

董事会结构与公司绩效关系探讨

杨忠诚 王宗军(博士生导师)

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 本文从终极控制权的角度研究董事会结构和公司绩效的关系,研究结果显示董事会规模与公司绩效呈显著的凹向负相关关系,独立董事比例与公司绩效显著正相关,董事会会议次数和董事会持股比例与公司绩效正相关但无显著性,两职合一对公司绩效有不利影响,国有终极控股与公司绩效显著负相关,私人终极控股对公司绩效影响最大。

【关键词】 终极控制权 董事会结构 公司绩效

董事会结构与公司绩效的关系研究是目前学者研究公司治理的热点,但到目前为止还没有权威的结论。本文采用La Porta等(1999)的“终极产权论”观点,将我国上市公司分为国有终极控股和私人终极控股,在国有终极控股中又分为中央直属国企终极控股、国有资产管理机构终极控股、地方政府终极控股和高校终极控股四种类型。本文从终极控股权的角度研究董事会结构与公司绩效的关系,弥补以往研究的不足。

一、研究设计

1. 数据采集和研究方法。 本文采用在2000年12月31日前在深、沪两家证券交易所上市的除金融行业公司外的全部公司平衡面板数据作为样本。为了保证公司绩效的稳定性,采用的数据区间为2003~2006年,删去其中一些数据不全的样本和ST公司,总共有683家。采用固定效应面板数据模型进行回归分析。数据来源于CCER数据库。

2. 变量的选择。

(1)公司绩效变量。因为证监会采用ROE来衡量上市公司的业绩,故本文也采用ROE作为公司绩效指标。

(2)董事会治理变量。

董事会规模(X_1),我们用公司年度报告中披露的公司董事人数来表示当年度的董事会规模。

董事会的独立性,用独立董事的比例表示(X_2)。我们用公司年度报告中披露的公司中独立董事占全体董事的比例表示。

董事会议次数(X_3),用公司年报中披露的董事会会议次数表示。

领导权结构,用两职设置状况的虚拟变量DUA表示。DUA=1,董事长和总理由一人担任,两职完全合一(X_4);DUA=0.5,副董事长或董事兼任总经理,两职部分合一(X_5);DUA=0,其他。

董事会激励机制,用董事会持股比率表示(X_6),董事会持股比例用公司年度报告中披露的公司董事会所持有的股份占有所有股份的比例表示。

(3)控制变量。为了增加模型的自由度和提高模型的拟合

度,本文引入了六个控制变量,即终极控股股东、公司规模、财务杠杆、机构投资者、上市公司年龄和终极控股股东类别。

终极控股股东(UC),当终极控股股东是国有股时,UC=1;当终极控股股东为其他时,UC=0。

公司规模,用上市公司年度报告中披露的总资产的自然对数表示。

财务杠杆,是上市公司年度报告中总负债和总资产的百分比。

机构投资者,当前十大股东中有机构投资者时,其值为1,否则为0。

上市公司年龄,用公司上市年数的自然对数表示。

终极控股股东类别(IDEN_j)。其中,j=0,1,2,3,4,分别表示终极控股股东是高校、国有资产管理机构、中央直属国企、地方政府国企和私人企业, IDEN_j=1,表示终极控股股东为j,否则为0。

二、实证结果

表1描述的是各变量均值在不同终极控制人类别之间的分类统计,从表中可以看出,中央直属国企(IDEN₂)的财务绩效指标(ROE)明显高于其他类公司,私有产权公司(IDEN₄)的绩效最低。在董事会机构方面,私有产权公司的独立董事比例、两职完全合一、董事会会议次数、董事会持股比例均高于其他类型的公司,但董事会规模明显低于其他公司,原因在于我国私有产权公司绝大部分是民营企业,主要是家族控股,董事长往往兼任总经理。

表1 不同终极控制权类型企业的变量均值

	IDEN ₁	IDEN ₂	IDEN ₃	IDEN ₄	全部
ROE	0.038	0.084	0.043	0.013	0.040
董事会规模	10.091	10.249	9.934	9.080	9.771
独立董事比例	0.330	0.330	0.337	0.346	0.339
两职完全合一	0.030	0.044	0.083	0.098	0.078
两职部分合一	0.063	0.070	0.074	0.059	0.069
董事会会议次数	7.818	7.173	7.235	8.298	7.454
董事会持股比例	0.000 09	0.000 07	0.000 27	0.000 97	0.000 38

表 2

董事会结构与公司绩效回归结果

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
常数项	-3.069***	-3.384***	-3.156***	-3.47***	-3.112***	-3.427***	-3.089***	-3.402***	-3.106***	-3.421***
1/X ₁	0.697**	0.713**								
X ₂			0.163**	0.164**						
X ₃					0.000 2	0.000 3				
X ₄							-0.005	-0.003		
X ₅							-0.034	-0.035		
X ₆									1.573	1.609
UC	-0.067***		-0.067***		-0.069***		-0.070***		-0.069***	
IDEN ₁		0.226**		0.221**		0.219**		0.217**		0.219**
IDEN ₂		0.24**		0.236**		0.234**		0.235**		0.233**
IDEN ₃		0.197*		0.192*		0.189*		0.187*		0.188*
IDEN ₄		0.266**		0.260**		0.259**		0.258*		0.259**
R-sq	0.843	0.843	0.843	0.843	0.843	0.843	0.843	0.843	0.843	0.843
F	2.87	2.88	2.87	2.88	2.87	2.86	2.87	2.87	2.86	2.87

注：*、**、***、分别表示显著性水平为 1%、5%和 10%。

表2是董事会结构与公司绩效的回归结果，由于变量较多，表中没有报告控制变量的回归结果。

模型1和模型2报告的是董事会规模与公司绩效的回归结果，公司绩效与董事会规模的倒数显著正相关，说明董事会规模与公司绩效之间呈现凹性负相关的显著相关关系，董事会规模越大，公司绩效越差，这和Yermack(1996)的结论基本上一致。

模型3和模型4描述了独立董事比例和公司绩效的关系，回归结果显示独立董事与公司绩效显著正相关，设立独立董事有利于改善公司绩效，与Weisbach(1988)、吴淑琨等(2001)的研究结论一致。

模型5和模型6描述了董事会会议次数与公司绩效的关系，结果表明董事会会议次数与公司绩效正相关，但无显著性。

模型7和模型8描述的是两职状态与公司绩效的关系，回归结果表明两职完全合一和两职部分合一与公司绩效负相关，但无显著性，与Rechner和Dalton(1991)、吴淑琨(2002)结论一致。

模型9和模型10描述的是董事会持股比例与公司绩效的关系，回归结果显示董事会持股比例与公司绩效正相关，说明董事会持股有利于公司绩效的提高，但没有表现出显著性。

从终极控制权的属性来看，国有终极控股不利于公司绩效的提高，国有终极控股股东对公司绩效存在显著的负向影响。根据对终极控股股东的实际身份进行分析，本文发现不同的终极控股股东信息对公司绩效有不同的影响，私有产权公司(IDEN₄)对公司的绩效影响最大(回归系数最大)，其次是中央直属国企(IDEN₂)、国有资产管理机构所属国企(IDEN₁)和地方政府所属国企(IDEN₃)。

三、结论

本文从终极控制权的角度研究了董事会结构与公司绩效

的关系。样本的描述性统计结果表明，国有终极控股公司的财务绩效指标净资产收益率明显高于私人终极控股公司，这种结果与大多数人认为的“国有企业效率低下”的观点不符，本文认为可能的原因是国家作为终极权力和经济中心，控制着大部分的关键资源和优质资源，使得国有企业表现出高于私人企业的财务业绩。董事会规模与公司财务绩效指标ROE存在凹向的显著负相关关系，独立董事的存在有利于公司财务绩效的显著提高，董事会会议次数、董事会持股比例对公司财务绩效有正面影响，而两职合一和两职部分合一对公司绩效有负面影响，说明我国董事会治理结构对公司绩效产生了一定的影响。国有终极控制权对公司财务绩效有不利影响，在对终极控股股东的实际身份进行分析后发现，私有终极控股股东对公司绩效的影响最大，其次是中央直属国企、国有资产管理机构所属国企和地方政府管理的国企。理论上的原因在于私人产权公司经营和激励机制较灵活，更容易适应竞争。根据La Porta(1999)的“终极产权论”，中央企业直接控股的方式缩短了金字塔式权力结构中的控制链，其产生的代理成本也较小。国有资产管理机构代表国家履行国有资产出资人的职责，对国资委负有保值和增值的责任，因而它们的绩效要强于地方政府管理的企业业绩。

主要参考文献

1. 吴淑琨, 刘忠明, 范建强. 非执行董事与公司绩效的实证研究. 中国工业经济, 2001; 9
2. 吴淑琨. 董事长和总经理两职状态的实证检验. 证券市场导报, 2002; 3
3. La porta et al. Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance, 1999; 2
4. M. Weisbach. Outside directors, monitoring and the turnover of chief executive of ficers; An empirical analysis. Journal of Finanal Economics, 1988; 3