

财务治理、投资效率与企业经营绩效^{*}

高明华,朱松,杜雯翠

(北京师范大学经济与工商管理学院,北京 100875)

摘要:较好的财务治理能够降低委托代理成本,降低股东和债权人的信息不对称风险,从而使企业运行效率更高。研究发现,投资效率在财务治理对经营绩效的影响中起到了部分中介的作用,即财务治理能够提高企业的投资效率,从而对经营绩效产生一定程度的积极作用。而这种积极作用主要是通过财务控制和财务监督实现的,财权配置和财务激励所体现的财务治理功能效果并不明显。因此,国内公司治理的重点可能已经不是监督和控制的问题,更多的注意力应当放在利益相关者之间的财权配置和财务激励上。

关键词:财务治理;投资效率;经营绩效;中介效应

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2012)04-0123-11

一、引言

在理论界与实务界对公司治理的研究日益深化之际,公司财务治理日益成为我国学者研究的论题。财务治理是关于企业财权配置、财务控制、财务监督和财务激励的一系列正式和非正式的制度安排(高明华等,2011),是公司治理的核心组成部分。公司治理的目标在很大程度上是通过财务治理完成的(姚晓民等,2002)。企业出现的“内部人控制”、“财务信息失真”等现象,主要原因在于公司治理,特别是财务治理出现严重问题。然而,目前财务治理的研究主要集中于财务治理概念的界定和财务治理体系框架的构建,缺少系统性的评价指标及其治理效率的实证研究,造成学术界难以在改善财务治理方面为实务界提供系统性的建议和借鉴,导致治理措施不够系统化,实施效果不佳。因此,我们认为应该构建系统性的财务治理指标,探讨财务治理对企业经营绩效的影响,以及这种影响的中介变量和中介作用程度,这样才能深化财务治理的研究。

收稿日期:2011-08-31

基金项目:国家社会科学基金资助项目(09BJL023)

作者简介:高明华(1966—),男,山东禹城人,北京师范大学经济与工商管理学院教授,博士生导师;

朱松(1982—)(通讯作者),男,陕西西安人,北京师范大学经济与工商管理学院讲师,博士;

杜雯翠(1983—),女,吉林通化人,北京师范大学经济与工商管理学院博士生。

二、文献回顾

西方学者侧重从财务视角对公司治理问题进行分析,通过资本结构的非数量研究、现代企业理论以及公司治理理论等角度将公司财务理论与公司治理理论融合,探讨公司财务与治理之间的内在关联性和依存性。Daphne(1991)认为,在特定的内部治理结构下,组织活动的财务效率的影响具有多样性。Johnson等(1993)运用交易经济学理论整合和对比了不同类型的财务治理。Park(1998)分析了企业内部审计委员会及内部治理结构对财务报告质量和审计过程的影响,认为加强公司财务治理对提高财务报告质量、赢得公众支持有着重要作用。但是,研究者并没有提出明确的财务治理概念,也没有提出较为完整的财务治理理论体系。

实际上,财务治理理论是中国财务学界明确提出并发展的创新性理论(申书海等,2006)。冯巧根(2000)认为,财务治理是一种契约安排,通过一定的财务治理手段合理配置剩余索取权和控制权,以形成科学的自我约束机制和相互制衡机制。伍中信(2010)认为,财务治理是企业财权的一种安排机制,而杨淑娥等(2002)则认为,财务治理是指财权在利益相关者之间的不同有效配置。林钟高等(2003)认为,财务治理是一组联系各相关利益主体的正式和非正式关系的制度安排和结构关系网络,其目的在于试图通过这种制度安排,达到相关利益主体之间权力、责任和利益的相互制衡,实现效率和公平的合理统一。而如何衡量企业的财务治理也有不同的体系和标准。衣龙新(2004)提出财务治理应包含治理结构、治理机制和治理行为三方面内容。杨淑娥(2004)则认为,财务治理框架应包括财务体制、财务法规制度、内部和外部监控机制。

由于对财务治理认识上的不一致,财务治理评价方面也存在较大差异,本文借鉴管理学中的中介效应研究方法,从投资效率角度探讨财务治理对经营绩效的作用路径,分析投资效率的部分中介作用,以期深化治理结构改善经营绩效的研究。

三、理论分析与研究假设

财务治理包括:(1)财权配置,主要考察企业的各利益相关体是否能够行使好财务决策权;(2)财务控制,主要考察企业财务权力的执行过程;(3)财务监督,主要考察企业各个职能部门及其他利益相关者对财务权力执行过程的监督;(4)财务激励,主要考察企业是否具有足够有效的财务激励机制(高明华等,2011)。如果企业能够合理地进行财权配置,股东和债权人就都能够行使权利,保障自身利益。财权的适度配置还能够在股东、债权人和管理层之间达成信赖,保障企业资金的顺利获得,降低融资成本,从而提高投资效率和经营效率。如果拥有一个健全的内部控制体系和风险控制体系,即完善的财务控制体系,企业就能够及时

反馈信息,合理配置资金,风险得到有效管理,从而提高资金运行效率和经营效率。监督和激励是财务控制执行过程中的两个关键因素,其中完善的监督检查体系能够促进项目和计划的高效执行,使资源流向效率更高的项目,避免资源的浪费,从而提高投资效率和经营绩效;健全的激励机制能够降低管理层的代理成本,更好地为股东和债权人的利益服务,从而使企业在投资和经营上表现得更为出色,提高投资效率和经营绩效。

也就是说,企业在财权配置、财务控制、财务监督以及财务激励方面采取适当和可行的措施,股东和债权人就能够较好地限制管理层滥用力。而管理层既得到了适度的激励,也受到股东和债权人的有效监督,那么委托代理问题就能够在一定程度上得到缓解。从代理角度看,财务治理较好的企业,其运行效率也会相应较高。从信息不对称角度看,财务治理较好的企业,股东和债权人的利益能够得到有效保护,降低他们的风险,从而使企业比较容易得到资金和成本较低的资金,有效缓解投资和扩张过程中的资金约束,提高投资效率,进一步改善业绩。因此,我们提出如下假设。

假设 1:财务治理对企业的投资效率有积极的影响。

假设 2:财务治理对企业的经营绩效有积极的影响。

低效投资(不论是过度投资还是投资不足)会使企业有限的资源被耗费,降低企业的运行效率。而财务治理能够降低委托代理成本,以及股东和债权人的信息不对称风险,从而使企业的资本投资更有效。高效的资金配置必然对企业经营产生积极作用,因此,如果财务治理有效改善了投资效率,那么,就能够提高企业绩效。

同时,财权配置、财务监督、财务控制和财务激励等方面的财务治理措施能够降低代理成本和信息不对称,尤其是监督和控制方面的财务治理措施在减少代理问题方面发挥了重要作用。财务治理越好,经营过程中代理问题就越少,从而企业绩效越高。较好的财务治理也降低了信息不对称风险,使企业获得更多成本较低的资金和更好的投资机会,从而进一步提高经营绩效。也就是说,企业绩效的改善并不完全是投资效率改善的结果,还受管理效率及其他方面的影响。因此,我们提出如下假设。

假设 3:投资效率在财务治理对经营绩效的影响中起到了部分中介的作用。

四、研究设计

(一)模型设定

较好的财务治理能够降低委托代理成本及股东和债权人的信息不对称风险,从而使企业的资本投资更加有效。高效的资金配置必然会对企业的经营绩效产生积极的贡献。但提高企业绩效并不完全是投资效率改善的结果,可能还受管理效率及其他方面的影响。也就是说,投资效率在财务治理对经营

绩效的影响中可能只是起到部分中介的作用。目前检验中介效应的研究大多基于 Baron 等(1986)模型,本文也基于 Baron 等(1986)模型原理,构建投资效率在财务治理中对经营绩效影响的中介效应模型。具体步骤如下:

首先,构造财务治理对经营绩效的影响模型。

$$\text{Perform} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Score} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{CF} + \alpha_5 \text{OP} + \alpha_6 \sum_{i=6}^{16} \text{Inds} + \epsilon \quad (1)$$

其中,Perform 为经营绩效指标,Score 为财务治理指标,Size 为企业规模,Lev 为负债率水平,CF 为现金流情况,OP 为审计意见,Inds 为行业。本文预期 $\alpha_1 > 0$,即财务治理与企业经营绩效正相关。

其次,构建财务治理对中介变量(投资效率)的影响模型:

$$\text{Investeff} = \beta_0 + \beta_1 \text{Score} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{CF} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \sum_{i=6}^{16} \text{Inds} + \epsilon \quad (2)$$

其中,Investeff 为投资效率指标,ROA 为盈利能力,其他变量定义同上。本文预期 $\beta_1 > 0$,即财务治理能够有效提高公司的资本投资效率。

最后,在模型(1)的基础上加入中介变量(投资效率),检验投资效率的中介作用程度(完全中介、部分中介或者无中介效应),变量定义同上。

$$\text{Perform} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Score} + \gamma_2 \text{Investeff} + \gamma_3 \text{Size} + \gamma_4 \text{Lev} + \gamma_5 \text{CF} + \gamma_6 \text{OP} + \gamma_7 \sum_{i=7}^{17} \text{Inds} + \epsilon \quad (3)$$

根据 Baron 等(1986)模型原理,若 $\alpha_1 > \gamma_1 > 0$,且 $\gamma_2 > 0$,在统计上显著,则投资效率在财务治理对经营绩效的影响中起到了部分中介的作用;若 $\gamma_1 > 0$,在统计上不显著,且 $\gamma_2 > 0$,在统计上显著,则投资效率起到完全中介的作用;若 $\gamma_2 > 0$,在统计上不显著,则投资效率无中介作用。对于中介效应的统计检验,通常采用 Sobel-Z 检验(Preacher 等,2004)

(二)变量定义

本文采用《中国上市公司财务治理指数报告(2011)》(高明华等,2011)中公布的上市公司财务治理得分,包括总得分和四个子项得分,构建财务治理指标。指标体系见表1。

为降低盈余管理的影响,本文采用“营业利润/总资产”表征企业的经营绩效,同时还采用剔除非经常性损益后的净利润计算经营绩效指标。

投资效率的衡量采用目前使用较多的 Richardson(2006)模型,该模型直接度量了特定公司和年度的资本配置效率(朱松等,2010),残差表征无效投资。为解释方便,本文采用残差绝对值(过度投资和投资不足都表示无效投资)的相反数表征投资效率(Investeff)。该数值越大,投资效率越高。

表 1 财务治理指标体系

一级指标	二级指标	评价标准
财权配置	1. 关联交易是否经(临时)股东大会通过	是(1分);否(0分)
	2. 重组决策是否经(临时)股东大会通过	是(1分);否(0分)
	3. 两权分离度 ^① 是否小于样本中位值	是(1分);否(0分)
	4. 董事会是否提出清晰的财务目标 ^②	是(1分);否(0分)
	5. 董事会与外部董事是否有明确的沟通交流机制 ^③	是(1分);否(0分)
	6. 独立董事比例是否不低于 50%	是(1分);否(0分)
	7. 独立董事中是否有财务或会计方面的专家	是(1分);否(0分)
	8. 董事长和总经理是否两职分离	是(1分);否(0分)
	9. CFO 是否具有高级职称或相关资格认证	是(1分);否(0分)
财务控制	10. 董事会或股东大会是否定期评估内部控制	是(1分);否(0分)
	11. 各专门委员会是否在内部控制中起作用 ^④	是(1分);否(0分)
	12. 董事会或股东大会是否披露具体内部控制措施	详细说明(1分);笼统说明(0.5分);无说明(0分)
	13. 风险控制委员会设置情况如何	设置且独立董事比例不低于 2/3(1分);设置但独立董事比例低于 2/3(0.5分);未设置(0分)
	14. 公司财务弹性是否大于样本中位值 ^⑤	是(1分);否(0分)
	15. 公司对外部资金依赖程度是否小于样本中位值 ^⑥	是(1分);否(0分)
	16. 是否披露可预见的财务风险因素	是(1分);否(0分)
财务监督	17. 是否 ST	是(0分);否(1分)
	18. 审计委员会设置情况如何	设置且独立董事比例为 100%(1分);设置但独立董事比例低于 100%(0.5分);未设置(0分)
	19. 外部审计是否出具标准无保留意见	是(1分);否(0分)
	20. 公司网站是否披露当年财务报告	是(1分);否(0分)
	21. 公司网站是否披露过去连续三年财务报告	是(1分);否(0分)
	22. 公司是否披露公司发展前景的相关信息	是(1分);否(0分)
	23. 公司是否披露关联方交易状况	是(0分);否(-1分)
	24. 当公司会计政策发生变化时,是否做出解释	未变更(1分);变更并做出解释(0.5分);变更但未做解释(0分)
财务激励	25. 公司是否因违规而被证监会、证交所等部门公开批评、谴责或行政处罚	是(-1分);否(0分)
	26. 公司是否定期发放现金股利	是(1分);否(0分)
	27. 高管薪酬支付是否合理 ^⑦	是(1分);否(0分)
	28. 薪酬委员会设置情况如何	设置且独立董事比例不低于 2/3(1分);设置但独立董事比例低于 2/3(0.5分);未设置(0分)
	29. 公司是否采用股票期权激励政策	是(1分);否(0分)
	30. 员工报酬增长率是否不低于营业收入增长率	是(1分);否(0分)

注:①采用与 La Porta 等(1999)类似的方法,通过层层追溯上市公司股权控制链(Control Chain)的方式找出最终控制人。两权分离度是控制权与所有权的差额。②“董事会报告”中是否出现“制订了下一年的财务预算、提出下一年的盈利目标或成本控制目标等”的信息。③年度财务报告中是否出现“董事会建立与外部董事沟通机制、信息交流平台或交谈”的信息。④年度财务报告中是否出现“审计委员会负责检查公司内部控制工作,历次审计委员会会议均听取公司内部控制工作汇报,并在年度董事会上将相关情况提交董事会审议”的信息。⑤采用“经营活动产生的现金流量净额/总资产”表示财务弹性。⑥采用“(投资产生的现金流出-经营活动产生的现金流出)/投资产生的现金流出”表示外部资金依赖度。⑦利用《中国上市公司高管薪酬指数报告(2011)》(高明华等,2011)对上市公司高管薪酬的评价结果(“中国上市公司高管薪酬指数 2011”以调整后的高管薪酬与营业收入的比值作为高管薪酬合理性评价标准,并按照 1/4 分位数法将所有上市公司

分为激励不足、激励适中和激励过度三类),若上市公司高管薪酬激励适中,认为其高管薪酬支付合理,若上市公司高管薪酬激励不足或过度,认为其高管薪酬支付不合理。

控制变量包括:公司规模(Size),期末总资产的自然对数;资本结构(Lev),期末总资产负债率;现金流情况(CF),当期经营活动现金流/期末总资产;盈利水平(ROA),当期净利润/期末总资产;审计意见(OP)为哑变量,非标审计意见为1,否则为0;行业(Inds)为哑变量,按照证监会行业分类,剔除金融保险行业,剩下12个行业定义11个哑变量。

为了避免异常值的影响,本文对所有连续变量上下1%都进行了Winsorize处理。

(三)研究样本

本文选择了2010年全部A股上市公司,剔除了上市不足2年、财务数据缺失的样本,最终为1496家上市公司。

财务治理(Score)指标来自于《中国上市公司财务治理指数报告(2011)》(高明华等,2011),包括财务处理总体得分(FG)、财权配置(PZ)、财务控制(KZ)、财务监督(JD)和财务激励(JL),所有数据来自于上市公司年度财务报告。其他财务数据和市场收益数据均来自于锐思数据库(Resset)。

五、实证检验

本文基于Richardson(2006)模型对样本公司的无效投资进行了计量分析(因篇幅限制未报告)。表2是基于Baron等(1986)中介效应模型的结果。首

表2 财务治理、投资效率与经营绩效

变量/参数	模型1	模型2	模型3
FG	0.053*** (3.04)	0.053*** (2.64)	0.049*** (2.81)
Investeff			0.088*** (3.96)
Size	0.011*** (9.14)	0.004** (2.53)	0.011*** (8.93)
Lev	-0.109*** (-15.71)	-0.007 (-0.94)	-0.108*** (-15.68)
CF	0.206*** (11.72)	-0.075*** (-3.57)	0.211*** (12.03)
OP	-0.046*** (-5.89)		-0.044*** (-5.71)
ROA		0.091*** (2.80)	
Inds	控制	控制	控制
N	1496	1496	1496
R ²	0.381	0.056	0.387
Sobel-Z		2.17**	

注:被解释变量为营业利润/期末总资产。括号内为t值,***, **和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,下表同。

先,不考虑投资效率对经营绩效的影响,检验财务治理与经营绩效的关系,见模型 1。其次,考察财务治理对投资效率的影响,见模型 2。最后,考察财务治理是否间接通过影响投资效率影响经营绩效,见模型 3。

模型 1 中,财务治理(FG)的系数 α_1 在 0.01 水平上显著为正,即财务治理越好,公司经营绩效越好,假设 2 得到验证。模型 2 中,财务治理的系数 β_1 也显著为正,即财务治理能够有效提高企业的投资效率,财务治理越好的企业,其投资效率越高,假设 1 得到验证。模型 3 中,投资效率(Investeff)的系数 γ_2 显著为正,即投资效率越好的企业,其经营绩效越高,意味着改善投资效率能够对经营绩效起到积极作用。财务治理的系数 γ_1 显著为正,与模型 1 的系数 α_1 相比下降了 0.004(0.053—0.049),降幅为 8%,表明加入投资效率对经营绩效的影响后,财务治理对经营绩效的影响程度有所下降,因此,投资效率在财务治理对经营绩效的影响中起到了部分中介作用,而且 Sobel-Z 值为 2.17,表明这部分中介作用在统计上显著,假设 3 得到验证。

表 3 进一步将财务治理(FG)分解为财权配置(PZ)、财务控制(KZ)、财务监督(JD)和财务激励(JL),仍基于 Baron 等(1986)中介效应模型进行回归检验。模型 1、模型 2 和模型 3 中财务治理的系数都只有在用财务控制和财务监督衡量财务治理时显著为正,也就意味着财务治理对企业经营绩效和投资效率的积极影响主要是通过财务控制和财务监督实现的,财权配置和财务激励所体现的财务治理功能效果并不明显。假设 1 和假设 2 部分得到验证。模型 1 和模型 3 中财务治理系数具有显著性,意味着投资效率在财务治理对经营绩效的影响中起到了部分中介的作用。但是,由于财务治理变量只有在财

表 3 财务治理、投资效率与经营绩效一分项指标

	财权配置(PZ)			财务控制(KZ)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3
Investeff			0.092*** (4.13)			0.090*** (4.03)
Score	-0.001 (-0.08)	0.010 (0.93)	-0.001 (-0.14)	0.020** (2.19)	0.022** (2.06)	0.019** (2.01)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1 496	1 496	1 496	1 496	1 496	1 496
R ²	0.377	0.052	0.384	0.379	0.054	0.386
Sobel-Z	0.98			-1.68*		
	财务监督(JD)			财务激励(JL)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3
Investeff			0.085*** (3.80)			0.092*** (4.13)
Score	0.049*** (4.43)	0.042*** (3.30)	0.046*** (4.13)	0.012 (1.30)	-0.003 (-0.28)	0.013 (1.33)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1 496	1 496	1 496	1 496	1 496	1 496
R ²	0.385	0.059	0.391	0.378	0.052	0.385
Sobel-Z	2.65**			-0.21		

务控制和财务监督下显著,投资效率的部分中介效应只有在财务控制和财务监督方面成立。财权配置和财务激励下治理变量系数不显著,表明投资效率在财权配置和财务激励对经营绩效的影响中没有发挥中介效应。Sobel-Z 统计量也验证了以上结论。

表 4 根据 Richardsen(2006)模型残差将样本分为过度投资类(回归残差大于 0)和投资不足类(回归残差小于 0),分别检验了财务治理对两类不同企业经营绩效的影响。对于过度投资类样本,在财务治理(FG)的回归中,财务治理(Score)的系数都不显著,意味着财务治理对企业投资效率和经营绩效的积极贡献不明显。在分项得分中,只在财务监督(JD)的回归中,Score 的系数显著为正,在其他财务治理指标的回归中都不显著。这意味着对于过度投资企业而言,只有财务监督发挥了积极作用。其可能的原因在于:(1)过度投资

表 4 财务治理、投资效率与经营绩效—不同投资效率类型

	财务治理(FG)			财权配置(PZ)			财务控制(KZ)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3
Part A:过度投资									
Score	0.002 (0.08)	0.043 (1.22)	-0.000 (-0.01)	-0.009 (-0.69)	0.002 (0.08)	-0.009 (-0.69)	-0.002 (-0.16)	0.018 (0.97)	-0.003 (-0.23)
Investeff			0.058** (2.18)			0.058** (2.18)			0.059** (2.19)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	650	650	650	650	650	650	650	650	650
R²	0.333	0.073	0.338	0.333	0.071	0.338	0.333	0.072	0.338
Sobel-Z	0.13			-0.48			0.13		
Part B:投资不足									
Score	0.093*** (3.76)	0.064*** (2.97)	0.084*** (3.40)	0.003 (0.21)	0.018 (1.54)	0.001 (0.05)	0.040*** (3.04)	0.023* (1.95)	0.037*** (2.82)
Investeff			0.168*** (4.36)			0.179*** (4.63)			0.173*** (4.49)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	846	846	846	846	846	846	846	846	846
R²	0.435	0.113	0.447	0.425	0.106	0.440	0.431	0.108	0.445
Sobel-Z	3.35***			1.28			2.63**		
	财务监督(JD)						财务激励(JL)		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3			
Part A:过度投资									
Score	0.038** (2.43)	0.064*** (2.85)	0.034** (2.20)	-0.010 (-0.77)	-0.018 (-0.89)	-0.009 (-0.70)			
Investeff			0.052* (1.93)			0.058** (2.16)			
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制			
N	650	650	650	650	650	650			
R²	0.339	0.083	0.343	0.333	0.072	0.338			
Sobel-Z	1.65*			-0.57					
Part B:投资不足									
Score	0.054*** (3.47)	0.029** (2.11)	0.050*** (3.24)	0.032** (2.44)	0.011* (1.92)	0.029** (2.26)			
Investeff			0.172*** (4.46)			0.175*** (4.54)			
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制			
N	846	846	846	846	846	846			
R²	0.433	0.109	0.447	0.429	0.105	0.443			
Sobel-Z	3.04***			2.37**					

在实务中很难衡量和察觉,从而即使实际是不合理的项目,财务治理较好的企业也会进行大量投资,造成财务治理与过度投资之间的关系不明显。(2)企业在资金使用过程中有效的监督能够及时纠正前期错误的项目,尤其是在事前难以准确判断的情况下,执行过程中的监督和事后的纠正有利于整体效率的提高,而这是财务控制和激励难以实现的。

对于投资不足类样本,在财务治理(FG)的回归中,财务治理(Score)的系数都显著为正,意味着财务治理对企业投资效率和经营绩效存在积极的贡献。在分项得分检验中,只在财权配置的回归中,Score 的系数不显著,在其他财务治理指标的回归中都显著为正。这就意味着对于投资不足的企业,财务控制、财务监督和财务激励都发挥了积极作用,只是财权配置的影响不明显。相对于过度投资难以察觉,投资不足较容易发现,财务治理相对较好的企业,能够在有限的资金使用过程中更为合理地促进资源的有效配置,减少因资金限制导致的投资不足情况。而且,如果能够对资金进行有效控制,并对项目进行合理的监督,对项目负责人进行适度的激励,就能够降低不必要的资源浪费,使资金得到有效配置。

本文还采用剔除非经常性损益后的净利润作为利润指标计算经营绩效,并进行回归分析(限于篇幅未报告),结果与上述结论基本一致,支持了本文的假设。

六、结 论

本文从财权配置、财务控制、财务监督和财务激励维度探讨了处于公司治理核心地位的财务治理对企业经营绩效的影响。研究发现,投资效率在财务治理对经营绩效的影响中起到了部分中介作用,即财务治理能够提高企业的投资效率,从而对经营绩效产生一定的积极作用。在我国,这种积极影响主要是通过财务控制和财务监督实现的,财权配置和财务激励所体现的财务治理功能效果并不明显。这意味着对于企业而言,要提高投资效率和经营绩效不仅需要进一步巩固财务控制和财务监督方面的治理,更需要加强财权配置和财务激励方面的建设。由于财务治理的不同维度不具有替代性,因此,目前国内公司治理的重点可能已经不是监督和控制的问题,应更多地将注意力放在利益相关者之间的财权配置和财务激励方面。

本文的大样本实证研究支持了财务治理对公司运行的重要作用,为公司治理理论的发展提供了新的经验证据。从控制体系角度系统性地评价和实证检验中国上市公司的财务治理及其有效性,能够为公司治理结构的改善以及企业投资效率和经营绩效的提高提供参考。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,其意见使得本文更加充实,当然文责自负。

主要参考文献:

- [1]高明华,杜雯翠,朱松,等. 中国上市公司财务治理指数报告(2011)[M]. 北京:经济科学出版社,2011.
- [2]高明华,杜雯翠,张平浩,等. 中国上市公司高管薪酬指数报告(2011)[M]. 北京:经济科学出版社,2011.
- [3]林钟高,叶德刚. 财务治理结构:框架、核心与实现路径[J]. 财务与会计,2003,(4):18—21.
- [4]申书海,李连清. 试论公司财务治理与财务管理的关系对接[J]. 会计研究,2006,(10):50—55.
- [5]伍中信. 现代企业财务治理结构论[M]. 北京:中国财政经济出版社,2010.
- [6]杨淑娥,金帆. 关于公司财务治理问题的思考[J]. 会计研究,2002,(12):51—55.
- [7]姚晓民,何存花. 论二元化资本结构与公司治理效率[J]. 财政研究,2002,(8):74—75.
- [8]衣龙新. 财务治理理论研究[D]. 成都:西南财经大学博士学位论文,2004.
- [9]Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variables distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51: 1173—1182.
- [10]Preacher K J, Hayes A F. SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models[J]. Behavior Research Methods, Instruments, and Computers, 2004, 36: 717—731.
- [11]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, (11): 159—189.

Financial Governance, Investment Efficiency and Corporate Managing Performance

GAO Ming-hua, ZHU Song, DU Wen-cui

(School of Economics and Business Administration, Beijing Normal University, Beijing 100875, China)

Abstract: Good financial governance can reduce agency costs and the risk of information asymmetry between shareholders and creditors, thus leading to better corporate managing performance. This paper finds that investment efficiency plays an intermediate role in the effect of financial governance on managing performance, namely better financial governance can improve corporate investment efficiency, thus improving managing performance to a certain extent. The positive effect of financial governance is mainly

achieved by financial control and supervision, and the governance functions of financial distribution and incentives are not significant. Therefore, the emphasis of corporate governance in China should be on financial power distribution between stakeholders and financial incentives rather than supervision and control.

Key words: financial governance; investment efficiency; managing performance; intermediate effect

(责任编辑 金 澜)

(上接第 25 页)

The Basic Thought of Institutional Improvement: Evolution Impetus and Optimization Principles

ZHU Fu-qiang

(Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Neoclassicism explains institutional changes mainly based on power game. But there are three main drivers of institutional changes, namely the spontaneous change in social power structure, the conscious change in social power structure and the rise in social cognition of institutional nature; the latter two are associated with cognition which plays an important role in the transformation from informal institution into formal institution. At the same time, neoclassicism designs social institutions mainly based on the principle of efficiency. But the principles of institutional optimization include the principle of justice and the principle of efficiency; the principle of justice is the fundamental principle, and the institutional establishment and improvement must embody deepening social justice and deserved rights.

Key words: institutional change; institutional optimization; principle of justice; rational consciousness; power structure

(责任编辑 金 澜)