

# 家族企业董事会治理效应的探索

## ——基于董事会规模的分析

李胜楠<sup>1</sup>，牛建波<sup>2</sup>

(1. 天津大学管理学院, 天津, 300072; 2. 南开大学公司治理研究中心, 天津, 300071)

**摘要:** 考察公司绩效的好坏不能只从绩效高低来考虑, 绩效的波动性也是一个重要维度。论文突破仅考察董事会规模同公司绩效水平之间关系研究的局限, 利用 2002-2007 年间家族上市公司和非家族上市公司进行的数据研究了这两类企业董事会规模同绩效的波动性之间的关系。研究发现家族上市公司中董事会规模的增大有利于减少公司财务业绩的波动, 但与市场价值的波动并不相关。而非家族上市公司董事会规模与市场价值波动之间的具有显著的相关关系。同时, 研究表明在我国家族上市公司中, 董事会规模与企业财务绩效波动之间的负相关关系与由于沟通协调问题而导致大型董事会较少做出极端决策的观点相吻合; 家族企业中董事会规模影响途径在一定程度上是由于拥有较大董事会的公司中其经营性操控应计的变动较小所致。

**关键词:** 董事会规模; 绩效波动; 沟通协调问题; 代理问题; 整合分析

**中图分类号:** F      **文献标识码:** A

### 1 引言

董事会的特征同公司绩效之间的关系研究一直是公司治理领域的热点, 很多前人的研究都表明了大型董事会是同公司绩效之间是负相关的关系。但与此同时, 现实中却存在大量大型董事会的公司, 这是困扰我们的一个难题。家族上市公司的控股股东是自然人或民营企业, 受到政府有关部门的约束较少, 可以回避国有股定价问题, 减弱董事激励中的政治因素、行政部门的经营干预、国有股股权变动的审批问题等一系列非市场因素。而非家族上市公司的前身都是国有大中型企业, 其通过改制、资产重组等方式达到上市的要求后, 公开上市募集资金, 或者通过买壳等方式间接上市。据此我们可以很容易地推测, 国有控股企业与民营控股企业中董事会特征与企业业绩之间的关系会存在着较大差异。

目前, 国内学者虽然取得大量关于董事会特征与绩效之间关系的实证研究成果, 但大多数研究存在一些不足之处: 首先, 未将家族上市公司和非家族上市公司区分处理。这两类上市公司在发展历史、股权结构、董事会结构和行为以及代理问题特征等方面存在明显的区别, 将两者混为一谈将会影响结论的可靠性。尤其是在许多研究中, 已经发现终极控制人特征会对治理机制、企业绩效等产生显著影响。因此, 一个解决的问题是, 家族企业和非家族企业都可能存在大型董事会, 这些董事会发挥作用是否有所差异? 其次, 国内的研究大多选用一年或两年的时间较短数据作为样本, 对于转轨经济过程中的市场而言, 上市公司的董事会治理会受到众多市场和制度因素的影响, 两者之间是一种动态的平衡关系, 仅仅研究横截面数据难以较客观地反映董事会治理的效果。第三, 有少数学者使用了多年的样本数据进行分析, 但没有考察和分析面板数据中非观测效应的可能产生的重要影响, 这可能会导致错误性的结论。牛建波和李胜楠(2006, 2007)对面板数据中固定效应模型和 OLS 模型回归结果的比较发现, 在对董事报酬和董事会独立性的影响进行分析时, 如果不考虑面板数据中可能存在的非观测效应的影响, 会得出虚假的研究结论。另外, 已有对董事会规模与企业业绩之间关

系的研究主要侧重于前者对后者水平高低的影响,而较少延伸至公司业绩波动这一更深层次的问题。Campbell et al. (2001) 指出, 鲜有文章试图解释董事会规模如何影响公司业绩的波动性。Hermalin and Weisbach (2003) 也指出, 以往的文章在研究董事会特征与公司业绩之间的关系时, 主要集中于研究董事会特征对公司业绩水平的作用, 很少有文献关注公司业绩的波动性受到了怎样的影响。

本文扩展了以前的研究领域, 从家族企业与非家族企业比较的视角, 把注意力集中到董事会规模与公司业绩波动性之间的关系上, 探索董事会规模与业绩波动之间的关联关系。这些研究将加深我们对家族上市公司董事会结构的作用过程和机理的理解, 为我们科学理解家族上市公司中大规模董事会存在的缘由和价值。

## 2 董事会规模对企业绩效波动影响的机理分析

Yermack (1996) 和 Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998) 等研究发现公司价值和业绩是董事会规模的减函数, 于东智、池国华 (2004) 的经验分析发现“董事会规模与公司绩效指标之间存在着倒 U 型的曲线关系”, 蔡志岳、吴世农 (2007) 的研究表明董事会规模过大会降低工作效率。这种关系与协调/沟通问题和委托-代理问题随着董事会规模扩大会更加严重的观点相一致, 与由于代理问题降低董事会效率的观点相吻合。下面我们主要从这两个方面分析董事会规模与企业业绩波动的影响。

### 2.1 代理问题与企业业绩波动

Lipton and Lorsch (1992) 认为董事一般不敢对高层执行官的决策进行批评或对公司绩效进行开诚布公的讨论, 这些问题在大型董事会中会更加严重。同样, Jensen (1993) 认为如果一个董事会拥有多于 7 或 8 个董事, 那么董事们就可能难以有效发挥作用, 董事会更易于被 CEO 所控制。也就是说, 董事会成员不监督管理层的成本与其在董事会中所占的比例相当, 即董事会规模越大, 其成本就越小。

在大型董事会中的代理问题对公司绩效波动性影响不太清晰。随着董事会规模的变大, CEO 更容易影响和控制董事会的决策 (Jensen, 1993)。换言之, 大规模的董事会更可能被 CEO 俘获, CEO 在决策制订上拥有更大的权力。CEO 的权力和公司绩效的波动性之间的关系不是很清晰。一方面, Adams, Almeida, and Ferreira (2005) 研究发现拥有更多权力 CEO 的公司有着较高的绩效波动性。他们的观点是当 CEO 权力对于其他高层执行官来说较小时, CEO 不得不赢得其他更多高层执行官的赞同, 这就类似与拥有较多组织成员制订决策的情况。尽管 Adams et al. 考察的是 CEO 与其他高管人员之间的相对权力, 但是他们的观点实际上也可以应用到 CEO 与董事会之间的相关权力状况。另一方面, 已有的几项研究认为, 拥有更多权力 CEO 公司的绩效波动性可能会更小。例如, Amihud and Lev (1981) 研究认为拥有更大权力的 CEO 有动力去从事降低风险的活动, 比如多元化的集团兼并。相似地, Bertrand and Mullainathan (2003) 发现那些受反接管法律保护的管理层更少地做出关闭旧工厂和创办新企业的决策。因此, 大规模董事会对 CEO 权力的影响是与更大还是更小的公司绩效波动相联系需要通过实证分析来解答。

### 2.2 协调沟通问题与企业业绩波动

当董事会变的更大, 召集董事会会议和董事会达成共识就会更加困难。因此大型董事会的效率会相对较低, 在决策制订速度上也会较慢。根据 Jensen (1993) 的观点, 随着董事会规模的增加, 协调沟通问题所带来的成本会高于拥有更多董事会成员所带来的潜在优势, 从而导致较差的公司绩效。

对于大型董事会和较小的公司绩效波动之间关系的观点同经济学和社会心理学对于群体决策的研究非常相似。Sah and Stiglitz (1986, 1991) 认为群体决策自然会带来多样化的意见, 由于个体判断的差异性, 沟通成本会比较高, 每个人处理信息的能力也存在着差异,

组织的最终决策是体现了对不同意见妥协的结果。因此，大型的组织更有可能否决冒险性的决策，因为任何决策必须被其他若干小组成员认为是好的才会被群体所接受。实际上，Sah and Stiglitz (1991) 研究表明大型组织的决策质量波动性都不大。在社会心理学中，已有对群体决策不同维度（如极端性和风险程度）的研究也得到了类似的结论。例如，Sah and Stiglitz (1991) 研究发现组织的最终选择是一个“对个体意见的平均化和妥协”。Kogan and Wallach (1966) 等的实验研究结果验证了他们的假说。

Cheng 研究了 1996-2004 年间的 1252 家美国上市公司，发现随着董事会规模的增大，公司业绩的波动性越小。并通过进一步的分析发现，更大规模的董事会，总是存在更多的妥协以达到一个一致同意的决策，从而，大规模董事会的决策更不容易出现极端，导致了公司业绩更少的波动。

总体而言，虽然从对公司绩效水平的影响来看，委托代理问题会带来一致的影响，但是对于公司绩效波动性的影响而言，则会产生不同的效果。大型董事会的协调沟通问题不但会降低决策过程的速度，而且会缓和董事会的极端决策，因为对于大型董事会来说，需要花费更多的商议和妥协来达到最终的决策。所以，大型董事会倾向于做出比较中庸的决策，倾向于不是非常好也不是非常坏的决策。因此，大型董事会更可能会导致绩效的较小波动。

因此，在理论上无法对董事会规模和公司绩效波动之间的关系作出明确的判断。本论文将从实证的角度，在中国特殊的转轨经济背景下从不同类别公司比较的角度，对中国家族上市公司中两者之间的关系进行一些较为深入的探索和分析。

### 3 研究设计

#### 3.1 被解释变量

本研究的被解释变量即为用来表示公司业绩波动程度的年度资产收益率的标准差和 Q 值的标准差。与已有的研究相一致（如 Adams, Almeida, and Ferreira, 2005; Coles, Daniel, and Naveen, 2006; Eisenberg, Sundgren, and Wells, 1998; Yermack, 1996），我们使用资产收益率（ROA）衡量财务绩效，用 Tobin's Q 衡量企业价值。Tobin's Q 为资产的市场价值与其重置成本的比值，资产的市场价值是企业权益的市场价值（非流通股部分以每股净资产表示其市场价值）与负债的总和，以资产的账面价值代表资产的重置成本。使用股票的年度收益率表示公司的市场绩效。

#### 3.2 解释变量

本研究的解释变量为董事会的规模，即为董事会中董事的总人数，我们用董事会规模的自然对数来表示。

#### 3.3 控制变量

董事会规模是公司的治理结构中重要的要素，在探索董事会规模对企业绩效和价值波动影响时，考虑到其他治理因素也可能对公司的绩效和价值的波动产生影响，因此我们在把独立董事在董事会中所占的比例、年度内董事会会议召开的次数、第一大股东的持股比例和 CEO 权力等作为本研究的控制变量，期望能更准确地考虑到董事会规模对企业绩效和价值的波动是否有显著的影响。

同时，公司在产品市场上面临竞争程度的差异，会直接影响到企业经营面临的挑战性和难度，影响到公司的经营业绩，因此我们把企业经营所面临的产品市场竞争程度也作为控制变量加入到我们的研究设计。另外，当企业在多元化的市场开展业务时，不同种类业务之间可能出现此消彼长现象，其经营业绩的波动性可能会相对那些专业化公司的绩效波动小一些，因此我们还把企业的多元化经营的程度作为控制变量加入到我们的模型中。关于各部分实证研究中所具体涉及的控制变量，在下面的具体分析过程中会有详细的说明。

### 3.4 数据来源

本研究中使用的家族上市公司样本来源于 CCER 民营上市公司数据库。按照 CCER 解释，加入到该库公司的最终控制人为非国有和非外资的上市公司，包括：民营控股（实际上即国内私营企业）、集体控股、社会团体控股、职工持股会控股。最终控制人即第一大股东实际控制人。但实际情况中，由于股权托管、关联股东共同控制和“一致行动人”情况的存在，上市公司的最终控制人可能并非名义上的第一大股东。对于上述情况，公司会根据年报中十大股东的注释进一步判断，应尽可能“追根溯源”。考虑到实践中存在着家族控股上市、通过兼并重组取得控股地位等不同类型的家族上市公司，为尽可能地确保所选用样本的纯洁性，我们只选择通过家族控股上市方式的民营上市公司作为本研究使用的家族上市公司。另外，由于本研究的主旨是董事会规模对企业业绩波动的影响，为此，我们删除那些上市时间短于 3 年的公司及退市的公司，最后确定的样本数为 126 家。本研究中使用的非家族上市公司是指国有控股的上市公司，删除金融、保险等特征行业的公司，删除上中间退市和上市时间短于 3 年的上市公司，最后确定为 818 家。

CEO 与董事长兼任情况数据来自 CSMAR 的公司治理数据，本研究使用的其他公司治理数据来源于 CCER 公司治理数据库，所使用的财务数据来源于 CCER 一般上市公司财务数据库。产品市场竞争数据取自樊纲、王小鲁、朱恒鹏著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》，由于该报告中只有 2002-2005 年不同地区的产品市场竞争状况数据，考虑到产品市场竞争程度的变化一般比较平缓，为了与本研究所使用的数据区间相匹配，我们用 2005 年的数据代表了随后 2 年的产品市场竞争状况。

计算公司多元化程度的数据取自 WIND 数据库，在计算过程中，把“内部抵消”收入项删除，把主营业务收入为负的删除，然后按披露的主营业务收入的数额，计算各项主营业务收入所占的比例，然后计算熵值（ $entropy = -\sum_{i=1}^n p_i \ln(p_i)$ ， $p_i$  为公司第  $i$  种主营业务收入在公司主营业务收入总额中所占的比例）。另外，上市时间、所在地区的数据取自 WIND 数据库。

## 4 实证研究

本部分分四个步骤对家族上市公司中董事会规模与企业业绩波动之间的关系进行实证检验和分析。首先，对董事会规模与样本区间财务绩效和公司价值波动的关系进行分析。其次，对董事会规模与绩效波动之间关联关系的作用机制进行辨识和区分，检验是沟通协调问题还是代理问题更可能带来两者之间的显著关联关系。第三，对董事会规模对企业业绩波动产生影响的中间路径和机制进行探索性的分析，在借鉴已有的研究（如 Adams、Almeida and Ferreira, 2005 和 Cheng, 2008 等）的基础上，从经营性应计、非经常性收益和和经营性操控应计的三个方面的波动展开分析。第四，利用面板数据对董事会规模与企业业绩水平的关系进行分析，以对家族上市公司中董事会规模的价值做出更深入更全面的剖析。

### 4.1 董事会规模与财务绩效和公司价值波动的关系

在借鉴 Adams、Almeida and Ferreira（2005）和 Cheng（2008）已有研究方法的基础上，我们用年度 ROA 和 Q 在整个样本期间的标准差来表示财务绩效和市场价值的波动程度。本部分使用的实证模型如下所示：

$$SD_{CF} = \alpha_0 + \alpha_1 inboard + \alpha_2 times_{dsh} + \alpha_3 ratio_{indpr} + \alpha_4 sh1 + \alpha_5 ceo + \alpha_6 competition + \alpha_7 entropy + \alpha_8 lnta + \alpha_9 lev + \alpha_{10} age + \alpha_{11} sd_{eps} + \epsilon \quad (1)$$

在模型中，除每股收益的标准差（ $sd_{eps}$ ）之外的所有解释变量均为样本区间内的平均值。 $SD_{CF}$  表示企业绩效（ROA 和 Q）在样本区间的标准差。在考察董事会规模（ $inboard$ ）的影响之外，模型还控制了年度内召开的董事会会议次数（ $times_{dsh}$ ）、独立董事比例（ $ratio_{indpr}$ ）、大股东持股比例（ $sh1$ ）、CEO 权力（ $ceo$ ）、产品市场竞争程度（ $competition$ ）、

多元化水平 ( $entropy$ )、公司规模 ( $lnfa$ )、负债水平 ( $lev$ )、上市时间 ( $age$ ) 和每股收益的标准差 ( $sd_{eps}$ ) 等重要影响因素。

已有的很多研究表明，董事会会议次数、董事会中独立董事比例、第一大股东持股比例等治理因素都会影响企业绩效，因此我们把它们均作为控制变量加入模型中。譬如，家族企业中，利他主义和所有者控制并存，会使 CEO 的“自我控制”问题趋于严重化，CEO 的决策目标体系会出现紊乱，在个人、家族和企业利益之间举棋不定，从而限制其做出理性决策。相对执行董事而言，独立董事更可能持有不同的看法和意见，这也会减弱董事会决策可能引起的企业绩效的波动幅度，因此我们把独立董事比例控制变量加入到模型中。

另外，代理问题（比如董事的搭便车）在董事会变大的过程中变得越来越严重，因此对于 CEO 来说更容易影响和控制董事会，CEO 在决策制订中的权力随董事会的规模 (jensen, 1993) 增加而增加。Adams, Almeida and Ferreira (2005) 和 Amihud and Lev (1981) 等研究表明在 CEO 变得更有权力以后，公司绩效可能会有较大的波动或是较少的波动。因此，我们把 CEO 权力作为控制变量加入到回归模型中。我们把负债水平加入模型中是因为它可能会影响企业绩效的波动，特别是市场价值的变动。同时，更大、上市时间更长和多元化程度更高的公司绩效的波动可能会小一些。

表 1 列出了家族上市公司中董事会规模与财务绩效和公司价值波动关系的回归结果。从中我们可以看出，董事会规模与企业的财务绩效和市场价格波动之间均存在着负相关关系，并且与财务绩效波动之间的相关关系在统计上显著，说明董事会规模的增大有利于减少公司财务业绩的波动，而对市场价格波动的影响则不明显。这与 Adams, Almeida 和 Ferreira (2005) 和 Cheng (2008) 的研究结果相似。但是，他们发现董事会规模与公司价值之间也呈现出显著的负相关关系，我们在下文结合其他的分析结果展开深入剖析。为了更深入地理解家族上市公司中董事会规模与企业业绩波动之间关系，同时在表 1 中我们还列出了非家族上市公司中两者之间关系的回归结果，从中我们可以看出，董事会规模与企业的财务绩效和市场价格波动之间均存在着负相关关系，并且与市场价格波动之间的相关关系在统计上显著，与家族上市公司中两者之间关系存在明显的差异。

从董事会规模对企业绩效波动的具体影响来看，在家族上市公司中，在样本均值或中位数的情况下，董事会规模每增加 1 个人，财务绩效的波动会减少 0.062 或 0.036 个标准差；在非家族上市公司中，对于市场价值的波动来说，在样本均值或中位数的情况下，董事会规模每增加 1 个人，其波动会减少 0.544 或 0.571 个标准差。

表 1 董事会规模与财务绩效和公司价值波动的关系

董事会规模对企业绩效波动的影响				
	家族上市公司		非家族上市公司	
	sd_roa	sd_q	sd_roa	sd_q
Inboard	-0.0370**	-0.262	-0.00617	-0.236*
	(-2.05)	(-0.78)	(-0.67)	(-1.79)
times <sub>dsh</sub>	-0.00697***	0.000727	-0.00100	-0.0172
	(-3.93)	(0.02)	(-1.29)	(-1.56)
ratio <sub>indpt</sub>	0.00356	0.427	-0.0853**	-1.155**

	(0.05)	(0.35)	(-2.38)	(-2.26)
<b>sh1</b>	0.0126	-1.563 <sup>***</sup>	0.0130	-0.466 <sup>***</sup>
	(0.53)	(-3.51)	(1.16)	(-2.90)
<b>CEO</b>	-0.00532	-0.101	0.00355	-0.0452
	(-0.55)	(-0.56)	(0.47)	(-0.42)
<b>competition</b>	0.000636	-0.00932	0.00115	0.00690
	(0.36)	(-0.28)	(1.28)	(0.54)
<b>entropy</b>	0.0117	-0.0751	-0.00674	-0.0564
	(1.30)	(-0.45)	(-1.62)	(-0.95)
<b>Inta</b>	-0.0161 <sup>***</sup>	-0.0178	-0.0169 <sup>***</sup>	-0.184 <sup>***</sup>
	(-5.09)	(-0.30)	(-9.15)	(-6.99)
<b>lev</b>	0.0734 <sup>***</sup>	-0.375	0.106 <sup>***</sup>	1.471 <sup>***</sup>
	(4.10)	(-1.12)	(15.67)	(15.21)
<b>age</b>	-0.000302	-0.0209	-0.000701	-0.0117
	(-0.20)	(-0.76)	(-1.23)	(-1.44)
<b>sd<sub>eps</sub></b>	0.229 <sup>***</sup>	0.600 <sup>**</sup>	0.143 <sup>***</sup>	0.0122
	(18.36)	(2.58)	(21.00)	(0.13)
<b>constant</b>	0.420 <sup>***</sup>	2.298	0.359 <sup>***</sup>	5.013 <sup>***</sup>
	(5.35)	(1.57)	(8.66)	(8.46)
<i>N</i>	126	126	818	818
<i>r</i> <sup>2</sup>	0.923	0.198	0.608	0.326
<i>F</i>	124.8	2.564	113.9	35.36

注：括号内为 t 值。\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

#### 4.2 代理问题还是沟通协调问题？

在前面我们已经讨论过，对于这种董事会规模与企业业绩波动之间的负相关关系至少可以从两个角度来解释。首先，较大董事会的沟通协调问题会导致较少的极端董事会决策（e.g., Sah and Stiglitz, 1986, 1991），从而形成两者之间的负相关关系，其次，更严重的董事会代理问题会使 CEO 掌握更大的权力，企业绩效的波动会更大或更小（Adams, Almeida, and Ferreira, 2005; Amihud and Lev, 1981; Bertrand and Mullainathan, 2003）。尽管模型 1 中已经控制了 CEO 权力等因素，在这一部分，我们会进行进一步的计量检验以试图对这些解释进行辨识和区分。

如果代理问题导致大型董事会更容易被 CEO 控制，CEO 的权力会导致较小的绩效波动 (Cheng,2008)，我们则可以预期，在那些此类代理问题可能更严重的董事会中这种效应会更明显。Jensen (1993) 认为董事会董事成员多于 7 或 8 个时，代理问题变的更严重。根据我国上市公司中董事会规模的实际情况，平均值均在 9 个人左右，因此我们使用是否董事会拥有 9 个或更多个董事成员作为一个代理变量来表示董事会中代理问题的程度。借鉴 Cheng (2008) 的研究设计，扩展模型 1，加入这标识代理问题程度的指标与董事会规模自然对数的交互项，同时我们还设计了董事会规模大于 10 个人的哑变量与董事会规模的交互项进行分析。考虑到，前面的分析结果显示家族企业中董事会规模对财务绩效波动具有显著的减弱作用，而对市场价值波动的影响并不显著，因此，在本部分分析中，我们只进一步对董事会规模对财务绩效波动影响的机理进行分析，而不再对市场价值的波动展开分析。

表 2 列出了具体的回归结果，由此我们可以发现董事会规模与财务绩效波动仍然存在负相关关系，且在模型 (1) 和 (2) 中均在统计上显著，而交互项的系数均为负，但在统计上不显著。由于我们认为，在家族上市公司中，董事会规模对企业财务绩效波动的影响中，沟通协调问题的影响占据了主导地位。

从另一个角度看，按照代理理论的观点，在那些董事会规模相对较小的公司中，代理问题的严重程度会相对较小。根据我国上市公司中董事会规模的实际情况，我们选择那些董事会规模在 10 人以下的样本公司作为代理问题相对较轻的公司单独探索董事会规模与企业业绩波动之间的关系，表 2 同时列出了对至多 9 个和 10 个董事的公司研究结果，董事会规模仍旧与财务绩效的波动负相关，并且在董事会人数少于 10 人的家族上市公司中，两者之间的关系在统计上显著。代理问题的影响依然不很明显。

这些结论表明董事会规模跟绩效波动性的负相关关系不太可能是由于代理问题所带来的。基于这些发现，以及理论上代理问题在较大董事会中的影响也不甚明晰的现实，我们认为，在我国家族上市公司中，董事会规模与企业财务绩效波动之间的负相关关系与由于沟通协调问题而导致大型董事会较少做出极端决策的观点相吻合。这与 Cheng (2008) 对美国上市公司研究的结论相似。

表 2 对代理问题和沟通协调问题导致绩效波动减小原因的鉴别分析

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	全部家族上市公司	全部家族上市公司	董事会规模小于9的家族公司	董事会规模小于10的家族公司
	sd_roa	sd_roa	sd_roa	sd_roa
<b>Inboard</b>	-0.0315*	-0.0224*	-0.0202	-0.0537**
	(-2.11)	(-1.94)	(-0.68)	(-2.23)
board_9dum*Inboard	-0.00176	—	—	—
	(-0.22)	—	—	—
board_10dum*Inboard	—	-0.00340	—	—
	—	(-0.94)	—	—
<b>times<sub>dsh</sub></b>	-0.00696***	-0.00691***	-0.00635**	-0.00831***

	(-3.90)	(-3.89)	(-2.53)	(-4.57)
<b>ratio<sub>indpt</sub></b>	0.00352	0.00366	-0.115	-0.00964
	(0.05)	(0.06)	(-1.38)	(-0.13)
<b>sh1</b>	0.0131	0.00880	-0.0396	0.00142
	(0.54)	(0.36)	(-1.15)	(0.05)
<b>CEO</b>	-0.00522	-0.00613	-0.0213*	-0.00427
	(-0.54)	(-0.63)	(-1.79)	(-0.43)
<b>competition</b>	0.000645	0.000466	0.000175	0.000467
	(0.36)	(0.26)	(0.06)	(0.24)
<b>entropy</b>	0.0117	0.0128	0.00156	0.00200
	(1.29)	(1.41)	(0.12)	(0.21)
<b>lnta</b>	-0.0161***	-0.0163***	-0.0238***	-0.0147***
	(-5.06)	(-5.14)	(-3.17)	(-4.76)
<b>lev</b>	0.0731***	0.0753***	0.0657**	0.0771***
	(4.06)	(4.18)	(2.61)	(3.92)
<b>age</b>	-0.000330	-0.000179	-0.00172	-0.000172
	(-0.22)	(-0.12)	(-0.72)	(-0.10)
<b>sd<sub>eps</sub></b>	0.229***	0.228***	0.244***	0.228***
	(18.24)	(18.21)	(13.08)	(15.91)
<b>constant</b>	0.410***	0.396***	0.622***	0.445***
	(4.57)	(4.81)	(4.31)	(5.08)
<b>N</b>	126	126	48	97
<b>r2</b>	0.923	0.924	0.980	0.942
<b>F</b>	113.4***	114.3***	164.0***	124.8***

注：括号内为t值。\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

### 4.3 中间作用机制的检验

已有研究表明企业会使用应计利润和非经常项目来管理盈余及其波动性（e.g., Dechow and Skinner, 2000）。为了对家族上市公司中董事会规模对企业业绩波动产生影响的中间路径和机制进行一些探索性的分析，借鉴已有的研究成果（如 Adams、Almeida and Ferreira（2005）和 Cheng（2008）等），我们从经营性应计、非经常性收益和和经营性操控应计的三个角度分别展开了分析。



借鉴 Hribar and Collins (2002) 的作法, 总的经营性应计为持续经营业务收益—持续经营的现金流。非经常性损益既包括非经常性损失, 也包括非经常性收益, 是以持续经营业务以外方式获得的非经常性的净收益, 这是偶尔发生的损失或收益, 不具备持续性, 短期内使得上市公司的净利润增加或减少, 显然这一指标会影响到公司业绩的波动性。我们采用公司的营业外收支净额来表示。

经营性操控应计也是可能影响企业业绩波动的重要中间因素。在国内外盈余管理的研究中, 涉及到对应计总额进行分解时, 利用琼斯模型或横截面琼斯模型非常普遍。在本研究中, 我们将利用修正琼斯模型的横截面变形, 对经营性应计总额进行分解, 其中, 经营利润和经营活动现金流量取自各上市公司的年报, 经营性应计总额等于经营利润与经营活动现金流量之差, 即经营性应计总额=经营利润 - 经营活动现金流量。利用 2000-2007 年的横截面数据, 分年度分行业分别建立一个修正琼斯模型, 将经营性应计总额分解成非操控性应计和经营性操控应计, 经营性操控应计即为模型的残差。

但是, 公司盈余管理不仅存在于经营性应计总额中, 还存在于线下项目中, 而国内上市公司利用线下项目操纵利润比较普遍, 并且正常的线下项目没有规律性, 难以估计, 夏立军 (2003) 研究发现, 包括线下项目的操纵性应计比仅包括经营性应计总额中操纵性部分的操纵性应计更能揭示盈余管理。所以我们将所有线下项目全部视为操纵性应计。本文使用的修正的琼斯模型如下

$$\frac{OAA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon$$

该模型将非操控性应计看成是固定资产、主营业务收入变化和应收账款变化的函数。其中,  $OAA_{i,t}$  表示公司 i 第 t 年的经营性应计总额,  $TA_{i,t-1}$  表示公司 i 第 t-1 年末的总资产, 各变量除以年初的总资产;  $\Delta REV_{i,t}$  为公司 i 第 t 年和第 t-1 年的主营业务收入的差额;  $\Delta REC_{i,t}$  为公司 i 第 t 年和第 t-1 年的应收账款净额的差额;  $PPE_{i,t}$  表示 i 公司第 t 年的固定资产原值。

使用这些盈余指标波动的均值作为因变量来重新估计模型 1, 实证分析结果如表 3 所示, 在家族上市公司中, 董事会规模同非经常性收益和和经营性操控应计的波动均负相关, 且与后者的相关关系在统计上显著, 董事会规模与经营性应计的波动呈正相关关系, 但在统计上不显著。这些表明较大规模董事会有较少的非经常性收益和和经营性操控应计的波动。这个结果表明较大的董事会的业绩波动较小, 在一定程度上是由于拥有较大董事会的公司中其非经常性收益和和经营性操控应计的变动较小, 从而带来了公司业绩的较小波动。

对比非家族上市公司中情况, 董事会规模同经营性应计、非经常性收益和和经营性操控应计的波动均负相关, 且在统计上显著, 这说明在非家族上市公司中, 较大规模的董事会的影响范围更大一些, 会导致更多维度绩效的波动。这可能与家族上市公司的董事会中, 关键人对董事会的影响力和范围更大有关, 致使其他的董事难以在更广的范围内的发挥重要影响。

表 3 对中间作用机制的探索性分析结果: 家族上市公司与非家族上市公司的比较

	家族上市公司			非家族上市公司		
	经营性应计的波动	非经常性收益的波动	经营性操控应计的波动	经营性应计的波动	非经常性收益的波动	经营性操控应计的波动
Inboard	0.0137	-0.00458	-0.0716**	-0.0309**	-0.0186**	-0.0265***
	(0.54)	(-0.51)	(-2.26)	(-2.34)	(-2.29)	(-2.66)

<b>times<sub>dsh</sub></b>	0.000556	-0.000190	0.00411	0.00113	-0.000532	0.000589
	(0.22)	(-0.21)	(1.32)	(1.02)	(-0.77)	(0.70)
<b>ratio<sub>indpt</sub></b>	-0.0837	-0.00991	-0.0453	-0.110**	-0.0959***	-0.0590
	(-0.91)	(-0.30)	(-0.39)	(-2.16)	(-3.02)	(-1.52)
<b>sh1</b>	-0.0297	0.00550	-0.00377	0.0177	-0.00698	-0.00610
	(-0.88)	(0.45)	(-0.09)	(1.10)	(-0.70)	(-0.50)
<b>CEO</b>	-0.00788	-0.00104	-0.0198	-0.00289	-0.00816	0.00652
	(-0.59)	(-0.21)	(-1.17)	(-0.27)	(-1.23)	(0.80)
<b>competition</b>	-0.000518	-0.000519	0.00164	0.00199	0.00190**	0.00154
	(-0.21)	(-0.59)	(0.53)	(1.55)	(2.40)	(1.59)
<b>entropy</b>	-0.00494	0.00253	-0.0182	-0.0102*	-0.00704*	-0.0120***
	(-0.39)	(0.56)	(-1.15)	(-1.71)	(-1.90)	(-2.67)
<b>lnta</b>	-0.0194**	-0.0103***	-0.00955*	-0.0206***	-0.0101***	-0.0106***
	(-2.56)	(-3.77)	(-1.72)	(-7.72)	(-6.10)	(-5.27)
<b>lev</b>	0.0284	0.0592***	0.0130	0.200***	0.141***	0.0645***
	(1.13)	(6.55)	(0.41)	(20.68)	(23.62)	(8.79)
<b>age</b>	0.00354*	0.000913	0.00263	-0.0000424	-0.00110**	0.00129**
	(1.74)	(1.25)	(1.02)	(-0.05)	(-2.18)	(2.09)
<b>sd<sub>eps</sub></b>	0.0366**	0.0418***	0.0628***	0.106***	0.0341***	0.0761***
	(2.02)	(6.41)	(2.87)	(10.87)	(5.69)	(10.31)
<b>constant</b>	0.430***	0.197***	0.355**	0.460***	0.224***	0.286***
	(2.83)	(3.59)	(2.57)	(7.68)	(6.06)	(6.35)
<b>N</b>	124	122	126	816	810	818
<b>r2</b>	0.322	0.823	0.312	0.550	0.533	0.338
<b>F</b>	4.832**	46.34***	4.697	89.34***	82.92***	37.39***

注：括号内为t值。\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

## 5 董事会规模对企业绩效水平的影响

在前面已完成家族上市公司中董事会规模对企业绩效波动影响的研究后，我们会不由自主地提出一个问题，即董事会规模对企业绩效水平的影响又是如何呢？毕竟针对不同的样本、不同的研究方法，很多已有研究得出的结论是很不一致的。因此，我们在本部分利用我

们前面分析中所使用的 2002-2007 年家族上市公司的面板数据样本，再对董事会规模与企业业绩水平之间的关系进行分析。然后在此基础上，我们整合董事会规模对绩效波动和绩效水平两方面影响的研究结论，加深我们对家族上市公司中董事会的价值的深入理解。

列出了家族控制上市公司中董事会规模与企业绩效水平关系的研究结果。根据 Hausman 检验的检验，固定效应模型是恰当的估计方法。从固定效应模型估计的结果我们可以看出，在家族上市公司中，董事会规模与资产收益率和市场价值均存在着显著的负相关关系，且显著性水平为 1%，即在那些董事会规模较大公司的资产收益率和市场价值会相对较低，较大规模的董事会可能会导致相对较差的绩效和市场价值。Schulze et al. (2000, 2002, 2003) 认为，在企业度过初创期以后，利他主义会产生家族代理人搭便车、“自我控制”等代理问题，并且与所有者控制和所有者经营相互作用，会导致一系列相互交织在一起的复杂的代理问题，由此而产生的代理成本会抵消甚至超过利他主义所节省的费用。在董事会中也很有可能会发现类似的事情，导致董事会规模与企业业绩之间的负相关关系。

表 4 家族控制上市公司董事会规模与企业绩效水平关系的回归结果

	roa		q	
	固定效应	随机效应	固定效应	随机效应
<b>Inboard</b>	<b>-0.147***</b>	-0.0606**	<b>-0.691***</b>	-0.479***
	<b>(-4.10)</b>	(-2.47)	<b>(-2.92)</b>	(-2.65)
<b>times<sub>dsh</sub></b>	-0.00123	-0.000679	0.0390***	0.0428***
	(-0.56)	(-0.36)	(2.72)	(3.37)
<b>ratio<sub>indpt</sub></b>	-0.0212	0.0359	<b>-2.769***</b>	-1.121***
	(-0.32)	(0.68)	<b>(-6.28)</b>	(-3.14)
<b>sh1</b>	0.302***	0.0374	-0.186	-1.535***
	(2.77)	(0.95)	(-0.26)	(-4.76)
<b>CEO</b>	-0.0218	-0.00645	-0.139	-0.0249
	(-1.12)	(-0.47)	(-1.08)	(-0.25)
<b>competition</b>	-0.00704	0.00495	-0.0687	0.0284
	(-0.62)	(1.64)	(-0.92)	(1.11)
<b>entropy</b>	-0.0120	-0.00556	-0.207	-0.363***
	(-0.49)	(-0.42)	(-1.28)	(-3.50)
<b>Inta</b>	-0.00160	-0.00187	0.0245	0.0181
	(-0.48)	(-0.63)	(1.12)	(0.92)
<b>lev</b>	-0.295***	-0.113***	0.572***	0.722***
	(-17.01)	(-9.63)	(5.02)	(8.03)

<b>age</b>	0.0172***	-0.00185	0.203***	0.0595***
	(4.29)	(-0.95)	(7.70)	(3.97)
<b>constant</b>	0.441***	0.216**	2.532***	1.898***
	(3.22)	(2.50)	(2.81)	(3.11)
<b>N</b>	633	633	633	633
<b>r2</b>	0.383	0.3372	0.240	0.1888
<b>F</b>	30.97		15.77	
<b>Wald</b>		112.64		148.84
<b>Hausman</b>	225.09***		59.53***	

注：括号内为 t 值。\* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

表 5 列出了非家族控制上市公司中董事会规模与企业绩效水平关系的研究结果，固定效应也是恰当的估计方法。回归结果显示，在非家族上市公司中，董事会规模的大小与资产收益率和市值均不存在显著的相关关系。与家族上市公司中两者之间的有显著的关系存在着显著的差异。

表 5 非家族控制上市公司董事会规模与企业绩效水平关系的回归结果

	<b>ROA</b>		<b>Q</b>	
	<b>固定效应</b>	<b>随机效应</b>	<b>固定效应</b>	<b>随机效应</b>
<b>lnboard</b>	0.00893	0.00311	-0.0434	-0.144**
	(1.02)	(0.51)	(-0.45)	(-2.07)
<b>times<sub>dsh</sub></b>	-0.000573	-0.000502	0.00926*	0.00772*
	(-1.16)	(-1.25)	(1.69)	(1.68)
<b>ratio<sub>indpt</sub></b>	<b>-0.0563***</b>	0.000111	<b>-2.596***</b>	-1.268***
	<b>(-3.75)</b>	(0.01)	<b>(-15.55)</b>	(-10.70)
<b>sh1</b>	0.0418**	0.0259***	-0.584**	-0.705***
	(2.05)	(2.80)	(-2.57)	(-6.62)
<b>CEO</b>	-0.00844	-0.0133***	0.0655	0.0213
	(-1.43)	(-2.99)	(1.00)	(0.42)
<b>competition</b>	-0.000961	0.000826	-0.0275	-0.0165*
	(-0.61)	(1.10)	(-1.57)	(-1.90)
<b>entropy</b>	-0.0127**	-0.00791**	-0.144**	-0.104***
	(-2.35)	(-2.46)	(-2.40)	(-2.83)

<b>lna</b>	0.00130	0.00926***	-0.141***	-0.150***
	(0.56)	(6.98)	(-5.46)	(-9.86)
<b>lev</b>	-0.0899***	-0.0713***	1.570***	1.431***
	(-21.75)	(-23.46)	(34.20)	(41.16)
<b>age</b>	0.00442***	-0.000750	0.146***	0.0490***
	(4.46)	(-1.63)	(13.25)	(9.28)
<b>constant</b>	0.0134	-0.143***	3.761***	4.506***
	(0.24)	(-4.87)	(6.18)	(13.39)
<b>n</b>	4808	4808	4808	4808
<b>r2</b>	0.0971	0.2111	0.3804	0.2747
<b>f</b>	51.40	—	162.9	—
<b>wald</b>	—	720.44	—	2296.01
<b>hausman</b>	92.11***		186.79***	

注：括号内为t值。\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

## 6 结论

大型董事会存在的价值是什么？由于家族企业一些典型的特征，家族企业而非家族企业董事会的价值是否具有差异性？家族企业中董事会规模影响绩效波动的原因究竟是代理问题还是沟通？董事会规模影响绩效波动的具体机制又是什么？这是本文研关注的重点。使用我国 2002-2007 年间家家族上市公司和非家族上市公司的数据，我们对董事会规模的价值进行了较为深入的实证研究。结果如图 1 所示，在家族上市公司中，说明董事会规模的增大有利于减少公司财务业绩的波动，而对市场价值波动的影响则不明显。这与 Adams、Almeida 和 Ferreira（2005）和 Cheng（2008）的研究结果相似；而非家族上市公司中两者之间关系的回归结果却表明，董事会规模与市场价值波动之间的具有显著的相关关系，与家族上市公司中两者之间关系存在明显的差异。

相关关系	财务绩效		市场价值	
	波动程度	水平状况	波动程度	水平状况
家族上市公司	—	—	不相关	—
非家族上市公司	不相关	不相关	—	不相关

图 1 董事会规模的价值研究结果示意图

在理论上，代理问题和协调沟通问题都可能会导致董事会规模与企业业绩波动之间的负相关关系，我们的检验结果表明董事会规模跟绩效波动性的负相关关系不太可能是由于代理问题所带来的。我们认为，在我国家族上市公司中，董事会规模与企业财务绩效波动之间的负相关关系与由于沟通协调问题而导致大型董事会较少做出极端决策的观点相吻合。

为进一步研究董事会规模对公司绩效波动的影响途径和机理，论文还分析和检验了可能会影响公司绩效波动性的中间途径，包括经营性应计、非经常性利润和操纵性应计等因素。结果表明在家族上市公司中，较大规模董事会公司的操纵性应计的波动都较低，而经营性应计和非经常性利润的波动则不显著。表明较大的董事会的业绩波动较小，在一定程度上是由于拥有较大董事会的公司中其非经常性收益和和经营性操控应计的变动较小，从而带来了公司业绩的较小波动。对比非家族上市公司中情况，董事会规模同经营性应计、非经常性收益和和经营性操控应计的波动均负相关，且在统计上显著，这说明在非家族上市公司中，较大规模的董事会的影响范围更大一些，会导致更多维度绩效的波动。这可能与家族上市公司的董事会中，关键人对董事会的影响力和范围更大有关，致使其他的董事难以发挥重要影响作用。

结合我们对董事会规模与企业绩效水平关系的研究结果，可以看出，在家族上市公司中，虽然董事会规模与资产收益率和市场价格均存在着显著的负相关关系，即在那些董事会规模较大公司的资产收益率和市场价格会相对较低，较大规模的董事会可能会导致相对较差的绩效和市场价格。但是，大型的董事会是同较小的公司绩效波动相联系，即虽然大型董事会可能无法带来更好的公司绩效，但是却可以保证绩效的稳定性。这正是家族企业中大型董事会存在的意义。

本论文的创新之处可总结为以下几个方面：首先，不再仅仅考察家族上市公司中董事会规模同公司绩效的绝对值之间的关系，更进一步研究董事会规模同绩效的波动性之间的关系，这是对董事会规模同公司绩效之间的关系研究的一个重要补充。其次，论文提供了一个较新的视角来理解大型董事会存在的合理性，即虽然大型董事会可能导致较低的绩效，但是可以产生更稳定的绩效，有些公司愿意牺牲一定的绩效来保证绩效的稳定性。而此前对大型董事会存在理由的解释则认为，大型董事会在某些情况下是最优的，董事会规模与公司绩效水平之间的负相关关系是由外生因素导致的(e.g., Coles, Daniel, and Naveen, 2006; Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2006)。第三，在中国家族上市公司中董事会规模会影响到绩效波动性的原因主要是由于大型董事会成员间的沟通协调问题，而排除了传统的代理理论，这与 Cheng (2008) 的研究发现相同。我们发现在董事会成员较少的时候，此时代理问题相对较轻，而董事会规模与绩效波动性仍旧显著负相关，说明造成绩效波动性的原因不是来自代理问题。进而我们提出大型董事会成员间有比较多协调沟通，也就排除了比较极端的决策，从而减少绩效的波动性。

同时，本论文尚存在一些不足之处：首先，论文只从经营性应计、非经常性收益和和经营性操控应计的变动三个方面分析了家族上市公司中董事会规模可能对绩效波动产生影响的中间机制，而没有分析并购重组、分析师预测等方面的影响，随着我国上市公司该方面信息披露不断加强和深入，也需要对此进行研究；其次，本论文的研究揭示规模较大的董事会与较小的绩效波动联系在一起，同时已有研究表明规模较大的董事会也可能导致的较低绩效，那么，对于任何一个公司而言，较低绩效波动和较低绩效之间是否会存在着类似风险和收益这样的权衡关系呢？本论文的研究结果已经初步发现了一些对于绩效水平与绩效波动权衡的证据，这就启发我们需要把董事会规模对绩效水平和绩效波动整合到一个统一框架下做出进一步的研究，这也许能为我们揭示董事会规模对企业绩效影响的更深层次机理；第三，本论文还对董事会规模与企业的股票月度回报和年度回报的波动之间的关系进行了分析，但没有发现两者之间显著的相关关系，说明它们之间的关系还需要通过其他的研究设计和方法来进一步揭示两者之间可能存在的关联关系，如通过分年度、分行业、分发展阶段来深入分析；最后，论文对于家族上市公司和非家族上市公司的比较研究结果说明，在这两类公司中，董事会规模的价值效应具有较大的差异性，包括影响的业绩维度、中间机制等，对于这种差异形成的探索也将是一个令人兴奋的研究领域。

## 参考文献

- [1] ADAMS, R., ALMEIDA, H., FERREIRA, D., 2005. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies* 18, 1403–1432.
- [2] AMIHUD, Y., LEV, B., 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics* 12, 605–617.
- [3] BERTRAND, M., MULLAINATHAN, S., 2003. Enjoying the quiet life? Managerial behavior following antitakeover legislation. *Journal of Political Economy* 111, 1043–1075.
- [4] CAMPBELL, J., LETTAU, M., MALKIEL, B., XU, Y.. Have Individual Stocks Become More Volatile?
- [5] An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. *Journal of Finance*, 2001, Vol. 56: 1–43.
- [6] CHENG, S., Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 2008. 87(1): p. 157–176.
- [7] COLES, J. L., DANIEL, N., NAVEEN, L., 2006. Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.
- [8] DECHOW, P., SKINNER, D., 2000. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizon* 14, 235–250.
- [9] EISENBERG, T., SUNDGREN, S., WELLS, M., 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48, 35–54.
- [10] GLEJSER, H., 1969. A new test for heteroskedasticity. *Journal of the American Statistical Association* 64, 316–323.
- [11] HERMALIN, B., WEISBACH, M. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 2003, Vol. 9: 7–26.
- [12] HRIBAR, P., COLLINS, D., 2002. Errors in estimating accruals, Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research* 40, 105–134.
- [13] JENSEN, M., 1993. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831–880.
- [14] KOGAN, N., WALLACH, M., 1966. Modification of judgmental style through group interaction. *Journal of Personality and Social Psychology* 4, 165–174.
- [15] LIPTON, M., LORSCH, J., 1992. A modest proposal for improved corporate governance.

Business Lawyer 48, 59 77.

[16] MOSCOVICI, S., ZAVALLONI, M., 1969. The group as a polarizer of attitudes. *Journal of Personality and Social Psychology* 12, 125 135.

[17] SAH, R.K., STIGLITZ, J., 1986. The architecture of economic systems: hierarchies and ployarchies. *American Economic Review* 76, 716 727.

[18] SAH, R.K., STIGLITZ, J., 1991. The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. *Quarterly Journal of Economics* 106, 289 295.

[19] SCHULZE, W S, M H LUBATKIN, & R N DINO. 2003, Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (4) :473-490.

[20] SCHULZE, W S, M H LUBATKIN, Y LING, & R N DINO. 2002, Altruism, agency and the competitiveness of family business. *Managerial and Decision Economics*, 4: 257-259.

SCHULZE, W S, M H LUBATKIN, Y LING. & R N DINO. 2000, Altruism and agency in family firms. *Academy of Management Proceedings*, 1:11-15.

[21] YERMACK, D., 1996. Higher competition valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185 211.

[22] 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》,《经济研究》,2004(04).

[23] 樊纲,王小鲁和朱恒鹏,《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告》,北京:经济科学出版社,2007年.

[24] 李维安,牛建波,《董事会治理研究的理论根源及研究脉络评析》,《南开管理评论》,2009(1).

[25] 牛建波,李胜楠.董事报酬影响企业价值吗?——基于我国民营上市公司面板数据的比较研究. *经济管理*. 2006 (23).

[26] 牛建波,李胜楠.控股股东两权偏离、董事会行为与企业价值:基于中国民营上市公司面板数据的比较研究, *南开管理评论*, 2007 (2).

[27] 蔡志岳、吴世农,《董事会特征影响上市公司违规行为的实证研究》,《南开管理评论》,2007(6).

## **NEW EXPLORATION ON THE GOVERNANCE EFFECT OF DIRECTOR BOARD IN FAMILY-CONTROLLED FIRMS**

Li Sheng-nan<sup>1</sup>, Niu Jian-bo<sup>2</sup>

(1.School of Management, Tianjin University, Tianjin, 300072, China; 2.Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin,300071, China)



**Abstract:** When estimating the firm performance we also should consider the variability of corporate performance besides the performance level. Using the data of 2002-2007 listed companies controlled by the family in China this study provides empirical evidence that firms with larger boards have lower variability of corporate performance. The results indicate that board size is negatively associated with the variability of annual accounting return on assets. The results are consistent with the view that it takes more compromises for a larger board to reach consensus, and consequently, decisions of larger boards are less extreme, leading to less variable corporate performance. At the same time, we find that hat board size is negatively associated with the variability of the operating discretionary accruals, which further reduce the variability of the corporate performance.

**Key words:** size of director board; performance variability; communication and coordination problem; agency problem; Integrative analysis

**收稿日期:** 2009-11-29;

**基金项目:** 国家自然科学基金重点项目 (70532001); 国家社科基金项目 (07CJY001); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 (08JJD630007); 天津市十一五社科研究规划课题 (TJGL06-023, TJGL06-077); 南开大学 985 工程“中国企业管理与制度创新”创新基地项目。

**作者简介:** 李胜楠 (1976-), 女, 山东菏泽市人, 管理学博士, 天津大学管理学院讲师, 主要研究方向为公司财务、公司治理, , Email: shengnanli@tju.edu.cn; 牛建波 (1975-), 男, 山东胶南市人, 管理学博士, 南开大学商学院副教授, 现代管理研究所副所长, 主要研究方向为公司治理, Email: jianboniu@nankai.edu.cn.