



# 海峡两岸独立董事设置对企业绩效的影响 ——基于政策实施的视角

朱健齐<sup>1</sup>, 李天成<sup>2</sup>, 孟繁邨<sup>2</sup>, 翁胤哲<sup>3</sup>

1 汕头大学 商学院, 广东 汕头 515063

2 华南农业大学 经济管理学院, 广州 510642

3 哈尔滨工业大学 管理学院, 哈尔滨 150001

**摘要:**董事会作为上市公司监督和决策的重要机构,其独立性至关重要。为了加强内部监管,规避大股东内部控制导致的对中小股东的利益侵占,独立董事制度已经成为不同公司治理模式的共同取向。独立董事制度能否以及如何提升企业绩效一直是学术界争论的焦点,也是近年来以独立董事制度取代原有公司监察人和监事会制度所积极深入剖析的主要课题,因此有必要进一步探讨董事会独立性的作用。

政策的推行依赖社会制度和法制环境,海峡两岸面临不同的社会制度以及处于不同法制和金融环境。从推行独立董事这一政策视角入手,选取2002年至2015年中国大陆965家上市公司和2002年至2006年台湾地区1102家上市公司为样本,运用独立样本t检验、多元线性回归模型和分段回归模型,研究强制设置独立董事的政策对企业绩效的影响,并就海峡两岸间的差异进行对比。

研究结果表明,①强制推行独立董事制度在海峡两岸均会提升上市公司的绩效,但台湾地区受政策影响的企业绩效提升作用更明显;海峡两岸在证券市场的成熟度、监管和信息披露的有效性以及公司治理的代理问题等方面存在差异,中国大陆虚设独立董事的现象影响了其企业绩效的提升。②按照上市公司独立董事人数是否符合证监会规定进行分组,对比分析后发现,中国大陆强制设置独立董事的制度推行后,独立董事比例低于国家法规强制设置比例的上市公司,增加独立董事人数会对其资产报酬率有提升作用。

董事会独立性作为公司治理研究的拓展,具有重要的理论意义和现实意义。研究结果为理解和评估中国推进上市公司独立董事制度改革的政策效果提供新视角和新证据,海峡两岸间的对比为英美公司治理制度全盘移植于新兴市场提供参考。研究结果对支持法规强制设置独立董事政策有积极支持作用,海峡两岸公司治理制度在双轨制与委员会制度并存之际,此研究对许多尚未探讨的制度性选择问题有一定的借鉴意义。

**关键词:**独立董事;政策;法规强制设置;企业绩效;海峡两岸

**中图分类号:**F275

**文献标识码:**A

**doi:**10.3969/j.issn.1672-0334.2017.04.002

**文章编号:**1672-0334(2017)04-0017-13

**收稿日期:**2017-02-28 **修返日期:**2017-06-17

**基金项目:**国家自然科学基金(71532004);汕头大学人文科研启动经费(STF14003);汕头大学粤台企业合作研究院重大基金

**作者简介:**朱健齐,管理学博士,汕头大学商学院副教授,研究方向为金融与法律和公司治理等,代表性学术成果为“Corporate governance and mergers and acquisitions performance in banks: evidence under the special regulatory environment in Taiwan of P. R. China”,发表在2016年第10期《Emerging Markets Finance and Trade》,E-mail:jqzhu@stu.edu.cn  
李天成,华南农业大学经济管理学院博士研究生,研究方向为农村金融和公司治理等,E-mail:lycmfc@163.com  
孟繁邨,华南农业大学经济管理学院博士研究生,研究方向为农村金融等,E-mail:mfc\_105@163.com  
翁胤哲,管理学博士,哈尔滨工业大学管理学院讲师,研究方向为财务管理、投资学和行为财务学等,代表性学术成果为“Have enhanced index funds truly have improved performance? Evidence from the Chinese market”,发表在2017年第4期《Emerging Markets Finance and Trade》,E-mail:ycw@hit.edu.cn

## 引言

在内部监督机制不完善的背景下,全面实行独立董事制度是中国上市公司治理机制改革过程中的一项重要举措。独立董事制度最早起源于美国,至20世纪70年代和80年代已成为美国公司的普遍选择。1993年上市的“青岛啤酒”设立了2名独立董事,这成为中国独立董事制度的开端。2001年8月16日,证监会正式宣告在中国境内上市公司中全面强制性引入独立董事制度。而台湾地区规定从2002年2月起新上市(柜)的公司设置独立董事,主管机关“金管会”于2007年1月追加规定,金融业和实收资本额达一定金额以上的上市(柜)公司应设置独立董事,2011年适用范围再次扩大,强制设置独立董事制度自此全面引入台湾地区。

独立性是董事会的灵魂,也是公司治理有效性的基础<sup>[1]</sup>,董事会独立性一直以来都是公司治理领域研究的热点。学者们从独立董事比率和数量、内外部董事比率等结构性指标探讨董事会独立性与公司绩效和价值等的关系。BEASLEY<sup>[2]</sup>、CORE et al.<sup>[3]</sup>、WEISBACH<sup>[4]</sup>和李维安等<sup>[5]</sup>的研究证明了独立董事的积极作用;也有不少学者质疑独立董事的功能,KLEIN<sup>[6]</sup>和CHEN et al.<sup>[7-8]</sup>发现独立董事与企业绩效存在负相关关系。海峡两岸同属大陆法系且制度变迁背景相近,因此进行立法比较研究和制度分析的学者,多针对独立董事制度的监督效果和对监事会(台湾地区称监察人)的替代作用,采取质疑立场或提出不应立法强制的建议<sup>[9-12]</sup>。

中国独立董事制度改革可以视为外生的政策性冲击,海峡两岸出台相关政策10余年来,在股权高度集中、大股东一股独大的背景下,独立董事在董事会所占比例仍相对较低。在独立董事对公司绩效影响的众多研究中,对独立董事制度的效果并未形成统一的研究结论。有学者认为,独立董事在董事会所占比例相对较低的原因可能与风俗民情及控制权集中于少数股东的股权结构有关<sup>[13]</sup>。海峡两岸的董事会结构迥异于英美国家,公司法同样采取双轨制,为了减少独立董事对其“掏空”活动的掣肘,大股东容易利用其在董事会决策中的控制力来影响独立董事的选聘过程<sup>[14]</sup>,但并无相关研究从法规政策推动的观点加以分析,并在法律和文化背景相似的不同新兴经济体之间进行比较研究。本研究采取实证分析方法,对受强制约束需设置独立董事的公司以及未被强制者在法律和文化背景相似的海峡两岸进行对比,评估在不同文化、区域和股票市场下,董事会独立性及其规范对企业绩效产生的影响,为理解和评估中国推进上市公司独立董事制度改革的政策效果提供新视角和新证据。

## 1 相关研究评述

较多学者对独立董事比例与企业绩效存在显著正相关的观点持怀疑态度。AGRAWAL et al.<sup>[15]</sup>考察影响代理问题的要素(包含内部人、大股东或法人的

持股、独立董事、资本结构、经理人劳动市场及公司控制权市场)发现,在考虑各要素的相关性之后,独立董事是唯一不具有提升企业价值的;BHAGAT et al.<sup>[16]</sup>以美国900多家公开发行股票的公司作为实证样本,发现董事会独立性与公司绩效存在显著的负相关关系,董事会的独立性越高对于绩效的负面影响越大;谭庆美等<sup>[17]</sup>同样发现,作为代理人的管理层对企业的经营决策和企业价值的创造过程具有重要影响,独立董事对企业价值具有显著负向影响;WANG et al.<sup>[18]</sup>认为立法并未增强或削弱独立董事与公司绩效的负相关关系,设置独立董事制度的必要性受到质疑。

也有很多学者认同独立董事的正面意义,董事会规模越小,独立董事比例越高,越能对企业起到有效的治理作用<sup>[19]</sup>。CHOU et al.<sup>[20]</sup>研究表明,符合规制要求的独立董事在加入新的董事会后,企业的下一期资产回报率会取得显著的增长。另外,排名靠前的独立董事更可能投反对票,特别是针对财务报告的问题,因而授权独立董事有利于增加企业价值<sup>[21]</sup>。

对于独立董事与企业价值或企业绩效之间的复杂关系,相关研究给出多种不同的解释。FICH et al.<sup>[22]</sup>以美国规模以上企业为研究对象,发现身兼其他企业首席执行官(CEO)职务的外部董事,对于企业价值的提升胜过其他外部董事。相反,FICH et al.<sup>[23]</sup>从时间配置的角度研究表明,当独立董事身兼过多职务时,董事会的运作将失去效能,而该类独立董事的比例也与企业绩效(包含财务和会计绩效)存在反向关系。当总经理(CEO)对于董事成员的遴选具有干预权时,除独立董事被聘请的机率下降之外,被聘请的独立董事无法发挥有效监督作用,其独立性的表面效果大于实质发挥的功能<sup>[24]</sup>。WINTOKI<sup>[25]</sup>和DUCHIN et al.<sup>[26]</sup>从企业信息取得的难易程度来解释独立董事的价值,当信息披露不足或取得不易时,增加独立董事将有损企业绩效。

由于海峡两岸在证券市场的成熟度、监管和信息披露的有效性以及公司治理的代理问题等方面存在差异,相同的公司法制框架和企业股权结构对企业绩效会产生差异性的影响。针对中国大陆市场的研究中,曲亮等<sup>[27]</sup>发现独立董事人数和比重对民营企业 and 国有企业绩效均存在显著影响;胡晓明等<sup>[28]</sup>研究表明,独立董事薪酬水平、独立董事兼职家数和独立董事异地化程度均与公司绩效显著相关。然而,戴亦一等<sup>[29]</sup>发现,上市公司中独立董事的设置受到国家政策影响,大多未从公司的实际情况加以考虑,导致独立董事起到的作用有限。对台湾地区市场的研究中,方俊儒等<sup>[30]</sup>分别从理论模型、新股折价和盈余质量的角度评估强制设立独立董事的效果;LIN et al.<sup>[31]</sup>通过实证发现,台湾地区上市公司独立董事比例与公司经营业绩呈正相关,认为独立董事制度是实际有效的;陈晓蓉<sup>[32]</sup>认为上市公司设置独立董事不仅可以显著提升多重利害关系人的治理

程度,也有益于提升市场绩效和会计绩效;杜荣瑞等<sup>[33]</sup>通过访谈和问卷调查发现,独立董事的独立性及其影响力对于企业绩效似乎并无正面的影响。另外,CHOU<sup>[34]</sup>认为台湾地区独立董事在履行职责时受多方面因素约束,其很难摆脱强大控股股东的影响,并在执行监督任务时遇到信息不足等困难,独立董事对台湾地区上市公司进行有效监督的难度较大;LIN<sup>[35]</sup>认为台湾地区和中国大陆目前监管机制尚未完善,未能实现独立董事制度的立法目标。

通过对已有研究的梳理发现,海峡两岸在独立董事制度对公司绩效的作用上并没有形成统一的结论,关于强制设置独立董事的政策效应研究也存在争议。基于上述看法的分歧,强制设置独立董事政策对企业绩效的影响有待实证研究检验。政策的推行依赖社会制度和法制环境,海峡两岸面临不同的社会制度及处于不同法制和金融环境,导致相同的政策也许会产生不同的效果。已有研究对海峡两岸政策实施效果的对比研究较少,因此本研究拟从此视角入手,在比较分析海峡两岸不同金融市场的基础上,研究强制设置独立董事政策的实施对企业绩效的影响。

## 2 理论分析

委托-代理理论和资源支持理论认为,引入独立董事制度提高了董事会的决策能力和对公司经营管理的监督作用。独立董事以兼职方式为企业工作,在声誉机制的辅助约束下,独立董事与公司没有关联,外部董事因其更高的客观性能有效地行使监督职能,降低现代公司制所面临的代理成本。独立董事所占比例较大可能会使其意见和建议受到较多的关注和重视,而董事会中独立董事人数较多有利于减少公司管理层与股东之间的代理问题<sup>[36-37]</sup>,独立董事的数量、专业性和资历均会提升公司的管理效率<sup>[22,38-39]</sup>,有助于提升企业绩效。

以政策或法规强制公司设置独立董事存在必要性。海峡两岸推行强制设置独立董事的政策,立法理由均为提升公司治理水平、增进企业绩效及保障散户和投资者的权益。通过委托-代理理论和资源支持理论可知,独立董事设置能否起作用与独立董事的独立性和制度环境的制约有关。中国大陆资本市场里的独立董事常常面临一股独大和内部人控制的局面,很难保证其具有较高的业务能力和独立性。陈业宁等<sup>[40]</sup>以模型推论得出,要提升政策的有效性,政府应进一步规范独立董事需要符合的专业条件。但另一方面,政策强制增设新的独立董事会产生额外的董事行为差异和破坏董事会行使权力的连续性,从而当企业需要迅速决策时,各方协调的时间更长,增设独立董事的绩效结果就可能是负面的。强制(非自愿)设立独立董事可能导致独立董事数量偏离实际需要,独立董事与企业绩效之间可能存在的正相关性也因此而减弱。苏泉仲<sup>[41]</sup>从实证中发现,台湾地区上市公司在自愿设置独立董事后,企业

存在放弃设置比例过高的现象,因而提出强制政策仍是维持独立董事制度的必要条件。

外部的因素(如法制环境)对独立董事制度和股东权益保障的运行效果具有重要意义,法律环境的差异会影响企业的行为。PORTA et al.<sup>[42]</sup>发表了一系列有关法律与财务学的奠基性文章,探讨法律制度与金融市场活动间的相互影响。在全球公司治理趋同化趋势下,政府若通过制定完善的法律制度保护投资者,将提高市场的活跃度,是影响资本市场活动的重要因素。但不同的法系地区其法律保护和法律规则的设计存在系统性差异,这种法律环境的差异会影响企业行为和政策效果。具体分析,即相同的董事会结构往往因相异的法律环境而产生不同的效能。在法制环境对独立董事制度与公司绩效的影响机制研究中发现,政府治理和法制环境的改善能弱化高管权力对公司治理效率的负面影响<sup>[43]</sup>。

海峡两岸同属大陆法系且制度变迁背景相近,但实际上法律和政策的习惯却存在差异,导致独立董事政策的设计不尽相同,这为对比海峡两岸独立董事政策提供了基础。由于海峡两岸具体情况的差异,会进一步影响强制设立独立董事的政策效果。

## 3 研究方法

### 3.1 研究设计和变量选取

本研究首先对海峡两岸上市公司独立董事现状及其企业绩效等相关变量进行描述性统计分析,通过独立样本t检验,初步分析独立董事政策与企业绩效的相关性。然后,使用普通最小二乘法(OLS)进行混合截面回归,以进一步验证描述性统计及独立样本t检验的分析结果。实证分析的模型为

$$Roa_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Find_{i,t} + \beta_2 Noid_{i,t} + \beta_3 Find_{i,t} \cdot Noid_{i,t} + \sum \beta_n control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Roa$ 为资产报酬率; $Find$ 为受政策影响是否设置独立董事的虚拟变量; $Noid$ 为独立董事人数; $control$ 为控制变量,参考CLAESSENS et al.<sup>[44]</sup>和郝云宏等<sup>[45]</sup>的研究,选取董事人数、经理人持股比例、股份盈余偏离倍数、董事质押比率、法人持股比例、资产总额、负债比率、是否上市(仅针对台湾地区数据,上柜标准低于上市)、上市(柜)至今年数、 $z$ 指数、第一大股东持股比例为控制变量,为了进一步优化回归结果,本研究加入行业( $Industry$ )和年度( $year$ )的虚拟变量; $\beta_0$ 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_n$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。本研究另筛选不同的样本组,改变解释变量和被解释变量的测量指标,如用独立董事比率和异常独立董事人数代替独立董事人数,用股东权益报酬率和每股现金股利代替资产报酬率,验证分析结果的稳健性,并进行内生性讨论。各变量的详细计算方法见表1。

### 3.2 数据来源

中国大陆的样本数据主要来源于深圳国泰安CS-MAR数据库、锐思数据库和Wind数据库。通过整理,

表1 变量定义和测量  
Table 1 Definition and Measurement of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	资产报酬率	<i>Roa</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{年初总资产} + \text{年末总资产}} \times 2$
解释变量	受政策影响 设置独立董事	<i>Find</i>	若受到政策影响(强制设立)取值为1,没有受到政策影响(自愿设立)取值为0。定义中国大陆在2001年8月16日前设置独立董事的为自愿设立,之后设置的为强制设立;台湾地区在2002年2月22(25)日以前完成设置的定义为自愿设立,之后设置的为强制设立
	独立董事人数	<i>Noid</i>	独立董事人数的自然数
	董事人数	<i>Nod</i>	董事人数的自然对数
	经理人持股比率	<i>CR</i>	$\frac{\text{经理人持股}}{\text{总股本}}$
	股份盈余 偏离倍数	<i>SE</i>	$\frac{\text{股份控制权}}{\text{盈余分配权}}$
	董事质押比率	<i>Dpr</i>	$\frac{\text{所有董事持股的质押数}}{\text{总股本}}$
	法人持股比率	<i>Isr</i>	$\frac{\text{法人持股}}{\text{总股本}}$
	资产总额/百万	<i>Size</i>	对总资产取自然对数
	负债比率	<i>Lev</i>	$\frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$
控制变量	是否上市	<i>LC</i>	仅针对台湾地区指标,台湾地区分上市和上柜,因为被要求披露的材料相同,只是规模和盈利要求有差异(上柜标准低于上市),考虑到台湾地区的实证研究都将两者一起分析,样本上仍做区分
	上市(柜) 至今年数	<i>So_year</i>	(支付股利年份 - 上市年份 + 1)的自然对数
	<i>z</i> 指数	<i>z</i>	$\frac{\text{第一大股东持股比例}}{\text{第二大股东持股比例}}$
	第一大股东 持股比率	<i>CR1</i>	$\frac{\text{第一大股东持股}}{\text{总股本}}$
	独立董事比率	<i>Noid_ratio</i>	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会人数}}$
	异常独立 董事人数	<i>Unind</i>	实际独立董事人数 - 期望独立董事人数
	股东权益报酬率	<i>Roe</i>	$\frac{\text{净值报酬率}}{\text{净资产收益率}}$
	每股现金股利	<i>Dps</i>	$\frac{\text{本年度累计支付的现金股利}}{\text{总股本}}$

截至2015年12月31日,初步得到2 868家沪深股市上市公司的相关数据,选取2001年8月16日前上市的1 038家公司作为样本。①剔除18家金融类上市公司;②剔除被终止上市、暂停上市、停牌、ST、\*ST的公司;由于H股的经营环境和约束制度与A股和B股差别较大,同时剔除H股交叉上市的公司;③剔除数据信息披露不全和数值异常的上市公司。最终得到

2002年至2015年965家上市公司13 493笔年度数据。

台湾地区自2002年2月要求初次申请上市(柜)公司设立独立董事。从2007年1月起,除一般公开发行公司需依章程规定设置独立董事外,金融业和实收资本额500亿元新台币以上的非金融业上市(柜)公司应设置独立董事,2012年则再将适用范围扩大至100亿元新台币以上的上市(柜)公司。可以看出,

台湾地区2007年后独立董事政策与中国大陆出现差异,将管制的重点放在高资产水平的公司,同时2007年之后新上市的公司仅14家,因此对这个时间段的样本不作考虑。2002年至2006年,台湾地区颁布了与2001年后中国大陆相同的独立董事政策规定,但法律环境相异,故选取2002年至2006年台湾地区上市(柜)公司的年度资料为样本区间,数据主要来源于台湾地区经济新报(TEJ)。选取过程中剔除除会计和财务资料缺漏的样本外,按照下列步骤和条件取得实证所需的最终样本。①由于金融及保险行业有别于一般行业,属于受中央主管机关高度监管的特许行业,剔除该类样本公司(行业分类代码为17);②剔除在样本期间内终止上市(柜)的年度样本;③剔除没有采取历年制的样本公司;④剔除董事会资料不足的样本。最终得到2002年至2006年1102家上市(柜)公司的4885笔年度数据。

#### 4 实证结果

##### 4.1 描述性统计分析和相关性分析

表2给出相关变量的描述性统计结果。由表2可知海峡两岸设置独立董事的基本情况,中国大陆共有866家公司受政策的影响设置独立董事,占比89.741%;台湾地区共有353家公司受政策的影响设置独立董事,占比32.033%。

中国大陆独立董事人数和独立董事比率的均值分别为3.195和35.085%,说明上市公司设置的独立董事基本符合证监会关于设置独立董事人数的要求;台湾地区独立董事人数的均值为0.774,其设置完成情况远不如中国大陆。进一步对比自愿设置组与强制设置组发现,中国大陆自愿设置组的独立董事人数均值为3.401,强制设置组的均值为3.172;台湾地区分别为1.731和0.323。说明在强制设置独立董事的政策出台后,仅从独立董事设置数量上看,中国大陆强制推行的政策效果更加明显。

海峡两岸上市公司的资产报酬率均值分别为2.742%和3.932%。由表2的相关性检验发现,中国大陆的资产报酬率与独立董事人数的相关系数为0.025,在5%的水平上显著;台湾地区的相关系数为0.182,在1%的水平上显著。说明企业绩效与独立董事人数存在显著的正相关关系。

比较控制变量状况,中国大陆和台湾地区董事人数均值分别为9.231和6.837;自愿设置组的中国大陆董事会人数均值为9.695,台湾地区的为6.992;强制设置组的中国大陆董事会人数均值为9.179,台湾地区的为6.697。由表2独立董事人数与董事人数的相关性分析发现,中国大陆的相关系数为0.665,在1%的水平上显著;台湾地区的相关系数为0.009,结果不显著。进一步分组检验,中国大陆独立董事人数与董事人数的相关系数在强制设置组中为0.653,在1%的水平上显著,略小于自愿设置组的系数0.731,但两组系数的显著性相同;台湾地区强制设置组中的相关系数为0.215,在1%的水平上显著,自

愿设置组的相关系数为-0.0004,结果不显著。可见,当没有受到强制推行独立董事的政策影响时,中国大陆习惯上通过增加董事席次的方式来设置独立董事,这种方式减弱了独立董事的监督权力,而台湾地区更多的是在原有董事席次内设立独立董事。但是受法规强制设置的政策影响之后,海峡两岸均会采取增设董事席次的方式。

此外,由表2可知,中国大陆的资产总额与独立董事人数存在显著的正相关关系,上市年数、z指数、第一大股东持股比率与独立董事人数存在显著的负相关关系;台湾地区的经理人持股比率、股份盈余偏离倍数、法人持股比率与独立董事人数存在显著正相关关系,而董事质押比率、负债比率、是否为上市公司、上市(柜)时间与独立董事人数存在显著的负相关关系。

表2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值		与独立董事人数的相关性	
	中国大陆	台湾地区	中国大陆	台湾地区
<i>Roa</i>	2.742	3.932	0.025**	0.182***
<i>Find</i>	89.741	32.033	-0.057***	0.641***
<i>Noid</i>	3.195	0.774		
<i>Nod</i>	9.231	6.837	0.665***	0.009
<i>CR</i>		2.050		0.184***
<i>SE</i>		2.512		0.039***
<i>Dpr</i>		9.131		-0.217***
<i>Isr</i>		34.600		0.032**
<i>Size</i>	8110.355	11765.463	0.137***	-0.011
<i>Lev</i>	72.048	40.420	-0.007	-0.075***
<i>LC</i>		0.591		-0.250***
<i>So_year</i>	19.290	22.900	-0.037***	-0.335***
<i>z</i>	26.579		-0.059***	
<i>CRI</i>	37.140		-0.025***	
<i>Noid_ratio</i>	35.085			
观测值	13493	4885	13493	4885
样本量(公司)	965	1102	965	1102

注:\*\*\*为1%的显著水平,\*\*为5%的显著水平,下同。

##### 4.2 独立董事政策与企业绩效的分组检验

表3为独立样本t检验结果。由表3可知,海峡两岸受政策影响强制设置独立董事组的企业绩效(资

表3 按独立董事设置状况分组的企业绩效  
Table 3 Corporate Performance Grouped by Independent Directors Settings

	资产报酬率/%					
	均值		中位数		样本数	
	中国大陆	台湾地区	中国大陆	台湾地区	中国大陆	台湾地区
强制设置独立董事组与未设置独立董事组						
强制设置独立董事	2.671	7.000	2.720	8.191	12 099	1 542
未设置独立董事	-9.198	2.020	0.647	3.111	24	2 694
差异	11.869	4.980***	2.073***	5.080***		
强制设置独立董事组与自愿设置独立董事组(独立董事人数≥2)						
强制设置独立董事	2.671	7.000	2.720	8.191	12 099	1 542
自愿设置独立董事	3.605	5.131	2.785	5.554	1 365	360
差异	-0.934	1.869**	-0.065	2.637***		

注:用独立样本t检验对差异性进行检验。

产报酬率)的均值和中位数均大于未设置独立董事组,但台湾地区在统计意义上更显著。分析结果初步说明,海峡两岸强制设置独立董事的政策确实能够有效提升企业绩效。

本研究将强制设置组与自愿设置组的企业绩效进行比较发现,中国大陆强制设置组的资产报酬率略低于自愿设置组,但差异不显著。台湾地区强制设置组的资产报酬率高于自愿设置组,其差异在5%的水平上显著。

对比结果发现,海峡两岸强制设置独立董事的政策对企业绩效的影响存在差异。相对于未设置独立董事的企业,中国大陆强制设置独立董事的企业绩效略有提升,但与自愿设置独立董事的企业相比,其企业绩效略低;台湾地区推行独立董事政策显著提高企业绩效。可见,中国大陆强制推行独立董事政策的预期效果不如台湾地区明显。

#### 4.3 独立董事政策与企业绩效的实证检验

本研究计算解释变量与控制变量之间的方差膨胀因子,结果均小于10,说明多重共线性并不严重,在可接受范围之内。

表4为独立董事政策与企业绩效的回归结果,由表4的第2列和第3列可知,中国大陆独立董事政策对企业绩效不存在显著影响,独立董事人数对企业绩效的影响也不显著;但台湾地区的独立董事政策和独立董事人数的系数均在1%的水平上显著为正,说明台湾地区推行独立董事的政策、增加独立董事人数会显著提升企业绩效;由第4列和第5列结果可知,在加入了强制设置独立董事与独立董事人数的交互项后,其他变量系数的显著性和大小并未发生明显变化,海峡两岸样本的交互项的系数均为正,中国大陆为3.366,台湾地区为0.103,但均不显著,说明海峡两岸强制推行独立董事制度后,继续增加法定独立董事的人数并没有对企业绩效产生影响。回归

结果表明,与中国大陆相比,台湾地区推动的独立董事政策对企业绩效的提高起到了更积极的作用。

实证分析的结果同上文描述性统计分析的结果一致,其政策影响效果出现差异性的可能解释之一是:中国大陆出现了虚设独立董事的现象,进而影响政策对企业绩效的提升。中国大陆上市公司选择独立董事基本上还是沿用大股东推荐的形式,这样的方式很难保证独立董事具有较高的业务能力和独立性。独立董事在中国大陆上市公司中主要担任咨询角色,而不是监督角色,由于无法充分掌握企业的内部信息,制约了独立董事履行监督职责的能力,对企业绩效并没有重大影响。其背后的原因在于海峡两岸在证券市场的成熟度、监管和信息披露的有效性以及公司治理的代理问题等方面存在差异。相对于中国大陆,台湾地区在进行强制设置独立董事之前有一段较长的上市公司辅导和股票市场监管的执行经验,1980年逐步建立并完善了以《证券交易法》为核心的规范证券市场的法律法规体系,使其发展成一个获得较高国际认同的证券市场,公司治理情况相对成熟和完善;相对来说,中国大陆证券市场是一个弱有效性的市场,监管和风险控制体系不足,导致市场运行的效率较低,采用一刀切强制上市公司设置独立董事的做法,导致企业虚设独立董事,进而无法获得政策能有利于推动公司治理和提升企业绩效的结果。

关于控制变量的影响,实证结果表明,中国大陆上市公司的资产总额和上市时间对企业绩效存在显著的正相关,负债比率对企业绩效存在显著的负相关,其余变量的系数均不显著;台湾地区上市公司,经理人持股比率、法人持股比率、资产总额对企业绩效存在显著的正相关,董事人数、董事质押比率和负债比率与企业绩效呈现显著的负相关,其余变量的系数均不显著。

表4 独立董事政策与企业绩效  
Table 4 Independent Directors Policy  
and Corporate Performance

变量	被解释变量: <i>Roa</i>			
	中国大陆	台湾地区	中国大陆	台湾地区
<i>Find</i>	0.310 (0.130)	4.073*** (8.520)	-0.278 (-0.110)	3.946*** (5.620)
<i>Find·Noid</i>			3.366 (1.120)	0.103 (0.250)
<i>Noid</i>	1.767 (1.190)	1.337*** (6.380)	1.812 (1.220)	1.297*** (4.890)
<i>Nod</i>	0.384 (0.080)	-2.994*** (-4.730)	0.451 (0.090)	-3.000*** (-4.740)
<i>CR</i>		0.409*** (7.330)		0.409*** (7.340)
<i>SE</i>		-0.016 (-1.320)		-0.016 (-1.330)
<i>Dpr</i>		-0.031*** (-3.550)		-0.031*** (-3.550)
<i>Isr</i>		0.053*** (6.560)		0.053*** (6.550)
<i>Size</i>	1.206* (1.840)	2.815*** (16.330)	1.217* (1.860)	2.816*** (16.330)
<i>Lev</i>	-0.004*** (-5.400)	-0.252*** (-25.030)	-0.004*** (-5.400)	-0.252*** (-25.030)
<i>LC</i>		-1.824*** (-4.600)		-1.817*** (-4.570)
<i>So_year</i>	12.837** (2.270)	0.485 (1.280)	12.833** (2.270)	0.481 (1.260)
<i>z</i>	-0.003 (-0.270)		-0.003 (-0.280)	
<i>CR1</i>	0.005 (0.090)		0.006 (0.110)	
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>R<sup>2</sup></i>	0.161	0.231	0.164	0.237

注: \*为10%的显著水平,下同。

#### 4.4 稳健性检验

表4对独立董事政策与企业绩效的实证分析结果会受到研究方法、变量测量方式和样本选取的影响。

(1)进行改变样本选取范围的稳健性检验,检验结果见表5。①对中国大陆上市公司,剔除2001年首次设置独立董事的公司样本。原因是:在2001年5月发布试行《指导意见》,同年8月16日正式实施,强制

设置组与自愿设置组理论上以8月16日作为分界点,因此2001年首次设置独立董事的公司同时具备强制设置和自愿设置的特点,可能对研究结果产生影响。对台湾地区上市公司,剔除在研究期间内由上柜转上市的样本公司。原因是:该类公司在法律强制新上市(柜)公司设置独立董事(2002年2月22日和25日)之前已完成上柜,却在之后或样本期间内(2002年至2006年)由上柜再转为上市,因此同时具备强制设置和自愿设置的特点,可能影响对强制设置独立董事政策有效性(即独立董事人数、强制设置虚拟变量以及两者交互项)的回归分析结果。表5的第2列和第3列给出以上样本的回归结果。②在2列和第3列样本的基础上,对各变量按照公司取均值,得到了中国大陆的761家公司、台湾地区的1069家公司样本数,第4列和第5列给出对该样本的回归结果。③从海峡两岸公司的全样本中剔除上市(柜)未满一年的,以提升年度资料的完整性,第6列和第7列给出该样本的回归结果。④对2005年一年的样本进行回归分析,第8列和第9列给出回归结果。⑤以中国大陆制造业和台湾地区电子类行业为研究对象,中国大陆为498家上市公司,6900笔年度数据,约占中国大陆样本的51%;台湾地区为614家上市(柜)公司,2579笔年度数据,约占台湾地区样本的53%,第10列和第11列给出该样本的回归结果。

(2)进行变量测量方式的稳健性检验。①由于独立董事对企业绩效的影响可能具有滞后性,选取下一年度的资产报酬率作为被解释变量,回归结果见表6第2列和第3列。②分别以独立董事比率及其异常人数取代独立董事人数,回归结果见表6的第4列~第7列。其中,异常独立董事人数为其实际人数扣除期望人数,期望独立董事人数是影响董事会结构的重要因素,异常独立董事人数除反映企业可能设置独立董事的动机外,也测量企业绩效是否因额外设置的独立董事人数而发生改变。③分别以股东权益报酬率和每股盈余测量企业绩效,回归结果见表6的第8列~第11列。

表5和表6变量回归系数的符号和显著性水平与表4中的回归结果相似,表明本研究的回归结果未因样本选取范围和变量测量方式的改变而变化,即结果具有稳健性。

#### 4.5 内生性问题讨论

产生内生性的原因可能是自变量与因变量互为因果或存在遗漏变量共同影响解释变量和被解释变量。中国独立董事制度改革可以视为外生的政策性冲击,企业不会对设置独立董事这一政策产生影响。此外,可能存在一些不可观测的因素同时影响企业绩效和强制设置独立董事政策,特别是在截面数据中,强制设置独立董事政策与企业绩效高度关联。本研究尽可能多地加入了控制变量,以期降低内生性。为了解决内生性问题影响,本研究使用被解释变量的前一期数据作为被解释变量,对当期的解释变量进行回归。前一期资产报酬率与当期的资产报

表5 稳健性检验:改变样本选取范围  
Table 5 Robustness Test: Changing the Samples' Selection Range

变量	被解释变量: <i>Roa</i>									
	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区
<i>Find</i>	0.219 (0.080)	4.136*** (5.860)	0.866 (0.350)	3.228** (2.590)	-0.278 (-0.110)	3.871*** (4.570)	-1.520 (-1.050)	5.202*** (2.980)	-2.603** (-2.160)	4.425*** (4.700)
<i>Find · Noid</i>	3.950 (1.160)	0.139 (0.330)	5.130 (1.280)	0.272 (0.350)	3.366 (1.120)	-0.463 (-0.950)	4.258*** (2.890)	-0.288 (-0.290)	2.073 (1.490)	0.575 (1.010)
<i>Noid</i>	2.303 (1.230)	1.245*** (4.640)	-2.829 (-1.050)	1.806*** (3.380)	1.812 (1.220)	1.259*** (4.650)	-0.281 (-0.290)	1.646*** (2.640)	0.645 (0.840)	1.525*** (3.940)
<i>Nod</i>	0.239 (0.040)	-2.908*** (-4.570)	15.880* (1.880)	-2.930*** (-2.690)	0.451 (0.090)	-3.008*** (-4.550)	6.643** (1.980)	-4.386*** (-2.790)	-1.227 (-0.460)	-6.940*** (-5.720)
<i>CR</i>		0.401*** (7.140)		0.372*** (3.950)		0.398*** (6.350)		0.235* (1.680)		0.514*** (6.940)
<i>SE</i>		-0.015 (-1.270)		-0.009 (-0.550)		-0.016 (-1.230)		0.009 (0.400)		-0.023* (-1.680)
<i>Dpr</i>		-0.031*** (-3.540)		-0.036** (-2.170)		-0.029*** (-3.190)		-0.030 (-1.390)		-0.027 (-1.510)
<i>Isr</i>		0.052*** (6.420)		0.044*** (3.170)		0.052*** (6.010)		0.063*** (3.250)		0.084*** (6.210)
<i>Size</i>	1.552* (1.860)	2.802*** (16.110)	4.350*** (5.070)	2.491*** (8.650)	1.217* (1.860)	2.944*** (16.240)	3.409*** (7.770)	3.418*** (8.150)	-0.380 (-1.090)	2.811*** (10.950)
<i>Lev</i>	-0.004*** (-4.730)	-0.251*** (-24.850)	0.035*** (13.690)	-0.251*** (-14.180)	-0.004*** (-5.400)	-0.251*** (-23.610)	-0.019*** (-6.860)	-0.325*** (-13.650)	-0.031*** (-14.720)	-0.315*** (-20.220)
<i>LC</i>		-1.623*** (-4.030)		-1.256* (-1.910)		-1.754*** (-4.110)		-1.965** (-2.020)		-1.544*** (-2.610)
<i>So_year</i>	15.108** (2.070)	0.533 (1.390)	11.970* (1.910)	1.133* (1.960)	12.833** (2.270)	0.116 (0.270)	5.551* (1.760)	1.347 (1.460)	2.560 (0.880)	1.658*** (3.090)
<i>z</i>	-0.001 (-0.110)		-0.007 (-0.290)		-0.003 (-0.280)		-0.006 (-1.230)		-0.007 (-1.320)	
<i>CR1</i>	-0.013 (-0.200)		0.028 (0.380)		0.006 (0.110)		0.115*** (3.820)		0.046* (1.680)	
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	未控制	未控制
<i>Year</i>	控制	控制	未控制	未控制	控制	控制	未控制	未控制	控制	控制
<i>R<sup>2</sup></i>	0.161	0.243	0.245	0.322	0.163	0.237	0.193	0.269	0.164	0.245
样本数	10 537	4 835	761	1 069	13 368	4 386	959	1 061	6 900	2 579

注:所有回归均为普通最小平方法,下同。

酬率存在相关性,但是当期独立董事设置情况不会影响前一期的资产报酬率。内生性检验的回归结果与表4一致,因此可认为表4的内生性问题并不严重,前文回归分析结果具有较高的可信度。

#### 4.6 进一步研究:对中国大陆强制设置独立董事制度的分组检验

通过上文分析发现,对中国大陆上市公司强制

推行独立董事政策并没有产生相应的效果。中国证监会规定,在中国大陆境内上市的公司,2003年6月30日前,董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。本研究进一步按照上市公司独立董事人数是否符合中国证监会规定进行分组,对比分析后发现,独立董事比例低于证监会规定组,其资产报酬率、资产总额、负债率均远低于独立董事比例高于证监会



表6 稳健性检验:改变变量测量方式  
Table 6 Robustness Test: Changing the Method of Variable Measurement

	下一年 <i>Roa</i>		<i>Roa</i>		<i>Roa</i>		<i>Roe</i>		<i>Dps</i>	
	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区	中国 大陆	台湾 地区
<i>Find</i>	2.013 (0.880)	3.774*** (4.860)	0.404 (0.160)	3.266** (4.760)	0.167 (0.070)	5.621*** (13.660)	-64.708*** (-3.270)	5.221*** (4.400)	0.020 (1.270)	1.204*** (6.990)
<i>Find·Noid</i>	2.513 (0.940)	-0.634 (-1.370)					29.381 (1.240)	-0.957 (-1.350)	0.078*** (4.060)	0.087 (0.840)
<i>Find·Noid_ratio</i>			-0.084 (-0.220)	0.024 (0.900)						
<i>Find·Unind</i>					0.784 (0.160)	0.415 (0.950)				
<i>Noid</i>	-1.648 (-1.230)	1.079*** (3.680)					12.170 (1.040)	1.795*** (4.010)	-0.003 (-0.290)	0.269*** (4.130)
<i>Noid_ratio</i>			0.260* (1.850)	0.097*** (5.660)						
<i>Unind</i>					1.773 (1.190)	1.180*** (4.420)				
<i>Nod</i>	5.639 (1.240)	-2.317*** (-3.310)	7.131* (1.830)	-2.293*** (-3.650)	4.528 (1.250)	-2.571*** (-4.070)	-34.632 (-0.880)	-3.859*** (-3.610)	0.054* (1.680)	-1.176*** (-7.570)
<i>CR</i>		0.370*** (6.000)		0.422*** (7.580)		0.401*** (7.200)		0.495*** (5.250)		0.133*** (9.750)
<i>SE</i>		0.004 (0.300)		-0.015 (-1.220)		-0.016 (-1.370)		-0.035* (-1.750)		-0.008*** (-2.840)
<i>Dpr</i>		-0.044*** (-4.510)		-0.030*** (-3.420)		-0.033*** (-3.730)		-0.080*** (-5.390)		-0.014*** (-6.570)
<i>Isr</i>		0.064*** (7.100)		0.053*** (6.570)		0.057*** (7.030)		0.086*** (6.270)		0.021*** (10.420)
<i>Size</i>	5.919*** (9.860)	1.962*** (10.280)	1.173* (1.800)	2.831*** (16.460)	1.304** (2.010)	2.765*** (16.030)	-16.750*** (-3.250)	2.726*** (9.350)	0.111*** (26.560)	0.881*** (20.820)
<i>Lev</i>	0.050*** (71.130)	-0.170*** (-15.270)	-0.004*** (-5.410)	-0.252*** (-25.110)	-0.004*** (-5.390)	-0.252*** (-25.020)	-0.002 (-0.390)	-0.304*** (-17.870)	-0.0004 (-0.160)	-0.051*** (-20.810)
<i>LC</i>		-0.168 (-0.380)		-1.704*** (-4.280)		-1.799*** (-4.520)		-2.769*** (-4.120)		-0.589*** (-6.040)
<i>So_year</i>	9.976* (1.940)	0.717* (1.700)	12.854** (2.270)	0.396 (1.040)	12.812** (2.260)	0.402 (1.060)	78.078* (1.750)	1.006 (1.560)	0.064* (1.760)	-0.081 (-0.870)
<i>z</i>	-0.003 (-0.250)		-0.003 (-0.260)		-0.003 (-0.290)		0.076 (0.810)		-0.001*** (-6.620)	
<i>CR1</i>	-0.003 (-0.070)		0.005 (0.100)		0.003 (0.070)		0.220 (0.530)		0.003*** (7.890)	
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R<sup>2</sup></i>	0.290	0.132	0.167	0.244	0.165	0.232	0.107	0.224	0.215	0.327

规定组,但是其董事人数、z指数、第一大股东持股比例均高于独立董事比例符合证监会规定组。表7给出对中国大陆独立董事与企业绩效的分组回归结果,只有第4列独立董事政策对企业绩效的影响显著,说明推行强制设置独立董事的制度后,独立董事比例低于证监会规定的上市公司,增加独立董事人数对其资产报酬率有提升作用。

**表7 中国大陆独立董事与企业绩效的分组回归结果**  
**Table 7 Grouped Regression Results for Independent Directors and Corporate Performance in Mainland China**

	被解释变量: <i>Roa</i>			
	非强制设置独立董事		强制设置独立董事	
	独董比例 低于证监 会规定	独董比例 高于证监 会规定	独董比例 低于证监 会规定	独董比例 高于证监 会规定
<i>Noid</i>	0.800 (0.410)	3.278 (0.740)	1.683*** (2.970)	1.606 (0.740)
<i>Nod</i>	1.796 (0.330)	-13.050 (-0.860)	0.592 (0.350)	2.281 (0.320)
<i>Size</i>	0.097 (0.090)	-3.890** (-2.480)	1.851*** (5.730)	1.566* (1.950)
<i>Lev</i>	-0.172*** (-13.990)	-0.033*** (-6.970)	-0.121*** (-21.430)	-0.004*** (-4.320)
<i>So_year</i>	11.300 (1.040)	23.810 (1.510)	0.992 (0.400)	16.050** (2.320)
<i>z</i>	-0.004 (-0.450)	-0.001 (-0.030)	-0.009*** (-2.710)	-0.003 (-0.180)
<i>CR1</i>	0.114 (1.410)	0.064 (0.460)	0.065*** (2.920)	0.004 (0.060)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数	139	1 220	1 394	10 615
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.725	0.252	0.338	0.015

## 5 结论

本研究拓展了董事会独立性的研究,在已有单纯讨论中国大陆样本的基础上,从海峡两岸法规政策推动公司治理的观点出发,在法律体系和文化背景均相似的不同新兴经济体之间,比较强制设置独立董事政策施行前后的结果,在海峡两岸上市公司中选取2002年至2015年中国大陆965家上市公司和2002年至2006年台湾地区1 102家上市(柜)公司为样本,实证研究强制设置独立董事的政策对企业绩效的影响。研究结果表明,①在海峡两岸上市公司中,强制设置独立董事的政策均会在一定程度上提升企业绩效;②与中国大陆相比,台湾地区的独立董事政

策对企业绩效的影响起到更积极的作用;③造成这种差异的原因可能是中国大陆上市公司产生了虚设独立董事的问题。具体可归结为证券市场的成熟度、证券市场监管的有效性和上市公司代理问题3个方面,即台湾地区证券市场的成熟度更高,监管的有效性更强,上市公司的代理成本更低。④进一步论证发现,在中国大陆,当强制设置独立董事的政策推行后,独立董事比例低于证监会规定的上市公司,增加独立董事人数对其资产报酬率有提升作用。

本研究为理解和评估中国推进上市公司独立董事制度改革的政策效果提供新视角和新证据。①中国大陆和台湾地区上市(柜)公司的独立董事人数均很少超过法规的最低要求(中国大陆规定独立董事人数至少为董事人数的三分之一,台湾地区规定至少为两名),此现象可能反映出海峡两岸的上市公司对增加独立董事这一制度缺乏积极性。那么进一步完善独立董事制度是否会对企业绩效产生新的影响,这个问题值得深入研究。②针对本研究提及的中国大陆虚设独立董事应进一步找到证明可能虚设的方法,或可考虑参考独立董事出席会议和投票情况,作为检验的途径之一,本研究限于篇幅,后续研究可开展详细的分析。③在海峡两岸公司法双轨制与委员会制度并存之际,还有许多涉及有关独立董事制度的选择问题,需要探讨对企业绩效确实发挥作用的路径渠道。如深度探索审计委员会、薪酬委员会和战略委员会等专门委员会在独立董事制度中发挥的实际作用,海峡两岸在相似的文化背景和均朝向公司治理制度趋同的情况下,未来仍可通过实证研究和政策执行的经验进行比较和分析,有利于验证法规和政策确实能影响市场机能的理论,找到均属制度移植的海峡两岸证券市场中有利于其他公司治理国家层面的借鉴。

## 参考文献:

- [1] 李维安. 独立性:治理有效性的基础. 南开管理评论, 2016,19(3):1.  
LI Weian. Independence: the foundation of governance effectiveness. *Nankai Business Review*, 2016,19(3):1. (in Chinese)
- [2] BEASLEY M S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 1996,71(4):443-465.
- [3] CORE J E, HOLTHAUSEN R W, LARCKER D F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(3):371-406.
- [4] WEISBACH M S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 1988,20:431-460.
- [5] 李维安, 李晓琳, 张耀伟. 董事会社会独立性与CEO变更:基于违规上市公司的研究. 管理科学, 2017,30(2):94-105.  
LI Weian, LI Xiaolin, ZHANG Yaowei. Board social independence and CEO turnover: based on research of illegal listed company. *Journal of Management Science*, 2017, 30

- (2):94-105. (in Chinese)
- [6] KLEIN A. Firm performance and board committee structure. *The Journal of Law & Economics*, 1998, 41(1):275-304.
- [7] CHEN C W. Growth opportunities, agency conflicts, and the effectiveness of busy outside directors. *Journal of Financial Studies*, 2009, 17(4):123-151.
- [8] CHEN C W, YI B, LIN J B. Directors & officers' liability insurance and managerial compensation. *Journal of International Finance Studies*, 2013, 13(1):29-38.
- [9] 姜朋. 独立董事相对论. *中外法学*, 2015, 27(6):1529-1543.  
JIANG Peng. The relativity of independent director. *Peking University Law Journal*, 2015, 27(6):1529-1543. (in Chinese)
- [10] 杨典. 公司治理与企业绩效:基于中国经验的社会学分析. *中国社会科学*, 2013(1):72-94.  
YANG Dian. Corporate governance and firm performance: a sociological analysis based on Chinese experience. *Social Sciences in China*, 2013(1):72-94. (in Chinese)
- [11] 赖英照. 股市游戏规则:最新证券交易法解析. 北京:中国政法大学出版社, 2006:108-200.  
LAI Injaw. *Stock market rules: explanation on latest securities and exchange act*. Beijing: China University of Political Science and Law Press, 2006:108-200. (in Chinese)
- [12] 蔡昌宪. 省思公司治理下之内部监督机制:以独立资讯管道的强化为核心. *政大法学评论*, 2015(2):197-276.  
TSAI Chang-Hsien. Rethinking internal monitoring mechanisms of corporate governance: an approach to strengthening independent information channels. *Chengchi Law Review*, 2015(2):197-276. (in Chinese)
- [13] 梁权熙, 曾海舰. 独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险. *管理世界*, 2016(3):144-159.  
LIANG Quanxi, ZENG Haijian. Independent director system reform, independence of independent directors, and stock price crash risk. *Management World*, 2016(3):144-159. (in Chinese)
- [14] 林郁馨. 公开发行公司经营者薪酬决定机制之实证分析:兼论薪资报酬委员会新制. *中研院法学期刊*, 2014(1):245-317.  
LIN Yu-Hsin. Shareholder primacy or director primacy? Who decides director and executive compensation in Taiwanese public companies. *Academia Sinica Law Journal*, 2014(1):245-317. (in Chinese)
- [15] AGRAWAL A, KNOEBER C R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3):377-397.
- [16] BHAGAT S, BLACK B. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 2002, 27(2):231-273.
- [17] 谭庆美, 魏东一. 管理层权力与企业价值:基于产品市场竞争的视角. *管理科学*, 2014, 27(3):1-13.  
TAN Qingmei, WEI Dongyi. Managerial power and firm value: from the perspective of product market competition. *Journal of Management Science*, 2014, 27(3):1-13. (in Chinese)
- [18] WANG S, ZHOU Q. An empirical study on the effect of independent directors on firm performance from the view of regulation environment // QI E, SHEN J, DOU R. *The 19th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management*. Heidelberg, Berlin: Springer-Verlag, 2013:825-835.
- [19] 佟爱琴, 陈蔚. 产权性质、管理层权力与薪酬差距激励效应:基于政府补助的中介作用. *管理科学*, 2017, 30(2):106-118.  
TONG Aiqin, CHEN Wei. Nature of property rights, managerial power and incentive effects of pay gap: intermediary role of government subsidy. *Journal of Management Science*, 2017, 30(2):106-118. (in Chinese)
- [20] CHOU H I, HAMILL P A, YEH Y H. *Are all regulatory compliant independent director appointments the same? An analysis of Taiwanese board appointments*. Bath: University of Bath, 2016.
- [21] ZHU J, YE K, TUCKER J W, et al. Board hierarchy, independent directors, and firm value: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 41:262-279.
- [22] FICH E M, SHIVDASANI A. Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2):306-336.
- [23] FICH E M, SHIVDASANI A. Are busy boards effective monitors?. *The Journal of Finance*, 2006, 61(2):689-724.
- [24] SHIVDASANI A, YERMACK D. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis. *The Journal of Finance*, 1999, 54(5):1829-1853.
- [25] WINTOKI M B. Corporate boards and regulation: the effect of the Sarbanes-Oxley act and the exchange listing requirements on firm value. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(2/3):229-250.
- [26] DUCHIN R, MATSUSAKA J G, OZBAS O. When are outside directors effective?. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(2):195-214.
- [27] 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. *中国工业经济*, 2014(7):109-121.  
QU Liang, ZHANG Jing, HAO Yunhong. How do independent directors improve corporate performance: an explanation based on the embedded four-levels principal-agent model. *China Industrial Economics*, 2014(7):109-121. (in Chinese)
- [28] 胡晓明, 曹一丹. 独立董事特征与公司绩效的相关性研究:来自中国上市公司的经验证据. *南京审计大学学报*, 2013(6):17-25.  
HU Xiaoming, CAO Yidan. An analysis on the relevance between the independent director and corporate performance: evidence from listed companies in China. *Journal of Nanjing Audit University*, 2013(6):17-25. (in Chinese)
- [29] 戴亦一, 陈冠霖, 潘健平. 独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷. *会计研究*, 2014(11):16-23.  
DAI Yiyi, CHEN Guanlin, PAN Jianping. Independent director resignation, political connection and corporate governance defects. *Accounting Research*, 2014(11):16-23. (in Chinese)
- [30] 方俊儒, 李秀英, 龙春伶. 独立董事监事对公司绩效与盈余品质之影响:控制股东之调节效果. *会计与公司治理*, 2008, 5(1):55-80.

- FANG Chun-Ju, LEE Hisu-Ying, LONG Chun-Ling. The effects of independent director and supervisor on firm performance and earnings quality: the moderating effect of controlling shareholder. *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 2008, 5(1): 55-80. (in Chinese)
- [31] LIN T Y, CHANG M Y. Impact of an independent director system on a board of directors and the system's relation to corporate performance: case study of listed companies in Taiwan of P. R. China. *Investment Management and Financial Innovations*, 2014, 11(1): 56-69.
- [32] 陈晓蓉. 独立董事制度、多重利害关系人治理与企业绩效: 以台湾上市公司为例. *证券市场发展季刊*, 2011, 23(2): 175-224.
- CHEN Hsiao-Jung. The systems of independent directors and supervisors, multi-stakeholders governance and corporate performance: evidence from listed companies in Taiwan of P. R. China. *Review of Securities and Futures Markets*, 2011, 23(2): 175-224. (in Chinese)
- [33] 杜荣瑞, 刘雅芳, 吴婉婷. 独立董事、会计规范与财务报告品质之关系: 多重研究方法之运用. *当代会计*, 2006, 7(2): 135-170.
- DUH Rong-Ruey, LIU Ya-Fang, WU Wan-Ting. Relationships of independent directors, independent supervisors, accounting regulations and quality of financial reporting: a multiple method approach. *Journal of Contemporary Accounting*, 2006, 7(2): 135-170. (in Chinese)
- [34] CHOU C F. Are independent directors effective monitors in Taiwan of P. R. China? A theoretical analysis. *National Taiwan University Law Review*, 2013, 8(1): 49-95.
- [35] LIN Y H. Do social ties matter in corporate governance? The missing factor in Chinese corporate governance reform. *Journal of International Commercial Law*, 2013, 5(1): 39-74.
- [36] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [37] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [38] YERMACK D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 1996, 40(2): 185-211.
- [39] 辛清泉, 黄曼丽, 易浩然. 上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚: 基于独立董事个体视角的分析. *管理世界*, 2013(5): 131-143, 175.
- XIN Qingquan, HUANG Manli, YI haoran. The listed-company's fraud in statement and the supervision and penalty of independent directors: an analysis from the perspective of the individual independent director. *Management World*, 2013(5): 131-143, 175. (in Chinese)
- [40] 陈业宁, 邱显比, 洪云萍. 独立董事与公司治理: 政府应该要求所有上市上柜公司聘任独立董事吗?. *证券市场发展季刊*, 2004, 16(4): 1-36.
- CHEN Yehning, CHIU Sheanbii, HUNG Yunping. Independent directors and corporate governance: should the government require listed companies to have independent directors?. *Review of Securities and Futures Markets*, 2004, 16(4): 1-36. (in Chinese)
- [41] 苏泉仲. 台湾独立董事制度实证研究. 新竹: 国立交通大学, 2010: 61-91.
- SU Chuanchung. *Empirical study on the implementation of independent director system in Taiwan of P. R. China*. Hsinchu: National Chiao Tung University, 2010: 61-91. (in Chinese)
- [42] PORTA R L, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [43] 刘星, 代彬, 郝颖. 高管权力与公司治理效率: 基于国有上市公司高管变更的视角. *管理工程学报*, 2012, 26(1): 1-12.
- LIU Xing, DAI Bin, HAO Ying. Executive power and effectiveness of corporate governance: evidence from chief executive turnover in state-owned companies. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2012, 26(1): 1-12. (in Chinese)
- [44] CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L H P. The separation of ownership and control in east Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2): 81-112.
- [45] 郝云宏, 甘甜, 林仙云. 独立董事的身份对企业绩效的影响. *管理学报*, 2014, 11(4): 520-524.
- HAO Yunhong, GAN Tian, LIN Xianyun. The independent directors' identity impact on enterprise performance. *Chinese Journal of Management*, 2014, 11(4): 520-524. (in Chinese)

## Influence Independent Director Setting of Mainland China and Taiwan of P. R. China on Corporation Performance: From the Perspective of Policy Implementation

ZHU Jianqi<sup>1</sup>, LI Tiancheng<sup>2</sup>, MENG Fancun<sup>2</sup>, WENG Yinche<sup>3</sup>

1 Business School, Shantou University, Shantou 515063, China

2 College of Economics & Management, South China Agricultural University, Guangzhou 510642, China

3 School of Management, Harbin Institute of Technology, Harbin 150001, China

**Abstract:** The board of directors plays an important role in the supervision and decision-making, and its independence is vital to

listed companies. In order to strengthen the internal supervision and to avoid the expropriation of the interests of small and medium shareholders, independent directors setting has become the common choice even among the different corporate governance models. In academia, whether independent directors can promote corporate performance and how to improve is not only the focus of many studies, but also the main issues of the countries with civil law system, whose setting aims to replace the original institutions—company auditors and the board of supervisors. Therefore, it is of significance to further explore the influences of independent directors.

However, the implementation of policies relies on social systems and legal environment, and Mainland China and Taiwan of P. R. China have different social systems, legal systems and financial environment. From the perspective of the promotion of independent directors, 965 listed companies in Mainland China(2002–2015) and 1102 listed companies in Taiwan of P. R. China (2002–2006) are selected as samples. This study applies the independent-samples T test, multiple linear regression and segmented regression to study the impact of the mandatory implementation of independent director policies on corporate performance, and to compare the differences of the two regions' impact of policies.

This study shows that ① the mandatory implementation of independent director policies promotes the corporate performance in sample companies both in Mainland China and Taiwan of P. R. China, while it is more significant in Taiwan of P. R. China. Many differences exist in the field of securities market, the effectiveness of supervision and information disclosure, and the agency problem. And in Mainland China, the phenomenon of fictitious independent directors negatively affects corporate performance. ② Listed companies are grouped by the number of independent directors (whether it is in compliance with the provisions of China Securities Regulatory Commission). Given this background, we find that since listed companies are mandatory to set independent directors in Mainland China, it shows that increasing the number of independent directors can positively affect the return on assets, but only occurs in those companies whose independent directors' proportion is lower than that of the mandatory proportion.

The study of independent directors as an extension of corporate governance researches has theoretical and realistic significance. This study provides new perspectives and evidences for the understanding and evaluation of the mandatory implementation of independent directors in Mainland China. The comparison between the different impacts of the policies in the Mainland China and Taiwan of P. R. China provides references to the transplantation of Anglo-American's corporate governance system to emerging markets. Furthermore, the result and extension generate positive support for mandatory implementation of independent director policies and offer references to upcoming institutional selection problems, especially during the co-existence of dual track system and committee system in corporate governance.

**Keywords:** independent directors; policy; mandatory implementation of regulations; corporate performance; Mainland China and Taiwan of P. R. China

**Received Date:** February 28<sup>th</sup>, 2017      **Accepted Date:** June 17<sup>th</sup>, 2017

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China(71532004), the Shantou University Humanities Scientific Research Funds(STF14003) and the Research Institute for Guangdong-Taiwan of P. R. China Business Cooperation of Shantou University Fund

**Biography:** ZHU Jianqi, doctor in Management, is an associate professor in the Business School at Shantou University. His research interests include finance & law and corporate governance. His representative paper titled "Corporate governance and mergers and acquisitions performance in banks: evidence under the special regulatory environment in Taiwan of P. R. China" was published in the *Emerging Markets Finance and Trade* (Issue 10, 2016). E-mail: jzhu@stu.edu.cn

LI Tiancheng is a Ph. D candidate in the College of Economics & Management at South China Agricultural University. His research interests include rural finance and corporate governance. E-mail: lycmfc@163.com

MENG Fancun is a Ph. D candidate in the College of Economics & Management at South China Agricultural University. Her research interest focuses on rural finance. E-mail: mfc\_105@163.com

WENG Yinche, doctor in management, is a lecture in the School of Management at Harbin Institute of Technology. His research interests cover financial management, investment and behavioral finance. His representative paper titled "Have enhanced index funds truly have improved performance? Evidence from the Chinese market" was published in the *Emerging Markets Finance and Trade* (Issue 4, 2017). E-mail: ycw@hit.edu.cn

cn

□