

董事会治理、CEO 职业生涯关注与企业决策行为研究

谢 珺◎著

中国社会科学出版社

董事会治理、CEO 职业生涯关注与企业决策行为研究

谢 珺◎著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

董事会治理、CEO 职业生涯关注与企业决策行为研究/谢珺著.
—北京:中国社会科学出版社, 2017. 2

ISBN 978 - 7 - 5161 - 9844 - 5

I. ①董… II. ①谢… III. ①上市公司—企业管理—研究—
中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 031423 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2017 年 2 月第 1 版
印 次 2017 年 2 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 15
插 页 2
字 数 223 千字
定 价 60.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书为国家自然科学基金国际合作项目(71661137003)和教育部
人文社会科学基金项目(12YJA790150)阶段性研究成果
中央高校基本科研业务经费专项资金和武汉大学经济与管理学院
专著出版专项基金资助

目 录

第一章 绪论	1
第二章 董事会治理、CEO 职业生涯关注与企业投资行为	8
第一节 问题意识	8
第二节 文献综述	10
第三节 模型设定	12
第四节 董事会治理的影响	14
第五节 比较静态分析	20
第六节 结论	23
第三章 CEO 职业生涯关注与企业重组行为	25
第一节 问题意识	25
第二节 文献综述与研究假设	27
第三节 研究设计	29
第四节 实证检验	31
第五节 结论	40
第四章 CEO 职业生涯关注与企业投资效率	42
第一节 问题意识	42
第二节 文献综述与研究假设	44
第三节 研究设计	45
第四节 实证检验	50
第五节 结论	58

第五章 CEO 职业生涯关注与企业财务报告质量	59
第一节 问题意识	59
第二节 文献综述与研究假设	61
第三节 研究设计	63
第四节 实证检验	67
第五节 结论	85
第六章 CEO 职业生涯关注与企业风险	86
第一节 问题意识	86
第二节 文献综述与研究假设	88
第三节 研究设计	90
第四节 实证检验	94
第五节 结论	107
第七章 财务报告质量与企业特质风险	108
第一节 问题意识	108
第二节 文献综述与研究假设	111
第三节 研究设计	115
第四节 实证检验	120
第五节 结论	132
第八章 CEO 职业生涯关注与企业业绩波动性	133
第一节 问题意识	133
第二节 文献综述与研究假设	135
第三节 研究设计	138
第四节 实证检验	142
第五节 结论	169

第九章 结语	171
第一节 董事会治理研究的进一步阅读	171
第二节 中国上市公司的董事会治理研究	181
第三节 总结与展望	194
参考文献	197
致谢	233

第一章 绪论

现代企业创造出巨大的财富，对于就业安排、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%（中央电视台，2010）。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，公司股东的利益可能会受到损失。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、股东与员工等公司利益相关者之间的冲突。施莱弗和维施尼（Shleifer and 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”，而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伯利和米恩斯（Berle and Means, 1932）。伯利和米恩斯（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，研究发现，将近一半大企业的所有权结构非常分散。因此，伯利和米恩斯（1932）指出，企业的实际控制权被管理者所掌握，如果股东能够更好地监督管理者，企业绩效将能得到改

^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。

善。但是，从第二次世界大战到 20 世纪 70 年代初，美国在世界保持着经济上的霸主地位，伯利和米恩斯（1932）的建议并没有得到重视。一部分美国人甚至认为，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实务界和学术界所认识。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詹森和梅克林（Jensen and Meckling, 1976）、法马（Fama）（1980）、法马和詹森（1983a）、法马和詹森（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再到亚洲，从发达国家到发展中国家，从上市公司到非上市公司。贝希特等（Becht et al., 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；③20 世纪 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；⑤1998 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；⑥20 世纪 90 年代后期的股市暴涨与新世纪初爆发的美国上市公司丑闻。在安然公司、世通公司的财务报表粉饰丑闻曝光后，投资者蒙受巨大的损失，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来规范上市公司的公司治理结构。《萨班斯—奥克斯利法案》也深深地影响了其他国家（如中国）对于上市公司治理结构的立法。

比起金融市场的相关研究，对于企业的经济学研究相对滞后。除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，这种研究方法忽略的重要事实是，企业被处理成了一个黑匣子，我们无法观察企业内部的状况。

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，而美国却从经济中获得丰厚利益，因此，这段时期美国企业的良好绩效只是来源于战争而已。

显然,企业并不能简单地被处理为一个整体,企业内部存在阶层制度和权威,企业是一个契约集合,是多个群体利益冲突的角斗场,企业的绩效必然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。

阿罗—德布鲁 (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,阿罗—德布鲁的一般均衡理论却无法解释企业的现实问题,例如,企业的资本结构和公司治理问题。莫迪利亚尼和米勒 (Modigliani and Miller, 1958),莫顿和莫迪利亚尼 (Merton and 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。梯罗尔 (Tirole) (2006) 指出,由于莫迪利亚尼和米勒 (1958, 1961) 并没有离开阿罗—德布鲁的理论框架,因此才会得到“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,信息在市场中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,经济学者开始深度解剖企业,能够渐渐地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。詹森和梅克林 (1976) 将代理成本分为三类: (1) 监督成本 (Monitoring costs), 也就是所有者

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; (2) 有关借贷机会的信息是可获得的; (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。

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），也就是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），也就是除去前两类成本，由于所有者与管理者之间信息不对称所导致的额外企业价值损失，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，法马（1980）指出，由于企业管理者关注自己未来的职业生涯，会在意自己的名声，因此劳动市场能够规范高层管理者行为。换句话说，劳动市场能够给予企业管理者有效的隐性契约激励。然而，由于法马（1980）没有给出理论模型并进行严格的推导，霍姆斯特龙（Holmstrom，1999）将法马的描述性分析用数学语言进行了重新论证。霍姆斯特龙（1999）发现，经理人的风险回避度以及折现因子等参数会影响法马结论的成立。法马和詹森（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地降低代理成本。来自资本市场的收购，特别是敌对收购能够越过管理者获得控制权，因此可以有效地规范管理者的行为。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。而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。因此，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。与大多领域的经济学研究不同，董事会治理领域的实证研究一直指导着理论研究的方向。即便是今天，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。^① 进入 90 年代后,越来越多的学者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 [如魏斯巴赫 (Weisbach, 1988)、罗森斯坦和怀亚特 (Rosenstein and Wyatt, 1990)、利普顿和洛尔施 (Lipton and Lorsch, 1992)、赫舒拉发和撒克 (Hirshleifer and Thakor, 1994)、耶马克 (Yermack, 1996)、茅格 (Maug, 1997)、罗森斯坦和怀亚特 (Rosenstein and Wyatt, 1997)、艾森伯格等 (Eisenberg et al., 1998)、赫马林和魏斯巴赫 (Hermalin and Weisbach, 1998)、瓦尔泰 (Warther, 1998)、Shivdasani 和耶马克 (1999)、瓦费斯 (Vafeas, 1999)]。

近年来,越来越多的董事会治理研究将焦点放在 CEO 个人特征上。CEO 作为企业日常决策的最高行政官员,是企业战略决策的核心人物,在整个企业的决策制定和执行过程中发挥着极为重要的作用。大量研究表明,CEO 对董事会成员的选拔、董事会的信息获取以及企业决策的制定等过程都有很大的影响力 [帕帕达基斯和巴维斯 (Papadakis and Barwise, 2002); 亚当斯等 (Adams et al., 2005); 阿里纳和巴尔加-阿尔维斯 (Arena and Barga-Alves, 2013); 明尼克和罗森索尔 (Minnick and Rosenthal, 2014)]。但是,由于 CEO 是有限理性的个体,在进行决策时,无疑会受到自身的信念和偏好的影响,因而最终会导致企业决策出现系统性偏差。例如,马尔门迪尔和内格尔 (Malmendier and Nagel, 2011) 发现,经历过经济大萧条的 CEO 对未来有着更加悲观的预期,在进行企业决策时会更加保守。施兰德和泽克曼 (Schrand and Zechman, 2012) 指出,过度自信的 CEO 更倾向于发布乐观的盈余预测。Ho 等 (2015) 发现,与男性 CEO 相比,女性 CEO 更加厌恶风险,倾向于采取保守的财务政策。而伯尼尔等 (Bernile, 2016) 的研究结果显示,经历过严重自然灾害的 CEO 会更为回避风险。

^① 董事会治理的研究可以追溯到麦卡沃伊等 (MacAvoy, 1983),而麦卡沃伊等 (1983) 是一篇实证研究。与其他经济学领域不同,在董事会治理研究中,理论研究比实证研究出现得要晚。进入 20 世纪 90 年代以后,董事会治理的理论研究才开始慢慢出现。

本书将集中研究 CEO 职业生涯关注对企业决策的影响。CEO 职业生涯关注指的是 CEO 在今天会考虑今天做出的行为对明天产生的后果。事实上,只要行为主体的行为选择是基于多期效用的最大化问题,职业生涯关注问题就会产生。也就是说,我们会在一个长的时间范畴中,去考虑我们的行为对明天会有什么影响。比如,中国古典文化中的“未雨绸缪”就是一个典型的例子。在这个例子中,我们需要考虑一个两期问题:如果今天不把房子修好,明天下雨就麻烦了;或者,如果今天把房子修好了,明天下雨就不怕了。CEO 职业生涯关注的动机在于:(1) 董事会监督 CEO,CEO 的利益与企业绩效相关;(2) 经理人市场对 CEO 的评价会影响他们未来的职业发展;(3) 来自企业内部和外部的 CEO 候选人的竞争使 CEO 不得不努力提高企业绩效,从而使自己变得不可替代。

和绝大多数研究一致,本书也以股东价值最大化为根基。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、消费者甚至企业所在社区的居民等。最大化利益相关者价值的目标是符合企业社会价值实现这一远景的。但是,在现实操作中,它仍然面临两个难以解决的问题:(1) 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;(2) 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,企业高层管理者会获得更多权力与托词。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。而且,由于股票价值是一个能够充分反映企业整体的长期经济价值的有效指标,因此考虑长期的股东利益,也能最大化公司整体绩效。至于如何在各个利益相关者之间分配公司利润这个“馅饼”,我们可以事后通过法律手段来解决,而不必事前以最大化利益相关者价值为企业经营目标。

本书的结构如下:第一章为绪论;第二章为董事会治理、CEO 职业生涯关注与企业投资行为;第三章为 CEO 职业生涯关注与企业重组行为;第四章为 CEO 职业生涯关注与企业投资效率;第五章为

CEO 职业生涯关注与企业财务报告质量；第六章为 CEO 职业生涯关注与企业风险；第七章为财务报告质量与企业特质风险；第八章为 CEO 职业生涯关注与企业业绩波动性；第九章为结语，总结全书，给出最新的文献导读，并且提供本书作者对于中国上市公司董事会治理研究的一些看法。

第二章 董事会治理、CEO 职业生涯 关注与企业投资行为

第一节 问题意识

董事会治理是现代公司治理机制中最为核心的部分。近年来，世界各国都对上市公司董事会加强监管，很多国家通过法律形式强制上市企业在董事会结构（如董事会人数和外部董事比例）上进行改革。^①然而，随着董事会治理的相关理论与实证研究的发展，我们发现，董事会结构与企业绩效之间的关系非常复杂。对于董事会人数，虽然耶马克（1996）和艾森伯格等（1998）得出董事会人数与企业绩效之间存在显著的负向关系，但巴贾特和布莱克（Bhagat and Black, 2001）没有发现董事会规模与企业绩效之间的负向关系。科尔等（Cole et al., 2008）利用美国上市企业数据得出董事会规模与

^① 在安然公司、世通公司的财务粉饰事件爆发后，美国国会于2002年通过了《萨班斯—奥克斯利法案》，强制要求在美国证券交易所上市的公司审计委员会必须包含超过50%的独立董事。受到美国的影响，日本也积极推动外部董事改革。在2002年的日本商法修正案中，商法第一次定义了日本公司的外部董事：外部董事是那些过去和现在都没有承担该公司或者子公司业务的董事。通过聘任外部董事，日本的大公司（资本金在5亿日元以上或者负债总额在200亿日元以上）可以选择设置重要财产委员会或者美国式的各类委员会。在我国，中国证监会于2001年8月16日颁布《关于上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求上市公司的董事会在2002年6月30日前至少设立2名独立董事，在2003年6月30日前，董事会成员中的独立董事占比不少于1/3，该文件标志着我国上市公司中强制性引入独立董事制度的开始。2002年1月9日，中国证监会和国家经贸委联合颁布实施了《上市公司治理准则》，明确要求上市公司按照有关规定建立独立董事制度。

企业绩效呈现一个 U 形的非线性关系,而谢和福本 (Xie and Fukumoto, 2013) 利用日本上市企业数据得出董事会规模与企业绩效呈现一个倒 U 形的非线性关系。对于董事会构成 (通常用外部董事比例表示)^① 与企业绩效,赫马林和魏斯巴赫 (Hermalin and Weisbach, 1991)、巴贾特和布莱克 (2001)、温托基等 (Wintoki et al., 2012) 没有发现显著的正向关系 (相反,部分实证结果显示出显著的负向关系),而科尔等 (2008) 发现,在那些 R&D 集中的企业中,由于内部董事的专业知识相对重要,随着内部董事比例的增加,企业绩效也随之增加。

基于中国上市企业数据的实证研究,同样没有达成共识。王跃堂等 (2006) 发现,独立董事比例与企业绩效之间存在正向关系,而魏刚等 (2007) 发现,拥有政府背景和银行背景的独立董事比例与公司绩效存在正向关系。但是,李常青和赖建清 (2004) 却发现,中国上市公司的独立董事比例与公司绩效负相关。另外,李常青和赖建清还发现,董事会规模与公司 EPS 负相关,与 ROA 正相关。

大部分研究假设经理人是理性的最大化自身效用的经济人,他们对外部经济环境、内部治理机制与契约激励做出积极反应并做出类似的选择,因此经理人的个人特征与其决策行为无关 [如利伯森和奥康诺 (Liebersohn and O'Connor, 1972)、希特和泰勒 (Hitt and Tyler, 1991)、伯特兰和肖亚尔 (Bertrand and Schoar, 2003)、汉布里克 (Hambrick, 2007)]。然而,近年来,国外越来越多的实证研究发现,经理人的个人特质影响着企业决策。例如,CEO 的过度自信与企业投融资决策 [马尔门迪尔和泰特 (Malmendier and Tate, 2005)、马尔门迪尔等 (2011)]、CEO 特征 (影响力、乐观度和风险容忍度) 与企业绩效指标 [亚当斯等 (2005)、格雷厄姆等 (Graham et al., 2013)]、CEO 个人财务杠杆与企业财务杠杆 [克龙奎斯特等 (Cron-

① 虽然严格意义上说,外部董事并不等同于独立董事 (如赫马林和魏斯巴赫, 1988; 耶马克, 1996; Shivdasani 和耶马克, 1999), 但在很多文献中,学者们并没有将两者进行区分。因此,在本书中,除非有特别说明,外部董事可以被理解为独立董事。

qvist et al., 2012)]、CEO 的特征与企业财务披露 [德默斯和王 (Demers and Wang, 2010)、班伯等 (Bamber et al., 2010)]、CEO 年龄与企业投资决策等 [李等 (Li et al., 2011); 宜姆 (Yim, 2013); 瑟夫林 (Serfling, 2014)]。

因此,对经理人特征、经理人职业生涯关注的研究会进一步深化我们对于董事会治理研究的理解。由于董事会治理影响企业绩效需要通过“中间桥梁”来实现,即公司治理首先会影响企业行为,这些行为继而会对企业绩效产生影响。在企业行为中,投资行为显然是最为重要的。对董事会治理、经理人职业生涯关注与企业投资行为的关系进行分析,能够给我们提供一些关于董事会治理与企业绩效关系的论题的答案。

第二节 文献综述

由于 CEO 存在职业生涯关注,他们有非常强的动机去影响企业的投资行为,从而推动企业短期绩效的迅速上升,即便这样做会牺牲该企业长远利益。对于 CEO 来说,较高的当期企业绩效不仅能保证今天的自己获得较高的回报,而且会正面影响自己未来的职业生涯。而从股东的角度来说,只有企业投资于 NPV 最大的项目,才能够最大化股东价值。因此,CEO 与股东之间存在利益目标上的冲突。

关于 CEO 职业生涯关注与企业投资行为的理论研究在 20 世纪 80 年代已经产生,有代表性的如纳拉亚南 (Narayanan, 1985)、赫舒莱弗和撒克 (Hirshleifer and Thakor, 1992)、别布丘克和斯托尔 (Bebchuk Stole, 1993)、Zwiebel (1995)、普伦德加斯特和斯托尔 (Prendergast and Stole, 1996)、霍姆斯特龙 (1999)。纳拉亚南 (1985) 指出,CEO 在意自己的名声,有时牺牲股东的长远利益,选择那些短期收益高、长期回报低的项目。斯坦 (Stein, 1989) 则指出,随着来自资本市场压力的上升,CEO 会更为关心股票的短期绩效,最终采取近视行为 (Myopic behavior)。例如,CEO 会降低那些如员工培训类的测