

中小板上市公司董事会治理 与公司绩效关系研究

王山慧 王宗军(博士生导师) 赵欣欣

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 本文选取深圳证券交易所 184 家中小板上市公司为研究对象,搜集了 2007~2009 年共三年的面板数据,从实证角度分析我国中小板上市公司中董事会治理对公司绩效的影响,并分别从财务指标和市场指标两个方面衡量公司绩效。再通过采用面板数据回归,发现在中小板上市公司中董事会规模与公司绩效显著负相关,即董事会规模越大,公司绩效越差。而独立董事比例、董事会领导结构和董事会执行强度并不影响公司绩效。

【关键词】 中小板上市公司 董事会治理 公司绩效

1776 年 Adam Smith 在《国富论》中最早提出了公司治理问题,认为公司存在经理人员疏忽和挥霍的问题,这就触及到了公司治理的起源与核心问题之一,即委托代理理论。Hermalin 和 Weisbach 认为董事会之所以存在的一个可能原因是董事会是最有效率的解决各种代理问题的机构,这些代理问题会造成各成员利益中潜在的分歧。他们同时认为董事会是组织代理问题的市场解决方法,一个帮助解决代理问题的内在决定机构。不论优缺点如何,董事会是减小组织中的冲突问题的一个方法。董事会在公司治理中处于核心地位,国内外学者对于董事会与公司绩效的关系展开了大量的研究,得出了很多有意义的结论。然而国内学者在研究董事会与公司绩效关系时大都以中国的上市公司为整体进行研究,包括主板企业和中小板企业。由于我国中小板公司毕竟是少数,因此以全部上市公司为研究对象得出的结论不一定适合中小板企业。

2004 年 5 月中国证监会批复同意深圳证券交易所主板市场内设立中小企业板,而在 2006 年中小板上市公司全部完成股改,是国内第一个全流通的板块。中小板作为创业板的一种过渡,其上市公司大多处于企业生命周期的成长期,具有高成长、高收益的特点。而我们国家现在强调要进行自主创新,提高科技含量,使中小板公司迎来良好的发展环境。中小板公司从 2004 年上市以来只有一家 ST 公司,整体公司绩效良好,随着中小板公司的影响进一步扩大,其公司内部治理状况受到越来越多的关注。董事会作为公司治理的核心,更是成为投资者和监管部门关注的焦点。因此研究中小板公司中董事会治理与其公司绩效的关系具有重要的理论价值和现实意义。

本文的研究贡献主要体现在两个方面:第一,我们以中国中小板上市公司为样本,实证研究中小板公司的董事会治理对公司绩效的影响,找出专属于我国中小板公司的规律,弥补以往研究的不足。并且证明了董事会规模显著影响了公司绩效,而独立董事比例、董事会领导结构以及董事会的执行强

度并不影响公司绩效。第二,由于单独采用财务指标或市场指标来研究董事会治理对公司绩效的影响具有一定的片面性,我们分别用财务指标和市场指标作为公司绩效的替代变量,得到了一个关于我国中小板上市公司董事会治理的全面的结论。

一、相关文献回顾

1. 董事会规模。在早期研究董事会治理与公司绩效的关系中,学者们倾向于大的董事会规模,认为大规模董事会能够帮助企业并提供必要的资源,减少信息不对称。Tricker 认为董事会中董事数量多能够使公司拥有更多董事的技能和服务尤其是外部董事多,其认为董事规模越大越有利于公司。Goodstein 认为大规模的董事会提供了通向外部世界的服务窗口,能够更好地与外界形成环境联系。而 Lipton 和 Lorsch 则认为小规模董事会比较好,因为董事会规模太大,其内部就容易产生搭便车等代理问题,而且容易导致沟通协调问题。Yermack 则以 1984~1991 年的 452 家美国较大的公司为例实证研究了 Tobin's Q 值和董事会规模之间的关系,结果表明董事会规模越小越有利于公司。Eisenberg、Sundgren 和 Wells 以及 Conyon 和 peck 等都得出了相同的结论。Jensen 认为董事会的最大规模是 7 或 8 个董事,大规模的董事会没有效率,不可能很好发挥作用,而且易受 CEO 的操纵。

在国内,孙永祥等采用 519 家 A 股公司作为样本进行实证研究,发现我国上市公司董事会规模与公司绩效之间存在负相关关系。沈艺峰等选取了 1998~2000 年内所有被列为 ST 公司的 82 家公司,同时选取 82 家非 ST 公司作为对应样本,认为董事会规模过大可能是导致 ST 公司董事会治理失败的原因。李常青等、陈军等同样通过实证研究认为董事会规模与公司绩效负相关。而于东智等以我国上市公司 2000 年的统计数据对董事会规模与公司绩效进行回归分析,结果表明董事会的规模与公司绩效呈现出显著的倒 U 型二次曲线关系。

2. 独立董事比例。董事会中的独立董事是指在外单位任

职而在本公司挂名的董事。独立董事主要在董事会中发挥指导和监督作用。Fama 和 Jensen 认为较高比例的独立董事提高了公司董事会的监督效率。Baysinger 和 Butler's、Hambrick 和 D'Aveni、Daily 和 Dalton、Elloumi 和 Gueyie 都认为独立董事比例与公司财务困境负相关。而 Ronald 的研究结果表明董事会的独立性越高,公司的业绩指标越差。Chaganti 等、Hermalin 和 Weisbach、Bhaga 和 Black 等发现外部董事的比例与公司绩效没有明显的关系。

而国内最早研究独立董事与公司绩效出现于 2001 年,吴淑琨等对我国上市公司 1999 年的数据进行了实证分析,结果表明非执行董事比例与公司绩效之间存在正相关关系。吕兆友以 584 家工业类型企业为研究对象,其实证结论表明我国工业类上市公司的董事会独立性与公司绩效显著正相关。沈艺峰等、靳云汇等、陈军等也得到了相同的结论。而李常青等、王华等的实证结论则发现独立董事比例与公司绩效负相关。不同于以上结论的是,胡勤勤等考察了截至 2000 年底已建立独立董事制度的 46 家上市公司,同时检验了累计超常收益、Tobin's Q 值与独立董事比例之间的关系,发现独立董事比例并不影响公司业绩。高明华等通过对截至 2001 年度连续三年设立和没有设立独立董事制度的公司业绩均值进行独立样本的 T 检验,结果表明两个样本间并不存在显著的差异。于东智等对此持有相同的意见。刘锦红等通过实证研究发现独立董事在董事会中的比重与公司绩效不存在显著的相关关系,认为独立董事对于公司绩效的提升没有满足人们的期望,独立董事制度也不是解决代理问题的“灵丹妙药”。实质上,独立董事人数占董事会人数的比例并不是影响公司绩效的一个重要因素,独立董事在约束管理层和保护中小股东利益方面没有发挥积极的作用。

二、研究设计

1. 研究假设。

(1)董事会规模与公司绩效关系。董事会规模大小是研究董事会治理的一个重要组成部分。我国《公司法》规定上市公司董事会人数应为 5~19 人。设立董事会的目的就是指导并监督 CEO 及管理层的业绩,并且分析、校正 CEO 的决策。虽然大规模的董事会提供了更深层次和更广泛的决策咨询,能够帮助企业获得必要的资源、减少信息的不对称、建立良好的外在形象,但是董事会规模过大就会引起沟通、协调问题,董事会内部就容易出现搭便车现象。然而由于我国中小板公司大多处于企业生命周期的成长期,竞争环境日益激烈,这就要求董事会能够在瞬息万变的市场上快速做出决定。因此小规模的董事会有利于提高决策的效率。而且董事会规模过大会导致缺乏创新与决策效率。相对于主板市场,中小板公司多是一些小公司,具有自主创新能力,这就对创新和决策的效率要求比较高,因此董事会规模过大同样不利于中小板公司的发展。从而本文得到第一个假设:

H1:董事会规模与公司绩效负相关,即董事会规模越小越有利于公司。

(2)独立董事比例与公司绩效的关系。对于中小板公司独

立董事而言,独立董事通常被认为在董事会中发挥两个基本作用:指导作用和监督作用。独立董事往往都是某些方面的专家,享有很好的社会声誉。独立董事在公司的表现会提高自己在外部市场的价值,他们有动力做出好的决策以提高他们作为专家的声誉。所以他们能够对公司事务的决策与管理发挥重大作用,并通过自己的专业背景给予企业经营管理方面的指导及通过自己的关系网络促进上市公司业绩的提升,同时独立董事的人力资本的价值很大程度上取决于他们在其他共识中作为内部决策经理的表现。并且由于独立董事不是本公司的职员,他们就能够更好地行使监督职能,提高公司董事会作为管理监督的效率。由于中小板公司的高成长性,需要更多的决策资源以及关系网络,因此本文假设:

H2:独立董事比例与公司绩效正相关。

(3)董事会领导结构与公司绩效的关系。董事长与 CEO 是否两职合一,是公司治理结构中的一个重要问题。虽然目前国内外大部分公司一般都采取董事长与总经理两职合一的领导结构,但是大部分学者不赞同这种领导结构。两职分离可以提高董事会的独立性与有效性,有利于其他董事会成员对 CEO 进行有效的监督,提高董事会的监督效率。同时两职分离可以提高管理者的创新能力、加强对企业管理者的监督能力、弱化 CEO 的统治地位、降低内部人控制的几率。由于我国中小板公司的实际控制人为自然人,家族特征明显,因此加强信息披露的监督显得更加重要。因而对我国中小板公司进行假设:

H3:两职兼任与公司绩效正相关。

(4)董事会执行强度与公司绩效的关系。董事会会议是董事会治理机制的主要表现形式,是董事会在公司治理中发挥作用的一个重要方式。我国《公司法》第 116 条规定,股份有限公司董事会每年至少要召开两次会议。而 Lipton 和 Lorsch 认为董事会应至少每两个月开一次。经常举行会议的董事会能够更好地履行职责,更好地保护股东利益。董事会会议是董事会对公司管理层发生作用的主要途径,经常性的董事会会议使得董事们有时间与公司管理层交流沟通,提供有价值的建议和外部资源,也能有更多的时间了解管理层的努力工作情况,监督管理层、改善公司的经营状况、提高公司经营能力。对于中小板公司而言,由于处于成长期,需要更多的监督和指导及更多的时间来讨论公司的决策。因此本文假设:

H4:董事会活动强度(董事会会议次数)与公司绩效正相关。

2. 样本及数据。中小企业板在 2006 年全部完成股改,是国内第一个全流通的板块。为了保证数据的有效性,我们选取 2007~2009 年的中小板上市公司数据,以在深圳证券交易所上市的中小板上市公司为基本样本,时间跨度为 2007 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 30 日。所选样本公司必须满足以下条件:①公司必须于 2007 年 1 月 1 日前在深圳证券交易所公开发行上市。②公司三年内的董事会及财务数据能够在 CCER 数据库中获得。③所获得数据必须有效。所有企业的董事会数据和财务数据来源于北京色诺芬信息技术服务公司开发的《CCER 上市公司治理结构数据库》和《CCER 上市公司财务

数据库》。同时为了便于比较,每年选取的样本公司都相同,在剔除1家数据不全,36家数据奇异的企业共111个样本后,得到184家中小板上市公司三年的552个样本。

3. 变量定义。根据研究需要,我们分别选取了被解释变量、解释变量和控制变量。其变量选取如下:

(1)被解释变量。在早期关于董事会治理与公司绩效的研究中,学者一般从财务指标来衡量公司的绩效,主要是用ROA作为公司绩效的代理变量,后来则一般从市场指标来衡量公司的绩效,采用TobinQ作为公司绩效的代理变量。而单独采用财务指标或市场指标来研究董事会治理对公司绩效的影响具有一定的片面性,为得到一个关于我国中小板上市公司治理的全面的结论,本文分别选取公司绩效的财务指标和市场指标作为被解释变量,其定义见表1。

(2)解释变量。根据本文的研究假设,本文选取董事会治理的四个特征变量:董事会规模、外部董事比例、董事会结构、董事会会议次数。其变量定义见表1。

(3)控制变量。考虑到上市公司可能存在规模效应,公司的财务杠杆反映了公司的资本结构及债务的治理作用,也会影响公司绩效,而我国中小板上市公司大多处于企业生命周期的成长期,公司具有高成长、高收益的特点。因此我们一共选取三个控制变量,分别是公司规模、财务杠杆和成长能力。其变量定义见表1。

表1 变量定义表

变量名称	变量描述	计量方法
被解释变量	资产收益率ROA	净利润/平均资产总额
	TobinQ	托宾Q值=公司市场价格/公司重置成本
解释变量	董事会规模X1	LN(董事会总人数)
	外部董事比例X2	外部董事人数/董事总人数
	董事会结构X3	CEO兼任董事长或董事取1,否则取0
	董事会会议次数X4	该年度董事会会议次数
控制变量	公司规模S	LN(总资产)
	财务杠杆L	总负债/总资产
	成长能力G	企业本年总资产增长额同年初资产总额的比率

(4)模型设计。针对假设我们建立如下模型:

$$Performance_{it} = \alpha_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 L_{it} + \beta_4 G_{it} + \beta_5 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

上式中:下标it指第i个公司第t年的指标;Performance代表公司的绩效依次采用ROA和TobinQ; ε_{it} 代表回归参数; X_{it} 代表公司的董事会治理因素; β_i 代表回归系数。

三、实证结果及分析

1. 描述性统计。

(1)董事会规模。

从表2我们可以看出,对于中小板公司而言,董事会规模的最大值符合我国《公司法》规定的上限,但其最小值与我国《公司法》规定的5人的下限还是有很大的差距。董事会规模的中位数和众数都为6,而吕兆友、孙永祥和章融、李常青和

赖建青等研究的董事会规模一般为9人制,而刘锦红研究的民营企业董事会规模一般也为9人制。这说明中小板公司的董事会规模明显小于主板公司和民营企业,而且也小于Jensen所认为的7~8人董事会。从平均值来看,2007年董事会平均规模为5.80,2008年为5.89,而2009年董事会平均规模为5.49,也小于以前学者得到的数据,但却高于Esenberg对芬兰的中小企业研究所得到的3.74的统计结果。中小板公司一般采用6人董事会设置,其中2007年有106家、2008年有107家、2009年有87家,数目有所下降。

表2 董事会规模的描述性统计

样本容量	最大值	最小值	均值	中位数	众数	标准差
552(三年数据)	11	3	5.88	6	6	1.222
184(2007年)	10	3	5.86	6	6	1.177
184(2008年)	11	3	6.03	6	6	1.256
184(2009年)	10	3	5.76	6	6	1.224

(2)独立董事。

表3中2008年样本公司的独立董事比例的均值与2007年样本公司的独立董事比例的均值基本相同,而2008年样本公司的独立董事比例的最大值和最小值都高于2007年样本公司的独立董事比例的最大值和最小值。2009年样本公司的平均独立董事比例为0.582,高于2008年的数据,其最大值与2008年的数据相同,最小值却又下降到0。2007~2009年每年样本公司的独立董事比例的均值、中位数、众数都大于等于0.5,这说明在样本公司中董事会结构中有一半的独立董事。这符合中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,其要求2003年6月30日前各上市公司董事会成员中至少应包括1/3的独立董事。而李常青以上海证券交易所上市的公司为样本得到的独立董事比例不足1/3,刘锦红以民营企业公司为样本得到的独立董事比例大约为0.36。这说明我国中小板公司独立董事比例一般要高于主板企业和民营企业。

表3 独立董事比例的描述性统计

样本容量	最大值	最小值	均值	中位数	众数	标准差
552(三年数据)	0.857	0	0.57	0.5	0.5	0.113
184(2007年)	0.8	0	0.564	0.5	0.5	0.115
184(2008年)	0.857	0	0.565	0.5	0.5	0.104
184(2009年)	0.857	0	0.582	0.536	0.5	0.119

(3)董事会领导结构。

表4 董事会领导结构的描述性统计

样本容量	CEO兼任董事或董事长(X3=1)		其他(X3=0)	
	数量	比例	数量	比例
552(三年数据)	150	0.272	402	0.728
184(2007年)	56	0.304	128	0.696
184(2008年)	47	0.255	137	0.745
184(2009年)	47	0.255	137	0.745

由表 4 可以看出我国中小板公司中两职分离的公司数目逐步上升,184 家样本公司中两职分离的公司数由 2007 年的 128 家提高到 2008 年和 2009 年的 137 家。从整体来看,CEO 兼任董事或董事长在中小板公司中占少数,普遍的情况还是两职分离,这可能与中国证监会把 CEO 与董事长由不同的人员担任作为完善公司治理结构的一个重要措施有关。

(4)董事会执行强度。

董事会的执行强度由董事会会议次数来度量。表 5 显示了中小板公司样本公司董事会会议次数的描述性统计。从表中我们可以看出,三年中平均董事会会议次数先上升后下降,分别由 2007 年的 8.12 次上升到 2008 年的 9.09 次,而到了 2009 年又降到 7.85 次。究其原因,笔者认为可能是 2008 年发生的金融危机对中小板公司产生了影响,使得公司董事会的执行强度加大,而金融危机过后,董事会的执行强度也随着危机的减小而减弱。

表 5 董事会会议次数的描述性统计

样本容量	最大值	最小值	均值	中位数	众数	标准差
552(三年数据)	31	2	8.35	8	8	3.093
184(2007年)	23	2	8.12	8	8	3.158
184(2008年)	22	5	9.09	9	8	2.543
184(2009年)	31	3	7.85	7	7	3.392

2. 回归结果与分析。根据本文建立的模型,运用 Eviews 5.0 处理选取的面板数据,采用广义最小二乘法对回归方程进行估计,结果见表 6:

表 6 董事会治理对公司绩效的回归结果

变量名称	ROA回归				TobinQ回归			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
截距	-0.424 (0.000)***	-0.418 (0.000)***	-0.431 (0.000)***	-0.422 (0.000)***	3.222 (0.008)***	2.982 (0.018)***	2.933 (0.018)**	3.099 (0.013)**
X1	-0.031 (0.005)***				-0.716 (0.000)***			
X2		-0.015 (0.455)				0.171 (0.636)		
X3			0.001 (0.820)				0.118 (0.203)	
X4				0.001 (0.394)				-0.001 (0.958)
S	0.029 (0.000)***	0.026 (0.000)***	0.027 (0.000)***	0.026 (0.000)***	0.031 (0.611)	-0.022 (0.716)	-0.018 (0.776)	-0.023 (0.713)
L	-0.197 (0.000)***	-0.195 (0.000)***	-0.196 (0.000)***	-0.197 (0.000)***	-1.740 (0.000)***	-1.707 (0.000)***	-1.676 (0.000)***	-1.702 (0.000)***
G	0.027 (0.000)***	0.027 (0.000)***	0.027 (0.000)***	0.027 (0.000)***	0.034 (0.663)	0.045 (0.571)	0.050 (0.529)	0.045 (0.570)
R ²	0.302	0.293	0.292	0.293	0.123	0.101	0.104	0.101

注:括号内数值为标准差;***表示在1%水平上具有显著性;**表示在5%水平上具有显著性。

模型(1)与模型(2)显示的是董事会规模与公司绩效的回归结果。由表 6 可看出 ROA 和 TobinQ 都与董事会规模显

著负相关。不论是从财务指标还是市场指标来说,董事会规模都与公司绩效负相关,即董事会规模越大,中小板公司的绩效越差,这与我们的理论分析相一致。董事会规模过大就会引起沟通、协调问题,影响决策的效率,而中小板公司面对激烈的竞争市场需要比较高的决策效率,因此更青睐与小规模的董事会。

模型(3)与模型(4)显示的是独立董事比例与公司绩效的回归结构。由表 6 可得独立董事比例分别于与公司绩效的财务指标和市场指标正相关,但在统计上都不显著。说明独立董事与公司绩效正相关的假设不成立。造成这种不相关性的原因可能是:在我国中小板公司中,独立董事只是一个摆设,并没有发挥真正的作用。而且独立董事并不是本公司的职员,不了解公司的真实情况,与内部董事的有效沟通存在一定的问题,独立董事本身也很少参与到公司的决策事务中,仅仅是每年参加几次董事会会议,对公司没有什么影响。而且在我国独立董事的独立性存在一定的问题:我国的独立董事制度是从国外引用过来的,而国内的体制并不同于国外,国内的独立董事一般都是 CEO 或者董事长提名,信息依赖于内部人,所以其独立性很难保证。

模型(5)与模型(6)显示的是董事会领导结构与公司绩效的回归结果。不论是从公司绩效的财务指标还是市场指标上,CEO 兼任董事长或董事与公司绩效正相关。但统计上同样是不显著的。

模型(7)与模型(8)显示的是董事会会议次数与公司绩效的回归结构。从表中可看出董事会会议次数与公司绩效的财务指标正相关,与公司绩效的市场指标负相关,而且统计上都是不显著的。说明董事会执行强度对公司绩效没有什么影响,因而 H4 不成立。产生这种结果的原因可能是由于在中小板公司中独立董事共事的时间非常有限,董事会会议的大量时间浪费在例行性的事项中,导致董事与管理层以及董事之间无法有效地交流,董事们不能有效地为管理层提供决策、指导服务,也不能有效监督管理层,而使得董事会会议骸形化。

四、结论

本文以深市 184 家中小板公司为样本,选取 2007~2009 年的数据,利用面板数据的分析方法,研究董事会治理与公司绩效的关系,并且分别从公司绩效的财务指标和市场指标进行实证分析。发现中小板公司中董事会规模与公司绩效负相关,即董事会规模越小,公司绩效越好。董事会规模太大影响决策的效率,对于处于成长期的中小板公司不利。而且在中小板公司中大多数公司采用 6 人制董事会,小于主板公司的董事会规模,因此对于中小板公司而言,不宜采用大规模董事会形式。而中小板公司的独立董事比例并不影响公司绩效。这说明独立董事制度在中小板公司中还只是一个摆设,没有发挥应有的效用,有待完善。CEO 兼任董事长或总经理和董事会执行强度不影响公司绩效。

主要参考文献

段海艳. 连锁董事关系网络中企业绩效的中介效应分析. 财会月刊,2009;30