

# 旅游上市公司董事会治理对经营绩效的影响

## ——基于非平衡面板数据的分析

王迪,张红,张春晖,李红辉

(陕西师范大学旅游与环境学院,陕西西安710119)

**[摘要]**董事会作为公司治理的核心,是影响企业绩效的重要因素,对旅游上市公司的可持续发展具有重要意义。制订科学、完善的监管制度并严格执行,是上市公司防止“一股独大”与“内部人控制”等现象产生的重要途径。因此,建立科学合理的董事会成为现代公司治理的必然要求。文章选取2004—2012年间16家旅游上市公司为研究样本,以董事会规模、董事会会议频率、前三名董事薪酬、独立董事比例、执行董事比例和董事长与总经理两职合一为董事会治理变量,运用主成分分析法计算我国旅游上市公司经营绩效指数,利用非平衡面板数据建立计量经济学模型,采用混合最小二乘法对我国旅游上市公司董事会治理与经营绩效的相关性进行实证研究。研究发现,我国旅游上市公司董事会规模与经营绩效之间存在显著的倒U形曲线关系,执行董事比例对企业业绩有显著的促进作用,前三名董事薪酬、独立董事比例和董事长与总经理两职合一一对经营绩效有消极影响,而董事会会议频率对经营绩效无显著影响。

**[关键词]**旅游上市公司;董事会治理;经营绩效;非平衡面板数据

**[中图分类号]**F59

**[文献标识码]**A

**[文章编号]**1002-5006(2014)11-0036-09

Doi: 10.3969/j.issn.1002-5006.2014.11.004

**[基金项目]**本研究受教育部人文社科基金项目(10YJA790243)资助。[This study was supported by a grant from the Ministry of Education, Humanities and Social Science Foundation of China (to ZHANG Hong) (No.10YJA790243).]

**[收稿日期]**2013-07-25; **[修订日期]**2014-03-27

**[作者简介]**王迪(1989—),女,吉林长春人,硕士研究生,研究方向为旅游企业经营与管理,E-mail: cdldwd@126.com;张红(1964—),男,吉林长春人,副教授,硕士生导师,研究方向为旅游企业经营与管理,E-mail: zhanghongxian38@sina.com.cn,通讯作者;张春晖(1985—),男,河北石家庄人,博士生,研究方向为旅游目的地营销;李红辉(1990—),女,湖南邵阳人,硕士研究生,研究方向为旅游企业经营与管理。

## 1 引言

20世纪80年代,特里克(Tricker)首先提出公司治理的重要性,到了90年代以后,随着公司治理研究的不断深入,董事会治理的质量作为决定一个公司未来业绩好坏和股权回报的重要指标<sup>[1]</sup>日益成为学术界研究的热点。但一直以来,对董事会治理与经营绩效相关性的探讨尚未取得一致性的结论,且大都将视角涵盖所有行业<sup>[2]</sup>。为了规避单纯总体样本数据分析掩盖行业差异性会显著影响其相关性的可能,近年来,学术界开始针对特定行业进行分析研究,呈现出从全局视角向特定行业视角转化的趋势,例如制造业上市公司、商业连锁企业上市公司、信息技术业上市公司、国有煤炭上市公司等。而伴随着我国旅游业的飞速发展和旅游上市公司数量的逐年增加,学术界针对我国沪深两市证券市场中旅游板块企业的研究开始逐渐增多,在董事会治理与经营绩效的相关性研究上也取得了一定的成果。王晨光和孔丽花利用山东省旅游企业的调查问卷,采用计量回归分析方法,较全面地考察了旅游上市公司的各种公司治理机制与企业绩效的相关关系,发现董事会规模对企业绩效并无显著关系,而董事长与总经理两职分离与企业绩效水平正相关<sup>[3]</sup>。杨京波利用中国旅游类上市公司2004—2009年的非平衡面板数据,对影响我国旅游类上市公司经营绩效的关键性公司治理因素进行实证检验,研究表明:旅游类上市公司董事会规模与公司绩效呈显著正相关,但独立董事比例和两职合一一对经营绩效没有显著性影响<sup>[4]</sup>。杨春丽和朱姝姝采用专家打分法对35家旅游上市公司进行调查,发现独立董事制度对公司治理的实施产生了显著的激励,而董事会职责明晰性对公司治理的实施没有产生实质性的影响<sup>[5]</sup>。张艳莉和高文香以旅游上市公司

为例,揭示了董事会治理的微观机理,发现董事会规模、董事会结构以及董事薪酬水平等因素对董事会治理绩效的改进有着显著的促进作用,而董事会职责明晰性与董事独立性对董事会治理绩效的改进没有产生实质性的影响<sup>[6]</sup>。刘洁利对我国旅游上市公司独立董事背景进行了研究,并提出了建立健全激励机制、适当降低高校及科研机构独立董事比例和适当增加旅游专业背景独立董事比例等建议,来健全我国旅游上市公司的独立董事机制<sup>[7]</sup>。

可见,现有针对旅游上市公司董事会治理与经营绩效之间关系的研究尚未取得一致性的结论。首先,大多学者利用某一年度的横截面数据进行研究,少有跨年度及多年度的面板数据分析,这种针对横截面数据的静态分析无法对旅游上市公司发展情况的变动趋势进行确切描述,其研究结论较难令人信服<sup>[8]</sup>。其次,在经营绩效衡量指标的选取上,学者们普遍采用托宾Q值、净资产收益率、总资产收益率和每股收益等单一指标对公司经营绩效进行衡量,这种做法显然有悖于公司经营绩效的复杂性,也难以全面系统地反应公司经营发展的实际情况<sup>[9]</sup>。再次,研究模型中只增加公司规模、财务杠杆等控制变量,很少将公司成长性作为控制变量引入模型,忽略了成长性作为业绩提高的动力来源的重要性。因此,本文在试图构建经营绩效评价体系的基础上,首先运用主成分分析法计算出16家旅游上市公司的经营绩效指数;接着引入成长性、公司规模和财务杠杆3个控制变量,通过回归分析,对董事会治理与经营绩效相关性进行了探讨,验证董事会在公司治理中的核心地位和重要作用,进一步丰富旅游行业中相关研究领域的实证结果。

## 2 理论分析与研究假设

根据目前国内外公司董事会结构特征的研究成果,结合本研究的具体情况,本文对可能影响旅游上市公司经营绩效的董事会治理变量进行了概括和分析,并在不考虑旅游产业发展周期对旅游上市公司业绩影响的前提下,提出以下6个可供检验的假设命题。

### 2.1 董事会规模与经营绩效

在董事会规模方面,学者们的研究一直存在较大的争议。最先进行研究的利普顿和洛尔施(Lipton & Lorsch)建议董事会规模控制在8~9人为

宜,最多不超过10人<sup>[9]</sup>。持此观点的学者还有于东智、池国华<sup>[10]</sup>以及詹森(Jensen)<sup>[11]</sup>等。但曾江洪和丁宁却认为,一方面,大规模董事会可以充分发挥成员们的专业知识和管理技能等的互补优势,保证有足够多的人员加入讨论并提出不同观点,从而减少公司的经营风险,提高决策的准确性<sup>[12]</sup>;另一方面,大规模董事会往往代表着多方集团的利益,对协调各方利益具有积极作用。然而,董事会规模过大,容易导致内部人控制问题的产生,使董事会的讨论流于形式,造成董事会协调、沟通困难,效率低下;同时董事会规模太大,董事会成员在对公司的重大决策和高层管理人员的业绩评估时不再坦率、积极,使董事会成为一种象征机构。因此,有些学者认为,小规模董事会具有较高的工作效率,有利于公司针对重要问题进行详尽讨论,并取得一致意见;同时,缩小董事会规模能减少公司的一些额外成本。

旅游产品具有季节性和不确定性,使得旅游上市公司面临着瞬息万变的外部环境(包括企业经营信息的搜集、营销渠道的建立以及新产品的开发等),可见如何应对外部环境的变化与政策的变动,并及时做出有效的调整决策,是旅游上市公司经营过程中的关键问题。故提出假设:

H1:旅游上市公司董事会规模与经营绩效呈倒U形曲线关系

### 2.2 董事会会议频率与经营绩效

董事会会议是董事会成员进行沟通、制定决策、履行监督与决策职责的重要途径。利普顿和洛尔施<sup>[9]</sup>发现,年度董事会会议频率越大,董事会成员越愿意履行其职责,保护股东利益,可见会议频率在一定程度上反映了董事会成员的努力程度,与经营绩效正相关。尼克斯(Nikos)认为,调整董事会会议频率以获得更好的治理效果比改变董事会构成或企业所有权结构会更容易,且成本更小<sup>[13]</sup>。故提出假设:

H2:旅游上市公司董事会会议频率与经营绩效正相关

### 2.3 董事薪酬与经营绩效

董事激励主要有董事薪酬和董事持股两种方式。但目前国内外大部分学者关于董事激励与经营绩效的研究主要集中在独立董事激励和高管薪酬方面,关于董事薪酬的研究较少。CEO报酬理论

认为,董事薪酬是决定和指导董事行为的重要的激励机制之一。董事薪酬的实现也会有利于董事会实现其代表股东利益行事的动机、适度承担风险等目标。詹森和墨菲(Murphy)认为薪酬的提高能激励董事会成员为公司的经营出谋划策,促进公司业绩的提高<sup>[14]</sup>。故提出假设:

H3:旅游上市公司前三名董事薪酬与经营绩效正相关

#### 2.4 独立董事比例与经营绩效

独立董事是体现董事会独立性的重要方面。首先,在声誉机制的辅助约束下,独立董事具有更高的客观性,能够更有效地行使监督职能,限制经理的机会主义行为。比斯利(Beasley)研究发现,独立董事比例越高,虚假财务报告的发生率越低<sup>[15]</sup>。其次,某些具有相关背景的独立董事能够以非关联方式带来资源支持和战略建议,减少公司与外部发生的交易成本。最后,独立董事往往是各方面的专家,在理论和实践方面都有着较丰富的经验,能够提高公司决策的科学性和客观性。

对于旅游上市公司而言,往往拥有一些具有相关背景或在其他旅游企业、证券公司、高校等任职经历的独立董事,因此,提高董事会中独立董事的比重,有利于加强独立董事的监督作用,降低管理层决策失误的可能性,故提出假设:

H4:旅游上市公司独立董事比例与经营绩效正相关

#### 2.5 执行董事比例与经营绩效

执行董事也称积极董事,在董事会内部接受委任担当具体岗位职务,并就该职务负有专业责任,其地位与首席执行官或董事总经理差异在于只具代表董事会的行政执行权而不具全权代表法人法律行为。在企业中,虽然董事长是董事会股东中占有股权最多的人,但执行董事作为董事会大股东中直接参与公司运作的人,既是股东又是公司业务的领导,而对于上市公司的控股股东而言,控制公司的最有效手段就是直接派遣人员到上市公司担任执行董事,并通过考察执行董事在控股公司和上市公司的双重兼职,间接了解控股股东对董事会决策的影响能力。曾江洪发现,执行董事比例对公司后续期间的成长性存在正向影响,适当增加执行董事有利于公司未来的成长<sup>[12]</sup>。故提出假设:

H5:旅游上市公司执行董事比例与经营绩效正相关

#### 2.6 董事长与总经理两职合一与经营绩效

董事会的权利构架可分为一元领导结构和二元领导结构。一元领导结构是指公司的董事长与总经理两职合一,而二元领导机构是指董事长与总经理两职分离。从理论上讲,董事长领导整个董事会对股东负责,而总经理对董事会负责,两者之间是决策与执行、监督与被监督的关系。当总经理的行为侵害了股东的利益时,董事会可能会解除其总经理职务,而总经理也特别希望能够“俘获”董事会,以稳定自己的工作。因此,为了防止总经理控制董事会,提高董事会的独立性,董事长不能兼任总经理。法玛(Fama)和詹森<sup>[16]</sup>以及里彻和道尔顿(Rechner & Dalton)<sup>[17]</sup>等都支持两职分离能促进经营绩效提高的观点。但也有学者支持两职合一的观点,认为董事长与总理由同一人担任能够给予总经理更大的自由,有利于经理向董事会传递信息,促进经理人员个人目标与股东利益的双重实现。

我国证监会2002年发布的《中国上市公司治理准则》中明确指出,不鼓励上市公司中董事长与总经理两职合一,否则应进一步加大独立董事的比例。可见,各企业和政府有关部门更倾向于两职分离的董事会结构,加之我国旅游上市公司所处的外部环境复杂,公司的成长决策更加需要群体智慧,避免因个人意志而造成决策失误。故提出假设:

H6:旅游上市公司董事长与总经理两职合一与经营绩效负相关

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选取与数据来源

根据2001年中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》和张红等的划分方法<sup>[18]</sup>,本研究将旅游上市公司划分为景区类、酒店类和综合类三大类。截至2012年年底,在沪深证券交易所挂牌交易的A股旅游上市公司共有31家,考虑到我国旅游上市公司的数量有限且各公司上市时间存在差异,本研究以2004—2012年为研究区间,剔除2004年(包括2004年)以后上市年限较短的11家公司,以及主营业务发生变化的1家公司(九龙山)和被ST的3家公司(ST零七、ST东海A和ST张家界),最终选取16家旅游上市公司作为研究样本,其中景点类6家(华侨城A、北京旅游、峨眉山A、桂林旅游、黄山旅游和大连圣亚),酒店类4家(新都酒店、华天酒店、东方宾

馆和锦江股份),综合类 6 家(西安旅游、西安饮食、中青旅、首旅股份、国旅联合和西藏旅游)。

本文所用数据主要来源于锐思金融数据库(RESSET)和各旅游上市公司年报,部分来源于新浪财经网站(finance.sina.com.cn)和中国上市公司资讯网站(www.cnlist.com)等披露的上市公司相关资料和数据。对 16 家旅游上市公司 2004—2012 年度共 9 年的数据进行研究,由于部分旅游上市公司个别年份的执行董事比例数据披露不完整,采取平均数替换缺省值的方法进行处理,故本文最后得到 144 个观测量。

### 3.2 变量选择与定义

#### 3.2.1 被解释变量

本文在归纳前人研究的基础上,利用销售净利率、资产净利率和 EBIT/资产总额来反映企业的盈利能力,利用每股收益增长率、净资产增长率、总资产增长率、每股经营活动现金流量增长率和主营业务利润增长率来反映企业的发展能力,利用存货周转率和固定资产周转率来反映企业的资产运营能力,利用速动比率和流动比率来反映企业的短期偿债能力,利用主营业务收入现金含量和托宾 Q 值分别来反映的市场拓展能力和企业价值,共 14 个财务指标(依次记为  $X_1 \sim X_{14}$ )构建经营绩效评价体系,计算出经营绩效指数(记为 P),作为被解释变量。

#### 3.2.2 解释变量

根据前文的理论分析,本文选取董事会规模、董事会会议频率、前三名董事薪酬、独立董事比例、执行董事比例和董事长与总经理两职合一来反映董事会治理情况,作为解释变量。

#### 3.2.3 控制变量

由于影响公司业绩的因素较多,而成长性反映了上市公司一定时期内业绩发展变化的状态,因此成长性对经营绩效的影响不能忽略。故本研究除了考虑公司规模和财务杠杆以外,还在回归分析中加入了成长性变量来考察董事会治理对经营绩效的影响。

先前的研究普遍采用净资产收益率、净资产收益率增长率和净利润增长率等单一指标来衡量公司成长性<sup>[8]</sup>,本文最终选取净利润增长率作为公司成长性变量。所有研究中涉及的变量定义见表 1。

### 3.3 模型设定

在构建模型前,有必要对变量进行多重共线性检验,检验结果见表 2。数据显示各变量之间相关

表 1 变量描述

Tab. 1 Variables used in the analysis

变量 Variables	描述 Description
经营绩效指数 P	根据 $X_1 \sim X_{14}$ 以因子分析计算的经营绩效指数
董事会规模 Board	董事会总人数的自然对数
董事会会议频率 Meeting	年度内董事会召开会议的次数
前三名董事薪酬 Income	报酬最高的三名董事报酬总和的自然对数
独立董事比例 Outside	独立董事人数/董事会总人数
执行董事比例 Inside	执行董事人数/董事会总人数
两职合一 Lead	虚拟变量,两职完全合一,Lead=1,否则,Lead=0
成长性 G	净利润增长率
公司规模 Size	总资产的自然对数
财务杠杆 DA	资产负债率

性较小,不存严重的多重共线性问题。故本研究构建以下计量经济模型来检验旅游上市公司董事会治理对经营绩效的影响:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 Board_{it} + \beta_2 Board_{it}^2 + \beta_3 Meeting_{it} + \beta_4 Income_{it} + \beta_5 Outside_{it} + \beta_6 Inside_{it} + \beta_7 Lead_{it} + \gamma_1 G_{it} + \gamma_2 Size_{it} + \gamma_3 DA_{it} + \xi_{it}$$

其中,  $i=1, 2, \dots, n$  ( $n$  表示截面成员的个数);  $t=1, 2, \dots, t$  ( $t$  表示每个截面成员的观测时期总数); 参数  $\alpha$  为截距;  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_7$  为解释变量的回归系数;  $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3$  为控制变量的回归系数;  $\xi_{it}$  为随机误差项。

## 4 实证分析

### 4.1 描述性统计

首先,对纳入模型的所有变量进行描述性统计,从总体上把握变量之间的变化趋势,结果见表 3。数据显示,样本公司中董事会规模的标准差较小,说明各公司董事会成员数量较为平均,且符合我国《公司法》中规定的 5 人以上 19 人以下的标准。年度董事会会议频率平均水平在 9 次左右,但极差和标准差数值较大,表明样本公司董事会活动频率存在一定的差异。前三名董事薪酬数额差距较大,可见我国旅游上市公司的董事激励也存在一定的差别。独立董事比例的均值在 1/3 左右,而样本公司董事会规模多为 9 人,因此,独立董事数量以 3 人居多,独立董事比例变动幅度仅为 0.31。执行董事比例最高达到 45%,执行董事人数以 1~4 人居多。在董事会领导结构方面,旅游行业的董事长与总经理两职合一所占比例不大,仅为 9.63%,可见目前我国旅游上市公司更加倾向于两职分离。

表2 相关系数表  
Tab. 2 Correlation coefficient

	董事会规模 Board	董事会会议频率 Meeting	前三名董事薪酬 Income	独立董事比例 Outside	执行董事比例 Inside	两职合一 Lead	成长性 G	公司规模 Size	财务杠杆 DA
董事会规模 Board	1.000000	0.034282	0.347598	0.002085	0.000869	-0.091688	0.053885	0.378521	-0.189932
董事会会议频率 Meeting	0.034282	1.000000	-0.026424	-0.063529	-0.060679	0.035335	0.123278	0.133629	-0.109245
前三名董事薪酬 Income	0.347598	-0.026424	1.000000	0.085097	0.095417	0.108194	-0.040492	0.546290	-0.071116
独立董事比例 Outside	0.002085	-0.063529	0.085097	1.000000	-0.053098	-0.167295	0.056033	0.387652	0.252823
执行董事比例 Inside	0.000869	-0.060679	0.095417	-0.053098	1.000000	-0.150783	0.087421	-0.000501	-0.107927
两职合一 Lead	-0.091688	0.035335	0.108194	-0.167295	-0.150783	1.000000	-0.261352	-0.163406	-0.073951
成长性 G	0.053885	0.123278	-0.040492	0.056033	0.087421	-0.261352	1.000000	0.074775	0.000475
公司规模 Size	0.378521	0.133629	0.546290	0.387652	-0.000501	-0.163406	0.074775	1.000000	0.167933
财务杠杆 DA	-0.189932	-0.109245	-0.071116	0.252823	-0.107927	-0.073951	0.000475	0.167933	1.000000

表3 变量描述性统计  
Tab. 3 Descriptive statistics

变量 Variables	最大值 Maximum	最小值 Minimum	均值 Mean	中位数 Median	标准差 Std. Dev.
董事会规模 Board	15	8	10.21	9	0.08185
董事会会议频率 Meeting	23	4	9.01	8	2.93768
前三名董事薪酬 Income	8490000	110700	656562.40	637200	0.35833
独立董事比例 Outside	0.56	0.25	0.35	0.33	0.05179
执行董事比例 Inside	0.45	0.07	0.23	0.22	0.11522
两职合一 Lead	1	0	0.0963	0	0.29610

注：进行描述性统计时未进行取自然对数和缺省值处理。

#### 4.2 计算经营绩效指数P

在经营绩效指数构建过程中，由于所选指标中既有效益指标，又有适度指标，故先对数据进行无量纲化处理，然后利用SPSS20.0软件进行主成分分析，检验结果显示，KMO值为0.58，Bartlett检验P值接近0，通过显著性检验，说明数据适合进行主成分分析。在因子提取过程中，通过特征值大于1，选取7个主因子，按照方差最大化正交旋转(Varimax)进行因子旋转，最后以各因子方差贡献率为权重构建公司经营绩效指数P。

$$P=(25.048 \times fact\_1 + 13.536 \times fact\_2 + 12.163 \times fact\_3 + 8.950 \times fact\_4 + 8.054 \times fact\_5 + 7.675 \times fact\_6 + 7.337 \times fact\_7) / 82.764.$$

其中，

$$fact\_1 = [0.299, 0.281, 0.282, 0.273, -0.040, 0.023, -0.054, -0.055, -0.018, 0.001, -0.062, 0.049, 0.033, -0.027] [x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6, x_7, x_8, x_9, x_{10}, x_{11}, x_{12}, x_{13}, x_{14}]^T$$

同理，依次计算出 fact\_2, fact\_3, fact\_4, fact\_5, fact\_6, fact\_7 的值<sup>①</sup>。

通过上述公式计算得出旅游上市企业经营绩

效综合指数，见表4。由表4分析得出：我国旅游上市公司的发展状况具有明显异质性，景点类公司由于盈利、资产运营和偿债等能力发展均衡，故绩效指数最高，综合类次之，酒店类最差。新的上市公司相对最初的上市公司而言，具有先天优势，管理体制更加灵活，更能适应市场化需求，而老牌上市公司在面临改革重组时则显得力不从心，发展状态不佳，如1994年上市的新都酒店；但我国旅游业的领头羊如黄山旅游，仍保持强劲的成长势头。从董事会行为特征来看，结合年报数据进一步分析可得，经营绩效较差的年份，公司董事会会议次数明显增多，且经营绩效指数随后呈现上升趋势，在一定程度上说明高频率董事会活动可能是企业绩效较差的反映，当旅游上市公司处于危机期间，董事会会议成为解决公司问题的“灭火器”，验证了宋增基等<sup>[2]</sup>的观点。

#### 4.3 实证结果分析

由于本研究建立在我国旅游上市公司多年度

①限于篇幅，此处因子得分矩阵省略。

表 4 2004—2012 年我国旅游上市公司经营绩效指数  
Tab. 4 Performance index of China's listed tourism companies in 2004-2012

公司类别 Company categories	公司简称 Company referred	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
景点类 Attractions	华侨城 A	0.205962	0.944475	-0.008470	0.596159	-0.076260	0.145149	0.143696	0.030532	0.063825
	北京旅游	-0.392980	-0.149900	-0.201540	0.063299	-0.626090	-0.049050	0.074781	0.232764	-0.149290
	峨眉山 A	0.265285	-0.088770	-0.073510	0.023529	-0.427210	0.078940	0.209958	0.432155	0.551884
	桂林旅游	0.025062	-0.120190	0.021213	0.289084	-0.061710	0.104059	0.553558	-0.112380	-0.100780
	黄山旅游	0.273858	0.600911	0.639069	0.921589	0.369339	0.283743	0.441916	0.122169	-0.091970
	大连圣亚	0.857065	-0.301530	-1.165070	-0.248780	-0.405820	-0.226270	-0.223550	-0.321920	-0.129720
综合类 Comprehe nsive companies	西安旅游	0.453329	0.033735	0.265841	-0.112490	-0.267590	0.027989	-0.104040	-0.405410	-0.205320
	西安饮食	-0.298070	-0.315730	-0.395250	-0.351720	-0.419020	-0.098480	-0.175030	-0.009430	-0.302950
	中青旅	-0.020330	-0.203700	-0.186740	0.159196	-0.201880	0.153738	0.070584	-0.137090	-0.216610
	首旅股份	-0.061240	-0.230770	-0.080810	0.425424	0.134630	0.189839	0.287128	0.087169	1.029066
	国旅联合	0.074179	0.173012	0.177701	0.432947	-0.054160	0.129287	-0.079950	-0.441330	-0.603450
	西藏旅游	0.417840	0.002013	-0.138560	0.770957	-0.577010	0.445461	0.862867	0.347563	0.154744

数据分析的基础上,故采用 Panel Data 模型从截面和时间序列两个维度对样本指标进行估计。研究样本中个体成员存在的个体影响可以用截距项的差别来反映,且无结构变化,同时系数向量相同,故采用变截距模型。随后对模型形式设定进行了  $F$  检验和 Hausman 检验,发现 Statistic 和 Chi-Sq. Statistic 的值均在 0.01 的水平下显著,故利用变截距固定效应模型,采用广义最小二乘法 (GLS),运用 Eviews 6.0 软件对样本数据进行回归,综合考察各董事会治理变量对经营绩效的影响,实证结果见表 5。

(1) 董事会规模及其平方项均在 0.05 水平上通过显著性检验,说明我国旅游上市公司董事会规模与经营绩效之间存在倒 U 形曲线关系,支持原假设 H1。计算得极值点约为 11,即董事会规模为 11 人时最有利于企业的成长与发展,当董事会规模小于 11 人时,增加董事会成员人数,会使成员之间的专业知识、管理知识等较好的进行互补,提高公司决策的准确性,从而促进公司业绩的提高;当规模超过 11 人以后,继续扩大董事会规模,董事会往往会采用被大多数人认可的建议和决策,这种过于中庸的方案对公司经营绩效的积极作用有限;其次,成员之间协调沟通困难,决策速度相对较慢;再次,容易出现成员“搭便车”的现象,阻碍企业经营绩效的提高。检验结果与利普顿和洛尔施<sup>[9]</sup>关于董事会规模最大不超过 10 人的建议相矛盾,这可能是由于旅游行业本身的季节性、复杂性及外部环境的多变性造成的。样本公司中,锦江国际 2004—2011 年的董事会规模均在 11 人以上,而其业绩不仅是酒店类中

表 5 回归结果分析  
Tab. 5 Regression results

变量 Variables	系数 Coefficient	t 值 t-Statistic	显著性水 平 Sig.
常量 C	-22.227350	-3.37634	0.0014***
董事会规模 Board	38.43630	2.947402	0.0049***
董事会规模的平方 项 Board <sup>2</sup>	-18.323290	-2.949414	0.0048***
董事会会议频率 Meeting	0.005474	0.492372	0.6246
前三名董事薪酬 Income	-0.298810	-2.797825	0.0073***
独立董事比例 Outside	-1.088113	-1.787508	0.0799*
执行董事比例 Inside	0.521048	2.071636	0.0435**
两职合一 Lead	-0.354023	2.724299	0.0089***
成长性 G	2.932763	3.194304	0.0063***
公司规模 Size	0.263699	2.853727	0.0013***
财务杠杆 DA	-0.863373	-3.400642	0.0024***
$R^2: 0.617219$	调整 $R^2: 0.517696$	$F$ 值: 6.201771***	
$R$ -squared	Adjusted $R$ -squared	$F$ -Statistic	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示检验在 0.01、0.05 和 0.1 的置信水平上显著。

最好的,经营绩效指数也排名靠前,在一定程度上证实了旅游上市公司可能需要更大的董事会规模。

(2) 董事会会议频率与经营绩效未通过  $t$  检验,但董事会会议频率的回归系数为正,说明董事会会议频率与经营绩效正相关,支持原假设 H2,检验结果虽然不显著,但在一定程度上肯定了董事会活动

对经营绩效提高的积极作用。但在公司治理中,董事会并没有通过董事会会议发挥有效的作用。导致董事会运作效率低下的主要原因很可能在董事会成员自身因素方面,大部分董事来自大股东或国资管理部门,他们往往缺乏经营管理的实践经验,加之对公司缺乏关注,未能全面了解公司的实际情况,无法提出建设性意见和建议;同时董事会会议会期往往较短,董事会成员无暇充分思考。

(3)前三名董事薪酬与经营绩效显著负相关,拒绝原假设H3。这一结果说明董事薪酬的提高在激励董事会成员为公司经营出谋划策的同时,对公司业绩的提高有阻碍作用。究其原因可能是董事薪酬的提高增加了公司的额外成本,使其对经营绩效的积极影响变得模糊。

(4)独立董事比例与经营绩效显著负相关,拒绝原假设H4,即独立董事比例对企业经营绩效有消极作用,该结果与阿格拉瓦尔和诺博(Agrawal & Knoeber)<sup>[19]</sup>、于东智和王化成<sup>[20]</sup>等的结论一致。表明我国旅游上市公司的独立董事可能未充分发挥其决策和监督职能。究其原因,一方面可能是我国独立董事制度还存在一定的缺陷,独立董事的激励机制仍然停留在外部声誉机制和法律制度等约束层面上;另一方面,独立董事作为兼职,除参加公司会议外,彼此之间没持续交往的基础,加之其获取的信息在很大程度上受到管理层的控制,使得独立董事在公司决策过程中处于被动的状态,未能充分发挥其作用。另外,独立董事作用的滞后性也可能是促成该实证结果的因素。

(5)执行董事比例与经营绩效在0.05水平上显著正相关,支持原假设H5。表明执行董事在我国旅游上市公司的经营与管理过程中起到了一定的积极作用。这种结果的产生可能是由执行董事的自身因素引起的,执行董事在董事会中主要负责公司战略性决策,且相对于其他董事会成员来说,他们对公司状况的了解更系统、全面,因而更有可能提出与公司密切相关、切实可行的建议,提高公司决策的科学性和准确性,促进公司经营绩效的提高。

(6)董事长与总经理两职合一与经营绩效之间存在显著负相关关系,证实了假设H6的正确性,与王晨光、孔丽花<sup>[1]</sup>的研究结论一致。即董事长与总理由同一人兼任,会阻碍旅游上市公司的发展。因为董事长与总经理两职合一,会导致权力过于集中,其他董事会成员很难发表独立的观点或对总经理提出批评,不利于公司做出科学准确的经营决

策,从而降低董事会监督与管理的职能;同时总经理的自立性和能力的有限性有可能损害股东及相关主体的利益<sup>[2]</sup>。因此,两职分离是我国旅游上市公司的明智之举。

## 5 结论与讨论

结合以上结论和我国旅游上市公司所处行业特征,本研究对董事会治理机制进行如下分析和讨论。

(1)控制董事会规模。在董事会规模方面,本研究样本数据中有51.1%的旅游上市公司选择了9人的董事会规模,而且实证分析的结果也显示倒U形曲线的极值点在11人附近。这说明,目前我国大多数旅游上市公司都选择了较有利于公司经营绩效提高的董事会规模,也在一定程度上证实了《公司法》中关于董事会规模弹性区间的规定是比较稳妥的。依据“资源依赖理论”,这种规模的董事会不仅具有相对充足的资本(包括经验、专长、声望等人力资本和与其他社会组织的良好关系的社会资本),保证当旅游上市公司处于高度复杂且剧烈变化的市场环境中时,及时、准确地做出科学的决策,而且奇数型设置,在一定程度上可以避免表决时出现僵持不下的局面。

(2)提高董事会会议效果。我国旅游上市公司董事会行为具有一定的被动性,这使得公司在面对剧烈变化的市场环境时处于被动地位,加之目前我国旅游上市公司的董事会会议频率的提高并未给公司业绩带来新的起色,因此,强化对董事成员责任的考核和改革董事会议事规则,提高董事会成员的议事效果和决策效果已迫在眉睫。

(3)强化董事激励。旅游上市公司应重视董事薪酬水平对经营绩效的促进作用的促进作用,以及董事激励的重要治理效应,建议在薪酬激励的同时,辅之以其他物质和声誉激励,充分调动员工的积极性,真正提高董事会决策能力和监控效率,逐步实现代理人的劳动产生委托人所期望的效用的最大化。

(4)提高董事会的独立性。在我国旅游上市公司独立董事制度的实践过程中,独立董事未能充分发挥其决策和监督职能,反而成为经营绩效的消极影响因素。其原因可能是由于市场经济发展时间较短,独立董事制度实行的时间过于短暂,发展机制不成熟。但依据“内部人控制理论”,独立董事比

例过低或独立董事开展工作的独立能力较差会导致“内部人控制”现象的产生,因此,独立董事比例在我国旅游上市公司董事会治理结构的作用不能忽视,应进一步明确独立董事的权利与责任,充分调动独立董事的积极性,并辅之以市场公开招聘等方式选聘独立董事,提高独立董事在董事会治理中的有效性。

另一方面,董事长和总经理两职分离能有效控制“内部人控制”现象的产生,有利于董事会有效发挥其监督和控制职能。但由于二者在市场观念、管理方式和性格上存在差异,因此,目前我国旅游上市公司大都选择由董事(不包括董事长)兼任总经理,在一定程度上控制了经理人员的败德行为。

本研究仍存在不足之处,但也为未来的研究提供了一些方向。首先,旅游上市公司财务数据披露不完整,使得研究样本数据存在缺省值;其次,未考虑旅游产业发展周期对公司业绩的影响;再次,本文研究董事会治理对经营绩效的影响只集中在 6 个基本因素,即董事会规模、董事会会议频率、前三名董事薪酬、独立董事比例、执行董事比例以及两职合一,但董事持股等因素也会影响董事会治理质量。因此,深入研究董事会治理机制对我国旅游上市公司而言具有非常重要的意义。

#### 参考文献(References)

- [1] Ding Zhongming, Wang Zhenfu. The board governance research [J]. *Shanghai Economic Review*, 2008, (1): 100-106. [丁忠明,王振福. 公司董事会治理研究: 综述与启示[J]. 上海经济研究, 2008, (1): 100-106.]
- [2] Song Zengji, Chen Quan, Zhang Zongyi. Empirical analysis on the relationship between board governance and performance of China's listed banks[J]. *Finance Forum*, 2007, 12(5): 35-40. [宋增基, 陈全, 张宗益. 上市银行董事会治理与银行绩效[J]. 金融论坛, 2007, 12(5): 35-40.]
- [3] Wang Chenguang, Kong Lihua. Empirical analysis on the relationship between corporate governance and performance of tourism enterprises[J]. *Shandong Social Sciences*, 2009, (9): 73-76. [王晨光, 孔丽花. 关于旅游企业公司治理与绩效的实证研究[J]. 山东社会科学, 2009, (9): 73-76.]
- [4] Yang Jingbo. An empirical study on key factors affecting performance of China's listed tourism companies: Based on the unbalanced panel data[J]. *Tourism Science*, 2011, 25(2): 73-84. [杨京波. 中国旅游类上市公司经营绩效影响因素研究——基于公司治理视角和非平衡面板数据的分析[J]. 旅游科学, 2011, 25(2): 73-84.]
- [5] Yang Chunli, Zhu Shushan, Zhang Tongjian. Empirical analysis on performance of China's listed tourism companies[J]. *Communication of Finance and Accounting*, 2011, (7): 88-89. [杨春丽, 朱姝珊, 张同健. 旅游上市企业公司治理绩效实证研究[J]. 财会通讯, 2011, (7): 88-89.]
- [6] Zhang Yanli, Gao Wenxiang, Zhang Tongjian. An empirical study on the performance of board governance: Based on the data of tourism industry[J]. *Communication of Finance and Accounting*, 2012, (1): 97-99. [张艳莉, 高文香, 张同健. 上市公司董事会治理绩效实证研究[J]. 财会通讯, 2012, (1): 97-99.]
- [7] Liu Jieli. Study on the background of independent directors of China's tourism companies[J]. *Coastal Enterprises and Science & Technology*, 2009, (7): 68-71. [刘洁利. 我国旅游上市公司独立董事背景研究[J]. 沿海企业与科技, 2009, (7): 68-71.]
- [8] Ren Haiyun. An empirical study of the relationship between ownership structure and performance of China's listed companies[J]. *Commercial Research*, 2006, (17): 29-35. [任海云. 我国上市公司股权结构与综合绩效关系的实证研究[J]. 商业研究, 2006, (17): 29-35.]
- [9] Lipton M, Lorsch J W. A modest proposal for improved corporate governance[J]. *The Business Lawyer*, 1992, 48(1): 59-77.
- [10] Yu Dongzhi, Chi Guohua. Number of directors, board stability and performance: Theory and experience[J]. *Economic Research Journal*, 2004, 4(1): 70-79. [于东智, 池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析[J]. 经济研究, 2004, 4(1): 70-79.]
- [11] Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. *Journal of Finance*, 1993, 48(3): 831-880.
- [12] Zeng Jianghong, Ding Ning. An empirical study on the effects of board governance on the growth of small and medium-sized listed companies[J]. *Seeker*, 2008, (5): 29-31. [曾江洪, 丁宁. 董事会治理对中小上市公司成长性影响的实证研究[J]. 求索, 2008, (5): 29-31.]
- [13] Vafeas N. Board meeting frequency and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53(1): 113-142.
- [14] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225-264.
- [15] Beasley M S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud[J]. *Accounting Review*, 1996, 17(4): 443-465.
- [16] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301-325.
- [17] Rechner P L, Dalton D R. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis[J]. *Strategic Management Journal*, 1991, 12(2): 155-160.
- [18] Zhang Hong, Zhang Chunhui. The impacts of ownership structure on operating performance in listed tourism corporations: Moderating effect of growth[J]. *Tourism Science*, 2012, 26(3): 26-41. [张红, 张春晖. 旅游上市公司股权结构对经营绩效的影响——以成长性为调节变量[J]. 旅游科学, 2012, 26(3): 26-41.]



- [19] Agrawal A, Knoeber C R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3): 377-397.
- [20] Yu Dongzhi, Wang Huacheng. Independent directors and corporate governance theory and experience[J]. *Accounting Research*, 2003, (8): 8-13. [于东智, 王化成. 独立董事与公司治理: 理论, 经验与实践[J]. *会计研究*, 2003, (8): 8-13.]

## The Impact of Board Governance on Performance of Listed Tourism Companies: Based on the Unbalanced Panel Data

WANG Di, ZHANG Hong, ZHANG Chunhui, LI Honghui

(*Tourism & Environment College of Shaanxi Normal University, Xi'an 710119, China*)

**Abstract:** As the core of corporate governance, the board is an important factor affecting operating performance and has an important significance on the sustainable growth of listed tourism companies. As the bridge of shareholders and operators, the efficiency of board governance directly relates to operating performance of listed companies. On the other hand, formulating a scientific and perfect regulatory system is an important way to prevent one share being overwhelming big and other problems in corporate governance. Therefore, building a scientific and reasonable board of directors becomes a necessary demand of modern corporate governance. In the contemporary age, China's tourism industry has become a new growth point of the national economy. China's listed companies, the leader of tourism companies, are necessary to build a reasonable governance structure of board of directors. Under this circumstance, by selecting China's tourism listed companies as the object, this paper explored the influence of characteristics of board governance on operating performance. The sample included China's 16 listed tourism companies from 2004 to 2012. The author obtained the performance index of China's listed tourism companies through principal components analysis of related data. Then, based on the unbalanced panel data, this paper established an econometric model and used the Panel Least Squares method to make an empirical investigation of the relationship between board governance and the performance of China's listed tourism companies. The results showed that the relationship between the board size and operating performance shows the inverse U-shape curve. The proportion of executive directors has a positive effect on operating performance, while the whole remuneration of the top three directors, the proportion of independent directors and the duality of CEO and chairman have a negative effect on it. And there is no significant relationship between the frequency of board meetings and operating performance. Additionally, some useful advices for the listed tourism companies on board governance and limitation of this research are provided in the end.

**Keywords:** China's listed tourism companies; board governance; performance; unbalanced panel data

[责任编辑:刘鲁;责任校对:王玉洁]