

学校编码：10384

分类号密级

学号：27820141150156UDC

厦 门 大 学

硕士学位论文

董事会规模、公司风险与股东权益价值

——基于沪深A股的实证研究

Board Size, Firm Risk and Equity Value:

Firm-level Evidence from Chinese Shanghai and Shenzhen Stock

Market

陈雯

指导教师姓名：刘振涛副教授

专业名称：财 务 学

论文提交日期：2017年4月

论文答辩时间：2017年5月

学位授予日期：2017年6月

答辩委员会主席：

评阅人：

2017年5月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 陈雯

2017年5月23日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：陈雯

2017 年 5 月 23 日

摘要

公司治理机制是当代企业管理的核心，董事会在公司治理中发挥至关重要的作用，是影响公司经营业绩的重要因素，而规模是影响董事会运作有效性的重要特征之一。已有的研究发现，规模大的董事会倾向于采取保守的经营策略，做出的决策更温和稳健，进而在公司形成风险规避的管理氛围，降低公司风险承担水平。由于董事会存在的意义是保障股东的利益，本文研究董事会规模扩大导致的公司风险降低是否会损害股东的利益，这具有较强的现实意义。过去对董事会的研究主要基于股东-经理人代理理论，本文从风险角度研究董事会规模对股东权益价值的影响，这是本文的创新点。

本文认为董事会规模扩大导致的公司风险规避会损害股东利益但对债权人有利。通过实证分析，本文发现当公司持有较多长期债务时，董事会规模扩大会使股东权益价值受损。这是因为当公司持有较多长期债务时，由于股东与长期债务的债权人对风险的偏好不同，公司风险降低时股东利益受损而债权人受益，价值从股东向债权人转移。本文同时检验了公司持有较多短期债务及未持有长期债务的情况。实证结果显示，当公司持有较多短期债务时，董事会规模与股东权益价值间的负相关关系消失。当公司未持有长期债务时，董事会规模扩大不会对股东权益价值产生显著影响。进一步研究发现董事会规模扩大使公司债务成本降低。

综上所述，本文发现董事会规模扩大使公司风险降低，当公司持有较多长期债务时，股东与债权人对于风险的不同偏好使价值从股东向债权人转移，使股东利益受损。当公司未持有长期债务时，董事会规模扩大不会对股东权益价值产生显著影响。即董事会规模与股东权益价值间的关系由公司债务结构决定。

关键词：董事会规模；公司风险；股东权益价值

Abstract

The board of directors is an integral part of corporate governance which plays an important role in corporate performance. And board size is one of the factors determining its operation efficiency. Prior literature documents that larger boards pursue conservative policies and the decisions they made are moderate, which lead to an environment of risk aversion and reduce firm risk. As board of directors functions on behalf of stock holders, it's meaningful to find out whether larger board would hurt stock holders' interests. The innovation of this study is to make research from the perspective of firm risk.

This study argues that when firms hold great amounts of long-term debt, the risk reduction caused by larger boards would hurt equity holders but benefit creditors. Addressing potential endogeneity problems associated with board size, this study finds that in firms which have a large amount of long-term debt, there is an equity discount associated with larger boards. But in firms without long-term debt, the negative correlation between equity value and board size disappears. Further research also indicates that firms with larger boards enjoy a lower realized cost of debt. Overall, this study suggests that the association between board size and equity value is a function of the firm's debt structure.

Key Words: Board Size; Firm Risk; Equity Value

目录

第一章引言	1
1.1 选题背景	1
1.2 选题意义	2
1.2.1 实践意义	2
1.2.2 理论意义	3
1.3 研究内容与方法	4
1.4 论文框架	5
1.5 论文的主要创新	5
第二章文献综述	8
2.1 关于董事会治理的研究	8
2.1.1 中国董事会制度	8
2.1.2 董事会功能	9
2.1.3 董事会治理特征	10
2.1.4 基于群体决策理论的董事会规模研究	12
2.1.5 基于公司治理理论的董事会规模研究	13
2.2 关于企业风险承担的研究	17
2.2.1 企业风险承担基本理论	17
2.2.2 企业风险承担的衡量	18
2.2.3 企业风险承担的影响因素	19
2.2.4 企业风险承担对股东与债权人的影响	21
2.2.5 企业风险承担对企业价值的影响	21
第三章研究思路与研究设计	23
3.1 研究思路与假设提出	23
3.1.1 董事会规模对公司风险的影响	23
3.1.2 公司风险对股东权益的影响	25
3.1.3 董事会规模对股东权益的影响	25
3.1.4 研究思路与假设推导图示	26

3.2 研究设计.....	28
3.2.1 变量选择.....	28
3.2.2 模型设计.....	30
第四章实证研究.....	33
4.1 描述性统计.....	33
4.2 相关性检验.....	34
4.3 多元回归分析.....	36
4.3.1 董事会规模对公司风险的影响.....	36
4.3.2 董事会规模对股东权益的影响：基于长期债务.....	38
4.3.3 董事会规模对股东权益的影响：基于短期债务.....	41
4.3.4 董事会规模对股东权益的影响：公司无长期债务.....	43
4.3.5 董事会规模对债权人的影响.....	45
4.4 稳健性检验.....	47
4.4.1 内生性检验.....	47
4.4.2 基于其他权益衡量指标的回归.....	50
第五章研究结论与展望.....	53
5.1 研究结论.....	53
5.2 政策建议.....	54
5.3 研究展望.....	54
参考文献.....	56
修改说明.....	62
致谢.....	63

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Significance	2
1.2.1 Practical Significance.....	2
1.2.2 Theoretical Significance	3
1.3 Research Content and Method	4
1.4 Research Frame	5
1.5 Research Innovations.....	5
Chaper 2 Literature Review	8
2.1 Research on Board of Directors.....	8
2.1.1 Chinese Regulations of Board	8
2.1.2 Functions of Board.....	9
2.1.3 Characteristics of Board Governance	10
2.1.4 Research of Board Size Based on Group Decision-making Theory	12
2.1.5 Research of Board Size Based on Corporate Governance Theory	13
2.2 Research on Corporate Risk-taking.....	17
2.2.1 Theory of Corporate Risk-taking.....	17
2.2.2 Measures of Corporate Risk-taking	18
2.2.3 Factors Influencing Corporate Risk-taking.....	19
2.2.4 Influence of Corporate Risk-taking on Shareholders and Creditors.....	21
2.2.5 Influence of Corporate Risk-taking on Corporate Value.....	21
Chaper 3 Theoretical Analysis and Empirical Analysis Design	23
3.1 Theoretical Analysis and Hypothesizing	23
3.1.1 Correlation between Board Size and Corporate Risk-taking.....	23
3.1.2 Correlation between Corporate Risk-taking and Equity Value.....	25
3.1.3 Correlation between Board Size and Equity Value.....	25
3.1.4 Diagram of Theoretical Analysis.....	26
3.2 Empirical Anlalysis Design	28

3.2.1 Definition of Variables	28
3.2.2 Models Design	30
Chapter 4 Empirical Results and Analysis	32
4.1 Descriptive Statistics	32
4.2 Correlation Tests	33
4.3 Regression Tests	35
4.3.1 Correlation between Board Size and Corporate Risk-taking	35
4.3.2 Correlation between Board Size and Equity Value on Corporate with Large Amounts of Long-term Debt	37
4.3.3 Correlation between Board Size and Equity Value on Corporate with Large Amounts of Short-term Debt	40
4.3.4 Correlation between Board Size and Equity Value on Corporate without Long-term Debt	42
4.3.5 Correlation between Board Size and Debt Value	44
4.4 Robust Tests	46
4.4.1 Tests of Endogeneity Problems	46
4.4.2 Regressions Using Other Measures of Equity Value	50
Chapter 5 Research Conclusions and Perspectives	53
5.1 Conclusions	53
5.2 Practical Recommendations	54
5.3 Limitations and Perspectives	54
Reference	56
Revision	62
Acknowledgement	63

第一章 引言

1.1 选题背景

随着我国资本市场的发展与经济体制改革的深化，公司尤其是上市公司在国民经济发展中起着越来越重要的作用。与西方成熟经济体相比，我国仍处于发展初期阶段，经济增速虽遥遥领先，但资本市场及公司治理相关制度仍不完善，为探索适合中国企业的治理方式，理论界与实务界越来越重视公司治理领域的研究。20世纪80年代正值国有企业改革，国内学者开始这一领域的研究，美国的公司治理体系与董事会制度成为国内的学习对象。但从国外的安然、世通、施乐、安达信与帕玛拉特再到国内的德隆、郑百文与银广厦等一系列事件都给已有的公司治理体系造成巨大冲击，这些问题事件的发生促使公司治理机制日趋完善，董事会治理作为公司治理机制的核心也引起了人们的关注。

我国法律规定董事会成员直接由股东任命，由股东大会选举产生，董事会代表股东对管理层进行控制与监督以保障股东的利益。某些情况下，董事会可以根据相关程序撤换公司管理层成员，包括公司CEO。事实上，董事会决定高管的雇用与辞退，设计高管激励政策并批准所有重要的财务决定。董事会作为连接公司所有者与管理层间的桥梁，在公司治理中起着重要作用，董事会规模是影响它运作有效性的重要特征之一，董事会规模过大或过小都有弊端。Lipton, Lorsch (1992)^[1]和 Jensen (1993)^[2]认为董事会规模的扩大会导致决策过程缓慢及“搭便车”等问题，使董事会运行效率低下，公司应采用规模小的董事会。另一方面，规模大的董事会能更好地发挥建议与宣传的作用 (Coles, Daniel, Naveen, 2008^[3]; Dalton et al., 1999^[4])，更适合业务复杂、多元化经营的公司。

尽管对公司而言没有最优的董事会规模，但是董事会规模会影响公司策略选择、风险偏好及公司价值 (Coles et al., 2008^[3]; Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998^[5])。Yermack (1996)^[6]发现 CEO 报酬-表现的敏感性随着董事会规模扩大而降低，这意味着规模小的董事会会促进公司价值提升，但相比规模大的董事会，它做出的投资决策风险更大。Cheng (2008)^[7]的研究表明董事会规模小的公司业绩表现有更大的波动性。Wang (2012)^[8]认为董事会规模会影响高管激励政策及投资

决策，进而影响公司风险。Wang (2015)^[9]对中国上市公司进行研究，发现董事会规模大的公司风险承担水平更低，公司业绩波动更小。

风险是分析董事会规模扩大如何影响股东利益的关键因素，且风险对股东和债权人的影响不同，尤其当长期债务存在时，股东与债权人间的利益冲突加剧 (Mayers, 1977)^[10]。而 Briskley 和 Zimmerman (2010)^[11]认为，高管的行为不仅受公司治理机制例如董事会的影响，还有资本结构等诸多因素，因为公司债务引入银行和评级机构等监管者，最优的董事会结构不可能和这些因素无关。过去的文献在研究董事会规模和股东权益价值间的关系时，较少考虑公司风险的影响，也未验证债务结构如何影响二者间的关系。本文从公司风险角度研究债务结构如何影响董事会规模与股东权益价值间的关系，这是本文的创新点。

1.2 选题意义

1.2.1 实践意义

公司治理机制是当代企业管理的核心，董事会在公司治理中发挥至关重要的作用，决定公司战略目标与重大投融资决策，是影响企业经营业绩的关键因素。因为董事会对股东负责，成立初衷是为保障股东利益，而规模是影响董事会运作有效性的重要特征之一。因此，研究董事会规模对股东权益价值的影响具有较强的现实意义。

过去的研究发现董事会规模扩大会带来监管效率低下的问题 (Lipton, Lorsch, 1992^[1]; Jensen, 1993^[2])，会降低公司风险承担 (Cheng, 2008)^[7]进而损害股东利益 (Upadhyay, 2015)^[13]。但已有的对董事会规模与股东权益价值间的研究主要基于美国上市公司，而中国上市公司所处的政治经济环境及内部运行机制与美国上市公司有很大不同，因此美国学者的研究结果在中国能否被借鉴使用，还需用中国上市公司的数据做进一步研究。

首先，中国上市公司中很大一部分是国有企业。根据公司法，董事会实际上是中国企业战略决策的最终权力机构，而经理是日常经营活动的决策者。但因为国家是许多上市公司的控股股东，国家在董事的任命和监管上有很大的权利，中国公司董事会成员有很大部分是内部人士或者有政治关联，这使得董事会对公

司决策与风险承担的真实影响令人质疑。

其次，中国公司的董事会规模并不是完全由公司需求决定的，而是被监管制度限制在一定的范围内，这使得不同公司间董事会规模的差异很小。美国只限制最小董事会规模为 1，对上限没有要求。但中国证监会明确规定股份有限公司董事会规模应不小于 5，不大于 19。样本中中国公司董事会规模的标准差为 1.753，远低于日本公司的 4.59(Nakano, Nguyen, 2012)^[14]和美国公司的 2.7(Wang, 2012)^[8]。中国董事会规模差异较小可能导致董事会规模与公司风险间的关系减弱。

此外，中国相比美国在市场运行机制及公司治理相关制度上更不完善，且中国市场发展迅速，经济增速远超发达经济体，许多产业方兴未艾，有更多的投资机会，更大的市场空间。面对不同的市场环境，中国上市公司董事会决策时考虑的因素及对风险的偏好可能不同。

最后，文化差异会影响董事会的风险决策。社会心理学研究表明，当群体偏好风险（保守）时，群体决策会比个人决策更偏激（保守），因为个体倾向于遵从群体的标准（Brown, 1965^[15]; Stoner, 1968^[16]）。群体决策的偏向与群体规模大小及群体成员的构成是一种类型还是不同类型有关（Teger, Pruitt, 1967^[17]; Watson, Kumar, 1992^[18]）。根据 Hofstede's (1985)^[19], Hofstede 和 Minkov (2010)^[20]关于文化价值观的研究，中国文化对集体主义比日本更看重，对风险的容忍度更低，这和美国看重个人主义有很大差别。研究发现注重集体主义而轻视个人主义的群体往往愿意承担的风险更低（Li, Griffin, Yue, Zhao, 2013^[21]; Mihet, 2013^[22]）。

综上所述，本文在已有研究基础上，考虑中国企业制度、文化及所处环境的特殊性，对我国 A 股上市公司 2010-2015 六年数据进行分析，研究董事会规模是如何通过影响公司风险进而影响股东权益价值，为公司选择董事会结构提供建议，具有较强实践意义。

1.2.2 理论意义

首先，本文强调在研究董事会规模和公司价值间的关系时，应考虑债务结构和公司风险的影响。研究发现当公司持有较多长期债务时，董事会规模的扩大会使股东权益价值减少。但当公司未持有长期债务时，董事会规模与股东权益价值间的负相关关系消失。这表明债务结构及公司风险是研究董事会规模如何影响公

司价值时需要考虑的重要因素。其次,本文考虑治理机制对股东与债权人利益冲突的影响,补充了相关研究(Klock,Mansi,Maxwel,2005^[23];Cremers,Nair,Wei,2007^[24])。最后,本文拓展 Cheng(2008)^[7]的研究。Cheng 用投资策略和会计政策来研究董事会规模与公司管理决策间的关系,研究表明董事会规模大的公司管理决策更保守。本文用中国上市公司数据进行研究,进一步验证 Cheng 的结论。且本文发现长期债务的债权人偏好董事会规模较大的公司,该结论拓展了 Cheng 的研究结果。

1.3 研究内容与方法

本文主要研究内容为董事会规模扩大如何通过降低公司风险进而损害股东利益。本文首先回顾和评述董事会治理及公司风险研究领域的相关经典理论和实证研究,吸收并消化前人所做出的大量研究成果,在此基础上提出本文的三个假设。本文主要解决以下几个问题:1.董事会规模扩大是否会降低公司风险?2.在持有较多长期债务的公司,董事会规模扩大是否会损害股东权益价值?3.董事会规模与股东权益间的负相关关系是因为董事会规模扩大降低公司风险,还是因为董事会规模扩大加剧代理问题?4.在未持有长期债务的公司,董事会规模扩大是否会损害股东权益价值?5.董事会规模扩大是否对债权人有利?

本文采用规范分析与实证分析相结合,实证分析为主规范分析为辅的研究方法。第二章与第三章用规范分析法整理现有的国内外研究的经典方法与结论,考虑我国市场有别于美国市场的特殊性,建立董事会规模与股东权益价值间相关性的逻辑推理框架。第四章用多元回归方法对样本公司的董事会规模与股东权益价值间的相关性做实证研究,并运用对比分析法,对比持有较多长期债务公司样本数据和未持有长期债务公司样本数据回归结果的差异,以论证风险对股权与债权的不同影响。第五章用规范研究方法分析已有经典理论,依据实证结果,分析我国公司治理的特征,对董事会结构与规模提出建议。

本文所涉及的所有数据初步整理均采用 EXCEL 2010 软件,所有实证分析均采用 STATA 13.0 软件。

1.4 论文框架

本文共包括引言、文献综述、研究思路与研究设计、实证研究、研究结论与展望五个部分。

第一章为引言。本章首先介绍选题背景，提出研究问题——董事会规模如何通过影响公司风险进而影响股东权益，分析该研究的实践意义与理论意义，阐述本文的研究内容、方法与框架，最后提出本文的创新点。

第二章为文献综述。本章分两部分介绍董事会治理与公司风险承担方面的最新研究。第一部分是董事会治理研究，首先介绍我国董事会制度及特殊性，其次介绍董事会功能及相关理论，整理已有研究对董事会治理的主要衡量指标，最后是对董事会规模相关研究的回顾，介绍了基于群体决策理论与公司治理理论的董事会规模相关研究，阐述最优董事会规模的理论，分析归纳欧美国家及国内对董事会规模如何影响公司价值的研究结论。第二部分是公司风险研究，首先界定企业风险承担的相关概念，整理已有研究对公司风险的衡量指标，归纳对公司风险产生影响的因素，介绍基于期权理论的股东权益价值与债务价值研究，最后整理学者对公司风险与公司价值间关系的研究。

第三章为研究思路与研究设计。本章分两部分阐述研究思路与研究设计。研究思路部分首先介绍研究董事会规模与公司风险间相关性的主要理论与实证研究，提出本文第一个假设，其次分析风险对股东权益价值与债务价值的不同影响，通过逻辑推理提出本文的第二与第三个假设。研究设计部分根据研究思路部分提出的假设，解释选取特定因变量及自变量的原因，建立回归模型。

第四章为实证研究。本章首先分析样本数据的分布与特征及变量间的相关性。其次通过多元回归分析验证本文提出的三个假设，揭示董事会规模如何通过影响公司风险对公司权益价值与债务价值产生不同影响，同时对实证结果背后的逻辑与经济意义做出分析，最后通过稳健性检验提高实证结果的可靠性。

第五章为研究结论与展望。本章总结了实证研究结果，结合实际提出政策建议，并指出研究中的不足及进一步研究的改进建议。

本文的研究内容框架图如下图 1-1 所示。

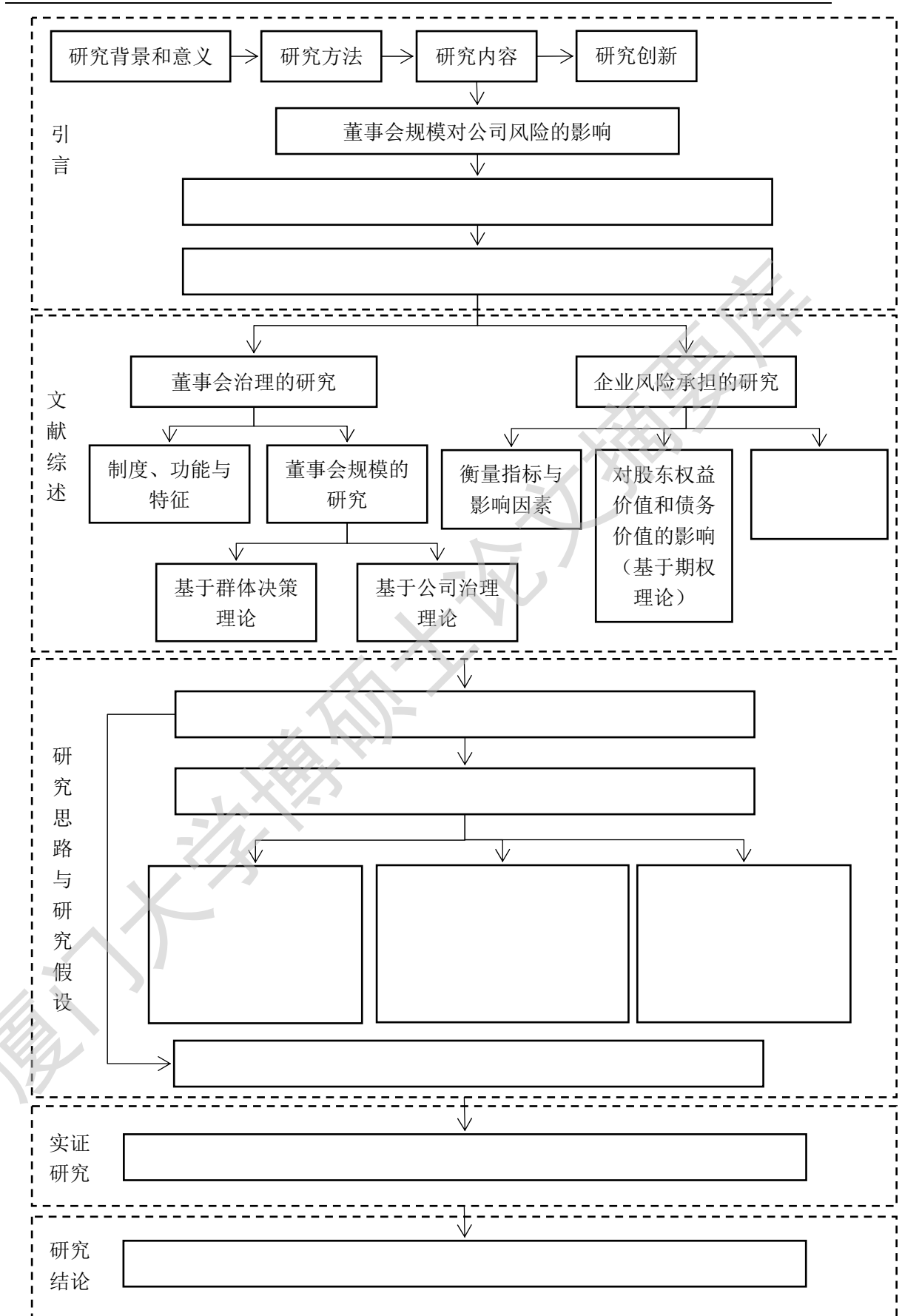


图 1-1 研究内容框架图

1.5 论文的主要创新

论文的创新主要体现在以下几个方面：

在样本的选择上，目前对公司董事会规模如何通过影响公司风险进而对股东和债权人产生影响的研究主要是针对美国上市公司，针对我国上市公司的研究很少。本文选择对 A 股上市公司 2010-2015 六年的数据进行研究，补充了国内学者对董事会治理的研究，用我国上市公司数据检验已有的公司治理研究结果。

在研究内容上，已有文献主要从代理理论角度研究董事会结构与公司价值间的关系，未考虑债务结构及公司风险的影响。本文从公司风险的角度进行研究，考虑股东与债权人对风险的不同偏好及利益冲突，研究董事会规模是如何通过影响公司风险进而影响股东与债权人利益。

在研究方法上，为分析债务结构对董事会规模与股东权益价值间关系的影响，使用董事会规模与长期债务杠杆的交互项、董事会规模与短期债务杠杆的交互项分别衡量公司持有较多长期债务及较多短期债务时，董事会规模扩大对股东权益价值的影响。并运用对比分析法，将持有长期债务公司样本数据的回归结果与未持有长期债务公司样本数据的回归结果进行对比，以验证董事会规模扩大是通过降低公司风险使股东利益受损。当公司未持有长期债务时，不存在风险降低的受益方——长期债务的债权人，股东利益不会受损。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库