

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

公司治理中的 社会关系与董事会独立性

刘诚 著

非虚构



当代中国出版社
Contemporary China Publishing House

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

公司治理中的 社会关系与董事会独立性

刘 诚 著



当代中国出版社
Contemporary China Publishing House

图书在版编目(CIP)数据

公司治理中的社会关系与董事会独立性 / 刘诚著

. -- 北京 : 当代中国出版社, 2017.3

ISBN 978-7-5154-0770-8

I. ①公… II. ①刘… III. ①公司-企业管理-研究
②公司-董事会-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 029118 号

出版人 曹宏举
策划编辑 王延新
责任编辑 王延新
特约编审 王振德
责任校对 康莹
封面设计 信宏博·张红运
出版发行 当代中国出版社
地址 北京市地安门西大街旌勇里 8 号
网址 <http://www.ddzg.net> 邮箱: ddzgcbs@sina.com
邮政编码 100009
编辑部 (010)66572264 66572154 66572132 66572180
市场部 (010)66572281 66572161 66572157 83221785
印刷 北京润田金辉印刷有限公司
开本 720 毫米×1020 毫米 1/16
印张 9.75 印张 2 插页 插图 3 幅 176 千字
版次 2017 年 3 月第 1 版
印次 2017 年 3 月第 1 次印刷
定价 39.00 元

版权所有,翻版必究;如有印装质量问题,请拨打(010)66572159 转出版部。

摘 要

董事会的主要职责是代表股东对管理层进行监督和建议，减少公司内部代理成本，是公司治理的中心环节，当前英美国家盛行“董事会中心主义”。而董事会有效性的核心思想便是董事会的独立性。已有研究和各国实际做法，均假定独立董事在人事、财产、人格和业务上可以保持与高管的独立性，因此，提高独立董事比例能够保障董事会职能的有效发挥。然而，为了满足独立董事制度的强制性要求，我国上市公司呈现出了消极合规的现象，表面上聘用独立董事并给予其履职的相应制度安排，实质上并没有聘任真正的独立董事，而且独立董事行使权力的相应制度没有有效落实。企业家、专家学者和社会舆情也几乎一边倒地认为，我国独立董事并没有起到改善公司治理的作用。

本书认为，这其中有一个潜在的深层次原因是，独立董事与高管往往存在一定的社会关系。这一关系贯穿于公司治理的各个方面，它影响了独立董事（或者说董事会）的独立性和监督建议行为，进而影响了公司绩效和股东保护。进一步的问题是，这一社会关系总是有害的吗？友好董事会理论论证了对CEO适度友好的董事会可以提高董事会的建议功能。那么，本书还要分析CEO-独立董事社会关系的取舍问题，即何种特征的公司需要这一社会关系。

本书理论模型的第一个观点认为，最优董事会独立性的选择，或者说CEO-独立董事社会关系的最优数量受到CEO持股比例、董事会建议能力、公司建议需求、CEO能力等因素的影响。也就是说，CEO-独立董事社会关系不是越少越好，也不是越多越好，它面临一个权衡。具体而言，CEO权益性收益越大，或者CEO能力越高，或者建议能力越强，又或者建议需求越大，那么越是需要社会关系的存在。然而，这是理论推导的结果，而理论上的最优策略未必是公司治理的现实做法，并且找寻最优董事会构成的多样影响因素不是本书的主旨所在。所以，本书把检验的命题退化为“社会关系如何影响了独立董事的任命”。研究发现，CEO-独立董事的社会关系会影响独立董事的选择；CEO倾向于任命与自己有社会关系的独立董事，且CEO权力越大该现象越明显；任命这些有社会关系的独立董事并没有增强董事会的建议功能。

本书的第二个核心观点提出，关系的取舍取决于董事会监督和建议功能，它降低了监督而增强了建议。但是在实证检验中，董事的具体行为是不可观测的，必须采用迂回策略。具体地，本书从监督表现的视角，检验社会关系对监督行为的影响；从建议需求的角度出发，检验公司建议需求多少与灰色董事数量之间的相关性，进而判断社会关系对建议行为的影响。实证结果表明，实际独立董事能够有效监督和更换 CEO，而与 CEO 具有社会关系的名义独立董事却对 CEO 起到了“保护伞”的作用；规模大、负债高、成长快的公司需要更多的董事会建议，而这些需求使得灰色董事的增多，间接证明了社会关系可以提高独立董事和董事会的建议功能。

第三个观点指出，社会关系对公司绩效水平的影响是不确定的，但在危机时刻关系可以显著提高公司绩效。这一点通过公司绩效对关系做回归，并根据公司绩效分样本做回归，很容易验证。绝大多数评价董事会、独立董事效果的文献都是使用公司绩效水平值来判断的。本书对此做了重大拓展，进一步检验了关系对公司绩效波动的影响。实证发现，独立董事降低了公司绩效波动，而社会关系的存在阻碍了这一作用的发挥。这一结论是符合经济直觉的，与理论模型的第三个观点也是逻辑一致的。计量结果显示，社会关系对公司绩效影响不显著，而对于公司绩效较差的样本，社会关系可以提高公司绩效；CEO - 独立董事社会关系会提高公司绩效波动；董事会实际独立性会显著降低公司绩效波动。

区别于对公司治理研究以公司绩效为唯一标准的文献做法，本书第四个主要观点落脚在中小股东保护问题上。该观点分为两部分，大股东与独立董事社会关系的存在，不能克服第一类代理问题，反而加剧了第二类代理问题。显然，后者是本书研究的一个重点。为了保持本书前后主题一致，这里实证检验了大股东 - 独立董事社会关系与中小股东保护的影响，并着重探讨了声誉与社会关系的交互影响。经验研究发现，独立董事与大股东的社会关系会促使独立董事被大股东俘获；声誉会降低社会关系对独立董事的俘获程度，声誉足够高时甚至会出现独立董事俘获大股东的现象。

本书认为，独立董事的独立性直接关乎董事会的独立性和董事会的有效性，进而深层次影响了公司治理的各个方面，例如 CEO 报酬和更替、董事监督和建议行为、公司绩效和绩效波动以及中小股东保护。因此，独立董事资格认定、选拔和任命，必须考虑到社会关系的存在，选择社会声望高、责任感强、愿意代表公正、并与大股东没有私人社会关联的专家、学者担任独立董事。至于是否选择与 CEO 有社会关系的独立董事，要根据公司特征自行决定，对于建议需求强烈的公司可以适度选择此类董事。

Abstract

The main function of the board is to supervise and advice for the management on behalf of the shareholders, which could reduce the internal agency costs and also is the central nodes of corporate governance. Nowadays “directors center doctrine” is in vogue in Europe and the United States. The core element of “directors center doctrine” is the independence of the board. The existing research and the practice of all the countries, were assumed to be that an independent director can keep independence with executives in the personnel, property, personality, and business. Therefore, increasing the proportion of independent directors would effectively ensure the functions of the board. However, because of the mandatory requirements of the independent director system, listed companies in China show a kind of passive compliance. The listed companies employ the independent directors on the surface and establish the institution for the independent directors following their duties. But in essence, there is not an appointment of the truly independent directors, as well as the effectively implemented independent directors system. Entrepreneurs, experts, scholars and social public overwhelmingly believe that independent directors in China have not playing a role in improving corporate governance.

This paper considers that there is a potential deep – seated reason for the certain social relation between the independent directors and the CEO. This relationship throughout corporate governance in all aspects affects the independence of the independent directors (or the board) and the behavior of supervision and suggestion. Thereby, it will affect the performance of company and the equity of shareholders. Further question is that these kinds of social relations are always harmful? A theory of friendly board demonstrates that moderate friendly board can improve the function of suggestion. Well, we will also analyze the trade – offs of social relations, which means what kind of companies need social relations.

The first view of the theoretical model in this paper is that the best selection about

the independence of board, or rather the optimal number of CEO – director ties will be influenced by the CEO's shareholding ratio, the suggesting capacity of the board, the suggesting demand of the company, the ability of the CEO, etc. That is to say, the social relations between the CEO – independent directors are not as little as possible, or more. They need a trade – off. Specifically, the greater CEO's returns on equity, or the better capacity of CEO, or the stronger ability of recommendation, or the greater demand of the suggestion, the more we need such kind of social relations. However, this is just the conclusion in theory. The theoretically optimal strategy is not necessarily the real practice of corporate governance practices. In addition, the purpose of this paper is not finding the various impacting factors about the optimal composition of the board. Therefore, the topic we are going to prove in this paper degrades into 'how social relationships influence the appointment of independent directors'. The research found that the relationships between CEO and the independent directors would affect the selection of the independent directors; CEO tends to appoint the independent directors with ties, which is more obvious while the CEO is more powerful; the appointment of the independent directors with ties would not enhance the function of the board's suggestion.

The second point shows that the trade – off about the relationships needs the ability of the board's supervision and the suggestion. It reduces the supervision when enhancing the recommendation. However, in empirical test, the specific behaviors of the directors can not be observed. We need using circuitous strategy. Specifically, from the perspective of supervising performance (the sensitivity of performance with CEO's turnover), this paper try to test the impact of the social relations to the supervision behaviors. From the perspective of demand of suggestion, this article will find the relevance between the demand of recommendation and the number of nominal independent directors who has social links with the CEO, and then judge the influence of the social relations to the behavior of suggestion. The practical result proves that real independent directors can effectively supervise and dismiss the CEO. However, this paper finds that nominal independent directors who have social links with the CEO, play the role of "umbrella" of the CEO. Companies in large scale, high debt, rapid growth need more board's suggestion, which may increase the number of nominal independent directors with links. This indirectly proves that social relations can improve the function of suggestion of the independent directors and the board.

The third point is that the impact of social relations to firm performance is uncertain,

but in times of crisis the relations can significantly improve the company's performance. It is easy to be verified by regression analysis between the performance and the relations using the samples. The vast majority of evaluations of the effects of the board and the independent directors, are using the level of corporate performance value to judge. It is a significant expansion about testing the impact of relations to the fluctuations of company performance further. In empirical study, independent directors reduce the fluctuations in performance which the existence of social relations hinder this role play. This conclusion is consistent with economic intuition, as well as the third view in theoretical model logically. The measurement results show that social relations do not affect the company's performance, and for the samples in poor performance the social relations can enhance the company's performance; CEO – independent directors ties will improve fluctuations in company's performance; the actual independence of the board will significantly reduce the fluctuations.

The fourth main point of this article is about the protection of minority shareholders, distinguishing from the theoretical research which use the performance as the only criterion in the research on corporate governance. This view is divided into two parts. Because of the social relations between the strong shock holders and the independent directors, the first agency problem can not be overcome, instead of aggravating the second agency problem. Obviously, the latter is the focus. In order to maintain the themes of contextual article consistently, this paper makes an empirical test of the impact of the major shareholders-independent directors social relations and the protection of minority shareholders; and focuses on the interaction of reputation and social relations. According to the research, the independent directors – major shareholders ties will lead to independent directors being captured by the major shareholders; reputation will reduce the controlment from social relations to the independent directors. Even independent directors can control the big shareholders when reputation is high enough.

This paper argues that the independence of the independent directors is directly related to the independence and the effectiveness of the board, and then the profound influencing the various aspects of corporate governance, such as the performance and the compensation of the CEO, the supervision and the suggestions by the board, fluctuations in performance, company performance and the protection of minority shareholders. Therefore, social relations should be considered in the identification, selection and appointment of independent directors' qualifications. Selected independent directors must be experts in

high social prestige, with strong sense of responsibility, on behalf of justice and without private connection to the big shareholders. As whether to select the independent directors having ties with CEO or not, it depends on the firm's feature. Companies with strong demand of suggestion can choose such directors appropriately.

Keywords: Social Relations; Independent Directors; Independence of the Board; Corporate Governance

目 录

第一章 导论 / 001

- 1.1 选题背景 / 001
- 1.2 研究意义 / 003
- 1.3 研究内容与思路 / 005
- 1.4 研究创新与局限 / 007
- 1.5 本书结构安排 / 008

第二章 董事会与公司治理有关文献综述 / 010

- 2.1 代理理论 / 011
 - 2.1.1 代理问题 / 011
 - 2.1.2 董事会的监督功能 / 011
 - 2.1.3 实证发现 / 012
- 2.2 友好董事会理论 / 014
 - 2.2.1 信息沟通的价值 / 014
 - 2.2.2 董事会的建议功能 / 015
 - 2.2.3 实证发现 / 016

- 2.3 灰色董事理论 / 016
 - 2.3.1 社会嵌入理论 / 017
 - 2.3.2 关系契约理论 / 019
 - 2.3.3 CEO - 独立董事社会关系——灰色董事 / 021
 - 2.3.4 实证发现 / 022
- 2.4 针对中国董事会的研究 / 023
- 2.5 有关文献评述 / 026
 - 2.5.1 三种理论的简要评述 / 026
 - 2.5.2 本书试图做的研究拓展 / 027

第三章 理论模型 / 029

- 3.1 模型设定 / 029
- 3.2 模型构造 / 030
- 3.3 理论命题 / 034
- 3.4 本章小结 / 037

第四章 实证设计 / 038

- 4.1 研究样本 / 038
- 4.2 社会关系的识别 / 038
- 4.3 灰色董事、董事会独立性的界定 / 041
- 4.4 理论命题与计量检验的对应 / 042

第五章 独立董事的任命 / 044

- 5.1 董事会构成 / 044
 - 5.1.1 董事会内生性 / 045
 - 5.1.2 独立董事的任命 / 046
 - 5.1.3 社会关系与独立董事的任命 / 047
- 5.2 样本与研究设计 / 048
 - 5.2.1 连任样本 / 048

- 5.2.2 计量方程与变量定义 / 049
- 5.2.3 描述统计 / 051
- 5.3 计量结果 / 052
 - 5.3.1 社会关系与独立董事选择 / 052
 - 5.3.2 CEO 权力的影响 / 054
 - 5.3.3 社会关系与董事会独立性 / 056
- 5.4 本章小结 / 059

第六章 独立董事的行为 / 060

- 6.1 监督行为：监督表现的视角 / 060
 - 6.1.1 监督表现——CEO 更替业绩敏感性 / 060
 - 6.1.2 文献评述与研究假说 / 061
- 6.2 建议行为：建议需求的视角 / 063
 - 6.2.1 研究假说 / 063
 - 6.2.2 建议需求的测度 / 064
- 6.3 研究设计 / 065
 - 6.3.1 样本数据 / 065
 - 6.3.2 模型设定 / 065
 - 6.3.3 变量定义 / 066
 - 6.3.4 描述统计 / 068
- 6.4 实证结果 / 069
 - 6.4.1 独立董事与 CEO 更替 / 069
 - 6.4.2 独立董事与 CEO 更替业绩敏感性 / 071
 - 6.4.3 CEO 更替后的公司绩效表现 / 073
 - 6.4.4 社会关系促进建议功能的一个间接证据 / 074
 - 6.4.5 灰色董事数量与建议需求 / 075
 - 6.4.6 研究拓展与稳健性检验 / 077
- 6.5 本章小结 / 078

第七章 公司绩效 / 079

- 7.1 相关文献与研究假说 / 079
 - 7.1.1 独立董事与企业绩效 / 079
 - 7.1.2 董事会独立性与公司绩效波动 / 081
 - 7.1.3 社会关系与公司绩效波动 / 083
- 7.2 研究设计 / 084
 - 7.2.1 样本选择 / 084
 - 7.2.2 计量方程 / 085
 - 7.2.3 指标设计 / 085
 - 7.2.4 描述统计 / 087
- 7.3 实证结果 / 087
 - 7.3.1 社会关系与公司绩效水平值 / 087
 - 7.3.2 董事会名义独立性与公司绩效波动 / 088
 - 7.3.3 董事会实际独立性与公司绩效波动 / 090
 - 7.3.4 稳健性检验 / 091
- 7.4 本章小结 / 093

第八章 中小股东保护 / 095

- 8.1 股东保护研究背景 / 095
- 8.2 研究假说 / 097
 - 8.2.1 文献评述 / 097
 - 8.2.2 声誉和社会关系 / 098
- 8.3 研究设计 / 099
 - 8.3.1 样本选择 / 099
 - 8.3.2 变量定义 / 100
 - 8.3.3 描述统计 / 101
- 8.4 实证分析 / 102
 - 8.4.1 计量结果 / 102
 - 8.4.2 稳健性检验 / 103
- 8.5 本章小结 / 104

第九章 董事会社会关系、合谋及其对管理层的监管 ——以 CEO 薪酬敏感性为例 / 106

- 9.1 引言 / 106
- 9.2 基本模型 / 108
 - 9.2.1 模型设定 / 108
 - 9.2.2 模型求解 / 108
 - 9.2.3 国有企业的特殊情形 / 109
- 9.3 董事会合谋 / 110
- 9.4 数据来源与方程设计 / 112
 - 9.4.1 样本选择 / 112
 - 9.4.2 用社会关系度量合谋程度 / 112
 - 9.4.3 方程设计 / 113
 - 9.4.4 描述统计 / 114
- 9.5 计量结果分析 / 114
- 9.6 弱关系的稳健性检验 / 116
- 9.7 本章小结 / 117

第十章 结论与政策建议 / 119

- 10.1 主要结论 / 119
- 10.2 政策建议 / 121

参考文献 / 125

后记 / 141

第一章 导论

1.1 选题背景

董事会是公司最重要的决策和管理机构，也是公司最重要的内部控制机制，公司的各项事务业务均在董事会的领导下进行。董事会的存在是为了弥补股权分散产生的监督缺位问题^①，即防止因股东搭便车导致的监督缺位。因此，董事会的目标就是为了保护全体股东权益^②。董事会由股东授权，主要负责选择经理（特别是 CEO）、监督经理，并就公司资产处置和利益分配等重大事项进行决策。目前除中国之外大多数国家和地区都在成文法中明确表述，董事会是公司权力的最高行使者，股东和董事会两权分离，股东不能越过董事会直接做出决策（邓峰，2011），董事会对股东负有信托责任。董事会拥有对抗股东会的权力，可以独立行使权力而不受股东会干预，例如美国证券交易委员会的 14a-8 条款规定，股东大会的提案表决对董事会不具有强制约束力，如今现实中采纳这一条款的欧美公司越来越多（Levit and Malenko，2011）。

董事会独立性是保证其行使职责的必要条件。然而，管理层对董事会及其成

^① 随着股权的分散，管理者减少了对所有者的依赖，使管理者的权力上升了，其结果是管理者能够在某些限度内追求自己的私利，导致企业价值偏离所有者权益最大化目标（Jensen and Meckling，1976）。Fama and Jensen（1983）也认为，当决策经营者不是主要的剩余索取者时，决策经营者就有可能偏离剩余索取者的利益。

^② Bainbridge（2006）认为董事会代表公司充当中心签约人的职能，股东本位仅是对公司目标的要求而不能当成是一种实现方式，因为股东参与公司管理的意愿和能力都是不确定的。

员往往具有较强的影响力，甚至可以在一定程度上决定董事的选举（Dallas, 1996; Hermalin and Weisbach, 1998; Arthur, 2001; Fracassi and Tate, 2012），例如 Hermalin and Weisbach（1998）通过理论模型证明 CEO 与董事会的谈判决定了董事会的构成和独立性，以及董事会的监督强度，Arthur（2001）对该结论进行了实证检验。因此，对于董事会独立性的量化，成为考量董事会效率的重要前提，也是公司治理的理论难点（Adams 等，2010）。在实证研究中，现有文献普遍采用独立董事占董事会的比例来衡量董事会的独立性^①，其逻辑假设是：由于独立董事在法律上必须满足与公司和高管在金钱及家族上的独立性^②，且他们大都是社会兼职和领取固定报酬的，使得他们在财务和人事等方面不依附于管理层，因此他们可以保持独立性。

事实上，独立董事制度是各国政府对董事会结构和运作机制做出的最主要的强制性规范。随着 2002 年美国安然事件曝光和 2008 年金融危机爆发，世界各国监管机构都在试图加强董事会的独立性，寄望通过提高董事会的独立性来强化公司治理水平，保护中小投资者的利益。世界各国金融政策部门相继通过立法提高独立董事比重，例如中国 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》（以下简称《指导意见》），美国 2002 年颁布了《萨班斯法案》。理论文献和现实法规都将独立董事看作是董事会独立性的体现，是董事会监督和建议行为的主要实践者，是公司治理结构的重要环节，因而本书对董事会的研究也集中在独立董事上，而很少考虑内部董事的问题。

独立董事制度于 2001 年引入国内上市公司，其初衷一方面是为了进一步完善上市公司治理结构，监督管理层履行信托责任，促进上市公司规范运作，另一方面也有保护广大中小投资者利益之意。独立董事是独立于公司股东且不在公司内部任职，并与公司或公司经营管理者没有重要的业务联系或专业联系，并对公司事务做出独立判断的董事。独立董事一般具备较强的专业素质和能力，能够凭自己的专业知识和经验，对公司的有关问题独立地做出判断和发表有价值的意见。但现有观点普遍认为，纵观我国独立董事制度执行 12 年的情况，我国独立董事制度流于形式，我国独立董事一直都扮演着“花瓶”的角色，集体失语，并没有为上市公司治理结构的优化，以及上市公司绩效、中小股东利益保护起到积极作

^① 当然，也有少数文献使用其他方式来刻画董事会独立性，例如 Shivdasani and Yermack（1999）、O'Regan and Oster（2009）使用管理层对董事会的提名和选举权来判断董事会独立性的大小。

^② 我国 2001 年发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中对独立董事的定义为：上市公司独立董事是指不在公司担任除董事外的其他职务，并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。

用。2012年，中国燃气，三名独立董事与他们的提名者、公司大股东、前总经理合谋攫取公司利益，发生了天价独立董事寻租的丑闻，再次引起社会的关注，以及对独立董事和董事会制度的反思。那么，我国独立董事真的只是“花瓶”吗？推行独立董事制度，是合乎经典理论逻辑的，也是世界范围内的普遍的现实做法，为什么没有得到应有的预期的效果呢？

此外，社会关系是中国社会文化的重要特征（Wellman等，2002），经济学对这一关系研究的不足，反映出一种“语境”的缺失。社会关系在经济分析中被淡化、被淹没、被遗忘，究其原因，并不只是关系的量化具有一定难度，而恰恰是因为关系在乡土中国的司空见惯和习以为常。合乎法律规定的独立董事也许与公司管理层具有密切的社会关系，而经济行为嵌入于社会关系中（Polanyi，1944；Granovetter，1985），这种关系会对个体的思想和行为产生影响（Hirshleifer and Teoh，2008），成员之间具有友好社会关系或相似社会背景，更容易对模棱两可的问题达成一致（Dallas，1996），这些社会关系会使得独立董事难以保持客观独立（Hwang and Kim，2009；Stevenson and Radin，2009；Nguyen，2011；Fracassi and Tate，2012）。那么，我国礼治秩序和人情社会特征对董事个人行为和企业绩效有何影响呢？又如何认识董事会独立性和独立董事的作用？以及如何改善和优化我国独立董事制度呢？因此，本书研究落脚点是独立董事与高管的社会关系^①，进而洞察董事会的独立性，并深入分析社会关系和独立性对公司治理各方面的影响。试图回答这三个问题，以期推动董事会的学术研究，并为公司治理的相关政策提供准确的参考依据。

1.2 研究意义

本书选题具有重要的理论意义和现实意义。董事会是连接股东和管理层的纽带，是公司治理的重要组成部分。董事会独立性是董事会顺畅行使权力的保障，而独立董事是董事会独立的保障。所以，通过研究独立董事来探究董事会独立性，进而分析他们对公司治理的各方面影响是极为必要的。当然，此类文献已经较多，本书研究的意义似乎不很明显。然而，本书更重要的意义恰在于从社会关系的角度进行了重新解读，并对现有文献的争议以及理论和现实的矛盾进行了回答。

^① 具体是指CEO-独立董事社会关系。此外，本书也分析了独立董事和大股东之间的社会关系。书中，如不做特别说明，社会关系专指前者。