Ghoshal (1998) 则基于对社会资本、智力资本和组织优势的研究，从企业战略的角度肯定了利益相关者与企业经营绩效之间的积极作用。Waddock and Graves (1997)、Harrison and Fiet (1999)、Berman et al. (1999)、Hillman and Keim (2001) 所建立的回归模型大体上检验了各个利益相关者对企业绩效的正向显著影响，并指出了企业社会绩效和财务绩效之间的互为因果关系。Ruf et al (2001) 则从公司社会责任的角度，考察员工、消费者、环境、社区和社会五个利益相关者对企业财务绩效的关系。研究表明，对公司社会责任的提升能够马上正向影响公司销售量增长，接着可以积极影响销售回报和资产收益，同时对公司社会责任的提升还可以带来长期的财务收益。李维安、唐跃军（2005）也发现，良好的利益相关者治理机制有助于公司的和谐发展，有助于增强公司的盈利能力，进而提升企业成长与发展潜力。

假设 9：同等条件下，公司利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)与上市公司业绩正相关。

（二）模型设计与研究变量

Berman et al. (1999) 和 Hillman and Keim (2001) 的研究结论虽然有所不同，但是他们都发现，并不是所有的利益相关者都能够促进企业竞争力的提高。这在一定程度上对 Carroll(1979)的观点提出了置疑。

注意到，由于年报披露的信息所限，我们在上市公司利益相关者治理机制评价指标体系中未能直接对客户和供应商进行考察，而客户和供应商对公司业绩和公司价值的影响是显然的。Frooman (1997) 十分重视客户关系管理，并指出企业的市场价值与其违规行为反向显著关系；Waddock and Graves (1997) 的研究认为企业提供优质的产品和服务能导致企业将来销售量和未来收入的增加，而 Foster and Gupta (1997) 则发现了客户满意度与企业价值的关联；Harrison and Freeman (1999) 在实证和理论分析的基础上，关注了供应商对企业重要作用，这种观点也得到了 Atkinson et al. (1997) 从另一个角度的肯定。

Richardson and Welker (2001) 的研究指出，社会责任投资可能会持续出现负现值并且增加公司的经营风险，虽然社会责任投资可以获得长期的战略优势，但市场反应（主要是投资者）不这样认为，由于社会和环境问题存在显著的分布效应 (distributional effects)，投资者可能面临更高的资本成本，但是其他利益相关者比如员工、顾客、监管者、供应链上的合作者会对这种行为予以更大的支持。

我们以最为常用的净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA)、股本扩张能力(NAPS)、每股收益(EPS)、总资产周转率(TAV)、总资产年度增长率(ITA)、财务预警值(Z)和托宾Q值(QV)等公司业绩指标作为被解释变量,以员工参与程度(U₁₁)、中小股东参与和权益保护程度(U₁₂)、投资者关系管理(U₁₃)、利益相关者参与程度(CCGI^{NK}_{STH1})、公司社会责任履行(U₂₁)、和公司监督管理部门的关系(U₂₂)、公司诉讼与仲裁事项(U₂₃)、利益相关者和谐程度(CCGI^{NK}_{STH2})以及利益相关者治理指数(CCGI^{NK}_{STH})作为实验变量(由于CCGI^{NK}_{STH}是由U₁₁、U₁₂、U₁₃、CCGI^{NK}_{STH1}、U₂₁、U₂₂、U₂₃、CCGI^{NK}_{STH2}计算得出,存在完全多重共线性,因此它们分别进入模型),同时为了控制其他治理机制和财务杠杆、公司所属行业、公司第一大股东性质、公司规模的影响,分别以控股股东行为指数(CCGI^{NK}_{SH})、董事会治理指数(CCGI^{NK}_{BOD})、经理层治理指数(CCGI^{NK}_{MI})、信息披露指数(CCGI^{NK}_{IDI})、监事会治理指数(CCGI^{NK}_{SC})和财务杠杆(DTA)、公司所属行业(Indus)、公司第一大股东性质(Type)、公司规模(LNTA)作为控制变量建立如下回归模型对上述九个研究假设进行验证:

表4 研究变量一览表

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义及说明
实验变量	员工参与	U ₁₁	员工参与程度
	中小股东参与和权益保护	U ₁₂	中小股东参与和权益保护程度
	投资者关系管理	U ₁₃	投资者关系管理
	利益相关者参与	CCGI ^{NK} _{STH1}	利益相关者参与程度
	社会责任履行	U ₂₁	社会责任履行状况
	和监管部门的关系	U ₂₂	和监督管理部门的关系
	公司诉讼与仲裁事项	U ₂₃	诉讼与仲裁事项
	利益相关者和谐	CCGI ^{NK} _{STH2}	利益相关者和谐程度
	利益相关者治理	CCGI ^{NK} _{STH}	利益相关者治理指数
解释变量	控股股东行为	CCGI ^{NK} _{SH}	控股股东行为指数
	董事会治理	CCGI ^{NK} _{BOD}	董事会治理指数
	经理层治理	CCGI ^{NK} _{MI}	经理层治理指数
	信息披露	CCGI ^{NK} _{IDI}	信息披露指数
	监事会治理	CCGI ^{NK} _{SC}	监事会治理指数
	财务杠杆	DTA	财务杠杆,即2003年资产负债率
控制变量	行业	Indus _i	哑变量,1表示隶属该行业的上市公司,0表示其它
	第一大股东性质	Type _j	哑变量,1表示第一大股东性质该类型的上市公司,0表示其它
	公司规模	LNTA	2003年总资产的自然对数
	净资产收益率	ROE	2003年净资产收益率
被解释变量	总资产收益率	ROA	2003年总资产收益率
	股本扩张能力	NAPS	2003年每股净资产
	每股收益	EPS	2003年加权每股收益
	总资产周转率	TAV	2003年总资产周转率
	总资产年度增长率	ITA	2003年总资产年度增长率
	财务预警值	Z	2003年财务预警值
	托宾Q值	QV	2003年托宾Q值

资料来源:南开大学公司治理数据库(其中 i=1, 2, ..., 12; j=1, 2, ..., 6)。

$$Dep=B_0+B_1U_{11}+B_2U_{12}+B_3U_{13}+B_8CCGI_{STH2}^{NK}+B_{10}CCGI_{SH}^{NK}+B_{11}CCGI_{BOD}^{NK}+B_{12}CCGI_{MI}^{NK}+B_{13}CCGI_{IDI}^{NK}+B_{14}CCGI_{SC}^{NK}+B_{15}DTA+B_{16}Indus_i+B_{17}Type_j+B_{18}LNTA+$$

$$Dep=B_0+B_4CCGI_{STH1}^{NK}+B_5U_{21}+B_6U_{22}+B_7U_{23}+B_{10}CCGI_{SH}^{NK}+B_{11}CCGI_{BOD}^{NK}+B_{12}CCGI_{MI}^{NK}+B_{13}CCGI_{IDI}^{NK}+B_{14}CCGI_{SC}^{NK}+B_{15}DTA+B_{16}Indus_i+B_{17}Type_j+B_{18}LNTA+$$

$$Dep=B_0+B_9CCGI_{STH}^{NK}+B_{10}CCGI_{SH}^{NK}+B_{11}CCGI_{BOD}^{NK}+B_{12}CCGI_{MI}^{NK}+B_{13}CCGI_{IDI}^{NK}+B_{14}$$

财务预警值(Z值): $Z=1.2*X_1+1.4*X_2+3.3*X_3+0.6*X_4+0.999*X_5$ (Altman, 1968)

$$CCGI_{SC}^{NK} + B_{15}DTA + B_{16} Indus_i + B_{17} Type_j + B_{18}LNTA +$$

(三) 实证分析结果

我们所作的回归模型的分析结果如表5和表6所示，除以净资产收益率为被解释变量的模型没有通过显著性检验之外，其它模型在1%的水平上均是显著的，不过以总资产年度增长率为被解释变量的模型的解释力较低，Adjusted R²均在0.10以下。在10%的显著性水平上，回归模型的分析结果如下：

表5 回归模型分析结果(SPSS13.0)

模型	ROE			ROA			NAPS			EPS		
	Model I	Model II	Model III	Model I	Model II	Model III	Model I	Model II	Model III	Model I	Model II	Model III
C	-202.878 (.233)	-165.321 (.315)	-177.854 (.270)	-30.100 (.000)	-29.500 (.000)	-30.630 (.000)	-5.118 (.000)	-4.603 (.000)	-5.243 (.000)	-1.875 (.000)	-1.741 (.000)	-1.808 (.000)
U ₁₁	.348 (.526)			.001 (.960)			.000 (.912)			.001 (.283)		
U ₁₂	.301 (.545)			.000 (.983)			.000 (.965)			.001 (.244)		
U ₁₃	.044 (.906)			.008 (.471)			.002 (.319)			.000 (.824)		
CCGI _{STH1} ^{NK}		.515 (.475)			.013 (.545)			.003 (.389)			.001 (.352)	
U ₂₁		-.082 (.895)			.012 (.506)			.001 (.787)			.000 (.842)	
U ₂₂		.241 (.505)			.003 (.754)			-.001 (.459)			.001 (.264)	
U ₂₃		.379 (.073)			.017 (.005)			.007 (.000)			.001 (.000)	
CCGI _{STH2} ^{NK}	1.049 (.063)			.044 (.007)			.015 (.000)			.004 (.000)		
CCGI _{STH} ^{NK}			1.613 (.069)			.062 (.015)			.020 (.000)			.005 (.000)
CCGI _{SH} ^{NK}	-.549 (.262)	-.564 (.250)	-.555 (.256)	.018 (.198)	.017 (.218)	.017 (.214)	.001 (.577)	.001 (.722)	.001 (.649)	7.45E-005 (.910)	2.58E-005 (.969)	4.34E-005 (.948)
CCGI _{BOD} ^{NK}	-.484 (.764)	-.523 (.745)	-.503 (.755)	.079 (.087)	.080 (.086)	.081 (.080)	.015 (.056)	.015 (.055)	.015 (.048)	.004 (.102)	.003 (.115)	.004 (.106)
CCGI _{MI} ^{NK}	.892 (.529)	.967 (.495)	.940 (.505)	.071 (.084)	.071 (.081)	.074 (.067)	.002 (.741)	.003 (.675)	.004 (.589)	.003 (.138)	.003 (.122)	.003 (.110)
CCGI _{IDI} ^{NK}	1.252 (.073)	1.251 (.073)	1.253 (.072)	.115 (.000)	.116 (.000)	.116 (.000)	.012 (.000)	.012 (.000)	.012 (.000)	.006 (.000)	.006 (.000)	.006 (.000)
CCGI _{SC} ^{NK}	-.826 (.578)	-.991 (.476)	-.912 (.509)	-.027 (.525)	-.022 (.582)	-.019 (.634)	-.010 (.136)	-.009 (.190)	-.008 (.225)	.000 (.950)	.000 (.901)	8.5E-005 (.964)
DTA	-.249 (.286)	-.240 (.304)	-.264 (.255)	-.061 (.000)	-.061 (.000)	-.062 (.000)	-.021 (.000)	-.021 (.000)	-.021 (.000)	-.002 (.000)	-.002 (.000)	-.002 (.000)
Indus _i	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Type _j	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
LNTA	8.049 (.346)	8.022 (.352)	7.274 (.389)	1.563 (.000)	1.544 (.000)	1.573 (.000)	.569 (.000)	.557 (.000)	.571 (.000)	.097 (.000)	.095 (.000)	.095 (.000)
R ²	.028	.029	.028	.211	.212	.210	.439	.447	.433	.228	.229	.222
Adjusted R ²	.003	.004	.005	.191	.191	.191	.424	.432	.420	.208	.209	.204
F-stat	1.132 (.288)	1.145 (.274)	1.226 (.201)	10.324 (.000)	10.371 (.000)	11.443 (.000)	30.157 (.000)	31.149 (.000)	33.021 (.000)	11.373 (.000)	11.439 (.000)	12.317 (.000)
N	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149

资料来源：南开大学公司治理数据库（注：表中括号里标注的是P值）。

多重共线性检验表明，本文模型中各解释变量之间的多重共线性问题的影响甚微，所有解释变量的VIF值均在1.5以下，计量结果的可信度较高。

样本残差正态概率图显示回归模型的变量误差符合正态分布，样本残差图表明样本残差随机波动，残差不存在某种明显规律性变化。因而回归模型满足基本的假设，回归方程有效。

以净资产收益率、总资产收益率、股本扩张能力、每股收益为被解释变量的模型均支持假设 7、假设 8、假设 9。可以认为,公司诉讼与仲裁事项(U_{23})、利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)以及利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)高的上市公司净资产收益率、总资产收益率、每股收益越高,股本扩张能力越强。同时,董事会治理指数($CCGI_{BOD}^{NK}$)高,财务杠杆低,公司规模大的上市公司总资产收益率、每股收益越高,股本扩张能力越强;经理层治理指数($CCGI_{MI}^{NK}$)高的上市公司总资产收益率越高;信息披露指数($CCGI_{IDI}^{NK}$)高的上市公司净资产收益率、总资产收益率、每股收益越高,股本扩张能力越强。

表6 回归模型分析结果(SPSS13.0)

模型	TAV			ITA			Z			QV		
	Model I	Model II	Model III	Model I	Model II	Model III	Model I	Model II	Model III	Model I	Model II	Model III
C	-1.550 (.000)	-1.326 (.000)	-1.402 (.000)	-103.574 (.000)	-92.413 (.000)	-87.342 (.001)	-4.534 (.000)	-4.353 (.000)	-4.514 (.000)	3.149 (.000)	3.115 (.000)	3.269 (.000)
U_{11}				.221 (.011)			.004 (.109)			.001 (.105)		
U_{12}				.119 (.129)			.004 (.139)			-.001 (.117)		
U_{13}				.043 (.462)			.005 (.005)			6.60E-005 (.906)		
$CCGI_{STH1}^{NK}$		.005 (.001)			.283 (.013)			.013 (.000)			.000 (.835)	
U_{21}		.002 (.133)			.032 (.745)			.004 (.155)			.002 (.012)	
U_{22}		-.002 (.009)			.153 (.008)			.003 (.061)			.001 (.014)	
U_{23}		-.001 (.203)			.080 (.017)			.005 (.000)			-.001 (.021)	
$CCGI_{STH2}^{NK}$	-.002 (.045)			.315 (.000)			.015 (.000)			.000 (.903)		
$CCGI_{STH}^{NK}$			.002 (.325)			.593 (.000)			.029 (.000)			.000 (.858)
$CCGI_{SH}^{NK}$	.000 (.627)	.000 (.671)	.000 (.732)	-.020 (.792)	-.019 (.808)	-.020 (.793)	-.001 (.793)	-.001 (.755)	-.001 (.767)	.000 (.872)	.000 (.742)	9.44E-005 (.897)
$CCGI_{BOD}^{NK}$	.000 (.930)	3.72E-006 (.999)	.000 (.972)	.222 (.383)	.209 (.411)	.208 (.413)	-.004 (.604)	-.004 (.599)	-.004 (.613)	.000 (.958)	.000 (.920)	.000 (.941)
$CCGI_{MI}^{NK}$	.007 (.013)	.006 (.027)	.006 (.027)	-.068 (.761)	-.043 (.849)	-.059 (.793)	.023 (.001)	.023 (.001)	.024 (.001)	-.001 (.566)	-.001 (.547)	-.001 (.656)
$CCGI_{IDI}^{NK}$	.004 (.005)	.004 (.004)	.004 (.006)	.489 (.000)	.481 (.000)	.487 (.000)	.017 (.000)	.017 (.000)	.017 (.000)	6.44E-005 (.951)	-5.2E-005 (.960)	6.66E-005 (.949)
$CCGI_{SC}^{NK}$	.010 (.000)	.010 (.000)	.008 (.002)	-.137 (.560)	-.288 (.191)	-.262 (.232)	.002 (.834)	.001 (.842)	.002 (.794)	.006 (.004)	.005 (.030)	.005 (.018)
DTA	.000 (.761)	.000 (.627)	2.35E-005 (.959)	.068 (.064)	.072 (.052)	.066 (.071)				-.007 (.000)	-.007 (.000)	-.007 (.000)
Indus _i	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Type _j	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No
LNTA	.088 (.000)	.074 (.000)	.085 (.000)	4.305 (.001)	4.457 (.001)	4.001 (.003)	.194 (.000)	.192 (.000)	.194 (.000)	-.193 (.000)	-.191 (.000)	-.192 (.000)
R ²	.219	.224	.206	.080	.079	.077	.160	.161	.159	.391	.396	.388
Adjusted R ²	.198	.204	.188	.057	.055	.055	.139	.140	.141	.375	.380	.374
F-stat	10.798 (.000)	11.144 (.000)	11.201 (.000)	3.377 (.000)	3.325 (.000)	3.587 (.000)	7.639 (.000)	7.674 (.000)	8.517 (.000)	24.757 (.000)	25.293 (.000)	27.379 (.000)
N	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149

资料来源：南开大学公司治理数据库（注：表中括号里标注的是 P 值）。

以总资产周转率为被解释变量的模型支持假设 1、假设 2、假设 3、假设 4，否定假设 6、假设 8。员工参与程度(U_{11})、中小股东参与和权益保护程度(U_{12})、投资者关系管理(U_{13})、利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)表现越好的上市公司总资产周转率越高,和公司监督管理

部门的关系(U_{22})、利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)表现较好的上市公司总资产周转率反而越低。以总资产年度增长率为被解释变量的模型支持假设 1、假设 4、假设 6、假设 7、假设 8、假设 9。员工参与程度(U_{11})、利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)、和公司监督管理部门的关系(U_{22})、公司诉讼与仲裁事项(U_{23})、利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)以及利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)表现越好的上市公司总资产年度增长率越高。以财务预警值为被解释变量的模型支持假设 3、假设 4、假设 6、假设 7、假设 8、假设 9。投资者关系管理(U_{13})、利益相关者参与程度($CCGI_{STH1}^{NK}$)、和公司监督管理部门的关系(U_{22})、公司诉讼与仲裁事项(U_{23})、利益相关者和谐程度($CCGI_{STH2}^{NK}$)以及利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)表现越好的上市公司财务预警值越高。以托宾Q值为被解释变量的模型支持假设 5、假设 6,否定假设 7。公司社会责任履行(U_{21})、和公司监督管理部门的关系(U_{22})越好,公司诉讼与仲裁事项(U_{23})较多的上市公司托宾Q值越高。

同时,经理层治理指数($CCGI_{MI}^{NK}$)、信息披露指数($CCGI_{IDI}^{NK}$)、监事会治理指数($CCGI_{SC}^{NK}$)越高,公司规模越大的上市公司总资产周转率越高。信息披露指数($CCGI_{IDI}^{NK}$)越高,财务杠杆越高,公司规模越大的上市公司总资产年度增长率越高。经理层治理指数($CCGI_{MI}^{NK}$)、信息披露指数($CCGI_{IDI}^{NK}$)越高,公司规模越大的上市公司财务预警值越高。监事会治理指数($CCGI_{SC}^{NK}$)越高,财务杠杆越低,公司规模越小的上市公司托宾Q值越高。

五、研究结论与建议

我国上市公司利益相关者治理指数较低,利益相关者治理机制较为薄弱,利益相关者治理机制在不同上市公司之间差异较大。利益相关者治理机制较好的上市公司只是少数,多数上市公司的利益相关者治理机制,特别是中小股东参与和权益保护程度(U_{12})有待提高。进一步的,实证研究表明:利益相关者治理指数($CCGI_{STH}^{NK}$)对净资产收益率、总资产收益率、股本扩张能力、每股收益、总资产年度增长率、财务预警值均有显著的正面影响,这表明上市公司良好的利益相关者治理机制和较高的利益相关者治理水平有助于公司的和谐发展,有助于增强公司的盈利能力,改善公司的财务状况,进而提升企业成长与发展潜力,这在一定程度上印证了Carroll (1979)、Waddock and Graves (1997)、Nahapiet and Ghoshal (1998)、Harrison and Fiet (1999)、Berman et al. (1999)、Hillman and Keim (2001)、Ruf et al (2001)和李维安、唐跃军(2005)的研究发现。因此,正如国内外学界和业界所人为的那样,应当在公司治理中考虑利益相关者的权益,鼓励利益相关者适当而有效的参与公司治理和管理,促进公司和谐。

(1)员工是促进公司和谐发展的极为重要的利益相关者,正如Becfker and Gerhart (1996)、Huselid (1995)、Robinson and Dechant (1997)和Berman et al. (1999)、Jackson and Bundgard (2002)、Bridges, Marcum and Harrison (2003)、Chiu (2003)等人强调的那样,雇员管理对改善企业绩效有显著的影响,较高的员工参与程度(U_{11})有利于提高企业的经营效率和成长能力,有利于降低公司的财务风险,有利于提升公司的市场价值。(2)中小股东参与和权益保护程度(U_{12})对提高企业的经营效率有一定的作用;但是对企业财务状况、公司盈利能力没有显著的影响。这与目前上市公司不重视对中小股东参与和权益保护有莫大的关联,在整个股东群体中,特别是在一股独大和“内部人控制”的情况下,中小股东属于弱势群体,他们的意见往往得不到直接的机会表达,其正当权益也不时地受到损害,但是正如学者们(Bebchuk, 1994; Stiglitz, 1985)已经意识到的那样,中小股东对于公司生存与发展的意义不可小视,因此公司理应积极让中小股东表达自己的意见,参与公司治理和相关决策,使公司形成和谐共赢的股权文化。(3)良好的投资者关系管理有利于提高企业的经营效率,降低财务风险。投资者关系管理通过信息披露与交流,促进上市公司与投资者之间的良性关系,从而提高证券市场有效性、改善公司治理机制、促进机构投资者与上市公司的战略对应、维护上市公司声誉和市场价值,有助于公司提高

经营效率,降低财务风险,是促进公司和谐的利器。这在一定程度上支持Knoepfel (2001),Toms (2002), Hasseldine, Salama and Toms (2005)等的研究。以上三方面说明,提倡利益相关者积极参与公司治理,有利于提高企业的经营效率和成长能力,有利于降低公司的财务风险,这可能是因为较高的利益相关者参与程度和能力意味着公司对利益相关者权益保护程度和决策科学化程度的提高,实际上,公司和谐离不开利益相关者的广泛参与。

(4)上市公司对于社会责任的重视有助于提升公司和谐程度和公司价值,因为切实履行公司应当承担的社会责任,会让公司拥有良好的人脉和声誉,使得公司发展与环境更加和谐,有利于公司的可持续发展与公司价值不断提升(Shrivastava, 1995; Hart and Ahuja, 1996; Epstein and Roy, 2001; Kolk and Veen, 2002; 李维安、唐跃军, 2005)。(5)和公司监督管理部门良好的关系有助于增强公司的成长能力,化解财务风险并提升公司价值。实际上,上市公司在一定的监督管理环境下进行生产经营活动,因此公司和其所处的监管环境的和谐程度相当重要,公司应该注重公共关系管理(Lord, 2003)。(6)对公司不利的诉讼与仲裁事项极有可能损害公司和谐,削弱上市公司的盈利能力,损害公司财务状况,进而影响企业成长与发展的潜力。这间接或直接支持Clarkson (1995), Waddock and Boyle (1995), Lord (2003), 李维安、唐跃军(2005)等的研究。公司应当在管理和治理中尽力避免卷入诉讼与仲裁事项,保持与尽可能多的公司利益相关者及其所构成的环境之间关系处于较为和谐的状态。不过令人费解的是,公司诉讼与仲裁事项(U_{23})与托宾Q值负相关,这可能是诉讼与仲裁事项的发生有一定的滞后性的缘故;或者,需要对诉讼与仲裁事项进行更为细致的区分。以上三方面说明,依赖社区和政府提供基础设施的企业主动调整社区关系可以增强企业竞争优势(Clarkson, 1995; Waddock and Boyle, 1995; Lord, 2003),因为提高利益相关者和谐程度,将有助于实现公司和谐,有助于增强上市公司的盈利能力和成长能力,有助于化解财务风险并提升公司价值。

此外,实证研究还证实,董事会治理机制的完善有助于增强企业的盈利能力和成长能力。经理层治理机制的完善有助于提高企业的盈利能力、经营效率和成长能力,有利于降低财务风险。及时、真实、完整的信息披露有助于提高企业的盈利能力、经营效率和成长能力,有利于降低财务风险。有效的监事会治理机制有利于提升上市公司的经营效率和市场价值。降低财务杠杆,采用较为保守的资本结构,有利于提高企业的盈利能力和发展扩张能力并提升公司的市场价值,但是这样可能对公司的成长能力存在一定的负面作用。除公司第一大股东性质对托宾Q值没有显著影响之外,公司所属行业和公司第一大股东性质对上市公司的财务状况、公司业绩存在较为重要的影响。规模较大的上市公司的盈利能力、经营效率、成长能力和财务状况较好,但是公司价值相对较低。

主要参考文献：

- [1] 崔之元, “美国二十九个州公司法变革的理论背景”, 《经济研究》, 1996年第4期
- [2] 李维安, “国有企业经济型治理机制的构建”, 《21世纪的天津科技与经济》, 天津市科学技术协会编, 1999年
- [3] 南开大学中国公司治理原则研究课题组, “中国公司治理原则(草案)及其解说”, 《南开管理评论》, 2001年第1期
- [4] 李维安、唐跃军, “上市公司利益相关者治理机制、治理指数与企业绩效”, 《管理世界》, 2005年第9期
- [5] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组, “中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析”, 《管理世界》, 2004年第2期
- [6] 南开大学公司治理研究中心课题组, “中国上市公司治理评价系统研究”, 《南开管理评论》, 2003年第3期
- [7] 唐跃军, “论转轨经济中内部人控制和道德风险”, 《经济评论》, 2002年第6期
- [8] 杨瑞龙、杨其静, “对‘资本雇佣劳动’命题的反思”, 《经济科学》, 2000年第6期
- [9] 杨瑞龙、杨其静, “专用性、专有性与企业制度”, 《经济研究》, 2001年第3期
- [10] 杨瑞龙、周业安, “交易费用与企业所有权分配合约的选择”, 《经济研究》, 1998年第9期
- [11] 杨瑞龙、周业安, “一个关于企业所有权安排的规范性分析框架及其理论含义”, 《经济研究》, 1997年第1期
- [12] 张维迎, “所有制、治理结构及委托代理关系”, 《经济研究》, 1996年第9期
- [13] 中国证监会和国家经贸委, 《上市公司治理准则》, 北京: 2002年
- [14] 周其仁, “市场里的企业: 一个人力资本与非人力资本的特别合约”, 《经济研究》, 1996年第6期
- [15] Al-Tuwajri, Sulaiman A., Christensen, Theodore E. and KE Hughes, II (2004), "The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach", *Accounting, Organizations and Society*, 29(5): 447-472.
- [16] Altman, Edward I. (1968), "Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23(4): 589-609.
- [17] Atkinson AA, Waterhouse JH, Wells RB (1997), "A stakeholder approach to strategic performance measurement", *Sloan Management Review*, 38: 25-37.
- [18] Becker, BE and Gerhart, B. (1996), "The impact of human resource management on organizational performance: Progress and prospects", *Academy of Management Journal*, 39: 779-801.
- [19] Berman, SL Wicks, AC Kotha, S. and Jones, TM (1999), "Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship Between Stakeholder Management Models and Firm Performance", *Academy of Management Journal*, 42: 488-506.
- [20] Bishop, M. (1994), "A Survey of Corporate Governance", *The Economist*, 29: 3-18.
- [21] Blair, Margaret (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the 21 Century*, Washington: the Brookings Institution.
- [22] Blair, Margaret M. (1996), *Wealth Creation and Wealth Sharing: A Colloquium on Corporate Governance and Investments in Human Capital*, Washington, DC: The Brookings Institution.
- [23] Bowie, Norman E. (1997), "New Directions in Corporate Social Responsibility", *Ethical Theory and Business*, Tom L. Beauchamp and Norman Bowie (eds.), Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, pp. 96-107.
- [24] Bridges S, Marcum W and Harrison J K (2003), "The relation between employee perceptions of stakeholder balance and corporate financial performance", *SAM Advanced Management Journal*; 68(2): 50-55.
- [25] Carroll, Archie B. (1979), "A three-dimensional conceptual model of corporate social performance", *Academy of Management Review*, 4 (4): 497-505.
- [26] Chiu, Warren C. K. (2003), "Employee stock ownership plans and organizational integration among workers in the People's Republic of China", *Human Resource Management Review*, 13(3): 407-421.
- [27] Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry HP Lang (2000), "The Rationale for Groups: Evidence from East Asia", mimeo. Hart, Oliver (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, London: Oxford University Press.
- [28] Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph PH Fan and Larry Lang (1999), "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia", working paper, World Bank.
- [29] Clarkson, M. (1995), "A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance", *Academy of Management Review*, 20: 92-117.
- [30] Epstein, Marc J. and Marie-Josée Roy (2001), "Sustainability in Action: Identifying and Measuring the Key Performance Drivers", *Long Range Planning*, 34(5): 585-604.
- [31] Foster, G. and M. Gupta. (1997), "The Customer Profitability Implications of Customer Satisfaction", Working Paper, Stanford University, Stanford, CA.
- [32] Freeman and Redd (1983), "Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance", *California Management Review*, 25: 88-106.
- [33] Freeman, R. Edward (1997), "A Stakeholder Theory of The Modern Corporation", *Ethical Theory and Business*, Tom L. Beauchamp and Norman Bowie (eds.), Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, pp. 66-76.
- [34] Frooman, J. (1997), "socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth", *Business and Society*, 36(3): 221-250.
- [35] Gelb David S. and Joyce A Strawser (2001), "Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures: An Alternative Explanation for Increased Disclosure", *Journal of Business Ethics*, 33(1): 1-13.
- [36] Goodpaster, Kenneth E. (1991), "Business Ethics and Stakeholder Analysis", *Business Ethics Quarterly*, 1: 53-73.
- [37] Hampel Committee on Corporate Governance (1998), "Hampel report on corporate governance" (published on

- 29 January 1998), the European Corporate Governance Institute's (ECGI) website.
- [38] Harrison, Jeffrey S. and R. Edward Freeman (1999), "Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives", *Academy of Management Journal*, 42 (5): 479-487.
 - [39] Harrison, Jeffrey S., and James O. Fiet. (1999), "New CEOs Pursue Their Own Self-Interests by Sacrificing Stakeholder Value", *Journal of Business Ethics*, 19 (3) (April): 301-308.
 - [40] Hart, S.L. and G. Ahuja (1996), "Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance", *Business Strategy and the Environment*, 5 (1): 30-37.
 - [41] Hasseldine, J., Salama, A.I. and J.S Toms (2005), "Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs", *British Accounting Review*, 37(2): 231-248.
 - [42] Henderson, D. (2001), "Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility", Hobart Paper, London.
 - [43] Hillman A.J., Keim G. D. and Luce R. A. (2001), "Board composition and stakeholder performance: Do stakeholder directors make a difference?" *Business & Society*; 40(3): 295-314.
 - [44] Hillman, AJ and GD Keim. (2001), "Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?", *Strategic Management Journal*, 22: 125-139.
 - [45] Holly J. Gregory (1998), *International Comparison of Board Best Practice-Investor Viewpoints*, November, pp.68-69.
 - [46] Huselid, M. (1995), "The Impact of Human Resource Management Practices on Turnover, Productivity, and Corporate Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 38: 635-672.
 - [47] Jackson .C. and Bundgard T (2002), "Achieving quality in social reporting: the role of surveys in stakeholder consultation", *Business Ethics: A European Review*, 11(3): 253-259.
 - [48] Jensen, MC (2001), "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3): 8-21.
 - [49] Knoepfel, Ivo (2001), "Dow Jones Sustainability Group Index: A Global Benchmark for Corporate Sustainability", *Corporate Environmental Strategy*, 8(1): 6-15.
 - [50] Kolk, Ans and Mark Van der Veen (2002), "Dilemmas of Balancing Organizational and Public Interests: How Environment Affects Strategy in Dutch Main Ports", *European Management Journal*, 20(1): 45-54.
 - [51] La porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54: 471-517.
 - [52] Lord, Michael D (2003), "Constituency building as the foundation for corporate political strategy", *Academy of Management Executive*, 17(1): 112-124.
 - [53] Lucian Bebchuk (1994), "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control," *Quarterly Journal of Economics*: 957-993.
 - [54] Maignan. I. and Ferrell. O. (2003), "Nature of corporate responsibilities: perspectives from American, French and German consumers", *Journal of Business Research*, 56(1): 55-67.
 - [55] Nahapiet, J. and S. Ghoshal (1998), "Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage", *Academy of Management Review*, 22(2): 242-266.
 - [56] Organization for Economic Cooperation and Development: OECD (1999), "OECD Principles of Corporate Governance", June.
 - [57] Pagano, Marco and Alisa Roel (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public", *Quarterly Journal of Economics* 113: 187-226.
 - [58] Richardson, Alan J. and Michael Welker (2001), "Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital", *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8): 597-616.
 - [59] Robinson, G. and K. Dechant (1997), "Building a business case for diversity", *Academy of Management Executive*, 11(3): 21-31.
 - [60] Ruf, BM, Muralidhar, K., Brown, RM, Janney, JJ and Paul, K. (2001), "An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective", *Journal of Business Ethics*, 32(2): 143-156.
 - [61] Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, 53: 737-783.
 - [62] Shrivastava, P. (1995), "The Role of Corporations in Achieving Ecological Sustainability", *Academy of Management Review*, 20(4): 936-960.
 - [63] Stiglitz, Joseph E (1985), "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2): 133-52.
 - [64] Tirole, J. (2001), "Corporate Governance", *Econometrica*, 69: 1-35.
 - [65] Toms, J.S. (2002), "Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence", *British Accounting Review*, 34 (3): 257-282.
 - [66] Waddock, S. and Boyle, ME (1995), "The dynamics of change in corporate community relations", *California Management Review*, 37(4): 125-140.
 - [67] Waddock, S. and Graves, SB (1997), "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, 18: 303-19.
 - [68] Warhurst, Alyson (2005), "Future roles of business in society: the expanding boundaries of corporate responsibility and a compelling case for partnership", *Futures*, 37(2-3): 151-168.