

资本市场前沿问题论丛

现代公司 董事会治理 研究

何卫东 著

天津社会科学院出版社

现代公司董事会治理研究

何卫东/著

江苏工业学院图书馆
藏书章

天津社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

现代公司董事会治理研究/何卫东著. - 天津: 天津社会科学院出版社, 2002.10

(资本市场前沿问题论丛/齐寅峰主编)

ISBN 7-80563-979-5

I. 现... II. 何... III. 董事会-公司治理-研究
- 中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 072363 号

出版发行: 天津社会科学院出版社

出版人: 项新

地址: 天津市南开区迎水道 7 号

邮编: 300191

电话/传真: (022) 23366354

(022) 23075303

电子信箱: TSSAP@Public.tpt.tj.cn

印刷: 天津雍阳印刷厂

开本: 850 × 1168 毫米 1/32

印张: 9.5

字数: 226 千字

版次: 2003 年 5 月第 1 版 2003 年 5 月第 1 次印刷

印数: 1 ~ 1000 册

全套定价: 90.00 元 本册定价: 18.00 元

序

自1990年12月19日上海证券交易所和1991年7月4日深圳证券交易所相继成立并运营算起,我国内地资本市场的恢复刚刚十多个年头,取得了举世瞩目的成就。上市公司数从1991年的14家增加到2001年12月底的1160家(含A股与B股),总市值从1992年的1048亿元增加到2001年12月底的43522亿元(其中流通市值14463亿元);在市场发育的过程中出现了一批规模较大的证券公司、投资公司、财务公司和各种各样的投资基金。

应该指出,尽管我国市场表现出不同于发达国家市场的一些“特点”,但资本市场的规律是几百年来客观形成的,是一统的,中国也不例外。所以西方先进国家产生的反映资本市场规律的理论和方法、上市公司监管的规律,原则上也适用于中国。然而,中国毕竟有中国的国情,集中体现在:

(1)我国处于从计划经济向市场经济转型的特定历史时期,资本市场打上了深深的计划经济的烙印,例如,股票发行一度采用审批制,国有股与法人股在上市公司的股权结构中占绝对优势而又不能上市流通,资本市场相对封闭;

(2)我国的资本市场是一个新兴市场,一方面发展迅猛,另一方面出现了许多困扰资本市场进一步健康发展的难题;

(3)作为资本市场微观主体的上市公司一般脱胎于国有企业,一方面在形式上采用的是现代股份公司制组织形式,另一方面公司的治理结构不完善,企业的经营机制和治理结构还没有向现代股份公司实质性转换。因此,深入系统地研究中国资本市场中出现的问题,为我国资本市场和上市公司的健康发展贡

献微薄的力量是我们神圣的使命。

“资本市场理论前沿论丛”是由南开大学国际商学院何卫东、李秉祥、李玉霜、芮鸿程和陆宇建在他们博士学位论文的基础上修改而成的。他们秉承“允公允能，日新月异”的南开校训，刻苦钻研，与时俱进，开拓进取，锐意创新，撰写了学术水平高、现实意义强的论著。具体讲，这套丛书有以下特色：

(1)反映了中国资本市场的理论前沿问题。作者在选题上都突出了困扰中国资本市场的热点、难点、重点问题，无论是董事会治理、公司财务危机预警、基金折价、网络组织管理，还是配股权的盈余管理，都是目前资本市场上的理论前沿问题，也是困扰实践者的难题。这些问题的研究对规范上市公司行为、完善和发展资本市场具有重要的理论意义和现实意义。

(2)研究方法恰当。作者在研究中将实证研究与规范研究相结合，定量分析与定性分析相结合，尤其是大量地运用了实证研究的方法，突破了我国以往研究中以规范研究为主的不足，与国际上主流的研究方法同步。

(3)各部论著观点鲜明，创新点多；资料详实，数据新，增强了论著的说服力，提高了论著的应用价值，也反映出作者扎实的理论功底。

这些论著的主要观点在博士论文外审和论文答辩过程中，得到各位专家、教授的充分肯定。我为他们取得的成绩而感到由衷的高兴。我相信，只要假以时日，他们一定能在自己的工作岗位上结出更大的硕果。同时，我对组织出版这套丛书的天津社会科学院出版社的领导和编辑们表示感谢。最后，希望读者提出宝贵的意见。

齐寅峰

2002年10月20日于南开园

前 言

本书的创新之处在于提出了一个转轨经济体制下的董事会治理理论模型。这个模型基于经济学及管理学的相关理论,整合了公司治理、战略管理、财务管理等多个方面的因素,从治理结构的合理性与治理机制的有效性两个方面分析和解释董事会治理效果。在该理论模型的基础上,本文提出了相关的一系列理论假设和推论,并运用中国上市公司的数据对这些理论假设和推论进行了实证检验。

董事会治理效果受制于多种经济因素,概括而言,是供给和需求两方面因素共同作用产生的均衡决定了董事会治理机制的有效性和治理结构的合理性。供给因素的分析基于现代管理理论,本文以董事会决策流程为核心,从董事会决策的输入变量出发,顺序考察了董事会决策的过程变量和输出变量,以阐明相互制衡的董事会治理结构和相互作用的董事会治理机制如何决定董事会决策的科学性,以及作为董事会科学决策结果的董事会治理效果如何影响公司业绩和信息披露质量。

董事会治理的需求方因素分析的理论基础是委托代理理论。随着现代公司的发展和委托代理问题的出现,董事会治理才逐渐受到人们的重视并成为主要的公司内部治理机制。对董事会治理的需求来自于股东、债权人及其他公司利害相关者。作为治理主体,他们意识到委托代理问题可能引致的各种代理成本,并设计了很多治理机制来监督和激励经理人员以减少他们的机会主义行为,从而降低代理成本,最大化自身利益。董事

会治理是诸多治理机制之一,由于不同的治理机制之间存在交互作用,一种治理机制的有效性依赖于其他治理机制的存在和运行,如果只着重分析董事会治理而忽视其他治理机制,将会得出片面甚至错误的结论。因此本文在研究董事会治理效果时,既考虑了供求力量的均衡,又包容了不同治理机制的交互作用。

本书主要用公司业绩作为标杆(Benchmark)变量来指示董事会治理效果。董事会治理对公司业绩有两方面的作用。一方面,科学的董事会决策能够改善公司的经营状况,提高公司的竞争力,从而直接作用于公司业绩。另一方面,有效的董事会监督又能降低代理成本,减少经理人员的机会主义行为,间接促进公司业绩上升。因此无论是公司的市场业绩还是公司的财务业绩都应该与董事会治理效果相关。然而,由于影响公司业绩的因素有很多,既有只与某些企业运行相关的特殊因素,又有影响所有企业的宏观经济因素;既有暂时性因素,又有永久性因素;既有外部因素,又有内部因素,等等,所有的这些因素掺杂在一起将会使董事会治理效果与公司业绩之间的关系变得不是很稳定,而对所有的这些因素完全进行控制又不可能,所以本文选择公司信息披露质量作为第二个标杆变量来指示董事会治理效果。公司信息披露质量与董事会治理高度相关。对公司财务信息报告过程的监督是审计委员会的主要职责,向股东报告将影响其股份价值的信息是董事会的基本职能,毫无疑问,有效的董事会治理将带给投资者准确、及时和有用的信息。公司信息披露质量也与公司市场业绩高度相关。信息披露能够减少投资者的信息非对称程度,提高股票的市场流动性,降低资本成本,从而提高公司市场业绩。

本文主要应用中国上市公司的数据对基于理论模型的各种假设和推论进行了实证检验。数据主要有两个来源,一是上市公司 1999 年的年度报告。有关董事会结构、经理人员报酬和审

计意见等数据是从上市公司年度报告中手工收集的。二是公共数据库。我从“巨灵”数据库中搜集了中国上市公司的主要财务数据,从“台湾经济日报股价信息资料库(TEJ)”中获取了股价资料。另外还有一小部分数据来自于香港上市公司年度报告和香港联交所的“Cash Market, Trade Option, Growth Enterprise and Daily Quotation”数据库。

基于理论模型的实证检验结果,本文提出了相应的“改善董事会治理,形成相互制衡的治理结构和科学决策的治理机制”的政策建议。这些建议包括:分离董事长与总经理两个职位,提高非执行董事的独立性,提高审计委员会在信息披露中的作用,设计科学的经理人员报酬合同,强化外部审计监督等。

全书共分四章。第一章“转轨过程中的公司治理”从中国经济转轨过程中的企业改革和资本市场实践着手,分析了中国公司所面临的主要委托代理问题的性质和原因,概括了现有公司治理模式的特点,提出了以强化董事会治理为核心的公司治理改革方向。在第一节,本文强调指出,囿于中国转轨经济的特殊背景,中国公司的委托代理问题表现出了不同于成熟市场经济体制下公司委托代理问题的特殊性质。简而言之,它主要表现在两个方面:一个是转轨过程中的“内部人控制”,另一个是“大股东剥削小股东”。它们都与中国公司特殊的所有权结构相关,但又不能完全归因于所有权结构。为了深入探讨这两个主要委托代理问题的性质和产生背景,本节还通过案例分析来说明他们在实践中的具体表现形式。

现代公司委托代理问题的解决有赖于建立相互制衡的公司治理结构和设计决策科学的治理机制。治理结构一般基于正式或非正式的制度安排,它是治理机制得以运行的载体。治理机制则发挥着激励和约束效能,促成委托人和代理人目标一致和激励相容,它的有效运行推动相互制衡的治理结构的形成。因

此第一章第二节对七个内部治理机制和三个外部治理机制逐一进行了介绍,并将它们之间的相互作用进行了简单说明,然后从提高治理机制有效性的角度引入董事会治理结构。

董事会治理结构是治理机制运行的载体。董事会治理机制的有效性依赖于相互制衡的治理结构。第一章第三节从董事会的性质及作用、董事会的单层制与双层制、董事会规模、非执行董事与执行董事的区分、董事长与总经理兼任状况等方面对董事会治理结构进行了分析。

第一章第四节概括了当前中国公司内部治理模式的特征。中国当前的公司内部治理模式与“德日模式”类似,比较强调分权制衡,作为公司的最高权力机构,股东大会授权董事会负责公司的经营决策;授权监事会负责监督董事及经理人员的行为,防止其滥用权力而损害股东的利益。然而,监事会事实上的“橡皮图章”导致董事会监督的作用大为突显。就监督作用的发挥而言,董事会监督因为是事前和事中的监督比事后的监事会监督具有一定的优势。再者,公司治理的目标并不仅限于对董事或经理人员的监督制衡,更重要的,在于提高董事会决策的科学性,使公司在日益激烈的市场竞争中能够生存且不断成长,从而股东的利益也从根本上得到保护。对董事会监督的这一认识是本文以后分析的基点。

由于本书以实证研究为主,所选样本公司全部为上市公司,所以作为铺垫,第一章第五节对中国上市公司的发展历程及外部规制环境作了简单介绍。值得强调的是,虽然上市公司并不能完全代表中国股份公司的整体情况,更不能代表中国公司的整体情况,但考虑到数据的可获得性及检验过程的可重复性,本文将主要来自于上市公司的经验证据评价董事会治理状况,检验董事会治理模型,提出相应的政策建议。

第二章“董事会治理:供给效应”分析了董事会治理的供给

方决定因素,检验了这些因素对董事会治理效果的影响。本章第一节概括了董事会决策过程的特征和影响决策的诸多因素。强调了过程变量研究的重要性,通过将董事会输入变量、过程变量和输出变量整合在一起,与适当的“标杆”变量相关联,概括出了完整的董事会治理模型。

第二章第二节对作为董事会输入变量的董事会结构与 Company 业绩之间的关系进行了实证检验。本文用三个变量来指示董事会结构,它们是董事长与总经理兼任、非执行董事比例和董事会规模。结论显示:董事长兼任总经理与 Company 业绩负相关,非执行董事比例与 Company 市场业绩正相关但与财务业绩的关系不显著,董事会规模与 Company 业绩无关。

第二章第三节以董事人员专用知识的拥有、董事会议次数和独立董事数量三个指示变量来测度专有知识的运用、工作努力程度及决策意见的独立性三个过程变量。其次,将董事会输入变量和过程变量混合在一起进行主成分分析,概括出指示董事会治理效果的两个主成分,“工作效果”与“合作效果”。最后,将“工作效果”和“合作效果”与 Company 财务业绩联系起来进行回归分析,结果显示二者都与 Company 财务业绩显著正相关。

本书第三章对影响董事会治理效果的需求方因素进行系统分析。由于公司治理是由相互制衡的治理结构和交互作用的治理机制组成的完整系统,仅仅分析单一董事会治理机制对 Company 业绩和信息披露质量的影响并不能得出完全令人满意的结论。因此本章对董事会治理机制与其他公司治理机制,包括经理人员报酬、所有权结构、资本结构、股利政策、外部审计等之间的交互作用对董事会治理效果的影响。

第三章第一节检验经理人员报酬机制与董事会治理机制之间的关系,以及二者的交互作用对经理人员报酬和 Company 业绩之间关系的影响。本文将经理人员报酬细分为薪金、持股及综

合报酬三类,分别检验了它们与董事会治理变量和公司财务业绩的关系,结论显示:董事会治理机制在约束经理人员报酬方面作用甚微;经理人员报酬与公司业绩无关。这一结果意味着当前中国上市公司的经理人员报酬既未形成明显的激励,也不存在有效的约束,是一个急需重新设计的治理机制。基于这一实证检验结论,本文提出了相应的政策建议。

第三章第二节试图验证上市公司所有权结构对董事会治理效果的影响。中国上市公司两个主要的公司治理问题“内部人控制”和“大股东剥削小股东”都与所有权结构有关,前者源于大股东的“不作为”,后者则由大股东过于积极“作为”导致,但这是否意味着任何公司治理改革,包括董事会治理,都以所有权结构的变化为前提呢?本节对这一极为重要的实证问题进行了检验并得出如下结论:董事会治理效果与所有权构成成分无关;公司财务业绩与所有权构成成分无关;公司业绩与所有权集中度显著相关;董事会治理对公司业绩与所有权集中度之间的关系存在显著影响。上述结论意味着,上市公司董事会治理效果并不依赖于所有权结构,与之相反,所有权结构的变化只有与有效的董事会治理机制相结合才能促进公司业绩提高。

第三章第三节分析资本结构和股利政策两个治理机制与董事会治理机制之间的相互作用对公司业绩和信息披露质量的影响。这一节的实证检验包括两个部分:第一,运用联立方程组检验所有权结构、资本结构、股利政策及董事会治理等治理机制交互作用对公司业绩的影响。第二,通过将资本结构及股利政策变量纳入到“会计信息价值相关性”模型检验公司资本结构决策及股利政策变量纳入到“会计信息价值相关性”模型检验公司资本结构及股利政策对公司信息披露质量的影响。研究结论显示:董事长与总经理兼任对公司市场业绩存在消极影响;非执行董事比例、股利分配和经理人员持股与公司市场业绩相关;所有

权结构对公司市场业绩没有显著影响。另外,资本市场上公司的股利政策当作指示公司治理和信息披露状况的“信号”,较多的股利支付指示上市公司所披露的会计信息具有更高的质量,而信息披露质量的提高则源于董事会治理效果。

第三章第四节对外部审计机制与董事会治理机制之间的关系进行探讨。外部审计机制实际上是由三个子机制组成的混合机制,这三个子机制是审计价格、审计意见和会计事务所的聘任与变更。本节首先概括出了中国上市公司的审计价格模型,并以其为基础,推导出审计意见模型和会计事务所聘任模型。其次,将三个子机制事例在一起检验了外部审计机制的整体有效性。最后,检验了外部审计机制与董事会治理机制之间的交互作用对董事会治理效果的影响。此外,本节还对作为外部审计与董事会治理中介机构的审计委员会的作用进行了分析。由于较少的中国上市公司在数据选择期间内设置了审计委员会,所以本文只能运用香港上市公司的数据进行实证检验,并希望检验结论能对中国上市公司治理改革具有借鉴意义。

第四章“董事会治理与信息披露质量”主要探讨董事会治理效果对公司信息披露质量的影响。证券市场是资源配置的重要场所,同时也是信息的集散地。证券市场的“公开、公平、公正”交易原则,必须通过一整套包含信息的提供、传递、处理及评价的披露制度来实现。公司经营状况主要通过公共信息披露的途径在市场上广为传播,投资者根据这些信息来判断公司价值并进而做出买卖公司股份的决策。因此,公司信息披露的真实性、及时性和有用性构成了证券市场股份交易的基础。董事会直接对公司信息披露负责,因此董事会治理效果将通过公司信息披露质量反映出来,而公司信息披露质量又与股价变动直接相关,这样就在董事会治理效果与公司市场业绩之间建立了联系,使得实证检验成为可能。

第四章第一节从信息披露对资本市场运行的重要性入手,通过探讨信息披露的原则和责任,指明市场监管部门在信息披露规制方面的作用,并简要介绍中国上市公司所面临的信息披露规制环境。

第四章第二节实证检验了中国资本市场股价变动与信息流的关系。如果资本市场能够对信息流做出迅速反应,那么没有人能够利用信息(至少是公共信息)获取超额回报,股价变动将遵循“随机行走”模型,下一期的预期价格将是本期的实际价格。通过检验股价变动方式和价量关系,本文得出中结论,中国资本市场的股价变动与信息流存在显著关系。

第四章第三节包含两方面的内容。首先,检验会计信息的价值相关性。在上节结论的基础上,本文进一步提出,由于中国资本市场能够对信息流做出迅速反应,那么股票价格将反映新的公共信息的流入。公司年报、中报等财务报告披露的会计信息是公共信息的重要组成部分,本节将通过检验会计利润的“价值相关性”来说明公司信息披露如何影响股票价格,从而在会计信息披露与资本市场反应之间建立了联系。

其次,检验中国上市公司的董事会治理是否影响会计信息的价值相关性。上市公司的董事会对公司信息披露负责。董事会治理效果肯定要对公司信息披露质量产生影响。如果董事会能够有效监督公司的财务报告过程,公司会计信息将具有较高的价值相关性。结论显示:非执行董事比例对会计利润与股价之间的关系存在显著影响;外部审计机制对会计信息的“价值相关性”没有直接影响,但如果考虑到外部审计机制与董事会治理机制的交互作用,外部审计机制将对会计信息的“价值相关性”产生显著影响。上述一结论的政策含义十分明显:外部审计机制的改进需与董事会治理,尤其是审计委员会的作用结合起来,才能促进公司信息披露质量的提高。

PREFACE

Board of directors (the Board hereinafter) has been placed onto the center stage in recent global debates on corporate governance reforms. The Board oversees the whole process of board governance. Its primary function is to continuously review the firm operation, involve in strategic management decisions, communicate management with outside stakeholders, monitor management and protect shareholders from management opportunistic behaviors. An effective Board achieves this goal by establishing power - balanced board structure and designing incentive compatible governance mechanisms. It helps alleviate the agency problems by reducing the information asymmetry between insiders and outsiders through timely release of unbiased information to those with a stake in the company and improving firm performance through active involvement in decision - making process.

This study sheds some light on economic determinants of the effectiveness of board governance. Based on comprehensive literature review and critical synthesis, a theoretical model is developed on the effectiveness of board governance by integrating agency theory into organization theory. The result illuminates complexity of the Board dynamics and paves the way for future empirical research that will expand and refine the present understanding of what actually makes the Board effective.

Effectiveness of the Board is mainly reduced to two counterpart economic determinants, demand factors and supply factors. The equilibrium of demand and supply determines the effectiveness of governance

mechanisms and the integrity of governance structure of the Board.

In the present analysis on supply - side effects, sources are collected from literature on group dynamics and workgroup effectiveness. Recent research developments underscore the need for research on the processes that link board structure with firm performance and information disclosure quality. The present study begins by considering factors that characterize the board as decision - making groups and by discussing criteria that distinguish effective boards from ineffective ones. Then, drawing on the literature on small - group decision making, we defined and developed three critical board process variables and two board - level outcome variables that we believe serve as mediators of the relationships between commonly studied aspects of board input variables and firm performance and information disclosure quality.

The analysis of demand - side effects is based on the principal - agency theory. Briefly speaking, with the development of modern company and appearance of agency problems, board governance gradually became the key internal governance mechanism. Demand for effective board governance comes from the shareholders, debtholders and other stakeholders attempting to lower agency costs. They devised a lot of mechanisms to prevent managers from behaving opportunistically. Board monitoring is one of them. Different governance mechanisms interact with each other, we should consider their combined effects on the effectiveness of board governance other than individual effect. Therefore, the model developed from the present study contains both the equilibrium of demand and supply factors and interaction of different governance mechanisms.

Firstly we try to link the effectiveness of board governance with firm performance. For firm performance, board governance has two

positive effects. As a strategic decision - making group, any improvement in the decision - making process of the Board can directly contribute to firm performance by establishing competitive advantages over peer companies. As a monitoring mechanism, the supervision of the Board can alleviate agency costs and discipline managers to work for maximization of shareholders' interests, and then push firm performance upward indirectly. However, there are a lot of factors influencing firm performance ranging from firm specific to industry - level factors, from temporary to permanent factors, and from inside to outside factors. All these factors are entangled with each other. It is very difficult to disentangle them and find which effects result from the effectiveness of board governance. To complete the analysis, another variable, information disclosure quality, is select as the benchmark to indicate the effectiveness of board governance. The Board is assumed to be responsible for disclosure of firm information. An effective board can mitigate agency costs by facilitating timely release of unbiased public information through managers to those with a stake in the company. Information disclosure quality is also highly related to firm performance. Access to relevant and reliable public information can reduce the information asymmetry among different types of investors, increase market liquidity of equity, lower cost of capital, and then raise firm performance.

In the present study we test hypotheses that are deducted from theoretical model of the Board effectiveness with data from Chinese listed companies. Data used were manually collected covering board demography, management compensation, and audit opinions, from annual reports of 1999 of all companies listed in ShenZhen and ShangHai Stock Exchange. Financial information of Chinese listed companies was

obtained from GENIUS database and stock price from TEJ database. In addition, data were also collected about audit committees of HongKong listed companies from database "wadley Card" and "Cash Market, Trade Option, Growth Enterprise and Daily Quality".

Based on results from analytical modeling and empirical testing, this paper also proposes corresponding policy implications for regulations of capital market monitoring and corporate governance reforms. They are: separation of CEO and chairman, establishment of audit committees, independence of non - executive directors, stock option schemes in management compensation package, and empowerment of external auditing.

This paper consists of four chapters.

Chapter I focuses on corporate governance in transitional economy. Based on the corporate reform and capital market practice during China's economic transition, it analyzes the nature and reasons for the major agency problems encountered by China's firms, summarizes characteristics of modern corporate governance models, as well as puts forward the reform orientation for corporate governance centering around strengthening board governance. In the 1st section, it is pointed out that because of the special background of China's economic system, the transitional issues of China's firms showed some unique characteristics different from that under a mature market economic system. To put it briefly, they are shown in two aspects. One is the "insidercontrol" and the other is "expropriation of minority shareholders". Both of them are related, yet cannot be totally attributed to the special ownership structure of China's firms. Settlement of the two agency problems depends on reform of the whole corporate governance system other than the mere