

具有高管任职经历的独董对投资效率的影响研究

邓志杰^{1,2,3} 周建^{2,1,3,4}

1 南开大学 商学院, 天津 300071;

2. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071;

3. 南开大学中国特色社会主义经济建设协同创新中心, 天津 300071;

4. 南开大学滨海学院, 天津 300071

摘要：独立董事是现代公司治理机制设计中的一个重要组成部分，目的在于减少公司的代理成本、保护中小投资者，同时提高董事会的决策能力。独立董事要发挥其应有的作用，主要体现监督和咨询作用。本文从独董过往的任职经历的视角，以 2012—2016 年间中国 A 股上市公司为研究对象，研究具有高管任职经历的独董对投资效率的影响。研究表明具有高管任职经历的独董能抑制企业的非效率投资，并且对国有企业非效率投资行为的抑制作用要强于民营企业的。

关键词：独立董事；投资效率；高管任职经历

一、引言

投资是企业财务决策的核心问题，企业发展的前提是将股权或债权融资筹措到的资金投资到效率高的项目上去，为企业创造价值，为股东创造财富，根据公司既定政策实现利润的分配。投资效率低下一直是我国上市公司发展过程中面临的问题，具体表现为过度投资和投资不足。过度投资是指投资一些净现值为负或者不能给企业带来盈利的项目，投资不足是指企业放弃净现值为正的投资项目。在公司的投资活动中，非效率投资行为主要表现为过度投资和投资不足这两个方面。一方面，在我国，许多上市公司中存在着严重的过度投资问题（唐雪松等，2007；魏明海和柳建华，2007）。另一方面，受财务、技术和观念等因素的制约，上市公司还存在着投资不足的现象（周伟贤，2010）。

企业的非效率投资行为主要是由于委托代理和信息不对称因素等引发，并且委托代理和信息不对称问题越严重，企业的非效率投资程度也越严重。管理层在做出投资决策时，更可能选择有利于自身利益而不是有利于企业价值的投资项目，从而实现自身价值最大化而非股东价值最大化。理性的投资决策要求管理者考虑项目的资本成本，投资于净现值大于零的投资项目，但是当管理层为了谋取私利而投资于净现值小于零却的项目时就出现了过度投资的情形；而当管理层为了追求短期目标而放弃期限较长但净现值大于零的投资项目时就会造成投资不足。

公司治理是为缓解委托代理和信息不对称而被引入的一系列制

度安排。有效的公司治理能够缓解企业的委托代理和信息不对称问题，从而抑制企业的非效率投资行为。董事会是公司治理的一项重要机制，承担着维护大小股东利益、监督管理层和制定公司战略的责任，而独立董事作为独立的外部人员能够起到更加积极、独立地监督的作用。

二、文献综述、理论分析与研究假设

（一）文献综述

在早期的研究中，国外学者将公司董事区分为简单的外部董事。**Fama and Jensen (1983)** 指出，公司董事会中通常包括大部分的外部董事，即不担任公司内部管理人员的董事，外部董事通过任命、监督管理层来协调管理层与股东间的代理冲突，从而维护公司的利益。他们还认为外部董事良好的声誉有助于其更有效的行使监督职能，降低代理成本。**Baysinger and Butler (1985)** 的研究表明独立董事的比例与公司业绩显著正相关。**Hermalin and Weisbach (1988)** 研究了董事会结构的变化，结果发现外部董事比例高的公司 CEO 更换更频繁，并且当公司的业绩较差时，上市公司会通过增加外部董事、减少内部董事的方式来改善业绩。他们认为，增加外部董事的数量能提高董事会的独立性，更好的发挥监督职能，同时，具有丰富的外部经验的独立董事能够从股东的角度出发为管理层决策提供更多的建议，从而加强公司的经营管理。**Borokhovich et al. (1996)** 也发现公司业绩较差时，外部董事比例高的公司更可能更换 CEO，且股票市场对公司更换 CEO 的决定是正反应。他们的研究表明，外部董事会比内部董事更支持公司决策的重要变化与公司的变革。**Macavory and Millstein (1997)**

利用 1991—1995 年的数据比较了有独立董事与没有独立董事的公司业绩和股东回报的不同，结果发现有独立董事的公司业绩更好，股东收益也更多。Friday and Sirmans（1998）研究了董事会的结构与公司绩效之间的关系，他们的研究发现增加外部董事的比例，增强董事会的多元化可以提高公司的业绩但是，其他学者利用不同年度、地区的数据没有得出独立董事能够改善公司业绩的结论。Yermack（1996）检验了 1984-1991 年间美国 452 家大型工业企业的董事会规模与公司业绩之间的关系，并使用不同的评价指标作为公司业绩的替代变量。结果显示，独立董事比例与托宾 Q 显著负相关，与其他业绩指标之间不存在显著相关关系。Agrawal and Knoeber（1996）研究了包括独立董事制度在内的 7 种不同的公司治理机制对解决代理问题的效果，结果发现，外部董事与公司业绩呈显著负相关关系。Bhagat and Black（1999）也没有发现独立董事比例与公司业绩（托宾 Q）之间存在显著的相关关系。Richardson（2006）对如何抑制过度投资行为进行了研究，他发现通过增持机构投资者股份、完善的独立董事制度可以有效抑制过度投资行为。Ding F, Zhang L（2013）研究发现董事会治理在成熟阶段能够提高公司投资效率。

近年来关于董事会构成及外部董事的研究开始将重点逐渐转移到董事的个体特征上，具体研究金融、法律和政治等背景的独立董事对公司业绩的影响。Easterbrook（1984）认为银行背景的独立董事能够为公司带来更多的融资来源。Hambrick（1987）认为具有相关背景的独立董事能够为公司提供更多的咨询和建议，从而提高公司业绩。

Gilson (1990) 的研究发现, 陷入财务困境的公司倾向于选择具有银行任职经验或其他公司任职经历的外部人员作为独立董事。Mehran (1992) 认为, 具有银行背景的独立董事有助于提高公司的业绩。Brickey et al. (1994) 将独立董事分为高管型、私人投资者、学者、官员、宗教人士化及职业董事, 结果发现职业董事的治理作用最好。Johnson et al. (1996) 认为具有行业专长的独立董事能够为公司的经营战略提供更多的专业意见, 高管型独立董事能够带来更多. 的顯资金来源和管理咨询服务。Coase (1998) 认为, 当公司受到监管时, 管理层希望通过聘任有法律或行政背景的独立董事来帮助公司摆脱监管或减小监管力度。他们的研究将独立董事的治理作用从数量影响细化到了质量的影响, 为上市公司选择聘用何种类型的独立董事来进行更有效的监督提供了依据。

从 2000 年起国内学者开始从不同角度对我国独立董事制度的有效性进行研究, 但是关于独立董事能否提高公司业绩、改善公司治理国内的研究尚未得到一致的结论。胡勤勤和沈艺峰 (2002) 以 2000 年已建立独立董事制度的 41 家上市公司为样本, 研究发现独立董事比例与公司经营业绩之间不具有显著相关性。他们认为独立董事制度的建立不能有效改善公司业绩, 但没有对出现这种现象的原因进行进一步说明。于东智 (2003) 的研究得到同样的结论, 增加独立董事比例未能显著提高公司业绩。他认为这一方面是由于独立董事难以发表独立意见从而在真正意义上对公司决策产生有效影响; 另一方面是由于我国的独立董事本身资源匮乏、缺乏专业背景与足够的精力, 其独

立性也令人怀疑。谭劲松（2003）年研究发现增加独立董事人数有助于提高上市公司业绩，但是独董比例与公司业绩不具有显著相关关系。他还认为如果独立董事从公司中领取固定的、不与业绩相挂钩的薪酬就不会降低公司业绩。王跃堂等（2006）选取 2002—2004 年设立独立董事的 A 股上市公司为样本，发现独立董事比例和声誉与上市公司业绩显著正相关。他们的研究为监管部口要求上市公司保持一定比例的独立董事提供了实证依据。萧维嘉（2009）进一步考虑了独立董事内生性问题对独立董事与公司业绩之间关系的影响，结果发现，控制在独立董事内生性后，二者之间不存在显著相关关系。许为宾等（2017）探究了董事会资本对企业投资效率的影响，发现董事会资本水平的提升有助于改善企业的投资效率，其作用机制在于监督机制和资源效应。

唐清泉等（2005）研究了来自学术界和企业界的独立董事对上市公司业绩的影响。他们发现聘请单一背景的独立董事不能提高上市公司的业绩，只有同时聘请不同职业背景的独立董事，并使他们保持均衡的比例才能使上市公司有良好的业绩表现。王跃堂等（2006）研究结果显示独立董事的行业专长、政治背景以及经济管理背景与上市公司业绩之间不具有显著相关关系。魏刚等（2007）研究表明独立董事的教育背景与上市公司业绩之间没有显著相关关系，而银行背景和行政背景的独立董事比例越高，上市公司的业绩越好。研究结果还发现个人担任多家公司的独立董事不利于其行使监督职能。王兵（2007）研究结果显示具有会计背景独立董事的公司，盈余质量更高，但是结果不显著。这说明会计背景的独立董事有助于公司信息质量的提高，

但影响力度有限。胡奕明和唐松莲（2008）研究发现独立董事的专业背景有助于提高上市公司盈余的质量。赵昌文等（2008）研究了 2006 年 A 股上市公司中家族企业独立董事数量、质量与公司价值之间的关系。他们的实证结果肯定了独立董事的治理作用，并发现具有行业专长、学术背景、行政背景、管理背景以及海外背景的独董与企业价值显著正相关，但是独立董事学历、银行任职经历、会计师与律师执业资格、声誉年龄等与企业价值之间没有显著相关关系。余峰燕和郝项超（2011）选取了 2006—2008 年国有控股的上市公司，研究发现行政背景的独立董事对上市公司的信息质量会产生不利影响。

（二）理论分析与研究假设

独立董事在公司治理中既能通过任命和考核来监督管理层，从而协调股东和管理层之间的委托代理关系(Fama and Jensen, 1983)，又能运用技术经验和专业知识来协助管理层作出正确决策。而独立董事的治理作用在很大程度上取决于其自身的素质，只有详细了解公司决策过程的独立董事才能有效履行决策系统的监督职能。

理论上独立董事可以利用自身所拥有的管理经验和专业知识能力帮助公司在发展中遇到的困境，而且独立董事在董事会的地位以及自身职能可以在公司重要的商业战略的决策中给予帮助。我国实行独立董事制度的初期，公司更多的将其作为咨询，既体现在具体的职能又表现在薪酬上，随着后续法律法规的出台，逐渐明确了独立董事的监督职能，但并不意味着其战略功能随着消失。尤其在公司管理中需要作出适当的决定时可能需要独立董事的专业知识和丰富的经验，也

可以辅助独立董事的监督职能，使得其在效率和效益上更有优势。而且可以通过战略功能帮助公司减少失误增加绩效，并能够防止在制定战略决策是出现内部人控制和侵占小股东利益的情况。

娄芳(2001)总结了国外独立董事的作用，结果发现美国上市公司中担任独立董事的人群主要是其他公司的 CEO、大学校长和退休官员等，这与我国独立董事的构成情况类似。研究还发现，高管型独立董事最受欢迎，这是由于他们掌握了丰富的商业经验，熟知企业经营的实际情况，能够运用市场方面的知识和专业技能解决经营中的问题，帮助企业确定经营战略和政策。因此对于企业而言，这类独立董事更可能有效改进企业经营状况，提升企业价值。Brickley and James(1987), Hermalin and Weisbach(1988)的研究也发现，具有高管背景的独立董事能够为公司发展提供战略建议。因此，高管背景的独立董事一方面作为职业经理人具有丰富的管理经验，更为注重公司的业绩和经营效率，能够从专家的角度对管理层的投资决策发表意见，敢于否决高风险、可能导致公司经营失败的项目，从而减少过度投资的行为。另一方面，高管背景的独立董事会更关注可行的投资方案，从而监督管理层投资于回收期较长但有利可图的投资项目，减少投资不足的行为。William and Brown（1996）认为上市公司因为一些独立董事自身良好声誉以及丰富经验会给予一定优势，所以在选任时更倾向于声望高或更具实践经验的独立董事。Johnson（1996）则是对公司所处的阶段进行分类研究，发现处于成长期的公司更倾向于选择具有行业专长和公司管理经验的独立董事，能够更好地发挥其战略职能。陈旭东和迟

丹凤（2007）、魏刚等（2007）和陈伟民（2009）等从不同的角度研究独立董事的背景对公司的效用，都认为高校背景的独立董事以及科研机构的独立董事能够提升公司绩效，同时也认为独立董事的实践工作经验对独立董事在公司中发挥作用有着至关重要的作用。此外，高管型独立董事会顾及自身的声誉，希望通过参与公司经营决策传达其在管理方面的经验与价值。由此我们提出假设 1:

H1: 其他条件不变下，具有高管任职经历的独立董事越多，企业的投资效率越高。

终极控制人性质决定公司受到的监管和约束，对企业投资行为有不同程度的影响。国有控股上市公司的外部大股东持股比例对非效率投资有消极影响，而民营上市公司则不显著(杨清香等，2010)。陆瑶等(2011)研究发现非控股国有股权公司受监督与约束较小，且更容易获得投资资源，因此过度投资现象更严重，公司业绩也相对较低。李延喜等(2015)实证得出这样的结论，在社会经济正常发展情况下，金融发展和法治治理水平可有效改善上市公司投资效率，且此效果在非国有企业更显著，然而处于经济转型期的国有企业，政府干预、金融环境和法治水平等外部环境会加剧企业非效率投资。申慧慧等(2012)从融资约束的视角出发，研究发现环境的不确定性会影响企业投资效率。环境不确定性加剧国有企业投资过度，进而降低公司价值；而在民营企业则表现为投资不足。程柯等(2012)研究表明提高民营企业独立董事比例更能显著改善公司投资效率。龚光明等(2014)认为公司特有风险会显著制约企业投资行为，且国有企业管理者风险偏好对

企业投资率具有正向调节作用。以上分别从股东持股、融资约束、企业风险等角度阐述了我国学者在投资效率方面的贡献，可以看出，产权制度对上市公司投资行为的影响存在差异。由此本文提出假设 2：

H2: 相对于民营企业，具有高管任职经历的独立董事国有企业对企业的非效率投资行为抑制作用更强。

三、研究设计

（一）样本选择

本文选取年深沪 A 股上市公司作为研究对象，并按以下程序进行数据的筛选：（1）由于金融行业的特殊性，首先剔除了金融类公司样本；（2）剔除 ST 类公司、数据不完整或数据存在差错的样本；（3）对所有连续变逐年按上下比例进行了处理；（4）剔除当年上市或观测值不满 5 年的公司。研究数据主要来源于手工收集和 CSMAR 数据库，最终获得 1862 个样本。为了减弱极端值带来的影响，本文对连续变量上下 1%分位数进行了 winsorize 缩尾处理。数据用 STATA14.0 进行处理。

（二）研究设计

（1）主要变量定义

1. 具有高管任职经历独立董事的界定

独立董事是指在企业内部不担任职务，与企业管理层没有业务联系，对企业事务能做出独立判断的董事。之所以设立独立董事，在于独立董事具有独立性。独立性的含义包括独立的身份和独立的判断。独立的身份是指独立董事由股东大会产生，不能由大股东推荐或委派，

不代表任何个别大股东的利益。作为利益相关者的代表，独立董事享有对董事会决议的表决权和监督权。独立的判断是指独立董事能够独立表示其意愿，不会受到利益集团的干涉，能够维持各方利益的均衡。因此，在公司重大问题上，独立董事能从公司整体利益出发，对董事会议案做出独立的意愿表示，以确保董事会决策考虑到所有股东的利益。

具有高管任职经历独立董事的界定是本文须首要解决的问题。根据以往研究经验和《公司法》的定义，本文以曾在上市公司担任过董事、监事和高管的独立董事为具有高管任职经历的独立董事。

2.企业投资效率的衡量

根据现有文献可知，关于非效率投资的度量模型主要有三个：

(1)投资现金敏感性(FHP)模型。该模型通过固定资产的投资与其自由现金流的敏感性来衡量企业面临的融资约束程度，从敏感性的角度来衡量企业拥有大量自由现金流时的投资行为。尽管 FHP 模型被学术界广泛使用，但该模型用于检验企业的投资效率时并不够准确。首先，它不能直接测量投资效率。因为在实务中无法区分投资支出与自由现金流的敏感性是由过度投资还是投资不足引起。其次，模型只考虑了融资约束这一个影响投资现金流敏感性的因素，而忽略了其他一些例如企业性质、公司规模、所在行业等相关因素。此外，模型中对投资机会变量 x 的要求是，能预测每一增加单位投资在未来能创造的自由现金流，而我国股票市场的弱有效性使得股票价格无法有效发挥其预测作用。

(2)现金流与投资机会交乘项判别(Vogt)模型。该模型以投资机会(Tobin's Q)、现金流及交互项来检验投资现金敏感性,从而判断企业是投资过度还是投资不足。当投资机会低的情况下,投资现金流与投资机会的交互项负相关表示投资过度,而当企业投资机会高时,投资现金流和投资机会的交互项正相关则便是投资不足。该方法不足之处在于:它只能判断企业是过度投资或者投资不足,但不能检测出企业过度投资或投资不足的程度。另外,由于我国股票市场缺乏有效性,因此以托宾 Q 值来度量企业的投资效率容易产生度量误差。

(3)残差度量(Richardson)模型。该模型用残差来衡量企业非效率投资的程度,弥补了上述两个模型无法具体量化非效率投资程度这一不足。Richardson(2006)利用会计方法,构建了一个包含投资机会、资产负债率、现金流、公司规模、公司经营年限、股票收益、上年新增投资等相关解释变量的最优投资模型。若模型残差项大于 0 则表示企业为过度投资;若残差小于 0,则表示企业为投资不足,其数值则表示过度投资或投资不足的程度。但此方法没有考虑代理冲突和信息不对称等其他因素对投资行为的影响,且模型中引入上年度新增投资依据不足,所以检验样本如果整体上存在投资过度或投资不足时采用该模型会存在系统性误差等问题。尽管如此,由于该模型能使人们更加直观地衡量出企业的非效率投资程度,因而在学术界被广泛使用(张功富和宋献中, 2009)。

本文采用理查德森(Richardson,2006)的模型与方法。具体模型(1)如下:

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{t-1} + \alpha_2 LEV_{t-1} + \alpha_3 GROWTH_{t-1} + \alpha_4 CASH_{t-1} + \alpha_5 RET_{t-1} + \alpha_6 AG$$

$$E_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + YEAR + INDUSTRY + \varepsilon$$

(2) 变量衡量

本文计量模型所涉及的主要变量的定义与说明如下：

因变量

ABSINV 为非效率投资额的绝对值

自变量

根据董事会中独董具有高管任职经历的人数占独董人数的比例，设置变量 **JOB**。

控制变量

资产负债率 (**LEV**)。Jensen(1986)认为，增加债务融资可减少企业的闲置资金，抑制管理人员的过度投资的机会主义行为。童扮和陆正飞(2005)研究也发现负债比例越高的企业，投资规模越小。

公司规模(**SIZE**)。公司的规模不同，管理层过度投资和投资不足的程度也不同。辛清泉等(2007)、吕长江和张海平(2011)的实证结果都表明，公司规模越大，过度投资的现象越严重。

现金持有水平(**CASH**)。Fazzari et al.(1988),Strong and Meyer(1990)的研究都支持投资规模对现金流之间的敏感性。辛清泉等(2007)、姜付秀等(2009)的研究都控制了现金持有水平对非效率投资的影响。

投资机会 (**GROWTH**)。公司面临的投资机会将影响其投资规模，机会越多，规模越大。国外学者(如，Richardson,2006)通常把托宾 Q 作为投资机会的替代变量，国内学者(如：姜付秀等，2009)更多的

使用营业收入增长率表示投资机会。辛清泉等(2007)同时研究了托宾Q和营业收入增长率对投资的影响,结果发现营业收入增长率的影响更为显著。因此,本文选择营业收入增长率表示投资机会。

公司业绩(RET)。业绩好的公司,更有意愿和能力扩大生产规模。辛清泉等(2007)、程新生等(2012)都把股票回报率作为公司业绩的替代变量,并且发现股票回报率越高的公司,投资规模与公司业绩显著正相关。

股权集中度(SHARE)。股权集中度反映了公司股权的分布情况,周伟贤(2010)发现第一大股东持股比例与非效率投资成U型曲线关系,本文使用第一大股东的持股比例表示股权集中度。

企业产权(SOE)。公司的产权性质会影响独立董事背景特征与投资效率之间的关系,根据控股股东的性质将样本分为国企和非国企。

年度(YEAR)。虚拟变量,控制年度的影响。

行业(INDUSTRY)。虚拟变量,控制行业的影响。根据证监会行业分类,一共分为21类。

变量名	定义
INV _t	投资水平,取t年(构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金—处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金)/t年期初总资产
SIZE _{t-1}	公司规模,取t-1年末资产总额的自然对数
LEV _{t-1}	财务杠杆,取t-1年末的资产负债率
GROWTH _{t-1}	公司成长性,取t-1年的营业收入增长率
CASH _{t-1}	现金持有水平,取t-1年末货币资金与交易性金融资产之和/总资产
RET _{t-1}	市场业绩,取t-1年股票的年回报率
AGE _{t-1}	公司成熟度,截止t-1年末公司上市的年限
INV _{t-1}	滞后一期的投资水平,取t-1年(构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金—处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金)/t-1年期初总资产
ABSINEFF _t	非效率投资额的绝对值

JOB _t	董事会中独董具有高管任职经历的人数占独董人数的比例
LEV _t	财务杠杆，取 t 年末的资产负债率
SIZE _t	公司规模，取 t 年末资产总额的自然对数
CASH _t	现金持有水平，取 t 年末货币资金与交易性金融资产之和/总资产
GROWTH _t	公司成长性，取 t 年营业收入增长率
RET _t	市场业绩，取 t 年股票的年回报率
SHARE _t	t 年末高管人员持股比例
SOE	产权性质，表示上市公司第一大股东的最后控股股东的类别。股东类别为国有控股时取 1，否则取 0
YEAR	年度虚拟变量，分别设 Y2012，Y2013，Y2014，Y2015，Y2016 五个年度虚拟变量
INDUSTRY	行业虚拟变量，按中国证监会行业分类设置，共 20 个虚拟变量

（三）模型设计

在估算出公司的资本投资非效率部分后，笔者构建模型（2）检验假设 H1。

$$ABSINFF_t = \alpha_0 + \alpha_1 JOB_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 LEV_t + \alpha_4 GROWTH_t + \alpha_5 CASH_t + \alpha_6 RET_t + \alpha_7 AGE_t + \alpha_8 INV_t + \alpha_9 SHARE_t + \alpha_{10} SOE_t + YEAR + INDUSTRY + \varepsilon$$

构建模型（3）检验假设 H2。

$$ABSINFF_t = \alpha_0 + \alpha_1 JOB_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 LEV_t + \alpha_4 GROWTH_t + \alpha_5 CASH_t + \alpha_6 RET_t + \alpha_7 AGE_t + \alpha_8 INV_t + \alpha_9 SHARE_t + \alpha_{10} SOE_t + \alpha_{11} SOE_t * JOB_t + YEAR + INDUSTRY + \varepsilon$$

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表 1 是基于投资水平估计模型(模型 2)样本变量的描述性统计。从表中可以看出从 2012-2016 年 1862 个样本中，公司年度新增投资 (INV_t)最小为-0.041，最大为 0.354，标准差为 0.056，这表明了不同的公司年度 INV_t 存在适度差异。非效率投资 ABSINV，最大值为 0.429，最小值为 0.002，均值为 0.105。具有高管任职经历的独董 (JOB) 的平均值为 0.641，这说明大部分公司的独董具有高管任职经历。SIZE_t

是资产规模，分布在 19.519-26.054 之间，均值是 22.249。LEV_t 代表本年度资产负债率，均值为 0.464，这说明上市公司的平均资产负债率为 50%。样本公司营业收入增长率（GROWTH_t）平均为 0.145，最小为-0.567，最大为 4.310，中位数为 0.070，这说明大部分公司在上一年度实现了营业收入的增长，平均增长率达到 14.5%。样本公司的现金持有水平（CASH_t）最高达到 0.587，最小为 0.009，平均为 0.149。股票回报率（RET_t）均值为 0.142，中位数为 0.051，最小为-0.631，最大为 1.999，说明股票市场两极分化的现象严重。AGE_t 代表公司成熟度，截止到本年样本公司平均上市 11.892 年，这说明样本公司基本上为成熟的公司，不存在 IPO 效应。

表 1 描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Med	Max
ABSINV	9119	0.105	0.077	0.002	0.092	0.429
JOB	9305	0.641	0.276	0.000	0.667	1.000
INV	9119	0.052	0.056	-0.041	0.035	0.354
SIZE	9119	22.249	1.212	19.519	22.099	26.054
GROWTH	9119	0.145	0.421	-0.567	0.070	4.310
CASH	9119	0.149	0.111	0.009	0.118	0.587
RET	9119	0.142	0.445	-0.631	0.051	1.999
SOE	9305	0.477	0.499	0.000	0.000	1.000
AGE	9248	11.892	6.016	2.000	12.000	23.000
SHARE	9212	0.033	0.089	0.000	0.000	0.535
LEV	9119	0.464	0.207	0.056	0.462	0.933

资料来源：本文整理

（二）相关性统计分析

表 2 报告了主要研究变量间的相关性分析结果，其中，上半角对应 Spearman 相关系数，下半角对应 Pearson 相关系数。

表 2 主要变量的相关系数

	ABSINV	JOB	LEV	GROWTH	CASH	RET	SOE	SHARE	SIZE
ABSINV		-0.0059	-0.0263	0.0317	0.0216	-0.0385	-0.0293	0.0415	0.0138

JOB	-0.0122		0.0366	0.0248	0.0079	-0.0028	0.0360	0.0024	0.1004
LEV	-0.0025	0.0360		-0.0090	-0.3422	0.0227	0.2480	-0.2127	0.4985
GROWTH	0.0380	0.0066	0.0157		0.0809	0.0181	-0.1379	0.1705	0.0616
CASH	0.0171	-0.0069	-0.3628	0.0309		-0.0236	-0.0513	0.0835	-0.1743
RET	-0.0333	0.0047	0.0179	0.0249			0.0244	-0.0572	-0.0919
SOE	-0.0073	0.0395	0.2480	-0.0967	-0.0560	-0.0049		-0.4297	0.2887
SHARE	0.0100	-0.0245	-0.1995	0.0837	0.0520	-0.0242	-0.3412		-0.1332
SIZE	0.0589	0.1020	0.4895	0.0412	-0.1709	-0.0934	0.2914	-0.1984	

资料来源：本文整理

(三) 多元回归分析

表 3 列示了具有高管任职的独立董事影响企业投资效率的多元线性回归分析结果。结果显示，具有高管任职的独立董事抑制企业的非效率投资(T 值=-2.28, 系数=0.022), 具体而言在 5%的水平下显著。假设 1 得到验证。

交叉项 (JOB*SOE) 的系数为 0.119, T 值等于 1.56。相对于民营企业，具有高管任职独董的国有企业对非效率投资的抑制作用更强。假设 2 成立。

表 3 多元回归分析

ABSINV	Coef.	Std.Err.	t	P> t	[95% Conf. Intervall]
JOB	-0.009128	0.0039988	-2.28	0.022	-0.0169667 -0.0012894
LEV	-0.0134766	0.0052187	-2.58	0.010	-0.0237066 -0.0032467
SIZE	0.0044864	0.0008366	5.36	0.000	0.0028465 0.0061263
CASH	0.0057151	0.008219	0.70	0.487	-0.0103961 0.0218264
GROWTH	0.0053062	0.0019849	2.67	0.008	0.0014153 0.0091972
RET	-0.0059857	0.0021706	-2.76	0.006	-0.0102407 -0.0017307
SHARE	0.0060863	0.0099448	0.61	0.541	-0.0134079 0.0255806
SOE	-0.0099932	0.0042118	-2.37	0.018	-0.0182493 -0.001737
JS	0.0091847	0.0058925	1.56	0.119	-0.0023661 0.0207354

注：“*”、“**”和“***”分别表示在 0.1、0.05 和 0.01 的水平下统计显著。

资料来源：本文整理

四、结论与不足

（一）研究结论

独董的任职经历如何影响企业行为是近期公司财务研究的热点问题，本文选择 2012-2016 年这五年之间的中国资本市场 A 股上市公司为样本，以独立董事的高管任职经历为切入点，采用 OLS 模型分析其对企业投资效率的影响。研究表明，具有高管任职经历的独立董事能够显著提高了企业投资效率，具体表现为抑制企业的非效率投资行为。细分企业性质后发现，在国有控股企业中，具有高管任职经历的独立董事抑制企业非效率投资行为的作用更加明显。本文丰富了中国情境中独立董事履职机理问题的理解，也有助于科学认识独立董事制度有效性这一理论和现实问题。

通过以上研究结论本文得出如下建议及启示，首先，从企业层面来讲应不断贯彻和落实《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》切实加强独立董事对企业投资项目的咨询、建议的作用有效提升企业项目投资效率同时，需不断完善其人力资源管理体系如在独立董事任命中，充分考虑到过往的任职经历等因素综合考察独立董事的全面素质。其次，从投资者保护层面来讲投资者可根据上市公司年报中披露的有关独立董事的个人简历信息对上市公司的项目投资情况产生更为理性的认识，有效甄别上市公司项目投资效率，使其避免盲目投资。最后，从理论层面来讲理论工作者可充分借鉴本文独立董事过往任职经历对企业投资效率的经验证据，进一步拓展该领域研究，以丰富、完善“高层梯队理论”的经验证据。

（二）研究不足

本研究的局限主要在于：首先，本文将产权性质区分为国有与民营两类，这种划分线条是粗放的。不同级别政府控制下的国有上市公司在独立董事机制的作用路径方面可能存在差异，因此未来研究可进一步结合政府级别考察独立董事机制对投资效率的影响。其次，独立董事具有高管任职经历除可以改善企业投资效率外，可能还会对现金股利发放、政府补贴获取、审计师选择等众多企业行为产生影响。最后，独立董事过往的高管任职企业是否与当前公司在同一行业，也会影响到独立董事的咨询作用。以上均是未来进一步研究的方向。

参考文献:

- [1] 谢志明,易玄.产权性质、行政背景独立董事及其履职效应研究[J].2014(9):60-67
- [2] 胡奕明,唐松莲.独立董事与上市公司盈余信息质量[J].管理世界.2008(9):149-160
- [3] 曲亮,章静,郝云宏.独立董事如何提升企业绩效——立足四层委托—代理嵌入模型的机理解读[J].2014(7):109-121
- [4] 陈运森,谢德仁.董事网络、独立董事治理与高管激励[J].金融研究.2012(2):168-182
- [5] 许为宾,周建.董事会资本影响企业投资效率的机制——监督效应还是资源效应[J].经济管理,2017(5):67-84
- [6] 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
- [7] 王兵.独立董事监督了吗?基于中国上市公司盈余质量的视角[J].金融研究.2007(1):109-121
- [8] 周建,吴长军,袁德利.独立董事人力资本与竞争优势关系研究——来自中国在美上市公司的经验[J].证据珞珈管理评论,2015(1)
- [9] 胡勤勤,沈艺峰.独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩[J].世界经济,2002(7):55-62
- [10] 许为宾,周建.企业投资效率研究综述[J].现代管理科学,2017(1):12-14
- [11] 娄芳.国外独立董事制度的研究现状[J].外国经济与管理.2001(23):24-29
- [12] 魏刚,肖泽忠,Nick Travlos,邹宏.独立董事背景与公司经营绩效[J].经济研究.2007(3):92-105
- [13] 李鑫.中国上市公司过度投资行为、程度与形成机理[J].山西财经大学学,2007(6):107-111
- [14] 余峰燕,郝项超.具有行政背景的独立董事影响公司财务信息质量么?——基于国有控股上市公司的实证分析[J].南开经济研究,2011(1):120-131
- [15] 于东智.董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析[J].中国社会科学,2003(3):29-41
- [16] 萧维嘉,王正位,段著.大股东存在下的独立董事对公司业绩的影响——基于内生视角的审视[J].南开管理评论,2009(2):90-97
- [17] 谭劲松,李敏仪,黎文靖,郑巧,吴剑琳,梁羽.我国上市公司独立董事制度若干特征分析[J].管理世界 2003(9):110-121
- [18] 赵昌文,唐飘英,周静,邹辉.家族企业独立董事与企业价值——对上市公司独立董事制度合理性的检验[J].管理世界 2008(3):119-126
- [19] 杨清香,俞麟,胡向丽.不同产权性质下股权结构对投资行为的影响——来自中国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2010(7):152-150
- [20] 陆瑶,何平,吴边.非控股国有股权、投资效率与公司业绩[J].清华大学学报,2011(4):513-520
- [21] 李延喜,曾伟强,马壮,陈克兢.外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J].南开管理评论,2015(1):25-36
- [22] 申慧慧,于鹏,吴联生.国有股权、环境不确定性与投资效率[J].经济研究,2012(7):113-126

- [23] 程柯,陈志斌,赵卫斌.产权性质、独立董事机制与投资效率——来自中国 A 股非金融类上市公司的经验数据[J].技术经济,2012(3):103-109
- [24] 龚光明,曾照存.产权性质、公司特有风险与企业投资行为[J].中南财经大学学报,2014(1):137-144
- [25] 张功富,宋献中.我国上市公司投资: 过度还是不足——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量[J].会计研究,2009(5)
- [26] 陈伟民.独立董事职业背景与公司业绩[J].管理世界(月刊),2009(3):182-183
- [27] 陈旭东,迟丹凤.上市公司独立董事与公司业绩相关性的实证研究[J].财会通讯(学术版),2007(8):8-14
- [28] 欧阳凌,欧阳令南,周红霞.股权制度安排、信息不对称与企业非效率投资行为[J].当代经济科学,2004,27(4):72-78
- [29] Richardson,Scott Anthony.2003.Corporate governance and the over-investment of surplus cash[J].Journal of political economy.
- [30] Myers Stewart C,Nicholars S. Majluf.1984.Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.Journal of Financial Economics.13:187-222
- [31] Agrawal,A.,&Knoeber,C.R.1996.Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. Journal of financial and quantitative analysis,31(03):377-397.
- [32] Baysinger,B.D.,&Butler,H.N..1985.Corporate governance and the board of directors:Performance effects of changes in board composition.JL Econ.&Org.,1:101.
- [33] Bhagat,S.&Black,B.1999.The uncertain relationship between board composition and firm performance.The Business Lawyer,921-963.
- [34] Borokhovich,K.A.,Parrino,R.,&Trapani,T.1996.Outside direction and CEO selection.Journal of Financial and Quantitative Analysis,31(03):337-355.
- [35] Brickley,J.A.,Coles,J.L.,&Terry,R.L.1994.Outside direction and the adoption of poison pills.Journal of Financial Economics,35(3):371-390.
- [36] Coase,R.1998.The new institutional economics.American Economic Review,72-74.
- [37] Fama,E.F.,&Jensen,M.C.1983.Separation of ownership and control.Journal of Law and Economics,301-325.
- [38] Friday,S.H.,&Sirmans,S.G.1998.Board of director monitoring and firm value in REITs.Journal of Real Estate Research,16(3):411-428.
- [39] Gilson,S.C.1989.Management turnover and financial distress.Journal of Financial Economics,25(2):241-262.
- [40] Hambrick,D.C.1987.The top management team:key to strategic success.California Management Review:30(1).
- [41] Jensen,M.C.1986.Agency costs of free cash flow,corporate finance,and takeover.The American Economic Review,323-329.
- [42] Jensen,Meckling.1976.Theory of the firm:managerial behavior, agency costs,and capital structure[J].Journal of Financial Economics,3:305-336
- [43] Hermalin,B.E.,&Weisbach,M.S.1988.The determinants of board composition.Rand Journal of Economics,19(4):589-606.

- [44] Easterbrook, F.H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4):650-659.
- [45] Macavoy, P.W., & Millstein, I.M. 1999. The active board of directors and its effect on the performance of the large publicly traded corporation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4):8-20.
- [46] Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of direction. *Journal of Financial Economics*, 40(2):185-211.
- [47] Brickley, J.A., & James, C.M. 1987. The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking. *Journal of Law and Economics*, 161-180.
- [48] William O., Brown J. Exit, 1996. Voice and the role of corporate directors, evidence from acquisition performance [J]. *Working Paper in Economics*, Claremont Colleges
- [49] Richardson, S. Over- investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 2006.