

學術
研究

董事会结构的 决定因素 及其运行效率研究

THE RESEARCH ON BOARD
STRUCTURE DETERMINANTS AND
ECONOMIC EFFECTIVENESS

谢香兵 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press



实际上，在研究公司治理的有效性时，往往从代理问题角度予以剖析，而且代理理论能够对董事会结构提供了一个根本的经济学解释。因而本章首先介绍了研究公司治理的基本理论——代理理论。进而探讨了董事会结构对于公司治理的重要性。本章探讨的第三个问题是董事会结构均衡与非均衡问题。董事会结构的均衡观意指在很多研究公司治理包括董事会结构与公司绩效之间的关系时，往往隐含着一个假设，即存在一个最优的董事会结构，而研究的目的就是要找到这个最优董事会结构。而非均衡观的研究者并不探求一个最优的董事会结构。这种理论认为我们观察到的公司治理结构代表着公司最优的契约安排。这种契约安排由公司面临的契约环境内生决定。本章还对现存的文献中更优董事会结构的不同观点进行了阐述，论证了更优的董事会结构将给公司带来最优的监督效益。

摘要

本书由教育部人文社科重点研究基地基金项目资助出版

學術
研究

董事会结构的 决定因素 及其运行效率研究

THE RESEARCH ON BOARD
STRUCTURE DETERMINANTS AND
ECONOMIC EFFECTIVENESS

谢香兵 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

董事会结构的决定因素及其运行效率研究/谢香兵著. —成都:西南财经大学出版社, 2010. 6

ISBN 978 - 7 - 81138 - 786 - 5

I. ①董… II. ①谢… III. ①上市公司—董事会—研究—中国

IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 115445 号

董事会结构的决定因素及其运行效率研究

Dongshihui Jiegou de Jueding Yinsu Jiqi Yunxing Xiaolü Yanjiu

谢香兵 著

责任编辑:汪涌波

助理编辑:植苗 王林一

封面设计:穆志坚

责任印制:封俊川

出版发行 | 西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)

网 址 | <http://www.bookej.com>

电子邮件 | bookej@foxmail.com

邮政编码 | 610074

电 话 | 028 - 87353785 87352368

印 刷 | 郫县犀浦印刷厂

成品尺寸 | 170mm × 240mm

印 张 | 8.75

字 数 | 200 千字

版 次 | 2010 年 7 月第 1 版

印 次 | 2010 年 7 月第 1 次印刷

印 数 | 1—1000 册

书 号 | ISBN 978 - 7 - 81138 - 786 - 5

定 价 | 35.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

2. 版权所有,翻印必究。

摘要

作为公司内部治理结构的组成部分，董事会结构的设置被认为是最为核心和重要的。可以说，合理的董事会结构是董事会决策和监督职能得到有效发挥和公司健康运行的前提和保证。在过去几年里，我国政府监管部门相继出台了上市公司董事会结构配置的法规或准则指引，希望通过这些治理措施来强化上市公司董事会的有效性，提高董事会治理效率。目前，国内对董事会结构的研究大多集中于董事会做了什么、董事会如何影响公司管理层的决策等问题，实际上研究董事会结构的运行效率，而不考虑董事会结构的决定因素，可能会忽略掉其中最根本的经济本质。因为董事会做了什么以及他们是怎样达到现在的状况这两个问题总是相互关联的。一般来说，相比较由大股东和独立董事组成的董事会，由CEO众多亲属组成的董事会，其公司治理效率会差，但或许这个有明显缺陷的公司治理机制，恰恰可能是公司对其面临环境的一种解决方案。因此，正如斯蒂格勒和弗里德兰（1983）所言，在我们对现行公司治理状况进行严厉批评之前，有必要对市场力量如何导致这种状况进行全面的理解。但国内外学者对董事会结构如何形成的原理研究甚少，尤其在我国，仅有的研究包括邓建平、曾勇、何佳（2006）、黄张凯、徐信忠、岳云霞（2006）。邓建平等研究了上市公司改制模式对董事会结构的影响，黄张凯等则仅检验了股权特征对我国上市公司董事会结构的影响。这些研究都没有考虑公司的经营环境及管理层特征对上市公司董事会结构形成的影响。因而这些研究对我国上市公司董事会结构的形成原理没能从公司经济本质上对董事会结构的决定因素做出全面、客观的观察。

本书使用2001—2005年在沪、深上市的全部A股公司作为研究样本，对我国上市公司董事会结构的决定因素及其运行效率做了全面细致的研究。具体地说，本书对董事会规模、独立性的决定因素研究，主要从经营范围假设、监督效益假设和谈判结果假设三个方面进行。对董事会领导权结构决定因素的研

究,则分别检验了信息不对称假说、CEO能力假说以及CEO继任计划假说。本书在采用横截面模型分别检验董事会结构决定因素各个假说时,也考虑到股权性质、股东制衡能力以及公司所处行业的竞争性程度对董事会结构的影响。本书最后从盈余信息含量和公司价值两个角度来研究董事会结构的运行效率,以观察市场对公司董事会结构的不同设置的反应。为使本研究更加严谨稳健,本书还使用主成分分析、两阶段回归等方法进行检验。

本书对董事会结构决定因素的研究结果表明,董事会结构的形成是决定于公司面临的经营环境和公司管理层特征的一种组合,并内生于监督管理层以最大化公司价值的结果。在以盈余信息含量和公司价值验证董事会结构运行效率的研究中,本研究发现市场对董事会结构设置良好公司的会计盈余反应程度更高,同时投资者也愿意为这些公司付出一定的溢价。本研究发现:

(1) 相比较而言,公司资产规模越大、控股子公司数量越多、有跨国经营业务的公司,其董事会规模越大、独立董事比例越高、公司聘任的独立董事声誉越强。这些结果与本书的经营范围假设的预测一致。

(2) 经理人获取私人利益越大,或者监督经理人成本越小的公司,董事会规模越大、董事会独立性越高。具体地说,公司自由现金流越大、行业集中度越高的公司,其公司董事会规模越大、独立董事比例越高、公司聘任的独立董事声誉越强。而衡量监督成本的公司成长性、无形资产比例变量与董事会规模、独立董事比例、独立董事声誉显著负相关。这些结果与监督效益假设一致。与监督效益假设相反的是,CEO的持有股份份额与董事会规模、独立性正相关。但这个结果与拉赫伽(2005)的研究结论一致。

(3) 经理人的谈判能力越大以及对经理人限制越弱的公司,其董事会的独立性越差,具体表现为CEO的年龄、工作年限与独立董事比例显著负相关;而公司是否有机构投资者以及机构投资者持股份额则与独立董事比例及独立董事声誉两个变量都显著正相关。同时CEO的工作年限和CEO和董事长是否两职合一,这两个变量与独立董事声誉负相关。

(4) 在对董事会领导权结构的决定因素研究中发现,只有CEO的继任计划假说得到印证。

(5) 相比较非国有控股公司来说,国有控股公司有更大的董事会规模、更少比例的独立董事。而股东制衡能力越强、行业竞争性越差的公司,其董事会规模也越大。

(6) 市场对独立董事比例较高、独立董事声誉较好的公司的会计盈余反应程度更高,同时会给这些公司的价值给予一定的溢价。本书研究还发现董事

会两职分离的公司价值 (Tobin's Q 值) 越高。

这些研究结论的政策意义在于：如果董事会结构是公司根据其面临的公司环境和管理层特征所做的一种反应，那么监管部门的政策就不应该强制公司采取一些固定模式的董事会结构，因为它可能会给公司和其利益相关者强加一个额外成本。本书的研究结论还表明公司董事会结构设置越好，公司价值越高，并且市场对公司盈利的反应程度也越高。因而公司进行公司治理改革对股东和投资者来说都是非常有益的。

关键词：董事会规模，独立董事比例，独立董事声誉，
董事会领导权结构，决定因素，运行效率

ABSTRACT

To be a part of internal corporate governance, board structure is most important and nuclear. So a rational board structure is the premise and guarantee which a corporate can run well. In the past of few years, the government and administrative organ set down serials of laws and regulation and hope that corporations could improve their the setup of board structure.

Although there are many studies about board structure, the studies focus on what director board does and how it affects management decision, and so on. In fact, if we only study the effectiveness of board structure and not involve in its determinants, we may omit primary problems. Because what the director board do and how it revolve is interactive. As George J. Stigler and Claire Friedland (1983) said, before we criticized corporate governance, it was necessary to know how the conditions are formed. There are few papers about the determinants of board structure, especially in China. Only Deng Jianping et. al (2006) and Huang Zhangkai (2006) studied the problems. But the two studies haven't considered corporation operation environment and management characteristic, they can't find the fundamental factor which affect corporation board structure.

In this paper, the samples include all listing A-shares companies. To the determinants of board size and the independence, the thesis puts forward operations scope hypothesis, monitoring hypothesis and negotiation hypothesis. To the determinants of leadership structure, the thesis tests asymmetry information hypothesis, CEO power hypothesis and succession planning theory. Otherwise, the thesis also studies the variable of equity property's effect on board structure. Finally, the thesis studies the market reflection from earnings information content and Tobin's Q.

By studying the determinants of board structure, the thesis finds that board struc-

ture are shaped by a combination of firm-specific and managerial characteristics and determined endogenously by the result of monitoring management to maximize firm value. In other words, it is the endogenous result of a competitive process. Specifically, the thesis finds the results as below:

(1) larger, more subsidiary companies and the companies that operate in oversea tend to have larger and more independent boards of directors;

(2) firms in which managers' opportunities to consume private benefits are large, or in which the cost of monitoring managers is small, have larger boards of directors;

(3) firms in which managers have substantial influence and in which the constraints to managerial influence are weak, have less independent boards of directors;

(4) By studying the determinants of leadership structure, the thesis finds that only the succession planning theory is testified;

(5) Comparing to non-state-owned enterprises, SOE have greater board size, less proportion of independent directors;

(6) Market reflects better on the companies which have more proportion, greater reputation of independent directors, and the companies have higher value.

The results show that if corporations will choose an appropriate board structure to adapt to their development, then the government shouldn't let all the companies use a fix model of board structure, because the regulations will bring a burden to companies and their stake-holders. The thesis also shows that the better setup board structure has, the greater the market reflects on earnings and corporation value, which indicates it is beneficial for companies and investors to carry out corporation governance reform.

Keywords: Board Size, The Proportion of Independent Director, Independent Director Reputation, Board Leadership Structure, Determinants, Effectiveness.

目 录

第一章 引言 / 1

第一节 问题的提出 / 1

第二节 研究内容与论文框架 / 3

第三节 本书的研究意义与研究方法 / 6

第二章 制度背景与相关理论 / 8

第一节 本书研究的制度背景 / 8

第二节 本书研究的相关理论 / 14

第三章 文献综述 / 22

第一节 董事会结构决定因素的文献综述 / 22

第二节 董事会结构运行效率的文献综述 / 29

第四章 董事会结构决定因素的实证研究 / 38

第一节 假设的提出与研究设计 / 38

第二节 样本选择、数据来源和变量说明 / 49

第三节 描述性统计、均值检验和相关性分析 / 54

第四节 董事会规模、独立性决定因素的实证结果及分析 / 64

第五节	董事会领导权结构决定因素的 Logistic 实证结果及分析 /	83
第六节	董事会结构决定因素的稳健性检验 /	87
第五章	董事会结构运行效率的实证研究 /	97
第一节	假设的提出 /	97
第二节	研究设计与衡量方法 /	99
第三节	数据的选取与描述性统计 /	101
第四节	实证检验结果及分析 /	103
第五节	稳健性检验 /	106
第六章	结论、创新与局限性 /	111
第一节	主要研究结论 /	111
第二节	研究的主要创新 /	112
第三节	研究的局限性及未来研究方向 /	113
参考文献	/	116
后记	/	130

第一章 引言

第一节 问题的提出

源于所有权和控制权分离的代理问题从伯利和米恩斯(1932)阐述以来,一直受到研究者的关注。作为公司治理结构的重要组成部分,市场和内部控制系统都能起到减少这些代理问题的作用(Fama 和 Jensen,1983)。在内部控制系统中,董事会结构的设置被认为是最为核心和重要的。可以说,合理的董事会结构是董事会决策和监督职能得到有效发挥和公司健康运行的前提和保证。董事会作为公司管理层的监管者,拥有固定的权利条款,他们代表股东利益与内部经理人和外部团体签订契约。像任何其他群体一样,董事会成员的构成决定了它的有效性,并进而影响管理层制定决策的质量,最终影响公司业绩。

我国资本市场出现的郑百文事件、德隆事件及科龙事件等,使得流通股股东和利益相关者的权益受到极大损害。尽管其中缘由众多,但公司董事会结构设置的不合理或缺陷导致公司内部制衡及约束机制的无效是其重要原因之一。在过去的几年里,中国证监会先后发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(下简称《意见》,2001年)及《上市公司治理准则》(2002年)等法规,要求在上市公司董事会中设立独立董事,并建议董事会下设战略、薪酬、提名与审计等专业委员会,提出董事长与总经理应两职分离等治理要求,希望通过这些治理措施来强化董事会的有效性,完善董事会结构,提高董事会治理效率。然而这些制度规范能否取得预期效果,并最终促使公司治理结构向更好的方向发展则需要实践检验。

从目前国内外研究的范围来看,大多文献对董事会结构的研究,关注的焦点多为公司董事会做了什么、董事会结构如何影响董事们的决策行为以及管理层的政策选择。这些研究通常解决一个或多个以下问题:其一,董事会结构,包括

董事会规模、独立性以及 CEO 领导权结构等如何影响公司业绩或公司价值 (Weisbach, 1988; Brickley et al., 1994; 孙永祥和章融, 2000; 沈艺峰和张俊生, 2002; 于东智和池国华, 2004 等); 其二, 董事会结构怎样影响可观察到的董事会决策行为, 如公司并购、股权收购协议 (Byrd 和 Hickman, 1992)、CEO 的报酬及变更 (Core, J. E., et al. 1999; 张俊生和曾亚敏, 2005) 等; 其三, 董事会结构怎样影响管理层的政策选择, 如经理人进行盈余管理的程度 (Klein, 2002)、财务报表中稳健主义的实行 (Beek et al, 2002)、自愿信息披露的水平 (Cheng 和 Courtenary, 2004; 钟伟强等, 2006) 等。实际上, 当我们研究董事会结构的运行效率或经济后果, 而不考虑董事会结构的决定因素, 容易落入研究中的就事论事的窠臼, 并且可能会忽略掉其中最根本的经济本质。因为董事会做了什么以及他们是怎样达到现在的状况这两个问题总是相互关联的。一般来说, 相比较由大股东和独立董事组成的董事会, 由 CEO 众多亲属组成的董事会, 其公司治理效率会差, 但是或许这个有明显缺陷的公司治理机制, 恰恰可能是公司对其面临环境的一种解决方案。^① 因此, 正如斯蒂格勒和弗里德兰 (1983) 所言, 在我们对现行公司治理状况进行严厉批评之前, 应该有必要对市场力量如何导致这种状况进行全面的理解。另一方面, 研究董事会结构决定因素的重要性还在于董事会结构形成后反过来会影响到董事会的运作方式和运行效率。更为重要的是董事会结构怎样被设定可能本身就是公司内在治理效率的结果, 如赫曼林和魏斯巴赫 (1988) 的研究结果显示, 当公司业绩较差后以及公司转换产品市场时, 外部独立董事更可能会加入董事会, 而内部董事更可能离开董事会。因而为了理解公司治理, 董事会成员如何被选择和董事会运行效率问题是同样重要的。

因而, 本研究以我国上市公司为研究对象, 对董事会结构的决定因素进行研究, 并从会计盈余的信息含量、公司价值两方面检验董事会结构的运行效率, 即检验市场对公司董事会结构如何认知, 市场是否对更优的董事会结构配置有更好的反应。本研究对我国上市公司的董事会结构决定因素及其运行效率的论证将回答和解决以下四方面的问题:

其一, 我国上市公司董事会规模和独立性的决定因素有哪些? 具体地说, 是公司经营的范围和复杂性促成了董事会结构的不同设置, 还是由公司经营所面临的特定行业和信息环境决定, 并反映公司行业活动的特定监督需求? 或是公司经理层与董事会相互博弈的结果? 抑或几个方面共同作用的结果?

^① 在实务中, 上市公司的董事会构成不会完全由内部人组成, 因为公司必须在法律和规则约束下行事, 如《公司法》规定所有公司的董事会必须拥有一定比例独立董事。

其二,在我国上市公司中,为什么有些公司 CEO 和董事长两职是分离的,而另一些公司的 CEO 和董事长职位是合一的?在我国特定制度背景下,特别是我国上市公司广泛存在着“一股独大”、“内部人控制”现象,在根据西方财务理论提出的影响董事会领导权结构的信息不对称假说、CEO 能力假说以及继任计划假说中,哪些假说能够得到印证?其原因又是什么?

其三,由于我国上市公司所面临的特定制度背景、经营环境以及公司本身具有的特殊股权结构,我们需要关注这些因素对董事会结构形成的影响。具体地说,本书的研究结果能够回答我国上市公司不同的股权性质、股东制衡能力以及公司所处行业的竞争性程度对公司董事会结构的形成有怎样的影响。

其四,不同董事会结构设置的好坏,其运行效率有何差别?即公司董事会结构的配置好坏能否在股票市场中得到识别,不同的董事会结构对会计盈余的信息含量、公司价值等方面是否存在显著影响?

第二节 研究内容与论文框架

本书重点研究的是形成董事会结构的决定因素以及董事会结构的运行效率,本研究主要从经营范围假设、监督效益假设以及谈判结果假设三大角度来检验董事会规模、独立董事比例以及独立董事声誉的决定因素,并从整体上对董事会的领导权结构的决定因素进行实证分析,最后再从盈余信息含量、公司价值两个方面来检验董事会结构的运行效率。本书各章节的主要内容如下:

第一章,引言

董事会结构作为公司重要的内部治理机制,一直受到研究者、实务界和监管者的广泛关注。第一章主要介绍了本书的研究问题、研究内容和研究框架以及研究意义与研究方法。

第二章,制度背景与相关理论

本章第一节的制度背景首先介绍了我国上市公司普遍存在的代理问题,因为在我国上市公司,不仅要考虑股东与管理层之间的代理问题,更要关注我国特定制度环境下的代理冲突,特别是大股东对小股东的剥削问题。最后全面具体地对我国股份制改革以来董事会结构发展的过程及概况进行了综述。本章第二节阐述了本研究中的相关理论,实际上,在研究公司治理的有效性时,往往从代理问题角度予以剖析,而且代理理论能够对董事会结构提供一个根本的经济学解释,因而本节首先介绍了研究公司治理的基本理论——代理理论,进而探讨了

董事会结构对于公司治理的重要性。本节探讨的第三个问题是董事会结构均衡观与非均衡观。董事会结构的均衡观意指在很多研究公司治理包括董事会结构与公司绩效之间关系时,往往隐含着一个假设,即存在一个最优的董事会结构,而研究的目的是要找到这个最优董事会结构。而非均衡观的研究者并不探求一个最优的董事会结构,这种理论认为我们观察到的公司治理结构代表着公司最优的契约安排,这种契约安排由公司面临的契约环境内生决定。本节还论述了现存的文献中对更优董事会结构的不同观点进行了阐述,论证了更优的董事会结构并不一定给公司带来最优的监督效益。

第三章,文献综述

本章第一节重点从三大方面回顾并阐述了董事会结构决定因素的三个假设,即经营范围假设、监督效益假设以及谈判结果假设,最后还介绍了董事会结构决定因素的管家理论、资源依赖理论、权变理论以及制度理论。本章第二节为董事会结构与公司运行效率的文献回顾,主要包括董事会规模、独立性、领导权结构对公司运行效率的影响以及从我国上市公司股权特征和公司所处行业的竞争性对公司运行效率的影响的文献综述。

第四章,董事会结构决定因素的实证研究:

本章是本研究的重点,也是本书核心部分。在本章第一节里,我们分别对董事会规模、独立性以及领导权结构的决定因素提出相应假设和模型设计。其中,本研究对董事会的独立性主要从独立董事比例和独立董事声誉两个角度来说明。第二节主要介绍了本研究的数据来源、相关变量的定义以及样本的选择。第三节为相关变量的描述性统计、相关性分析以及从股权性质、行业竞争性和规模大小对董事会结构各变量,包括董事会规模、独立董事比例、独立董事声誉以及 CEO 和董事长是否两职合一四个变量进行均值 t 检验和中位数 Wilcoxon Z 值检验的结果。第四节则是实证检验和分析的结果。在对董事会规模和独立性的决定因素进行检验时,我们分别从单个和同时从经营范围假设、监督效益假设以及谈判结果假设三个方面观察,结果发现本研究的这三个假设在不同程度上得到证实。具体的结果是:相比较而言,公司资产规模越大、控股子公司数量越多、有跨国经营业务的公司,其董事会规模越大、独立董事比例越高、公司聘任的独立董事声誉越强;经理人获取私人利益越大或者监督经理人成本越小的公司,董事会规模越大、董事会独立性越高;经理人的权威越大以及对经理人限制越弱的公司,其董事会的独立性越差。在对董事会领导权结构的决定因素进行 Logistic 检验时,结果只发现只有继任计划假说或 CEO 权威假说得到显著的结果,而 CEO 能力假说和信息不对称假说都没有得到支持。作为本书另外关注的焦点,

本研究还在各模型设计加入了股权性质、股东制衡能力以及行业竞争性等变量,以检验我国特定背景下的这些变量对董事会结构有何影响。本章对董事会规模、独立性和领导权结构的决定因素的研究结果表明,董事会结构的形成是由公司面临经营环境和公司管理层特征的一种组合,并内生于监督管理层以最大化公司价值的结果。

第五章,董事会结构运行效率的实证分析

本章的内容是观察市场对不同的董事会结构作出怎样的判别,本研究主要从盈余信息含量和公司价值(Tobin's Q 值)两个方面来检验市场如何识别董事会结构的不同设置。本章的研究结果表明,市场对上市公司不同的董事会结构的配置有着系统性差别。具体地说,市场对独立董事比例较高、独立董事声誉较好公司的盈余反应程度更高,同时会给这些公司的评价给予一定程度的溢价。

第六章,结论、创新与局限性

本章主要总结了本研究得出的一些重要结论、创新点,然后提出了本研究的局限性,最后提出了本书未来的研究方向。

概括来说,本研究的内容可总结成如图 1-1 的研究框架图。

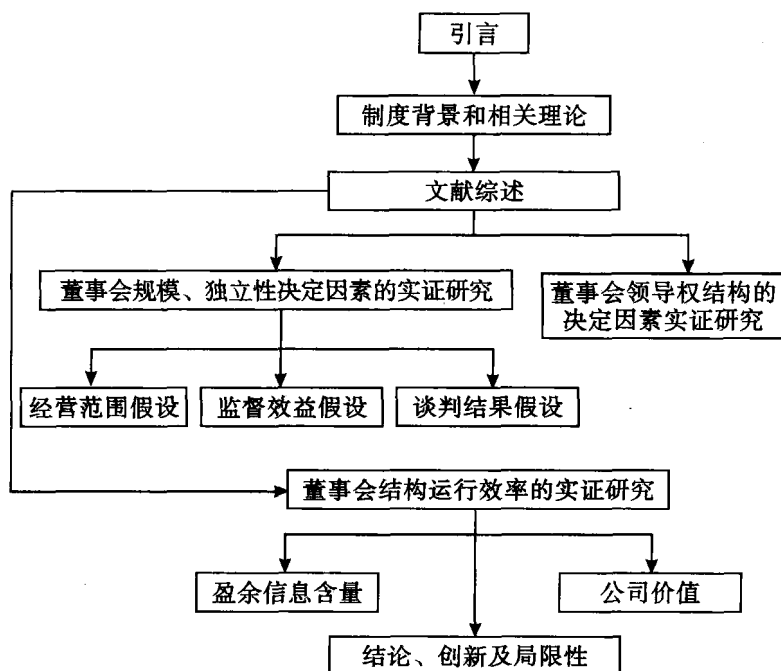


图 1-1 研究框架图

第三节 本书的研究意义与研究方法

一、本书的研究意义

本书研究的主要内容涉及董事会结构^①(包括董事会规模、独立董事比例、独立董事声誉以及 CEO 和董事长是否两职合一)的决定因素以及从盈余信息含量和公司价值两方面检验董事会结构的运行效率。从研究内容来说,本书对我国上市公司董事会结构决定因素的研究具有一定的开创性并具有很强的实践意义。具体地说,本研究意义体现在以下几个方面:

其一,尽管我国学者对董事会结构的研究数量不少(如孙永祥和章融,2000;沈艺峰和张俊生,2002;于东智和池国华,2004;张俊生和曾亚敏,2005;钟伟强等,2006等),但他们着重研究了董事会结构的治理效率。对董事会结构决定因素的研究仅有邓建平、曾勇、何佳(2006)和黄张凯、徐信忠、岳云霞(2006)等的研究。邓建平、曾勇、何佳(2006)研究了上市公司改制模式对董事会结构的影响,黄张凯、徐信忠、岳云霞(2006)则仅检验了股权特征对我国上市公司董事会结构的影响。他们的研究都没有考虑到公司面临的契约环境及管理层的特征对公司董事会结构的影响,这也就为本研究留下了很好的视角。这样的研究视角能够对董事会结构的决定因素作一个更为全面的观察,也才能形成更为客观和稳健的结论。

其二,从实践来看,目前我国出现的制度改革的“瓶颈”,资本、产品及要素市场的不发达,使得我们对公司内部治理改革的需求更为紧迫。近年来,财政部、中国证监会等政策制定者在相关法律、法规和相应指引中,对我国上市公司的公司治理,特别是董事会结构,提出了诸多指引性要求。本书对董事会结构决定因素及其运行效率的研究,可以给监管部门制定相应政策提供一些参考性的经验证据。本研究的政策意义还体现在:如果董事会结构是公司根据其面临的公司环境和管理层特征所作的一种反应,那么监管部门的政策就不应该强制公司采取一些固定模式的董事会结构,因为它可能会给公司和其利益相关者强加

^① 在本书中涉及的董事会结构和董事会构成两个概念是有些不同的,其中董事会结构的概念是一个整体的概念,英文多用 Board Structure 表示,如董事会规模、独立董事比例、领导权结构等都是其包含的概念。而董事会构成,英文用 Board Composition 表示,一般特指董事会中各成员的组成比例,如独立董事的比例、内部董事的比例等。

一个额外成本。

其三,本书从盈余信息含量和公司价值两个角度来研究董事会结构的运行效率,借以观察市场对公司董事会结构的不同设置的反应。这些研究结论可以为公司未来董事会结构改革提供一些方向性结论,另一方面也可以验证市场对怎样的董事会结构设置作出更好的反应。如果更优的董事会结构得到市场的更大认可,那么公司进行公司治理改革对股东和投资者来说就是有益的。

其四,本书是基于中国转轨经济特殊制度背景的实证检验,在本研究的模型设计中设立了股权性质、股东制衡能力及行业竞争性等非董事会结构变量,不仅检验了这些变量对形成我国上市公司董事会结构的影响,还观察了这些可以作为一种替代治理机制的变量对公司盈余信息含量和公司价值的影响。这些结论可能会不同于现有的以发达市场经济制度为背景的类似研究的结论,因而可以为转轨经济理论创新提供经验证据。从理论上来说,本书对董事会结构决定因素的研究结果可以论证科斯(1960)的观点,即在我国现行法律及制度环境下,每个公司是否都会选择一个适合本公司发展的董事会结构以适应公司面临的制度和经营环境。

二、本书的研究方法

本研究将在分析借鉴并吸收前人研究的最新思想、最新研究成果的基础上进行,主要采用比较分析、实证分析等研究方法,结合分析性论证思路对董事会结构的决定因素及其运行效率进行系统的研究。本研究以 2001—2005 年的在沪、深两地上市的所有 A 股公司作为研究样本,数据主要来源于 CSMAR 数据库以及上市公司每年的公告。具体研究方法如下。

实证研究方法:对董事会结构的决定因素及运行效率等多方面研究均采用实证分析方法,以数据支持本研究提出的系列假设。对本研究涉及模型的回归不仅使用了简单的 OLS 回归和 Logistic 回归方法,还使用了主成分分析法以及两阶段回归法(2SLS)进行稳健性检验。

比较分析方法:本研究对上市公司的董事会结构各变量,包括董事会规模、独立董事比例、独立董事声誉以及 CEO 是否两职合一分别进行了均值 t 检验和 Wilcoxon 中值 Z 检验,以观察在不同股权性质、行业竞争性以及不同规模的公司内,这些董事会结构变量有何差异,这种差异是否显著。