

上市公司董事会规模、独立性与公司绩效关系的实证分析

郑文坚

(厦门大学管理学院,福建厦门 361005)

摘要 董事会是现代公司治理结构的核心。本文以随机抽样的我国上市公司为样本,通过实证检验分析了我国上市公司董事会规模、独立性与公司财务绩效之间的关系,得出了当前我国上市公司董事会规模、独立性与财务绩效皆不存在显著相关关系的结论,并提出了改进和完善上市公司董事会的若干建议。

关键词 :上市公司 董事会 独立董事 公司绩效

现代企业制度的核心架构是公司治理结构。而公司治理结构的核心便是董事会。作为公司发展战略的制定者和决策者,董事会制度是否合理、是否完善是公司绩效能否得到提高的最重要的决定因素之一。我国对上市公司董事会制度的研究由来已久,而自 2001 年 8 月中国证监会颁布《关于在上公司建立独立董事制度的指导意见》以来,董事会制度更受关注。

董事会制度研究的内容、层次和角度众多。本文则是以沪深两市的上市公司为样本,从实证角度来分析上市公司董事会规模和独立性与公司绩效的相关性。

一、数据来源与指标选择

本文所用数据来自于《中国证券报》2003 年 4 月 30 日第 27 至 35 版的《上市公司 2002 年度主要经济指标总览》。我们的研究样本是在截止于 2002 年底在沪深两市上市的全部 1223 家公司中随机抽样获取的,样本数为 400 家,在剔除一些奇异样本和一些数据无法收集到的股票后,纳入统计的共有 373 家,其中沪市 191 家,深市 182 家,约占上市公司总数的 30%。

反映公司绩效的指标有许多,本文所选取的是公司财务上的 2 个指标:每股收益和净资产收益率。公司董事会规模以该公司董事会董事总数计,董事会独立程度则以独立董事占董事会比例来衡量。现将本文所选择的指标统一规范如下:

1、每股收益 (Y_1):每股收益是衡量上市公司盈利能力最重要的财务指标。它反映普通股的获利水平。

公式表述为 $Y_1 = \text{净利润} / \text{年度末普通股股份总数} \times 100\%$

2、净资产收益率 (Y_2):即权益报酬率,它反映公司所有者权益的投资报酬率,衡量公司对股东投入资本的使用效率。

公式表述如下 $Y_2 = \text{净利润} / \text{平均净资产} \times 100\%$

3、公司董事会规模 (X_1):即该公司董事会董事总数

4、独立董事比重 (X_2):独立董事占董事会的比例,反映的是公司董事会独立性。 X_2 越大表明董事会越独立。

二、董事会规模与企业绩效

1、董事会和公司绩效研究的理论假设

在对两者相关性进行研究之前,我们提出如下假设:存在一个最优的董事会规模,在这个最优规模未达到之前,董事会规模和公司绩效存在显著正相关,在董事会规模超过这一规模之后,公司绩效会随着董事会规模的增加而逐渐下降。对此假设,我们作如下解释:当董事会规模过小时,董事会在战略决策和监督经理层的能力和作用上将受到限制,此时,增加董事,可以集思广益,增强董事会决策的科学性和有效性,也保证董事会能代表和维护多方利益并更好地监督经理层;但随着董事会规模的继续扩大,董事会内很可能人浮于事,相互扯皮,治理成本的增长超过了公司业绩增长的速度,导致公司绩效下降。

2、实证分析

我们用样本公司的董事会规模作为自变量,以每股收益和净资产收益率作为因变量,进行回归分析,基本结果如表 1 和表 2。

设 Y_1 = 每股收益 Y_2 = 净资产收益率 X_1 = 董事会规模

表 1 董事会规模与公司绩效(1)

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error	Beta			
		1 (Constant)	-.021	.097			
董事会规模	.017	.009	.161		1.790	.076	

a Dependent Variable: 每股收益

$$Y_1 = -0.021 + 0.01X_1$$

表 2 董事会规模与公司绩效(2)

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error	Beta			
		1 (Constant)	-1.947	3.994			
董事会规模	.623	.389	.145		1.601	.112	

a Dependent Variable: 每股收益

$$Y_2 = -1.947 + 0.623X_1$$

4、结论与建议

通过对上述回归方程的分析和检验,可以看出,自变量和因变量之间不存在显著的相关关系。因此,上述理论假说不成立。这表明当前我国上市公司董事会的规模并不是影响公司绩效的主要因素。另外,样本均值显示我国上市公司的董事规模平均为 10 人,董事会规模在当前相对比较合理。

因此,在对董事会制度的改革和完善中,我们需要重点考虑和解决的并不是董事会规模的问题而应是董事会制度的其它层面。这其中主要是董事会的内部结构问题,董事会在公司治理结构中的功能定位问题和董事会运作体系的构建问题。

三、董事会独立性与公司绩效

1、董事会独立性和公司绩效研究的理论假设

同样,在对董事会独立性与公司绩效相关性进行研究之前,我们提出如下假说:独立董事比重的增加使董事会独立性增强,公司绩效也会得以提升。也就是说,公司绩效与董事会独立性之间存在显著正相关关系。

对此,我们也作如下解释:由于独立董事多由经济学家、技术专家、知名学者和具有丰富管理经验的经理人员担任,董事会独立性程度越高,董事会决策越能够获得更多的专业知识和专家意见的支持,从而大大增强董事会决策的科学性和有效性。另外,独立董事独立

于大股东,独立于经理层,因而能够更为有效的监督经营者,避免内部董事“自己为自己打分”的现象,防止“内部人控制”,制止各种形式的关联交易和内幕交易,从而减少公司损失,改善公司业绩。

2、实证分析

我们以样本公司的独立董事比重作为自变量,以每股收益和净资产收益率作为因变量,进行回归分析,基本结果如表 3 和表 4。

设 Y_1 = 每股收益 Y_2 = 净资产收益率 X_2 = 独立董事比重

表 3 董事会独立性与公司绩效(1)

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error	Beta			
		1 (Constant)	.182	.068			
独立董事比重	-.138	.271	-.047		-.511	.610	

a Dependent Variable: 每股收益

$$Y_1 = 0.182 - 0.138X_2$$

表 4 董事会独立性与公司绩效(2)

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error	Beta			
		1 (Constant)	4.515	2.809			
独立董事比重	-.893	11.139	-.007		-.080	.936	

a Dependent Variable: 每股收益

$$Y_2 = 4.515 - 0.893X_2$$

我们再以每股收益作为衡量公司绩效的因变量,用独立董事比重和董事会规模作为自变量,进行二元线性回归分析,得出结果如表 5 所示:

设 Y_1 = 每股收益 X_1 = 董事会规模 X_2 = 独立董事比重

表 5 董事会规模、独立性与公司绩效

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
		1 (Constant)	-.066	.158			-.421	.675
董事会规模	.019	.011	.179		1.747	.083	.778	1.285
独立董事比重	.112	.305	.038		.368	.714	.778	1.285

a Dependent Variable: 每股收益

$$Y_1 = -0.066 + 0.019X_1 + 0.112X_2 \text{ (下转第 27 页)}$$

采用现代的技术手段。主要包括：

(一) 现代信息传输、收集手段：为了文字、图表、信号、语言等管理信息的传输、收集，现代信息传输的平台多种多样，其中基于互联网系统的信息传输、收集是现代信息传输、收集主要手段。

(二) 现代信息处理手段：主要是电子计算机或系统的应用。

小型工程承包企业现代经营管理的四个方面是一个整体，它们是互相联系、互相依存的，应该协调发展。其中，现代经营管理思想观念是核心；现代经营管理组织要求是保证；现代经营管理方法是措施；现代经营管理手段是工具。

现代经营管理和现代科学技术，是现代社会的

物质文明不可缺少的两个方面。两者的关系是密不可分、相互促进的。现代科学技术是现代知识形态的生产力，现代经营管理也是现代知识形态的生产力。在发达国家，现代经营管理和现代科学技术看成一个人的双足。可见，现代经营管理的地位是很重要的。

当前，我国同发达国家相比，现代科学技术方面的差距固然很大，但现代经营管理方面的差距更大。我们在强调发展现代科学技术的同时，也必须强调发展现代经营管理，实行两者同时并举，不可偏废的方针。一些小型工程承包企业的实践证明，实行现代经营管理，并不需要花很多投资就可获得巨大的经济效益。所以，可以把现代经营管理看成是一种重要的资源，一定要克服重技术、轻经营管理的思想，开发和利用好这一资源。

(上接第 24 页) 3、结论与建议

通过上述回归方程的分析和检验，可以看出，每股收益和净资产收益率与独立董事占董事会比重没有显著的相关关系。这与我们的理论假说相矛盾，由此否定了上述假说。

对于这个分析结果，我们还不能武断地认为我国的独立董事制度毫无用处。毕竟，我国引入独立董事制度的时日有限，独立董事制度不健全不完善也是在所难免。即使是国外成熟的独立董事制度也暴露出这样的问题。所以，对于我国独立董事制度与公司绩效的关系还需要实践和时间的进一步检验，也需要更多关注者予以更深入的研究。但是，这不能成为我们放任独立董事制度的借口。实际上，我国独立董事制度在推行中出现的不少问题，除了上述客观原因之外，还与我国公司治理的体制、独立董事制度的推行方式、运作体系等主观因素有莫大关系。

比较我国和其它国家的独立董事制度，一个明显的差异就在于国外的独立董事在董事会中的比例远高于我国。经合组织 1999 年的一项调查报告显示独立董事在董事会中的比例，美国为 62%，英国为 34%，法国为 29%。1999 年末纽约交易所市值前六位的上市公司董事会构成中，独立董事比例达到了 85%。而在本文的统计分析中表明，我国的这一比重仅为 24%。

为此，要真正使独立董事的作用在中国上市公司中

得到发挥，提高独立董事在我国上市公司董事会中的比重是非常必要的。建议将我国每家上市公司独立董事在董事会中所占比例提升到不低于 1/2 的水平，使上市公司独立董事的数量同时满足人数要求和比例要求，并逐步使上市公司董事会过渡到独立董事占主导的结构。

当然，提高了独立董事比重还不能保证独立董事对公司业绩促进作用的完全发挥，就我国目前的情况看，独立董事在推行中还存在着一系列的问题。如独立董事和公司监事关系难以协调；独立董事选拔过于依赖管理层；缺乏对独立董事的激励和约束机制；独立董事维护中小股东利益的初衷还未能实现等。只有这些问题逐步加以解决，独立董事在我国公司治理中的作用才能真正显现出来。

主要参考文献：

- [1] 孙永祥. 公司治理结构 理论与实证研究[M]. 上海: 上海三联书店, 上海人民出版社, 2002
- [2] 高明华, 马守莉. 独立董事制度与公司绩效关系的实证分析 - 兼论中国独立董事有效行权的制度环境[J]. 南开经济研究, 2002, (2)
- [3] 陈哲. 中国上市公司治理结构与财务绩效相关性的实证分析[J]. 西南民族学院学报(哲学社会科学版) 2002, (8)
- [4] 上市公司 2002 年主要经济指标总览[N]. 中国证券报-2003-4-30, 第 27-35 版