

# 上市公司董事会特征与公司绩效的关系研究<sup>\*</sup>

龚辉锋<sup>1,2</sup>

(1. 南京大学商学院, 江苏南京 210093; 2. 桂林理工大学管理学院, 广西桂林 541004)

**摘要:**基于2011年2月末深沪A股上市公司数据,采用SPSS软件提取总资产收益率、净资产收益率、每股收益的绩效因子,对上市公司董事会特征与公司绩效的关系进行了实证研究。结果表明,董事会两职合一有利于提高公司绩效,董事会的独立性与公司绩效呈显著正相关,内部董事比率与公司绩效呈倒U型关系,具有博士学位的董事与公司绩效呈显著正相关,女性董事对公司绩效的影响不显著,最优董事会规模未得到验证。

**关键词:**A股;上市公司;董事会;因子分析;公司绩效;绩效因子

**中图分类号:**F272.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2011)04-0017-10

## 一、引言

随着我国证券市场的发展,我国上市公司的治理问题已经成为理论和实践中关注的热点。良好的公司治理能有效提升企业的经营绩效,董事会作为公司治理的核心,在公司治理中发挥着重要作用,而董事会的特征对董事会作用的发挥有着本质的影响。目前国内外已有很多文献研究董事会特征与公司绩效的关系,但到目前为止还没有权威的结论。因此,关于两者关系的争论和分歧仍将继续下去。国内外学者们在董事会特征与公司绩效的关系方面得到不同的结论,关键的原因在于计量方法、绩效指标、样本、取样时期、企业经营环境、企业规模、行业竞争程度等方面的差异。本文在吸收和借鉴已有研究成果的基础上,控制上市公司的行业差异、规模差异、财务杠杆差异、多元化差异的,采用因子分析法综合净资产收益率、总资产收益率、每股收益三个财务绩效指标,分析我国深沪A股上市公司董事会特征与公

司绩效关系,以期更深入了解董事会特征在公司治理中的实际功能及其影响,为科学评价董事会的功效和公司治理水平提供帮助。

## 二、理论基础和假设

本文董事会特征是指董事会的领导权结构、独立性、规模、内部董事的比率、性别构成、董事的高等教育水平六方面。

董事会领导权结构是指董事长与总经理是否由同一人担任。关于董事会领导权结构与公司绩效的关系在理论上和实证分析上都存在争议。委托代理理论认为,由于代理人(董事)的有限理性与自利动机,委托人(股东)需要通过控制机制对代理人进行有效的监督和约束,促使董事会协调代理冲突和保护投资者资本<sup>[1-2]</sup>。Dalton和Kesner<sup>[3]</sup>、Pi和Timme<sup>[4]</sup>等认为,被经理人员控制了董事会将不能履行其法定的治理职能。为了

\* [收稿日期]2011-05-17

[作者简介]龚辉锋(1976—),男;南京大学管理学博士研究生,桂林理工大学,副教授。

防止代理人的“败德行为”和“逆向选择”,必须强化董事会的监控职能,将总经理和董事长的职务进行分离。资源基础理论认为,董事会的领导权结构要考虑企业所处环境的不确定性,考虑两职设置的利益是否超出其带来的潜在成本。管家理论认为,两职合一能促进经理人员的有效行动,有利于为公司提供更统一的方向和实施更强有力的控制,有利于企业适应瞬息万变的市场环境<sup>[5]</sup>。实证研究中,杨海芬<sup>[6]</sup>认为两职合一能提高公司绩效,蒲自立等<sup>[7]</sup>研究发现两职分设对公司绩效存在负面影响,吴淑琨<sup>[8]</sup>、于东智<sup>[9]</sup>等认为两职合一与公司绩效之间无关系。

两职合一的领导权结构有损董事会的独立性,导致经理人员更容易控制董事会,对经理人员损害公司利益的动机和行为缺乏制衡机制。董事长是董事会的最高责任者,总经理是公司业务最高执行者,两职分离有助于平衡董事会与经理层的权力分配,以便提高董事会的独立性,从而保证董事会决策的科学性和高效性。因而,提出假设:

假设1:两职分设比两职合一有更好的公司绩效。

独立董事是指不存在与公司有任何可能严重影响其做出独立判断事项的非全日制工作的董事。实证研究中关于董事会独立性和公司绩效间的关系有三种:一是董事会独立性与公司绩效间正相关<sup>[10-11]</sup>,二是董事会独立性与公司绩效间负相关<sup>[12-13]</sup>,三是董事会独立性与公司绩效间不相关<sup>[14-15]</sup>。独立董事能否更好地代表股东利益呢?支持者认为,独立董事能够比较公正和客观地发表意见,有助于保证董事会运作的公正性和透明度,从而在一定程度上维护和保障股东的权益<sup>[16-17]</sup>。独立董事有积极维护并提高其作为专家声誉的驱动力,以增加其人力资本价值;而内部董事出于对CEO的忠诚或因自身利益的驱动,很少会对CEO提出异议,可能对公司的经营管理活动难以做出客观的评估。Daily和Schwenk<sup>[18]</sup>提出外部董事相对于内部董事而言,更有利于从公司外部的环境中获取重要的组织资源。反对者则认为,独立董事未必能发挥更有效的治理作用。如,Klein<sup>[19]</sup>发现,独立董事的比例与会计指标间

并不存在统计上的显著性;Hermalin和Weisbach<sup>[20]</sup>发现,独立董事的比例与托宾Q值之间无显著相关性。

由于独立董事不直接受制于控股股东和公司经理层,因而有利于董事会对公司事务做出客观、独立的判断,从而保证董事会决策的科学性和高效性。于是提出假设:

假设2:董事会独立性与公司绩效正相关。

关于董事会规模和公司绩效关系的研究存在着四种结果。其一,董事会规模与公司绩效负相关。董事会规模越大,董事们更趋于不再对总经理的错误做法、工作绩效进行坦率地批评和评价,这将使公司丧失很多好的投资机会;董事会规模越大,会导致董事会成员间沟通与协调成本增加<sup>[21]</sup>,董事会更容易被总经理控制;随着董事会规模的增大,代理问题、免费搭便车的问题就会加剧,从而削弱董事会的监督约束功能,董事会的有效性下降。其二,董事会规模与公司绩效正相关。Coles等<sup>[22]</sup>认为,具有不同背景的董事有互补的知识和经验,因此,董事会规模的扩大会产生积极的影响。其三,董事会规模与公司绩效的关系不稳定。Lehn等<sup>[23]</sup>认为两者关系并不稳定,取决于董事会扩大规模所带来的信息收益与组织协调成本以及部分董事免费搭便车成本的对比情况。其四,存在最优董事会规模。Lipton和Lorsch<sup>[24]</sup>指出,董事会的规模应在10人以内,7~9人是理想的规模。

董事会规模适度有利于公司取得良好绩效。董事会规模太小可能出现不科学的判断,会导致决策专断,使企业绩效受到不良影响。董事会规模过度膨胀容易造成决策不及时、相互扯皮、搭便车的问题,治理成本的增长速度超过绩效增加的速度,公司绩效下降。于是提出假设:

假设3:董事会的规模与公司绩效呈倒U型关系。

相对于内部董事而言,外部董事更有利于公司从外部环境中获取重要的资源。外部董事为公司带来新的机会和革新意识<sup>[25]</sup>。外部董事的增加改变了董事会的知识构成,他们拥有公司所需要的知识、技能、信息和一些外部资源等,减少了

由于缺乏信息所增加的成本,可以增强公司的核心竞争力。Mayers等<sup>[26]</sup>发现美国保险企业增加外部董事的数量有利于提高董事会的控制效力。Oxelheim和Randy<sup>[27]</sup>发现挪威和瑞典的企业引进外部董事具有更高的托宾Q值。内部董事具有更多的关于企业及其相关产业的知识,他们参与决策制订过程,相对于外部董事而言,对公司具有更大的责任感。Klein和April<sup>[28]</sup>发现内部董事的比例与公司账面价值和股票市价正相关。于是提出假设:

假设4:内部董事比率与公司绩效呈倒U型关系。

人与人之间,“同性相斥,异性相吸”。目前女性董事逐渐出现在我国公司中。当女性董事占有一定比例时,董事会在公司治理过程中必然会考虑女性董事所带来的不同的管理理念和管理决策模式的创新与变革<sup>[29]</sup>。凌梅玲<sup>[29]</sup>的实证研究表明,高级管理人员和董事会人员的性别对资产回报率存在影响,但不同行业间显著不同。陈壁辉等的研究表明,女性普遍较男性更赞同避免滥用组织资源,能够带来更大的任务绩效<sup>[30]</sup>。任颀<sup>[31]</sup>的研究表明,女性参与高管团队与企业绩效正相关。

董事成员性别的多样性有利于拓宽信息收集的视野和增强信息搜集能力,有利于提出更多备选方案,从而提高公司治理能力<sup>[32]</sup>。当然,不同性别的个体之间比较难以达成共识。因此,性别多样性会造成团队意见的不一致和内部冲突,从而降低决策效率,并对团队绩效形成潜在威胁<sup>[33]</sup>。但董事成员通常面临的问题与决策是非例行的,所以性别多样性为决策过程带来的创造性和全面视野以及富有建设性的冲突比其所带来的负面影响更为重要<sup>[34]</sup>。因此,提出假设:

假设5:女性董事与企业绩效正相关。

董事会作为公司的管理核心,董事的教育状况最有可能影响公司绩效。20世纪80年代中期出现的新增长理论首次强调了人力资本对经济增长的作用。微观经济理论肯定了教育对于人力资本积累的促进作用。Schultz<sup>[35]</sup>、Becker<sup>[36]</sup>认为人力资本投资包括正规学校教育、在职培训、医疗保

健、迁移等多种形式。教育是一种提高人力资本水平的重要途径,学历作为所受教育程度的证明,其高低自然可以看作一种反映人力资本存量大小的信号。Becker<sup>[36]</sup>出,虽然对教育与能力之间同向变动的假定存在争议,但是把能力定义为经济上的能力时,教育与某些能力衡量标准之间肯定存在着同方向变动的关系。

现有文献提出了较高学历的高管有助于提高公司业绩的假设。Jo和Lee<sup>[37]</sup>的实证分析表明,拥有较高学历的企业家,其企业有着较高的利润率和成长率。Ballot等<sup>[38]</sup>的实证研究表明,管理人员和普通雇员的人力资本水平与公司绩效显著正相关。安同良<sup>[39]</sup>认为公司的技术创新能力与企业经营者的知识素养有关。中国企业家调查系统<sup>[40]</sup>的研究结果:学历越高选择“勇于创新”的比重越大,其中,研究生的比重为56.4%,而初中及以下的比重为38.2%,两者相差18个百分点,创新意识的形成与文化程度有一定关联。但是,Gottesman和Morey<sup>[41]</sup>的实证分析指出,拥有高学历CEO的公司并不比拥有低学历CEO的公司绩效高。然而,重视教育、重视人力资本投资已在我国企业的管理层形成共识。提出假设:

假设6:董事的教育水平与公司绩效正相关。

### 三、变量与数据

#### (一)样本及数据来源

利用招商证券公布的2011年2月27日以前在深、沪交易所上市,且能够下载数据的2082家公司为研究样本,剔除35家数据不全的公司,删除141家被ST的公司,有效样本为1906,基本能够反映我国上市公司的整体状况。本文利用SPSS17.0完成有关计算。

#### (二)变量选择与定义

绩效指标(FAC)。目前国内大部分研究,分别选用总资产收益率、净资产收益率、每股收益作为评价公司财务绩效的变量。西方学者大多采用托宾Q值(企业总资本的市场价值/企业总资本的重置价值)来衡量公司价值;国内也有学者用托宾Q值来衡量我国上市公司的价值<sup>[42-43]</sup>。在实际中Q值难于直接计算,且计算方法的不同将导致不同的结论<sup>[44]</sup>。每股收益和净资产收益率

一直作为上市公司业绩的衡量标准<sup>[44]</sup>,净资产收益率是反映权益资本收益能力的国际性通用指标,综合能力强,但易被人为操纵。从文献回顾来看,用不同的绩效指标进行分析,其结论也不尽相同甚至相反。因此,本文通过提取总资产收益率、净资产收益率、每股收益的主成分作为绩效指标,以克服用单一指标分析的不足。

行业类型(IND)。公司绩效存在显著的行业固定效应,而这种行业固定效应会随董事会治理水平的提高而呈现弱化的趋势。这说明在董事会治理水平较差的上市公司中,公司绩效更多的来源于行业优势<sup>[45]</sup>。按照证监会 13 个行业的分类,1906 个公司涉及 12 个行业,用虚拟变量 IND 1- IND12 表示 12 个行业。

资产规模(LGA)。以前研究中发现公司规

模是一个对公司绩效产生重大影响的主要变量,用总资产的自然对数衡量公司规模。

资产负债率(RDA)。Jensen 和 Meckling<sup>[46]</sup>认为,增加负债有利于减少代理成本,通常来说,资产负债率越高,受到的契约限制越多,公司盈余管理的动机越强。Williamson<sup>[47]</sup>指出,在市场经济下,公司的债务和股权不仅仅被看作是不同的融资工具,而且还应该被看作是不同的公司治理结构。因此,采用资产负债率作为控制变量。

控股公司(CTE)。实行控股经营有利于优化公司的资源配置,实现优势互补,对公司的盈利有相当重要的作用,但子公司的本位主义和离散倾向,会消耗董事会的管理资源。子公司的融资、经营行为会影响到母公司的投资收益和盈利能力,因此,将控股公司的数量纳入控制变量。

表 1 变量定义与说明

	变量名称	变量代码	定义
绩效变量	总资产收益率	ROA	净利润/总资产,反映全部资产的总体收益能力
	净资产收益率	ROE	净利润/净资产,反映所有者权益收益能力
	每股收益	EPS	(净利润-优先股股利)/普通股份数,反映普通股获利水平
	绩效因子	FAC	总资产收益率、净资产收益率、每股收益的第一主成分
控制变量	行业类型	IND	用虚拟变量 IND 1- IND13 表示 12 个行业
	资产规模	LGA	总资产的自然对数,反映可控制的资产总额
	资产负债率	RDA	总负债/总资产,反映利用债务的经营能力
	控股企业	CTE	控股企业总数,反映控股经营的能力
	行业数	NID	主营业务的行业数目,多元化经营的广度
董事会特征	两职合一	LSS	总经理、董事长两职合一,LSS = 1,否则为 0
	独立董事率	DBR	独立董事数/董事总数,衡量董事会独立性
	董事会规模	LBS	董事总数,衡量董事会大小
	内部董事率	RIB	内部董事/董事总数
	女性董事	FMB	有女性董事的为 1,否则为 0
	高等教育	EDN	大中专(ED1)、本科(ED2)、硕士与 MBA(ED3)、博士(ED4)

行业数(NID)。以公司最终产品/服务所在行业确定主营业务的行业数目。实行多元化经营,可使企业在某个行业的经营出现问题或发生

亏损时,有可能从其它行业的盈利中来得到补偿,因此,多元化能使企业不会将“所有的鸡蛋都放在同一个篮子里”。表面上看似减少了风险,

表 2 描述性统计量与 Pearson 相关系数

变量	均值	标准差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1. 总资产收益率	0.041 9	0.041 30																	
2. 净资产收益率	0.080 3	0.083 35	0.788 **																
3. 每股收益	0.343 3	0.374 14	0.614 **	0.624 **															
4. 绩效因子	0.000 0	1.000 0	0.909 **	0.913 **	0.833 **														
5. 主营行业数	1.61	1.130	-0.158 **	-0.100 **	-0.130 **	-0.146 **													
6. 控股企业数	10.86	14.97 1	-0.105 **	0.014	-0.004	-0.037	0.181 **												
7. 资产规模	12.522	1.449 4	-0.206 **	0.075 **	0.187 **	0.016	.117 **	0.399 **											
8. 资产负债率	0.346 6	0.193 78	-0.255 **	0.021	-0.155 **	-0.145 **	0.136 **	0.225 **	0.133 **										
9. 两职合一	0.22	0.413	0.172 **	0.084 **	0.108 **	0.137 **	-0.078 **	-0.086 **	-0.224 **	-0.130 **									
10. 独立董事率	0.353 5	0.058 07	0.072 **	0.048 *	0.014	0.051 *	0.047 *	0.057 *	-0.018	-0.011	0.072 **								
11. 董事会规模	9.080	1.954	-0.063 **	0.051 *	0.122 **	0.039	-0.034	0.056 *	0.421 **	-0.022	-0.137 **	-0.321 **							
12. 内部董事率	0.646 5	0.058 07	-0.072 **	-0.048 *	-0.014	-0.051 *	-0.047 *	-0.057 *	0.018	0.011	-0.072 **	-1.000 **	0.321 **						
13. 女性董事	0.70	0.458	0.024	0.001	0.004	0.012	0.066 **	-0.016	-0.062 **	-0.053 *	0.079 **	-0.054 *	0.094 **	0.054 *					
14. 大中专	1.85	1.676	-0.003	0.028	0.017	0.016	-0.005	-0.046 *	-0.051 *	0.051 *	0.013	-0.098 **	0.143 **	0.098 **	0.078 **				
15. 本科	3.35	1.840	-0.018	-0.019	0.031	-0.003	-0.04	-0.049 *	0.044	0.019	-0.040	-0.068 **	0.324 **	0.068 **	0.026	-0.217 **			
16. 硕士 MBA	3.30	1.955	-0.069 **	-0.013	0.018	-0.025	0.024	0.099 **	.270 **	-0.038	-0.097 **	-0.091 **	0.420 **	0.091 **	-0.001	-0.372 **	-0.327 **		
17. 博士	1.31	1.221	0.033	0.094 **	0.106 **	0.087 **	-0.012	0.089 **	0.289 **	-0.068 **	-0.054 *	-0.021	0.319 **	0.021	-0.039	-0.231 **	-0.183 **	0.085 **	

\* P < 0.05, \*\* p < .01 (双侧), n = 1 906

但企业如果贸然进入不太熟悉的行业,反而会加大风险。正如管理学家德鲁克所言,从事不熟悉的产业才是我们最大的风险。我国上市公司要真正提高经营业绩,只有突出主营业务,形成核心盈利能力,才能在竞争中占据优势地位。

高等教育(EDN)。学历作为所受教育程度的证明,其高低自然可以作为反映人力资本存量大小的一种信号。对于教育状况空缺的资料,编码时考虑了国人的“脸面”心理。许多文献都强调讲究“脸面”是中国文化的特有产物。“脸面”心理是中国人特有的一种社会文化心理现象,对中国人的行为影响甚大。鲁迅曾说:面子是中国精神的纲领<sup>[48]</sup>。林语堂将“面子”、“命运”和“恩惠”并称为统治中国的三位女神,面子比命运和恩惠还有力量,比宪法更受人尊敬<sup>[49]</sup>。面子是中国人社会心理最微妙奇异之点,它抽象,不可捉摸,但都是中国人调节社会交往的最细腻的标准。现实中因为怕伤了面子、坏了关系不愿说出自己不体面的学历状况。因此,学历空缺的董事视为中专或以下教育程度。

## 四、结果与说明

### (一)描述统计

表2提供了变量的描述性统计量与 Pearson 相关系数。财务绩效指标与主营业务的行业数、控股企业数、资产规模、资产负债率之间存在显著的相关关系。在样本中,有22%的公司采取两职合一的领导权设置;平均独立董事率为35.35%;董事会的平均规模为9人;70%的公司中有女性董事;在董事的学历分布上,大中专、本科、硕士(MBA)、博士的平均人数分别为1.85、3.35、3.3、1.31人,本科生和硕士生是董事成员的主力军,大中专生、博士生相对较少。

### (二)绩效因子的提取

由表2可知总资产收益率、净资产收益率、每股收益之间存在显著的线性相关。为了综合三个财务指标的信息,对其进行因子分析。首先,对样本进行 KMO 和 Bartlett 检验, KMO 值为 0.706, Bartlett 检验表明其相伴概率小于 0.001。因此,可进行因子分析。然后,采用主成分因子分析法,提取特征根大于 1 的因子(命名为绩效因子)。因子分别包含总资产收益率、净资产收益率、每股收益

82.7%、83.3%、69.4%的原始信息。除每股收益(EPS)信息损失稍大外,解释的总方差达到78.47%(见表3),用1个因子可以较好的对总资产收益率、净资产收益率、每股收益进行综合与解释。

表3 解释的总方差

成分	初始特征值			提取平方和载入		
	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%
1	2.354	78.470	78.470	2.354	78.470	78.470
2	0.434	14.465	92.934			
3	0.212	7.066	100.000			

提取方法:主成分分析

### (三)回归分析

将第一主成份的因子得分作为绩效指标,对控制变量和自变量进行回归,结果如表4所示。

表4中的回归结果用来验证假设,模型1到模型6分别用来验证6个对应的假设,各模型的F值都很显著( $p < 0.001$ )。控制模型说明控制变量对绩效因子的影响,其中的主营行业数、总资产对数、资产负债率、公司所在的行业对绩效因子存在显著的影响,说明很有必要消除它们对研究结果的影响。

假设1认为两职分设比两职合一有更好的绩效。模型1中两职合一的回归系数为0.305( $p < 0.001$ ),与控制模型相比,模型1的解析力显著增加( $\Delta R^2 = 0.015$ ,  $p < 0.001$ ),表明两职合一能显著地提高公司绩效,与假设1相反。中国经济处在转型期,企业面临资源、管理等方面的严峻挑战<sup>[50]</sup>,在高度不确定的环境中,两职合一能增强公司的反应力,提高决策速度,有利于公司适应瞬息万变的市场环境。两职合一为公司提供了一个领导核心,并会产生更清晰的公司战略和使命,使公司更加稳定并使经营呈现可持续性,由此会导致公司绩效的提升。

假设2认为董事会独立性越强公司绩效越好。模型2中独立董事率的回归系数为0.902( $p < 0.05$ ),与控制模型相比,模型2的解析力显著增加( $\Delta R^2 = 0.003$ ,  $p < 0.05$ ),表明董事会独立性能显著地提高公司绩效,假设2得到验证。

假设3认为董事会的规模与公司绩效存在倒U型关系,即存在最优董事会规模。模型3中董

事会规模的回归系数为  $-0.027 (p > 0.05)$ , 董事会规模平方项的回归系数为  $0.002 (p > 0.05)$ , 与控制模型相比, 模型 3 的解析力无显著增加 ( $\Delta R^2 = 0.000, p > 0.05$ ), 不支持最优董事会规模的假设。

假设 4 认为内部董事比率与公司绩效呈倒 U

型关系, 即存在最合适的内部董事比率。模型 4 中内部董事率的回归系数为  $5.961 (p < 0.1)$ , 内部董事率平方项的回归系数为  $-5.57 (p < 0.05)$ , 与控制模型相比, 模型 4 的解析力显著增加 ( $\Delta R^2 = 0.005, p < 0.01$ ), 最优内部董事比率约为  $53.51\%$ , 假设 4 得到验证。

表 4 绩效因子的回归结果

变量	控制模型	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
(常量)	-0.565 *	-0.880 **	-0.880 **	-0.396	-2.130 *	-0.618 *	-0.553 +
主营行业数	-0.086 ***	-0.085 ***	-0.089 ***	-0.086 ***	-0.088 ***	-0.087 ***	-0.084 ***
控股企业数	-0.001	-0.001	-0.001	0.001	-0.001	-0.001	-0.001
总资产对数	0.056 **	0.075 ***	0.057 **	0.049 *	0.061 **	0.058 **	0.046 *
资产负债率	-0.795 ***	-0.733 ***	-0.785 ***	-0.792 ***	-0.788 ***	-0.790 ***	-0.784 ***
农林牧渔	-0.030	-0.025	-0.029	-0.033	-0.021	-0.028	-0.032
采掘业	0.384 *	0.361 *	0.386 *	0.381 *	0.388 *	0.391 *	0.396 *
制造业	0.358 *	0.344 *	0.351 *	0.357 *	0.357 *	0.360 *	0.369 *
电煤水	-0.252	-0.248	-0.248	-0.262	-0.237	-0.252	-0.233
建筑业	0.226	0.268	0.228	0.223	0.217	0.223	0.261
信息技术	0.224	0.182	0.212	0.220	0.218	0.226	0.235
批零贸	0.366 *	0.366 *	0.371 *	0.368 *	0.374 *	0.362 *	0.375 *
金融保险	-0.012	-0.043	0.004	-0.067	-0.003	-0.021	-0.091
房地产	0.056	0.065	0.052	0.059	0.042	0.056	0.074
社会服务	0.341	0.377	0.343	0.335	0.355	0.344	0.351
传播文化	0.413	0.414	0.403	0.405	0.402	0.406	0.381
两职合一		0.305 ***					
独立董事率			0.902 *				
董事会规模				-0.027			
董事规模平方				0.002			
内部董事率					5.961 +		
内董率方					-5.570 *		
女性董事						0.046	
大中专							0.018
本科							0.003
硕士 MBA							-0.010
博士							0.071 **
R <sup>2</sup>	0.062	0.076	0.065	0.062	0.067	0.062	0.069
调整 R <sup>2</sup>	0.054	0.069	0.057	0.054	0.059	0.054	0.059
ΔR <sup>2</sup>	0.062 ***	0.015 ***	0.003 *	0.000	0.005 **	0.000	0.007 **
模型 F 值	8.301 ***	9.778 ***	8.141 ***	7.374 ***	7.395 ***	7.374 ***	7.403 ***

因变量:绩效因子

n = 1906, \* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

假设5认为有女性董事的企业比没有女性董事的企业绩效更高。模型5中女性董事的回归系数为0.46( $p > 0.05$ ),与控制模型相比,模型5的解析力无显著增加( $\Delta R^2 = 0$ ,  $p > 0.05$ ),不支持假设5。虽然70%的公司中有女性董事,但女性在董事会中的数量较少(平均每个企业女性董事为1.03人),此时的女性董事只是一种象征,再加上我国男女角色的传统定位,女性董事不足以对公司决策产生决定性的影响,所以影响到实证分析的结果。

假设6认为董事的教育水平与公司绩效正相关。模型6中大中专、本科、硕士(MBA)、博士的回归系数分别为0.018( $p > 0.05$ )、0.003( $p > 0.05$ )、-0.010( $p > 0.05$ )、0.071( $p < 0.01$ )。与控制模型相比,模型6的解析力显著增加( $\Delta R^2 = 0.007$ ,  $p < 0.01$ )。假设6得到部分验证。具有博士学位的董事对公司绩效有显著的正相关,具有中专、本科、硕士(MBA)的董事对公司绩效无显著影响。其原因可能是:其一,董事的学历集中在本科和硕士两个层次,且在企业间的同质性强、差异性弱。从表2可知董事会中具有中专、本科、硕士(MBA)、博士的平均人数分别为1.85、3.35、3.3、1.31,标准差分别为1.676、1.84、1.955、1.221,可计算离散系数分别为0.91、0.55、0.59、0.93。说明董事的学历呈中间多两端的橄榄形结构。其二,随着我国高等教育从精英化向大众化的转变,在“脸面”心理的驱动下,更多的人以函授本科、研究生班、MBA、EMBA等更为灵活的形式获得了体面的文凭,但目前对博士的教育还没有完全放开,获得博士学位也并不容易,导致董事学历呈中间多两端少的状态,而本科、硕士两种学历在公司之间体现不出明显的差异。其三,中国经济仍然属于粗放型增长,依赖大量生产要素的投入,非人力资本的增长率仍然要比人力资本高。

## 五、结论与建议

由于计量方法、绩效指标、样本、取样时期、经营环境、企业规模、行业竞争程度等方面的差异,导致国内外学者在董事会特征与公司绩效的关系方面得到有差异甚至相反的实证结论。本研究通

过提取总资产收益率、净资产收益率、每股收益的绩效因子作为公司的绩效指标,对上市公司董事会特征与公司绩效因子的关系进行了实证研究。克服了单一绩效指标的不足,丰富了董事会特征与公司绩效关系的文献。在研究中董事的专业、年龄、性格、任期、经历、能力等许多特征变量以及董事发挥作用的“时滞”性还未考虑进来。因此,关于董事会特征与公司绩效关系问题进行的实证结论可能不具有稳定性,该领域的研究还应继续给予关注。

### [参考文献]

- [1] Fama Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301-325.
- [2] Williamson. The Economic Institutions of Capitalism [M]. New York: The Free Press, 1985.
- [3] D R Dalton, I F Kesner. Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective[J]. Journal of International Business Studies, 1987, 18(3): 33-42.
- [4] Pi Timme. Corporate Control and Bank Efficiency[J]. Journal of Banking and Finance, 1993, 17(2/3): 515-530.
- [5] Brickley Coles Jarrell. Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of Board [J]. Journal of Corporate Finance, 1997(3): 189-220.
- [6] 杨海芬. 国外有关公司董事会研究的理论观点述评[J]. 经济体制改革, 2005(1): 146-150.
- [7] 蒲自立, 刘芍佳. 公司控制中的董事会领导结构和公司绩效[J]. 管理世界, 2004(9): 117-130.
- [8] 吴淑琨, 柏杰, 席酉民. 董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析[J]. 经济研究, 1998(8): 21-28.
- [9] 于东智. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析[J]. 中国社会科学, 2003(3): 29-41.
- [10] Krivogorsky V. Ownership, board structure, and performance in continental Europe [J]. The International Journal of Accounting, 2006, 41(2): 176-197.
- [11] 吴淑琨. 基于股权结构的董事会独立性与公司绩效的实证研究[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2004, 24(1): 17-24.
- [12] Klein A. Firm performance and board committee structure[J]. Journal of Law and Economics, 1998, 41(1):



- 275-303.
- [13] 王跃堂,赵子夜,魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效[J]. 经济研究,2006(5):62-73.
- [14] Agrawal, Knoeber. Do Some Outside Directors Play a Political Role? [J]. Journal of Law and Economics, 2001,44(1):179-198.
- [15] Laura, Lin. The Effectiveness Of Outside Directors As A Corporate Governance Mechanism:Theories And Evidence[J]. Northwestern University Law Review, 1996(3):898-975.
- [16] Fama Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics,1983,26(2):301-325.
- [17] B E Hermalin, M S Weisbach. The Determinants of Board Compositions[J]. The Rand Journal of Economics,1988,19(4):589-606.
- [18] Daily, Schwenk. Chief Executive Officers, Top Management Teams, and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces? [J]. Journal of Management, 1996,22(2):185-208.
- [19] Klein A. Firm performance and board committee structure[J]. Journal of Law and Economics,1998,41(1):275-303.
- [20] Hermalin Weisbach. The Effects of Board Composition and Director Incentives on Firm Performance [J]. Financial Management,1991,20(4):101-112.
- [21] MakY T, Kusnadi Y. Size really matters:Further evidence on the negative relationship between board size and firm value [J]. Pacific Basin Finance Journal, 2005,13(3):301-318.
- [22] Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Boards: Does one size fit all? [J]. Journal of Financial Economics, 2008,87(2):329-356.
- [23] Lehn K, Patro S, Zhao Mengxin. Determinants of the size and structure of corporate boards,1935-2000[R]. Working Paper,Hitotsubashi University,2008.
- [24] Lipton M, J Lorsch. A Modest Proposal for Improving Corporate Governance [M]. Business Lawyer, 1992:59-77.
- [25] Christopher C Tuggle, Richard A Johnson. Attention Patterns in the Boardroom: How Board Composition and Processes Affect Discussion of Entrepreneurial Issues[J]. Academy of Management Journal, 2010,53(3):550-571.
- [26] Mayers David, Shivdasani Anil, Smith Clifford W Jr. Board Composition and Corporate Control: Evidence from the Insurance Industry [J]. Journal of Business, 1997,70(1):33-62.
- [27] Oxelheim Lars, Randy Trond. The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value [R]. IUI Working Paper Series 567, The Research Institute of Industrial Economics,2001.
- [28] Klein April. Firm Performance and Board Committee Structure[J]. Journal of Law & Economics, University of Chicago Press,1998,41(1):275-303.
- [29] 凌梅玲,性别视角下的董事会结构与公司绩效研究 [D]. 华南师范大学,2007:1-91.
- [30] 陈璧辉,刘昱园,俞美荷. 基于性别的组织公民行为对工作绩效影响的实证研究[J]. 经济论坛,2008(5):82-85.
- [31] 任颀,王崢. 女性参与高管团队对企业绩效的影响:基于中国民营企业的实证研究[J]. 南开管理评论,2010,13(5):81-91.
- [32] Watson W E, Kumar K, Michaelsen L K. Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogeneous and Diverse Task Groups[J]. Academy of Management Journal,1993,36(3):590-602.
- [33] Hambrick D C, Cho T S, Chen M J. The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive moves [J]. Administrative Science Quarterly, 1996,41(4):659-684.
- [34] Amason A G. Distinguishing the Effects of Functional and Dysfunctional Conflict on Strategic Decision Making: Resolving a Paradox for Top Management Teams [J]. Academy of Management Journal, 1996,39:123-148.
- [35] Schultz, T. W. Investment In Human Capital. American Economic Review,1961,51(1):1-17.
- [36] Gary S Becker. Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education [M]. Chicago, University of Chicago Press (3rd Edition):1-412.
- [37] Jo Hyungrae, Lee Jinjoo. The relationship between an entrepreneur's background and performance in a new venture [J]. Technovation,1996,16(4):161-171.
- [38] Ballot G, Fakhfakh F, Taymaz E. Firms' human capital, R&D and performance: a study on French and

- Swedish firms [J]. *Labour Economics*, 2001, 8 (4): 443-462.
- [39] 安同良. 中国企业的技术选择[J]. *经济研究*, 2003 (7):76-92.
- [40] 中国企业家调查系统. 企业创新:现状、问题及对策——2001年中国企业经营者成长与发展专题调查报告[J]. *管理世界*, 2001, (4):71-80.
- [41] Gottesman A A, Morey M R. Does a better education make for better managers? An empirical examination of CEO educational quality and firm performance [EB/OL]. <http://www.ssrn.com>, Working Paper Series, 2005.
- [42] 苏启林,朱文. 上市公司家族控制与企业价值[J]. *经济研究*, 2003(8):36-45.
- [43] 徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. *经济研究*, 2003(2):64-74.
- [44] 蒲自立,刘芍佳. 公司控制中的董事会领导结构和公司绩效[J]. *管理世界*, 2004(9):117-130.
- [45] 李维安,孙文. 董事会治理对公司绩效累积效应的实证研究——基于中国上市公司的数据[J]. *中国工业经济*, 2007(12):77-84.
- [46] Michael C Jensen. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 12(3):30-60.
- [47] Ted Temzelides, Stephen D. Williamson. Payments Systems Design in Deterministic and Private Information Environments [J]. *Journal of Economic Theory*, 2001, 99:297-326.
- [48] 鲁迅. 论面子[M]. *鲁迅全集(第六卷)*. 北京:人民出版社, 1973:128-130.
- [49] 林语堂. 《中国人》即《吾国吾民》[M]. 上海:学林出版社, 1994.
- [50] Haiyang Li and Kwaku Atuahene-Gima. Product Innovation Strategy and the Performance of New Technology Ventures in China [J]. *The Academy of Management Journal*, 2001, 44(6):1123-1134.

(责任编辑:夏东,朱德东)

## Empirical Analysis of the Characteristics of Listed Company's Board And Company Performance

GONG Hui-feng<sup>1,2</sup>

(1. Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China;

2. School of Management, Guilin University of Technology, Guilin 541004, China)

**Abstract:** Based on the data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies in February, 2011, using SPSS software to extract the yield rate of total capital, yield rate of net capital and performance factor of the yield per share, this paper gives an empirical study on the relationship between board characteristics of listed companies and performance. The results showed that duality leadership structure positively and significantly affects the corporate performance; board independence was positively and significantly associated with performance; the relationship between ratio of inside directors and performance showed inverted U-shape; directors with PHD were positively and significantly associated with performance; female directors on firm performance were not significant; the optimal size of board has not been verified.

**Key words:** A shares; listed company; Board; factor analysis; company performance; performance factor