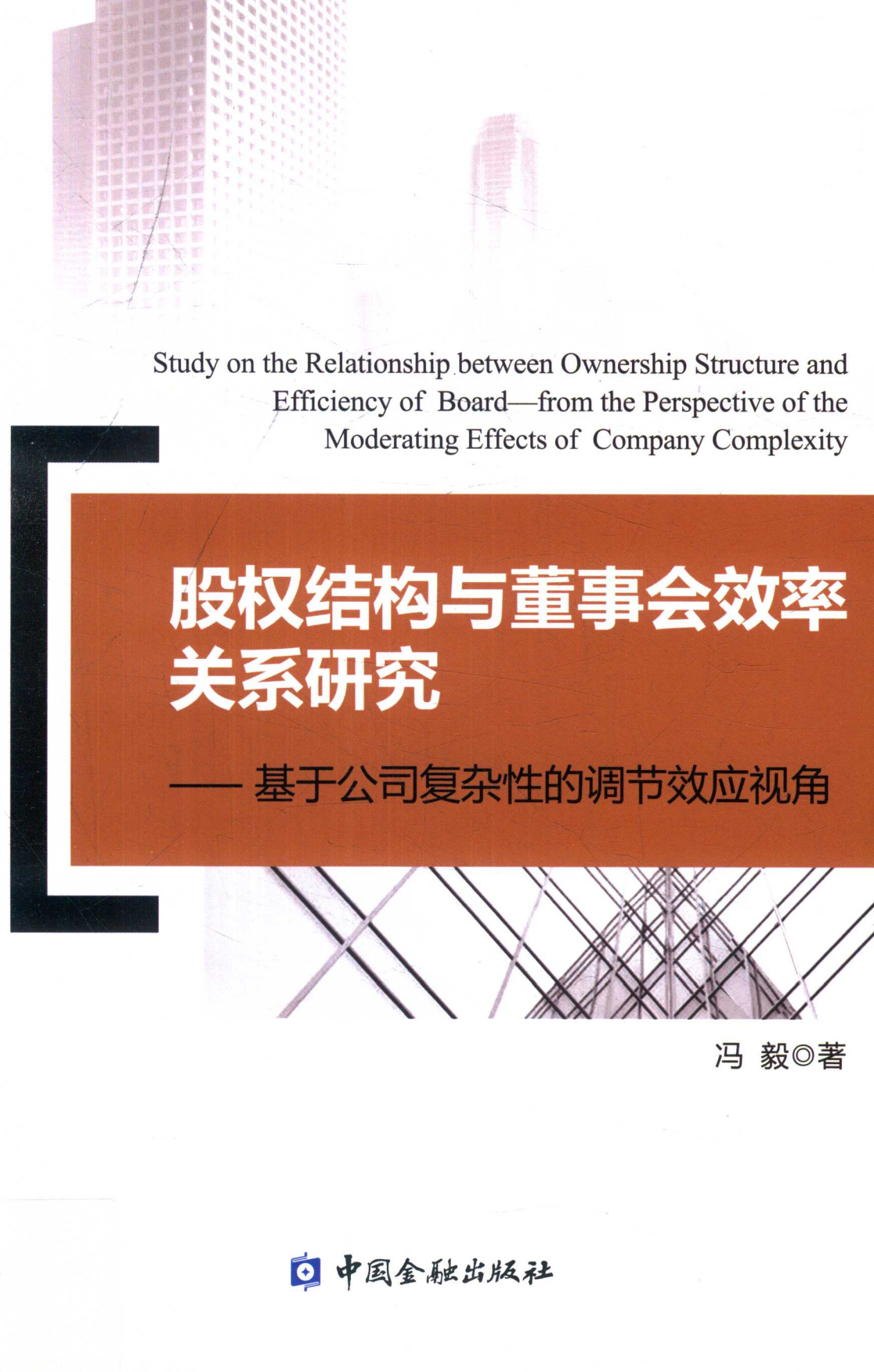




Study on the Relationship between Ownership Structure and
Efficiency of Board—from the Perspective of the
Moderating Effects of Company Complexity

股权结构与董事会效率 关系研究

—— 基于公司复杂性的调节效应视角

冯 毅◎著

 中国金融出版社

股权结构与董事会效率关系研究

——基于公司复杂性的调节效应视角

Study on the Relationship between Ownership Structure and
Efficiency of Board—from the Perspective of the
Moderating Effects of Company Complexity

冯 毅 著

 中国金融出版社

责任编辑：丁 芊

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构与董事会效率关系研究 (Guquan Jiegou yu Dongshihui Xiaolu Guanxi Yanjiu): 基于公司复杂性的调节效应视角/冯毅著. —北京: 中国金融出版社, 2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8351 - 0

I. ①股… II. ①冯… III. ①上市公司—股权结构—关系—董事会—企业管理—研究—中国 IV. ①F279. 246②F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 055623 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11

字数 198 千

版次 2016 年 4 月第 1 版

印次 2016 年 4 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8351 - 0/F. 7911

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

摘 要

对于股权结构问题的研究是中国资本市场近年来的热点问题，也是研究公司治理的基础性问题。公司的股权结构决定了公司控制权在股东间的配置情况，从而决定股东在公司内部决策中的话语权和决策权，最终决定了公司的市场业绩水平，同时这种以公司所有权为基础而形成的控制权在股东间的分配调控机制演化形成了公司的内部治理机制。但是一个应该引起重视的问题是股权结构不直接对公司的业绩起到影响作用，而是通过董事会来对公司进行实际的治理管控。董事会则是由股东大会选举产生而组建的决策机构，它受股东大会的委托而行使管理和领导职能，是公司的领导枢纽。可以说公司的市场业绩水平实际上是董事会治理结果的体现，进一步可以说是董事会治理的效率最终决定了公司的业绩，而董事会又是股权结构的现实性代理组织的体现，所以本书建立了“股权结构—董事会效率”这个研究逻辑线索。

高效率董事会治理体现的是良好的市场业绩，而这种高效董事会背后对应的是何种股权结构是最终的研究落脚点，也就是何种股权结构可以使得董事会有效率进而有良好的市场业绩。本书首先以董事会效率为研究重点，运用数量分析工具，通过董事会治理投入产出模型对上市公司的董事会效率进行测度，并对不同终极控制人股权属性以及行业的上市公司董事会效率进行详细的分析。其次，本书以上市公司股权结构作为切入点，采用股权集中度、两权分离度及股权制衡度来度量上市公司股权结构，以终极股权控制人属性为标准分组实证检验不同股权结构对董事会效率的影响。在研究董事会效率及股权结构对其的影响时，我们还应考虑到董事会效率与公司现存状况之间总是相互关联的，董事会治理也受到了公司的情况差异及其经营特征复杂性的影响。公司治理安排在一定程度上也是由公司面临的经营复杂性决定的，而这种复杂性在公司治理上就表现为一种相机抉择行为。所以本书从公司复杂性视角出发，通过公司规模以及公司多元化两个维度考察了公司复杂性对于股权结构与董事会效率关系的调节效应。通过上述研究，本书得到如下研究结论：

第一，上市公司的董事会效率整体上表现出低效率的特征，只有 250 个样本的效率值达到有效状态，2009 年至 2013 年研究样本整体上的董事会效率平均值呈现出先升后降的态势。从终极控制人属性角度分析，民营企业表现出了

较高的董事会效率，地方国企次之，中央国企董事会效率最低，这个差异体现出民营企业在公司治理效率方面要好于国有企业。从 Malmquist 指数变动分析可以看出上市公司董事会的治理水平逐步得到了全面的提升，民营企业的董事会治理水平提升要好于国有企业。

第二，从总体样本来看，终极控制人持股比例与董事会效率表现出负相关关系，“一股独大”不利于董事会治理，拥有董事会席位的股东群持股比例之和与董事会效率表现出了倒“U”形关系。对中央国企以及地方国企来说，表现出了与总体样本类似的关系；对于民营企业来说，控制人持股比例与董事会效率表现出了负相关关系，但其前三以及前五大股东持股比例之和与董事会效率之间表现出了正“U”形关系。对各类终极控制人来说，其股权制衡度与董事会效率之间均表现出了正相关关系，股权制衡度强有助于董事会提高民主决策的能力。两权分离度与董事会效率之间表现出了负相关关系，两权分离度会降低董事会的控制功能属性，不利于董事会治理效率的提升。

第三，从公司规模对于股权结构与董事会效率关系的调节效应方面进行分析，不同的样本分组回归显示，公司规模增强了终极控股股东持股比例与董事会效率的负相关关系，公司规模增强了前三以及前五大股东持股比例之和与董事会效率的相关关系，公司规模提高了股权制衡度以及两权分离度与董事会效率的相关关系，但是对中央国企来说，公司规模使得终极控股股东持股比例与董事会效率的倒“U”形关系更加显著。从公司多元化对于股权结构与董事会效率关系的调节效应方面分析，不同的样本分组回归显示，公司多元化增强了终极控股股东持股比例与董事会效率的负相关关系，公司多元化增强了前三以及前五大股东持股比例之和与董事会效率的相关关系，公司多元化提高了股权制衡度以及两权分离度与董事会效率的相关关系。但是对中央国企以及地方国企来说，公司多元化减弱了股权制衡度与董事会效率的相关关系，股权制衡度提高后导致内部协调交易成本的增加是可能的原因。

本书的主要创新点包括：

第一，建立了股权结构—董事会效率这一分析体系。这个分析的逻辑框架是基于股权结构的特征决定董事会的特征与治理机制，董事会结构通过其治理行为带来不同的公司业绩，从股权的分布特征以及属性特征这两个方面来分析股权结构特征如何影响董事会的效率。这是本书的重要研究思路，也是重要创新之处。

第二，本书通过在董事会投入产出方面选取 5 个指标体系共 17 个指标衡量董事会效率。这些指标作为衡量董事会效率的依据，通过对不同股权类型的

董事会效率与公司业绩之间的关系研究探讨公司业绩与董事会效率的关系，较以往研究中董事会行为变量类型以及具体指标有所增加，使得董事会效率的衡量指标变量更丰富、更系统，从而弥补目前同类实证经验提供的不足。

第三，基于董事会治理还受到公司差异及其经营环境复杂性的影响，本书从公司复杂性的视角研究了公司复杂性对于股权结构与董事会效率关系的调节效应，主要从公司规模以及公司多元化这两个复杂性维度出发考察了在不同的公司复杂性条件下，股权结构与董事会效率关系的变化情况。这个研究视角丰富了对于董事会治理研究的内容，从更为全面的角度对股权结构与董事会效率的关系进行了更为深入的考察。

本书对于上市公司完善公司治理结构、提高上市公司董事会治理水平，从而实现上市公司可持续成长、保护投资者利益、促进资本市场以及国民经济的发展具有重要的现实意义。本书提出的从董事会效率的角度来切入进行研究，对于公司治理研究领域的研究内容具有一定的拓展性意义，同时这也可以扩展和深化国内对于上市公司公司治理实践的研究深度。党的十八届三中全会提出了推进混合所有制的改革措施，本书从董事会效率的角度探讨了最优的董事会效率对应何种股权结构，从公司复杂性的视角分析了公司复杂性对于股权结构与董事会效率关系的调节效应的影响，这些研究结论也可以为今后混合所有制的探索与运行提供建设性的研究经验。

关键词：股权结构 董事会效率 治理 公司复杂性

Abstract

Research on ownership structure is much popular in China's capital market in recent years, and it is the basis of research on corporate governance. Ownership structure of a company determines its allocations of control power among the shareholders, the discourse and decision right of shareholders and at last the performances. In addition, the distribution and regulation mechanism of control power among shareholders, which is based on ownership, has evolved into internal governance mechanism. One aspect that should be given priority is that ownership structure does not have a direct influence on the performance of a company, but instead, it is the board that carry out actual governance on the company. The board is the decision - making body elected in the general meeting of shareholders and is commissioned by the general meeting of shareholders to exercise the duty of management and leadership. Therefore, it is the leadership hub of a company. The market performance of a company is, in effect, reflected by the governance of the board, and further, by the efficiency of the governance. Since board is an agent organization of ownership structure, this paper established the research logic of "ownership structure - efficiency of board".

The efficient governance of board shows great market performance, and the key is to find out the ownership structure behind this efficient governance, i. e. what kind of ownership structure leads to efficient governance of board and then perfect market performance with efficiency of board as the key of research, this paper measures the efficiency of board of listed companies in the governance input - output model of board, with the tools of quantitative analysis. Then the attribute of different ultimate controller ownership and the efficiency of board of listed companies are analyzed in detail. Taking ownership structure of listed companies as the starting point, this paper uses ownership concentration, separation of "two" rights and stock proportion restriction as the standard to measure the ownership structure, and uses the attribute of ultimate ownership controller as the standard to test influence of different ownership structures on efficiency of board. Ownership structure plays a decisive role on

efficiency of board and so does the internal structure of board . In order to achieve the comprehensiveness and integrity of research , this paper also studies the influence of governance structure of board under different ultimate ownership controllers on the efficiency of board . In the study of the efficiency of board and ownership structure on the impact , we should also consider that the efficiency of board and company existing condition are interrelated , Board governance are also affected by the company's differences and the complexity of its operating character , this complexity acts as a discretionary behavior in the field of corporate governance. From the perspective of the company complexity , this paper examines the moderating effects of the company complexity on the relationship between ownership structures and efficiency of board.

The conclusion is as follows :

In general , board of listed companies shows low efficiency. The value of only 250 samples reaches state of efficiency. The mean of efficiency of board of sample companies from 2009 to 2013 shows the trend of upward before downward. From the perspective of attribute of ultimate ownership , private enterprises show greater efficiency of board , followed by local state - owned enterprises and central state - owned enterprises successively. It indicates that private enterprises do a better job than state - owned enterprises in corporate governance. From the analysis of the change of Malmquist index , we can see that governance of board of listed companies improves comprehensively and governance of private enterprises is better than that of state - owned enterprises.

The overall sample indicates that share proportion of ultimate controllers is negatively related with the efficiency of board . The fact of having one absolute controlling shareholder goes against governance of board and the sums of share proportion of shareholder groups show inverted U relationship with efficiency of board. This works the same with local and central state - owned enterprises. For private enterprises , the share proportion of ultimate controllers is negatively related with the efficiency of board , but the share proportion of the first three and first five shareholders shows positive U relationship with efficiency of board . In addition , for all ultimate controllers , stock proportion restriction is negatively related with the efficiency of board and it helps to improve the ability of ownership balance degree. Separation of two rights is negatively related with efficiency of board and will weaken the control of board , which goes against the improvement of efficiency of board .

From the analyze of the moderating effects of the company size on the relationship between ownership structures and efficiency of board, the different sample group regression shows the company size enhances the negative correlation between ultimate controlling shareholders and efficiency of board. The company size enhanced the relevant relationship between the first three and first five shareholders and the efficiency of board. Company size enhanced the relevant relationship between the separation of two rights and the efficiency of board, so does the ownership balance degree. However, for the central state – owned enterprises, the company size makes the U – shaped relationship between the ultimate controlling shareholder and the efficiency of board more significant. From the analyze of the moderating effects of the company diversification on the relationship between ownership structure and efficiency of board, the different sample group regression shows the company diversification enhances the negative correlation between ultimate controlling shareholders and efficiency of board. The company diversification enhanced the relevant relationship between the first three and first five shareholders and the efficiency of board. The company diversification enhanced the relevant relationship between the separation of two rights and the efficiency of board, so does the ownership balance degree. However, for the central state – owned enterprises and the local state – owned enterprises, the company diversification weakens the relationship between the ownership balance degree and the efficiency of board. The possible reason is the transaction costs of internal coordination increases after the increase of the ownership balance degree.

The innovations of the paper:

This paper establishes the analysis system of “ownership structure – efficiency of board”, which is based on the assumption that ownership structure decides the features and governance mechanism of board. From the perspective of distribution and attribute of ownership structure, the paper analyzes how ownership structure could influence efficiency of board. It is the research idea as well as important innovation of this paper.

In the input – output model, this paper selects 17 indexes in 5 index systems to measure efficiency of board. To be specific, this paper studies the relationship between corporation performance and efficiency of board. And it involves more variables and indexes of behaviors of board, which makes the measuring index more diversified and systematic.

Board governance are also affected by the company's differences and the complexity of its operating character. From the perspective of the company complexity, this paper examines the moderating effects of the company complexity on the relationship between ownership structures and efficiency of board. Under conditions of different company complexity, this paper investigates the changes about the relationship between the ownership structure and the efficiency of board from the complexity dimensions of company size and company diversification. This research enriches content for the research of board governance, we has a more in - depth investigation about the relationship between the ownership structure and the efficiency of board.

This paper establishes the research framework of empirical test which is grouped in accordance with the attribute of ownership. To be specific, it measures efficiency of board from different ownership of ultimate controllers. The sample is divided into three parts: central state - owned enterprises, local state - owned enterprises and private enterprises. Then regression analysis is conducted. This research framework is of positive implications towards establishing and improving mixed ownership enterprises. In addition, these studies can refine the research process and avoid concealing some real information.

This paper is of great and practical implications to improve governance structure and governance level of board of listed companies, and by extent, achieve sustainable development of listed companies, protect the interests of investors and promote the development of capital market and national economy. In addition, the research point "efficiency of board" of this paper could help to extend the research field and research practice of enterprise governance of listed companies at home and abroad. The Third Plenary Session of the 18th CPC Central Committee has put forward reform measures of promoting the development of mixed ownership. From the perspective of efficiency of board, this paper researches what ownership structure could lead to perfect efficiency and the influence of governance structure of board on efficiency of board. From the perspective of the company complexity, this paper analysis the moderating effects of the company complexity on the relationship between ownership structures and efficiency of board. The conclusion of all these researches could provide constructive experience for exploring new mixed ownership in the future.

Keywords: Ownership Structure ; Efficiency of Board ; Governance ; Company Complexity

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的和意义	4
1.3 研究思路、内容与方法	6
1.3.1 研究思路	6
1.3.2 研究内容	7
1.3.3 研究方法	7
1.4 创新之处	9
第2章 文献综述	11
2.1 股权结构研究综述	11
2.1.1 直接股权结构研究	11
2.1.2 终极股权结构研究	18
2.2 董事会治理的研究综述	20
2.2.1 董事会行为与角色研究	21
2.2.2 董事会结构特征研究	22
2.3 董事会效率的研究综述	24
2.3.1 治理效率的内涵	24
2.3.2 治理效率的评价	25
2.4 公司复杂性研究综述	29
2.4.1 公司规模研究	29
2.4.2 公司多元化研究	30
2.5 文献评述	32
2.6 本章小结	33

第3章 相关概念的界定及理论分析	35
3.1 相关概念的界定	35
3.1.1 股权结构	35
3.1.2 董事会效率	39
3.1.3 公司复杂性	41
3.2 理论分析	44
3.2.1 股权结构对于董事会效率的影响	44
3.2.2 公司复杂性的调节效应分析	48
3.3 本章小结	51
第4章 董事会效率的测度研究	52
4.1 DEA 效率评价方法	52
4.2 DEA 方法的适用性分析	58
4.3 DEA 模型指标变量的选取	61
4.4 数据选取与样本分析	65
4.5 DEA 效率结果分析	70
4.6 Malmquist 指数测度	76
4.7 本章小结	79
第5章 股权结构与董事会效率关系的实证研究	80
5.1 研究假设	80
5.1.1 股权集中度与董事会效率的关系	80
5.1.2 股权制衡与董事会效率的关系	82
5.1.3 两权分离度与董事会效率的关系	83
5.2 变量选择及模型设计	84
5.2.1 变量选择	84
5.2.2 样本选择及数据来源	85
5.2.3 研究模型设计	86

5.3 描述性统计与相关性分析	88
5.3.1 描述性统计	88
5.3.2 相关性分析	91
5.4 实证结果分析	92
5.5 本章小结	100
第6章 公司复杂性的调节效应研究	101
6.1 研究假设	101
6.1.1 公司规模调节效应	101
6.1.2 公司多元化的调节效应	104
6.2 变量选择及模型设计	107
6.2.1 变量选择	107
6.2.2 样本选择及数据来源	109
6.2.3 研究模型设计	109
6.3 描述性统计与相关性分析	111
6.3.1 描述性统计	111
6.3.2 相关性分析	114
6.4 实证结果分析	115
6.5 本章小结	139
第7章 主要结论与政策建议	140
7.1 主要研究结论	140
7.2 政策建议	142
7.3 研究局限与未来研究方向	145
7.3.1 研究局限	145
7.3.2 未来研究方向	146
参考文献	148

图表目录

图 1 - 1 本书研究思路框架 6

图 3 - 1 南京高科股份有限公司终极控制人示意图 36

图 3 - 2 终极控制人属性分类图 38

图 3 - 3 董事会运作机制图 45

图 3 - 4 本书总体理论分析图 50

图 4 - 1 CCR 模型分析图 55

图 4 - 2 上市公司终极控制人属性比例分布 67

图 4 - 3 按控制人属性分类董事会效率年度趋势分布 72

图 4 - 4 五大行业董事会效率年度分布 75

图 4 - 5 按控制人属性分类 Malmquist 指数变化趋势分布 78

图 5 - 1 多个大股东条件下股权集中度与董事会效率关系 93

图 5 - 2 民营企业多个大股东条件下股权集中度与董事会效率关系 ... 100

表 2 - 1 各机构对董事会治理效率评价体系汇总 27

表 2 - 2 南开大学董事会治理评价指标 27

表 4 - 1 投入产出指标名称、代码及定义 65

表 4 - 2 上市公司终极控制人属性及行业情况描述性统计 66

表 4 - 3 总体样本投入产出指标描述性统计 68

表 4 - 4 DEA 投入产出变量 Pearson 相关性检验结果 70

表 4 - 5 总体样本董事会效率值描述性统计 70

表 4 - 6 中央国企董事会效率描述性统计 71

表 4 - 7 地方国企董事会效率描述性统计 71

表 4 - 8 民营企业董事会效率描述性统计 71

表 4 - 9 不同类别终极控制人董事会效率样本独立样本 T 检验 72

表 4 - 10 按行业分类董事会效率值描述性统计 74

表 4 - 11 董事会效率值有效性描述性统计 76

表 4 - 12 Malmquist 指数变动描述性统计 78

表 5 - 1 变量名称、代码及定义 85

表 5-2	全样本总体描述性统计	88
表 5-3	中央国企样本描述性统计	89
表 5-4	地方国企样本描述性统计	89
表 5-5	民营企业样本描述性统计	90
表 5-6	各变量之间 Pearson 相关性检验结果	91
表 5-7	全样本股权结构与董事会效率关系回归结果	92
表 5-8	中央国企股权结构与董事会效率关系回归结果	95
表 5-9	地方国企股权结构与董事会效率关系回归结果	96
表 5-10	民营企业股权结构与董事会效率关系回归结果	99
表 6-1	变量名称、代码及定义	108
表 6-2	全样本总体描述性统计	111
表 6-3	中央国企样本描述性统计	112
表 6-4	地方国企样本描述性统计	112
表 6-5	民营企业样本描述性统计	113
表 6-6	各变量之间 Pearson 相关性检验结果	114
表 6-7	全样本公司规模的调节效应回归结果	116
表 6-8	中央国企公司规模的调节效应回归结果	119
表 6-9	地方国企公司规模的调节效应回归结果	122
表 6-10	民营企业公司规模的调节效应回归结果	125
表 6-11	全样本公司多元化的调节效应回归结果	128
表 6-12	中央国企公司多元化的调节效应回归结果	131
表 6-13	地方国企公司多元化的调节效应回归结果	134
表 6-14	民营企业公司多元化的调节效应回归结果	137

第 1 章

绪论

弗里德里希·A. 冯·哈耶克 (Friedrich A. Von Hayek) 在著名的《弗莱堡研究》(1969 年) 中有一句名言: “具有竞争力的经济制度是人们行为的结果, 而不是人为设计的结果”, 公司治理的发展历程则恰好检验了哈耶克这一论断的历史合理性。

1.1 研究背景

一个公司的股权结构决定了公司的权力是如何在股东之间配置的, 同时也决定了股东在公司内部中枢决策体系中的话语权, 进而在此基础上形成了公司内部治理机制。同时股权结构也是股东之间的制度安排基础, 股权结构与公司绩效、公司战略, 尤其是与公司治理之间存在深刻的内在联系。但股权结构本身表现为非人格化的所有权形态, 并不直接对公司的业绩起到影响作用, 股权结构是通过股东代理人组成的代理人组织即董事会来对公司进行实际的运营管控, 董事会代表股东对公司日常运营进行管理调控以达到公司的业绩发展目标, 这样董事会就作为代理机构体现了股权结构特征与本质。近些年来, 各国公司的发展与公司治理的实践表明, 公司治理的重心正逐渐从以股东大会为中心向以董事会为中心过渡, 实际上一个公司的发展与董事会的运行有极为密切的关系, 可以说董事会的运行效率在很大程度上决定了公司治理绩效。在现代企业制度框架下, 董事会作为企业的控制者 (Fama, 1980) 以及关键决策者 (Nicholson 和 Kiel, 2004) 而成为公司治理的核心。Cadbury (1992) 指出, 董事会效率在很大程度上决定了公司的竞争能力。当董事会治理无效时, 便会造成公司治理危机, 这就导致了公司运营的风险。比如安然、世通等公司的垮台, 便是这种危机的实际案

例，安然和世通公司的董事会对于公司倒闭要承担很大责任，以至于安然公司董事会要向投资者原告作出巨额的赔偿，这些现实性的问题使得董事会成为公司治理改革的重心和学术研究的聚焦。

我国在建立与完善现代企业制度的过程中，在政府监管部门吸收发达国家既有公司治理成果的基础上，运用相关法律法规等制度手段对公司治理结构的建构，尤其在董事会治理结构的设计如董事会构成、独董地位、相关委员会设置等方面进行了细致的规范。目前，以合规为主要着眼点的公司治理建设对于上市公司的治理合规性起到了一定的改善作用，这从整体上促进了上市公司公司治理水平的上升。根据南开大学发布的公司治理指数，该指数均值从2003年到2012年由48.96提升到60.60（李维安，2013），这个指数的变化显示出上市公司在公司治理方面获得了良好的成绩，公司治理水平有了明显的提升。同时，仍然需要看到的是，上市公司治理水平尽管在逐步提升，但资本市场依旧在低迷中徘徊，股东回报率偏低，大股东侵害中小股东利益，上市公司违规等行为仍然频繁出现，这表明上市公司公司治理的效能依然不高。导致此类问题的一个主要因素是，上市公司偏好于形式上的公司治理结构，特别是对董事会治理来说，其重点在于董事会治理结构的合规性，却没有重视董事会治理的实际治理效果等相关问题，也即董事会治理效率的形成机理与影响因素的问题未被充分予以重视。而且上市公司大多数是由国有企业改制而来的，国有控股上市公司占据了上市公司中相当的比重，随着资本市场的开放度不断提升，一些民营企业也通过各种途径成功上市，民营上市公司呈现出了快速的增长态势。应该看到的是，不同类型的终极控股股东其利益取向和行为方式存在很大差异，政府作为国有企业的所有者是追求复合性目标的组织，政府不仅看重国企的财务业绩，而且追求充分就业、国民经济稳定等非经济目标；而民营企业则以经济绩效为主要利益导向，其行为取向非常明确。这种股权结构的差异就造成董事会结构的差异进而影响到董事会的效率，这是我国资本市场在渐进式改革中所特有的一种现象，也是研究中国上市公司公司治理问题的一个宏观制度背景。

从公司治理的实际发展角度分析，董事会的实际治理绩效距离其预设目标还有不小的差距，正是在此现实背景之上，理论界与实务界都认为在董事会治理领域一个特别需要关注的研究主题是董事会效率的问题（Huse, 2009）。但是目前各方还没有对董事会的治理运作机制及其运作效率有明确的共识，这是由于对于这个问题的研究尚未考虑到董事会本身会受到股东行为偏好导向的左右，许多研究只是重点研究了董事会中结构特征与公司业绩等的直接影响。一般来说，虽然董事会的基本结构相同，但股东的背景差异会导致董事会的决策行为导向偏好