



董事会结构特征对中国上市民营企业绩效的影响研究

A RESEARCH ON THE IMPACT OF CHINESE LISTED PRIVATE ENTERPRISES' BOARD STRUCTURE CHARACTERISTICS ON ITS PERFORMANCE



金敬伟

JINGWEI JIN

本硕士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理硕士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇二〇年二月

书脊

董事会结构特征对中国上市民营企业绩效的影响研究 金敬伟 二〇二〇年





董事会结构特征对中国上市民营企业 企业绩效的影响研究

A RESEARCH ON THE IMPACT OF CHINESE
LISTED PRIVATE ENTERPRISES' BOARD
STRUCTURE CHARACTERISTICS ON ITS
PERFORMANCE



金敬伟
JINGWEI JIN

本硕士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理硕士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇二〇年二月
版权归正大管理学院所有

摘要

论文题目： 董事会结构特征对中国上市民营企业绩效的影响研究
作者： 金敬伟
导师： 王宇教授
学位名称： 工商管理硕士学位
专业名称： 工商管理专业(中文体系)
学年： 二〇一九年

民营企业是中国经济的重要组成部分，民营企业的健康快速发展对促进中国经济的发展意义重大。董事会作为企业的核心决策机构，对民营企业的发展具有至关重要的作用。因此，将中国民营企业作为研究对象，关注董事会结构特征对中国民营企业绩效影响的问题，是探究中国民营企业发展规律的重要手段，对助力中国民营经济发展具有积极意义。虽然以往国内外学者针对董事会结构特征与企业绩效间关系问题有较多研究，但这些研究成果或者是以国外公司为对象，或者是以中国企业整体为对象，而单纯以中国民营企业作为研究对象的研究成果并不多。针对以往董事会相关研究成果聚焦中国民营企业不足的问题，本文在已有研究成果的基础上，拟通过对上海证券交易所与深圳证券交易所 A 股 356 家民营上市企业从 2011 年到 2015 年间的 1780 个数据样本进行分析，研究董事会结构特征中比较有代表性的董事会规模、两职合一、独立董事比、董事薪酬、女性董事等结构特征对中国民营上市企业绩效的影响，并将通过实证分析手段，获得董事会结构特征与企业绩效间关系的结论，对结果产生的原因拟进行比较详细和深入的分析。本文的研究将丰富此领域的研究成果，为中国民营企业经营者和政府政策制定者提供参考，为中国民营经济的科学发展提供一种思路。

关键词： 董事会结构特征 企业绩效 中国民营上市企业

ABSTRACT

Title: A research on the impact of Chinese listed private enterprises' board structure characteristics on its performance

Author: Jingwei Jin

Advisor: Dr. Yu Wang

Degree: Master of Business Administration

Major: Business Administration (Chinese Program)

Academic Year: 2019

Nowadays, private enterprises have been the important part of China's economic structure. The healthy and rapid developments of Chinese private enterprises is of great significance to the development of China's economy. As the core decision department of the enterprises, the boards play vital roles for the development of the corresponding enterprises. Therefore, paying attention to China's private enterprises as the research object, focusing on the characteristics of the board structure of Chinese private enterprise performance impact problem, is the key to develop Chinese private enterprises. Previous scholars both at home and abroad in view of the relationship between board structure and corporate performance problems with more research, but these findings or is a foreign company as object, or is the whole of China enterprises as the object. However, the related research focused on Chinese private enterprises' board of directors is relatively scarce. Based on the existing research results, this paper try to explore the regularity between the Chinese private enterprises' board structure characteristics and its performance utilizing the 1780 data samples of 356 enterprises selecting from Shanghai stock exchange and Shenzhen stock exchange A-shares listed ranging in 2011 to 2015. This paper try to explore the relation of the scale of the board, independent directors proportion, the board chairman doubling CEO, the compensation of directors, the ration of female directors and the corresponding performance. Through the empirical analysis method, the paper is going to get relevant conclusions, and analyze the causes in in-depth detail. The research in this paper will enrich the relevant research of this area, and will provide

Chinese private business operators and the administrators of government a train of thought for the scientific development of China's private economy.

Keywords: Board Structure Characteristics Enterprise Performance
Chinese Listed Private Enterprises



目录

| | |
|------------------------|------|
| 摘要..... | I |
| ABSTRACT..... | II |
| 目录..... | IV |
| 表格目录..... | VII |
| 图片目录..... | VIII |
| | |
| 第一章 引言..... | 1 |
| 1.1 研究背景..... | 1 |
| 1.2 研究目的与研究意义..... | 4 |
| 1.2.1 研究目的..... | 4 |
| 1.2.2 研究意义..... | 4 |
| 1.3 本文研究内容和研究方法..... | 5 |
| 1.3.1 研究的内容..... | 5 |
| 1.3.2 研究的方法..... | 5 |
| 1.4 研究思路和架构..... | 6 |
| 1.4.1 研究思路..... | 6 |
| 1.4.2 论文架构..... | 7 |
| 第二章 理论基础和文献综述..... | 9 |
| 2.1 概念界定..... | 9 |
| 2.1.1 中国民营企业概念的界定..... | 9 |
| 2.1.2 企业绩效..... | 10 |
| 2.1.3 董事会结构特征..... | 10 |
| 2.2 理论基础..... | 11 |

目录（续）

| | |
|------------------------------------|----|
| 2.2.2 代理理论..... | 11 |
| 2.2.3 激励理论..... | 12 |
| 2.2.4 管家理论..... | 12 |
| 2.3 文献综述..... | 13 |
| 2.3.1 国外有关董事会结构特征对企业绩效影响的研究现状..... | 13 |
| 2.3.2 中国有关董事会结构特征对企业绩效影响的研究现状..... | 14 |
| 2.3.3 国内外研究现状评述..... | 16 |
| 第三章 实证研究设计..... | 18 |
| 3.1 研究假设..... | 18 |
| 3.1.1 董事会规模对企业绩效正向影响的假设..... | 18 |
| 3.1.2 董事会独立董事比与企业绩效无相关性的假设..... | 19 |
| 3.1.3 两职合一对企业绩效正向影响的假设..... | 19 |
| 3.1.4 董事薪酬对企业绩效正向影响的假设..... | 20 |
| 3.1.5 女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的假设..... | 20 |
| 3.2 研究设计..... | 21 |
| 3.2.1 样本选取与数据来源..... | 21 |
| 3.2.2 变量选取..... | 21 |
| 第四章 实证研究结果..... | 23 |
| 4.1 描述性统计与相关分析..... | 23 |
| 4.1.1 描述性统计..... | 23 |
| 4.1.2 相关性分析..... | 25 |
| 4.2 假设检验..... | 26 |
| 4.2.3 两职合一对企业绩效具有正向影响的假设检验..... | 28 |

目录 (续)

| | |
|------------------------------------|----|
| 4.2.4 董事薪酬对企业绩效具有正向影响的假设检验..... | 29 |
| 4.2.5 女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的假设检验..... | 31 |
| 4.2.6 董事会特征与企业绩效之间关系的整体检验..... | 32 |
| 第五章 研究结论及政策建议..... | 35 |
| 5.1 研究结论..... | 35 |
| 5.1.1 董事会规模对企业绩效具有正向影响的结论..... | 35 |
| 5.1.2 独立董事比对企业绩效无显著正向影响的结论..... | 35 |
| 5.1.3 两职合一与企业绩效无因果关系的结论..... | 36 |
| 5.1.4 董事薪酬对企业绩效具有正向影响的结论..... | 36 |
| 5.1.5 女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的结论..... | 37 |
| 5.2 政策建议..... | 38 |
| 5.2.1 针对董事会结构设置的政策建议..... | 38 |
| 5.2.2 针对企业遵循董事会结构规律科学发展的建议..... | 39 |
| 5.3 研究不足与展望..... | 39 |
| 5.3.1 研究不足..... | 39 |
| 5.3.2 研究展望..... | 40 |
| 参考文献..... | 41 |
| 致谢..... | 46 |
| 声明..... | 47 |
| 个人简历..... | 48 |

表格目录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 4.1 变量描述性统计..... | 23 |
| 表 4.2 相关性分析..... | 25 |
| 表 4.3 模型 1 的样本回归结果..... | 27 |
| 表 4.4 模型 2 的样本回归结果..... | 28 |
| 表 4.5 模型 3 的样本回归结果..... | 29 |
| 表 4.6 模型 4 的样本回归结果..... | 30 |
| 表 4.7 模型 5 的样本回归结果..... | 31 |
| 表 4.8 模型 6 的样本回归结果..... | 33 |



图片目录

图 1.1 论文结构图..... 8



第一章 引言

1.1 研究背景

2018 年以来中美贸易争端的持续发展，反映出国际化大趋势既有合作又有竞争的现实，国家和地区的竞争主要以经济、科技和贸易等形式的竞争形态出现，并将在相当长的时间内成为国家和地区间竞争的主要表现形式。在这场贸易摩擦中，以华为科技等公司为代表的中国民营企业展现出了良好的应对挑战的能力，以雄厚的核心科技储备、过硬的产品品质、规范的市场化运营模式和众志成城的信心，赢得了大多数海内外民众的认可和尊重，为中国的国家核心竞争力的提升提供了坚实有力的支撑，也为自身发展创造了非常有利的条件。同时，我们应该看到，中国作为世界第二大经济体，其民营经济的蓬勃发展既需要企业员工的艰苦努力，也需要企业经营理念和管理制度的规范和科学。惟有两方面都强势发展，才能进一步提升中国民营企业的竞争力，在国际化的大背景下迸发出更强劲的竞争力。为此，深入研究适合中国民营企业发展的路径，探索中国民营企业的科学发展规律就变得尤为重要了。

早在 2014 年，相关权威机构发布的数据就指出，在中国沪深两市的上市公司中民营企业的数量已超过上市公司总数量的一半，成为上市公司中的主要组成部分。结合当前的国内外经济社会发展趋势来分析，在中国民营企业表现出迅猛发展态势的同时，如何在未来进一步科学、可持续地将中国民营企业经营好，既是企业经营者关心的问题，也是政府政策制定者关心的问题，更是广大中国民众关心的问题，因为中国民营企业的发展，既关系到广大从业者和广大人民群众的民生问题，又关系到国家核心竞争力的保持和发展问题，因此越来越受到政府、产业界和学术界的关注。

中国民营经济的发展基本与中国的改革开放同步，粗略来看，其发展过程可以归纳为以下几个阶段。

从 1978 年到 1992 年是第一阶段，这个阶段可以看作中国民营企业的发展阶段。中国共产党的十一届“三中”全会确定了将全党和全国的工作重心转移到经济建设上来，初步确立了市场经济制度蓝图，逐渐打破了计划经济对生产力要素的制约，中国民营经济开始逐渐发展壮大。这一时期是中国民营经济在新中国被认可的重要时期，也是中国民营经济发展较快的时期，大大小小的民营企业如雨后春笋般涌现出来，为今天中国民营经济的发展和中国社会经济的繁荣奠定了重要的基础。

从 1992 年到 2001 年是第二阶段，这个阶段可以看作中国民营经济的稳定发展阶段。在中国的经济形态由计划经济转为市场经济的过程中，难免会出现一些这样或那样的问题，自然也会引发一部人对究竟哪种经济形态更适合中国的疑问，未来中国经济如何更好更快地发展成为社会广泛讨论的话题。邓小平同志在 1992 年对南方经济发展形势进行了意义深远的调查研究，并发表了一系列重要的讲话，为中国继续坚持以经济建设为中心，继续坚持走市场经济道路发挥了重要作用。在事实面前，关于计划经济和市场经济的争论逐渐消失，坚定不移地发展中国经济，坚定不移地走市场经济道路的思想一步步成为了全中国人民的共识，短期受到影响的中国民营企业在这股“春风”的吹拂下，又焕发出了勃勃生机，继续向前发展。

从 2001 年到 2008 年是第三阶段，这个阶段可以看作中国民营经济的高速发展阶段。2001 年，随着中国正式加入 WTO 的大家庭，一个全球化的市场商机摆在了中国的眼前，以劳动密集型为主的中国民营企业因此迎来了其高速发展的阶段，小到打火机和服装鞋帽，大到大型复杂设备的装备制造，每个领域都涌现出了很多高效的中国民营企业，随着国际订单的不断涌入，更多的中国民营企业也随之涌现出来，中国的劳动力优势得到了释放的机遇，相当多的今日成功的中国民营企业就是那个时代出现和发展的。随着这种企业越多，订单越多的良性循环不断往复，中国在较短的时间内就成为了举世公认的“世界工厂”，这其中，中国民营企业发挥了巨大的作用。

从 2008 年到 2017 年是第四阶段，这个阶段可以看作中国民营经济的快速发展阶段。随着 2008 年全球性金融危机的到来，世界经济发展趋势放缓，中国经济发展面临着巨大的挑战。中国政府审时度势，适时推出了经济刺激计划，利用基建等项目的发展，一举盘活了中国经济，加之 2008 年北京奥运会的成功举办，极大地刺激了中国经济，使中国成为了当时世界上少有的经济良好发展的国家。在这个过程中，中国民营经济依然扮演着非常重要的角色，成为了中国经济发展中不可或缺的重要组成部分，为中国成为世界第二大经济体贡献了巨大的力量，也让很多中国民营企业逐渐成为世界的知名企业。

从 2017 年开始是第四阶段，这个阶段可以看作中国民营企业的重要转型机遇期。世界经济始终未完全从金融危机中走出，世界整体经济形势一直处于低迷状态，且有越来越明显的趋势。从 2017 年开始，世界范围内的贸易摩擦和争端日益增多，以美国为首的西方国家与中国在经济领域的发展竞争加剧。也就是从这个时期开始，中国整体经济的发展增速趋缓，两位数的 GDP 增速已成为过去，稳定型增长成为新常态。在全球经济发展不振的大背景下，以美国为首的西方国

家从自身利益考虑，为了增加自己国民的就业率，纷纷减少了在中国的订单，这就给中国民营经济的发展造成了不小的压力，这也造成了中国民营企业的发展速度进一步趋缓，粗放型的发展方式已难以为继，如何有效应对挑战，成功实现经济发展方式的转型，变“中国制造”为“中国智造”成为了摆在所有中国民营企业面前的一个课题。

从以上的回顾中不难看出，中国民营经济的发展历程较短，而其快速发展的阶段，其时间跨度更短。在这个过程中，政府监管部门和民营企业家们进行了艰苦的探索和实践。短时间内企业的快速壮大，对一个企业管理者来说既是可喜之事，也有如何提升管理能力，使管理与企业需求相一致的压力。在这个过程中，企业管理者需要不断地通过学习来丰富自己的认知，并不断地将吸纳到的知识付诸于实践之中，在激烈竞争中成功突围的企业家们，几乎都是在这种学习和应用中摸爬滚打过来的，同时，他们在这个过程中积累的经验，无疑也会成为后来者学习的绝佳素材。学术界的学者们和产业界的企业家们在中国民营经济高速发展的过程中一直都在关注这个进程，并始终在探索优化中国民营企业制度的方法，试图为中国民营企业的发展探索出一条康庄大道，这种探索在过去的岁月中已经为中国民营经济的发展提供了巨大的帮助，未来依然会成为中国民营企业发展的重要动力。中国的政府部门从改革开放以来也非常重视中国民营经济的发展，为了尽力使中国民营经济良性发展，以《公司法》为代表的一系列规范企业行为的法律法规密集出台，对营造良好的社会营商环境，维护良好的市场经济秩序起到了重要的作用。应该看到，每部法律和法规的出台，都凝结了学术界、产业界和其他很多行业的智慧。未来，符合国情和民情，适合中国时代发展的法律法规的制定和出台需要更多的对经济发展规律的探索，需要更多的深入研究。时代在不断发展，形势在不断变化，在全球经济领域竞争不断加剧的今天，惟有对中国民营经济的发展进行更深入的分析，对中国民营企业的制度优化规律进行更精准的把握，才能切准时代发展的脉搏，真正与时俱进地为中国民营经济的发展贡献一份力量。

董事会制度自出现以来，极大地促进了以企业为细胞的社会经济发展，伴随着董事会制度的不断发展和完善，学术界对董事会与企业经济发展间关系的研究也不断向深入方向发展。董事会结构特征与企业绩效间的关系研究是董事会制度相关研究中的一个重要分支，早在上世纪八、九十年代，国外一些学者已经就此问题进行了比较深入的研究，获得了不少研究成果。虽然在此领域国内学术界相对于国外发展较晚，但对董事会结构特征与企业绩效间关系方面的研究成果也逐渐丰富起来。应该注意到，中国的经济结构和经济发展方式具有自己的特点，新

中国成立以来，国有经济“一家独大”，直到改革开放后，民营经济才逐渐发展起来，走过了由弱到强，由少到多的发展路径，在解决社会就业、推动国家经济发展、完善中国特色社会主义市场经济等方面做出了应有的贡献。同时，也应该看到，民营企业在投资主体、融资渠道、发展环境、生存周期和决策方式等方面与国有企业具有很大的差别，因此，不但国外学者利用国外企业数据完成的相关研究的成果有很多地方不适合中国企业的特点，以往对中国企业董事会结构特征与企业绩效的相关研究结论也不一定完全适用于中国民营企业。针对这个问题，本文将研究范围聚焦于中国民营企业，分析董事会结构特征对中国上市民营企业绩效的影响，希望通过实证分析的方法，探索适用于中国民营经济的相关规律，为助力中国民营企业的发展提供一份有益的建议。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

在国际化趋势日益加速的今天，发展社会经济是每个国家和地区都十分重视的重大问题，只有经济高速健康发展，一个国家才能在世界舞台上拥有话语权，其国民才能真正地过上有尊严的幸福生活。作为中国经济的重要组成部分，民营经济的发展既是国家经济发展的重要推动力量，也是提供就业机会的重要民生保障，还是为民众提供优良服务产品的重要基础，所以发展中国民营经济的意义十分重大。发展中国的民营经济，除了政府扶持和企业员工努力外，对科学合理的、可持续发展的企业发展规律的认识和把握也是一个重要的环节。在众多的中国民营企业中，对于那些有较好的发展基础，已形成一定规模的中国民营上市企业来说，在诸多影响企业发展的因素中，董事会作为企业的决策机构，其对企业发展的特殊性和重要性不言而喻，因此，通过探究董事会结构特征对中国民营上市企业发展影响的规律，并以此规律为指导，在具体的企业经营实践中优化中国民营企业的董事会配置，达到进一步发展中国民营经济的目标，就成为了本文的主要目的。

1.2.2 研究意义

为有效应对国际竞争、努力提高经济增长方式的质量，中国经济发展方式正在经历转型，在此大背景下，作为中国经济体中的重要组成部分，民营经济在管理上需要不断地完善和发展，只有这样才能不断契合时代的发展要求，在新时期助力中国社会经济发展，这就需要相关的研究成果为中国民营企业的发展探索相

关的规律，提供有建设性的建议。然而，当前聚焦中国民营经济的有关董事会制度的研究文献还难以满足这种需求，为此，本文的研究目的是丰富理论研究成果，满足现实需求。

在理论研究方面，虽然国外学者对于董事会特征与公司绩效间的关系已有较多研究，但是因为国内外经济发展方式等因素的巨大差异，其研究成果很难直接指导中国企业的发展方向。国内研究者虽然在董事会特征与中国民营企业绩效的关系方面有所研究，但是因为存在样本选择方面的较大差异、研究结论不甚统一等方面的问题，所以有必要在较为严格的样本选择基础上，利用较新的数据样本对相关问题进行进一步的研究，尤其在中国经济发展方式越来越由粗放型向集约型转变，社会经济结构调整向纵深发展，供给侧结构性改革不断深入的今天，对中国民营企业的管理优化路径进行深入研究，是学术界的重要责任。

在现实方面，从 1978 年的改革开放才逐渐发展的中国民营企业，大多是从小作坊形式逐渐发展壮大，在较短的时间内却经历了较大的发展变化，在这个过程中迫切需要相关的研究成果作为企业发展方向的参考材料，引领企业走向健康发展道路上。本文的一个重要意义就是为中国民营企业的发展提供一份参考。

1.3 本文研究内容和研究方法

本文通过实证分析法和文献研究法等方法，针对董事会结构特征对中国民营上市企业的绩效影响这一问题展开研究。

1.3.1 研究的内容

针对董事会在企业中的重要作用，本文利用 2011 年到 2015 年中国沪深两市上市民营企业数据，以数据实证方法和文献分析方法研究董事会结构特征对中国民营上市公司企业绩效的影响。具体包括董事会规模、董事会独立董事比例、企业高管薪酬、董事会女性董事比例、两职合一等董事会结构特征对企业绩效的影响分析。

1.3.2 研究的方法

(1) 实证分析方法：本文的实证分析方法主要采用基于面板数据的实证分析方法。在以中国沪深两市 2011 至 2015 年中国民营上市公司为总样本的基础上，按照本文对中国民营企业上市公司条件的界定方法，筛选出合格的数据样本。依照第四部分中提出的各种董事会结构特征与中国民营上市公司企业绩效间关系

的假设及对应的数学模型，运用 stata12.0 软件对面板数据进行描述性统计、相关性统计、Hausman 检验和回归分析。同时，对于 stata12.0 软件得到的每个结果进行了比较详尽的分析阐述。

(2) 文献研究法：通过对国内外已有相关文献的收集、整理和阅读等工作，梳理本领域以往的研究成果脉络，分析和学习国内外不同学者的不同角度、不同侧重点、不同研究方法在董事会结构特征与企业绩效间关系的研究中的不同结论。这项工作既可以让本文直接站在一个本领域研究比较前沿的位置上，避免了不必要的重复性劳动，又通过阅读文献借鉴了其他学者的研究方法和视角，拓宽了本文的研究思路，开阔了本文的研究视野。同时，将本文的研究结果与其他相关文献中的相关研究结果相比较，有助于分析不同情景和不同视角下结论差异产生的原由，这对理清思路，更进一步接近事物的本质规律，起到良好效果。

1.4 研究思路和架构

1.4.1 研究思路

本文的研究思路采用提出问题，分析问题，解决问题的总体思路，具体来说分以下几个方面。

首先是提出本文重点关注的董事会结构特征对中国民营上市公司企业绩效影响这一问题。董事会作为企业的决策机构，对企业发展方式和重大问题的选择判断起到至关重要的作用。尤其对于中国民营企业来说，董事会的战略决策决定了企业的发展方向和发展路径，对其与企业发展关系的研究就显得尤为重要。在董事会与企业发展的关系中，董事会结构特征与企业绩效间关系的研究一直是研究的热点问题，这是由于董事会结构特征是董事会的自然属性，这方面的研究直接针对的是董事会的优化配置方向，因而具有重要的意义。另一方面，企业发展的质量和效果，其最重要的一个表征就是企业的绩效，将董事会结构特征与企业绩效之间关联起来进行研究，有利于探究科学发展企业的董事会优化配置方向。

其次是分析董事会结构特征对中国民营上市公司企业绩效影响的背后机理。根据资源依赖理论，董事会规模对企业绩效具有正向影响，这是由董事会成员可以更多为企业发展提供帮助为前提的。依据代理理论，董事会成员中独立董事的比例会对董事会的决策起到正向作用，既而会增强企业的竞争力，提高企业绩效。董事会成员中的女性比例在一定范围内会拓宽董事会决策时的视野，为董事会思考发展问题时提供不同的视角，因此一定比例的女性董事会提升企业的竞争力，提高企业绩效水平。依照激励理论，一定的薪酬刺激会有效促进员工，尤其是高

级管理者的工作热情，提高其主观能动性，更有利于其创造性地投入到工作中，从而提高企业绩效。

最后是实证分析。利用 stata 软件对筛选出来的数据样本进行回归分析，可以具体分析董事会结构特征对中国民营上市公司企业绩效相关问题的每个假设结果，这样将逻辑推理与数据分析结果相配合，可以更全面和更科学地将特定的董事会结构特征与中国民营上市公司企业绩效间的关系剖析清楚，为政策制定者和企业经营者提供参考。

1.4.2 论文架构

本文在总结国内外学者以往研究成果的基础上，以中国沪深两市 2011 至 2015 年中国民营上市公司为总样本，通过回归分析来探究董事会结构特征对中国民营上市公司企业绩效的影响，本文的主要内容可分为以下几个方面。

第一部分为引言，首先介绍了本文的研究背景，然后阐述了本文的研究目的和研究意义。最后对本文中拟研究的问题进行了重点说明，并对本论文的架构进行了重点阐述。

第二部分为文献综述，首先对本文中提出的重点概念进行了理论界定，对本文中出现的理论基础进行了较详细的说明。针对本文的研究内容，分别就国际和国内两个方面的已有研究成果状况进行概括性说明，并就现有研究状况进行评述。

第三部分为研究方法与论文设计部分。首先对本文的研究方法进行了概括，对数据的收集方法和筛选方法进行了阐述；对拟研究的问题提出具体的假设，对拟开展的具体分析方法进行了描述。

第四部分为实证研究结果。在首先进行样本数据的统计性特征说明和相关性分析的基础上，本部分利用回归分析方法，针对第四部分中提出的假设，依次进行验证分析，并对分析结果进行了充分的分析说明，以探究董事会结构特征与中国民营上市公司企业绩效间的规律。

第五部分为研究结论与政策建议部分。本部分重点阐述本文研究所得到的结论，并在此基础之上，对中国民营（上市）公司的经营者和政府政策制定者给出了相应的发展建议。

本论文各部分间的逻辑关系可参加图 1.1。

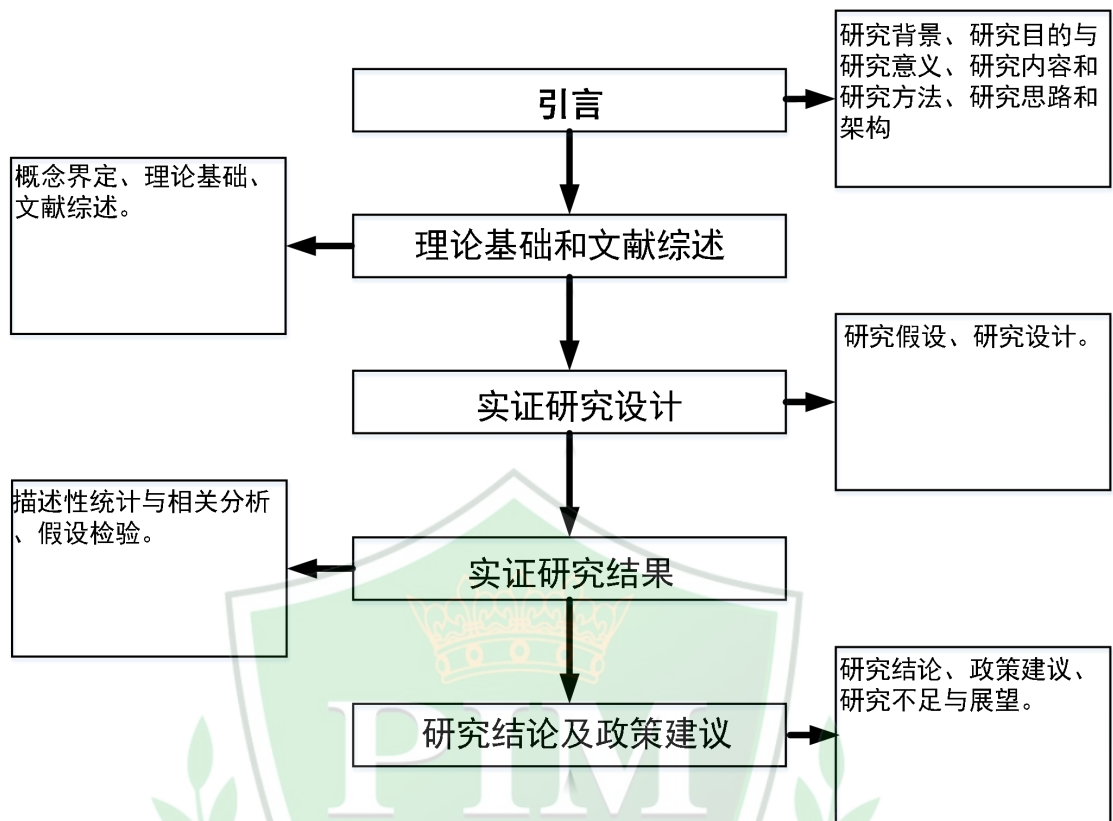


图 1.1 论文结构图



第二章 理论基础和文献综述

众所周知，董事会是企业的核心决策机构，对企业的发展、定位以及战略决策等起到至关重要的作用。对于董事会自身的各种特征与企业绩效间的关系，国内外学者进行了长期和大量的研究，综合以往的研究成果来看，在众多的研究点中，董事会规模、董事会独立董事比、两职合一、董事薪酬、女性董事比例等董事会结构特征对企业绩效影响是学者们的研究热点。

2.1 概念界定

2.1.1 中国民营企业概念的界定

到目前为止，中国国内的有关专家学者关于民营经济的界定问题尚存在争议。有些学者认为，中国民营企业指在中国境内的除国有企业、国有资产控股企业和外商投资企业以外的所有其他企业，包括个人独资企业、合伙制企业、有限责任公司和股份有限公司。依照企业经营权和所有权的角度，含有一小部分国有资产和(或)外商投资资产、但不具企业经营权和控制权的有限责任公司和股份有限公司亦可称之为“民营企业”；也有一些学者认为，民营企业的概念仅仅与国有独资企业概念相对，而与任何非国有独资企业是相容的，包括国有持股和控股企业。因此，归纳民营企业的概念就是：非国有独资企业均为民营企业；还有学者认为，仅由民间资本投资，不包括国有资本和外资资本参与投资的企业才可以称之为“民营企业”。对应于不同的观点，政府层面的经济统计工作的口径也有很大差别，比如，从 2003 年起，辽宁等省（区、市）对民营经济的统计口径是，不包括国有及国有控股、外商和港澳台商独资及其控股的经济组织，前者之外的经济组织都在统计范围内。这个口径包括了个体、私营等非公有制企业，也包括乡镇企业、城镇集体、股份合作制等等企业组织。这个口径的设定实质等于变相给民营经济下了定义。这一定义可以换一个更为简洁的表述方式--民营经济是国有及国有控股、外资及外资控股之外的经济成分的总和；而有些地区在统计口径上对民营企业的界定要比这个口径更为宽泛。为了最大限度地排除干扰，剔除国有资本和外资资本成分对分析可能造成的影响，本文采用比较窄的口径定义民营企业，即所有包括国有投资成分和外资投资成分的企业都不纳入本文的研究范围。在此基础上，本文对董事会规模、董事长兼职 CEO、独立董事比例等几个具体

董事会结构特征对企业绩效的影响展开研究。

2.1.2 企业绩效

企业绩效是指企业管理者通过整合、配置和利用企业各种资源达成企业的经营目标、实现企业价值的具体过程，企业绩效的实际情况不仅关系到企业竞争力的强弱，甚至会影响到企业未来发展的前景。以往国内外学者们对企业绩效这一重要概念的界定有不同的看法，比较一致的认同部分是企业绩效是一定时期内企业运行所获得的盈利，而这种盈利水平的具体表现方式可以体现在盈利能力、偿债能力、运营能力等不同的方面。

与概念界定本身的不同看法相同，对企业绩效衡量指标的选取在不同学者的不同研究中也多有不同。国外学者大多采用托宾 Q 值（公司股票市场价值与资产的重置成本的比值）这样一个指标来衡量企业绩效，或者以此指标为主要成分配合其他指标共同组成的综合指标来衡量企业绩效，该系数因为于上世纪六十年代末由世界著名经济学家托宾提出而得名。国外的另一部分学者和国内的学者主要以总资产收益率、净资产收益率、主营业务利润等指标来反映企业的绩效水平。本文是以中国民营上市公司作为分析样本，因为在选择衡量中国民营上市公司企业绩效的衡量指标时，必须考虑中国市场经济环境的实际。因为大量的文献已证明中国的股票市场尚待完善，股票价格与实际价值间往往会有比较大的偏差出现，因此，本文选择净资产收益率作为衡量企业绩效的指标。

2.1.3 董事会结构特征

针对董事会结构特征所进行的研究已经比较丰富，国内外学者对董事会结构特征的选择也比较多元化，以往曾经出现过的研究视角包括董事会规模、董事会会议次数、独立董事比例、两职合一、女性董事比例、董事薪酬、独立董事工作地点、董事会成员持股比例等。因为本文研究的样本为中国民营上市企业，而民营企业的发展在中国起步较晚，董事会的运作还不够规范和完善，因此，我们选择了在董事会结构特征中对企业绩效影响比较深刻的董事会规模、独立董事比例、两职合一、女性董事比例、董事薪酬等几个董事会结构特征作为研究对象，考查它们对中国民营上市公司企业绩效的影响情况。

董事会规模：指董事会成员的数量。

独立董事比：独立董事占董会总数的比例。

两职合一：仅指企业董事长兼任企业 CEO 的情况。

高管薪酬：指企业的董事会成员中薪酬最高的前三名的薪酬总和。

女性董事比例：指女性董事占董事总数的比例。

2.2 理论基础

2.2.1 资源依赖理论

资源依赖理论认为，世界上没有任何一个经济自然人和单独的经济组织可以做到完全的自给自足，每个经济自然人和每个经济组织都需要借助和依靠外部的力量来壮大和提升自己，从而扩展更大的发展空间。一个企业如果希望在相对较短的时间内快速地获得必要的发展资源，就需要充分依靠各方面可以带来外部资源的积极因素，在诸多可能获得的这种外部力量中，员工能给企业带来的援助力量无疑是最为便捷，也是最为重要的依靠力量。董事会成员作为最重要的一部分企业员工，自然就成为了企业获取额外资源的重要源泉，因此，在讨论董事会结构特征对中国民营企业企业绩效影响时，资源依赖理论是一个需要重点关注和使用的理论依据，借助资源依赖理论，可以让我们更好地分析出董事会特征结构与企业绩效间的关系。

吕长江 (2004)等学者认为董事会对于相对弱势的中国民营企业来说，是合法合规扩大企业资源池的有效手段，在法律框架内为企业争取利益最大化是非常明智的选择，这符合经济学原理，应该引起相关企业管理者的足够重视。姜晔(2016)等学者认为，当前有相当数量的中国民营企业具有家族垄断性质，董事会成员规模的扩充是家族企业合法性的重要支持，更是扩展家族影响力的有力举措，对企业发展具有良好的效果。

2.2.2 代理理论

代理理论认为，股东与董事会之间、董事会与公司经理层之间存在委托和代理的关系，并且假定公司管理层会利用一切机会为自己谋取利益，即使这种获得利益是以损害公司的股东利益为前提的。这样的理论强化了董事会在监督和制衡公司经理层方面的作用。应该注意到，因为中国民营经济发展历程较短，在四十余年的发展过程中，由弱到强、由小到大的过程过快，变化幅度过大，尤其是中国经济发展在 2001 年加入 WTO 后出现了高速的发展态势，现今很多成功的中国民营企业，尤其是在上海交易所和深圳交易所成功上市的中国民营企业，都是从这个时期开始起步发展，并逐步壮大的，这就使得无论是企业经营者还是企业管理者缺乏足够的适应时间，这种情况表明，中国民营企业的董事会应该在监督和制衡公司经理层方面起到必要的作用，从而尽量避免经理层因个人利益考

虑而损害公司或股东的利益。

李维安(2014)、杜勇(2014)等学者认为,不能忽视企业经理层为争取个人利益而损害委托人利益的可能性,这就使企业所有者的利益具有一定的风险性。提高独立董事比例,增强监督的力度,是规范企业经理层操作行为的有效手段,可以有效降低企业所有者利益受损的风险,提高企业的管控能力,更有利于企业绩效的提升。

2.2.3 激励理论

激励理论是指通过一定的方法与相应的管理体系,将员工对组织及工作的承诺的兑现最大化的过程。激励理论是关于如何满足人的各种需要、调动人的积极性方面的相关原则和方法的概括总结,以马斯洛的层次需求理论最为著名。此处所提出的激励,其目的在于激发人的健康的行为动机,调动人的能动性和创造性,以充分发挥人的聪明才智,从而最大化工作业绩。作为企业,其对员工的激励可以有很多种不同的具体形式和具体方法,但其中最直接和有效的方法表现在薪酬的数量和职位的高低。在按劳分配的社会时代背景下,拿到与自身的付出相匹配的相应薪酬,取得与自身能力相匹配的岗位工作是对员工的最直接和最有效的认可和奖励,可以直接、有效、快速地起到激励员工的作用,从而进一步通过员工迸发的“合力”推动企业的发展。

李维安(2005)、周宏(2010)等学者认为,从马斯洛的层次需求理论出发,获得更多物质利益的激励在现阶段具有非常明显的效果,可以直接、快速地激发企业董事会成员的工作热情,为企业提供更优质的服务。杨青(2010)等学者则认为,相对于中国国有企业来说,中国民营企业的董事会成员因为缺乏对“身份”问题的考量,将更多地关注薪酬方面的水平,换句话说,中国民营企业利用薪酬激励董事会成员会更为有效。

2.2.4 管家理论

管家理论认为,作为企业高管的个体,虽然有对自身经济及其他利益上的考虑,但是这种考虑是居于次要地位的,而居于首要地位的是高管对自身价值体现的需求。高管个体受个人成就感的需求激励,通过在工作中获得满足感,而将个体融入到企业的整体中去,从而将个体利益与企业的整体利益相融合,会像管家一样尽心尽力地位企业的发展服务。管家理论的提出是对代理理论中对经理人的“经济人”前提假设的完全否定,从而在理论上肯定了两职合一等现象对企业发展的积极作用,并获得了相当部分学者的认可。

杜兴强（2007）、朱玉杰（2016）等学者认为，大多数成功的民营企业高管已经具有了较好的经济条件，单纯的物质刺激已经很难对他们产生实质性的效果，对事业的追求会成为他们的生活目标，因此，赋予他们与能力相匹配的责任会起到更好的效果。对于很多中国民营企业来说，公司董事长早已实现了“财务自由”，惟有对将企业进一步做大做强的美好愿景才是他们的生活源动力，对于这样的企业，让董事长兼职 CEO 会更有利于企业的发展。

2.3 文献综述

2.3.1 国外有关董事会结构特征对企业绩效影响的研究现状

董事会是企业的核心决策机构，对企业的发展、定位以及战略决策等起到至关重要的作用。对于董事会自身的各种特征与企业绩效间的关系，国外学者已经进行了长期和大量的研究，并形成了不同的结论和观点。

国外学者在董事会规模与企业绩效间关系的研究方面已经进行了比较长时间的研究，并形成了大致三种观点，第一种观点认为董事会规模对企业绩效具有负向作用；第二种观点认为董事会规模对企业绩效具有正向作用；第三种观点认为董事会规模对企业绩效具有其他类型的关系。以 Lipton（1992）、Yermack（1996）、Wu（2000）等众多学者为代表的代理理论派学者就通过实证分析的方法得出董事会规模会显著降低董事会效率的结论，过多的董事会成员参与企业发展、履行决策权力时，相当一部分董事会成员会因为多方面的考虑而难以直接针对某些董事会成员的建议提出旗帜鲜明的反对意见，而只发表“折中”性的意见，这样既不利于决策的科学性，也会因为无关痛痒的“开放性”讨论而影响决策的时效性，使坦率和追求真理的好风气减弱甚至遭到破坏。而以 Ocasio（1994）、Dalton（1999）和 Coles（1997）等学者为代表的资源依赖派学者则认为董事会成员依靠自己的“资源”或“能力”可以更好地拓展企业的发展空间，为企业绩效的增长贡献力量，所以董事会规模的增加对企业绩效的增长有正向作用，并通过实例验证的方式证明了他们的观点。也有以 Bhagat（1998）、Williams（2003）和 Bemmer（2003）等为代表的学者认为，董事会规模与公司绩效水平之间的关系的关键取决于绩效指标的选取，不同的指标可能会得出不同的结论，这些结论包括诸如董事会规模与企业绩效负相关、正向关和不相关等等。

关于独立董事比与企业绩效之间的关系，国外学者主要持有两种不同的学术观点，第一种认为独立董事比例与企业绩效间呈正相关关系；第二种观点认为独立董事比与企业绩效间无线性关系。以 Rosenstein（1990）为代表的学者支持第一

种观点，他们通过实证的方法验证了独立董事比与企业绩效间存在显著的正相关性。而以 Bhagat (2002)等为代表的学者则持第二种观点，他们的研究表明，独立董事比与企业绩效间不存在显著的正相关性。

在两职合一与企业绩效间的关系研究方面，国外学者有存在明显的分歧。一种观点认为两职合一容易使权力失去制衡，对于错误的决策难以被及时发现和纠正，属于比较冒进的管理模式，不利于企业绩效的提升，并得到了以 Meckling (1976) 和 Jensen(1993)为代表的学者们的支持；而以 Brickley(1997)和 Main (1995)为代表的学者们则认为两职合一有利于显著提高企业的管理效率，有利于在应对各种机遇和挑战做出快速的反映，这对于提高企业绩效具有非常大的帮助。

在董事薪酬与企业绩效间关系的研究方面，以 Murphy (1990)、Neslihan (2007)等为代表的大部分国外学者因为适当的董事薪酬激励有助于提升企业绩效，即董事薪酬与企业绩效间存在显著的正相关性。也有以 Loderer(2004)、Boyle (2002)为代表的部分学者基于代理理论认为，董事薪酬激励无助于企业绩效的提升，董事会成员的主观能动性并不能通过提高薪酬待遇而显著提升，也就难以因此提升董事会成员对企业发展的作用，因此，他们得出了董事薪酬与企业绩效无关的结论。

在女性董事比与企业绩效关系方面，存在正相关或无正相关两种针锋相对的观点。Carter(2003)、Erhardt(2010)、Campbell(2008)等为代表的学者通过实证都证明了董事会中有较高的女性董事比例，有利于利用女性心思缜密的特点加强其监督作用，同时因为引入女性董事会成员，增强了了思考的多元化倾向，有利于决策的科学性，进而提升企业绩效；而以 Westphl(2000)为代表的学者们则认为女性董事比例的提升无益于企业绩效的提升。

2.3.2 中国有关董事会结构特征对企业绩效影响的研究现状

在董事会规模与企业绩效间关系方面，中国学者所持有的观点与国外学者相近，也分为了相应的三种情况。以章融 (2000)、沈艺峰 (2002)、陈军(2006)和杨忠诚 (2008)等为代表的学者对不同的样本进行回归分析，得到了董事会规模与企业绩效间存在显著负相关关系的结论。以吕长江 (2004)，姜晔 (2016) 等为代表的学者则通过实证分析，得出了董事会规模与企业绩效间存在显著正相关关系的结论。他们认为，依照资源依赖理论，扩大董事会规模无疑会增强企业“吸纳”外部资源的能力，这样可以增强企业的竞争力，使企业在行业内获得更加有利的位置，为企业赢得竞争创造有利的条件。而以胡铭(2002)、于东智(2003)等为代表

的学者则认为董事会规模与企业绩效间存在倒 U 型关系,虽然他们承认董事会规模的扩大有利于企业对于外部资源的获取,但是因为董事会规模过于臃肿则会降低董事会的办事效率,使董事会在面对重大问题的决策时犹豫不决,容易错失良好的发展机遇,因此并通过实证方法验证了自己的观点。

关于独立董事比与企业绩效之间的关系,国内学者也持有不同的学术观点,第一种认为独立董事比例与企业绩效间呈正相关关系,赵琳(2013)、李维安(2014)、胡铭(2003)和杜勇(2014)等学者认为,通过加强监督,规范董事会的决策行为,防止公司管着层的鲁莽冒进行为给公司的经营造成不必要的损失,使董事会成员尽职尽责地履行自己的权利,承担自己的义务,可以有效提高企业的业绩水平,他们选取了不同领域中的样本数据进行了实证分析,得出了独立董事比与企业绩效间存在正相关关系的结论;第二种观点认为独立董事比与企业绩效间无线性关系。谭劲松(2003)等学者通过实证分析得到的结论支持了第一种观点;而沈俊伟(2009)、刘善存(2012)和熊风华(2008)等学者们认为,当前中国企业的董事会中独立董事的作用因为种种原因还没有完全发挥出来,难以对企业绩效形成有效的推动作用,通过对选取的不同数据样本的分析研究结果显示,独立董事比对企业绩的作用并不明显。也有以王静(2018)等为代表的国内学者认为,虽然提高独立董事比例可以在一定程度上提升对于董事会的监督作用,但是这同时也严重影响了董事会的决策效率,其弊端是大于收益的,因此他们认为独立董事比与企业绩效间存在负相关的关系。

在两职合一与企业绩效间的关系研究方面,中国学者同样存在明显的分歧,杜兴强(2007)、朱玉杰(2016)和孙铮(2001)等学者认为,依照管家理论,事业和责任会给予企业经营者提供荣誉感和自豪感,有利于他们发挥出更好的工作状态,为企业发展提供更多的帮助。同时,两职合一有利于权力集中,从而便利企业的令行禁止,有利于提升企业的绩效,向朝进(2003)等学者认为,两职合一这种模式虽然可能在其运行的初期给公司带来一些负面的影响,甚至是损失,但是当这种模式度过了“磨合期”,就会朝向有利于公司利益的方向去发展,最终会显著提高企业的绩效水平。而李常青(2004)和李斌(2005)等学者则认为,两职合一不利于公司财务的稳定性,常常使对于公司高层行为的监督处于真空状态,这非常不利于公司的发展。在发表观点的同时,他们选取了不同的样本数据进行了实证分析,并通过实证分析得出契合他们这种观点的结论,两职合一会比较显著地降低企业的绩效水平。

在董事薪酬与企业绩效间关系的研究方面,李增泉(2000)、杨瑞龙(2002)等学者通过实证分析等方法,得出了董事会薪酬与企业绩效间不存在正相关关系

的结论。而李维安（2005）、周宏(2010)和陈震(2013)等学者认为，在市场经济条件下，一定的薪酬激励可以有效提升董事会成员的工作积极性，有利于提升董事会整体的工作质量和工作效率，进而提高企业的绩效，因而他们得出了董事会薪酬与企业业绩间显著正相关的结论，杨青（2010）等学者研究发现，中国企业中国有企业的董事会成员对薪酬的激烈不太敏感，而中国民营企业的董事会成员受薪酬激励的作用更为显著，民营企业的绩效与董事会成员薪酬有比较显著的正相关关系。除此以外，周德友（2006）和鲍一帆（2018）通过实证分析的方法，通过对中国上市公司的数据分析，也得到了董事会薪酬与企业业绩间显著正相关的结论。而以张宁（2015）为代表的学者则认为，在一定范围内，薪酬对董事会成员的确存在显著的激励作用，可以由此促进企业绩效的提升，但是当超过某个范围后，这种激励作用将不再明显，甚至会起到一定的负作用，抑制了董事会成员奋斗和拼搏的欲望，由此影响企业绩效的水平，因此他们认为董事薪酬与企业绩效间存在比较显著的非线性的倒 U 型关系。

在女性董事比与企业绩效关系方面，不同于国外学者们所持有的针锋相对的观点，中国大部分学者普遍认为女性董事比的提高有助于提升企业绩效水平。任颀（2010）、张娜（2011）等学者通过对抽取的不同样本的数据回归分析得出了女性董事比与企业绩效间存在正相关性的结论。而以张振（2011）等为代表的少数学者认为，女性董事比与企业绩效间存在非线性的倒 U 型关系，女性董事会成员并非越多越好，仅在一定范围内的增加对企业绩效有促进作用，一旦超过“拐点”，过高的女性董事比例反倒会对企业绩效的提升产生一定的副作用。

2.3.3 国内外研究现状评述

通过以上对国内外董事会特征结构对企业绩效影响的研究文献回顾，总结出当前研究的几个特点。

第一，对董事会结构特征的选取具有多元化的特征。不同学者在不同应用场景下会选择不同的董事会结构特征，这一方面丰富了本研究的成果，拓宽了本领域的研究范围，但同时也分散了本领域研究的关注点。

第二，国内外学者对企业绩效的指标选择存在较大差异。一般国外学者普遍选择托宾 Q 值作为衡量企业绩效的指标，而国内学者普遍认为当前选择托宾 Q 值来衡量企业的绩效会存在较大的偏差，所以多选择总资产利润率、净资产利润率等指标来衡量企业绩效水平。这种差异容易造成研究结论的不一致。

第三，无论是国外学者还是中国学者，针对相似或者相同问题所得到的结论多有不同，甚至会出现针锋相对的情况。这一方面是因为研究场景和关注重点不

同所造成；另一方面也是选取的数据、衡量指标等不统一所致。

(1) 第四，在有关董事会特征结构对企业绩效影响的研究方面，具体到董事会规模、独立董事比、两职合一、董事薪酬、女性董事比对企业绩效影响方面，国外学者与国内学者在研究上的分歧方向基本一致，这充分体现了学术无国界的思想内涵。



第三章 实证研究设计

3.1 研究假设

本文试图通过代理理论、资源依赖理论等基础理论在董事会特征对中国民营企业绩效影响方面进行研究。具体来说，本文在董事会规模、董事会独立董事比、两职合一、董事薪酬、女性董事比等几个董事会结构特征对企业绩效的影响方面进行研究，探究董事会结构特征对中国民营企业绩效的影响情况。

3.1.1 董事会规模对企业绩效正向影响的假设

以 Lipton (1992)、Yermack(1996)、章融 (2000)等为代表的代理理论派学者认为，股东与董事会之间、董事会与公司经理层之间存在委托和代理的关系，并且假定公司管理层会利用一切机会为自己谋取利益，即使这种获得利益是以损害公司的股东利益为前提的。这样的理论强化了董事会在监督和制衡公司经理层方面的作用。应该注意到，因为中国民营经济发展历程较短，在四十余年的发展过程中，由弱到强、由小到大的过程过快，变化幅度过大，这就使得无论是企业经营管理者还是企业管理者缺乏足够的适应时间，这种实际情况表明，中国民营企业的董事会应该在监督和制衡公司经理层方面起到必要的作用，从而尽量避免经理层因个人利益考虑而损害公司或股东的利益。

以 Dalton(1999)、Coles (1997)为代表的资源依赖理论支持派学者论认为，没有任何人和任何组织具有完全充足的资源而不需要与外界进行资源的交换，从而达到互惠互利的目的。这种理论强化了外界资源对组织发展的必要性和重要性。在经济全球化趋势越来越明显的今天，无论是企业还是个人，都不可能依靠自己的力量来完成必要的生产或经营工作，只有乐意、擅于借助外部的力量，才能便利企业的生产和经营，才能顺畅个人的发展道理。同时，哪些不注重借助外部力量来提升自身竞争力的企业在当前的时候很难应对激烈竞争所带来的挑战，在商海中很难走的太远。

相比较于以往在董事会规模与企业绩效间关系的研究，从服务中国民营企业发展的角度从发，本文的研究对象为中国民营企业。中国民营企业在投资主体、经营风险、经营环境和融资渠道等方面，相对于国有企业来说处于相对劣势地位，依据资源依赖理论，中国民营企业相对于国有企业来说处于的相对劣势地位决定了民营企业中的每个员工都肩负着为企业拓展发展空间、完善经营环境和拓宽融资渠道等任务，尤其作为决策机构的董事会，其成员更加有责任和义务为企业争

取更多资源而贡献力量，而且，在现实中董事会成员基本都由企业经营者提名，这些被提名的董事会成员只有具有相对多的“资源”或相对强的“能力”才可能被纳入企业经营者的视野，这就在很大程度上决定了民营企业董事会成员人数在很大程度上代表了企业预期可以获得资源的多寡，这是中国民营企业自身特性所决定的，与西方国家的相关企业或者中国的国有企业有所差别。鉴于此，我们提出如下假设。

假设 1：董事会规模对中国民营企业绩效具有正向影响。

3.1.2 董事会独立董事比与企业绩效无相关性的假设

董事会在企业发展规划和企业重大战略决策方面发挥着异常重要的作用，因此，董事会成员群策群力科学决策就对企业发展意义重大。以往，Rosenstein (1990)、谭劲松 (2003)等国内外学者多依照代理理论认为，相对于独立董事，非独立董事因为自身发展的考虑，容易倾向于不对企业管理层提出的意见给予“一针见血”的反驳，这容易造成董事会决策失当、决策效率低下等问题。而独立董事因为其相对的独立性，更倾向于能对管理层的提议给出自己独立思考的看法，而不存在更多的顾虑，从而更好地发挥董事会的作用，因此独立董事比的提升有利于企业绩效的提升。然而，沈俊伟 (2009) 等学者认为，当以中国民营上市公司作为研究对象时，必须考虑到这个具体的考查场景所具有的特殊性。在现阶段，民营企业因为其经营自主权的关系，现实中因为各种因素的考虑多提名自己“中意”的独立董事人选，进而会倾向于将具有良好关系的独立董事引入企业，这与理想化的独立董事制度初衷相距甚远，等于在实质上削弱了独立董事的“独立性”，使独立董事的理想化优点难以发挥，成为董事会中的“摆设”。而且过多的“中意”的独立董事的存在，本身使董事会内部的协调问题更为突出，容易使决策过程变得拖沓，因此难以发挥理想状况下独立董事所应起的作用。鉴于以上的分析，我们提出如下假设。

假设 2：独立董事比对中国民营企业绩效不具有正向影响。

3.1.3 两职合一对企业绩效正向影响的假设

在董事会中，董事长具有特殊的地位，对董事会的决策具有比较大的影响力。针对两职合一对企业绩效的影响问题，国内外学者开展过一定数量的研究工作，并且得出了不同的结论。Brickley(1997)、孙铮(2001)等学者的研究表明，两职合一对企业发展具有推动作用，与企业绩效具有正相关关系。而 Jensen(1990)、李常青(2004)另一些学者则认为，两职合一情况复杂，既有有利于企业发展的一面，

又有阻碍企业发展的因素存在，与企业绩效间无显著的正相关关系。

按照代理理论，如果董事长兼任企业 CEO，容易削弱董事会的监督和制衡作用，从而对企业发展带来消极影响。但是，对于现阶段的中国民营上市公司来说，大多脱胎于作坊式的家族式小企业，经过多年的打拼和奋斗，企业才拥有了庞大的规模，在这个过程中，作为企业“掌舵人”的企业管理者，在企业经营的范围内，其自身的商业嗅觉和判断力已经经受住了实践的考验，被证明适应当前的市场环境，两职合一模式在这种情况下能发挥其令行禁止的作用，大幅度提高企业的效率和政策的执行力，为企业在高速发展的市场经济环境下赢得宝贵的时间。而且，根据管家理论，董事长兼职 CEO 会极大地满足管理者的成就感，使其充分地发挥其主观能动性，创造性地完成管理工作，从而提高企业的效率，提高企业绩效水平。鉴于此，我们得出如下假设。

假设 3：两职合一对企业绩效具有正向影响。

3.1.4 董事薪酬对企业绩效正向影响的假设

Neslihan（2007）、李维安（2005）等学者认为，按照激励理论适当的激励会激发被激励人的潜能，调动其主观能动性，使其在工作中更加专注和投入，并能创造性地完成工作。作为中国民营上市企业的董事会成员，除了要履行好科学的决策职责外，按照资源依赖理论，他们还要为中国民营上市企业的发展创造各种更有利的发展条件，提供各种企业发展需要的资源。因此，给予其与付出相匹配的薪酬，是对其工作付出的一种正向的激励，有助于激发董事们的工作热情，对企业的发展贡献更多更好的科学决策和特殊资源。鉴于此，我们提出如下假设。

假设 4：董事薪酬对企业绩效具有正向影响。

3.1.5 女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的假设

Erhardt(2010)、张娜（2013）等学者认为在董事会决策过程中，多元的视角和思维方式有助于全面客观地对决策问题进行梳理和分析，拓展决策时的群体视野，从而有助于全面、客观、科学地分析问题和决策问题。在董事会结构特征中，女性董事的比例变化有助于董事会集体思维习惯的丰富、有助于分析问题视角的多元化，是对固有思维方式和审视视角固化的一种有效优化方式。同时，也应该注意到，董事会成员性别比例的变化总是存在两个极端情况，即男性或女性董事比例处于绝对多数的状态，Westphl(2000)等学者认为这两种极端情况其实都最终会陷入到性别比例带来的思维方式和审视视角固化的问题，而这种固化无疑不利于在重大问题决策时的客观性和科学性。在仅审视女性董事比时，只有其比例在

一个合适的区段内，才能对决策的更优化起到积极作用，从而提升企业绩效，过高或过低的比例都会对这种积极效果产生负面影响。鉴于此，我们提出如下假设。

假设 5：女性董事比与企业绩效具有倒 U 型关系。

3.2 研究设计

3.2.1 样本选取与数据来源

本文以 2011 至 2015 年上海证券交易所与深圳证券交易所上市企业相关数据报表作为初始样本，并按照以下原则进行筛选。

(1) 因为在管理规范性和企业经营成熟性等方面 A 股企业与其他类型企业有比较大的差别，为了分析上的方便，避免企业规模和管理水平等方面的差异影响分析结果的准确性，本研究仅选取 A 股上市的企业。

(2) 为了剔除国有资本及外资资本对本研究的干扰，尽最大可能还原董事会结构特征对中国民营企业绩效影响的规律，本研究采用了比较窄的口径选择企业样本，即剔除所有具有国有企业资本和外资资本的企业。

(3) 剔除 ST、PT 企业，由于 ST、PT 企业并非正常经营的企业，和正常企业有很大不同，参照相关研究，剔除 ST、PT 企业。

(4) 剔除数据缺失的样本，由于数据缺失对数据质量和数据处理结果有很大影响，参照相关研究，剔除数据缺失的样本。

根据以上原则，经过在初始样本中进行筛选，本研究选取了 2011 至 2015 年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的 356 家企业的 1780 个观测值作为研究的样本数据。

3.2.2 变量选取

3.2.2.1 因变量

在具有用什么特征量代表企业绩效的问题上，尽管国外学者大部分采用托宾 Q 值表示企业绩效，但因为中国的经济发展环境与国外的经济发展环境有比较大的差异，如有些文献中提到的中国目前还存在非流通股的情况，这种非流通股的价格与流通股的价格有比较大的偏差，如果依旧采用采用托宾 Q 值方式计算，会造成对托宾 Q 值的计算结果不合理。参照国内众多学者的研究成果，本文选择净资产收益率（ROE）来代表企业绩效，作为实证分析过程中的因变量。

3.2.2.2 自变量

在众多的董事会特征结构中，本文针对企业董事会中比较有代表性和具有比较大影响性的特征结构，选择董事会成员数量代表董事会规模（SIZE）特征；选择董事会中独立董事占董事会成员的比例代表独立董事比例（INDR）特征；选择董事长兼职 CEO 这个二元哑变量来代表董事长兼职 CEO（DUAL）特征，其中我们将董事长与 CEO 二职合一设定为“1”，将董事长与 CEO 二职分离设定为“0”。选择董事会成员中薪酬排前三位的薪酬总和作为董事薪酬(PAY)特征。选择女性董事占董事会成员的比例作为女性董事比(FDR)特征。

3.2.2.3 控制变量选择

参考相关研究，本文主要选取三个控制变量。

(1) 资产负债率（DAR）：资产负债率是企业总负债与企业总资产的比值，它是评价公司负债水平的综合指标。通常认为伴随着资产负债率的增高企业偿债风险也会加大，同时，企业的融资能力也会相对减弱。然而，资产负债率也不是越低越好，资产负债率过低就会导致企业的活力不够，可能影响公司的盈利能力。

(2) 总资产（LAS）：总资产是反映企业规模的重要指标，在许多文献中企业总资产被直接作为衡量企业规模的指标。因为考虑到近些年能在上海和深圳股票交易所 A 股上市的公司总资产数值都会比较大，因此参考其他学者的研究方法，本文采用企业总资产的自然对数作为衡量企业规模的指标。

(3) 企业成长性（GR）：企业成长性体现了公司的发展前景，和公司绩效之间往往存在着积极的联系，进而对企业的价值也具有重要的影响。参照相关研究成果，本文采用主营业务收入增长率作为衡量企业成长性的指标。

第四章 实证研究结果

4.1 描述性统计与相关分析

作为样本的数据是否可以用于规律分析，是否能较好地将规律性体现于分析结果之中，完全取决于选取的数据样本的质量。本文首先对所选取的数据样本进行描述性统计，从而了解所选择数据的总体特性，对数据中是否存在影响整体分析效果的“异常”数据进行总体上的把握。再以此为基础，对样本数据进行相关性分析，避免出现“高相关”数据，从而从根本上动摇数据分析的可信性。

4.1.1 描述性统计

本部分通过对各主要变量进行描述性统计，可以“鸟瞰”数据全局，对所采用的数据样本进行总体上的认识和把握。

表 4.1 变量描述性统计

| 变量名称 | 均值 | 中值 | 最大值 | 最小值 | 标准差 | 观测值 |
|--------|---------|---------|---------|---------|--------|------|
| 1 ROE | 0.071 | 0.0647 | 0.6847 | -0.8596 | 0.1068 | 1780 |
| 2 SIZE | 9.1307 | 9 | 18 | 5 | 1.7856 | 1780 |
| 3 INDR | 0.3865 | 0.3333 | 0.6667 | 0.2 | 0.0568 | 1780 |
| 4 DUAL | 0.31984 | 0 | 1 | 0 | 0.4968 | 1780 |
| 5 PAY | 14.1883 | 14.0166 | 19.0752 | 10.921 | 0.7186 | 1780 |
| 6 DAR | 0.4826 | 0.3974 | 0.976 | 0.0069 | 0.1912 | 1780 |
| 7 LAS | 21.746 | 20.9155 | 27.7512 | 18.1781 | 1.3228 | 1780 |
| 8 GR | 0.8105 | 0.1403 | 83.4713 | -0.9624 | 4.256 | 1780 |
| 9 FDR | 0.1431 | 0.125 | 0.4615 | 0 | 0.1196 | 1780 |

数据来源：通过 stata 软件整理得出

表 4.1 中的数据 displays，对于本文采纳的上市公司的经营数据，在净资产收益率（ROE）方面，均值达到了 7.1%，表现出中国民营企业的整体发展态势良好，

为中国经济社会发展做出了应有的贡献，但从个体来看，差异性较大，经营较好的企业，其净资产收益率（ROE）达到 68.47%，表现出了强劲的发展势头，同时，也有些企业，其净资产收益率（ROE）数值为-85.96%，反映出企业经营出现了较大问题，需要企业在未来要进行比较大的经营转变。出现以上情况，是由多种综合因素共同促成的，有行业供需周期的影响，有企业经营管理的问题，也有企业资金状况的阶段性调整的可能。在董事会成员规模（SIZE）方面，其平均数为 9.1307，具体数据分布于 5 到 18 之间，符合中国的《公司法》对于董事会成员须在 5-19 间的法定规定。从分布来看，标准差的数值表示公司间董事会成员规模的差异较大，且均值也反映出中国民营企业的董事会规模相对还较小。在独立董事方面，均值为 38.65%，最小值为 33.33%，符合中国法定的董事会成员中独立董事数量须不少于三分之一的要求，但是从均值来看，仅略高于三分之一，说明中国民营企业董事会中，独立董事的设定方面还不是很积极，主要用于满足法定限制。在董事长兼职 CEO（DUAL）数据方面，均值为 31.984%，有近三分之一的企业的董事长兼职公司 CEO，这在一定程度上反映了中国民营企业的特点，有相当比例的企业创始人在企业达到一定规模后，依然热衷于亲自参与企业的经营活动。在董事薪酬(PAY)数据方面，平均值反映出中国上市公司的董事薪酬相比于社会平均薪酬来说高很多，反映出了社会对于高级管理者劳动付出的认同，同时最大值和最小值的数据相差近一倍，这也说明了不同公司的经济状况和经营理念有较大不同，由此造成了对于董事会成员薪酬的较大差异。在资产负债率（DAR）数据方面，样本公司的平均数值为 48.26%，从经济学的角度来看，处于一个比较好的状态，但是从具体的数据分布来看，不同公司的差异较大，有的公司资产负债率高达 97.6%，濒临“资不抵债”状态，需要尽快调整资产结构，而有的公司的资产负债率仅为 0.69%，虽然一定程度上显示出公司的资金充足，也在一定程度上反映出公司的资产运用不够充分，从经济学的角度，还有待进一步优化资本的结构。在总资产（LAS）数据方面，数量巨大的总资产数量也表明了中国民营企业整体的强劲实力，是中国经济发展的有力支撑。在企业成长性（GR）数据方面，均值为 81.05%，这主要得益于部分企业的这项数据高达近百，拉高了整体数据，同时，也有企业亏损状态严重，达到 96.24%，出现这种不同企业的企业成长性（GR）数据差异巨大的原因与净资产收益率（ROE）数据的情况类似，主要是由行业特点及贡献关系、企业在行业的地位、企业的经营管理水平等综合因素造成的。在女性董事比(FDR)数据方面，均值为 14.31%，从总体上来看，因为传统观念和性别特点等因素，女性在董事会中的比例还偏低，从数据分布上来看，比例最高的公司，女性在董事会中的比例接近一半，而有些公司

的董事会中没有女性董事，有较大的差异，这一方面反映出不同公司对于董事会成员的性别比例观点差异较大，另一方面也反映出对于女性而言，未来在中国民营企业的发展中还具有较强的上升空间。

4.1.2 相关性分析

Pearson 相关性系数是当前相关研究中使用最为广泛的表征相关性程度的技术指标，用以衡量不同变量间的关联程度，以此来考查研究所采用的样本作为数据分析的材料是否合适和恰当。基于此，本文采用 Pearson 相关性系数作为样本数据的衡量指标。

表 4.2 相关性分析

| 变量名称 | ROE | SIZE | INDR | DUAL | PAY | DAR | LAS | GR | FDR |
|------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|----|-----|
| ROE | 1 | | | | | | | | |
| SIZE | 0.131* * | 1 | | | | | | | |
| INDR | -0.041 | -0.398 ** | 1 | | | | | | |
| DUAL | -0.013 * | -0.185 * | 0.132* * | 1 | | | | | |
| PAY | 0.375* * | 0.207* | 0.008 | -0.075 * | 1 | | | | |
| DAR | -0.01 | 0.088* * | 0.011* | 0.179* * | -0.053 | 1 | | | |
| LAS | 0.279* * | 0.315* * | -0.043 | 0.474* * | -0.158 ** | 0.45** | 1 | | |
| GR | 0.096* * | 0.035* * | -0.006 7 | 0.186* * | -0.035 * | -0.019 6 | 0.024* 6 | 1 | |

续表 4.2 相关性分析

| | | | | | | | | | |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---|
| FDR | 0.344* | 0.056* | -0.285 | 0.0147 | -0.081 | 0.1256 | -0.057 | 0.016 | 1 |
| | * | | | | * | | * | | |

注: **p<0.01, *p<0.05, N=1780

数据来源: 通过 stata 软件整理得出

表 4.2 显示了各主要变量之间的 Pearson 相关性系数关系。表中的数据显示, 大部分变量间都存在相关性, 这说明本文所选择的数据存在逻辑上的关联关系, 这充分说明了选择这些变量进行数据分析的合理性, 这就为进一步的回归分析提供了有力的可行性证据支撑。同时, 因为所有变量之间的 Pearson 相关性系数均低于 0.5, 根据相关理论, 当变量间的 Pearson 相关性系数低于 0.7 时, 它们之间就不会存在多重共线问题, 从表 4-2 所显示的数据来看, 本文选择的变量间不存在多重共线问题, 以此为依据进行数据分析是可行的。

4.2 假设检验

通过上一节的统计分析, 本文中所选择的样本数据不存在多重共线问题, 可以用于进一步的数据分析, 进而对 3.1 节中提出的几个假设进行假设检验。

4.2.1 董事会规模对企业绩效具有正向影响的假设检验

对于董事会规模对企业绩效具有正向影响的假设, 我们设置多元回归模型 1, 以对其进行检验。

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * SIZE + \beta_2 * DAR + \beta_3 * LAS + \beta_4 * GR + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其中, ROE 代表企业净资产收益率, SIZE 代表董事会规模, DAR 代表企业资产负债率, LAS 代表企业总资产, GR 代表企业成长性, β_0 代表常数项, β_1 - β_4 代表回归系数, ε_1 代表回归残差。

在利用模型本小节设置的模型 1 进行总体数据样本回归分析前, 我们首先用 Hausman 检验对回归的方程进行了模型类型检验, 检验结果显示, 模型 1 应采用固定效应模型。

表 4.3 的回归数据表明, 董事会企业规模 (SIZE) 与企业绩效 (ROE) 间存在显著的 (1%显著水平) 正相关关系, 这验证了前文提出的假设 1: 董事会规模对中国民营企业绩效具有正向影响。通过本验证结果可以看出, 在一定规模内, 董事会成员的增加, 对企业绩效具有积极作用, 这也进一步印证了资源依赖理论

在市场经济场景下的科学性。对于中国民营企业来说，在当前越来越充分的市场竞争环境下，通过增加董事会成员而为企业引入更多的资源，拓展更广阔的生存空间，对大多数企业来说是一种非常可行的办法。

表 4.3 模型 1 的样本回归结果

| | 企业绩效 (ROE) |
|----------------|-------------------------|
| 董事会规模 (SIZE) | .0138786*** (2.95) |
| 资产负债率 (DAR) | -.0796341*** (-2.78) |
| 总资产 (LAS) | .0134248** (2.24) |
| 公司成长性 (GR) | .00032* (1.89) |
| N | 1780 |
| F | 3.94*** |
| R ² | 0.1483 |

注：括号内为 t 值；*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著。

数据来源：通过 stata 软件整理得出

4.2.2 独立董事比对企业绩效无显著正向影响的假设检验

对于独立董事比对企业绩效无显著正向影响的假设，我们设置多元回归模型 2，以对其进行检验。

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * INDR + \beta_2 * DAR + \beta_3 * LAS + \beta_4 * GR + \varepsilon_2 \quad (2)$$

其中，ROE 代表企业净资产收益率，INDR 代表独立董事比例，DAR 代表企业资产负债率，LAS 代表企业总资产，GR 代表企业成长性， β_0 代表常数项， β_1 - β_4 代表回归系数， ε_2 代表回归残差。

在利用模型本小节设置的模型 2 进行总体数据样本回归分析前，我们继续使用 Hausman 检验对回归的方程进行模型类型检验，检验结果显示，模型 2 应采用固定效应模型。

表 4.4 的回归数据表明，独立董事比 (INDR) 与企业绩效 (ROE) 间并不存在显著的相关性，这验证了前文提出的假设 2：独立董事比对中国民营企业绩效不具有正向影响。通过本验证结果可以看出，当前中国民营企业在引入独立董事

时，依然“掺杂了”较多的对于其他因素的考虑，独立董事的监督作用构想在当前的大环境下并没有取得预想的效果。同时，这个分析结果也与数据统计分析时的结果有所印证，绝大部分中国民营企业的独立董事数量仅仅略高于法定限制，也没有引起中国民营企业的足够重视。独立董事制度如何更好地为中国民营企业的发展助力，依然是一个亟待解决的学术和实践课题。

表 4.4 模型 2 的样本回归结果

| | 企业绩效 (ROE) |
|----------------|--------------------------|
| 独立董事比例 (INDR) | -0.0688526 (-1.09) |
| 资产负债率 (DAR) | -0.0831358*** (-2.87) |
| 总资产 (LAS) | 0.0128235** (2.47) |
| 公司成长性 (GR) | 0.000327* (1.97) |
| N | 1780 |
| F | 3.41*** |
| R ² | 0.1335 |

注：括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

数据来源：通过 stata 软件整理得出

4.2.3 两职合一对企业绩效具有正向影响的假设检验

两职合一对企业绩效具有正向影响的假设，我们设置多元回归模型 3，以对其进行检验。

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * DUAL + \beta_2 * DAR + \beta_3 * LAS + \beta_4 * GR + \varepsilon_3 \quad (3)$$

其中，ROE 代表企业净资产收益率，DUAL 代表两职合一特征，DAR 代表企业资产负债率，LAS 代表企业总资产，GR 代表企业成长性， β_0 代表常数项， β_1 - β_4 代表回归系数， ε_3 代表回归残差。

在利用模型本小节设置的模型 3 进行总体数据样本回归分析前，我们继续使用 Hausman 检验对回归的方程进行模型类型检验，检验结果显示，模型 3 应采用固定效应模型。

表 4.5 的回归数据表明，虽然两职合一（DUAL）对于企业绩效（ROE）具有正向作用，但是两职合一（DUAL）对企业绩效（ROE）的这种正向作用并不显著，这也就表明两职合一（DUAL）与企业绩效（ROE）之间并无明显的相关性。这个回归结果否定了前文提出的假设 3：两职合一对企业绩效具有正向影响。究其原因，两职合一固然对中国民营企业的发展存在促进因素，同时也一定存在其弊端，阻碍中国民营企业的发展，正反两方面因素在不同领域、不同条件下会此消彼长，呈现出复杂的表现形式，这种此消彼长从整体上来看，会使正反两方面的因素近乎抵消，从而以两职合一（DUAL）与企业绩效（ROE）之间并无明显的相关性的形式表达出来。对于这个问题的具体分析，我们将放在下一章进行。

表 4.5 模型 3 的样本回归结果

| | 企业绩效 (ROE) |
|-----------------|--------------------------|
| 董事长兼职 CEO(DUAL) | 0.01327 (0.96) |
| 资产负债率 (DAR) | -0.0829139*** (-2.86) |
| 总资产 (LAS) | 0.0124705** (2.43) |
| 公司成长性 (GR) | 0.000325* (1.98) |
| N | 1780 |
| F | 3.17*** |
| R ² | 0.1360 |

注：括号内为 t 值；*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著

数据来源：通过 stata 软件整理得出

4.2.4 董事薪酬对企业绩效具有正向影响的假设检验

对于董事薪酬对企业绩效具有正向影响的假设，我们设置多元回归模型 4，以对其进行检验。

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * PAY + \beta_2 * DAR + \beta_3 * LAS + \beta_4 * GR + \varepsilon_4 \quad (4)$$

其中，ROE 代表企业净资产收益率，PAY 代表董事薪酬，DAR 代表企业资产负债率，LAS 代表企业总资产，GR 代表企业成长性， β_0 代表常数项， β_1 - β_4 代表回归系数， ε_4 代表回归残差。

在利用模型本小节设置的模型 4 进行总体数据样本回归分析前，我们继续使用 Hausman 检验对回归的方程进行模型类型检验，检验结果显示，模型 4 应采用固定效应模型。

表 4.6 模型 4 的样本回归结果

| | 企业绩效 (ROE) |
|----------------|------------------------|
| 董事薪酬(PAY) | 0.0113965** (2.26) |
| 资产负债率 (DAR) | -0.08103*** (-2.87) |
| 总资产 (LAS) | 0.01286** (2.45) |
| 公司成长性 (GR) | 0.000319* (1.99) |
| N | 1780 |
| F | 2.94*** |
| R ² | 0.1315 |

注：括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

数据来源：通过 stata 软件整理得出

表 4.6 的回归数据表明，董事薪酬 (PAY) 与企业绩效 (ROE) 间存在比较显著 (%5 水平上显著) 的正相关性，这验证了前文提出的假设 4：董事薪酬对企业绩效具有正向影响的假设。通过此数据分析结果可以看出，在当前的阶段，根据激励理论，激励手段在促进中国民营企业发展中依然具有强大的作用，当然，也应该看到，以薪酬为表现形式的激励仅仅是众多激励手段中的一种，以多种激励手段相配合，打出“激励组合拳”，既有以薪酬为主要形式的物质激励，又有其他形式的精神激励，让企业中的员工，尤其是那些对企业发展起到至关重要作用的企业高管工作有干劲、生活有尊严，必将激发他们更多的工作热情，使中国民

营企业的发展更上一个台阶。

4.2.5 女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的假设检验

对于女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的假设,我们设置多元回归模型 5, 以对其进行检验。

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * FDR + \beta_2 * FDR^2 + \beta_3 * DAR + \beta_4 * LAS + \beta_5 * GR + \varepsilon_5 \quad (5)$$

其中, ROE 代表企业净资产收益率, FDR 代表女性董事比, FDR² 是其平方项, DAR 代表企业资产负债率, LAS 代表企业总资产, GR 代表企业成长性, β_0 代表常数项, β_1 - β_5 代表回归系数, ε_5 代表回归残差。

在利用模型本小节设置的模型 5 进行总体数据样本回归分析前,我们继续使用 Hausman 检验对回归的方程进行模型类型检验,检验结果显示,模型 5 应采用固定效应模型。

表 4.7 模型 5 的样本回归结果

| | 企业绩效 (ROE) |
|------------------|------------------------|
| 女性董事比(FDR) | 0.1252** (2.21) |
| FDR ² | -0.2363** (-2.27) |
| 资产负债率 (DAR) | -0.07585*** (-2.86) |
| 总资产 (LAS) | 0.01209** (2.21) |
| 公司成长性 (GR) | 0.000308* (1.93) |
| N | 1780 |
| F | 2.97 |
| R ² | 0.1321 |

注: 括号内为 t 值; *, **, *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

数据来源: 通过 stata 软件整理得出

表 4.7 的回归数据表明, 女性董事比 (FDR) 特征的一次项与企业绩效 (ROE)

间存在比较显著（%5 水平上显著）的正相关性，同时，其平方项 FDR^2 与企业绩效（ROE）间存在比较显著（%5 水平上显著）的负相关性，这充分说明了女性董事比（FDR）与企业绩效（ROE）间存在比较显著的倒 U 型关系，其结果验证了前文提出的假设 5：女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的假设。这个数据分析结果基本验证了本文在假设 5 部分的分析，男性和女性由于天生思维方式和处世方式的不同，在董事会成员中加入一定比例的女性董事会成员无疑会扩展董事会整体的思路，在分析问题及决策时，有利于多角度地思考问题，从而得到更全面更系统的解决问题的办法。如果这个比例超过了一定的界限，就会走向合理比例局面的反面，造成多样化思维方式向单项化发展，活跃的董事会协商气氛被抑制，从这个角度看，女性董事比的优化是一个“平衡点”问题，恰当的女性董事比例会有效提高董事会的效率，使董事会做出更为积极的决策，进而推动企业绩效的发展。然后，过多或过少的女性董事比都不利于董事会整体的效率提升，这是中国民营企业在发展中应该注意的问题。

4.2.6 董事会特征与企业绩效之间关系的整体检验

为了进一步确定本文中提到的各董事会特征与企业绩效间的因果关系，在前边 5 个模型的基础上，我们又设置了多元回归模型 6，对董事会规模、独立董事比、两职合一、董事薪酬、女性董事比与企业绩效间的因果关系进行检验。

$$OE = \beta_0 + \beta_1 * SIZE + \beta_2 * INDR + \beta_3 * DUAL + \beta_4 * PAY + \beta_5 * FDR + \beta_6 * FDR^2 + \beta_7 * DAR + \beta_8 * LAS + \beta_9 * GR + \varepsilon_6 \quad (6)$$

其中，ROE 代表企业净资产收益率，SIZE 代表董事会规模，INDR 代表独立董事比例，DUAL 代表两职合一特征，PAY 代表董事薪酬，FDR 代表女性董事比， FDR^2 是其平方项，DAR 代表企业资产负债率，LAS 代表企业总资产，GR 代表企业成长性， β_0 代表常数项， β_1 - β_9 代表回归系数， ε_6 代表回归残差。

在利用模型本小节设置的模型 6 进行总体数据样本回归分析前，本小节继续使用 Hausman 检验对回归的方程进行模型类型检验，检验结果显示，模型 6 应采用固定效应模型。

表 4.8 的回归数据表明，董事会企业规模（SIZE）与企业绩效（ROE）间存在显著的（1%显著水平）正相关关系，这再次验证了前文提出的假设 1。独立董事比（INDR）与企业绩效（ROE）间并不存在显著的相关性，这再次验证了前文提出的假设 2。两职合一（DUAL）对企业绩效（ROE）的这种正向作用并不显著，这也就表明两职合一（DUAL）与企业绩效（ROE）之间并无明显的相关性，这个回归结果与 4.2.3 节的结论一致。董事薪酬（PAY）与企业绩效（ROE）

间存在比较显著（%5 水平上显著）的正相关性，这验证了前文提出的假设 4。女性董事比（FDR）特征的一次项与企业绩效（ROE）间存在比较显著（%5 水平上显著）的正相关性，同时，其平方项 FDR^2 与企业绩效（ROE）间存在比较显著（%5 水平上显著）的负相关性，这充分说明了女性董事比（FDR）与企业绩效（ROE）间存在比较显著的非线性的倒 U 型关系，其结果再次验证了前文提出的假设 5。

表 4.8 模型 6 的样本回归结果

| | 企业绩效（ROE） |
|-----------------|------------------------|
| 董事会规模（SIZE） | 0.01238*** (2.9) |
| 独立董事比例（INDR） | -0.059372 (-0.95) |
| 董事长兼职 CEO(DUAL) | 0.01521 (1.13) |
| 董事薪酬(PAY) | 0.0113965** (2.14) |
| 女性董事比(FDR) | 0.10963** (2.09) |
| FDR^2 | -0.2125** (2.14) |
| 资产负债率（DAR） | -0.08127*** (-2.81) |
| 总资产（LAS） | 0.01304** (2.16) |
| 公司成长性（GR） | 0.000298* (1.89) |
| N | 1780 |
| F | 2.88 |
| R^2 | 0.1348 |

注：括号内为 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

数据来源：通过 stata 软件整理得出

通过对模型 6 的回归数据的分析,逐一印证了从模型 1 到模型 5 的回归结果,这进一步提高了数据回归结果的可信性。



第五章 研究结论及政策建议

5.1 研究结论

本文选取了从 2011 年至 2015 年在我国上海证券交易所和深圳证券交易所 A 股上市的 356 家民营企业的 1780 个数据作为样本。在具体研究中以净资产收益 (ROE) 来衡量企业的经营绩效水平, 以董事会规模(SIZE)、独立董事比例 (INDR)、董事长兼职 CEO(DUAL)、董事薪酬 (PAY)、女性董事比 (FDR) 作为衡量企业董事会结构特征参数指标, 在借鉴国内外已有研究成果的基础上, 引入了三个控制变量资产负债率 (DAR)、总资产 (LAS) 和公司成长性 (GR), 利用多元回归模型, 通过对中国民营企业董事会结构特征对企业经营绩效影响的实证分析, 探索了中国民营企业董事会结构完善的方向。

5.1.1 董事会规模对企业绩效具有正向影响的结论

与国内外大多数学者对董事会规模与企业绩效间关系研究的结论有所差异, 本研究中的实证分析结果证明, 中国民营企业的董事会规模与企业绩效间并没有出现倒 U 型关系或者负向关系, 而是出现了比较显著的正向关系。这个实证结果进一步印证了本文前面依据资源依赖理论所论述的假设, 在当前的实际营商环境大背景下, 中国民营企业因为在融资渠道、经营环境等方面获取资源的能力相比较于国有企业, 是明显的弱项, 所以必须依靠所有可以依靠的力量拓展自己的生存和发展空间, 董事会成员作为企业可以依赖和利用的资源, 自然要肩负起为企业拓展发展空间, 争取更多资源, 优化运营环境的重任, 正是基于这样的原因, 董事会规模的扩大, 在一定程度上应答了企业的诉求, 可以有效地提升企业的竞争力, 提高企业的绩效水平。这个实证分析结果, 在一定程度上为中国民营企业未来优化董事会结构指出了方向。

5.1.2 独立董事比对企业绩效无显著正向影响的结论

如本前文中前面所假设的那样, 独立董事比例与中国民营企业绩效间没有显著的关系。这又与以往国内外多数学者相关的研究成果有所不同, 多数针对不特定类型企业的研究表明, 独立董事比例与企业绩效间有显著的正向关系。这说明中国民营企业的发展现实中, 关于独立董事方面有更深刻和更复杂的问题。第一, 从现实来看, 中国民营企业的经营者从便利经营的角度, 更乐意提名具有良好关系的专家学者担任企业的独立董事, 这无疑会弱化独立董事的“独立性”, 降低了

其作为独立个体发出客观冷静声音的可能性，从而使独立董事形同虚设。第二，相比于具有雄厚实力的国有企业来说，民营企业因为薪酬水平和社会地位认可等诸多因素，难以吸引到既有强烈的责任感，又有高水平专业素养的专家成为独立董事，如果缺乏责任感，或者专业能力欠佳，作为独立董事发出的声音不但不会对决策的科学性提供帮助，还会出现“帮倒忙”的情况。第三，因为更为依赖董事成员为企业争取更广阔发展空间的能力，民营企业的经营者对独立董事的提名人选会更侧重于其所能动用的“资源”，而非其专业性和责任感，这个因素叠加前面提到的两个因素也无疑会减弱独立董事在提升企业绩效方面的作用。

5.1.3 两职合一与企业绩效无因果关系的结论

实证分析的结果表明，董事长兼职 CEO 与企业绩效间无相关性，即董事长与 CEO 两职合一，并没有显著降低企业的竞争力。究其原因，董事长和 CEO 两只合一固然可能导致董事会对公司管理层的监督和制衡作用弱化，不利于董事会积极作用的全面发挥，但是，也应该看到，董事长和 CEO 两职兼任加强了 CEO 的权威，保证了 CEO 在企业内部的影响力和控制能力，能比较有效地避免企业内部因权力不统一而造成的“踢皮球”等现象的出现，有利于在企业内部营造令行禁止的良好环境，有利于企业内部对重大和紧急事务做出快速决策，这对于企业在当前快速发展变化的市场环境中化解危机、赢得机遇非常重要。同时，董事长和 CEO 两职合一，有利于增强 CEO 的自信心和自豪感，从而更好地发挥其主观能动性，在管理过程中更多地提供高质量的创造性劳动，并自觉地将个人利益与董事会利益保持一致。基于此，董事长和 CEO 两职合一，也有促进企业发展的方面。在企业实际经营中，董事长兼职 CEO 对企业发展的正反两个方面的影响都会发挥作用，在相互抵消的情况下，最终表现出来的结果就是两职合一与企业绩效无相关性。

5.1.4 董事薪酬对企业绩效具有正向影响的结论

通过实证数据分析，董事会薪酬对中国民营企业绩效具有比较显著的正向影响。从激励理论来看，人的主观能动性需要合适的方法进行激发，从而更最大限度地迸发员工的潜能和创造性，为企业提供优质的甚至超值的服务和业绩。作为企业中最重要员工群体，董事会因为其决策属性，对企业的发展具有至关重要的作用，因此其成员的状态对企业来说也是非常重要的。收到激发的董事会成员，可以充分发挥聪明才智，积极为企业发展献计献策，成为企业发展的不竭动力；而人浮于事、得过且过的董事会成员，不但不会对企业的发展做出有益的贡献，

甚至会在一定程度上阻碍企业的发展，甚至成为企业发展的“绊脚石”。董事会成员的精神面貌和工作状态固然是由诸多因素共同决定的，按照辩证唯物论中抓事物要抓主要矛盾的原则，但是在众多因素中，薪酬因素首当其冲，因为这是最明显、最直接的因素，较高的薪酬水平可以使董事会成员获得尊严感和满足感，可以在一定程度上解除董事会成员在生活中的后顾之忧，从而将精力更多地投放到工作中去。较高的薪酬待遇，还可以吸引到更高水平的人才进入董事会，在对人才越来越认可的今天，人才的流向与薪酬水平有相当大的关系，只有更好的薪酬水平才能吸引更好的人才。同时，较高的薪酬水平也有利于竞争环境的形成，在竞争环境下，人浮于事、得过且过的董事会成员很难有立足之地，很快便会被淘汰出局。正事基于以上原因，随薪酬水平的提高，董事会成员的创造性被激发，会将更多的精力和才智运用到实际工作中去，自然会在公司决策和经营管理方面提高效率，从而提高企业的整体绩效水平，这与实证数据分析的结果非常契合。

5.1.5 女性董事比与企业绩效成倒 U 型关系的结论

通过实证数据分析，女性董事比与中国民营企业绩效间存在非线性的倒 U 型关系。在中国民间有一句俗语“男女搭配，干活不累”，虽然有几分戏谑成分，但也在一定程度上道出了集体中男女成员比例搭配对活跃工作气氛、开创工作新局面的重要性。在长期的教育中，逐渐形成了男人和女人思维方式、表达方式等方面的不同，这种差异在具有悠久文化历史的中国尤为突出。作为决策机构的董事会，如果都是一种思维方式，无疑会使决策视角狭窄，考虑问题难以周全，同时，过于严肃的工作氛围和会议氛围，也非常不利于激发董事会成员的聪明才智和创新灵感，进而容易使董事会决策过程陷入程序化、过场化和僵化的泥潭。在男性董事会成员占主体地位的董事会中适当加入女性董事会成员，第一可以扩展思维方式，使董事会的思维多元化，拓展了看待问题的视角，丰富了解决问题的手段。第二可以通过多样化表达方式促进董事会的活跃气氛。女性董事会成员相对于男性董事会成员更具有感性的特质，这就使讨论陷入僵局时更容易被女性董事会成员打破，从而使有益的讨论得以顺利开展，避免董事会成员之间因为“礼貌”的考虑而不发表自己的真实观点，充分的董事会讨论更有益于科学的合理的决策的做出。第三，相对于男性而言，女性更喜欢一些私下的交往和聚会。适度的私下交往和聚会非常有利于董事会成员之间的团结协作，非常有利于董事会整体的协调运作。只有团结协作的董事会才能高效运转，助力企业的良性发展。

任何事情都具有两面性，在男性占主体的董事会中适度增加女性董事会成员虽然具有非常积极的意义，但如果增加的比例过高，则又会起到反作用。第一，

过多的女性董事会成员容易造成思维方式由多元转为对立。适当比例的女性董事会成员会在原有思维方式基础上增加不同的思维方式，而一旦女性董事会成员比例达到一定程度，不同的思维方式势均力敌时，两种思维方式很容易造成对立的局面，这种对立不利于决策的快速完成，甚至会演化成推诿和扯皮。第二，过多的女性董事会成员，会使董事会气氛由活跃走向不够严谨。虽然适当地活跃董事会的整体气氛有利于董事会的工作开展，但过多的感性思维方式会使董事会走向不够严肃的方向。董事会毕竟是公司的决策机构，其严谨性和权威性是根本，不够严谨的董事会难以在公司面临重大抉择时做出恰当合理的反映。

综合以上分析，女性董事比与中国民营企业绩效间存在非线性的倒 U 型关系。

5.2 政策建议

改革开放的春风使中国经济又迈上了一个新的台阶，作为中国经济的重要组成部分，中国民营经济的发展一直受到政府和民众的普遍关注。本文写作的目的除了为中国民营企业家们提供参考外，也是为政府有关部门制定相关政策提供一份数据材料。基于此，通过上文的实证数据分析和理论分析，本文提供建议如下。

5.2.1 针对董事会结构设置的政策建议

由前文的实证数据和理论分析，关于董事会特征和中国民营企业绩效间的关系有了几个阶段性的结论，根据理论指导实践的原则，针对董事会结构设置的政策，有下列建议。首先，根据董事会规模对中国民营企业绩效具有正向作用的结论，可以考虑在修订《公司法》时，对董事会规模的上限进行提高，以便于部分有拓展董事会成员规模的意愿的企业可以扩充董事会的规模，从而为企业提供更多的外部力量。鉴于各种公司的实际情况不同，下限可暂时不做调整。第二，根据实证分析结果，独立董事制度在实际公司发展并没有达到预期的效果，这方面应该引入独立董事任职资质认定等政策，从而进一步完善独立董事制度，增强中国民营企业的竞争力。第三，根据实证分析，董事薪酬与中国民营企业绩效间存在正向关系，说明提高董事的薪酬对企业发展具有积极意义，但是在注重效率的同时，我们也应该充分考虑社会公平问题，要制定相应政策防止部分企业高管利用各种名义取得不合理的过高收入，影响中国社会的和谐稳定。

5.2.2 针对企业遵循董事会结构规律科学发展的建议

根据前文得到的关于董事会特征与中国民营企业绩效发展的几个初步结论，针对中国民营企业董事会结构科学发展问题，提出如下几条建议。

首先，要充分重视董事会成员的“外延”能力，充分利用这种特性，为企业发展助力。时代发展到今天，单靠企业自身已经无法应对各方面的压力和挑战，充分认识到董事会成员的价值和意义是企业的头等大事。第二，独立董事的选任是一个比较严肃的问题，优秀的独立董事会为企业创造超值的价值，优秀的企业家应该充分利用独立董事制度为企业服务，而不应该为应付法律法规的限定或处于其他考虑而草率任命不合格的独立董事成员，从而错失企业成长的机会。第三，不同的企业具有不同的具体情况，按照辩证唯物论中具体问题具体分析的原则，能力强、精力旺的董事长兼职企业 CEO 对企业发展是有利的，应该继续坚持；而一些董事长在企业业绩不佳的情况下，应该知难而退，将专业的事交给更专业的人去做，主动让贤，为企业发展注入新的活力。第四，在信息越来越公开透明的今天，人才的流动趋势已势不可挡，如何留住人才、吸引人才成为了每个企业家都应该重点考虑的问题。以情留人、以事业留人固然没有问题，但以合理的薪酬水平留人更具有针对性和有效性，给优秀的人才合理的薪酬是一个企业发展的重要前提。第五，虽然本文的实证分析结论显示，女性董事比与中国民营企业绩效间存在非线性的倒 U 型关系，但是通过数据的描述性统计结果不难发现，当前我国上市民营企业中女性董事会成员比例依然非常低，大部分企业远没有达到倒 U 型的“拐点”，这就启示中国民营企业家们应该更大胆地吸纳优秀的女性进入到公司的董事会，通过合理配比董事会成员的性别比例，提高董事会的效率，进而提高公司的业绩。

5.3 研究不足与展望

囿于个人能力的不足和研究时间的限制，作者虽然在研究过程中尽量保持客观、科学的态度，但是依然存在几点不足，需要在未来的后续研究中继续开拓和完善。

5.3.1 研究不足

本文的研究不足表现在以下几个方面

一、研究的样本还不够丰富。因为连续多年完整披露相关信息的企业数量不多，本文选择了从 2011 至 2015 年在上海证券交易所与深圳证券交易所上市的 356

家企业的 1780 个数据作为数据样本，展开相应分析。应该说从时间跨度到数据的丰富性上还有不足。一方面，根据相关研究，企业董事会结构特征的变化对企业绩效的影响具有滞后性，这种滞后性可能表现为几个月，甚至几年，这就使五年的研究跨度略显不足。另外中国民营经济数量庞大、行业众多，以 356 家企业作为代表加以研究，也显得略为单薄。

二、研究方法和手段方面的创新不足。本文所采用的方法虽然是当前本领域比较流行的分析方法，但是因为个人能力和研究时间的束缚，还比较缺乏创新性。

5.3.2 研究展望

针对本文研究方面的不足，在未来的后续研究中，作者会努力完善和关注以下几个方面内容

一、中国民营企业的相关数据。数据是分析的基础和关键，未来要收集和整理更多有关中国民营企业的数据，待时机成熟，将以更多更全的数据为基础，针对中国民营企业进行更多相关研究工作。

二、更多关注前沿发展。除了本领域的前沿外，也要适当关注相关领域甚至其他领域的研究，以便更早更快地了解和掌握新的研究方法和新的研究手段。在人工智能快速发展的今天，能否将相关的理论、方法和手段引入本领域的研究中来，是未来要重点关注的问题。

参考文献

- 鲍一帆. (2018). *企业绩效、机构投资者持股与高管薪酬的关系研究*. (Master's Thesis, 江西财经大学).
- 陈军, & 刘莉. (2006). 上市公司董事会特征与公司业绩关系研究. *中国软科学*(11), 101-108.
- 陈震, & 凌云. (2013). 企业风险、产权性质与高管薪酬—业绩敏感性. *经济管理*(6), 54-61.
- 杜兴强, & 王丽华. (2007). 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究. *会计研究*(1), 58-65.
- 杜勇, 刘建徽, & 杜军. (2014). 董事会规模、投资者信与农业上市公司价值. *宏观经济研究*(2), 53-62.
- 胡铭. (2002). 我国上市公司董事会与经营绩效的实证分析. *吉林工商学院学报*(4), 46-49.
- 胡铭. (2003). 我国上市公司董事会独立性研究. *嘉兴学院学报*(02), 71-74.
- 姜晔. (2016). *我国上市家族企业董事会结构对经营绩效的影响研究*. (Master's Thesis, 广西师范大学).
- 李斌, 闫丽荣, & 郜亮亮. (2005). 董事会特征与公司绩效研究——基于民营上市公司的经验分析. *财贸经济*(12).
- 李常青, & 赖建清. (2004). 董事会特征影响公司绩效吗?. *金融研究*(5), 64-77.
- 李维安, & 徐建. (2014). 董事会独立性、总经理继任与战略变化幅度——独立董事有效性的实证研究. *南开管理评论*(01), 6-15 李维安, & 张国萍. (2005). 经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究. *经济研究*(11), 87-98.
- 李增泉. (2000). 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究. *会计研究*(1), 24-30.

- 长江, & 王力斌. (2004). 上市公司董事会设置与公司业绩的实证研究——以东北地区为例. *财经问题研究*(10), 65-73.
- 任颀, & 王峥. (2010). 女性参与高管团队对企业绩效的影响: 基于中国民营企业的实证研究. *南开管理评论*(5), 81-91.
- 沈俊伟. (2009). 董事会结构与会计信息质量相关性的实证研究. *科技信息*(31), 390-391.
- 沈艺峰, & 张俊生. (2002). St 公司董事会治理失败若干成因分析. *证券市场导报*(3), 21-25.
- 孙永祥, & 章融. (2000). 董事会规模、公司治理与绩效. *企业经济*(10), 13-15.
- 谭劲松, 李敏仪, 黎文靖, 郑珩, 吴剑琳, & 梁羽. (2003). 我国上市公司独立董事制度若干特征分析. *管理世界*(9), 110-121.
- 王静. (2018). 董事会独立性、内部薪酬差距与企业绩效. (Master's Thesis, 江西财经大学).
- 向朝进, & 谢明. (2003). 我国上市公司绩效与公司治理结构关系的实证分析. *管理世界*(05), 118-125.
- 熊风华, & 彭珏. (2008). 公司领导权结构与公司绩效——基于中国上市公司的实证分析. *经济评论*(03), 79-83.
- 杨青, 黄彤, Toms, S., & Yurtoglu, B. B. (2010). 中国上市公司 ceo 薪酬存在激励后效吗?. *金融研究*(01), 170-189.
- 杨瑞龙, & 刘江. (2002). 经理报酬、企业绩效与股权结构的实证研究. *江苏行政学院学报*(1), 46-54.
- 杨忠诚, & 王宗军. (2008). 董事会结构与公司绩效实证研究. *商场现代化*(5), 58-59.
- 于东智. (2003). 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析. *中国社会科学*(3), 29-41.
- 于晓强, & 刘善存. (2012). 治理结构与信息披露违规行为——来自我国 a 股上市公司的经验证据. *系统工程*(6), 47-56.

- 张娜, & 彭苏勉. (2011). 女性董事与公司治理关系的文献综述. *妇女研究论丛*(2), 95-100.
- 张宁. (2015). 董事会特征、高管薪酬与企业绩效. (Master's Thesis, 安徽财经大学).
- 张振, & 陆佳. (2011). 董事会规模、结构与公司绩效——基于创业板上市公司的经验分析. *中国证券期货*(9), 31-32.
- 赵琳, & 谢永珍. (2013). 异质外部董事对创业企业价值的影响——基于非线性的董事会行为中介效应检验. *山西财经大学学报*(11), 91-99.
- 周德友. (2006). 我国民营上市公司董事会特征与绩效关系的实证研究. *华东经济管理*(10), 111-115.
- 周宏, & 张巍. (2010). 中国上市公司经理人薪酬的比较效应——基于相对业绩评价的实证研究. *会计研究*(7), 50-56.
- 朱玉杰, 雪莲, & 李文佳. (2016). 产品市场竞争下两职合一对公司绩效的影响. *技术经济*(5), 124-131.
- Andjelkovic, A., Boyle, G., & Mcnoe, W. (2002). Public disclosure of executive compensation: do shareholders need to know?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(1), 97-117.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the ceo and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Bhagat, S., & Black, B. (1998). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Social Science Electronic Publishing*, 27(2), 231-273.
- Carter, D. A., Betty J. Simkins, & W. Gary Simpson. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Coles, J. L., Naveen D. Daniel, & Lalitha Naveen. (2008). Boards: does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.

- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: a meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Eisenberg, T., Stefan Sundgren, & Martin T. Wells. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2010). Board director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance An International Review*, 11(2), 102-111.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(Apr), 7-26.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, Kevin J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Joris, J., Thiry, E., Paris, P., Weerts, J., & Lamy, M. (1995). Pain after laparoscopic cholecystectomy. *Anesthesia & Analgesia*, 81(2), 379-384.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Loderer, C., & Martin, K. (2004). Executive stock ownership and performance tracking faint traces. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 223-255.
- Main, B. G. M., O'Reilly, C. A. I., & Wade, J. (1995). The ceo, the board of directors and executive compensation: economic and psychological perspectives. *Industrial and Corporate Change*, 4(2), 293-332.

Metrick, A., Gompers, P. A., & Ishii, J. L. (1997). Corporate governance and equity prices. *Journal of Finance*, 52(4), 1641-1658.

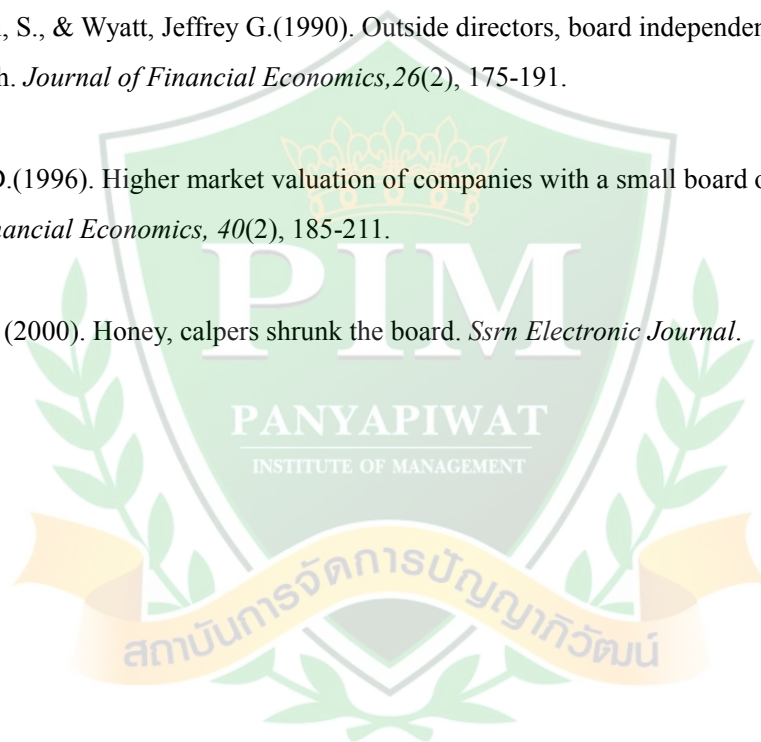
Ocasio, W. (1994). Political dynamics and the circulation of power: ceo succession in u.s. industrial corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 285-312.

Patro, S., Lehn, K., & Zhao, M. (2003). Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000. *Social Science Electronic Publishing*, 38(4), 747-780.

Rosenstein, S., & Wyatt, Jeffrey G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-191.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

YiLin Wu. (2000). Honey, calpers shrunk the board. *Ssrn Electronic Journal*.



致谢

时光荏苒，一转眼两年研究生生涯即将结束，在这两年的学习生活中收获颇多，有太多东西值得回忆，值此毕业论文完成之际，谨向所有关心、爱护、帮助过我的人们表达我最真挚的感谢和最美好的祝愿。

衷心感谢我的导师王宇教授。从专业知识指导，数据处理和论文写作方法到论文的选题、构思、修改以及定稿工作都是在王老师的悉心指导下完成的，论文能够顺利完成离不开导师的关心和帮助。在此，我要向我的导师致以最深的谢意。

感谢泰国正大管理学院的各位老师，他们细致耐心又深入浅出的知识讲解使我在专业知识上进步很多，并且开拓了视野能够学习到不同学科的知识。尤其感谢在开题报告上给我提出建设性建议的几位老师，让我能及时修改论文中存在的不足。

感谢我的同学，是你们的关心与帮助使我度过了愉快的研究生生活。

深深感谢我的父母和亲人，在我求学生涯中给予我的理解和关怀，是你们不断给我前进的动力和勇气，感激之情难以言表。

在以后的人生道路上，我将不断学习与进步来回馈这些一路陪伴与支持我的亲们！

金敬伟

二〇二〇年二月六日

声明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在独立研究报告中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

学位论文题目：董事会结构特征对中国上市民营企业绩效的影响研究

作者签名：_____ 日期：二〇二〇年二月六日



个人简历

姓名：金敬伟

学历：

2020 年 工商管理硕士（工商管理中文方向）
泰国正大管理学院中国研究生院

2001 年 会计学
吉林大学

职业：总经理

工作地点：中国辽宁营口金木商贸有限公司
中国辽宁营口市站前区渤海大街西 12-597 号

E-mail: 45736436@qq.com

专业能力/特长：财务管理

