

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第5卷 第1辑, 2013年3月 Volume 5 Number 1, March 2013

主 编 李维安
副 主 编 武立东
王世权
李建标



经济科学出版社
Economic Science Press

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第5卷 第1辑

主 编 李维安

副主编 武立东 王世权 李建标

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第5卷. 第1辑/李维安主编. —北京:
经济科学出版社, 2015. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5810 - 6

I. ①公… II. ①李… III. ①公司 - 企业管理 - 文集
IV. ①F276. 6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 120689 号

责任编辑: 柳 敏 周秀霞

责任校对: 王苗苗

版式设计: 齐 杰

责任印制: 李 鹏

公司治理评论 (第5卷 第1辑)

主 编 李维安

副主编 武立东 王世权 李建标

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京京鲁数码快印有限责任公司印装

787 × 1092 16 开 7.75 印张 170000 字

2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5810 - 6 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

《公司治理评论》由南开大学中国公司治理研究院主办、经济科学出版社出版，每年出版4辑，采用国际通行的匿名审稿制度，收录原创性的理论、经验、综述和评论性的中文公司治理论文。倡导规范、严谨的研究方法，鼓励理论和经验（实验）研究相结合的学术取向，提倡学术批评。

主 编 李维安

副 主 编 武立东 王世权 李建标

学术委员会（以汉语拼音为序）

曹廷求	山东大学	孙 铮	上海财经大学
程新生	南开大学	孙国强	山西财经大学
高 闯	首都经济贸易大学	谭力文	武汉大学
高明华	北京师范大学	王世权	东北大学
姜 涛	内蒙古大学	吴先明	武汉大学
李维安	天津财经大学	武立东	南开大学
李新春	中山大学	谢永珍	山东大学
李建标	南开大学	徐向艺	山东大学
刘红霞	中央财经大学	郁培丽	东北大学
吕长江	复旦大学	张新民	对外经济贸易大学
沈艺峰	厦门大学		

主办单位



南开大学中国公司治理研究院

CONTENTS

The Impact of Board Structure on Media Listed Company Performance

—Based on the Nonlinear Mediating Effect of Board Behavior

Xie Yongzhen Zhao Lin 28

The Impacts of Political Connections on Innovation resource acquisitions

Luo Mingxin 42

Short-term Merger Performance, long-term Merger Performance and

Executive Compensation;

Evidence from A-share Listed Companies

Li Xiaoqing Zhuang Xintian Xu Chen 59

Study on the strategy involved behavior of board based on Agent

Zhang Shuang Ji Chengjun 79

Debt Restructuring, Market Regulation and Earnings Management of

Listed Company

Li Shu Qiu Yuchun 99

A Review of the Literature of Liability of Foreignness and the

Construction of a Comprehensive Analysis Model

Shi Yanhua Du Xiaojun Cai Lingsha 116

目 录

董事会结构、治理行为对传媒上市公司财务绩效的影响 ——基于非线性中介效应的检验	谢永珍 赵 琳 1
政企关联与创新资源获取关系研究	罗明新 29
短期并购绩效、长期并购绩效与高管薪酬 ——基于A股上市公司的经验证据	李晓青 庄新田 徐 辰 43
基于agent的董事会战略参与行为研究	张 爽 纪成君 60
债务重组、市场监管与盈余管理	李 姝 邱玉春 80
外来者劣势研究进展述评及综合分析模型构建	史艳华 杜晓君 蔡灵莎 100
后记	117

董事会结构、治理行为对传媒 上市公司财务绩效的影响

——基于非线性中介效应的检验

谢永珍 赵琳*

【摘要】基于董事会行为的非线性中介效应视角,对1998~2010年31家A股传媒上市公司董事会结构通过董事会行为对财务绩效的影响进行的实证分析发现:传媒上市公司尤其是国有控股的传统传媒上市公司的股权结构呈现显著的“一股独大”与“政治属性”特征;不同业务类型以及不同控股股东控制的传媒上市公司的董事会结构与财务绩效呈现不同特点;董事长与总经理两职合一程度、四会比例与董事会行为之间呈U型关系,持股董事比例与董事会行为之间呈倒U型关系,董事会行为与财务绩效之间呈对数曲线关系,董事会行为在上述董事会结构指标与财务绩效之间起到非线性的中介效应;董事长变更与董事会行为之间呈正相关关系,董事会行为在董事长变更与财务绩效之间起到线性的中介效应;董事会规模、独立董事比例、女性董监事及高管比例、高管董监事化程度对董事会行为无显著影响,董事会行为在上述指标与财务绩效之间不具中介效应。

【关键词】文化传媒 董事会结构 董事会行为 中介效应 非线性

一、问题提出

我国传媒业的产业化始于1978年十一届三中全会,伴随着经济体制改革和国家文化产业的发展,传媒业经历了由“政府主导”的“单一事业型”转向由“政府与市场共同推动”的“事业型单位企业化管理”。目前,民营控股的新兴媒体上市公司逐步构建了以“市场为主体”的“现代企业制度”,国有控股的传媒上市公司也逐步实现了由“行政型治理”向“行政型治理与经济型治理”的转变。由于文化传媒产业的特殊性,国有控股与民营控股传媒上市公司的经营领域、治理结构以及治理机制等存在较大差异。国有控股

* 基金项目:教育部人文社会科学研究规划基金项目(13YJA630109);山东省自然科学基金(ZR2013GM020);中国制造业研究院资助课题“市场竞争、董事会治理与制造业上市公司技术创新”。

作者简介:谢永珍,山东大学管理学院、山东大学公司治理研究中心教授,博士生导师,管理学博士。赵琳,山东建筑大学商学院讲师,管理学博士。

传媒上市公司集中于广播电影电视、广告营销等意识形态领域,政治力量与资本力量结合并借助资本力量进行资本化后的政治控制。政治力量对于资源配置的干预一方面可能使国有控股传媒上市公司获得更丰厚的回报,但另一方面由于政治力量的过度干预以及政治效益的束缚,制约了传媒上市公司的治理与管理。民营控制传媒上市公司主要集中于新媒体业务如网游动漫、网络媒体等。

目前针对传媒上市公司治理的研究文献较少。常永新、周劲等运用规范研究或案例分析方法,设计了传媒集团治理的模式。^①赵曙光、金哲夫等基于案例分析方法对部分传媒上市公司的股权结构进行了分析。^②之后,部分学者采用多元统计分析对传媒上市公司的治理结构与财务绩效的关系进行了探索,如邓正华和徐小立、骆嘉等^③。姚德权(2011)采用面板数据对传媒上市公司治理进行了大样本的实证研究,但针对传媒业上市公司的实证研究依然较少^④,谢永珍(2012)区分了治理结构、治理行为与治理绩效的关系,设计了三者的关系模型,并提出治理行为与治理绩效的概念,构建了传媒上市公司治理绩效的测评指标。采用方差分析方法,利用1998~2010年的面板数据,对传媒与相关行业治理绩效进行了比较研究。目前关于董事会治理的实证研究的主流范式对采用“结构—绩效”的简单模式,这一逻辑与董事会治理绩效的形成并不相符。休斯(Huse, 2011)指出,董事会治理的主流研究验证的是董事会结构与公司财务绩效的简单“投入—产出”关系,而基于这一研究范式,董事会结构对绩效的作用未能得到实证研究的充分支持(Pettigrew, 1992; Daily et al., 2003)。董事会治理结构对绩效关系的结论不一,甚至矛盾的原因除了样本不同以及具体研究方法的差异之外,其根本原因是“结构—绩效”的研究范式存在着严重的问题,事实上,董事会结构并不能直接决定公司绩效,而是存在着中介作用(Zahra and Pearce, 1989)。贾奇和蔡特哈姆尔(Judge and Zeithaml, 1992)从线性角度研究发现,董事会结构通过董事会战略参与的中介作用,进而影响公司绩效;加格(Garg, 2013)指出,创业企业外部董事通过影响董事会监督而影响公司价值。上述学者们所谓的董事会监督和战略参与实际上就是董事会治理行为,因此,董

① 如常永新提出了中国传媒集团“三级治理”模型;周劲设计了传媒双重逻辑下主体加辅助的治理模式,即3+2模式等。

② 赵曙光对“电广传媒”以及金哲夫对“东方明珠”、“中视传媒”、“电广传媒”和“歌华有线”股权结构的分析。

③ 邓正华和徐小立通过统计性描述研究认为,随着国有股持股比例增长,公司经营绩效下降;未流通比例对公司经营绩效影响很大;董事会、监事会、独立董事以及股权激励已在传媒上市公司中建立并得到重视。骆嘉选取8家传媒上市公司2001~2008年数据作为研究样本,采用回归方法实证研究发现我国传媒类上市公司第一大股东持股比例与托宾Q值呈显著的倒U形关系,无限售条件股权比例与托宾Q值正相关。

④ 姚德权2011年以2003~2009年12家传媒上市公司为样本,利用计量经济学样板数据模型,对中国传媒上市公司高管薪酬与公司经营绩效之间的关系进行实证分析。结果表明,传媒上市公司高管货币薪酬与公司经营绩效存在显著的正相关关系,但是这种显著性并不稳定;高管持股比例激励与公司经营绩效存在较弱的正相关性。

事会结构通过董事会行为中介而作用于董事会治理绩效。传统研究范式无法有效揭示董事会治理绩效的形成机理，实证研究的结论便值得商榷。

总之，已有关于传媒上市公司董事会治理的研究已取得一定成果，但在以下方面尚需改进：（1）针对传媒上市公司董事会治理结构及其效果的系统性研究较少；（2）已有研究多采用“结构—绩效”的简单线性范式，没有考虑治理行为的中介作用；（3）近期关于董事会“结构—行为—公司绩效”研究范式中，仅检验了线性中介效应（Garg, 2013），而实际上，董事会治理行为的非线性的中介作用更符合逻辑，这将拓展与创新这一领域的研究。

二、研究设计与理论模型

（一）研究假设

1. 董事会结构与董事会行为

（1）董事会规模与董事会行为。关于董事会规模对治理行为的影响，学术界形成了两种鲜明的观点：一种观点认为小型董事会更有利于监督和战略参与。在董事会监督方面，李普顿和洛尔施（Lipton and Lorsch, 1992）和莱恩等（Lehn et al., 2009）发现，董事会规模越大，个体董事在监督管理层时不勤勉履职的成本越小，越可能发生搭便车行为，而小型董事会的成员则由于具有足够的激励进行监督，从而能够提高董事会监督效率；詹森（Jensen, 1993）指出，超过7~8人的董事会运行效率可能降低并易被CEO控制。在董事会战略参与方面，Judge and Zeithaml（1992）发现，依据群体决策理论，大型董事会的会议程序通常较为烦琐，决策速度缓慢且效率较低，这将降低董事会的群体动力，从而阻碍了董事会成员对战略决策的积极参与。龚红（2004）、李国栋和薛有志（2011）的研究也得出了类似观点，董事会规模过大不利于董事会参与公司战略管理。

另一观点认为大型董事会更有能力履行监督和战略参与职能。普费弗和萨兰西克（Pfeffer and Salancik, 1978）认为，根据资源依赖理论，大型董事会能够通过建立与外界的联系而降低公司所面临的环境不确定性。扎赫拉和皮尔斯（Zahra and Pearce, 1989）指出，大型董事会在成员背景、价值观和能力等方面的异质性程度较高，从而具有更宽泛的专业基础；同时，大型董事会能够对公司战略决策进行充分的争辩和讨论，有助于修正公司战略制度与执行过程中的约束与偏见，这将有利于提高董事会履行职能的能力，从而提升董事会监督与战略参与的水平。

本文认为，董事会规模与董事会行为并非简单的线性关系，而是呈现为某种非线性关系。小型董事会没有足够的宽度，不能为董事会提供丰富的知

识、信息及资源,不利于充分的讨论;大型董事会虽然能够带来更多的反馈,但也容易形成内讧,限制参与和沟通(Lane et al., 2006)。中等规模的董事会享受“大型和小型规模的各自优势”,能够为监督和战略参与提供平衡(Chancharat et al., 2012)。因此,董事会规模与董事会行为强度可能呈倒 U 型关系。据此,提出如下假设:

H1: 董事会规模与董事会行为强度呈非线性关系。

(2) 独立董事比例与董事会行为。董事会会议是董事收集信息、履行监督与决策职能的正式渠道。由于信息的不对称,独立董事必须通过董事会会议知情和参与公司事务,以便更好地判断战略的可行性并为管理层提供有效建议和服务以及对管理层实施监督等。另外,对于独立董事而言,非财务动机如法律责任或职业满意度、保护并提高声誉等(Pugliese and Zhang, 2007)比财务动机具有更强的激励力量。在声誉资本的激励下,独立董事为获取更多公司信息以提升监督能力,可能会要求召开更多董事会会议(Vafeas, 1999)。从认知角度来看,独立董事通常来自于其他公司和行业,能够为公司战略决策提供多元化的知识、观点与思维方式,有助于提高决策质量(Fiegener, 2005),独立董事信息与经验的分享依赖于充分的会议参与。总之,独立董事由于具有较强的履职动机、信息与能力,其战略参与意识及监督意愿便更加强烈。据此,提出以下假设:

H2: 独立董事比例与董事会行为强度正相关。

(3) 两职设置与董事会行为。基于代理理论,法玛和詹森(Fama and Jensen, 1983)以及詹森(1993)的研究发现,董事长与 CEO 两职分设有助于强化总经理对相关利益主体尤其是股东利益的关注,而两职兼任则易 CEO 的权力滥用,从而削弱董事会监督的有效性。塔格尔等(Tuggle et al., 2010)基于权力理论视角的研究指出,两职合一赋予了 CEO 额外权力,可以使他们创建规范,降低质疑管理行为的有效性,从而弱化董事会的监督。公司治理实践中,英国、澳大利亚、爱尔兰、法国、德国、芬兰、荷兰、日本以及我国等均要求两职分离。然而,基于管家理论,安德森和安东尼(Anderson and Anthony, 1986)提出一个人任两个职位可以提供明确的领导,有利于公司决策;博伊德(Boyd, 1995)认为,在高速变化的环境中,单一领导人能够对不断变化的事件提供更快、更统一的应对,这超越了两职合一带来的潜在代理成本;法勒叶(Faleye, 2007)指出,随着组织复杂性的增加,董事长与 CEO 之间共享信息的成本提高,因此在复杂的组织中,两职合一的领导权结构成本收益更高,并且在复杂的组织中,CEO 的灵活性将更具价值。李国栋和薛有志(2011)以及 Machold 等(2011)均认为 CEO 与董事长两职合一更有利于董事会的战略参与。

本文认为,董事长和 CEO 两职完全分离虽然有利于董事会的监督,但对处于高速发展的文化传媒行业中的传媒上市公司来说,两职完全合一也将加

快决策速度以迅速应对复杂动态的外部环境,从而对董事会的决策行为具有积极作用。然而,如果两职部分合一,比如副董事长或董事担任CEO,则既由于分离程度不足而无法体现两职完全分离的监督优势,也由于领导权不够明晰和提高了信息获取成本而无法发挥两职完全合一的快速决策效应。因此,两职分离程度与董事会行为可能呈U型的非线性关系,即分离程度很高或很低均可强化董事会行为,而适度分离则可能弱化董事会行为。据此,提出如下假设:

H3: 董事长与CEO两职分离程度与董事会行为强度呈非线性关系。

(4) 女性董监事及高管比例与董事会行为。根据高阶理论,高管个人背景影响着高管团队的战略选择并进一步影响团队和公司层面的结果(Hambrick and Mason, 1984)。由于女性董事往往拥有异于男性董事的认知、思维与行为方式,因此,可能会以不同的方式对董事会层面的任务做出贡献。传媒公司属于“高技术、轻资产”的智力密集型产业,对具有异质性人力资本的管理人员需求较大,女性董监事及高管对外部环境、组织及其战略有不同的解读,能为团队决策提供多维信息,从而提高决策民主性和科学性。另外,传媒业相对其他行业肩负更重的社会责任,女性更加关注和关心他人需求,使得女性能够积极参与那些设计公司 and 利益相关者的战略中,从而对公司社会责任有关的决策施加影响(Nielsen and Huse, 2010)。相关文献发现,女性董事对董事会行为具有显著的影响。如亚当斯和费雷拉(Adams and Ferreira, 2009)认为,女性董事比例较高的董事会开会次数较多,而且女性董事参加董事会时较少缺勤。据此,提出如下假设:

H4: 女性董监事及高管比例与董事会行为强度正相关。

(5) 董事长变更与董事会行为。董事长变更既是对董事长极端的约束,也是对公司以往较差业绩的修正。范希尔(Vancil, 1987)发现,新上任的高管通常会积极的管理好自身团队、主导公司的战略目标并在上任初期达到业绩目标以建立威信。宋德舜和宋逢明(2005)也指出,国有企业主管部门将对董事长的任免权作为激励机制,董事长更换是改善绩效的一个重要激励手段。据此分析,基于激励的约束,新任董事长可能更积极的进行监督和战略参与以便尽快熟悉并融入公司环境。据此,提出如下假设:

H5: 董事长发生变更的公司中,董事会行为强度更高。

(6) 董事激励与董事会行为。作为股东的代理人,董事需在激励之下才能更好地履行职能。激励能够使董事会与股东的利益一致,共同分享公司的利益并共同承担风险,他们便有动机积极履行监督职能,并更可能利用所拥有的重要资源,为公司提供更多的建议和咨询(Hillman and Dalziel, 2003)。另外,所有权将董事个人的努力与董事会团队的成果相联系,这能够提高董事履行职能的责任心和积极性,拥有所有权股份的董事,更有可能共享信息并进行团队成员之间的互动和合作,从而提高董事会的效能(Payne et al.,

2009)。相关实证研究结论证实董事股权激励能够提高董事会对各类任务的参与程度,如多伊齐(Deutsch et al., 2010)。然而,若股权激励过度,则可能发生董事为自身利益而剥夺小股东财富的现象。因此,所有权和业绩之间可能存在非线性关系,若董事所持有的公司股份过低,则不足以产生激励效应以提升董事们履行职能的动机;但如果董事的持股比例过高,董事会则可能被这些董事控制,从而降低董事会团队的整体效能,因此,只有适度的董事激励水平才有利于提高董事会履行监督和战略参与职能,董事激励与董事会行为强度之间呈倒 U 型关系(Payne et al., 2009)。据此,提出如下假设:

H6: 董事股权激励与董事会行为强度之间呈非线性关系。

(7) 高管董监事化程度与董事会行为。高管董监事化程度是指高管中出任董事、监事的比例,反映了内部人参与董事会和监事会治理的程度。内部人对公司有深入的了解,有助于董事会关注相关的决策方案,有效的理解公司业务和内部管理问题(Forbes and Milliken, 1999),是董事会履行各种任务能力的重要资源(Hillman and Dalziel, 2003),加强对公司的了解能够降低董事会的消极行为,能够促进董事会的战略参与(Pugliese and Zhang, 2007)。战略选择支持者则认为,内部人能够为董事会讨论提供有价值的观点和信息进而使董事会更多地参与战略决策过程(Baysinger and Hoskisson, 1990)。这一观点得到了很多实证文献的支持,如塔什珂丽和博尔顿(Tashakor and Boulton, 1983)以及 Ford (1988)等。因此,内部董事能够使董事会的战略参与行为更加积极和有效。

然而,如果高管的董监事化程度过高,则可能出现管理层的权力膨胀,影响董事会监督的客观性并引起消极的监督行为,导致代理风险事件的发生如增加在职消费、提高自身薪酬、投资于无效项目等(权小锋等, 2010; 陈骏, 2010)。因此,高管董监事化程度的设置应该使董事会作为战略的消息灵通的商讨者与客观监督者之间达到平衡(Rosenstein, 1987),高管董监事化程度与董事会行为之间的关系应是非线性的。据此,提出如下假设:

H7: 高管董监事化程度与董事会行为强度呈非线性关系。

(8) 专业委员会设立与董事会行为。我国上市公司治理准则建议上市公司董事会设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。审计、薪酬和提名委员会是监督性质的委员会,而战略委员会是咨询性质的委员会(Fal-ey et al., 2011, 2012)。提名委员会职责在于监督董事筛选和提名的过程,以确保董事会成员构成的合理性(仲继银, 2008);薪酬委员会和审计委员会的设立使董事会功能得以区分,薪酬委员会通过制定 CEO 薪酬政策将使 CEO 薪酬对业绩更加敏感,降低为了降低股票薪酬而导致的盈余管理,审计委员会将更加审慎的监督财务报告过程。而战略委员会是公司战略选择的过滤器,为总经理及经理层的战略提议和董事会的战略决策之间搭建了桥梁,能够促使董事会更经常的进行战略参与(Laux et al., 2009)。总之,专业委

员会的设立为董事积极履行监督和战略职能建立了平台,能够分别强化董事会监督和战略参与行为。

然而,四个专业委员会的职能存在一定交互作用,从而使四会设立的比率对董事会行为总体强度的影响并非单调递增。根据国内外相关规制和公司治理实践^①,上市公司设立四会时,基本优先设置的是审计、薪酬和提名委员会,根据发展再进一步增加战略委员会。公司如果没有设立四会,董事会会议便是董事会履行监督和战略职能的最重要渠道,这时董事会监督和战略行为可能是相对均衡的。随着审计、薪酬和提名委员会的设立,董事会监督行为越来越强化,Faleye et al. (2011)发现过分监督可能导致董事会咨询效应的降低,布恩和马尔赫林(Boone and Mulherin, 2012)也发现专业委员会的监督本身是有成本,它阻碍了董事会从内部人那里获取有价值的信息,根据Faleye et al. (2012)的研究,董事会更多实施咨询行为不会导致监督效应下降的观点可以预测,四会设立齐全的情形能够提升董事会行为的总体水平。因此,适度的四会比率(仅设立二个或三个监督性委员会)与很低或很高的四会比率相比,董事会行为更加弱化,也即四会比率与董事会行为之间可能存在U型的非线性关系。据此分析,提出如下假设:

H8: 四会比率与董事会行为强度呈非线性关系。

2. 董事会行为与公司绩效

在董事会监督与公司绩效方面,Garg (2013)研究认为,由持股比例较高、专有知识丰富的董事组成的创业企业董事会,其监督是一种强有力的机制,能够促使CEO更加关注公司战略方面,更好的执行公司战略决策,从而提升公司业绩。布里克和吉登伯勒(Brick and Chidambaran, 2010)对董事会会议次数与托宾Q关系的检验发现二者之间存在着正相关关系。在董事会战略行为与公司绩效方面,Judge and Zeithaml (1992)发现,董事会能够为战略形成、监督和评价过程提供多元化观点,有助于扩展管理层的思维约束、改善管理层的薄弱分析,从而提高决策质量,改善公司业绩,他们的实证研究表明,董事会战略参与水平与公司绩效呈正相关关系。米尼基利等(Minichilly et al., 2012)指出,董事会为经理层提供的建议、咨询对公司绩效具有积极影响。

然而,如果董事会的监督和战略参与过度,将可能降低公司绩效。Garg (2013)指出,董事会过分监督则可能会导致董事会的集权化、形式化和程序僵化,从而降低监督效率。再者,密集的董事会监督将对经理层造成干扰,

^① OECD公司治理原则对审计委员会、薪酬委员会和提名委员会作出了详细要求,而对战略委员会的设置未作明确规定。美国萨班斯法案对审计委员会的建立及责任提出严格要求。在相关法规的引导下,上市公司基于合规要求,必然首先设立法规中要求或建议的专门委员会。牛建波和刘绪光(2008)对我国上市公司的研究也发现,薪酬委员会的设立比例最高,审计委员会的设立比例处于第二高,提名委员会处于第三高。

使其将精力过多投入到应付监督而非重大任务上,从而对经营业绩造成负面影响。Brick and Chidambaran (2010) 发现,董事会监督的效率呈现规模收益递减趋势。董事会过度监督和战略参与可能会导致两种后果:一是,随着董事会行为强度的增加,公司绩效增长速度越来越慢,即公司绩效随董事会行为强度的增加呈现对数曲线的增长趋势;二是,随着董事会行为强度的增加,公司绩效可能呈现先增加后降低的倒 U 型趋势。据此分析,提出以下假设:

H9: 董事会行为强度与公司绩效呈非线性关系。

3. 董事会行为在董事会结构与公司绩效的中介作用

已有部分文献从理论和实证两方面说明了董事会行为在董事会特征与公司绩效之间的中介作用。如 Zahra and Pearce (1989) 和 Forbes and Milliken (1999) 通过理论分析,构建了“董事会特征→董事会行为→公司绩效”的概念框架; Judge and Zeithaml (1992) 的实证研究发现,董事会战略参与行为在董事会结构与公司绩效之间具有中介作用;佩恩等 (Payne et al., 2009) 也证实,董事会特征通过影响董事会监督和战略参与,进而影响公司绩效; Garg (2013) 提出创业企业董事会结构对公司价值的影响路径为:董事会结构→董事会监督→公司价值。根据假设 1~9 的分析,董事会结构与行为、董事会行为与公司绩效之间可能存在非线性关系,因此,董事会行为在董事会结构与公司绩效之间的中介效应也应是非线性的。因此,提出以下假设:

H10: 董事会行为在董事会结构与公司绩效之间发挥着非线性的中介作用。

(二) 变量选取

1. 被解释变量 (Y)

参考 Gompers et al. (2003) 以及 Bebchuk et al. (2009), 借鉴既有的研究,本文选取净资产收益率 (ROE) 作为被解释变量。

2. 解释变量 (X)

根据以往学者对董事会治理的研究,本文选取以下指标衡量董事会结构并作为解释变量:董事会规模 (BS); 独立董事比例 (ID); 董事长与 CEO 两职设置 (CEOdu, 其中,两职兼任赋值为 1, 部分兼任赋值为 2, 完全分离赋值为 3); 女性董监事及高管比例 (WD, 女性担任董监事及经理数与董监事和经理总数之比); 董事长变更 (Bchair, 发生变更为 1, 否则为 0); 持股董事比例 (Bshare, 持股董事与董事会规模之比); 四会比率 (Comm, 审计、提名、薪酬、战略四个专业委员会的设置比率); 高管董监事化程度 (Insider, 董监事规模与独立董事之差比/高管人数)。

3. 中介变量 (M)

董事会结构通过治理行为而作用于公司绩效。西方学者(如 Machold et al., 2011; Minichilli et al., 2012)利用问卷调查方式对董事会行为进行测度,但因回收率普遍较低(一般在15%~21%)而导致偏差大。本文借鉴 Pugliese and Zhang (2007)以及 Garg (2013)的观点,采用会议次数作为董事会治理行为强度的测量指标。^①

4. 控制变量 (Control)

借鉴已有的董事会治理相关文献,如 Vafeas (1999)、Brick and Chidambaram (2010)等,本文选取如下控制变量:公司规模,以总资产的对数(LnAs)衡量;资本结构,以资产负债率(Level)表示;增长能力,以营业收入增长率(Grow)表示;前一年的盈利能力,以前一年的净资产收益率(ROE(t-1))表示;股权集中度,用第一大股东持股比例(CR)表示;股东大会会议次数,用年度股东大会的开会次数(SM)表示;地区虚拟变量(Area),属于东部地区用1表示,否则用0表示。由于传媒上市公司具有“国家喉舌”的特征,受外部制度环境的影响较大,因此,我们还控制了制度环境,用 Institu 表示,根据各年度颁布的法律以及制度的数量与重要性程度赋值。

(三) 理论模型

借鉴 Hayes and Preacher (2010)的方法检验董事会结构 X 通过中介变量 M 影响 Y 的非线性中介效应。根据前述研究假设,构建理论模型如下:

$$M = i_1 + aX + \sum_{j=1}^k d_j Controls_j \quad (1)$$

$$M = i_1 + a_1 X + a_2 X^2 + \sum_{j=1}^k d_j Controls_j \quad (2)$$

$$Y = i_2 + b \ln(M) + f(X) + \sum_{j=1}^k g_j Controls_j \quad (3)^{\textcircled{2}}$$

$$Y = i_2 + b_1 M + b_2 M^2 + f(X) + \sum_{j=1}^k g_j Controls_j \quad (4)$$

^① Vafeas (1999)认为,董事会会议为董事会讨论和争论公司问题提供了重要机会,会议次数反映了信息交换的频率。Fiegener (2005)指出,仅研究董事会作为团队以正式会议的形式所从事的行为,有利于考察董事会履行职能的正式渠道,从而有助于相关制度的形成。Pugliese and Zhang (2007)认为,董事会会议次数是考量董事会行为的重要维度,董事会开会越频繁越可能根据股东利益履行职能;Garg (2013)指出董事会行为方式有多种,如E-mail、电话、亲自拜访、与CEO的互动等非正式途径以及正式的董事会会议。

^② 根据本文所假设的 X 与 M 之间可能是线性或非线性关系, $f(X)$ 的形式相应分别为: $f(X) = c_1'X$ 或 $f(X) = c_1'X + c_2'X^2$ 。

X 通过 M 对 Y 产生的间接效应记为 θ ，是指 M 对 X 偏导数与 Y 对 M 偏导数的乘积：

$$\theta = \left(\frac{\partial M}{\partial X}\right)\left(\frac{\partial Y}{\partial M}\right)$$
 X 通过 M 对 Y 的间接效应随 X 变化而变化，当 X 取值为 x 时，计算得出的 θ_x 值被称为 X 通过 M 对 Y 产生的瞬间间接效应。

本文使用 SPSS21.0 对关键变量进行描述性统计与方差分析，并使用 MEDCURVE for SPSS 对假设进行检验^①。

三、数据来源与描述性统计

(一) 样本选择与样本构成

1. 样本选择

《上市公司行业分类指引》规定，传媒业是涵盖出版业（书、报、杂志、资料 and 软件出版业）、声像业（声乐和影像制品业）、广播电影电视业（广播、电影和电视业）、信息传播服务业和互联网等众多领域的行业。本文根据传媒的产业特性，去掉中国证监会行业分类关于传媒业中属于技术类的行业，最终确定 1998 ~ 2010 年深圳证券交易所与上海证券交易所 31 家 A 股传媒上市公司为研究样本，样本的所有数据来源于色诺芬经济金融研究数据库。

表 1 传媒上市公司的业务类型构成

上市公司类型	公司数量	上市公司名称
广播电影电视	9	中视传媒、东方明珠、数码视讯、歌华有线、广电网络、电广传媒、天威视讯、华谊兄弟、华策影视
平面媒体	10	新华传媒、博瑞传播、*ST 传媒、华闻传媒、粤传媒、时代出版、皖新传媒、出版传媒、天舟文化、中南传媒
广告营销	4	北巴传媒、省广股份、蓝色光标、华谊嘉信
网游动漫	2	奥飞动漫、中青宝
网络媒体	6	二六三、拓维信息、乐视网、顺网科技、东方财富、焦点科技

2. 样本构成

1998 ~ 2000 年我国传媒企业上市公司规模很小，2001 ~ 2005 年上市公司数量维持在 7 家不变，2006 年传媒业政策开始放宽，2006 ~ 2010 年传媒上市公司

^① Hayes 和 Preacher 开发了 SPSS 宏（称为 MEDCURVE），使用 OLS 回归对模型（1）~（4）的系数进行估计，并执行 bootstrapping 以获取置信区间，用来检验 X 通过 M 对 Y 瞬间间接效应的显著性。

