

---

# 独立董事特征与公司业绩相关性研究

## ——基于湖南与湖北两省的数据

游新彩，颜申跃

（吉首大学 商学院，湖南 吉首 416000）

**【摘要】**本文以2012—2014年湖南与湖北两省上市公司为样本，运用多元线性回归模型对独立董事特征与公司业绩之间的相关性进行研究。结果发现：两省上市公司女性独立董事比例与公司业绩存在显著正相关关系，独立董事薪酬、受教育程度以及会计专业背景独立董事比例上两省存在一定的差异。湖南省上市公司独立董事受教育程度以及会计专业背景对公司业绩影响显著，而湖北省上市公司独立董事薪酬与公司业绩呈负相关，受教育程度以及会计专业背景与公司业绩正相关但不显著。因此，必须在拥有女性独立董事的前提下，确保独立董事规模，优先聘任具有丰富专业知识和职业背景的复合型独立董事。

**【关键词】**公司治理；独立董事；公司业绩；湖南；湖北

**【中图分类号】**F270.7

**【文献标识码】**A

**【文章编号】**1672—626X（2016）03—0075—06

### 一、引言

独立董事制度起源于西方发达国家，目的在于对公司内部高管进行监督，以防止高管以权谋私从而使股东利益受到损失，同时独立董事还可以监督大股东，以防止公司大股东侵占中小股东的权益。因此，独立董事治理就成为公司治理当中的核心环节，各国政府相关部门、各个经济团体以及企业界都非常重视独立董事的治理。2001年8月中国证监会正式颁布了《关于在上市公司设立独立董事制度的指导意见》，指导意见强制性规定我国上市公司应当按照要求在公司董事会中聘任至少1/3的独立董事。指导意见的颁布标志着我国公司治理制度开始起步发展。独立董事制度建立10多年来，国内的专家学者对其进行了很多研究，但由于独立董事制度在我国建立的时间不够长，制度尚不健全，数据样本不够充分，其实际运行效果与国外还存在很大的差距。同时，大多数专家学者以大样本数据为研究对象，研究整个上市公司独立董事制度，忽视了上市公司独立董事制度在实施过程中可能存在地理位置上差异。基于此，本文以湖南省与湖北省上市公司为例，研究两省独立董事特征是否存在显著差异，并深入研究独立董事特征对公司业绩的影响，为进一步完善独立董事制度，提高公司治理的效率，特别是对中部地区上市公司强化公司治理提供借鉴。

### 二、理论分析与研究假设

#### （一）独立董事平均薪酬与公司业绩

根据现代激励理论，上市公司为了更好地激励独立董事发挥更大的贡献，把提高独立董事薪酬作为重要措施。裘丽娅和

---

**收稿日期：**2016-04-09

**作者简介：**游新彩（1963-），男，湖南益阳人，吉首大学教授，主要从事公司治理、绩效评价与分析研究。

---

张兆国等对独立董事特征与盈余管理的研究发现，独立董事薪酬水平与盈余管理呈倒U型关系。<sup>[1][2]</sup>王新红和郭巧丽通过对装备制造业上市公司的研究发现，独立董事平均薪酬与公司业绩正相关。<sup>[3]</sup>因此，提出假设1：

H1：独立董事平均薪酬与公司业绩正相关。

## （二）独立董事受教育程度与公司业绩

独立董事的教育水平在很大程度上反映了独立董事的文化水准、文化素养和看问题的高度与深度，我们有理由相信一个受过高等教育熏陶的独立董事具备更深厚的理论知识，能够从更专业的角度为企业带来有价值的建议，能够更好地对高管进行监督，从而提高上市公司的经营业绩。郝臣等研究证明独立董事受教育程度关系着公司业绩的提高。<sup>[4]</sup>王凤华、张晓明认为独立董事受教育程度与公司绩效没有显著的相关关系。<sup>[5]</sup>因此，提出假设2：

H2：独立董事受教育程度与公司业绩正相关。

## （三）女性独立董事比例与公司业绩

性别的差异使得女性较之男性在处理问题时更加细心，能提出更具针对性的解决方案。同时在整个董事会会起到联络其他董事、团结整个董事会的作用。魏刚等研究发现女性独立董事的比例与公司经营业绩成反比。<sup>[6]</sup>张俊瑞等通过对中小板上市公司的研究发现，女性独立董事比例与企业的价值没有显著影响。<sup>[7]</sup>因此，提出假设3：

H3：女性独立董事比例与公司业绩正相关。

## （四）具有会计专业背景的独立董事比例与公司业绩

上市公司在聘请独立董事时，往往会对独立董事的专业背景进行考察。李燕媛、刘晴晴研究发现独立董事的会计专业能力与盈余管理显著负相关。<sup>[8]</sup>冯梦黎、唐志勇通过对我国轻工业制造业上市公司的研究表明独立董事的会计专业背景能够对样本企业经营绩效产生正向的影响。<sup>[9]</sup>具有会计专业背景的独立董事可以降低上市公司所做决策失误的程度，降低财务风险，在提高企业的经营效率方面起着至关重要的作用。因此，提出假设4：

H4：具有会计专业背景的独立董事与公司业绩正相关。

# 三、研究设计

## （一）样本选取与数据来源

选取2012—2014年全部湖南与湖北两省在国内公开上市的公司作为研究样本，并根据以下标准对样本进行了筛选：（1）剔除金融行业的上市公司；（2）排除发行B股或H股的上市公司，因为这些上市公司会计准则和单独发行A股的上市公司有差异；（3）剔除ST、PT公司；（4）排除数据信息存在缺失的公司；（5）为了保证研究的连续性，选择2012年以前上市且在2012—2014年之间连续发展的公司。

样本中所有数据都来源于CSMAR数据库，经过以上筛选最终得到湖南省54家公司、162个样本数据，湖北省67家公司、201个样本数据。相关数据整理通过EViews6.0和EXCEL处理完成。

表 1 变量定义

| 变量名称        | 变量符号      | 变量定义或说明                                                                           |
|-------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 公司业绩        | Tobin's Q | 市场价值/重置价值                                                                         |
|             | ROA       | 净利润/净资产                                                                           |
| 独立董事平均薪酬    | INDCASH   | 独立董事总薪酬/独立董事总人数                                                                   |
| 独立董事受教育程度   | EDU       | 当一个独立董事获得博士学位,得 9 分,硕士学位为 6 分,学士学位为 3 分,其他为 1 分,然后将个人分数加总,最后除以独立董事总人数,即为独立董事受教育程度 |
| 女性独立董事比例    | GENDER    | 女性独立董事人数/独立董事总人数                                                                  |
| 会计背景的独立董事比例 | ACC       | 会计专业背景独立董事人数/独立董事总人数                                                              |
| 董事会规模       | BOARDSIZE | 董事会人数                                                                             |
| 公司规模        | SIZE      | 年末总资产,然后取自然对数                                                                     |
| 高管薪酬        | MANCASH   | 高管前三名薪酬总额,然后取自然对数                                                                 |
| 资产负债率       | DAR       | 总负债/总资产                                                                           |

## （二）变量定义

变量定义详见表1，具体划分如下：

被解释变量。目前国外学者大多数采用Tobin's Q 值来衡量公司业绩，而国内学者大多采用净资产收益率、现金流量等指标衡量公司业绩。目前还没有学者将两者结合起来对公司绩效进行研究。我们拟采用代表公司业绩的市场指标和会计指标共同来描述被解释变量，即在研究中采用Tobin's Q 来衡量公司业绩，在稳健性测试中采用净资产收益率(ROA)来衡量公司业绩。

解释变量。本文选取独独立董事平均薪酬(INDCASH)、独立董事受教育程度(EDU)、女性独立董事比例(GENDER)以及具有会计背景的独立董事比例(ACC) 4 个变量作为解释变量。

控制变量。为了更好地研究独立董事特征对公司业绩的影响，选择董事会规模(BOARDSIZE)、公司规模(SIZE)、高管薪酬(MANCASH)以及资产负债率(DAR)作为控制变量。

## （三）模型建立

为了检验独立董事特征对湖南与湖北两省上市公司经营业绩的影响，借鉴魏刚等人的研究成果，[6]建立如下多元线性回归模型：

$$\text{PerformanceMeasure}_j = \alpha + \beta_1 \text{INDCASH}_j + \beta_2 \text{EDU}_j + \beta_3 \text{GENDER}_j + \beta_4 \text{ACC}_j + \text{ControlVariable}_j + \xi_j$$

其中  $\alpha$  为常数， $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  是回归系数，Control Variable<sub>j</sub> 为4 个控制变量， $\xi_j$  为残差项，其余为解释变量。

## 四、实证检验分析

### （一）描述性统计

由表 2 可知，湖南与湖北两省上市公司在 Tobin's Q、会计专业背景所占比例、董事会规模以及资产负债率上存在显著差异。原因可能是两省自身经济发展水平有差异，湖北作为中部六省发展的龙头，经济发展一直处于较高增速，企业经济效益较好；湖北省上市公司引入独立董事制度较早，重视独立董事制度的建设；武汉高校众多特别是财经类大学比较突出，在一定程度上可以提高独立董事会计专业背景的基数；湖北上市公司资产负债率较高，已经超过 50%的经验界限，说明企业具有冒险精神，想通过扩张来发展，而湖南省上市公司资产负债较低，风险可控。在独立董事薪酬、教育背景、女性独立董事比例等方面，两省差异较小，说明两省上市公司都注意到这些方面对于公司业绩的提高具有重要作用。

表 2 描述性统计结果

| 变量        | 名称 | N   | 极小值    | 极大值    | 均值       | 标准差      |
|-----------|----|-----|--------|--------|----------|----------|
| Tobin's Q | 湖南 | 162 | 0.09   | 86.78  | 2.605    | 7.041    |
|           | 湖北 | 201 | 0.13   | 18.91  | 1.717    | 2.207    |
| INDCASH   | 湖南 | 162 | 5000   | 180000 | 64046.33 | 27355.32 |
|           | 湖北 | 201 | 0      | 200000 | 60247.33 | 28325.53 |
| EDU       | 湖南 | 162 | 1      | 9      | 6.177    | 1.685    |
|           | 湖北 | 201 | 1      | 9      | 6.295    | 1.691    |
| GENDER    | 湖南 | 162 | 0      | 1      | 0.169    | 0.219    |
|           | 湖北 | 201 | 0      | 1      | 0.142    | 0.209    |
| ACC       | 湖南 | 162 | 0      | 0.33   | 0.075    | 0.130    |
|           | 湖北 | 201 | 0      | 0.67   | 0.082    | 0.149    |
| BOARDSIZE | 湖南 | 162 | 5      | 15     | 9.351    | 2.162    |
|           | 湖北 | 201 | 5      | 15     | 9.31     | 1.684    |
| SIZE      | 湖南 | 162 | 18.594 | 25.217 | 21.775   | 1.340    |
|           | 湖北 | 201 | 17.864 | 25.315 | 22.040   | 1.345    |
| MANCASH   | 湖南 | 162 | 12.100 | 16.236 | 13.925   | 0.666    |
|           | 湖北 | 201 | 11.479 | 16.487 | 13.989   | 0.737    |
| DAR       | 湖南 | 162 | 0.040  | 1.160  | 0.459    | 0.228    |
|           | 湖北 | 201 | 0.027  | 3.930  | 0.571    | 0.334    |

## （二）相关性分析

为了检验变量之间的相关性，运用EIEWS 软件分别对湖南和湖北两省上市公司的公司绩效与4个解释变量、4 个控制变量的相关性进行Pearson 分析，结果如表3、表4 所示。由表3 和表4 可知，各变量相关系数大部分在正负0.3 以下，它们之间

不存在高度的相关性，由此可得出所设模型的回归结果不会受到多重共线性的影响。

表 3 湖南省上市公司独立董事特征与公司业绩的 Pearson 分析

|           | Tobin's Q | IND CASH | EDU    | GENDER  | ACC   | BOARD SIZE | SIZE   | MAN CASH | DAR |
|-----------|-----------|----------|--------|---------|-------|------------|--------|----------|-----|
| Tobin's Q | 1         |          |        |         |       |            |        |          |     |
| INDCASH   | .143      | 1        |        |         |       |            |        |          |     |
| EDU       | .110      | .107     | 1      |         |       |            |        |          |     |
| GENDER    | .238**    | -.202**  | -.165* | 1       |       |            |        |          |     |
| ACC       | .190*     | -.027    | -.053  | .277**  | 1     |            |        |          |     |
| BOARDSIZE | -.149*    | .094     | .242** | -.141   | .038  | 1          |        |          |     |
| SIZE      | -.366**   | .467**   | .008   | -.243** | -.062 | .292**     | 1      |          |     |
| MANCASH   | -.304**   | .451**   | -.020  | -.283** | -.134 | .058       | .459** | 1        |     |
| DAR       | -.157*    | .233**   | -.074  | -.020   | .112  | .250**     | .487** | .167*    | 1   |

注：\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05 的水平(双侧)上显著相关。

表 4 湖北省上市公司独立董事特征与公司业绩的 Pearson 分析

|           | Tobin's Q | IND CASH | EDU     | GENDER  | ACC     | BOARD SIZE | SIZE   | MAN CASH | DAR |
|-----------|-----------|----------|---------|---------|---------|------------|--------|----------|-----|
| Tobin's Q | 1         |          |         |         |         |            |        |          |     |
| INDCASH   | -.223**   | 1        |         |         |         |            |        |          |     |
| EDU       | .029      | -.153*   | 1       |         |         |            |        |          |     |
| GENDER    | .096      | -.090    | -.042   | 1       |         |            |        |          |     |
| ACC       | .191**    | .049     | -.396** | -.102   | 1       |            |        |          |     |
| BOARDSIZE | -.198**   | .044     | .056    | -.255** | -.158*  | 1          |        |          |     |
| SIZE      | -.314**   | .324**   | .058    | -.116   | -.267** | .236**     | 1      |          |     |
| MANCASH   | -.412**   | .493**   | -.020   | -.088   | .064    | .116       | .466** | 1        |     |
| DAR       | -.252**   | .053     | -.040   | -.065   | .198**  | .077       | -.078  | -.076    | 1   |

注：\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05 的水平(双侧)上显著相关。

### (三) 回归分析

运用统计分析软件 Eviews6.0，对独立董事特征变量与公司业绩之间的相关性进行回归分析，结果如表 5 所示。

表 5 独立董事特征与公司业绩相关性多元回归分析结果

| Variable          | Tobin's Q(湖南)         |                       |                       |                       | Tobin's Q(湖北)          |                       |                       |                       |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| $\alpha$          | 36.434<br>(2.697)**   | 38.567<br>(2.997)**   | 35.325<br>(2.436)**   | 39.853<br>(2.365)**   | 24.021<br>(8.666)***   | 24.145<br>(8.657)***  | 24.056<br>(8.655)***  | 24.079<br>(8.678)***  |
| INDCASH           | 2.46E-05<br>(1.075)   |                       |                       |                       | -2.228E-6<br>(-.463)** |                       |                       |                       |
| EDU               |                       | 0.573<br>(1.731)*     |                       |                       |                        | 0.024<br>(0.757)      |                       |                       |
| GENDER            |                       |                       | 5.457<br>(2.092)**    |                       |                        |                       | 2.041<br>(3.494)***   |                       |
| ACC               |                       |                       |                       | 7.257<br>(1.778)*     |                        |                       |                       | 0.030<br>(0.030)      |
| BOARD SIZE        | -0.035<br>(-0.113)    | -0.026<br>(-0.136)    | -0.038<br>(-0.132)    | -0.026<br>(-0.141)    | -0.155<br>(-2.045)**   | -0.147<br>(-2.156)**  | -0.149<br>(-2.032)**  | -0.159<br>(-2.146)**  |
| MAN CASH          | -0.256<br>(-0.271)    | -0.279<br>(-0.257)    | -0.297<br>(-0.281)    | -0.293<br>(-0.266)    | -0.222<br>(-1.356)     | -0.238<br>(-1.768)    | -0.298<br>(-1.764)    | -0.236<br>(-1.367)    |
| SIZE              | -1.956<br>(-2.912)*** | -1.966<br>(-2.912)*** | -1.975<br>(-2.911)*** | -1.998<br>(-2.932)*** | -0.967<br>(-7.987)***  | -0.912<br>(-7.956)*** | -0.787<br>(-7.879)*** | -0.893<br>(-7.809)*** |
| DAR               | -0.054<br>(-0.027)    | -0.051<br>(-0.029)    | -0.049<br>(-0.023)    | -0.059<br>(-0.021)    | -1.378<br>(-3.879)***  | -1.398<br>(-3.890)*** | -1.489<br>(-3.785)*** | -1.490<br>(-3.773)*** |
| R <sup>2</sup>    | 0.229                 | 0.231                 | 0.232                 | 0.235                 | 0.463                  | 0.459                 | 0.448                 | 0.449                 |
| AdjR <sup>2</sup> | 0.288                 | 0.296                 | 0.291                 | 0.292                 | 0.489                  | 0.468                 | 0.461                 | 0.483                 |
| F-statistic       | 4.486***              | 4.466***              | 4.496***              | 4.456***              | 19.378***              | 19.397***             | 19.467***             | 19.431***             |
| DW                | 1.969                 | 1.989                 | 1.970                 | 1.988                 | 1.872                  | 1.879                 | 1.856                 | 1.879                 |

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 0.01、0.05 和 0.1 的水平上显著。

由表5 可知：（1）湖南方面，R<sup>2</sup> 均在23%左右，调节R<sup>2</sup> 为29%左右，说明变量之间的相关性达到了理想中显著程度。湖北方面，R<sup>2</sup> 均在45%左右，调节R<sup>2</sup> 为47%左右，说明变量之间拟合度比较高。（2）两省的女性独立董事比例与公司业绩都是显著的正相关关系，由此验证了假设3。（3）湖南方面独立董事薪酬对公司业绩影响不显著，湖北方面独立董事薪酬与公司业绩存在显著的负相关关系，可能是由于湖南与湖北上市独立董事薪酬制度不够健全，对独立董事的激励机制有待进一步完善。湖南方面独立董事教育背景与公司业绩存在显著正相关关系，湖北方面独立董事教育背景对公司业绩有正向影响，但不显著，可能是湖北上市公司在聘请独立董事时并不是完全考虑他们的教育水平。湖南方面具有会计专业背景的独立董事比例与公司业绩存在显著正相关关系，湖北方面具有会计专业背景的独立董事比例对公司业绩有正向影响，但不显著，可能是湖北上市公司聘请独立董事注重多元化，除了会计专业外，还会聘请具有政府以及高校背景的独立董事，弱化了会计专业背景在董事会的作用。

#### （四）稳健性测试

为考察检验结果的稳健性，用净资产收益率(ROA) 替换Tobin's Q 来进一步验证假设（检验过程略），其结果基本一致，湖南方面教育背景和女性独立董事比例与公司业绩显著正相关，湖北方面女性独立董事比例与公司业绩显著正相关。

## 五、结论与建议

本文以Tobin's Q 和ROA 作为公司业绩的衡量指标，以独立董事平均薪酬、教育背景、女性独立董事比例以及具有会计背景的独立董事比例为解释变量，对独立董事特征与公司业绩之间进行相关性与稳健性检验，其结果是可靠的。湖南、湖北两省

---

在女性独立董事比例与公司业绩上存在显著的正相关关系，在独立董事薪酬、受教育程度以及会计专业背景独立董事比例上两省都存在一定的差异。湖南省上市公司独立董事受教育程度以及会计专业背景对公司业绩影响显著，而湖北省上市公司独立董事薪酬与公司业绩呈负相关，教育程度以及会计专业背景与公司业绩正相关但不显著。此结论不仅丰富了独立董事特征与公司业绩关系的研究成果，拓宽了独立董事制度研究的深度和广度，而且为中部地区上市公司完善公司治理结构，提高治理效率，规范和建设公司独立董事制度提供了借鉴。基于实证研究成果，结合公司治理理论，提出三点建议：（1）按《指导意见》规定的上限确定上市公司独立董事人数，避免出现独立董事在董事会中“人微言轻”的情形。（2）制定有效的独立董事的激励机制，把声誉激励和物质激励结合起来，让独立董事真正成为公司的利益相关者。（3）构建独立董事多元化团队，保证一定比例的女性独立董事进董事会，优先聘任具有丰富专业知识和职业背景的复合型独立董事。

#### 参考文献：

- [1] 裘丽娅, 郭贤贤. 上市公司独立董事数量、质量与公司绩效关系研究[J]. 长春工程学院学报(社会科学版), 2015, (3): 47-51.
- [2] 张兆国, 刘晓霞, 刑道勇. 公司治理结构与盈余管理——来自中国上市公司的经验数据[J]. 中国软科学, 2009, (1): 122-133.
- [3] 王新红, 郭巧丽. 独立董事特征对公司绩效的影响研究——以装备制造业上市公司为例[J]. 商业会计, 2015, (15): 35-38.
- [4] 郝臣, 李维安, 王旭. 中国上市金融机构是否有效治理——风险承担视角[J]. 现代财经, 2015, (11): 12-21.
- [5] 王凤华, 张晓明. 独立董事对上市公司关联交易盈余管理行为制约研究[J]. 软科学, 2010, (6): 115-119.
- [6] 魏刚, 肖泽忠, Nick Travlos. 独立董事背景与公司经营绩效[J]. 经济研究, 2007, (3): 92-105.
- [7] 张俊瑞, 王鹏, 贾宗武, 曾振. 独立董事背景对企业价值影响研究——来自中小企业板上市公司的经验数据[J]. 统计与信息论坛, 2010, (6): 63-70.
- [8] 李燕媛, 刘晴晴. 中国独立董事制度的有效性——基于盈余管理维度的评价与建议[J]. 经济与管理研究, 2012, (11): 29-36.
- [9] 冯梦黎, 唐志勇. 制造业上市公司独立董事特征与公司绩效关系研究——来自我国轻工制造业上市公司的经验[J]. 南京财经大学学报, 2014, (3): 27-33.