

独立董事特征与公司绩效的相关性研究

——来自中国上市公司的经验证据

胡晓明,曹一丹

(南京财经大学 会计学院,江苏 南京 210046)

[摘要]随着独立董事制度的发展,有关独立董事制度与公司绩效之间关系的研究日趋增多,旨在探讨中国独立董事制度的有效性,即独立董事特征与公司绩效之间的相关性问题。以净资产收益率和托宾 Q 作为公司绩效的衡量指标,以超过法定独立董事所占比例、独立董事参会比率、独立董事薪酬水平、独立董事兼职家数和独立董事异地化程度作为独立董事特征的衡量指标,对独立董事特征与公司绩效之间的关系进行实证检验后发现,除独立董事参会比率与公司绩效之间不存在相关关系外,其他解释变量与公司绩效均显著相关。

[关键词]独立董事制度;公司绩效;独立董事特征;独立董事职业;公司治理结构;独立董事“独立性”

[中图分类号]F276.6 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)06-0017-09

关于独立董事制度与公司绩效关系的实证研究最早出现在国外,但研究结论并不一致,不同学者对独立董事能否促进公司绩效这个问题的意见不一。近几年来,国内学者对独立董事制度的研究逐渐增多,最初的研究主要集中于理论分析方面,重点在于从不同的角度探讨独立董事与内部管理人员之间的关系以及如何完善公司治理结构等,甚至还有不少学者拘泥于研究是否有必要引入独立董事制度这一问题。随着独立董事制度的发展,该方面的研究开始涉及独立董事制度与公司绩效之间的实证分析,旨在探讨中国独立董事制度的有效性,即独立董事特征与公司绩效的相关性问题,同时还分析了中国现在的独立董事规模分布状况、董事会规模分布状况、独立董事在董事会中所占比例等内容。本文主要研究独立董事特征与公司绩效的相关关系,以此来验证独立董事制度是否有利于公司绩效的提高,以及能够在多大程度上提高公司绩效。

一、理论分析与研究假设

在独立董事特征方面,本文选取超过法定独立董事比例、独立董事参会比率、独立董事兼职家数、独立董事薪酬和独立董事异地化程度五个指标来进行研究,并从这五个方面对独立董事与公司绩效之间的相关性进行分析。

(一) 超过法定独立董事所占比例与公司绩效

独立董事所占比例在一定程度上反映了独立董事能否有效发挥应有的作用,国内外大多数学者采用独立董事所占比例这一指标作为独立董事特征的变量。随着独立董事制度的不断完善,大多数上市公司已经履行了《关于在上市公司设立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》)中“上市公司董事会成员中应当至少包括 1/3 的独立董事”的强制性要求。基于此,继续简单研究独立

[收稿日期]2013-02-25

[基金项目]江苏省高校优势学科建设工程资助项目

[作者简介]胡晓明(1963—),男,江苏常州人,南京财经大学会计学院资产评估系主任,教授,硕士生导师,主要研究方向为资产评估理论与实践;曹一丹(1989—),男,江苏常州人,南京财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为会计理论与实践。

董事所占比例与公司绩效之间的相关关系已不具有理论价值,因此本文提出把超过法定独立董事所占比例这一指标作为衡量独立董事特征的一个变量。一般而言,独立董事所占比例较大会使其意见和建议受到较多的关注和重视,从而有利于增强独立董事的判断力和独立性。上市公司的董事会规模不同,相应的独立董事人数占董事会总人数的比例也不尽相同,超过法定人数的独立董事所占比例也就各异。Fama 和 Jensen 的一项研究表明,当董事会中的独立董事占多数时,董事会的监管力度就会大大增强,这有助于降低管理层和董事合谋的可能性和提升公司业绩^[1]。Baysinger 和 Butler 认为独立董事人数所占董事会的比例越大,企业的绩效越高^[2]。Geoffrey 等以澳大利亚的上市公司为研究对象进行实证分析后发现,独立董事所占比例与以净资产收益率为代表的公司绩效之间存在正相关关系^[3]。Weisbach 的研究表明,没有证据能够证明独立董事所占比例与企业经营业绩之间存在显著的相关关系^[4]。在我国,吴淑琨等通过实证研究发现,独立董事所占比例与公司绩效之间不存在正相关关系^[5]。刘海运选取了 2003 年至 2005 年的沪市 A 股上市公司为样本,采用普通最小二乘法研究了董事会结构对公司绩效的影响,结果表明独立董事所占比例与公司绩效之间存在正相关关系^[6]。基于以上分析,本文提出假设 1。

H₁:超过法定独立董事所占比例与公司绩效正相关。

(二) 独立董事参会比率与公司绩效

独立董事是董事会中的正式成员,但他们不同于公司的内部董事,他们有自己的本职工作。除了正常的工作时间和闲暇之外,独立董事能为上市公司付出的时间和精力是极其有限的。一般来讲,独立董事在兼职上市公司的工作时间主要通过其参加董事会会议的比率来反映。李亭谊、朱永良和任亮在研究中均采用了该指标,并得出了预期的结论^[7-8]。高雷通过实证研究发现,独立董事出席会议比率与公司绩效之间呈正相关关系^[9]。由此,本文提出假设 2。

H₂:独立董事参会比率与公司绩效正相关。

(三) 独立董事兼职家数与公司绩效

根据《指导意见》的规定,独立董事兼职的上市公司家数原则上不能超过 5 家,这一规定的初衷是为了保证独立董事有相对充分的时间去了解 and 关注上市公司的情况。独立董事兼职的上市公司家数越多,其投入到每家上市公司的时间就越少,就越不能很好地履行其在上市公司的职责。因此,独立董事兼职家数在一定程度上反映了独立董事的履职程度,而独立董事参与上市公司决策的积极认真程度可能会对公司绩效产生一定的影响。陈亮研究表明,独立董事的兼职家数与会计信息质量之间负相关。独立董事兼职家数越多,其对每家上市公司能够有效履行职责这一职能就难以得到保证^[10]。魏刚等通过研究发现,独立董事的多重董事身份越多越复杂,其对公司绩效的负面影响就越显著^[11]。陈伟民研究发现,独立董事多重任职和任期与公司业绩之间呈负相关关系^[12]。基于上述分析,本文提出假设 3。

H₃:独立董事兼职家数与公司绩效负相关。

(四) 独立董事薪酬与公司绩效

我国上市公司在聘请独立董事时基本采用固定报酬(包括出席会议费和其他合理费用)的形式,这一固定报酬与公司绩效无关。根据资源依赖理论,上市公司在确定给独立董事多少报酬时会考虑其拥有多少资源,这些资源会不会给企业带来正面影响或者能给企业带来多大程度的正面效应。因此,上市公司在聘请独立董事时会考虑独立董事能为公司做出多大贡献,据此来确定给予董事的报酬。高报酬会给独立董事更大的激励,促使他们积极履行自己的职责,从而有利于公司绩效的提高。申富平对河北省的上市公司进行研究后发现,独立董事薪酬越高,公司绩效越好^[13]。谭劲松和张兆国等在对独立董事特征与盈余管理的研究中选用了独立董事这一指标,并得出了独立董事薪酬水平与盈余管理呈倒 U 型关系这一结论^[14-15]。唐松莲和刘桂良利用 2002 年至 2007 年深圳交易所上市公司的数据进行研究后发现,独立董事报酬与公司盈余质量之间不存在显著相关性^[16]。基于以上分

析,本文提出假设4。

H₄:独立董事薪酬水平与公司绩效正相关。

(五) 独立董事异地化程度与公司绩效

上市公司中的独立董事采用的是聘请制度。从已有研究成果来看,独立董事一般来自高校、科研机构和企业,也就是说,独立董事均有自己的本职工作。独立董事居住地与上市公司所在地是否一致会直接影响其投入时间、精力的多少,以及对上市公司的关注程度和获取信息的容易程度,进而会影响其参与上市公司生产经营决策的程度。谭劲松和李敏仪发现,上市公司倾向于选择与公司所在地为同一地区的人员担任独立董事^[14]。高雷等通过实证研究发现,若独立董事居住地与上市公司所在地一致,其就会更容易获得一些资源^[9]。周真通过研究发现,独立董事居住地与上市公司所在地的一致性对非标准审计意见存在影响但不显著。这说明独立董事居住地与上市公司所在地的一致性在一定程度上影响着公司绩效^[17]。由此,本文提出假设5。

H₅:独立董事居住地和上市公司所在地一致时,公司绩效更高。

二、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文选取2009年至2011年在上海证券交易所上市的180家上市公司作为研究样本,并根据以下标准对样本进行了筛选:(1)剔除了金融行业的上市公司26家。(2)剔除了数据不全和数据存在异常的上市公司45家。本文最后得到的有效样本为109家上市公司,所有数据来自于国泰安数据库。

(二) 变量选择

1. 被解释变量

公司绩效可以用市场价值和会计价值来表示。国外学者大多数采用Tobin's Q值度量公司绩效,而国内学者大多采用净资产收益率、每股收益等财务会计历史数据来度量公司绩效。前者是市场价值的代表性指标,而后者是会计价值的主要指标。迄今还没有学者将两者结合起来对公司绩效进行研究。本文拟采用能代表公司绩效的市场指标和会计指标共同来描述被解释变量,即采用Tobin's Q和净资产收益率来度量公司绩效。Tobin's Q是指市场价值与重置价值的比例,市场价值用股权市值与净债务市值之和表示,其中非流通股市值用净资产来代替。重置价值用资产总额与无形资产净值之差来表示。净资产收益率是净利润与净资产的比率,反映股东权益的收益水平。

2. 解释变量

本文把超过法定独立董事所占比例、独立董事参会比率、独立董事兼职家数、独立董事薪酬水平和独立董事异地化程度五个指标作为衡量独立董事特征的变量。

3. 控制变量

本文选取董事会规模、公司规模、资产负债率、第一大股东持股比例和前十大股东中是否存在外国投资者等指标作为控制变量。

各变量的具体定义如表1所示。

(三) 模型构建

多元线性回归模型虽然是相对比较简单的方法,但已有的关于独立董事与公司绩效的相关研究文献大多采用的是该方法,而且实践证明该方法具有一定的有效性和实践价值。鉴于此,本文先分别建立模型检验每个自变量与因变量之间的关系,再建立一个综合模型检验五个自变量与因变量之间的关系。

模型一: $Perf = C_1 + \beta_1 BLR + \beta_2 BD + \beta_3 SIZE + \beta_4 ZFL + \beta_5 FIRST + \beta_6 TF + \varepsilon_1$

模型二: $Perf = C_2 + \beta_1 AR + \beta_2 BD + \beta_3 SIZE + \beta_4 ZFL + \beta_5 FIRST + \beta_6 TF + \varepsilon_2$

模型三: $Perf = C_3 + \beta_1JZ + \beta_2BD + \beta_3SIZE + \beta_4ZFL + \beta_5FIRST + \beta_6TF + \varepsilon_3$

模型四: $Perf = C_4 + \beta_1SR + \beta_2BD + \beta_3SIZE + \beta_4ZFL + \beta_5FIRST + \beta_6TF + \varepsilon_4$

模型五: $Perf = C_5 + \beta_1YD + \beta_2BD + \beta_3SIZE + \beta_4ZFL + \beta_5FIRST + \beta_6TF + \varepsilon_5$

模型六: $Perf = C_6 + \beta_1BLR + \beta_2AR + \beta_3JZ + \beta_4SR\beta_5YD + \beta_6BD + \beta_7SIZE + \beta_8ZFL + \beta_9FIRST + \beta_{10}TF + \varepsilon_6$

上述模型中, $Perf$ 是被解释变量, 采用 Tobin's Q 值来度量, β_1 至 β_{10} 为回归系数。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	净资产收益率	ROE	净利润/净资产
	托宾 Q 值	Tobin's Q	(股权市值 + 净债务市值)/(资产总额 - 无形资产净值)
解释变量	超过法定独立董事所占比例	BLR	(独立董事人数 - 法定董事人数)/董事总数
	独立董事参会比率	AR	独立董事亲自参加董事会的次数/董事会会议总数
	独立董事兼职家数	JZ	上市公司全部独立董事的平均兼职家数
	独立董事薪酬水平	SR	上市公司全部独立董事的平均薪酬
	独立董事异地化程度	YD	独立董事居住地和上市公司所在地一致时, 取值为 0; 不一致时, 取值为 1
	董事会规模	BD	董事会总人数
控制变量	公司规模	SIZE	总资产的自然对数值
	资产负债率	ZFL	总负债/总资产
	第一大股东持股比例	FIRST	上市公司第一大股东持有该公司股份的百分比
	前十大股东中是否存在外国投资者	TF	存在外国投资者, 取值为 1; 不存在外国投资者, 取值为 0

三、实证分析

(一) 描述性统计

本文选取上海证券交易所 109 家上市公司作为研究样本, 有效数据共 3516 个。本文对样本公司独立董事特征与公司绩效的统计数据分年度进行了描述性分析, 结果如表 2 所示。

表 2 2009 年至 2011 年各变量的描述性统计

变量	极小值			极大值			均值			标准差		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
TQ	0.96	0.79	0.77	11.11	11.61	6.97	2.46	2.31	1.70	1.64	1.89	1.19
BLR	0.02	0.02	0.02	3.33	3.33	3.33	1.56	1.30	1.35	1.63	1.57	1.58
AR	0.70	0.70	0.60	1.00	1.00	1.00	0.95	0.96	0.96	0.06	0.05	0.06
JZ	0.20	0.33	0.00	4.67	4.50	5.00	1.88	2.42	2.85	1.51	1.94	2.04
SR	2.00	2.00	1.08	8.00	8.01	8.00	4.73	5.25	5.24	1.58	1.51	1.57
YD	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	0.54	0.68	0.41	0.50	0.47	0.50
BD	4.00	5.00	5.00	17.00	17.00	17.00	9.77	9.98	9.90	2.18	2.32	2.31
SIZE	20.76	21.28	20.74	27.83	28.14	28.28	23.27	23.87	23.99	1.30	1.36	1.39
ZFL	0.11	0.05	0.08	0.83	0.81	0.88	0.51	0.52	0.54	0.18	0.18	0.18
FIRST	7.85	6.69	6.69	78.94	86.20	86.35	44.92	44.20	46.04	17.23	17.34	18.18
TF	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	0.02	0.04	0.04	0.15	0.20	0.19

由表 2 可知: (1) 超过法定独立董事所占比例均满足《指导意见》中“上市公司独立董事占董事总数达到三分之一”的要求, 且该变量的极值保持不变, 均值略有下降。原因可能是在独立董事任期届满时, 上市公司未能及时找到其他独立董事加以替补, 从而导致超过法定独立董事的比例略有下降。

(2)独立董事参会比率的最大值、最小值、均值和标准差均保持相对稳定。均值在 0.96 左右,说明除个别独立董事未能亲自参加董事会会议之外,其余独立董事均能亲自参加董事会会议。标准差为 0.05 或 0.06,说明上市公司之间存在差异。(3)独立董事的薪酬在 1 万至 8 万不等,均值在 5 万左右,且呈现上升趋势但不是很明显,这可能是我国经济发展的一种体现。独立董事薪酬在一定程度上能够反映独立董事参与公司事务的积极程度,高薪酬能够激励独立董事主动参与公司相关决策并给出比较中肯的建议;低薪酬会对独立董事缺乏激励,从而难以对上市公司产生积极效应。(4)独立董事兼职家数的最大值、最小值、均值和标准差均呈上升趋势。根据《指导意见》的要求,独立董事的兼职家数原则上不超过 5 家,样本公司的独立董事均能按照规定选择和控制兼职家数,均值在 2 家左右,说明独立董事有相对充足的时间和精力履行其职责。(5)独立董事异地化程度这一变量相对稳定,其均值从 2009 年的 0.54 上升到 2010 年的 0.68,再下降至 2011 年的 0.41。总的看来,上市公司聘请异地独立董事呈先下降后上升的趋势。(6)董事会规模这一变量符合法定要求且保持相对稳定。我国《公司法》对董事会规模的规定是上市公司的董事会成员由 5~19 人组成,本文选取的样本在 2009 年有个别上市公司不符合《公司法》的规定,并且上市公司之间在董事会规模方面存在一定差异。样本公司三年的董事会规模平均值为 10 人。2009 年董事会规模最大值为 17 人,最小值为 4 人;2010 年董事会规模最大值为 19 人,最小值为 5 人;2011 年董事会规模最大值为 17 人,最小值为 5 人。(7)资产负债率是用来衡量上市公司长期偿债能力的重要指标,财务杠杆会影响企业的决策和管理,从而影响企业绩效。个别样本公司的资产负债率超过了 80%,存在高负债经营的现象,而又有个别样本公司的资产负债率在 10% 以下,资产负债率的均值为 50% 左右,标准差保持相对稳定。(8)第一大股东持股比例的最大值、最小值、均值和中值均呈现上升趋势,这可能是由于上市公司的第一大股东会特别关注上市公司的经营绩效,所以他们有动机和动力去影响董事会的决策。(9)前十大股东中是否存在外国投资者这一控制变量的标准差呈现小幅度上升趋势。从样本公司显示的数据来看,前十大股东中存在外国投资者的上市公司数并不多,个别上市公司的前十大股东中存在从无外国投资者向有外国投资者转变这一现象。

(二) 相关性分析

为了检验变量之间的相关性,本文采用 SPSS 软件分别对样本公司的五个解释变量、五个控制变量与公司绩效之间的相关性进行了 Pearson 分析,结果如表 3 所示。

表 3 独立董事特征与公司绩效(Tobin's Q)的 Pearson 分析

变量	Tobin's Q	BLR	AR	JZ	SR	YD	BD	SIZE	ZFL	FIRST	TF
Tobin's Q	1										
BLR	0.091	1									
AR	-0.026	0.116 **	1								
JZ	0.014	-0.134 **	-0.143 *	1							
SR	0.091	-0.055	0.012	0.036	1						
YD	0.141 **	-0.033	0.006	0.048	-0.033	1					
BD	0.050	0.068	-0.088	-0.008	0.026	0.019	1				
SIZE	-0.482 ***	-0.147 **	-0.062	0.170 ***	0.066	-0.042	0.129 **	1			
ZFL	-0.421 ***	-0.066	-0.005	0.002	-0.101 *	-0.056	-0.022	0.328 ***	1		
FIRST	-0.107 *	-0.029	-0.074	0.151 ***	0.145 **	0.081	0.087	0.252 ***	-0.126 **	1	
TF	-0.009	-0.001	-0.006	-0.064	-0.082	-0.053	-0.024	-0.026	0.072	-0.101 *	1

注:***、**、* 分别表示 0.01、0.05、0.1 的显著性水平(双侧)。

由表 3 可知,公司绩效与自变量 YD 的相关系数为 0.141,且在 5% 的水平上显著;Tobin's Q 与其他自变量的相关系数均在 0.1 以内,但结果不显著。从被解释变量和控制变量之间的相关系数来看,SIZE、ZFL 与 Tobin's Q 之间的相关系数略大,其他两个变量与 Tobin's Q 之间的相关系数均不大。从

解释变量与控制变量之间的相关系数来看,它们相互之间不存在高度的相关性,这说明本文所设模型的回归结果不会受到多重共线性的影响。

(三) 回归分析

本文运用统计分析软件 SPSS 17.0,采用最小二乘法对独立董事五个特征变量与公司绩效之间的相关性进行了回归分析。由表 4 回归结果可以得出以下结论:(1)调整 R^2 在 30% 以上,说明变量之间相关性的显著程度已经得到了理想的解释。(2)模型的 F 值均在 20 左右,Sig 为 0.000,说明方程通过显著性检验。(3)超过法定独立董事所占比例、独立董事参会比率与公司绩效之间没有显著相关关系。后者与吴昆皇的研究结论^[18]保持一致。独立董事兼职家数、独立董事薪酬水平、独立董事异地化程度与公司绩效之间分别在 10%、10% 和 5% 的水平上显著相关,说明独立董事兼职家数越高,公司绩效越高,这与胡争的研究结论^[19]保持一致;独立董事薪酬水平越高,公司绩效越好,这与金路运用灰色关联分析方法得出的结论^[20]一致;独立董事居住地和上市公司所在地一致时有利于提高公司绩效。

表 4 以 Tobin's Q 为被解释变量的模型回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
Constant	13.579	14.920	13.830	13.304	13.273	14.310
	(9.596)	(7.706)	(9.957)	(9.552)	(9.568)	(7.459)
BLR	0.008					0.033
	(0.152)					(0.653)
AR		-1.271				-1.171
		(-.967)				(-.891)
JZ			0.078 *			0.072 *
			(1.840)			(1.695)
SR				0.098 *		0.106 **
				(1.934)		(2.116)
YD					0.364 **	0.376 **
					(2.32)	(2.413)
BD	0.069 **	0.067 *	0.072 **	0.069 **	0.068 **	0.066 *
	(1.967)	(1.909)	(2.072)	(1.994)	(1.964)	(1.895)
SIZE	-0.442 ***	-0.446 ***	-0.461 ***	-0.451 ***	-0.436 ***	-0.456 ***
	(-6.671)	(-6.997)	(-7.191)	(-7.113)	(-6.885)	(-7.118)
ZFL	-2.686 ***	-2.688 ***	-2.655 ***	-2.597 ***	-2.666 ***	-2.534 ***
	(-5.659)	(-5.671)	(-5.623)	(-5.479)	(-5.668)	(-5.398)
FIRST	-0.528	-0.554	-0.615	-0.622	-0.619	-0.828 *
	(-1.110)	(-1.164)	(-1.294)	(-1.308)	(-1.309)	(-1.744)
TF	-0.005	-0.011	0.033	0.047	0.038	0.126
	(-.012)	(-.026)	(0.076)	(0.108)	(0.088)	(0.294)
调整 R^2	0.307	0.309	0.315	0.316	0.320	0.330
F	22.569	22.792	23.394	23.481	23.885	15.411
观测数	293	293	293	293	293	293

注:括号内的数字为 t 值;***、**、* 分别表示 0.01、0.05、0.1 的显著性水平(双侧)。

(四) 稳健性检验

为考察检验结果的稳健性,克服表 3 中 BLR、AR、JZ、SR 这四个自变量与 Tobin's Q 之间的相关系数不显著的缺陷,本文用 ROE 替换 Tobin's Q 来进一步验证假设。由表 5 可知,样本公司净资产收益率与超过法定独立董事所占比例之间的相关系数达到 0.142,在 5% 水平上显著;与独立董事参会比

率之间的相关系数达到 0.147,也在 5% 水平上显著;与独立董事薪酬水平之间的相关系数达到 0.182,在 1% 水平上显著;与独立董事异地化程度之间的相关系数为 0.096,在 10% 水平上显著。解释变量和控制变量之间的相关系数均不大,说明不存在多重共线性问题。

表 5 独立董事特征与公司绩效(ROE)的 Pearson 分析

	ROE	BLR	AR	JZ	SR	YD	BD	SIZE	ZFL	FIRST	TF
ROE	1.00										
BLR	0.142 **	1.00			AR	0.042	0.116 **	1.00			
JZ	0.147 **	-0.134 **	-0.143 **	1.00							
SR	0.182 ***	-0.055	0.012	0.036	1.00						
YD	0.096 *	-0.033	0.006	0.040	-0.033	1.00					
BD	0.158 ***	0.068	-0.088	-0.008	0.026	0.019	1.00				
SIZE	0.001	-0.147 **	-0.062	0.170 ***	0.066	-0.042	0.129 **	1.00			
ZFL	-0.157 ***	-0.066	-0.005	0.002	-0.101 *	-0.056	-0.022	0.328 *	1.00		
FIRST	-0.108 *	-0.029	-0.074	0.151 *	0.145 **	0.081	0.087	0.252 *	-0.126 **	1.00	
TF	0.028	-0.000	-0.006	-0.064	-0.082	-0.053	-0.024	-0.026	0.072	-0.101 *	1.00

注:***、**、* 分别表示 0.01、0.05、0.1 的显著性水平(双侧)。

以 ROE 为被解释变量的模型回归结果如表 6 所示。

表 6 以 ROE 为被解释变量的模型回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
Constant	0.003 (0.031)	-0.034 (-0.273)	0.060 (0.690)	0.006 (0.07)	0.022 (0.251)	-0.109 (-0.920)
BLR	0.007 ** (-2.283)					0.09 *** (2.876)
AR		0.071 (0.850)				0.072 (0.883)
JZ			0.008 ** (2.908)			0.009 *** (3.322)
SR				0.010 *** (3.245)		0.011 *** (3.549)
YD					0.018 * (1.797)	0.020 ** (2.044)
BD	0.006 ** (2.536)	0.006 *** (2.782)	0.006 *** (2.875)	0.006 *** (2.759)	0.006 *** (2.703)	0.006 *** (2.736)
SIZE	0.007 * (1.747)	0.006 (1.462)	0.004 (1.018)	0.005 (1.246)	0.006 (1.537)	0.005 (1.302)
ZFL	-0.100 *** (-3.346)	-0.101 *** (-3.348)	-0.098 *** (-3.284)	-0.092 *** (-3.069)	-0.100 *** (-3.328)	-0.085 *** (-2.942)
FIRST	-0.084 *** (-2.788)	-0.082 *** (-2.713)	-0.092 *** (-3.076)	-0.094 *** (-3.127)	-0.088 *** (-2.916)	-0.107 *** (-3.669)
TF	0.016 (0.570)	0.016 (0.574)	0.019 (0.708)	0.021 (0.772)	0.018 (0.641)	0.028 (1.075)
调整 R ²	0.074	0.059	0.084	0.090	0.067	0.145
F 值	4.876	4.066	5.461	5.835	4.519	5.971
观测数	293	293	293	293	293	293

注:***、**、* 分别表示 0.01、0.05、0.1 的显著性水平(双侧)。

由表 6 可知,调整 R^2 均在 10% 左右,说明方程的拟合优度并不高,但这并不代表方程的质量不高。在已有的关于独立董事特征与公司绩效的实证研究中普遍存在方程拟合优度不高这一现象。原因可能是:本文选取上海证券交易所 2009 年至 2011 年共三年的 180 家上市公司作为研究样本,剔除金融行业和资料不全的上市公司后还剩 109 个有效样本,样本数据有限;超过法定独立董事人数所占比例只是影响公司绩效的因素之一,而忽视了其他变量与公司绩效之间的相关性。因此 R^2 虽然不大,但这并不影响总模型的回归结果。每个模型的 F 值均在 5 左右,除模型二之外,其他模型的回归结果均在 10%、5% 和 1% 水平上显著,这意味着各模型的自变量与因变量之间的关系通过了显著性检验。超过法定独立董事人数所占比例与公司绩效在 5% 水平上显著,说明两者之间存在显著的正相关关系,超过法定独立董事人数所占比例越高,公司绩效越好;独立董事参会比率与公司绩效之间不存在相关关系;独立董事兼职家数平均值与公司绩效之间存在正相关关系,并在 5% 水平上显著;独立董事薪酬水平与公司绩效之间存在显著的正相关关系,且在 1% 水平上显著,说明独立董事薪酬越高,公司绩效越好;独立董事异地化程度与公司绩效之间的相关关系通过了 10% 的显著性检验。

综上所述,在采用 ROE 作为公司绩效的衡量指标时,除 YD 以外的其他变量与自变量之间的相关系数均显著;不论采用哪个公司绩效衡量指标,回归模型都具有显著性,但是在采用 Tobin's Q 作为公司绩效衡量指标时,模型的拟合优度更好。回归结果表明:上市公司独立董事兼职家数、独立董事薪酬水平、独立董事居住地和上市公司所在地是否一致在一定程度上都能解释公司绩效,其中独立董事兼职家数与公司绩效存在显著的正相关关系,该结论与本文提出的假设恰恰相反。根据资源依赖理论,独立董事具有一定的资源,任职于不同的上市公司会带来一定的协同效应,这种效应在其任职的各个上市公司之间进行流动,致使各个上市公司共同受益。两个绩效衡量指标的回归模型都不能解释 H_2 ,说明独立董事参会比率与公司绩效不存在显著的相关关系。对于 H_1 来讲,以 Tobin's Q 为衡量指标的公司绩效与超过法定独立董事所占比例之间存在相关关系,但不显著,而以净资产收益率为衡量指标的公司绩效与超过法定独立董事所占比例之间的相关关系通过 5% 的显著性检验,说明该变量对公司绩效的贡献是不可忽视的,也就是说,超过法定独立董事所占比例越高,公司绩效越好。前十大股东是否存在外国投资者这一控制变量均未通过显著性相关检验,说明在我国现有的制度背景下,该变量对公司绩效的影响还不大。

四、结论与建议

本文以净资产收益率和 Tobin's Q 作为公司绩效的衡量指标,以超过法定独立董事所占比例、独立董事参会比率、独立董事薪酬水平、独立董事兼职家数和独立董事异地化程度作为独立董事特征的衡量指标,对独立董事特征与公司绩效之间的关系进行实证检验后发现,除独立董事参会比率与公司绩效之间不存在相关关系外,其他解释变量与公司绩效之间均显著相关。

根据实证研究结果,结合公司治理的相关理论,本文提出以下政策建议:(1)营造良好的法律环境,以使独立董事制度充分发挥作用。我国可以借鉴独立董事制度较为成熟国家的做法,以此来提升我国独立董事制度的法律健全程度。(2)培育独立董事人才市场,设立独立董事自律组织,规范独立董事行为,在健全和完善独立董事制度的同时加快建立独立董事人才市场。(3)提高独立董事所占比例,建立合理的独立董事激励和约束机制。(4)独立董事兼职家数在保证能充分履职的前提下可适当增加但不宜过多,同时独立董事应努力提高自身综合素质,主动进行自律教育,保持其独立性地位。

参考文献:

[1] Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control[J]. Journal of law and Economics, 1983, 26: 301 - 325.

- [2] Baysinger S, Butler B. Board independence and long-term firm performance[J]. Business Lawyer, 2002, 24: 921 - 963.
- [3] Geoffrey C, Gavin k, Nicholson J. Board composition and corporate performance; how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance[J]. Corporate Governance: An International Review, 2003, 11: 189 - 205.
- [4] Weisbach M. Outsider directors and CEO turnover[J]. Journal of Financial economics, 1994, 20: 431 - 460.
- [5] 吴淑琨, 刘忠明, 范建强. 非执行董事与公司绩效的实证研究[J]. 中国工业经济, 2001(9): 44 - 59.
- [6] 刘海运. 基于行业差异的独立董事制度与公司绩效关系的实证研究[D]. 湖南大学, 2007.
- [7] 李亨谊. 董事身分特性与董监经理人相关信息揭露程度关系之研究[D]. 台湾国立政治大学, 2003.
- [8] 朱永良, 任亮. 独立董事在公司治理中的法律功能研究[J]. 财会研究, 2008(5): 60 - 62.
- [9] 高雷, 罗洋, 张杰. 独立董事制度特征与公司绩效——基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济与管理研究, 2007(3): 60 - 66.
- [10] 陈亮. 独立董事特征与会计信息质量关系的实证研究[D]. 东北大学, 2007.
- [11] 魏刚, 肖泽忠, Nick Travlos, 等. 独立董事背景与公司经营绩效[J]. 经济研究, 2007(3): 92 - 106.
- [12] 陈伟民. 独立董事职业背景与公司业绩[J]. 管理世界, 2009(3): 182 - 183.
- [13] 申富平. 独立董事制度保障性问题研究[M]. 北京: 中国社会科学出版, 2011.
- [14] 谭劲松. 独立董事“独立性”研究[J]. 中国工业经济, 2003(10): 64 - 73.
- [15] 张兆国, 刘晓霞, 邢道勇. 公司治理结构与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2009(1): 122 - 133.
- [16] 唐松莲, 刘桂良. 独立董事薪酬与公司盈余信息质量——来自深交所上市公司的经验研究[J]. 系统工程, 2010(5): 42 - 47.
- [17] 周真. 独立董事制度与非标准审计意见相关性的实证研究[D]. 湖南大学, 2008.
- [18] 吴昆皇. 上市公司董事会组成与特性对企业经营绩效之关联性研究[D]. 台湾大学, 1995.
- [18] 胡争. 独立董事特征与公司绩效实证研究[D]. 西南财经大学, 2008.
- [20] 金路. 中国独立董事制度与公司绩效关系的实证研究——基于制造类上市公司[D]. 河南大学, 2009.

[责任编辑: 王丽爱, 杨凤春]

An Analysis on the Relevance between the Independent Director and Corporate Performance: Evidence from Listed Companies in China

HU Xiao-ming, CAO Yi-dan

Abstract: With the development of the independent director system, the research on the relations between the independent director system and corporate performance becomes more and more. The aim is to explore the validity of Chinese independent director system. Take the rate of net assets and Tobin's Q as criteria for corporate performance and the exceeding proportion of legal independent directors, the ratio of independent directors, the compensation level of the independent directors, independent director part-time home number and degree of independent directors in different places for the characteristics of independent directors to test the relation between the two. The findings show that the attendance rate is not remarkably relevant to corporate performance but the other explaining variables are positively relevant to corporate performance.

Key Words: the system of independent directors; corporate performance; the feature of independent directors; the profession of independent directors; corporate governance structure; the independence of independent directors