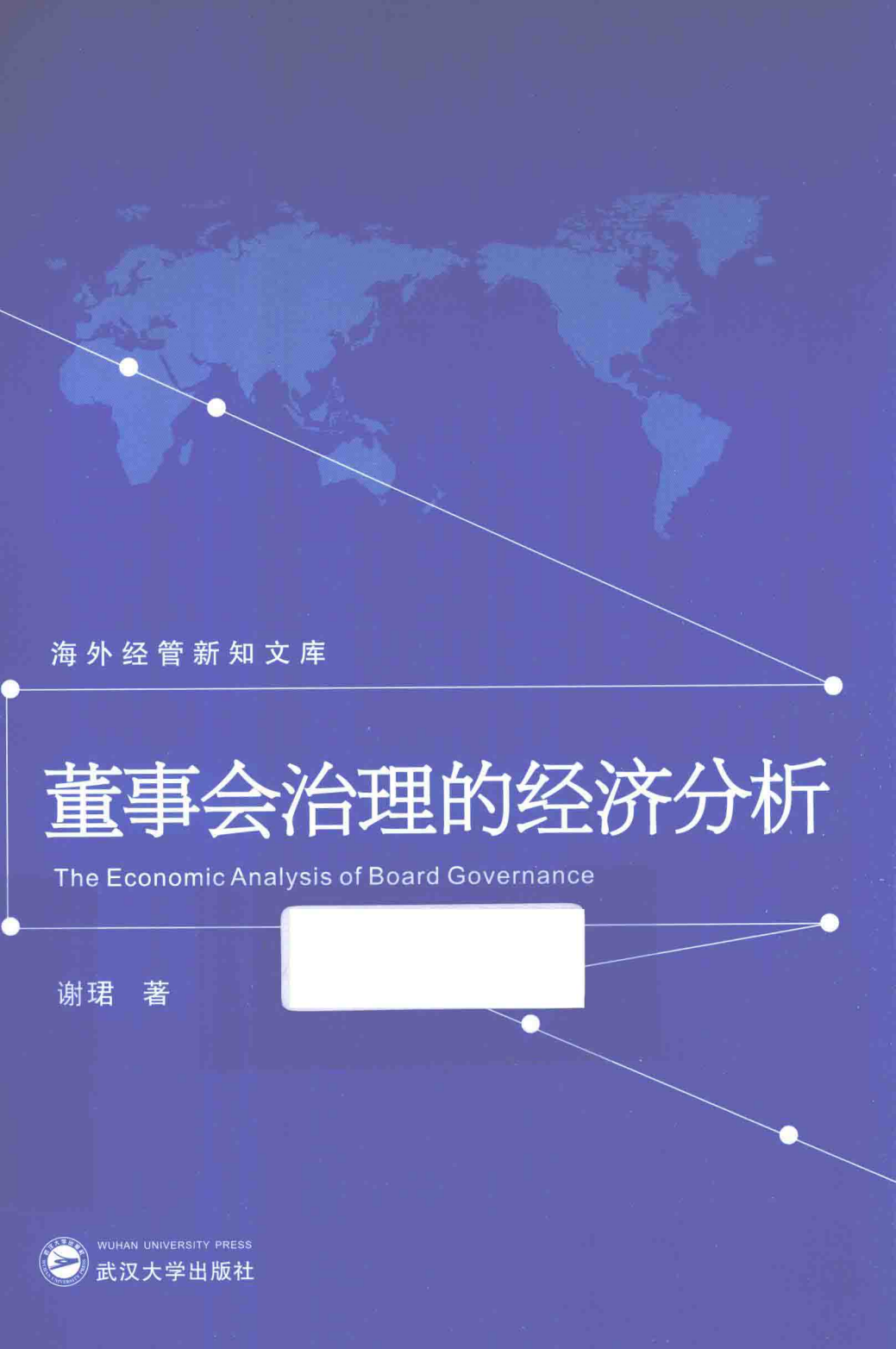




海外经管新知文库

董事会治理的经济分析

The Economic Analysis of Board Governance

谢珺 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

本书为教育部人文社科基金项目（No. 12YJA790150）的阶段性成果
同时感谢武汉大学70后学术团队项目以及中央高校基本科研业务费专项资金的资助

海外经管新知文库

董事会治理的经济分析

The Economic Analysis of Board Governance

谢珺 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

董事会治理的经济分析/谢珺著. —武汉:武汉大学出版社, 2015. 5

海外经管新知文库

ISBN 978-7-307-12520-9

I. 董… II. 谢… III. 董事会—管理体制—经济分析
IV. F271



责任编辑:柴 艺 责任校对:汪欣怡 版式设计:韩闻锦

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:cbs22@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)

印刷:湖北金海印务有限公司

开本:880×1230 1/32 印张:5.5 字数:159千字 插页:1

版次:2015年5月第1版 2015年5月第1次印刷

ISBN 978-7-307-12520-9 定价:26.00元

版权所有,不得翻印;凡购买我社的图书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

致 谢

和其他作者的学术作品一样，本书的完成同样离不开作者身边的无数关怀。当我得知本书即将出版时，我衷心地对每个曾经给予我帮助的人说声“谢谢”。在他们的人生轨迹中，我或许只是一个小小的顿号，但他们的支持却在我的人生里程中打下了一个个坚定的逗号，指引我前行的方向，给予我无穷的力量。

首先，我要感谢我的老师们。我要感谢武汉大学经济与管理学院的潘敏老师、外国语言文学学院的曾丹老师、刘大兰老师和张姮老师。我要感谢神户大学经济学研究科的滝川好夫老师、羽森茂之老师，人间发达环境学研究科的太田和宏老师、鲍良老师和王楠老师。没有这些老师的指导与鼓励，我可能不会选择研究者这条人生轨迹。

其次，我要感谢那些曾经和我并肩战斗的同学们。我要感谢神户大学经济学研究科的王金波、吴志星、谢余庆、毕朝晖、陈贵富、刘媛媛、溝渕健一和福本幸男，人间发达环境学研究科的陈晓娟、王珍珍、杨导核和横山哲朗。来自这些中国同学的陪伴让我在异国他乡深深感受到了同胞的亲切与珍贵，而来自这些日本同学的关怀则令我感受到了日本人的严谨与热情。

再次，我要感谢那些在留日期间曾经给予我帮助的日本友人。我要感谢寺泽秀文様、江川正幸様、松山惠様一家以及房东的斗内久子様一家给我在生活上的帮助，让我很快适应了在日本的生活，并时刻感受到来自异国亲人的关怀。我要感谢六甲山 Skyvilla 度假

村的武田科长、森光様、丁様、滨田様和山本様，感谢他们在我勤工助学时给予的照顾，没有他们的照顾，我不可能坚持5年。

最后，我要特别感谢我的亲人。我要感谢我的父母，是他们让我来到这个世界，让我可以用自己的眼睛去观察，用自己的耳朵去聆听，用自己的心灵去感应生命的美好。我要感谢我的岳父母，感谢他们培养了一个好女儿，感谢他们对我和孩子们的无限关怀。我最要感谢的是我的妻子，感谢她在我人生的最低谷托起了我的脊梁，感谢她在我的生活与工作中无微不至的关怀。

和绝大多数作者一样，我希望将本书献给我的两个孩子。希望他们在看到这本书时，能够看到父亲曾经的足迹，能够感受到父亲曾经流过的汗水与泪水。也许，这是我能够给他们人生留下的最大财富。

本研究得到教育部人文社会科学基金(No. 12YJA790150)、中央高校基本科研业务费专项资金的资助，在此也表示感谢。另外，我非常感谢武汉大学经济与管理学院金融系的各位老师在我回国以后给予的帮助。

限于作者能力，如果本书中仍然存在写作上的错误或认知上的误差，请读者见谅。

目 录

第一章 绪论.....	1
第二章 董事会治理的理论研究.....	7
第一节 董事会与收购威胁.....	9
第二节 董事会与 CEO 控制力	13
第三节 董事会的内外部董事	18
第四节 董事会的监督与建议	26
第五节 董事会治理的改革方案	31
第三章 董事会治理的实证研究	39
第一节 董事会构成的决定因素	42
第二节 董事会规模与企业绩效	46
第三节 外部董事与企业绩效	51
第四节 董事会与 CEO 解聘	56
第五节 董事会与 CEO 薪酬	62
第六节 关于日本上市企业董事会治理的实证研究	67
第四章 董事会治理, 经理人职业考虑与企业投资	
行为研究	79
第一节 问题意识	79
第二节 文献综述	80

第三节 模型设定	81
第四节 董事会治理的影响	83
第五节 比较静态分析	90
第六节 结论	93
第五章 日本董事会规模与企业绩效研究	95
第一节 问题意识	95
第二节 文献综述	96
第三节 研究数据	97
第四节 回归分析	101
第五节 结果解释	109
第六节 结论	110
第六章 日本董事会构成与企业绩效研究	112
第一节 问题意识	112
第二节 文献综述	113
第三节 研究数据	114
第四节 实证研究	117
第五节 结论	127
第七章 终章	129
第一节 国外董事会治理研究的进一步阅读	129
第二节 中国上市企业的董事会治理研究	140
第三节 总结与展望	153
参考文献	156

第一章 绪 论

现代企业创造出巨大的财富，对于就业、技术发展和社会稳定极其重要。中央电视台的纪录片《公司的力量》就曾经指出：在 2009 年，公司为全球 81% 的人口提供了工作机会，构成了全球经济力量的 90%，创造了全球生产总值的 94%。世界上最早的现代企业可以追溯到 1600 年成立的英国东印度公司^①。虽然现代企业已经存在了 400 多年，但对于现代企业的质疑声却从未消失。20 世纪 70 年代以来，学术界越来越关心“公司治理”（corporate governance）问题。在现代企业中，由于所有权和控制权发生分离（separation of ownership and control），公司的管理者获得实际控制权，公司股东的利益会受到损失。因此，狭义的公司治理问题在公司股东和管理者利益冲突发生时产生。而广义的公司治理问题则包括大股东与小股东、债权人与股东、股东与员工等利益相关者之间的利益冲突。Shleifer 和 Vishny（1997）将公司治理定义为“保证外部投资者回收其投资的资金和收益的机制”，这种机制包括法律手段、制度手段以及市场手段。

规范的公司治理研究可以回溯到 Berle 和 Means（1932）。Berle 和 Means（1932）基于普通股的所有权结构，将美国的 200 个大企业进行分类，结果发现将近一半的大企业的所有权结构非常分散。因

^① 另一种说法认为最早的现代公司是荷兰东印度公司，不过荷兰东印度公司建立于 1602 年。

此, Berle 和 Means(1932)指出,企业的实际控制权被管理者所掌握,如果能够更好地监督管理者,企业绩效将得到改善。但是,从第二次世界大战到 20 世纪 70 年代初,美国在世界上保持着经济霸主地位, Berle 和 Means(1932)的建议并没有得到重视。一部分美国人认为,美国的公司治理机制运转正常,没有改善的必要^①。但是,进入 70 年代以后,随着日本和欧洲经济的崛起,美国企业渐渐丧失国际上的竞争力,管理者权力的滥用与公司治理的重要性渐渐被学术界意识到。于是,公司治理的经济分析开始蓬勃发展,这段时期的代表性研究成果如 Jensen 和 Meckling(1976)、Fama(1980)、Fama 和 Jensen(1983a)、Fama 和 Jensen(1983b)。

公司治理研究最初以美国企业为对象,近年来扩展到了世界范围。在今天,公司治理研究关注的对象从美国到欧洲,从发达国家到发展中国家,从上市公司到非上市公司。Becht 等(2003)将这种现象背后的原因归纳为六点:

- (1) 过去 20 年来世界范围内的国有企业民营化的浪潮;
- (2) 养老金制度改革与个人储蓄的增长;
- (3) 80 年代的敌对收购浪潮;
- (4) 市场管制缓和与资本市场一体化;
- (5) 1998 年东南亚金融危机导致的对于新兴市场公司治理的普遍关注;
- (6) 90 年代后期的股市暴涨与 21 世纪初爆发的美国上市公司丑闻。在安然、世通公司的财务报表粉饰丑闻爆发后,投资者蒙受巨大损失,因而美国国会在 2002 年通过了萨班斯—奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley Act),希望能够通过严格立法规范上市公司的公司治理结构。萨班斯—奥克斯利法案也影响了其他国家(包括中国)对于上市公司治理结构的立法。

比起对于金融市场的研究,对于企业的经济研究相对滞后。除

^① 另一部分美国人主张,第二次世界大战摧毁了世界大部分国家的经济基础,美国却从战争中获得丰厚利益,因此这段时期的美国企业的良好绩效只是与战争相关而已。

了经济整体面的原因以外,这种滞后也与经济学的研究方法的进化过程相关。新古典经济学一直将企业作为一个整体看待,企业从市场购买生产要素,并向市场提供产成品。但是,这种研究方法忽略了一个重要事实,企业被处理成一个黑匣子,我们无法观察企业的内部状况。显然,企业并不能简单地处理为一个整体,企业内部存在阶层制度(hierarchy)和权威(authority),企业是一个契约集合,是多个群体利益冲突的角斗场,企业的绩效会受到内部结构的影响。因此,当我们研究企业时,我们需要像医生一样解剖企业的内部结构,分析各个群体的利益诉求,研究他们之间的相互影响。

Arrow-Debreu 的一般均衡理论以完全市场^①为重要假设,能够很好地对金融资产进行定价,因此也促进了微观金融学的资产定价理论的发展。但是,Arrow-Debreu 的一般均衡理论无法解释公司的现实问题,例如公司的资本结构和公司治理问题。Modigliani 和 Miller(1958)与 Merton 和 Modigliani(1961)在完美市场的假设下,得出了企业价值与资本结构、股利政策不相关的结论。Tirole(2006)指出,由于 Modigliani 和 Miller(1958)与 Merton 和 Modigliani(1961)并没有离开 Arrow-Debreu 的理论框架,所以才会得到“馅饼的大小与切法不相关”的结论。

在新古典经济学中,作为消费者或者投资者的个人是完全理性的。但是,现实世界的个人却是非完全理性的,他们会犯错,他们会被自己主观的情感所引导。另外,信息在市场的各个主体之间也存在非对称性的分布。由于存在个体的非完全理性和信息的不对称,各个主体为了最大化自身的效用,会拥有机会主义(opportunism)的动机。这样一来,新古典经济学受到了冲击,而信息经济学、企业理论以及新制度经济学作为弥补新古典经济学的理论工具,越来越受到关注。通过利用这些新的理论工具,经济学者

① 完全市场的假设包含三个部分:(1)无交易成本,能够自由进入或退出金融市场(frictionless);(2)有关借贷机会的信息是可获得的(symmetric information);(3)存在大量的交易者,没有哪一个交易者对市场价格具有举足轻重的影响(price taker)。

开始深度解剖企业，渐渐能够解释以前无法分析的问题和现象。

由于企业的所有权和控制权的分离，企业所有者与管理者之间产生代理成本，而代理成本会降低企业价值。Jensen 和 Meckling (1976)将代理成本分为三类：(1)监督成本(monitoring costs)，即所有者为了监督管理者的行为而付出的成本，例如雇用独立董事；(2)捆绑成本(bonding costs)，即管理者为了让所有者相信自己不会损害所有者的利益而付出的成本，例如聘请知名的会计师事务所进行审计；(3)残余损失(residual loss)，即除去前两类成本，所有者与管理者之间信息不对称所导致的企业价值损失，例如听到谣言的股东会抛售股票，从而导致企业价值降低。

作为降低代理成本的解，Fama(1980)指出，由于企业高管关注自己未来的职业生涯，会在意自己的名声，所以劳动市场能够规范高管行为。换句话说，劳动市场能够给予企业高管有效的隐性契约激励。由于 Fama(1980)没有给出理论模型进行严格的推导，Holmstrom(1999)将 Fama(1980)的描述性分析用数学语言进行了论证。Holmstrom(1999)发现，经理人的风险回避度以及折现因子等参数会影响 Fama(1980)结论的成立。

Fama 和 Jensen(1983a)指出，外部治理机制的资本市场收购与内部治理机制的董事会能够有效降低代理成本。来自资本市场的收购，特别是敌对收购能够越过高管获得控制权，因此可以有效规范高管的行为。但是，当市场充满敌对收购威胁时，企业会过多地关注那些短期的财务性目标，而不能聚焦于长远的可能带来较高收益的经营性目标。一部分学者甚至认为，敌对收购不过是利益相关者之间的利益再分配而已。由于敌对收购的成本偏高，对被收购企业的破坏性较大，并且收购企业的动机往往不纯，20 世纪 90 年代以后，随着法律限制和企业反收购措施的采用，美国市场的敌对收购的次数骤然减少。

因此，董事会治理的经济分析显得非常重要和必要。作为企业的最终决策组织，董事会决定职业经理人的雇用与薪酬，监督企业的运转，并给企业提供宝贵的经营建议。然而，由于数据缺乏和模型复杂等原因，与公司治理的其他领域相比，董事会治理的经济学

研究仍然显得较为缺乏。与其他经济学领域的研究不同,董事会治理领域的实证研究一直指导着理论研究的方向。即便今天,在董事会治理的研究中,大量的实证研究仍然缺乏相关理论研究强有力的支持。董事会治理的经济学研究最早出现于20世纪80年代。进入90年代后,越来越多的学者才开始关注董事会治理,并在国际顶尖刊物上发表了大量的优秀学术论文。

现有的董事会治理的经济研究绝大多数以股东价值最大化为前提。不过,近年来,最大化利益相关者(stakeholder)价值的公司治理的呼声也越来越大。这里的利益相关者指的是公司行为可能会影响其利益的各个群体,包括股东、债权人、员工、供货商、消费者甚至公司所在社区的居民等。例如,在德国的双重董事会(由管理董事会与监事会构成)中,员工代表会加入监事会,保障员工的利益。又如在日本,一部分企业采用了考虑企业所在地区的社会利益的环境会计计量^①。显然,最大化利益相关者价值的目标是符合公司社会价值实现这一长期远景的。但是,在现实操作中,利益相关者最大化的目标与股东价值最大化的目标是相悖的,这是因为股东必须承担一部分其他利益群体的成本。而且,利益相关者最大化的公司治理机制仍然存在以下四个难以解决的问题:

(1)从法律的权利关系来看,股权是剩余索取权,所以股东是最容易受到伤害的利益群体;

(2)股东以外的利益相关者往往会与企业保持某种交易关系,利益相关者最大化的目标会导致这些交易陷入不明朗的状态;

(3)在考虑长期的股东利益时,股票价值是一个能够反映企业整体的长期经济价值的有效指标;

(4)当企业过多考虑利益相关者的利益时,企业经营目标会变得不明确,企业高管会获得更多权力与托词。

因此,本书以股东价值最大化为根基,展开对董事会治理的经

^① 根据日本环境局的主页,环境会计的定义如下:环境会计是指,企业以持续可发展为目标,保持与社会的良好关系,以有效推动环境保护为目的,在可能范围内定量计量与报告为保护环境所承担的成本以及获得的效益。

济分析。本书的结构如下：第一章是绪论；第二章和第三章是文献综述部分，第二章梳理了董事会治理的理论研究，第三章介绍了董事会治理的实证研究；第四章到第六章是笔者所撰写的三篇论文，第四章分析了董事会治理、经理人职业考虑与企业投资行为之间的关系，第五章研究了日本企业的董事会规模与企业绩效之间的关系，第六章检验了日本企业的董事会构成与企业绩效之间的关系；第七章为本书的终章，总结全书，给出最新的文献导读，并且对中国上市公司 2003—2012 年这 10 年间董事会特征进行了统计性分析。

在本书中，board composition 被翻译为董事会构成，董事会构成通常指的是董事会中的外部董事的比例。而 board structure 被翻译为董事会结构，董事会结构包括董事会规模、董事会构成以及其他的制度设置。

第二章

董事会治理的理论研究

本章分为五个小节，每个小节介绍两篇论文，对现有的董事会治理的理论研究进行分类讲解。与经济学的其他领域不同，在董事会治理研究中，实证研究处于先行地位，而理论研究的出发点正是去解释这些实证结果。即便今天，董事会治理的理论研究仍然非常有限，但是这些理论成果对于我们分析和解释实证结果是不可或缺的。

董事会治理的实证研究出现于 20 世纪 80 年代，而理论研究则在 90 年代才出现。据笔者所知，最早引人关注的理论研究为 Hirshleifer 和 Thakor (1994)。Hirshleifer 和 Thakor (1994) 关注于作为内部治理机制的董事会治理与外部治理机制的收购之间的相互作用关系，指出监督有效的董事会拒绝收购对企业来说是件好事，而非有效的董事会的拒绝则会带来反面结果。因此，该研究的初衷并非聚焦于董事会治理如何监管 CEO 的动态机制，而是源于 80 年代末 90 年代初的美国收购浪潮^①。在 Hirshleifer 和 Thakor (1994) 的研究基础上，Maug (1997) 进一步加入债权人的治理因素，研究信息成本对于董事会、收购者与债权人三者的有效治理替代关系对企业

① 在董事会治理的理论研究中，大部分论文用 manager 来表示董事会监督的对象。事实上，我们可以将 manager 理解为 CEO 一个人或者整个管理层。本章中，为了解方便，我们统一用 CEO 来表示。而在绝大多数分析中，将 CEO 的含义扩展到整个管理层，结论仍然保持不变。

资产重组的影响。

真正意义上的董事会治理研究的理论突破来自 Hermalin 和 Weisbach(1998), 他们第一次将焦点集中在董事会与 CEO 之间的复杂关系上。毕竟, 随着 20 世纪 90 年代美国相关立法的出现, 80 年代末的收购浪潮渐渐远去^①, 打开董事会这个黑匣子, 解剖其内部结构才是董事会治理研究的核心内容。在 CEO 与董事会的委托代理关系中, CEO 作为代理人为最大化股东价值而行动, 而董事会作为委托人监督和指导 CEO^②。但由于作为代理人的 CEO 对董事(无论内部董事还是独立董事)的雇用和解聘有非常大的话语权, CEO 与董事会之间的委托代理关系比一般的委托代理问题更为复杂。

近年来, 新一批的理论研究将董事会进一步细分, 分为内部董事和外部董事(如 Raheja, 2005; Adams 和 Ferreira, 2007; Harris 和 Raviv, 2008)。在这种理论框架中, 外部董事是代表股东的委托人, 内部董事和 CEO 是代理人。由于董事会成员的利益诉求存在差异, 内部董事在利益上与 CEO 更为贴近, 而外部董事在利益上与 CEO 相对独立, 所以这种划分能够进一步帮助我们分析理解董事会内部的 CEO 阵营与非 CEO 阵营的冲突。

① 即便在今天, 对于收购的有效性仍然存在很大的争论。Schwert (2000) 研究 1975—1996 年的收购后发现, 收购的发生与目标企业收购前绩效恶化的指标(如低的 MB 比例或 ROA)并不相关, 与目标企业的交涉力指标(如企业规模)显著相关。Andrade 等(2001)研究 1973—1998 年的收购后也指出, 大量股票收益流向目标企业股东, 而从收购企业股东和目标企业股东整体来看, 收益接近于零。近年来的一些研究指出, 虽然收购企业花费大量资金进行收购, 但协同效应并不明显, 很多时候甚至导致收购企业的财富损失(Moeller 等, 2005)。

② 在董事会治理中, 更准确来说, 应该是存在双重委托代理关系。一方面, 股东大会选择董事会成员, 董事会对股东负责, 所以股东和董事会之间存在第一层委托代理关系; 另一方面, CEO 和董事会之间存在第二层委托代理关系。由于研究工具的缺乏以及双重委托代理关系带来的复杂性, 董事会治理的相关理论研究忽略股东和董事会之间的委托代理问题, 假设董事会能够完全代表股东行为。

第一节 董事会与收购威胁

在公司治理机制中,内部治理机制的董事会治理与外部治理的收购市场相互作用,共同约束企业 CEO 的行为。由于垃圾债券的使用以及相关法律约束的缺乏,美国的收购市场在 20 世纪 80 年代末期非常发达。而进入 90 年代后,为了保证企业更多关注于经营性目标,相关法律出台,美国资本市场的收购活动(尤其是敌对收购)迅速减少。虽然关于企业收购的理论研究非常多,但将董事会治理与收购放在统一的理论框架下进行分析的却非常少。在 Hirshleifer 和 Thakor(1994)中,企业管理层质量由董事会和收购的同时作用来维持。由于企业管理层质量直接影响企业绩效,所以通过雇用质量高的管理层,解聘质量低的管理层,两种治理机制能够提高企业绩效。由于两种治理机制都拥有各自的信息,双方会通过对方的行为获取信息,通过贝叶斯定理更新自身的信息。通过这种设置, Hirshleifer 和 Thakor(1994)研究了董事会与收购如何相互收集并利用信息以及这种信息的相互作用如何最终影响董事会与收购者的行为。而 Maug(1997)研究了在企业资产重组时,董事会、收购者与债权人在公司治理上的补充关系。由于 CEO 在企业内的投资为专用性的人力资本,他们会拒绝企业重组。因此,当企业通过资产重组能够获得正的 NPV 时,如何影响 CEO 的激励,使资产重组顺利完成变得非常重要。Maug(1997)发现,随着信息收集成本以及重组概率(restructuring potential)的变化^①,最优的治理机制也随之变化。

1. Hirshleifer 和 Thakor(1994)

在 Hirshleifer 和 Thakor(1994)的模型中,目标企业有两类 CEO:质量高的 CEO 和质量低的 CEO。比起质量低的 CEO,质量高的 CEO 运营企业时的企业价值更高。但是,现任的 CEO 是何种

^① 重组概率高时,表示该资产在其他用途上比现有使用状态更加有利可图,因此企业更加倾向于重组。

CEO 在事前并不为人所知, 其为质量高的 CEO 的概率为 γ ($\gamma \in (0, 1)$), 为质量低的 CEO 的概率为 $1-\gamma$ 。在期初, 目标企业的董事会与收购者各自获得关于 CEO 能力的信息, 并基于该信息决定是否解聘该 CEO 与发起收购。

Hirshleifer 和 Thakor(1994) 假设目标企业有严格的董事会或松懈的董事会。严格的董事会的目标是最大化股东现金流现值减去收购发生时董事会所承担的随机性的非货币成本 (non-pecuniary cost)。这样一来, 初始的 CEO 的去留决策以及随后的是否接受收购取决于董事会的 CEO 信息处理过程以及收购所带来的新的信息。如果收购者根据自己的信息发起收购, 严格的董事会合并自己与收购者的信息(董事会可以根据收购者的收购价格来获取收购者的信息), 通过贝叶斯定量更新自己对于 CEO 质量的推测, 决定是否接受此次收购。当董事会同意收购时, 收购者用新 CEO 代替被收购企业的现任 CEO。但是, 此时董事会会承担随机性的成本。我们可以将这种成本理解为控制性收益 (control premium) 的损失, 即收购后目标企业的董事会会被置换, 董事会因此失去从控制企业获得的这部分收益。Hirshleifer 和 Thakor(1994) 假设这部分成本根据收购者而不同 (bidder-specific)。当董事会不同意收购时, 根据自身与收购者的信息更新对 CEO 质量的推测, 决定是否解雇现任 CEO。

松懈的董事会不关心 CEO 绩效的信息, 即便为质量低的 CEO, 董事会也不会解聘该 CEO。松懈的董事会没有信息的更新过程, 而且初始直接抵抗收购, 但当收购价格达到一个临界值时, 松懈的董事会同意收购。面对松懈的董事会, 随着收购价格的上升, 收购的概率会上升。

Hirshleifer 和 Thakor(1994) 主要有以下四个方面的结论。

(1) 目标企业 CEO 的变更。成功的收购往往会导致目标企业 CEO 的变更, 不成功的收购也往往伴随着高概率的 CEO 变更, 但由于松懈的董事会拒绝收购而且不解聘 CEO, 所以并不是所有的不成功的收购都会导致 CEO 变更。

(2) 对于 CEO 变更的目标企业股票反应。①市场对于 CEO 变更的反应可好可坏。当现任 CEO 的质量低, 董事会为松懈的董事