

# 我国家族上市企业公司治理指标评价体系研究

丑建忠

**内容提要：**在 CCGI<sup>NK</sup><sup>①</sup> 基础上，本文首先根据我国家族上市企业公司治理的特殊性，以企业价值为导向，选取了现金流权、现金流权与控制权分离度、家族成员担任董事会成员比率、家族成员在监事会中的比重、家族成员介入管理层比重五个特殊性三级指标用以衡量我国家族上市企业公司治理的特殊性；其次，以公司治理理论与实证研究结论确定各指标的评价标准；最后提出将专家调查法与多层次分析法（AHP）相结合确定各评价指标的权重，构建我国家族上市企业公司治理评价指数模型。

**关键词：**公司治理 家族上市企业 企业价值

**作者：**厦门大学王亚南经济研究院博士后，亚洲（澳门）国际公开大学教授、博士生导师。

自我国证监会宣布股票发行实行核准制以来，家族上市企业逐渐成为我国资本市场的一支重要力量。虽然目前国内外已建立了一系列上市公司治理评价体系，但尚无针对家族上市企业公司治理进行评价的指标体系，投资者、监管机构等皆无法对家族上市企业的治理情况进行合理的评估。因此，构建一套评价家族上市企业公司治理指标评价体系对投资者正确决策、保护利益相关者的利益、加强政府对家族上市企业的监管、促进家族上市公司治理质量的改善和促进证券市场的发展，都具有重大的意义。

## 一、国内外上市企业公司治理评价研究概况

### （一）国外研究概述。

公司治理评价研究最初萌芽于1950年杰克逊·马丁德尔提出的董事会绩效分析，其评价内容包括社会贡献、对股东的服务、董事会绩效分析、公司财务政策四个方面。该领域后来出现了一系列的研究成果，主要有标准普尔公司评价体系、戴米诺公司亚洲分部评价体系、里昂证券评价体系、中国台湾公司治理与评价等级体系等。于1998年创立的标准普尔公司（Standard&Poor, S&P）评价体系从国家和公司两方面进行评分，国家评分主要包括法律基础、监管、信息披露制度、市场基础四个方面；而公司评分则从所有权结构、金融利益相关者的权利和相互关系、财务透明度与信息披露、董事会结构和运作这四个角度进行。1999年的戴米诺公司（Deminor）评价体系、2000年的里昂证券亚洲分部（Credit Lyonnais Securities

① 南开大学公司治理研究中心于2005年构建的我国上市公司治理指标评价体系。

Asia CLSA) 评价体系也从国家和公司两个方面选取公司治理相关因素给予评分。

## (二) 国内研究概述。

与国外相比,国内有关公司治理评价的研究处于尚未成熟的阶段。李维安(2005)借鉴国际著名公司治理评价体系,结合中国上市公司治理环境的特点,从股东权益与控股股东行为评价指标、董事与董事会治理评价指标、监事与监事会治理评价指标、经理层治理评价指标、信息披露评价指标、利益相关者治理评价指标六个维度构建了“中国上市公司治理评价指标体系(CCGI<sup>NK</sup>)”。这是国内上市公司治理指标评价体系研究的里程碑,成为反映上市公司治理状况的“晴雨表”。同时,李维安(2006)在CCGI<sup>NK</sup>的基础上将董事会治理评价指标修改为董事选聘、教育与激励、董事会规模与结构、董事会独立性、董事会运作四个方面。何红渠、廖斌(2007)从所有权结构、股东权利、董事会结构与运作、监事会结构与运作、公司透明度、关键人的激励与约束、治理与管理的匹配性、社会责任八个角度运用96个具体评价指标构建了CGI评价体系,但评价指标仅采取了“是否”的定性形式。

除台湾学者叶银华、李存修、柯承恩(2002)考虑了家族上市企业公司治理特殊性外,以上其他的评价体系均未把家族上市公司作为单独样本进行研究。因此,本文将在CCGI<sup>NK</sup>的基础上,借鉴中国台湾公司治理与评价等级体系的研究方法构建我国家族上市企业公司治理指标评价体系。

## 二、构建指标评价体系的理论与实证基础——以价值为导向

叶银华、李存修、柯承恩(2002)以企业价值为理论基础设计了评价体系,而CCGI<sup>NK</sup>评价体系则以《上市公司治理准则》为基准,综合考虑《公司法》、《证券法》等相关法律,以及公司治理规范研究与实证研究的结论作为研究基础。至目前为止,我国有关当局尚未制定针对家族上市企业公司治理的法律法规,所以本文将以企业价值为导向,即凡是与企业价值存在显著相关关系的指标都应作为指标评价体系的一部分,而指标与企业价值的相关关系则是评价标准的确定依据。

我国家族上市企业公司治理与一般的上市企业相比存在以下不同点:第一,在股权结构方面,家族股东主要通过金字塔、交叉持股等方式来达到对上市公司的控制,造成家族股东现金流权与控制权偏离;第二,家族成员介入企业的经营管理,主要表现为董事会、监事会或管理层中由家族成员担任相关职位。

### (一) 现金流权、控制权与公司价值。

Claessens(2002)与La Porta(2002)等提出控股股东在经营公司时,可能产生正的诱因效果和负的侵占效果。以控股股东所拥有的现金流权来衡量正的诱因效果,即当控股股东拥有较多的现金流权时,任何损害公司价值的行为也会造成其自身较大的损失,因此控股股东会认真经营并减少损害公司价值的行为。同时,La Porta(2000)<sup>①</sup>还提出当投票权偏离现金流权的程度越大,控股股东越有动机侵占与损害小股东的财富,导致公司价值的下降。因

---

<sup>①</sup> La Porta(2000)等人指出多种控股股东损害小股东财富的渠道,除了内部人直接攫取公司利润之外,还包括内部人将上市公司的产出、资产或增值的证券以低价卖给他们私人拥有的其他公司,后面这种转移定价、资产剥夺与投资者稀释虽然通常被安排得似乎符合法规要求,但是其效果大部分与直接占取公司利润的性质相同。

此,两者的差距被用来衡量侵占效果的可能性。罗剑(2005)、周立新(2006)、陆丽(2007)的实证结果支持了正的诱因效果在我国家族上市企业公司治理中切实存在;另外,苏启林、朱文(2003)、王丹阳(2007)、陆丽(2007)通过选取不同时间段的数据作为研究样本,得出了现金流权与控制权的偏离度越高,企业的价值越低即负的侵占效果的结论。

## (二) 家族成员介入企业经营管理与企业价值。

### 1. 家族成员担任董事会、监事会成员比率与企业价值。

在家族上市企业中,家族控股股东为了利于转移公司资源,会选派家族成员担任董事席位。当控制权偏离现金流权程度越高时,控股股东通过提高家族成员在董事会中的比率,更大限度的侵占小股东财富。Yeh、Lee、Woidtke(2001)的研究结论也支持了此论点。而且,家族成员担任董事会、监事会成员比率与公司价值还存在正相关关系。这是因为家族成员在董事会、监事会中比重越高时,有利于做出一致性的决策,同时也可以提高决策的速度,从而降低决策的成本。陆丽(2007)认为家族董事比例与绩效呈倒U型关系,即家族董事比例过高或过低都不利于家族上市公司绩效的提高,实证结果表明大部分公司的家族成员董事会所占比例处于与绩效正相关的阶段。苏启林、朱文(2003)的研究也表明家族成员在董事会与监事会中的比重均与公司绩效呈正相关关系。因此,本文假定担任董事会、监事会家族成员比例与公司价值两者之间存在正向关系。

### 2. 家族成员占管理层比重与企业价值。

依据委托代理理论,家族成员占据管理席位对企业的价值具有双重的影响。企业主作为家长与作为雇员的子女、家族成员形成委托代理关系,容易建立起对称性的信任关系,而非家族成员管理者之间不易建立起对称性的信任关系。因此,家族成员作为雇员有助于降低代理成本,从而提升企业的价值。但随着家族成员介入管理层程度的提高,不利于吸引专业经营管理者参与企业的经营管理、丰富管理人员的知识结构。苏启林、朱文(2003)研究发现在家族企业的发展时期,家族成员介入经营管理的比例越大,企业价值也越高;而在企业的成熟期,家族成员介入经营管理的比重越大,企业的价值越低。目前我国绝大部分家族上市企业还处于发展阶段,因此本文假定对于我国家族上市企业而言,家族成员介入管理层的程度越高,企业的价值越高。

## 三、构建家族上市企业公司治理评价指标体系

### (一) 评价指标变量的选择与评价标准的确定。

选择评价指标与确定评价标准是构建我国家族上市企业公司治理指标评价体系最核心的一步。本文首先根据上述理论与实证分析,选择反映我国家族上市企业公司治理特殊性的评价指标,同时按其特性分别作为CCGI<sup>NK</sup>不同二级指标下的三级指标;其次根据前述各特殊性指标与企业价值相关关系确定各指标的评价标准。

CCGI<sup>NK</sup>将所有的指标划分为六个维度即股东权益与控股股东行为评价指标、董事与董事会治理评价指标、监事与监事会治理评价指标、经理层治理评价指标、信息披露评价指标、利益相关者治理评价指标。根据前面的分析,应增加现金流权、现金流权与控制权分离度、董事会家族成员比重、监事会家族成员比重、管理层家族成员比重六个指标。具体的评价标准如下表所示:

表 1

我国家族上市企业公司治理评价特殊性指标

一级指标	二级指标	三级指标	指标说明	评价标准
股东权益与控股股东行为评价指标	第一大股东权益	现金流权	反映股东的盈余分配权	越高越好
	中小股东权益保护状况	现金流权与控制权分离度	反映金字塔式控股结构的程度	越低越好
董事与董事会治理评价指标	监事会运作效率	董事会家族成员比例	衡量家族成员在企业决策程序中占据的地位	越高越好
监事与监事会治理评价指标	董事会运作有效性	家族成员在监事会中的比重	反映家族成员在监事会运作中的控制力度	越高越好
经理层治理评价	执行保障	家族成员在管理层比重	衡量家族成员担任财务控制人、核心技术人员等的情况	越高越好

## (二) 评价指标权重的确定。

叶建华、李存修、柯承恩 (2002) 采用主观赋值法确定指标的权重, 但未进行具体的经验解释分析。李维安 (2005、2006) 采用分层处理的方法, 将主观赋值与客观赋值相结合。但其仅单纯地根据 AHP 的一致性检验标准 ( $CR < 0.1$ ) 选取目标层和准则层的判别矩阵。何红渠、廖斌 (2007) 运用专家调查法构造目标层和准则层的判别矩阵, 但没有对一致性进行检验。因此, 本文将综合使用专家评价法和 AHP 的一致性检验。一方面, 对于 CCGI<sup>NK</sup> 中重复的指标, 运用何红渠、廖斌 (2007) 的专家调查结论; 另一方面, 对于 CCI 与 CCGI<sup>NK</sup> 中特有的指标, 则根据 AHP 的一致性检验确定其他各指标之间的关系。

为方便运算, 首先对一级指标、二级指标、三级指标进行编码。编码结构为: 目标层指标——准则层指标——措施层具体指标, 六大目标层指标采用一位编码, 序号为  $F_n$  ( $n = 1, 2, 3, 4, 5, 6$ ); 准则层指标也采取一位编码, 序号为 10 以内的自然数序列  $N_1$  ( $N_1 = 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9$ ), 具体指标采取二位数编码, 序号为 99 以内的自然数序列  $N_2$  ( $N_2 = 01, 02, 03, \dots, 10, 11, 12, \dots, 97, 98, 99$ ), 每一编码均从一开始, 依自然数序列顺序进行。

李维安 (2006) 研究发现 AHP 分数标度较之其他标度能够较为客观、合理的反映人们的判断。因此, 本文将何红渠、廖斌 (2007) 中 1 - 5 标度法下的专家调查结论转换为分数标度法<sup>①</sup>, 同时根据主观经验构造出如下判断矩阵表:

表 2 目标层判断矩阵表<sup>②</sup>

A	$F_1$	$F_2$	$F_3$	$F_4$	$F_5$	$F_6$
$F_1$	1	9/7	9/5	9/5	9/5	9/3
$F_2$	7/9	1	9/7	9/7	9/7	9/3
$F_3$	5/9	5/9	1	7/9	9/7	1
$F_4$	5/9	7/9	7/9	1	9/7	9/7
$F_5$	5/9	7/9	7/9	7/9	1	9/5
$F_6$	3/9	3/9	1	7/9	5/9	1

① AHP 分数标度: 1 表示同样重要; 9/7 表示稍微重要; 9/5 表示明显重要; 9/3 表示明显重要; 9/1 表示绝对重要。

② 何红渠、廖斌 (2007) 认为: 董事会结构与运作、监事会结构与运作两者之间的相对重要性系数为 3; 董事会结构与运作、公司透明度两者的相对重要性系数为 2, 监事会结构与运作、公司透明度的相对重要性系数为 2。

根据 AHP 方根计算方法,可计算出其  $\lambda_{\max} = 6.17$ , 特征向量  $W_A = (0.263, 0.216, 0.129, 0.148, 0.150, 0.094)^T$ ,  $CI = 0.034$ ,  $RI_5 = 1.24$ ,  $CR = 0.027 < 0$ 。

表 3 准则层股东权益与控股股东行为评价指标 ( $F_1$ ) 判断矩阵表

$F_1$	$F_{11}$	$F_{12}$	$F_{13}$	$F_{14}$	$F_{15}$
$F_{11}$	1	7/9	7/9	1	9/3
$F_{12}$	9/7	1	1	9/7	9/5
$F_{13}$	9/7	1	1	9/7	9/5
$F_{14}$	1	7/9	7/9	1	9/5
$F_{15}$	3/9	5/9	5/9	5/9	1

同理可得,  $\lambda_{\max} = 5.222$ ,  $W_1 = (0.210, 0.238, 0.238, 0.205, 0.108)^T$ ,  $CI = 0.056$ ,  $RI_5 = 1.12$ ,  $CR = 0.049 < 0$ 。

表 4 准则层董事与董事会治理评价指标 ( $F_2$ ) 判断矩阵表①

$F_2$	$F_{21}$	$F_{22}$	$F_{23}$	$F_{24}$
$F_{21}$	1	7/9	5/9	5/9
$F_{22}$	9/7	1	7/9	7/9
$F_{23}$	9/5	9/7	1	1
$F_{24}$	9/5	9/7	1	1

该判断矩阵表所对应的判断矩阵的最大特征根为:  $\lambda_{\max} = 4$ , 特征向量  $W_2 = (0.172, 0.228, 0.300, 0.300)^T$ ,  $CI = 0$ ,  $RI_4 = 0.9$ ,  $CR = 0$ 。

该判断矩阵表所对应的判断矩阵的最大特征根为:  $\lambda_{\max} = 3.03$ ,  $W_3 = (0.279, 0.390, 0.331)^T$ ,  $CI = 0.015$ ,  $RI_3 = 0.58$ ,  $CR = 0.026 < 0.1$ 。

另外,假设监事与监事会治理评价、信息披露评价、利益相关者评价三个准则层下的所有指标都一样重要。因此,所对应的特征向量分别为:  $(0.500, 0.500)^T$ ,  $(1/3, 1/3, 1/3)^T$ ,  $(0.200, 0.200, 0.200, 0.200, 0.200)^T$ , 且  $CR$  均等于 0。

表 5 准则层经理层治理评价指标 ( $F_4$ ) 判断矩阵表

$F_4$	$F_{41}$	$F_{42}$	$F_{43}$
$F_{41}$	1	7/9	7/9
$F_{42}$	7/9	1	9/7
$F_{43}$	9/7	7/9	1

根据 AHP 的一致性判断标准 ( $CR < 0.1$ ), 以上判断矩阵表均能通过一致性检验。因此, 每一个判断矩阵表所对应的特征向量中的各分量即为指标权重系数的大小。而具体指标之间的相对重要性在本文中不作区分即假定每个准则层下的各具体指标一样重要。

① 何红渠、廖斌(2007)认为:董事会结构与董事会独立性相关重要系数为 1/2, 董事会结构与董事会运作相对重要系数为 1/2, 董事会独立性与董事会运作相对重要系数为 1。

### (三) 公司治理评价指数模型。

#### 1. 公司治理评价指数模型与计算。

根据前述评价指标的选择、评价标准的确定、确定权重方法的选取，可构建出如下我国家族上市企业公司治理评价指数模型：

$$FCCGI = \sum_{i=1}^n \alpha_i CCGI_i \quad (i = 1, 2, 3, 4, 5) \quad (1)$$

其中：FCCGI——家族上市企业公司治理指数

$\alpha_i (i = 1, 2, 3, 4, 5, 6)$ ——各评价指标的重要性即其权重

CCGI<sub>i</sub>——控股股东行为评价指数、董事会治理评价指数、监事会治理评价指数、经理层评价治理指数、信息披露评价指数、利益相关者治理评价指数

将第二部分所确定的特征向量  $W_A = (0.263, 0.216, 0.129, 0.148, 0.150, 0.094)^T$  代入(1)可得：

$$FCCGI = 0.263 CCGI_1 + 0.216 CCGI_2 + 0.129 CCGI_3 + 0.148 CCGI_4 + 0.150 CCGI_5 + 0.094 CCGI_6$$

#### 2. 目标层一级指标计算过程。

$$F_n = \frac{\sum_{i=1}^n F_{ni} \cdot q_i \cdot 100}{\sum W_i} \quad (2)$$

其中： $F_n$ ——第  $n$  项目标层公司治理评价指标的指数值

$F_{ni}$ ——第  $n$  项目标层评价指标下的二级指标

$q_i$ ——目标层下各指标的权重，其中  $\sum_{i=1}^m q_i = 1$

$m$ ——目标层下具体指标即二级指标的数目

$\sum W_i$ ——目标层下二级指标的个数

同理，将前文所确定的准则层指标权重代入上式便可求得各一级指标的计算公式。

#### 3. 具体指标即三级指标的计算。

第一，对于评价内容单一的“是否”评价指标（如近三年是否更换会计师事务所、近三年是否有会计政策或会计估计变更等三级指标），本文采用 0, 1 赋值法。若某家族上市公司在该项指标的表现为“是”，则其个体指数为 1；若某家族上市企业在该项指标的表现为“非”，则其个体指数为 0。第二，对于评价标准中含有多项评价内容的“是否”评价指标（如专题及重大事项披露，其评价标准为：上市公司应完全披露会计报表附注说明会计政策会计估计及合并范围、募集资金使用情况、关联交易、或有事项、财务担保、分部、股价短期内频繁异动原因七个方面的信息），采用阶梯指数法。若某家族上市企业同时满足以上七个内容中的  $n$  个，则该指标指数为  $n/7 \times 100\%$ 。第三，对于评价标准为单向趋势的“越……越……”指标（如控制权与现金流权分离度指标的评价标准为越低越好等），则将所选取的样本按照该指标的大小排列将其分为十类。若该指标与公司治理指数呈正向关系，数值最大组该项指标的指数为 100%，数值最小组的该项指标的指数为 0，依此类推。第四，对于定量指标，本文采取与第三种定性指标相同的方法。由于本文假定各二级指标下的三级指标权

重相等，所以只要求得三级指标的指数便可通过算术平均数计算出二级指标的指数。

**参考文献：**

1. Claessens, S., Djankov, S & Joseph, P. H. et. al. Disentangling the incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 2002(6):2471 - 2271.
2. La Porta, R., Lopez - de - Silanes, F. Schleifer and R. W. Wishny. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance Economics*, 2002(1):3 - 27.
3. Yeh, Y.H., T.S.Lee and T. Woidtke. Family Control and Corporate Governance: Evidence for Taiwan. *International Review of Finance*, 2001(2):21 - 48.
4. 李维安:《公司治理评价与指数研究》,高等教育出版社 2005 年版。
5. 李维安:《董事会治理评价研究》,高等教育出版社 2006 年版。
6. 叶银华、李存修、柯承恩:《公司治理与评级体系》,中国财政经济出版社 2002 年版。
7. 罗剑:《家族控股与国有控股对绩效影响的比较分析——以中国上市公司为例》,四川大学 2005 年版。
8. 周立新:《大股东治理与公司绩效:来自于中国上市家族公司的实证研究》,《统计与决策》2006 年第 6 期。

作者单位：厦门大学王亚南经济研究院  
邮 编：361005

**书讯**

简新华著：

**《中国经济发展探索》《中国经济改革探索》**

武汉大学出版社 2007 年 10 月出版

这是作者两本分别探索中国经济发展和改革问题的论文集，收录 160 多篇论文。《中国经济发展探索》包括工业化、城市化和城市化道路、增长方式转变和产业结构调整、劳动就业、经济发展战略、科学发展观、地区经济发展、中国经济发展趋势和对策等 8 个部分共 56 篇文章；《中国经济改革探索》包括所有制改革、国有企业改革、分配方式改革、社会主义市场经济理论创新等 5 个部分 49 篇文章。皆为中国的经济繁荣而探索、为人民的共同富裕而奋斗。（张文）