

# 独立董事财务背景与 公司风险承受能力的关联性

万红波 陈婷

(兰州大学管理学院 兰州 730000)

**【摘要】** 独立董事已成为上市公司的主要监督主体,而具有财务背景的独立董事对公司的风险承受能力将产生重大影响。本文以2010年上海、深圳交易所上市公司作为研究样本,就独立董事的财务背景对公司风险承受能力的影响进行了实证研究,研究发现具有财务背景的独立董事会显著提高公司的财务风险管理能力。有财务背景的独立董事对公司经营风险管理能力的改善不会产生显著影响。

**【关键词】** 财务背景 独立董事 风险承受能力

## 一、研究背景

随着国内外市场的不断开拓与壮大,企业面临的风险越来越大,企业的风险应对及承受能力制约着企业的长远发展。企业风险从投资者的角度可分为系统风险和非系统风险,从企业筹资者的角度可分为经营风险和财务风险。本文以筹资者运营公司本身的角度出发,仅考虑公司的经营风险和财务风险。

提高公司的风险承受能力可以通过风险管理来降低风险,还可以通过改善公司治理结构得以实现。本文重点关注在董事会中具有财务背景的独立董事的履职效力。为完善上市公司治理结构,中国证监会于2001年发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求上市公司独立董事中至少有一名会计专业人士。一般情况下,有财务背景的独立董事

情况下,对于股票流动性差的公司,考虑到高额的股权融资成本,它们更倾向于选择债务融资。

随后,本文利用Fama-MacBeth(1973)的实证检验方法进行了回归分析,回归结果同样表明,股票流动性对资本结构具有显著的影响力。

基于以上结论,本文进一步研究了考虑融资便利性后,流动性对资本结构的影响。相关性分析的结果表明,代表国有股参与的虚拟变量与资产负债率存在显著的正相关关系,表明在不考虑其他因素影响的情况下,拥有国有股参与的,即拥有债务融资便利的上市公司更倾向于选择债务融资。同样,本文对模型(2)的回归分析结果与相关性分析结果相似,即使在控制其他相关变量的影响的情况下,拥有债务融资便利的上市公司的资产负债率水平更高。此外,对于这些公司,股票流动性对其资本结构的决定作用显著减小。

股票流动性差的上市公司更倾向于选择债务融资,这是市场选择的结果,这个结果有益于资金资源的合理优化配置,符合市场规律。然而,政企关系使得上市公司拥有了债务融资

可以发挥两方面的作用:一是加强对管理层的监督,发现财务报告欺诈行为,保证会计信息真实性;二是为公司制定长远战略提供决策支持,提高公司的风险承受能力。

然而财务背景的独立董事的实施效果如何呢?国内外许多学者已对财务背景的独立董事与会计信息质量、盈余管理的相关性做了实证研究,但是国内外针对有财务背景的独立董事与公司风险的相关性研究的相关文献并不多。例如Bryan等(2004)发现有财务背景的独立董事作为审计委员会成员时,公司具有更少的应计额高估,即风险管理水平显著提升。Burak等(2008)认为,具有财务背景的独立董事对于公司经营风险的降低不一定会产生积极作用,反而有可能增加公司的经营风险,如独立董事对于将资金投放于收益率较低项目而未能起到有力的监管作用。向锐(2008)发现会计专家型财务变量,从而打破了这一市场规律,不利于资金的优化配置。基于本文的实证结果,相关部门应该采取措施维护市场秩序,消除债务融资市场中的不平衡现象,使资金资源实现合理优化配置。

## 主要参考文献

1. 顾乃康,陈辉.股票流动性与企业资本结构的决定——基于中国上市公司的经验证据.财经研究,2009;8
2. 李一红,吴世农.中国股市流动性溢价的实证研究.金融管理,2003;15
3. 梁丽珍,孔东民.中国股市的流动性指标定价研究.管理科学,2008;3
4. 陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究.会计研究,1998;8
5. 屈文洲,吴世农.中国股票市场微观结构的特征分析——买卖报价价差模式及影响因素的实证研究.经济研究,2002;1
6. 李洁.中小企业资本结构的影响因素与优化策略.财会月刊,2011;6

独立董事和金融型财务独立董事能够降低公司经营风险,而会计型财务独立董事和监管型财务独立董事与公司经营风险并无相关性。陆宇建等(2009)发现有财务背景的独立董事尚未在提高上市公司财务报告质量方面表现出显著作用,但在改善上市公司资产管理水平和风险管理水平方面呈现了一定的效力。

本文将对有财务背景的独立董事与公司风险承受能力的关联性进行了实证研究,以明确现阶段我国上市公司中财务背景的独立董事是否影响公司风险承受能力,为提高上市公司风险承受能力提供理论依据。

## 二、研究假设

在成熟的资本市场上,独立董事已成为上市公司的主要监督主体,独立董事履行监督职责主要受其自身因素的影响,包括个人经验、教育及培训背景、专业知识、人格特征等。上市公司独立董事与执行董事在信息获取能力方面的替代程度在很大程度上决定了上市公司的治理效率,具有财务背景的独立董事对公司的风险承受能力将产生重大影响。本文提出假设1:具有CPA资格、高级会计师和高级经济师等相关职称的独立董事,将有助于提高公司的财务风险承受能力。

独立董事自身的知识结构和专业背景是其能否有效发挥监督职能的重要影响因素,而具有CPA资格、高级会计师和高级经济师等职称,可以在很大程度上代表其具备相关财务背景。董事会通常负责监督公司,包括企业控制和问责机制,董事会应当确保企业设有充分的内部控制系统和风险管理系统。基于此,笔者认为具备财务背景的独立董事对于公司财务风险管理能力将产生有利影响。本文在后续处理中,将以财务杠杆作为衡量财务风险管理水平的代理变量。由此推出假设2:具有CPA资格、高级会计师和高级经济师等相关职称的独立董事,将有助于提高公司的经营风险承受能力。

独立董事的职责可以分为四种不同的角色,即战略角色、监督或绩效角色、风险角色和人事管理角色。其中,风险管理角色是独立董事的主要职责之一,独立董事应对公司的总体风险承担监督职能,包括财务风险和经营风险等。独立董事对公司的风险敞口承担管理责任。基于此,笔者认为具有财务背景的独立董事将对公司经营风险管理能力产生有利影响,本文在后续处理中将以经营杠杆作为经营风险的代理变量。

## 三、研究设计

1. 样本选取与数据来源。本文选取了2010年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市公司作为研究样本,最后共得到2 180家公司。

本文的上市公司财务数据主要来源于深圳国泰安信息技术有限公司开发的中国股票上市公司数据库(CSMAR)和色诺芬数据库(CCER)。样本的哑变量数据是笔者通过阅读报表信息及统计数据手工整理所得。本文采用SPSS18.0统计软件对样本数据进行统计分析。

2. 模型设计与变量定义。构建的Logistic回归模型如下:

$$ACCT = \partial_0 + \partial_1 DOL + \partial_2 DFL + \partial_3 LEV + \partial_4 DTL + \ell$$

其中,各变量的具体说明见表1。

表1 模型变量说明

	变量代码	变量名称	变量定义
被解释变量	ACCT	专业素质(哑变量)	等于1,样本公司2010年具有财会背景的独立董事
			等于0,样本公司2010年不具有财会背景的独立董事
解释变量	DOL	经营杠杆	样本公司2010年的经营杠杆系数
	DFL	财务杠杆	样本公司2010年的财务杠杆系数
	DTL	总杠杆	样本公司2010年的总杠杆系数
控制变量	LEV	资产负债率	样本公司2010年的资产负债率

(1)对于被解释变量——独立董事的专业素质背景,笔者通过构建哑变量的方式进行度量,在数据处理过程中,笔者对样本数据进行了——检验,共得到取值为1的哑变量511个,取值为0的哑变量1 669个。

(2)对于解释变量——样本的财务风险管理能力和经营风险管理能力,笔者以DOL和DFL为代理变量。当样本公司的财务风险管理能力和经营风险管理能力上升时,其财务风险水平和经营风险水平将下降,即DOL和DFL将下降。

(3)控制变量的选择。已有相关研究表明,公司的资产负债率会对公司的风险管理能力产生重大影响,因此本文将样本公司的资产负债率作为控制变量。

## 四、实证分析

1. 描述性统计。表2的统计结果证明:财务杠杆的均值和中位数分别为1.215和1.117;经营杠杆的均值和中位数分别为1.788和1.726;总体杠杆的均值和中位数分别为2.144和2.037。说明样本公司的财务风险和经营风险比较集中,普遍风险较高。进一步地说,样本公司中具有财务背景的独立董事的均值和中位数分别为0.261和0.000,说明样本公司中大部分是没有财务背景的独立董事,独立董事的构成复杂,平均只有26%的上市公司的独立董事具有财务背景。

表2 变量描述性统计

	Mean (均值)	Med (中位数)	Max (最大值)	Min (最小值)	Sd (方差)
ACCT	0.261	0.000	1.000	0.000	0.439
DOL	1.788	1.726	3.866	0.015	0.641
DFL	1.215	1.117	3.583	0.499	0.289
DTL	2.144	2.037	3.984	0.012	0.810
LEV	0.474	0.465	2.258	0.012	0.229

2. 回归分析。

表3 模型多元线性回归结果

变量	相关系数	T值	P值
DOL	-0.060	-0.509	0.489
DFL	-0.054	-0.678	0.011 *
DTL	-0.40	-0.548	0.584
LEV	-0.224	-3.457	0.001 ***
样本量(N)	2 180		
Adj R <sup>2</sup>	0.010		

注:\*表示p<0.05,\*\*表示p<0.01,\*\*\*表示p<0.001。

从表3中可以看出：

(1)模型系数 $\alpha_2$ 的显著性水平为0.011,在置信水平0.05下显著,通过了检验,因此假设1成立。更进一步的 $\alpha_2$ 系数回归结果为-0.054,即样本公司的董事会成员中有财务背景的独立董事与财务杠杆系数间呈负相关关系,公司董事会成员中拥有财务背景的独立董事的增加将提高公司的财务风险管理能力。

(2)模型系数 $\alpha_1$ 的显著性水平为0.584,未能通过检验,因此假设H1b不成立。即样本公司的董事会成员中有财务背景的独立董事与经营杠杆系数间没有相关性,公司董事会成员中拥有财务背景的独立董事的增加对提高公司的经营风险管理能力提高没有显著的帮助。

(3)模型系数 $\alpha_3$ 的显著性水平为0.001,在置信水平0.001下显著,通过了检验。更进一步的 $\alpha_2$ 系数回归结果为-0.224,即样本公司的董事会成员中有财务背景的独立董事与资产负债率间呈负相关关系,公司的资产负债率将对风险管理能力产生重大影响。

3. 稳健性分析。从表4中可以看出DOL、DFL、DTL、LEV等四个自变量的Tolerance系数分别为0.198、0.58、0.54和0.862,Tolerance系数均大于0.1;四个自变量的VIF系数分别为5.04、1.724、1.852和1.159,VIF系数均小于10,表明自变量间不存在多重线性共性问题,模型的稳健性较高。

表4 模型的稳健性分析

自变量	Tolerance系数	VIF系数
DOL	0.198	5.040
DFL	0.580	1.724
DTL	0.540	1.852
LEV	0.862	1.159

4. 相关性分析。

由表5可知:模型的各个变量间的Pearson相关系数大部分显著,通过了显著性检验,说明模型的可信程度较高。更进一步:因变量LEV与自变量DFL间呈负相关关系,这一结果与表3的结果刚好一致;因变量LEV与自变量DOL间的相关性程度较差,没有通过显著性水平。

五、结论

研究表明,具有财务背景的独立董事将提高公司的财务风险管理能力;具有财务背景的独立董事对公司经营风险管理的改善不会产生显著影响;具有财务背景的独立董事与资产负债率间呈负相关关系,公司的资产负债率将对风险管理能力产生重大影响。

由于受公司风险管理能力这一数据可获得性的影响,本文的研究只考虑了以2010年上海交易所和深圳交易所的样本作为数据,而没有考虑不同年度样本数据横向间的对比关系,

表5 模型的相关性分析

		DFL	DTL	DOL	ACCT	LEV
DFL	Pearson Correlation	1	0.320 **	-0.151 **	-0.041	0.364 **
	Sig. (2-tailed)		0.000	0.000	0.190	0.000
	N	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
DTL	Pearson Correlation	0.320 **	1	0.860 **	-0.022	0.082 **
	Sig. (2-tailed)	0.000		0.000	0.476	0.009
	N	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
DOL	Pearson Correlation	-0.151 **	0.860 **	1	-0.007	-0.105 **
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000		0.835	0.001
	N	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
ACCT	Pearson Correlation	-0.041 *	-0.022	-0.007	1	-0.114 **
	Sig. (2-tailed)	0.049	0.476	0.835		0.000
	N	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
LEV	Pearson Correlation	0.364 **	0.082 **	-0.105 **	-0.114 **	1
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.009	0.001	0.000	
	N	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013

注: \*\*表示在0.01水平上显著。

即没有考虑时间变量的影响,这可能在一定程度上影响实证研究的结果。此外,在财务独立董事个人特征方面考虑也不全面,比如未考虑独立董事的津贴、独立董事兼职上市公司的数量,也未考虑参加董事会议的情况等,这样也会在一定程度上对实证结果产生影响。

【注】本文受兰州大学中央高校基本科研业务费专项资金(编号:10LZUJBWZY012)资助。

主要参考文献

1. Yangmin Kim.The Proportion and Social Capital of Outside Directors and Their impacts on Firm Value:evidence from Korea.Corporate Governance:An International Review, 2007;5
2. Hermalin,B.E,Weisbach,M.S.Boards of directors as all endogenously determined in-situation;a survey of the economic literature.National of Bureau of Economic Research Financial Economics,2001;20
3. 陆宇建,肖睿.我国上市公司财务独立董事履职效力研究.南京社会科学学报,2009;7
4. 谭劲松,李敏仪.我国上市公司独立董事制度若干特征分析.管理世界,2007;3
5. 向锐. 财务独立董事的公司绩效研究. 证券市场导报, 2008;8
6. 李彦. 我国上市公司独立董事制度与财务风险相关性实证研究.南昌大学硕士学位论文,2010
7. 朱世文.刍论我国独立董事制度的发展、不足与完善.财会月刊,2010;12