



CNI ESG Research  
国证 ESG 专题研究  
国证 ESG 治理评价与公司委托代理风险

深圳证券信息有限公司

委托代理问题是现代公司治理制度下，由于分权结构、信息不对称、利益冲突等因素综合作用而产生的核心治理问题，对企业质效提升和可持续经营具有关键影响。本文重点介绍国证 ESG 治理评价对上市公司委托代理问题的刻画机理，并实证检验相关评价结果对代理风险的识别作用，以期进一步加深使用者对国证 ESG 评价理念的理解。

## 一、委托代理问题的成因

### （一）第一类委托代理问题

第一类委托代理问题主要发生在管理者与股东之间。在现代公司“两权”分离的治理结构下，催生出管理者与股东之间的代理冲突，使管理者有动机借用经营权和不对称信息，通过损害股东利益及公司长期价值提升短期业绩，进而谋求更高的薪酬与福利。例如，过度投资于风险项目以追求个人声望，或者为了个人安全而过度多元化等。

### （二）第二类委托代理问题

第二类委托代理问题主要发生在大股东与中小股东之间。在公司控制权过于集中或缺乏权利监督机制的情况下，大股东更易影响公司决策，并通过“金融隧道”“经营隧道”等方式侵占中小股东利益。例如，通过关联交易将公司资源转移给自己，或者利用控制权在董事会中推动对自己有利的议案等。

## 二、国证 ESG 治理评价对代理风险的识别作用与机理

国证 ESG 治理维度综合内部控制与外部监督双重视角，对公司管理成效进行考核评价，下设 6 个主题、12 个领域，共覆盖超 50 个底层指标。其中针对两类委托代理问题，国证 ESG 治理评价结合理论分析与实证经验，重点从“信息披露”“股东治理”“董监高治理”等 3 个主题挖掘梳理有效指标，旨在充分识别相关代理风险。

表 1 国证 ESG 治理评价指标框架

主题	领域
信息披露*	及时性
	真实准确性
	充分完整性
股东治理*	股权结构
	股东权利保护
董监高治理*	治理结构
	治理信息
ESG 治理	治理内容
	治理成效
风险管理	风险管理
	道德规制
治理异常	治理异常

### (一) 信息披露

“信息披露”通过考察上市公司定期报告的发布时间以及相关处罚、更正等情况，全方面检视经营信息披露的及时性、真实准确性和充分完整性，基于信息披露质量对内部人行为监督作用的影响，从侧面反映受评主体的第一类委托代理风险。

以总资产周转率作为第一类委托代理成本的代理变量<sup>1</sup> (Ang, 2000)，分别采用回归分析<sup>2</sup>与分组比对方法，实证检验“信息披露”评价对此类代理风险的识别作用。结果显示“信息披露”评分与总资产周转率之间呈现显著的正相关关系，表明“信息披露”评价能够较好发挥对第一类委托代理风险的识别作用。

图 1 “信息披露”评分与总资产周转率

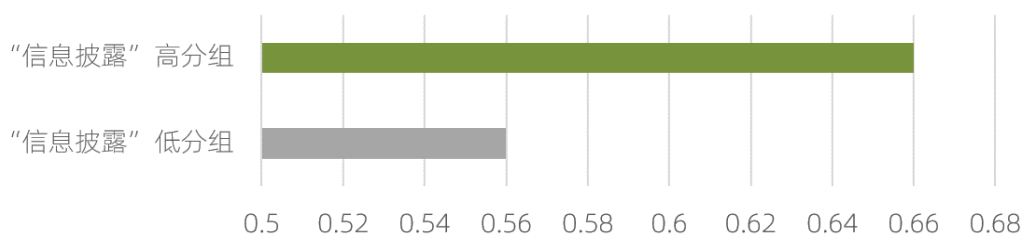


表 2 总资产周转率对“信息披露”评分的回归结果

变量	总资产周转率
“信息披露”评分	0.002*** (5.44)
控制变量	控制
个体固定效应	控制
时间固定效应	控制

注：\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 10%，5%，1%置信水平上显著；括号内为 t 值。

## （二）股东治理

“股东治理”重点关注第二类委托代理问题。一方面，通过设置大股东持股比例、机构投资者持股比例等指标评估受评主体的控制权集中情况，用以推断大股东掏空风险；另一方面，通过考察公司现金分红政策制度与对外担保管理监督程序等，综合反映受评主体在中小股东权益保障方面采取的直接措施与执行情况。

以其它应收款占公司总资产比例衡量第二类委托代理成本<sup>3</sup>（姜国华和岳衡，2005），采用与前文相同的实证分析方法，检验其与“股东治理”评价结果的关系。结果显示“股东治理”评分越高，其它应收款占公司总资产的比例越小，表明“股东治理”评价能够有效反映公司面临的第二类代理问题。

图 2 “股东治理”评分与其它应收款占比

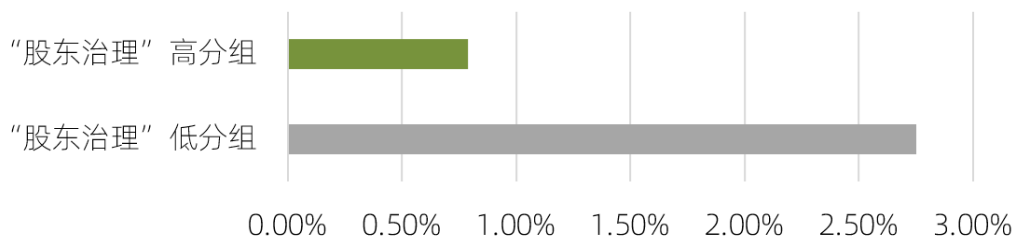


表 3 其它应收款占比对“股东治理”评分的回归结果

变量	其它应收款占比
“股东治理”评分	-0.006*** (-7.09)
控制变量	控制
个体固定效应	控制
时间固定效应	控制

注：\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 10%，5%，1%置信水平上显著；括号内为 t 值。

1 总资产周转率（营业总收入/总资产）衡量企业的资产利用效率，能够有效反映管理层的工作绩效。**总资产周转率越小，表明企业的第一类代理成本越高。**

2 本文采用固定效应面板模型进行回归分析，具体设置如下：

$$Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Score_{i,t} + \gamma' Ctrls_{i,t} + \alpha_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $Cost_{i,t}$ 代表代理成本； $Score_{i,t}$ 代表议题评分； $Ctrls_{i,t}$ 代表控制变量，包括公司规模（总市值对数）、上市年限（上市年限加 1 的对数）、资本结构（总资产负债率）以及盈利水平（净资产收益率）等； $\alpha_i$ 为不可观测的个体异质， $\tau_t$ 为年份的哑变量， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机干扰项。

### （三）董监高治理

“董监高治理”从董监高人员构成、薪酬激励和功能执行等方面，综合评估上市公司的两类委托代理风险。其中针对第一类代理问题，通过设置董事长独立性、董事专业背景、董事离职率等指标，重点考察董事会能否对管理层经营决策施行有效监督；针对第二类代理问题，参考上市公司独立董事管理办法，通过设置独立董事占比、独立董事出席董事会频次、独立董事在其它企业的任职情况等指标，重点考察独立董事能否在董事会中发挥重要作用，进而有效监督大股东的自利行为。

实证结果显示，“董监高治理”高分公司具有更高的总资产周转率、更低的其它应收款占比，表明“董监高治理”评价对于识别两类委托代理风险都具有良好成效。

图 3 “董监高治理”评分与总资产周转率

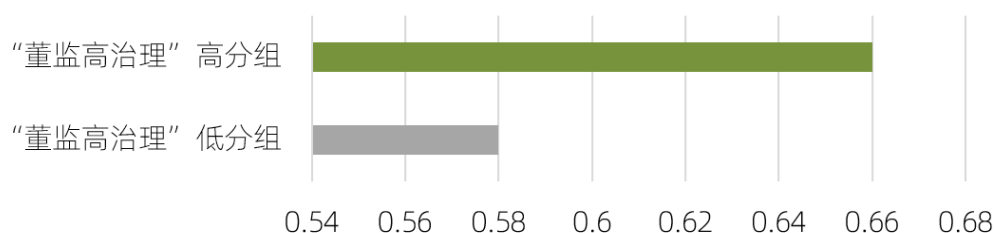


图 4 “董监高治理”评分与其他应收款占比

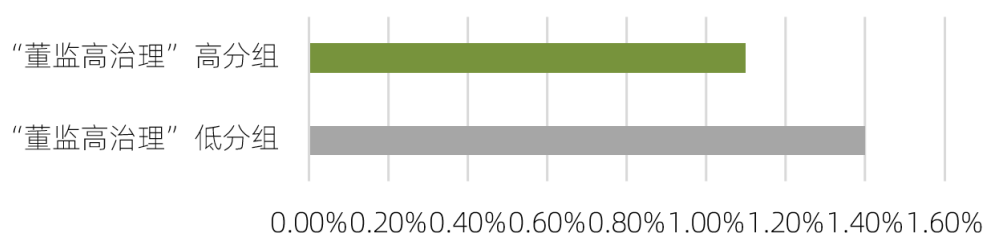


表 4 总资产周转率、其它应收款占比对“董监高治理”评分的回归结果

变量	总资产周转率	其它应收款占比
“董监高治理”评分	0.001*** (3.73)	-0.003* (-1.77)
控制变量	控制	
个体固定效应	控制	
时间固定效应	控制	

注：\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 10%，5%，1%置信水平上显著；括号内为 t 值。

3 大股东资金占用是其侵占中小股东利益的主要表现形式之一，占用资金一般以“暂借款”形式体现在“其它应收款”会计项目中。因此，其它应收款项能够较好反映第二类代理成本，其它应收款占总资产的比例越大，表明企业的第二类代理成本越高。



### 三、总结

委托代理问题是现代公司治理框架下的核心问题，也是衡量公司治理绩效表现的关键。国证 ESG 治理评价基于相关公司治理理论，针对各类代理冲突的成因，重点从“信息披露”“股东治理”“董监高治理”等 3 个主题挖掘设计了多项考察指标，力求充分刻画上市公司潜在的代理问题。从实证结果来看，上述 3 个主题的评价结果对于识别相关代理风险均呈现出良好的成效，表明国证 ESG 治理评价能够有效支撑使用者进行有关决策。



## 免责声明

本文和其中的所有信息，包括但不限于所有的文字、数据、图表，未经深圳证券信息有限公司书面许可，不得复制或再次传播。

本文件及其中任何信息均不构成任何证券、金融产品或其他投资工具或任何交易策略的依据或建议，也不表示深圳证券交易所、深圳证券信息有限公司及其关联方关于任何发行人、证券、金融产品或工具或交易策略的意见。

对任何直接或间接使用本文件及其任何信息而造成的损失，包括但不限于因内容不准确、不完整而导致的损失，深圳证券交易所、深圳证券信息公司及其关联方无须承担任何法律责任。

**欲知更多信息，请访问国证指数网：** [www.cnindex.com.cn](http://www.cnindex.com.cn)。

**电邮：** [cniesg@cninfo.com.cn](mailto:cniesg@cninfo.com.cn)。

**电话：** 0755-83991958。