

# 成长性对董事会治理与企业绩效关系的调节效应研究

——以我国旅游上市公司为例

王迪 张红 李红辉

(陕西师范大学旅游与环境学院 陕西西安 710062)

**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,企业的成长性是其业绩提高的动力来源。本文以2007~2012年为研究区间,选取我国18家旅游上市公司为研究样本,利用层次回归法,对公司成长性对董事会治理与企业绩效关系的调节效应进行实证分析。研究发现,我国旅游上市公司的成长性对董事会结构特征与企业绩效无调节作用;而成长性对董事会行为特征与企业绩效的关系起到正向调节作用;成长性越好,董事会激励特征对企业绩效的负向影响越弱。

**关键词:** 成长性; 董事会治理; 企业绩效; 调节效应; 旅游上市公司

[中图分类号] F59

[文献标识码] A

[文章编号] 1003-6539(2014)09-0028-10

## Moderating Effects of Growth on the Relation between Board Governance and Operating Performance

### ——An Empirical Analysis Based on China's Listed Tourism Companies

Wang Di / Zhang Hong / Li Honghui

(School of Tourism and Environment, Shaanxi Normal University, Xi'an 710062, China)

**Abstract:** As the core of corporate governance, the board is an important factor affecting operating performance. The growth is the power source improving operating performance. By sampling 18 China's listed tourism companies from 2007 to 2012, this paper made an empirical investigation of the moderating effects of growth on the relation between board governance and operating performance through hierarchical regression. The results showed that the growth of China's listed tourism companies has no adjusting effect on the relation between board structure characteristics and operating performance. The growth has a positive impact on the relationship between directors behavior characteristics and operating performance.

**Key words:** growth; board governance; performance; adjusting effect; China's listed tourism companies

## 一、引言

20世纪80年代, Tricker R. I. 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。董事会作为公司治理的核心,不仅在公司股东和管理层之间发挥着杠杆支点的作用,还通过参与公司战略发展、执行准

[基金项目] 教育部人文社科规划基金项目(10YJA790243)

[收稿日期] 2014-02-20

[作者简介] 王迪(1989~),女,吉林长春人,陕西师范大学旅游与环境学院旅游管理专业2012级硕士研究生,主要研究方向:旅游企业经营与管理。

张红(1964~),男,吉林长春人,陕西师范大学旅游与环境学院旅游管理专业副教授,主要研究方向:旅游企业经营与管理。

李红辉(1989~),女,湖南邵阳人,陕西师范大学旅游与环境学院旅游管理专业2012级硕士研究生,主要研究方向:旅游企业经营与管理。

则和控制方案的决策等对公司战略发展和成长发挥着重要作用。因此,董事会在成员构成、激励机制、运作和效率等方面的设计和安排会在不同程度上影响企业的发展。

国内外学术界关于董事会治理与经营绩效关系的研究样本大都涵盖所有行业,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,学术界开始呈现出从全局视角向特定行业视角转化的趋势,但具体到旅游行业的研究成果则相对匮乏,而基于不同成长情况来探讨董事会治理与企业绩效的研究更是少之又少。因此,本研究在理论分析的基础上,首先运用主成分分析法,计算公司企业绩效指数和成长性指数;然后通过分层回归分析,对成长性在董事会治理影响企业绩效过程中的调节作用进行探究。

## 二、文献综述

### 1. 外文研究文献综述

关于董事会治理与企业绩效的关系引起了学者们长达数十年的争论。最先对此进行研究的是Fama和Jensen(1983),他们指出独立董事制度是解决股东和代理人之间代理问题的重要机制<sup>[2]</sup>。随后研究进入低谷期,直到20世纪90年代,相关研究才开始大量涌现。Jensen和Murphy(1990)发现薪酬和持股比例的提高都能调动董事会成员的积极性,促进企业绩效的提高<sup>[3]</sup>。1992年,Lipton和Lorsch开始对董事会规模与企业绩效的关系进行研究<sup>[4]</sup>。随着委托代理理论、内部人控制理论和现代管家理论的发展,学者们的研究活动由理论研究转向实证研究。Yermack(1996)利用美国452家大型工业企业1984~1991年的财务数据,验证了董事会规模与企业绩效的凹形曲线关系<sup>[5]</sup>,开创了实证分析的先河;Brick、Palmon和Wald(2006)通过实证发现董事及CEO的超额报酬与相互勾结有关,进而影响公司业绩<sup>[6]</sup>。近年来,伴随着上市公司的迅速发展,上市公司成长性的评价及其影响因素日益成为研究热点。Raymond Fisman和Jakob Sbenso(2007)发现税收和贿赂会对公司的成长性产生负向的影响<sup>[7]</sup>;Ari Hyytinen和Mika Pajarinen

(2008)认为企业的信息披露以及融资市场会对企业的成长性带来一定的影响<sup>[8]</sup>;Zhao Bei, W. P Wijewardana(2012)选取公司总资产、利润额、销售额计算公司的成长性,考察财务杠杆对公司成长性的影响<sup>[9]</sup>。

### 2. 国内文献综述

国内在此领域的研究相对较晚,但学者们也进行了较为深入的研究,以实证分析居多,且关于旅游行业的研究开始出现。

#### (1) 董事会治理与企业绩效关系的研究

早期数据披露不完整和统计口径的不统一,造成了实证研究结论相互矛盾的结果,但总的来说,国内学者对董事会治理与企业绩效关系的研究越来越完善。于东智和池国华(2004)认为董事会规模与企业绩效之间存在着显著的倒U型曲线关系<sup>[10]</sup>;蒲自立和刘芍佳(2004)发现两职分离有助于增强董事会的独立性和监督的有效性,能促进企业绩效的提高<sup>[11]</sup>;王跃堂、赵子夜和魏晓燕(2006)发现独立董事比例与企业绩效正相关<sup>[12]</sup>;曾江洪和丁宁(2008)对中小企业的董事会平稳性与成长性的关系进行了实证研究<sup>[13]</sup>;杨青和高铭(2009)发现我国上市公司中CEO薪酬与企业绩效正相关<sup>[14]</sup>。

近年来,我国旅游行业正在经历由资源导向阶段向市场导向阶段转化,企业在融资方面越来越多地尝试市场化运作,部分还以法人身份进入资本市场,因此,旅游上市公司的发展问题日益引起了学者们的注意。王晨光和孔丽花(2009)较全面地考察了旅游上市公司各种公司治理机制与企业绩效的相关关系<sup>[15]</sup>。刘洁利(2009)对我国旅游上市公司独立董事背景进行了研究<sup>[16]</sup>。杨京波(2011)利用中国旅游类上市公司2004~2009年的非平衡面板数据进行了实证检验,发现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经营绩效没有显著性影响<sup>[17]</sup>。

#### (2) 基于不同成长情况的研究

先前的研究都只关注了董事会特征单方面对企业绩效的作用,而忽视了具有不同成长性的企业,其董事会治理对企业绩效的影响程度和方式可能会存在显著不同。于是,基于不同成长情况的研究逐渐增多。如汪旭辉和徐健(2009)分

析了上市公司资本结构和股权结构对公司绩效的影响,以及成长机会在其中的调节作用<sup>[18]</sup>;韩月辉、张完定和贾金宇(2012)对企业不同发展阶段治理机制和绩效的关系进行了实证研究<sup>[19]</sup>;张红和张春辉(2012)以我国旅游上市公司为研究样本,系统探究了旅游上市公司股权结构与经营绩效间的线性关系、二次曲线关系以及成长性的调节效应<sup>[20]</sup>。

### (3) 研究述评

综合以上国内外文献发现,董事会治理与企业绩效的关系具有明显的行业效应,研究文献虽多,但尚未形成一致的结论。首先,国内外公司所处的发展环境有很大的不同;其次,公司所处的行业、性质和规模不同,不同学者在实证研究时选取的样本、变量和研究方法的不同,都会影响实证分析的结果。有些学者选取截面数据进行研究,这种针对横截面数据的静态分析无法确切地反映公司发展情况的变动趋势;在企业绩效衡量指标的选取上,国外大部分学者会选择托宾Q值,能够更全面地反映企业绩效,而国内大多采用复合指标;还有学者在模型中增加了成长性、财务杠杆、公司规模等控制变量,从而增加了验证结果的科学性。

具体到旅游上市公司董事会治理与企业绩效问题,目前大多学者都是通过回归分析法对二者关系进行研究;在公司成长情况方面,已经有学者利用突变基数法、熵权法等方法评价旅游上市公司的成长性,但并没有学者进一步分析成长性、董事会治理及企业绩效3者的关系。因此,本文以主成分分析法计算企业绩效指数和成长性指数,并试图运用层次回归法探讨成长性对董事会治理与企业绩效关系的调节效应。

## 三、理论分析与研究假设

结合国内外文献和数据获得的便捷性,本研究主要从董事会的结构特征、激励特征和行为特征等3个方面进行理论分析,并提出假设。

### 1. 董事会结构特征

依据“资源依赖理论”,小规模董事会增加其成员人数,会使成员之间的专业知识、管

理知识等进行较好的互补,提高公司决策的科学性和准确性,从而促进公司业绩的提高;但持续扩大董事会规模,往往会由于成员过多,而提出并采用过于中庸的方案,且决策速度相对较慢;同时还会增加公司的一些额外成本,使董事会规模对公司经营绩效的影响变得模糊。Lipton和Lorsch建议董事会规模控制在8~9人为宜,最多不超过10人<sup>[4]</sup>。后来部分学者通过实证研究验证了董事会规模与企业绩效呈现倒U型曲线关系,且董事会规模存在最优值的正确性。但在具有不同成长状况的公司中,董事会规模对企业绩效的影响程度可能存在差异。成长性良好的公司,会促使董事会吸纳人才或裁减冗余人员,从而有利于董事会成员发挥其监督和管理职能,促进企业绩效的提高。故提出假设:

$H_1$ : 成长性对董事会规模与企业绩效倒U型曲线关系有正向调节作用;

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。且独立董事比例越高,虚假财务报告的发生率越低。可见,独立董事的客观性能提高董事会的决策和监督职能,限制经理机会主义行为,增加董事会中独立董事的比重,有效降低管理层决策失误的可能性,对企业绩效的提高有积极作用。成长性好的旅游上市公司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,他们不仅能有效地行使监督职能,限制经理的机会主义行为,还能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。故提出假设:

$H_2$ : 成长性对独立董事比例与企业绩效的正相关关系有正向调节作用;

董事长与总理由同一人兼任,会导致权力过于集中,不利于公司做出科学准确的经营决策;同时总经理的自立性和能力的有限性有可能会损害股东及相关主体的利益<sup>[13]</sup>。而董事长与总经理两职分离能提高董事会的独立性,降低“内部人控制”现象的产生,促进企业绩效的提高,因此,两职分离的董事会领导结构是上市公司的明智之举。但自从《上海证券交易所上市公司治

理指引(征求意见稿)》(以下简称《指引》)颁布后,我国旅游上市公司几乎都一直采用两职分离的董事会结构,可见成长性可能不会影响董事长与总经理的两职设置状态。故提出假设:

$H_3$ : 成长性对两职合一与企业绩效的负相关关系无调节作用。

### 2. 董事会激励特征

董事激励主要有两种方式,即董事薪酬和董事持股。但目前国内外大部分研究主要集中在独立董事激励和前3名董事薪酬方面。CEO报酬理论认为,董事薪酬是决定和指导董事行为最重要的激励机制之一。董事激励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。可见,董事激励的增加能激励董事会成员为公司的经营出谋划策,但董事激励在一定程度上增加了公司的额外成本,使董事激励对企业绩效的积极影响变得模糊。而对于成长性好的公司来说,较高的公司效益削弱了董事激励对企业绩效的消极影响。故提出假设:

$H_4$ : 成长性对董事激励与企业绩效的负相关关系有负向调节作用。

### 3. 董事会行为特征

年报数据显示,不同公司之间、同一公司不同年度之间,年度董事会会议频率存在较大的差异。会议频率越高,董事会成员越愿意履行其职责,保护股东利益。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>[21]</sup>。董事会会议频率在一定程度上反映了董事会成员的努力程度,与企业绩效正相关。成长性良好的公司,其董事会工作效率高,会议质量好,有利于董事会会议职能的发挥和精神的传达,从而促进企业绩效的提高。故提出假设:

$H_5$ : 成长性对董事会会议频率与企业绩效的正相关关系有正向调节作用。

## 四、研究设计

### 1. 样本选取与数据来源

截至2012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,本研究以2007~2012年为研究期间,剔除2007年(包括2007年)以后上市年限较短的9家公司,以及主营业务发生变化的1家公司和被ST的3家公司,最终选取18家旅游上市公司作为研究样本,依据经营领域的不同,将其分为景点类(8家)、酒店类(4家)和综合类(6家)。数据主要来源于锐思金融数据库(www.resset.cn)和各旅游上市公司年报等披露的相关资料和数据。

### 2. 变量选择与定义

#### (1) 被解释变量

为了全面系统地反映公司经营发展的实际情况,结合先前学者的研究经验,本研究利用销售净利率、资产净利率、EBIT/资产总额、主营业务收入现金含量和托宾Q值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经营增长力,利用速动比率、流动比率和现金比率来反映企业的偿债能力,利用存货周转率和固定资产周转率来反映企业的营运能力,共15个财务指标衡量经营绩效。由于其中既有效益指标,又有适度指标,故先对数据进行无量纲化处理,然后采用主成分分析法进行因子分析,检验结果显示,KMO值为0.552,且Bartlett球度检验结果的近似卡方值为748.252,并通过显著性检验,说明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进行因子旋转,最后以各因子方差贡献率为权重构建企业绩效指数P,作为被解释变量(见公式1)。

$$P = (21.812 \times \text{fact}_1 + 13.909 \times \text{fact}_2 + 11.464 \times \text{fact}_3 + 8.710 \times \text{fact}_4 + 8.326 \times \text{fact}_5 + 7.454 \times \text{fact}_6 + 7.191 \times \text{fact}_7) / 78.866 \quad (\text{公式1})$$

#### (2) 解释变量

根据前文理论分析,选取董事会结构特征(董事会规模、独立董事比例和董事长与总经理两职合一)、激励特征(前3名董事薪酬和独立董事津贴)和行为特征(董事会会议频率)共6个指标来反映董事会治理情况,作为解释变量。

### (3) 调节变量

在国内学者的研究中,企业绩效和成长性的指标选取具有一定的相似性,为避免数据重合影响实证结果,最终利用企业的发展能力(主营业务收入增长率和净利润增长率)、现金能力(经营活动产生的现金流量净额增长率和销售现金比率)、盈利能力(资产报酬率和净资产收益率)以及资产运营能力(总资产周转率和应收账款周转率)等4个维度来综合反映企业的成长性。在对数据进行无量纲化处理的基础上,进行主成分分析,检验结果显示, $KMO$ 值为0.630,且Bartlett检验 $P$ 值接近0,说明数据适合进行主成分分析。在因子提取过程中,为确保所提取因子能

够体现成长性综合指标的绝大多数信息,按照累计方差贡献率达到85%,提取5个主因子,按照方差最大化正交旋转进行因子旋转,并以各因子方差贡献率为权重构建成长性指数 $G$ ,作为调节变量(见公式2)。

$$G = (34.928 \times \text{fact}_1 + 16.381 \times \text{fact}_2 + 13.277 \times \text{fact}_3 + 12.513 \times \text{fact}_4 + 8.871 \times \text{fact}_5) / 85.970 \quad (\text{公式2})$$

### (4) 控制变量

选取公司规模和财务杠杆作为控制变量,控制董事会对经营绩效的影响。所有研究中涉及的变量定义见表1。

表1 研究变量定义表

变量名	代码	变量定义
企业绩效指数	$P$	以主成分分析计算的企业绩效指数
董事会规模	$X_1$	董事会总人数的自然对数
独立董事比例	$X_2$	独立董事人数/董事会总人数
董事长与总经理两职合一	$X_3$	虚拟变量,两职完全合一, $X_3=1$ ,否则, $X_3=0$
前3名董事薪酬	$X_4$	报酬最高的3名董事报酬总和的自然对数
独立董事津贴	$X_5$	每个独立董事报酬的自然对数
董事会会议频率	$X_6$	年度内董事会召开会议的次数
成长性	$G$	以主成分分析计算的成长性指数
公司规模	$S$	总资产的自然对数
财务杠杆	$D$	资产负债率

### 3. 模型设定

由于本研究建立在我国旅游上市公司多年度数据分析的基础上,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。因此,

本研究采用固定效应变截距模型,利用Eviews6.0软件进行检验。

首先,在控制成长性、公司规模和财务杠杆的基础上,建立董事会治理变量与企业绩效关系的线性回归模型:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 G_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 D_{it} + \zeta \quad (\text{公式3})$$

其中,董事会治理变量 $X_i$ 为自变量,将其依此代入(3),共建立6个模型; $i=1, 2, \dots$ ,

$n$  ( $n$ 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;  $\beta$  为回归系数;  $\zeta$  为随机误差项 (下同)。

其次, 在对自变量和成长性变量进行中心化 (即用变量中测量的每个数据点减去均值) 的基础上, 引入交互项  $G \times X_i$ , 也建立6个模型, 检验旅游上市公司成长性对董事会治理与企业绩效关系的调节效应影响:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 G \times X_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 S_{it} + \beta_5 D_{it} + \zeta \quad (\text{公式4})$$

#### 4. 研究方法说明

调节效应的检验参照任海云<sup>[22]</sup>的研究, 主要采用层次回归法来识别调节效应, 即先考察交互项是否显著, 若显著, 且成长性与企业绩效不相关, 则成长性为纯调节变量, 否则是半调节变量; 若不显著, 且成长性与企业绩效或董事会治理变量相关, 则不是调节变量, 否则通过各组  $R^2$  是否显著不同, 来判断是否为同质调节变量。

## 五、实证分析

### 1. 描述性统计

首先对纳入模型的自变量进行描述性统计, 结果见表2。统计结果显示, 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5~19人的标准。独立董事比例的均值为35.9144%, 说明大部分公司的独立董事人数都占董事会总人数的1/3左右, 最少的也达到了25%, 符合《指引》中的相关规定。董事长与总经理两职合一变量的均值为0.055556, 且两职完全合一的公司只有新都酒店一家, 可见目前我国大部分旅游上市公司更加倾向于两职分离。前3名董事薪酬最高达849万元, 最低仅9万元, 独立董事津贴最高达12万, 最低仅1.6万, 说明公司董事激励的差别较大。年度董事会会议频率平均水平在9次左右, 但极差较大, 可见样本公司年度内召开的董事会会议次数差别较大。

表2 变量描述性统计

	<i>Maximum</i>	<i>Minimum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Observations</i>
$X_1$	15	8	10	1.879551	108
$X_2$	0.555556	0.266667	0.359144	0.056740	108
$X_3$	1	0	0.055556	0.230129	108
$X_4$	8 490 000	90 000	995 474	1 274 817	108
$X_5$	120 000	16 000	53 267	21 042	108
$X_6$	18	4	9.314815	2.670882	108

注: 进行描述性统计时未进行取自然对数和中心化处理。

### 2. 企业绩效与成长性

利用SPSS20.0软件对企业绩效指数和成长性指数进行计算的结果见表3。由表3分析得知: 我国旅游上市公司的发展状况具有明显异质性, 景点类的盈利、发展、资产运营和偿债能力发展均衡, 企业绩效和成长性最佳, 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, 故成长性指数排名靠前, 成长状

态较好, 如2004年上市的丽江旅游, 而老牌上市公司在面临改革重组时则显得力不从心, 成长速度缓慢, 但我国旅游业的领头军如黄山旅游, 仍保持强劲的成长势头; 从总体上看, 成长性好的公司, 其企业绩效指数也较高, 如丽江旅游、首旅股份, 而成长性差的公司, 其公司业绩相对较差, 如新都酒店、国旅联合, 说明成长性好坏会影响企业绩效的提高; 从董事激励特征来看, 成长态势越好的公司, 其董事激励越高, 企业绩效越好。

表3 我国旅游上市公司成长性指数和企业绩效指数

编号	公司简称	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
1	新都酒店	-0.241157	-0.219773	-1.032904	0.309781	-0.193058	-0.886440
		-0.284032	-0.483404	-0.418655	0.212442	-0.028167	-0.750881
2	华侨城A	0.359931	0.666042	0.679711	0.197240	-0.032144	0.483353
		0.590575	-0.225346	0.102487	0.192636	0.034042	0.044811
3	华天酒店	0.867258	0.219322	0.352857	0.057985	-0.003052	-0.218332
		0.330398	-0.046809	-0.149206	-0.203542	-0.444803	-0.597498
4	东方宾馆	-0.087904	-0.578520	-1.290928	-0.192717	-0.127559	-0.089659
		-0.298853	-0.450804	-0.959507	0.020516	0.055859	0.075983
5	西安旅游	-0.172087	-0.374296	-0.153453	-0.154265	-0.010447	-0.089560
		-0.209853	-0.321885	0.111893	-0.068757	-0.598186	-0.175352
6	西安饮食	-0.167599	-0.144891	0.151041	-0.057991	0.028427	-0.323390
		-0.442372	-0.497293	-0.127195	-0.200366	0.013908	-0.306930
7	北京旅游	-0.572061	-0.885010	-0.202988	-0.267806	-0.544390	-0.277243
		-0.066879	-1.125857	-0.204485	-0.065699	0.331334	-0.279063
8	峨眉山A	0.135108	-0.155136	0.588688	0.491128	0.682201	0.736189
		-0.013498	-0.519822	0.038302	0.212967	0.474070	0.620906
9	桂林旅游	0.226740	-0.359584	-0.051244	0.185034	-0.192690	-0.209984
		0.352642	-0.075492	0.044469	0.413232	-0.202594	-0.197741
10	丽江旅游	1.014900	0.161595	0.354829	-0.565787	0.879728	0.667727
		1.015975	0.413951	0.074162	-0.060181	0.696941	0.637316
11	云南旅游	0.238423	-0.336682	-0.553625	-0.574067	-0.605918	0.017273
		0.328395	-0.071599	-0.225759	-0.326091	-0.112284	0.051779
12	黄山旅游	0.840072	0.732124	0.289494	0.716755	0.454980	0.316085
		1.006401	0.396826	0.275385	0.409204	0.149683	-0.138069
13	中青旅	0.416499	-0.065124	0.498066	0.238812	0.239661	0.206819
		0.247761	-0.155477	0.302997	0.253978	0.052062	-0.057519
14	首旅股份	0.438264	0.512488	0.418045	0.847611	0.148764	1.342543
		0.591682	0.300306	0.295905	0.555966	0.328169	0.750809
15	国旅联合	-0.236770	-0.354797	-0.333675	-0.856998	-0.772297	-1.381973
		0.251431	-0.187428	0.019658	-0.170122	-0.655542	-0.693361
16	大连圣亚	-0.024721	0.061810	-0.050704	0.113147	-0.059202	0.125691
		-0.392172	-0.548215	-0.293465	-0.381196	-0.480345	-0.163105
17	西藏旅游	-0.708259	-1.621707	0.385328	0.513544	-0.181389	-0.242092
		0.820139	-0.698150	-0.072312	0.843011	0.247238	0.090809
18	锦江股份	-0.134495	-0.174210	-0.237500	0.043567	-0.066012	0.045591
		0.975537	-0.230362	0.318386	0.023088	0.009997	0.145154

注：每个公司每年的计算结果中，上面的数值为成长性指数，下面的数值为企业绩效指数。

## 3. 实证结果分析

(1) 成长性对董事会结构特征与企业绩效关系调节效应的回归分析

根据以上模型设计, 分别将董事会结构特征变量引入公式(3)、(4)进行分层回归, Model1~6分别考察了成长性对各董事会结构特征变量与企业绩效关系的调节效应, 实证结果见表4。由表可得, 成长性与董事会结构特征变量的交互项均不显著, 而成长性系数均在0.01水平上通过显著性检验, 说明成长性对董事会结构特征与企业绩效关系无调节作用, 而与企业绩效有显著关系, 拒绝原假设 $H_1$ 、 $H_2$ , 支持假设 $H_3$ 。另外, 董事会规模和董事长与总经理两职合一的系数均为负, 独立董事比例的系数为

正, 说明董事会规模和两职合一与企业绩效负相关, 而独立董事比例与企业绩效正相关。虽然系数均未通过显著性检验, 但在一定程度上说明: 董事会成员过多会使成员之间协调沟通困难, 降低决策速度, 同时容易出现成员“搭便车”的现象; 独立董事比例及两职分离能提高董事会独立性, 充分发挥董事会的监督与管理职能。董事会是公司治理的核心, 这要求董事会成员不仅要有丰富的企业经营管理理论和实践经验, 还要充分了解公司内外部情况, 因此, 其成员构成短期内通常不会发生较大变化, 导致成长性好坏不会显著影响董事会结构的变化。

表4 成长性对董事会结构特征与企业绩效关系的调节作用的回归结果

Variable	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
$C$	0.39384	-0.000434	-0.025891	0.007126	0.002149	-0.000205
$X_1$	-0.396395	-0.396563				
$G \times X_1$		0.145756				
$X_2$			0.072091	0.127096		
$G \times X_2$				-3.060492		
$X_3$					-0.038684	-0.043124
$G \times X_3$						-0.009783
$G$	0.615192***	0.617626***	0.611857***	0.587678***	0.504298***	0.504278***
$S$	-0.279016*	-0.282971*	-0.305068*	-0.236033*	0.069163*	0.069024*
$D$	-0.936961***	-0.938908***	-0.886362***	-0.92095***	-0.814334***	-0.814242***
$R^2$	0.869949	0.870066	0.867275	0.856745	0.654465	0.654438
$Adj-R^2$	0.838192	0.836436	0.834865	0.819668	0.622732	0.618813
$F$	27.39413	25.87165	26.7598	23.10675	20.62421	18.37019

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

(2) 成长性对董事会激励特征与企业绩效关系调节效应的回归分析

遵循同样的方法, 将董事会激励特征变量引入公式(3)、(4), Model7~10检验了这一过程, 回归结果见表5。数据显示, 成长性与前3名董事薪酬和独立董事激励的交互项分别

在0.1和0.05水平上显著, 且成长性与企业绩效显著相关, 说明成长性在半调节变量。而董事会激励特征变量系数和交互项的系数均为负, 可见董事激励虽在一定程度上实现了代理人的劳动产生委托人所期望的效用的最大化, 但董事激励给公司带来的额外成本会在一定程度上



阻碍企业绩效的提高,而对于成长性良好的公司而言,这种负向影响较弱,支持原假设 $H_4$ 。因此,旅游上市公司应重视董事激励水平对企业绩效的积极影响以及董事激励的重要治理效应,根据自身发展状况,适当提高董事薪酬,

并辅之以其他物质和声誉激励,充分调动董事会成员的积极性和工作热情,激励他们为公司的经营出谋划策,真正提高董事会决策能力和监控效率。

表5 成长性对董事会激励特征及行为特征与企业绩效关系的调节作用的回归结果

Variable	Model7	Model8	Model9	Model10	Model11	Model12
C	0.476894	0.009454	0.100793	-0.008159	-0.127391	-0.002623
$X_4$	-0.081936	-0.141313				
$G \times X_4$		-0.230347*				
$X_5$			-0.000002	-0.000003*		
$G \times X_5$				-0.000005**		
$X_6$					0.013676**	0.012194*
$G \times X_6$						0.028103**
G	0.606737***	0.567353***	0.601699***	0.574357***	0.622742***	0.586107***
S	-0.265222*	-0.217386*	-0.277636*	-0.290558*	-0.234448*	-0.108101*
D	-0.920899***	-1.012819***	-0.889497***	-1.087060***	-0.740236***	-0.803958***
$R^2$	0.867602	0.873387	0.865063	0.877374	0.88139	0.887673
Adj- $R^2$	0.835273	0.840617	0.832114	0.845635	0.852427	0.8586
F	26.83612	26.65178	26.25407	27.64384	30.43165	30.53267

(3) 成长性对董事会行为特征与企业绩效关系调节效应的回归分析

同理,将董事会行为特征变量引入公式(3)、(4),表5中Model11~12检验了这一过程。结果显示,董事会会议频率系数显著为正,即董事会会议频率的增加会提高企业绩效,交互项系数为正,且在0.05水平上通过显著性检验,而成长性与企业绩效显著正相关,说明成长性对董事会行为特征与企业绩效的正相关关系有正向调节作用,且为半调节变量,假设 $H_5$ 得到验证。可见,董事会活动对企业绩效提高有积极作用,在一定程度上验证了董事会会议不仅能在公司出现危机时起到“灭火器”的作用,而且当公司处于正常发展过程中时,适度提高董事会会议频率,也能给企业业绩带来新的起色。而对于成长性越好的公司来说,

董事会会议越能充分发挥其积极作用,提高董事会行为效率和会议质量,促进企业绩效的提高。

## 六、结论

本研究采用层次回归法,通过对2007~2012年我国18家旅游上市公司的非平衡面板数据的分析,探讨了成长性对董事会治理与企业绩效关系的调节作用,结果发现:(1)我国旅游上市公司董事会规模变化小,独立董事比例满足法律规定的不低于1/3的标准,绝大部分公司采用二元领导结构,成长性在董事会结构特征影响企业绩效的过程中并未发挥调节作用。(2)“委托代理理论”倡导所有权和经营权分离,在董事会和股东分别担任代理人和委托人的角

色时,成长性越好的公司,董事会激励特征对企业绩效的负向影响越弱,是半调节变量。

(3) 董事会会议频率会给公司业绩带来新的起色,成长性对董事会行为特征和企业绩效的正相关关系有正向调节作用,是半调节变量。因此,我国旅游上市公司应进一步强化对董事会成员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。

#### 参考文献:

- [1] 丁忠明,王振富. 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] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983: 301~325.
- [3] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives [J]. *Journal of Political Economy*, 1990: 225~264.
- [4] Lipton M, Lorsch J W. A modest proposal for improved corporate governance [J]. *The Business Lawyer*, 1992: 59~77.
- [5] Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 40 (2): 185~211.
- [6] Brick I E, Palmon O, Wald J K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12 (3): 403~423.
- [7] Fisman R, Svensson J. Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence [J]. *Journal of Development Economics*, 2007, 83 (1): 63~75.
- [8] Hyytinen A, Pajarinen M. Opacity of young businesses: Evidence from rating disagreements [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32 (7): 1234~1241.
- [9] Zhao B, W. P Wijewardana. Working capital policy practice: Evidence from Sri Lankan companies [J]. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2012, 40: 695~700.
- [10] 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] 蒲自立,刘芍佳. 公司控制中的董事会领导结构和公司绩效[J]. 管理世界, 2004, (9): 117~122.
- [12] 王跃堂,赵子夜,魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效?[J]. 经济研究, 2006, (5): 62~73.
- [13] 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.
- [14] 杨青,高铭. 董事薪酬、CEO薪酬与公司业绩——合谋还是共同激励?[J]. 金融研究, 2009, (6): 111~127.
- [15] 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.
- [16] 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.
- [17] 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.
- [18] 汪旭晖,徐健. 不同成长机会下的上市公司股权结构、资本结构与公司绩效——以A股流通服务业上市公司为例[J]. 商业经济与管理, 2009, (7): 20~28.
- [19] 韩月辉,张完定,贾金字. 企业不同发展阶段治理机制和绩效的关系研究[J]. 统计与信息论坛, 2012, 27 (7): 40~46.
- [20] 张红,张春辉. 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.
- [21] Vafeas N. Board meeting frequency and firm performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53 (1): 113~142.
- [22] 任海云. 公司治理对R&D投入与企业绩效关系调节效应研究[J]. 管理科学, 2011, 24 (5): 37~47.