

【产业经济】

公司治理监管环境下合规对治理有效性的影响

——基于中国保险业数据的实证研究

李慧聪¹, 李维安^{2,3}, 郝 臣^{2,4}

- (1. 中国科学院大学公共政策与管理学院, 北京 100049;
2. 南开大学中国公司治理研究院, 天津 300071;
3. 天津财经大学工商管理学院, 天津 300222;
4. 南开大学商学院, 天津 300071)

【摘要】 在从“合规”向“有效”转型的监管背景下,政府监管部门推行了一系列治理监管规定,企业结合自身情况对这些监管规定作出行动反应。本文以中国股份制保险公司为样本,基于政府规制理论和制度变迁及制度创新理论,分别考察了遵守强制性监管规定的强制性治理合规和遵守非强制性指引建议的自主性治理合规对公司治理有效性的影响。结果表明,总体上,治理合规对治理有效性提升作用未充分体现;强制性治理合规对风险控制有效性和经营有效性均具有显著的提升作用,自主性治理合规的作用主要体现在提升经营有效性方面。两类治理合规行为在影响特定治理有效性时呈现边际递减的趋势。进一步研究发现,除上市保险公司强制性治理合规程度和风险控制有效性基本“匹配”外,所有样本公司的自主性治理合规多在“低效”运行。结论反映了监管存在合理边界以及治理合规行为的动机,建议在监管内容上,应当进一步推动从以治理结构为中心的“合规监管”向以治理机制为核心的“有效监管”转变;监管方式应理顺监管条线,加大非强制性治理指引建议的比重,引导企业自发提升公司治理水平。

【关键词】 公司治理; 公司治理监管; 公司治理有效性; 公司治理合规

【中图分类号】F171.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1006-480X(2015)08-0098-16

一、问题提出

当前,中国公司治理监管重心开始从注重“合规”向提升“有效”转变。2013年和2014年中国上市公司治理评价指数(CCGITM)反映出,中国上市公司治理出现“法规立了、架子有了、机制建了”,却

【收稿日期】 2015-06-23

【基金项目】 国家社会科学基金青年项目“保险公司治理的合规性与有效性及其对绩效影响的实证研究”(批准号11CGL045);中央高校基本科研业务费专项资金项目“保险公司股东治理、风险承担与监管研究”(批准号NKZXB1452)。

【作者简介】 李慧聪(1984—),女,山东济南人,中国科学院大学公共政策与管理学院博士后,管理学博士;李维安(1957—),男,山东青岛人,南开大学中国公司治理研究院、天津财经大学工商管理学院教授,博士生导师,管理学、经济学博士;郝臣(1978—),男,黑龙江大庆人,南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院副教授,管理学博士。通讯作者:李慧聪,电子邮箱:lihuicong@ucas.ac.cn。

依然问题频出现象^[1]。在当前监管环境下,企业的治理合规行为暴露出以下问题:①近年来公司治理合规程度不断提升,同类企业依据标准基本相似,但合规方式和执行力度相去甚远。②少数公司的治理合规行为大打“擦边球”,顶风作案导致治理机制失灵,如*ST九龙双头董事凸显的公司治理乱象。③多数公司在“结构”层面已经合规,但依然存在运行机制低效的情况。例如部分董事会结构完全符合监管规定,但过度干预日常经营,成为“经营型”董事会;还有个别董事会过于弱势,董事会形式化、决议空核化,成为“会议型”董事会。公司治理如何通过合规的“形似”到达有效的“神至”,是当前公司治理监管和建设面临的重点和难点问题。

制度作为外生变量可以改善组织效率^[2],治理作为一种制度安排具备提升组织效率的功能^[3]。①从监管部门角度,对公司治理进行刚性监管有利于协调委托—代理问题、降低信息不对称程度^[4],切实保护各方利益^[5]。研究证明遵守打击“隧道效应”的合规行为可以有效保护中小股东,公司治理监管更为严格的国家中控制权的私人收益较少^[6]。近年来在确保治理底线的基础上,监管部门依靠专业知识和信息优势,引导企业主动提升治理水平。在中国情境下,差异化的监管内容和监管方式是否有利于提升治理有效性还需要进一步检验。②从被监管企业角度,遵守监管规定的“合规”行为是公司权衡政府监管规定和自身得失之后的行为反应^[7]。现有研究证实较高的治理水平确实有利于提高治理有效性,作用路径包括降低信息不对称、节约监督成本等^[8]。但是现实中也出现各种治理违规的现象,这反映出合规的效果与监管内容和监管方式密切相关。具体到中国当下的治理监管环境,企业的治理合规行为能否提升治理有效性需要深入研究。③进一步深入分析治理合规,根据合规动机和遵守的监管规定的性质,治理合规行为可以分为被动遵守强制性监管规定的强制性治理合规行为和主动遵守非强制性指引建议的自主性治理合规行为。目前主流观点认为被监管公司置于统一的监管规定下,但近年来随着弹性监管的推出,被监管公司也有自主合规的空间。研究证明自主性治理合规能带来额外收益和积极效应^[9];能够从资本市场获得直接收益,包括吸引投资者^[10],避免外部抨击、防止市值被低估^[11],在与其他公司竞争中获得优势^[12];可以通过缓解内部复杂的委托—代理问题,降低代理成本^[13],合理分配利益相关者之间的权力^[14],避免管理者堑壕效应^[15],获得更多的外部投资^[16]以获得间接收益;杨忠莲和谢香兵^[17]的研究从治理违规行为反向验证了这一观点。弹性监管为深入分析治理合规提供了可能,但目前仅有少数研究注意到这类自发行为及其效果。本文分析上述两类治理合规行为,并考察不同治理合规行为和合规程度对治理有效性的影响。相关研究结论对于理解不同类型合规行为的治理效应具有重要的理论价值,对促进监管的“有的放矢”具有积极意义。

二、理论分析与研究假设

1. 公司治理监管环境:监管目标、内容与方式的转变

监管是政府为应对市场失灵和提高社会福利所采取的措施^①。监管环境包括监管目标、监管内容、监管行为共同形成的逻辑清晰、结构全面的监管框架及其系统运行方式。近年来,中国公司治理的监管环境呈现如下变化趋势:①监管目标从“合规”到“合规与审慎并重”。公司治理监管早期目标侧重“合规”,例如明确规定董事会结构和高管任职资格。在大部分公司都已经“合规”之后,监管部门出于审慎防范“僵局风险”、“控股风险”的考虑,逐步形成了合规与审慎并重的监管目标。②监管

① 广义的监管概念包括有法定监管权的政府机构、行业自律组织、企业内部监管部门和社会力量对市场和市场主体的组织与经营活动开展的监督和管理。狭义的监管主体一般仅包括政府和相关行业监管组织。

内容从宏观监管向微观监管转变。近年来公司治理监管规定从一般公司治理原则到各项公司治理行为指引转变。宏观监管的核心目的是避免可能引发经营波动并造成实体经济衰退的系统风险,所以这类监管针对所有被监管公司多采用相对统一的标准和原则,旨在降低和控制整体风险。随着对政府监管要求不断提升,监管重心逐渐下沉,开始关注被监管企业各方面具体治理行为,如控股股东行为、信息披露等。^③监管方式由刚性约束向弹性引导转型。以往监管主要依据公权力强制赋予公司义务,而国际主流监管方式则基于专业和优势对公司实施辅导或提示。中国公司治理监管正在从统一的刚性监管向差异化弹性监管转变,表现为从对表象的治理结构的合规监管向以治理机制的有效性监管转变,逐步强化风险提示、董事会列席观察、窗口指导等监管手段。从机理上看,合规监管是基础,有效监管是对合规监管的改进和提升。

2. 公司治理合规及合规程度评价

公司治理合规是在特定监管环境下,被监管企业根据监管规定和自身实际状况的行为反应,这种反应从被动到主动,形成了差异化的合规行为。^①长期以来,为快速推进公司治理改革,防范治理风险,形成较为统一的治理结构,监管部门推行了大量的强制性监管规定。与此相对应,企业的强制性治理合规本质上是迫于监管压力采取的行为,是通过实施相对统一的治理标准推进公司治理改革,这种合规行为并未充分考虑企业自身的特点。^②自主性治理合规多是源自市场压力和公司内部需要实施的自愿改进。尽管长期以来,企业公司治理自治的空间比较狭窄,但是2006年新《公司法》还是赋予了公司更多自治的权力,以上市公司的章程自治的影响路径为例,其大致的影响路径是:公司在合规基础上设立章程→实施个性化条款→信息披露→外部监督→降低代理成本→提升治理有效性。^③在制度环境逐步改善的情况下,企业作为被监管者,其公司治理建设经历了从强制性治理合规到主动改善治理状况,实施自主性治理合规的过程,体现了从被动到主动的发展历程。强制性治理合规与自主性治理合规相互补充,强制性治理合规是自主性治理合规的基础和前提,而自主性治理合规是在满足强制性治理合规基础上实施的制度创新,是对强制性治理合规的有效补充和超越。

因此,本文借鉴相关研究,依据合规的动机(主动或被动)以及遵守的治理监管规定的性质,将公司治理合规行为划分为强制性治理合规行为和自主性治理合规行为^①。一方面,中国公司治理监管主要采用强制性监管方式,要求被监管公司治理行为必须符合要求。这种方式一般只能监管显性的治理结构和机制设置,例如要求必须具备公司章程、董监事必须符合任职资格等。本文将公司遵守政府强制性监管规定的行为视为强制性治理合规行为,其动机是避免遭受惩罚、保证顺利开展经营活动。另一方面,国际上监管模式有从以“规则”向“原则”转变的趋势,中国监管部门也积极采用弹性监管方式,本文将自愿执行非强制性指引建议的行为视为自主性治理合规行为。国内公司治理弹性监管方式不同于国外“遵守或解释”原则,而是允许某些条款在一定范围内由被监管公司自行选择或者延期执行,因此,本文无法参考国外文献中对强制性治理和自主性治理的划分方式。区别和量化公司治理合规程度一直是研究的难点,类似研究全面梳理了所有涉及公司治理的监管规定,将其中所有公司都采纳的内容视为强制性治理行为,部分公司实施的内容视为自主性治理行为^②。本文部分借鉴这一思路,梳理目前中国公司治理全部的监管规定,按照对每一家公司的要求,逐个

^① 公司治理监管方式一般包括制度引导、现场监管、非现场监管、窗口指导、列席董事会等,相比较其他监管类型个性化、机动性和非制度性的特征,本文的监管规定是指监管机构实施的“制度引导”。在监管类型基本一致、监管目标复杂交织的背景下,从合规动机划分合规行为是相对可行的做法。

区分强制性治理合规行为和自主性治理合规行为,并制定评价标准^①(如图 1 所示)。调研问卷包括是否判断和主观打分两种问题,前者收集了所有样本公司治理行为信息,对照公司治理实际做法打分,确定强制性治理合规得分(Enforce)以及自主性治理合规得分的一部分。第二类问题确定了允许公司主观判断的治理行为水平。实证研究中对所有样本公司每一个问题自我打分求均值,实际得分低于平均值的赋值为 0,高于均值赋值为 1,然后将每家样本公司的赋值加总,得分构成自主性治理合规得分的另一部分,最终确定自主性治理合规得分(Autonomous),并对二者进行加权平均获得治理合规度总得分(Compliance)。

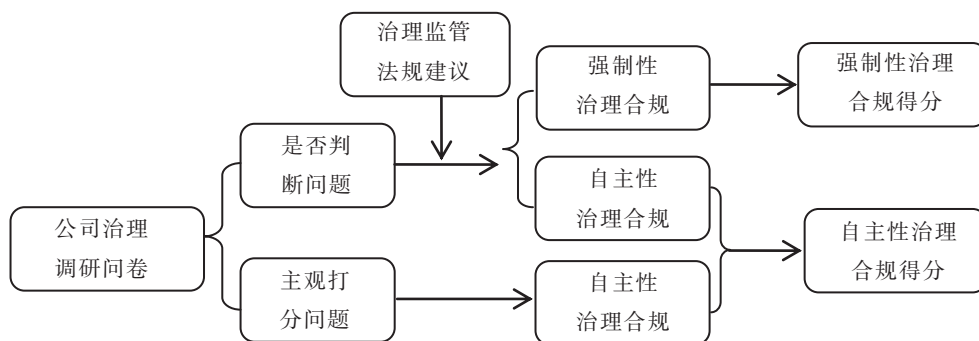


图 1 公司治理合规程度评价

资料来源:作者绘制。

3. 公司治理有效性

公司治理有效性方面,已有研究证实完善的治理结构和机制能够显著提升公司价值^[19],表现为公司绩效的改善和公司价值的提升、便利收益(主要包括融资需求的满足和融资成本的降低)、决策水平提升和效果改进、代理成本的减少等方面^[20],本文将此概括为经营有效性。除此之外,有研究证明公司治理对投资、并购等风险的控制作用较为明显^[21],公司治理作为一种制度保障,其作用更多的体现在确保企业稳健经营方面,因此公司治理有效性还应当包括由于公司治理改善带来的治理风险和履约风险的降低,本文称此为风险控制有效性。

公司治理有效性测度方面,早期研究将公司治理有效性等同于公司绩效,多选择市场价值或者财务绩效指标衡量公司治理有效性。有研究注意到公司治理过程中的投入,同时考虑治理的成本和收益,为从效率角度考察治理有效性的思路提供了一个综合视角^[22]。一些研究采用数据包络分析(DEA)或随机前沿分析(SFA)计算公司的技术效率,然后通过回归分析考察治理结构或者机制对技术效率的影响^[23,24],这类研究方法同时考虑了投入和产出两方面因素,并且能够相对科学地发掘治

① 本文收集了《保险法》、《公司法》、《关于规范保险公司治理结构的指导意见(试行)》、《保险公司独立董事管理暂行办法》、《保险公司风险管理指引(试行)》、《保险公司关联交易管理暂行办法》等二十余部监管法规,整理出 94 项具体行为,据此设计调研问卷。问卷共有 94 题,涵盖了股东大会、董事会、监事会等内部治理结构设置和治理机制运行的内容。调研问卷包括两类问题,第一类是是否判断性问题,共 70 题,包含了构建公司治理结构和机制方面显性指标,例如章程形式、内容是否健全、合规,公司治理报告内容是否真实完整等。另一类是主观打分性问题,共 24 题,主要包括公司治理机制在多大程度上符合治理指引建议的要求,这部分内容 by 被调查的保险公司根据自身主观判断打分。总指标构成为 8 个一级指标,52 个二级指标,94 个三级指标。

理因素的作用。Battese and Coelli^[25]对随机前沿模型进行改进,将效率影响因素纳入非效率函数,为考察治理机制对效率的影响提供了极大的便利,本文借鉴这一方法。

4. 公司治理合规对治理有效性的影响机理:基于降低代理成本的影响路径

公司治理合规对治理有效性的影响根植于政府规制理论和制度变迁及制度创新理论,两类理论都论述了治理的作用,即通过完善公司治理缓解委托—代理问题、降低或减少代理成本(影响路径见图2)。

①依据政府规制理论,当个人福利与社会福利出现冲突矛盾时,政府作为中立第三方为维护社会福利公平而进行监管。企业涉及广泛的利益相关者,为防止两类委托—代理问题,降低代理成本,有必要由政府 and 监管部门充当核心利益相关者的代表实施监管,监管的根本目的是从全社会整体利益出发^[26-28],确保各企业治理结构和机制建设在一定水平之上,以保证最大限度降低风险,进而保障广大利益相关者利益和社会经济稳定,所以这类监管也多采取强制性方式。其发挥作用可行的路径是:监管部门强制性监管规定→企业强制性合规行为→完善治理结构和机制→降低代理成本或缓解委托—代理问题→提升治理有效性。

②依据制度变迁与制度创新理论,自主性治理合规是企业 在强制性监管要求之上,自愿遵守非强制性指引建议,主动提升治理水平的行为,其本质是在监管部门引导下实现组织内部制度创新。制度变迁理论认为,制度改进可以减少不确定性因素,降低产生机会主义行为的可能性。实践中,企业遵守非强制性治理指引建议主动提高治理水平,如企业在《公司章程》中对部分条款实施的自治行为等,能够从资本市场获得直接收益;可以缓解内部复杂的委托—代理问题,降低代理成本,获得间接收益,进而提升治理有效性。其发挥作用可行的路径是:监管机构非强制性治理指引→企业自主性合规行为(含治理创新)→降低代理成本或缓解委托代理问题→提升治理有效性。

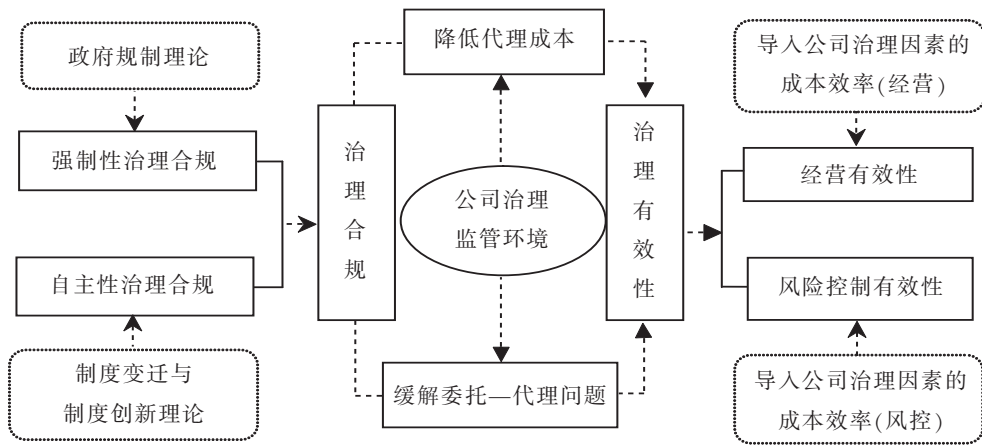


图2 公司治理合规对治理有效性的影响机理

资料来源:作者绘制。

5. 强制性治理合规与公司治理有效性

强制性治理监管要求被监管公司必须遵守,所以遵守这类监管规定的行为后果应当与监管目标一致。政府和监管部门实施治理监管的首要目的是控制风险,构建完善的公司治理结构和机制并使之有效发挥作用,实现企业内部监督制衡和决策科学,因此遵守公司治理监管规定的合规行为应能够提升风险控制有效性。良好的公司治理机制在很大程度上决定了企业能够拥有一套科学的决策制定和执行机制^[29],这将对公司业绩和 market 价值产生直接而深远的影响。在相对不完备的法律环

境下,实施强制性治理监管可以为股东带来实质性收益,进而对经营有效性具有提升作用。根据以上分析,本文提出:

假设 1:强制性治理合规可以提升公司治理有效性(风险控制有效性/经营有效性)。

金融危机之后各国政府短时间内出台一系列监管措施,相关研究在认可这些措施迅速改善被监管公司经营和风险控制能力的同时,也对其无差别的方式提出矫枉过正的质疑^[30]。根据成本—收益理论分析,监管部门实施公司治理监管以及被监管公司的治理合规都需要成本^[31-33],治理合规“过度”可能会给被监管公司带来经济负担,降低了治理有效性。现实中,大量企业选择离开纽约到伦敦上市,正是因为相比在美国上市公司须遵守的强制性的萨班斯法案,在英国伦敦证券交易所上市的公司遵守非强制性的指引建议所需要付出的合规成本更低。本文认为,治理合规程度需要同公司外部环境以及自身实际情况相适应,如果治理监管过于严苛,受到其他因素制约,治理合规行为并不能提升治理有效性;由于需要投入大量成本,过度合规反而可能起到相反作用。监管和合规都应当控制在一定范围和程度以内,防止“过度”监管增加企业的合规成本,进而降低治理有效性。根据以上分析,本文提出:

假设 2:随着强制性治理合规程度提高,治理有效性(风险控制有效性/经营有效性)先增加,达到极值后下降。

6. 自主性治理合规与公司治理有效性

非强制性治理监管允许被监管公司根据自身实际状况有选择遵守,故探讨这类行为的结果应当从公司主动合规的动机出发。当前,中国公司治理改革已经进入由“消极合规”向“主动合规”转变的新阶段^[34],合理的治理结构不仅要“合规”,更要有利于企业的创新。自主性治理合规是在监管部门引导下实现组织内部制度创新。从长远看,制度改进可以减少不确定性,降低产生机会主义行为的可能性;短期内更完善的公司治理结构代表着该公司制度建设更规范、信息披露更透明,能够作为一种信号吸引潜在的投资者,获得更多的外部投资。基于以上分析,本文提出:

假设 3:自主性治理合规可以提升公司治理有效性(风险控制有效性/经营有效性)。

理论上,公司在衡量自身成本收益之后实施的自主性治理合规行为,不应出现过度合规的问题。但是实践中部分大型公司出于自身战略考量主动遵守非强制性治理监管规定,特别是那些筹备或者已经上市的公司,希望据此在投资者面前塑造完美形象。这种行为的直接收益很难短期显现,而如果过度则很容易损害公司短期收益。根据以上分析,本文提出:

假设 4:随着自主性治理合规程度提高,治理有效性(风险控制有效性/经营有效性)先增加,达到极值后下降。

三、研究设计

1. 样本选择

中国保险公司一直以来非常重视治理结构建设。2006年保监会将公司治理监管纳入保险业监管的三大支柱,保险业也成为当时唯一明确对公司治理进行强制性监管的行业,此后保监会相继颁布了一系列指引类文件,对保险公司治理实施有区别的监管,经过近十年的改革,保险公司已经建立起相对完善的治理结构。保险行业富有层次的监管方式以及保险公司较为领先的治理水平是本文选择将保险公司作为研究对象的原因。

本文以中国股份制保险公司 2009 年和 2010 年的数据为样本,其中公司治理信息通过问卷调查获得,保险公司背景信息、经营和财务绩效数据以及风险控制数据通过《中国保险年鉴 2010》、

《中国保险年鉴 2011》和《中国保险年鉴 2012》收集。2009 年共有股份制保险公司 64 家,共发放调查问卷 64 份,回收问卷 59 份。剔除数据填写不全、数据明显异常的问卷,有效问卷 43 份。2010 年共有股份制保险公司 69 家,发放问卷 69 份,回收问卷 55 份,按照同样的原则,最终确认有效问卷 42 份。考虑到公司治理对经营业绩和效率的影响在一定程度上存在滞后性,为更好地控制内生性问题,本文选择 2009 年和 2010 年公司治理数据,相应的经营和风险控制选择 2010 年和 2011 年的数据。

2. 变量选择

(1)被解释变量。在考察保险公司治理有效性时,本文选择偿付能力溢额(*Solvency*)和总收入(*Income*)分别考察保险公司风险控制和经营能力,通过随机前沿分析考察既定投入产出不变的前提下,由公司治理因素带来的效率的增量,据此得出保险公司风险控制有效性(*Efficiency_{solvency}*)和经营有效性(*Efficiency_{income}*)数值,这两个治理有效性指标也将是分析保险公司治理合规和有效性关系的被解释变量。

(2)解释变量。公司治理合规程度(*Compliance*),指公司治理行为符合监管规定的程度,包括强制性治理合规(*Enforce*)、自主性治理合规(*Autonomous*)。

总成本(*Cost*)。对公司治理有效性的测量借鉴了成本效率的概念,计算公司治理有效性时需要总成本变量。参照现有研究成果,保险公司总成本包括手续费及佣金支出与业务及管理费之和。

要素投入变量方面,生产要素投入涵盖劳动、资本和物料三个方面。本文依据保险公司治理的特征,参考叶成徽和陈晓安^[35]的研究,选取手续费及佣金支出占保费收入的比率表示劳动投入(C_1),实收资本占总资产的比率表示资本投入(C_2),营业费用占总资产的比率表示物料投入(C_3)。之所以没有参照一般生产效率的研究选择员工工资指标,是因为保险公司业务拓展主要通过保险代理人或者中介机构开展,利用佣金指标更能反映保险公司劳动力价格的实际状况。

非要素投入变量方面,公司治理因素(CG_{INDEX})。企业的公司治理合规行为通过制度建设,提高公司治理水平,进而改善公司成本效率,提升了有效性。基于这一分析,本文将公司治理作为非要素投入,即一种重要的影响因素发挥中介作用,可以改善要素投入和产出之间的比例关系。参考 Cobb-Douglas 生产函数的内容,将公司治理因素定义为公司治理方面各种人力、财力投入,包括年度股东大会次数、董事会规模、独立董事人数、年度董事会次数、次级委员会数量、监事会规模、职工监事人数、年度监事会次数、高管及核心岗位人数以及高管薪酬等。本文旨在对公司治理总体的效果进行研究,故通过因子分析构建了一个系统的内部治理评价指标(CG_{INDEX})^①。

(3)控制变量^②。是否上市公司(*List_dummy*)。上市保险公司受到来自证监会、保监会等更为严格的外部监管,对公司治理的要求更高。本文选择是否上市公司这一虚拟变量分组,控制公司上市对结果的影响。上市公司赋值为 1,非上市公司赋值为 0。研究期间内,保险行业境内上市的有中国人寿(601629)、中国平安(601318)和中国太保(601601)三家,其中,中国平安和中国太保是集团整

① 具体构建的过程是,首先确定公司治理的指标,然后通过因子分析筛选和确定股东、董事会、监事会和经理层,根据方差贡献率,构建内部治理评价指标。尽管该指标是简易的内部治理评价体系,存在一定的缺陷,但是在现有数据下,依然能大致反映不同保险公司内部治理结构完善以及机制运行情况。

② 对监管层来说,并未有明确的公司治理制度导向是“控制风险而实施的监管”或“提高经营能力而实施的监管”,公司治理监管的根本目的是通过治理制度控制风险;企业治理合规的目标和所遵守的条款的监管目标未必一致,而是评估之后的自我解读,也是复杂和交织的,一般不会有“某政策是引导控风险还是引导促经营”的类似判断。基于上述和前文分析,本文控制变量没有对监管目标和监管类型进行控制。

体上市,本文中將隶属于集团的所有保险公司均视为上市公司考察,样本具体包括中国人寿保险股份有限公司、中国平安集团 4 家保险公司和太平洋保险集团 2 家保险公司。

控股股东性质(*Control_dummy*)。目前存在多种股权性质的保险公司,本文选择控股股东性质作为控制变量来考察不同股权性质的保险公司治理合规和有效性的关系,具体采用虚拟变量的形式,国有控股保险公司赋值为 1,其他类型公司赋值为 0。

公司存续时间(*Age*)。新中国成立初期,国内仅有中国人民财产保险公司等几家保险公司,随着加入 WTO 之后中国金融行业对外开放以及保险业进入门槛的降低,近年来每年都有若干家保险公司成立,因此样本公司存续时间差别很大。本文以截至数据时点公司存续时间作为控制变量来提高研究的稳健性。

险种类型(*XZ_dummy*)。险种类型会对保险公司的经营和治理产生一定影响,经营不同险种的公司,其公司治理监管规定也不同。本文利用虚拟变量区别险种类型,产险公司赋值 1,寿险公司赋值 0。

公司规模 (*lnsize*)。保险公司规模差距巨大,例如 2010 年中国人民财产保险公司资产规模为 2017.84 亿元,而同期都邦财险资产规模仅为 38.21 亿元,相差数十倍,所以有必要在研究中对公司规模加以控制。本文用资产规模的对数来控制公司规模差异。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义和计算方法
被解释变量	总收入	<i>Income</i>	包括保费收入、投资收益以及其他收入
	偿付能力溢额	<i>Solvency</i>	实际偿付能力额度-最低偿付能力额度,反映保险公司偿付能力
	风险控制有效性	<i>Efficiency_{solvency}</i>	利用 SFA 的方法,考察在风险控制方面,保险公司治理对成本效率的改善
	经营有效性	<i>Efficiency_{income}</i>	利用 SFA 的方法,考察在经营方面,保险公司治理对成本效率的改善
解释变量	公司治理合规程度	<i>Compliance</i>	根据评价标准和治理状况问卷获得,包括强制性治理合规(<i>Enforce</i>)和自主性治理合规(<i>Autonomous</i>)
	公司治理因素	<i>CG_{INDEX}</i>	利用公司治理指标通过因子分析法计算获得
	总成本	<i>Cost</i>	包括手续费及佣金支出与业务及管理费之和
	人力投入	<i>C₁</i>	手续费及佣金支出占保费收入的比率,表示劳动投入
	资本投入	<i>C₂</i>	实收资本占总资产的比率,表示资本投入
	物料投入	<i>C₃</i>	营业费用占总资产的比率,表示物料投入
控制变量	是否上市公司	<i>List_dummy</i>	虚拟变量,上市公司赋值为 1,非上市公司赋值为 0
	控股股东性质	<i>Control_dummy</i>	虚拟变量,国有控股赋值为 1,其他赋值为 0
	公司存续时间	<i>Age</i>	截至数据时点公司存在年限
	险种类型	<i>XZ_dummy</i>	产险公司赋值为 1,寿险公司为 0
	公司规模	<i>lnsize</i>	公司总资产的自然对数

资料来源:作者整理。

3. 公司治理有效性测度

本文通过考察公司治理对风险控制和经营效率的改善程度来评价保险公司治理有效性,实证研究中表现为,考虑治理因素影响之后,既产出不变的前提下,保险公司实际成本与可能的最优

成本之间接近程度的增量^①。广泛应用于测定技术效率的前沿分析方法可以实现这一测度。前沿分析包括参数分析法(如 DEA)和非参数分析法(如 SFA),根据 Sathye^[36]、Battese and Coelli^[37]等学者的观点,SFA 方法更适合研究转型国家金融业的效率,因此本文选择随机前沿分析(SFA)来考察保险公司治理和公司绩效的关系,并度量公司治理有效性。基本思路是将公司治理作为影响因素,利用其对公司效率的改善测度公司治理有效性。参考刘志迎等^[38]的做法,采用 Cobb-Douglas 生产函数作为前沿成本函数形式,根据 Battese and Coelli^[29]的模型构建本文的实证模型。通过技术非效率函数 $m_{it}=z_{it}\delta$ 考察公司治理对成本效率的影响。

Cobb-Douglas 函数为:

$$\ln cost = \beta_0 + \alpha \ln y + \beta_1 \ln C_1 + \beta_2 \ln C_2 + \beta_3 \ln C_3 + \varepsilon_1 \quad (1)$$

由于成本函数对要素价格变动满足一阶齐次(即 $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 = 1$),所以(1)式可以简化为:

$$\ln(cost_{it}/C_{3it}) = \beta_0 + \alpha \ln y_{it} + \beta_1 \ln(C_{1it} + C_{3it}) + \beta_2 \ln(C_{2it} + C_{3it}) + (\nu_{it} + u_{it}) \quad (2)$$

其中 $cost_{it}$ 是第 i 家保险公司 t 期的总成本。 y_{it} 是第 i 家保险公司 t 期的产出,测度风险控制有效性时代入偿付能力溢额,测度经营有效性时代入总收入。 C_{1it} 、 C_{2it} 和 C_{3it} 分别为第 i 家保险公司 t 期的三方面投入指标。 ν_{it} 为成本函数随机误差项,并且 $\nu_{it} \sim N(0, \sigma_\nu^2)$ 。 u_{it} 为成本非效率值,假设 $u_{it} \sim N(m_{it}, \sigma_u^2)$,截断处为 0。其中 m_{it} 为外生因素的函数,可以用来考察外生因素对成本效率的影响。

$$m_{it} = \delta_0 + \delta_1 CG_{INDEX} \quad (3)$$

其中 CG_{INDEX} 为公司治理因素指标。

Battese and Coelli^[29]的模型中将外生因素以函数的形式引入,同之前类似模型相比较,不仅考察了外生因素对成本效率的影响,并且在计算成本效率时已经引入外生因素,结果更为精确,正是这一特点为本文提供了思路。公司治理有效性为其他因素不变的前提下,引入 m_{it} 函数之后计算的成本函数同未引入 m_{it} 函数计算的成本函数的差值。

4. 公司治理合规程度和治理有效性的关系

为有效处理异方差问题,本文采用加权最小二乘法(WLS)研究合规和治理有效性关系,模型如下:

$$Efficiency = \gamma_0 + \gamma_1 Compliance + d_1 Control + \varepsilon_2 \quad (4)$$

其中 γ_0 为截距项, $Efficiency$ 为公司治理有效性,包括风险控制有效性和经营有效性。 $Compliance$ 为公司治理合规程度,包括强制性治理合规和自主性治理合规。 $Control$ 为控制变量, ε_2 是随机误差项。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计结果

表 2 报告了主要变量的描述性统计情况。样本公司之间总收入和总资产的标准差较大,表明中国保险公司资产规模和业务规模差距很大。偿付能力溢额的极差很大,标准差较高,考虑到公司规模,仍然可以反映出保险公司偿付能力存在较大差异。保监会和证监会出台的公司治理监管规定有很大差异,因此本文分别考察了上市保险公司和非上市保险公司的治理合规程度。其中上市保险公

^① Farrell^[39]提出效率衡量理论,核心观点是对比实际值和生产前沿曲线的位置关系及接近程度,确定投入产出效率。效率研究包括产出效率、成本效率和利润效率,本文旨在验证公司治理合规通过降低成本提升治理有效性这一路径,故选择成本效率。

公司的强制性治理合规和自主性治理合规的均值都显著较高,标准差较低,可见上市保险公司治理合规程度普遍较高。公司治理因素采用因子分析法将各公司治理机制纳入一个指标中,该指标具体数值并不具有实际意义,但是各公司之间该指标得分可以进行横向比较,其极差为 3.1400,参照均值 0.0300 可以看出样本公司之间公司治理水平差距比较大。

表 2 主要变量描述性统计结果

	总收入 (亿元)	偿付能力 溢额 (万元)	强制性治理合规		自主性治理合规		公司治理 因素	公司规模 (亿元)
			上市 公司	非上市 公司	上市 公司	非上市 公司		
均值	202.0651	3.9500	94.3400	90.8538	95.2192	90.6139	0.0300	563.1831
最大值	3887.9100	100.2800	100.0000	100.0000	99.1000	100.0000	1.4600	14105.7900
最小值	0.0522	-17.1200	79.2500	37.7400	78.3800	21.5700	-1.6800	3.8874
标准差	597.1300	15.9000	5.7109	11.1520	5.4355	13.6844	0.0500	30.6500

资料来源:作者计算整理。

2. 公司治理有效性测度结果

首先实证考察保险公司治理对公司成本效率的影响,据此测度治理有效性。本文从风险控制和经营两个角度衡量公司治理有效性,因此成本效率模型中收益 y 分别代入偿付能力溢额和总收入指标。具体结果如表 3 所示。

表 3 保险公司治理对保险公司成本效率的影响

变量		(1)偿付能力溢额	(2)总收入
成本函数	β_0	7.3300*** (8.1641)	5.8822*** (13.1815)
	α	-0.1815* (-1.7200)	0.0040*** (4.2986)
	β_1	0.1293*** (2.6954)	0.1243*** (2.7916)
	β_2	-0.1144*** (-3.1885)	-0.1362*** (-5.0320)
非效率函数	δ_0	-1.2711 (-0.2993)	-19.6163 (-0.1524)
	δ_1	-1.6691*** (-3.8924)	-0.1066* (-1.7130)
变异系数	σ^2	4.9410 (1.0573)	15.5591 (0.1882)
	r	0.9000*** (9.0462)	0.9420*** (3.1771)
似然比检验值 LR		19.7293	36.4305

注:括号内为 t 检验值,*,**,*** 分别表示 t 检验值在 10%,5%和 1%的水平上显著。

资料来源:作者采用分析软件 Frontier4.1 计算整理。

结果显示,两个模型中 r 值分别为 0.9000 和 0.9420,说明随机误差项 ν 显著小于非效率项 u 。似然比检验值 LR 分别为 19.7293 和 36.4305,参照 Kodde and Palm^[40]的研究,1%显著水平的临界值为 9.500,两个模型均通过检验,说明非效率项在中国保险公司成本效率模型中存在。非效率函数中的 δ_1 反映了公司治理对公司成本效率的影响。 δ_1 的值均为负,表明公司治理因素有利于提高成本效率。其中公司治理对风险控制的影响在 1%的水平上显著,对经营能力的影响在 10%的水平上显著,说明保险公司治理在提高风险控制水平和经营能力两个方面都对公司成本效率存在影响。这一模型可以计算出在引入公司治理因素之后的成本效率值(EFF 值),EFF 值越大,说明保险公司成本效率越低。按照同样的方法,在其他因素保持不变的前提下,不考虑公司治理因素的影响来计算成

本效率值,将结果减去引入公司治理因素的结果,获得公司治理有效性指标,描述性结果如表4所示。从均值看出,保险公司治理风险控制有效性较高,说明保险公司治理的作用更多体现在风险控制方面,这也与公司治理对成本效率影响的结果一致。其中上市保险公司两类有效性的均值都显著高于非上市保险公司,反映出上市保险公司的治理有效性较高。

表4 公司治理有效性描述性统计结果

	风险控制有效性			经营有效性		
	全样本	上市保险公司	非上市保险公司	全样本	上市保险公司	非上市保险公司
均值	1.6530	8.0493	0.4823	0.8790	1.0856	0.8414
最大值	6.7908	0.0736	6.7908	2.3175	2.2994	2.3175
最小值	-13.0702	-4.2155	-13.0702	-1.2105	-1.2105	0.1011
标准差	5.6750	2.0031	8.1216	0.6290	0.9110	0.5642

资料来源:作者计算整理。

3. 保险公司治理合规与治理有效性

本文首先探讨了样本公司治理总体合规程度对治理有效性的作用效果。全样本范围内,公司治理合规及其平方项对两类公司治理有效性均没有显著影响^①。可能的解释如下:①当前监管环境下,合规对治理有效性的提升作用还未充分“释放”;②两类治理合规行为影响不同,部分合规行为对治理有效性的提升存在“无效”区域,进而影响了总体的表现;③治理合规行为的效果在上市公司与非上市公司中表现不同,并非在所有样本公司中都呈现积极作用,非上市公司拉低了总体表现。基于此,本文进一步区分合规方式、公司性质分类开展实证研究。

上市公司和非上市公司所处监管环境差异较大,本文进一步按照“是否上市公司”分类,深入分析治理总体合规状况对治理有效性的影响。上市保险公司治理合规能够显著提升经营有效性,而非上市保险公司治理合规的作用体现在改善风险控制有效性方面。可能的解释是对非上市保险公司而言,公司治理尚属于“保健因素”,主要作用是控制风险、保障公司稳健经营。公司上市之后,其基本的公司治理和风险控制机制相对成熟,很多公司的治理状况早已超越监管部门的要求,故治理合规对提升风险控制有效性的作用不明显;而上市公司身处更为开放的资本市场中,多重股权结构也面临更复杂的委托—代理关系,所以公司治理合规无论是切实改善委托—代理冲突亦或作为信号吸引广大投资者,都可以提升经营有效性。

进而,本文分别探讨了强制性治理合规和自主性治理合规对治理有效性的影响(结果如表5所示)。全样本范围内,强制性治理合规同风险控制有效性和经营有效性都显著正相关,结果支持了假设1;强制性治理合规的平方项和经营有效性显著负相关,说明二者呈现倒“U”型关系,一定范围内提升强制性治理合规程度能够提高经营有效性,但是这种正相关性边际递减,部分验证了假设2。区分是否上市公司之后可以发现,强制性治理合规及其平方项对风险控制有效性的作用效果稳定,而对非上市公司而言,其对经营有效性的影响不显著。相关研究进一步佐证了全样本内合规对有效性无显著性影响。

本文分别计算出从提升风险控制有效性角度,上市保险公司和非上市保险公司最优的强制性治理合规程度分别为90.7727和67.5000,二者差距较大。原因可能是上市保险公司代理成本较高、内外部风险更大,所以有必要达到更高的治理合规程度;非上市保险公司股权结构简单,治理合规的收益并不突出。这反映出非上市保险公司的强制性治理合规程度高于其当前所需,但从公司治理

^① 限于篇幅,治理总体合规的分析结果不再报告。

表 5 保險公司治理合規和治理有效性的關係

	全樣本		上市保險公司		非上市保險公司	
Panel A: 風險控制有效性						
強制性治理合規	0.5800*		1.9970**		0.2700**	
	(0.0762)		(0.0182)		(0.0442)	
強制性治理合規平方	-0.0030		-0.0110		-0.0020**	
	(0.2743)		(0.2282)		(0.0458)	
自主性治理合規		0.2232		0.7221*		0.1141
		(0.2500)		(0.0792)		(0.1092)
自主性治理合規平方		-0.0010		-0.0050*		-0.0010
		(0.1700)		(0.0783)		(0.1162)
控股股東性質	-1.7481*	-1.5092	-0.9981*	-0.8932*	-0.8841**	-0.7223*
	(0.0623)	(0.1071)	(0.0500)	(0.0831)	(0.0283)	(0.0600)
公司存續時間	0.1162	0.0990	0.0782	0.1592	-0.0130	-0.0200
	(0.3572)	(0.4782)	(0.2387)	(0.5395)	(0.7993)	(0.7072)
險種類型	-0.0413	-0.0953	2.1700	0.3500	0.0152	-0.1165
	(0.9672)	(0.9261)	(0.7281)	(0.9517)	(0.9720)	(0.7836)
公司規模	-2.4481***	-2.4113***	-4.9582***	-5.6321***	-1.2033***	-1.1578***
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)
_cons	-1.0090	13.6070**	0.0510	9.2760	0.0480	3.3860
	(0.9362)	(0.0374)	(0.8621)	(0.2553)	(0.9925)	(0.2100)
R ²	0.5513	0.5405	0.6622	0.5054	0.5267	0.5512
Panel B: 經營有效性						
強制性治理合規	0.0330*		0.7220***		0.0321	
	(0.0822)		(0.0050)		(0.4182)	
強制性治理合規平方	-0.0010**		-0.0060***		-0.0000	
	(0.0362)		(0.0050)		(0.3570)	
自主性治理合規		0.0390*		2.7210*		0.0090**
		(0.0691)		(0.0932)		(0.0134)
自主性治理合規平方		-0.0000*		-0.0156		-0.0000**
		(0.0552)		(0.1094)		(0.0596)
控股股東性質	-0.0921*	-0.0662	-0.0871	-0.0962	-0.0575	0.0362
	(0.0932)	(0.6102)	(0.1182)	(0.3084)	(0.6280)	(0.7511)
公司存續時間	0.0471**	0.0334*	0.0483**	0.1573**	0.0411**	0.0292*
	(0.0120)	(0.0962)	(0.0455)	(0.0294)	(0.0122)	(0.0811)
險種類型	0.1051	0.1144	0.0545	0.0900	0.1116	0.1200
	(0.4671)	(0.4281)	(0.4421)	(0.4942)	(0.3892)	(0.3473)
公司規模	0.0862**	0.1031**	0.0651***	0.0060***	0.1620***	0.1721***
	(0.0573)	(0.0221)	(0.0053)	(0.0000)	(0.0053)	(0.0021)
_cons	-1.2135	-0.7842	-1.7392	-1.2041	-1.7601	-1.4122*
	(0.5064)	(0.3883)	(0.2700)	(0.1834)	(0.2042)	(0.0791)
R ²	0.5743	0.5623	0.5027	0.5928	0.4600	0.4254

注: 括号內為 p 檢驗值, *, **, *** 分別表示 p 檢驗值在 10%, 5% 和 1% 的水平上顯著。

資料來源: 作者計算整理。

的基础性作用考虑,其未来长远发展仍然需要一定“制度储备”。从提升经营有效性的角度,上市保险公司最优的强制性治理合规程度仅为 61.1667,相较于 90.7727,结果再次印证了强制性治理合规的风险控制作用,反映出强制性治理合规的结果更倾向于风险控制,这与政府公司治理监管的目的的一致,同时这一行为也间接提升了经营有效性。这从另一个侧面反映出监管部门对公司的“结构监管”已经取得一定成效(表 2,表 5),但是保险公司治理有效性不足的情况(表 5)表明监管部门对有利于提升公司治理有效性的机制监管还需要进一步突破。

保险公司自主性治理合规对风险控制有效性的影响不明显,更侧重于提升经营有效性,结果部分支持假设 3,并且自主性治理合规对经营有效性的作用效果也呈现边际递减的趋势,结果部分验证了假设 4。相关研究进一步佐证了全样本内合规对有效性无显著性影响。上市公司自主性治理合规能够提升风险控制有效性。从提升经营有效性角度,上市保险公司最优的自主性治理合规水平是 87.2115,而非上市保险公司仅为 45.0000,说明上市公司能够从主动提升治理水平中获得收益,但非上市公司从中获益有限。结果验证了自主性治理合规的动机更多的来源于提升经营有效性,并且非上市公司在此方面激励程度不足。

4. 稳健性检验

本文稳健性检验中借鉴相关研究的做法,对问卷调查中七十条是否判断类问题所涉及的七十项公司治理监管规定进行重新划分,将超过 2/3 公司遵守的条款(负向条款则为超过 2/3 公司未遵守)划为强制性治理监管规定,低于 2/3 公司遵守的条款划为自主性治理监管规定。将重新评价获得的公司治理合规得分和公司治理有效性进行回归分析,结果显示强制性治理合规和风险控制有效性关系仍然呈现倒“U”型,但是显著性减弱;自主性治理合规和经营有效性关系也是倒“U”型,显著性没有明显变化,与之前的研究基本相符,说明研究结果具有稳健性。本文最后采用两阶段最小二乘法(2SLS),通过设置工具变量做第一阶段回归,结果无实质差异。限于篇幅在此不再报告。

五、研究结论与政策建议

自《公司法》颁布以来,经过近十年的改革,中国公司治理合规建设取得重要进展,基本上搭建起符合现代治理体系的“形”,但是现实案例反映出,由于治理文化薄弱、制度环境不完备、监督问责机制不健全等复杂原因,公司治理“形似而神非”、治理有效性不足的问题愈发凸显。本文以股份制保险公司为样本,沿着治理合规可以降低代理成本进而提升治理有效性的研究逻辑,窥探遵守政府公司治理监管规定能否切实提升治理有效性,主要研究结论如下:①在当前监管环境下,治理合规对治理有效性的提升作用尚未充分体现,总体上治理合规和有效性还没有实现“最优匹配”。通过对比上市和非上市保险公司的合规行为可以发现,上市保险公司强制性治理合规对风险控制有效性的提升作用基本发挥出来(均值和拐点基本一致),而上市和非上市保险公司的自主性治理合规所形成的“低效运行”是导致公司治理“形似而神非”主要原因。特别是非上市公司的治理合规水平总体上还在“低位徘徊”,对有效性的贡献尚未实现“质变”。②两类治理合规行为对治理有效性存在差异化影响,但其本质都促进了代理成本的下降,提升了成本效率,进而提升了治理有效性。具体是:强制性治理合规对风险控制有效性和经营有效性具有显著的提升作用,而自主性治理合规侧重于提升经营有效性。③公司自主性治理合规的动机过于崇尚经营、忽略风险防范。公司自主性治理合规的动机主要表现为对经营效益的追求,对风险控制等运行机制的完善动机还需要进一步加强。该结论为监管部门实施强制性监管提供了理论支撑和依据,也为如何确定治理指引建议的内容提供了参考。④验证了存在治理“合规—有效”平衡点,侧面反映出如果监管部门过度监管或者被监管公

司过度合规都会给公司带来较大负担,不利于治理有效性的提升。⑤研究侧面证明监管部门初步实现了监管目标,但当前多元目标尚难以同时实现。公司治理监管的目标是形成一套清晰和权威的、达到公司治理合理状态的标准,以防范或化解公司治理风险。从监管规定本身并结合实证结果分析,目前公司治理监管基本建立了逻辑清晰、结构相对完整的公司治理监管框架,通过对公司资产购置、关联交易、重大投资等重大决策风险管控流程进行动态干预,系统提高了行业的风险控制有效性。但就单体公司而言,基于监管而开展的治理合规行为对经营有效性的提升作用还略显不足,尤其在非上市公司还没有充分体现。

基于上述结论,为进一步减少运行机制中代理成本,本文认为监管部门在监管内容上应推动以治理结构为中心的“合规监管”向以治理机制为核心的“有效监管”转变,具体建议如下:

(1)监管机构内部进一步理顺监管条线、降低合规偏差。在目前多个监管部门都涉足公司治理监管的现实背景下,有必要协调监管部门的利益诉求,将通过各种途径开展的监管统一起来,避免监管出现偏差,降低合规成本。按照“保基本、促成效”的原则,将审慎监管与行为监管分离,审慎监管侧重各项制度合规的非现场监管,而行为监管则注重治理机制的实际运行效果。

(2)监管政策应强化对治理机制的监管,实施“负面清单”管理。监管应从关注企业有形的治理结构向关注风险控制、信息披露、监督问责等治理机制转变。其中风险控制方面,注重对内控流程、关联交易和风险评估等系统的监督和管控;监督问责机制方面,加强对问责事由、触发机制、问责方式的系统性监管。同时监管部门应明确禁止行为,划定行为底线,制定“负面清单”,加大非强制性治理指引建议的比重,把底线之上的行为决策交由行业主管部门或者被监管公司。

(3)企业应不断提升对非强制性治理指引的分析、识别、评估和监测,逐步提升自主性治理合规的有效性。由于企业间要素禀赋差异较大,在监管环境从刚性约束向弹性引导转型的大背景下,企业在合规基础上自治的空间逐步加大,应根据个体情况“有序推进、量力而行”,适时、逐步从“规范结构”向“完善机制”转变。

当然,本文仅是一个学术角度的参考,可提供的具体政策建议需要结合更有针对性的政策研究。同时,公司治理合规对治理有效性影响的具体传导路径有待后续研究。

[参考文献]

- [1]李维安. 深化公司治理改革的风向标[J]. 南开管理评论, 2013(5):1-1.
- [2]North D. C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance[M]. Cambridge University Press, 1990.
- [3]Williamson O. E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations [J]. Journal of Law and Economics, 1979,22(2):233-261.
- [4]Klapper L. F., and I. Love. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets[J]. Journal of Corporate Finance, 2004,10(3):703-728.
- [5]Durnev A., and E. H. Kim. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation[J]. The Journal of Finance, 2005,60(3):1461-1493.
- [6]Dyck A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. The Journal of Finance, 2004,59(2):537-600.
- [7]Doidgea C., G. A. Karolyib, and R. M. Stulzb. Why Are Foreign Firms Listed in the US Worth More[J]. Journal of Financial Economics, 2004,71(2):205-238.
- [8]Chhaochharia V., and L. Laeven. Corporate Governance Norms and Practices [J]. Journal of Financial Intermediation, 2009,18(3): 405-431.
- [9]郝臣,李慧聪,罗胜. 保险公司治理研究:进展、框架与展望[J]. 保险研究, 2011,(11):119-127.

- [10]Goncharov I., J. R. Werner., and J. Zimmermann. Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2006,14(5):432-445.
- [11]Erhardt O., E. Nowak., and F. M. Weber. ‘Running in the Family’: the Evolution of Ownership, Control, and Performance in German Family-owned Firms 1903—2003[R]. Swiss Finance Institute, 2002.
- [12]Verrecchia R. E., Information Quality and Discretionary Disclosure [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1990,12(4):365-380.
- [13]黄志忠. 基于资源配置的公司治理策略分析——以 2006—2010 年上市的公司为例[J]. *会计研究*, 2012,(1):7-19.
- [14]高明华,朱松,杜雯翠. 财务治理,投资效率与企业经营绩效[J]. *财经研究*, 2012,38(4):123-133.
- [15]肖作平,廖理. 大股东,债权人保护和公司债务期限结构选择——来自中国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2007,(10):99-113.
- [16]Doidge C. K. Andrew., and S. Rene. Why Are Foreign Firms Listed in the US Worth More [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004,(72),519-553.
- [17]杨志莲,谢香兵. 我国上市公司财务报告舞弊的经济后果——来自证监会与财政部处罚公告的市场反应[J]. *审计研究*, 2008,(1):29-38.
- [18]钱先航. 自主性治理与股权融资成本——基于公司治理自查报告的实证分析[J]. *经济管理*, 2010,(2):18-25.
- [19]Chhaochharia V.,and Y. Grinstein. Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules[J]. *Journal of Finance*, 2007,62(4):1789-1825.
- [20]曹廷求,钱先航. 公司治理与风险管理: 基于治理风险视角的分析[J]. *会计研究*,2011,(7): 73-77.
- [21]Cheng J., E. Elyasiani, and J. J. Jia. Institutional Ownership Stability and Risk Taking: Evidence from the Life-Health Insurance Industry[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2011,78(3):609-641.
- [22]严若森. 公司治理成本的构成与公司治理效率的最优化研究[J]. *会计研究*, 2005,2(5):59-63.
- [23]Huang L.Y., G. C. Lai, M. McNamara, and J. Wang. Corporate Governance and Efficiency: Evidence from U. S. Property-liability Insurance Industry[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2011,78(3):519-550.
- [24]陆渊. 基于数据包络分析法的中国保险公司治理研究[J]. *保险研究*, 2009,(4):24-29.
- [25]Battese E., and J. Coelli. A Model for Technical Inefficiency Effects in a Stochastic Frontier Production Function for Panel Data[J]. *Empirical Economics*, 1995,20(2):325-332
- [26]夏喆,靳龙. 公司治理机制对我国保险业风险与绩效的影响——基于我国保险行业 2011 年截面数据[J]. *保险研究*, 2013,(3):16-23.
- [27]Boot A. W., and A. Schmeits. Market Discipline and Incentive Problems in Conglomerate Firms with Applications to Banking[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2000,(9):240-273.
- [28]Nier E., and U.Baumann. Market Discipline, Disclosure and Moral Hazard in Banking [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2006,(15),332-361.
- [29]李维安,唐跃军. 公司治理评价、治理指数与公司业绩[J]. *中国工业经济*, 2006,(10):98-107.
- [30]Hopt K. J. Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions after the Financial Crisis—Regulation in the Light of Empiry and Theory[J]. *Journal of Corporate Law Studies*, 2013,13(2):219-253.
- [31]Ford L. New Governance, Compliance, and Principles-based Securities [J]. *American Business Law Journal*, 2008,45(6):1-60.
- [32]Marosi A., and N. Massoud. “You Can Enter but You Cannot Leave...”: U.S. Securities Markets and Foreign Firms[J]. *The Journal of Finance*, 2008,63(9):2477-2506.
- [33]Sagner J. S. Financial Regulation: What Should Be Done [J]. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2008,19(2):25-31.

- [34]李维安. 公司治理新阶段:合规、创新与发展[J]. 南开管理评论, 2007,(5):1-1.
- [35]叶成徽,陈晓安. 经理报酬对中国上市保险公司效率的影响——基于随机前沿方法的实证研究[J]. 保险研究, 2012,(8):29-38.
- [36]Sathye M. Efficiency of Banks in a Developing Economy:The Case of India[J]. European Journal of Operational Research, 2003,148(3):662-671.
- [37]Battese G. E., and T. J. Coelli. Frontier Production Functions, Technical Efficiency and Panel Data: With Application to Paddy Farmers in India[J]. Journal of Productivity Analysis, 1992,3(1-2):153-169.
- [38]刘志迎,孙文平,李静. 中国财产保险业成本效率及影响因素的实证研究[J]. 金融研究, 2007,(4):87-99.
- [39]Farrell M.J. The Measurement of Prouductive Efficiency [J]. Journal of the Royal Statistical Society, 1975,120(3):253-290.
- [40]Kodde D., and F. Palm. Wald Criteria for Jointly Testing Equality and Inequality Restrictions[J]. Econometrica, 1986,54(5):1243-1248.

Effect of Compliance on Governance Effectiveness in the Corporate Governance Supervision Environment——An Empirical Study Based on China Insurance Industry Data

LI Hui-cong¹, LI Wei-an^{2,3}, HAO Chen^{2,4}

- (1. School of Public Policy Management of University of Chinese Academy of Sciences, Beijing 100049, China;
 2. China Academy of Corporate Governance of Nankai University, Tianjin 300071, China;
 3. Business School of Tianjin University of Finance Economics, Tianjin 300222, China;
 4. Business School of Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The government regulator implemented a series of regulations to strengthen the quality of corporate governance, under the “compliance” to “effectiveness” transition regulatory environment. Companies responses to these regulations with their own situation to take action. Taking the China’s insurance company as the sample, based on the theory of government regulation and institutional change and institutional innovation, we investigate whether the mandatory governance compliance and the autonomy governance compliance can improve the governance effectiveness, the overall compliance did not have a significant impact on the effectiveness of governance, the mandatory governance compliance has a significant effect both on the effectiveness of operation and risk control, and autonomy governance compliance tends to improve the operation effectiveness. The governance compliance both presents marginal decreasing trend in the impact of the effectiveness of a particular treatment. The conclusion reveals the reasonable boundary of regulation and the motive of controlling the compliance behavior, and reflects that we should further promote the governance structure as the center of the regulatory compliance to the governance mechanism as the core of the effective regulatory change in the regulatory content. Regulatory approach should rationalize the regulatory line, the prudential supervision and behavior supervision and separation, increase the proportion of non mandatory governance guidelines, the implementation of negative list management. To strengthen corporate governance and regulatory compliance with other regulatory objectives, strengthen regulatory coordination, reduce compliance burden, and create a highly efficient regulatory environment.

Key Words: corporate governance; corporate governance supervision; corporate governance effectiveness; corporate governance compliance

JEL Classification: D22 G30 M12

[责任编辑:王燕梅]