

财经学术文丛

Interlocking
Directorates,
Corporate Governance
and Firm Performance

连锁董事、
公司治理与企业绩效

陈仕华◎著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



财经学术文丛

Interlocking

Directorates,
Corporate Governance
and Firm Performance

连锁董事、 公司治理与企业绩效

陈仕华◎著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 陈仕华 2012

图书在版编目 (CIP) 数据

连锁董事、公司治理与企业绩效 / 陈仕华著. —大连: 东北财经大学出版社, 2012. 4

(财经学术文丛)

ISBN 978-7-5654-0763-5

I. 连… II. 陈… III. 股份公司-企业管理-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 059497 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm

字数: 123 千字

印张: 5 1/8

2012 年 4 月第 1 版

2012 年 4 月第 1 次印刷

责任编辑: 高 鹏 杨慧敏 张爱华

责任校对: 刘 珊

田玉海 李翠梅

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0763-5

定价: 20.00 元

**本书得到国家自然科学基金
青年项目“企业网络视角下的
公司治理：基于连锁董事的
研究”（项目批准号为：71002093）
的资助，特此感谢！**

前 言

在我国上市公司中，连锁董事现象极为普遍，其中约有 80% 的企业拥有至少一位连锁董事。然而，与这一普遍现象相悖的是，我国学者对其展开的研究却极其匮乏。西方学者虽然对此进行了较多研究，但这些文献主要集中于探讨连锁董事存在的原因，论及连锁董事影响的文献相对较少，更鲜有文献系统地深入研究连锁董事对公司治理进而对企业绩效的影响。由于董事会本身就是公司治理的重要内容之一，因此研究连锁董事的公司治理和绩效影响，也便于进行学理分析与推演。正是在此学术背景下，本书试图研究如下问题：连锁董事的形成是组织层面原因，还是个人层面原因？或是两者兼而有之？如果有组织层面原因，那么它发挥什么作用？连锁董事影响公司治理吗？连锁董事是企业绩效的因还是果？

为解答上述问题，本书结构安排如下：第 1 章是绪论，交代文章研究背景和研究意义；第 2 章是文献综述，根据关注主体和研究问题两个维度综述现有文献，构成了论文的研究起点；第 3 章主要目的是探究连锁董事的组织功能，这实际上是研究连锁董事的公司治理和绩效影响的前提；第 4、第 5 章主要研究连锁董事对公司治理的影响，第 4 章是从一般意义上的公司治理而言，第 5 章是从公司治理的具体机制（经理人股票期权）加以考察；第 6 章主要探讨连锁董事与企业绩效的因果关系；第 7 章概括全书观点，并指出不足及未来研究展望。

本书主要得出如下结论：第一，在我国上市公司的连锁董事中，约有 1/3 服务于组织目的，这一比例高于美国，低于加拿大。至于连锁董事的组织层面功能，其主要作用是促进企业间协调（正式协调和非正式协调）和信息传递。第二，公司治理具有社会

嵌入性。从一般意义上讲，这一“嵌入”不仅体现在微观的关系嵌入和中观的结构嵌入上，还体现在宏观的政治嵌入和文化嵌入上。从个别意义上讲，公司治理的具体机制——经理人股票期权——也具有社会嵌入性。第三，我国上市公司采用的经理人股票期权制度，不是出于激励目的（代理理论）而设置，而是因为受到同行业已采用股票期权上市公司的社会压力（合法性），以及因为受到上市公司所处企业网络位置和毗邻上市公司是否采用股票期权的影响（社会嵌入性）而设置。对我国上市公司的股票期权制度而言，三个理论解释力度从大到小排序依次为：合法性理论、社会嵌入理论、委托代理理论。第四，连锁董事影响企业绩效，但不同强度的连锁董事影响也有所不同。这一“不同”主要体现在两个方面：一是影响方向不同，强联结对绩效有负向影响，弱联结对绩效有正向影响；二是时期效应不同，强联结对绩效的影响主要是当期的，弱联结的影响则是滞后的。企业绩效也影响连锁董事。不过，与连锁董事对企业绩效的影响不同，企业绩效对弱联结有显著的正向影响，对强联结则无显著的负向影响。

作 者

2012 年 3 月

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 关键概念界定	4
1.3 研究目标和焦点问题	6
1.4 总体思路和研究内容	7
1.5 研究方法	9
1.6 可能的创新点	10
2 连锁董事文献综述	12
2.1 连锁董事“存在”的原因	12
2.2 连锁董事产生的“影响”	20
2.3 对现有文献的总评及提问	23
3 断裂联结重构：连锁董事及其组织功能	25
3.1 关注视角：静止状态→动态过程	26
3.2 前提假设：重构的断裂联结服务于组织目的	28
3.3 影响断裂联结重构的因素：相关命题和假设	31
3.4 研究设计	40
3.5 实证结果与分析	48
3.6 前提假设可靠性的再次考量	55
3.7 结论与启示	57
4 公司治理的社会嵌入：来自连锁董事的启示	60
4.1 引 言	60
4.2 公司治理的一个新视角：社会嵌入	61

4.3	公司治理社会嵌入性的相关假设	64
4.4	研究设计	67
4.5	实证结果与分析	70
4.6	公司治理的社会嵌入性：一个初步的理论框架	73
5	经理人股票期权：激励、嵌入，还是合法性	76
5.1	引言	76
5.2	理论命题与研究假设	78
5.3	研究设计	87
5.4	实证结果与分析	94
5.5	关于实证结果的进一步探讨	100
5.6	结论与启示	101
附录	Cox 模型(模型 6)比例风险假设的统计检验	102
6	连锁联结强度、时期效应与企业绩效	105
6.1	引言	105
6.2	理论命题与研究假设	107
6.3	研究设计	114
6.4	实证结果与分析	118
6.5	结论与启示	127
7	结论、不足与展望	130
7.1	主要结论	130
7.2	研究不足与展望	131
	主要参考文献	133
	后 记	154

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

通俗地讲，同一董事同时在两家或多家企业的董事会中任职，便形成了连锁董事。这一现象在我国上市公司中极为普遍，从2002年至2007年，平均每年约有80%的企业至少拥有一位连锁董事。具体数据如表1—1所示。

表1—1 1999—2007年中国上市公司连锁董事基本情况

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
企业总数(家)	930	1 083	1 038	1 204	1 264	1 353	1 251	1 410	1 524
拥有联结的企业数(家)	431	513	565	907	1 044	1 149	1 134	1 174	1 285
联结企业比重(%)	46.3	47.4	54.4	75.3	82.6	84.9	90.6	83.3	84.3

数据来源：根据中国上市公司数据整理所得。

然而，与这一普遍现象相悖的是，我国学术界对其展开的研究却极其匮乏，这不仅体现在数量上，更体现在质量上：通过对中国期刊全文数据库的检索发现，我国仅有13篇关于连锁董事的文章；并且这些文献都是对连锁董事较为初级的探讨，进一步的深入研究还尚未展开，比如，任兵、区玉辉和林自强（2001）对上海地区上市公司的连锁董事和企业间连锁关系进行的描述性分析；任兵、

区玉辉和彭维刚（2004）对上海和广东两区域上市公司的企业间连锁网和经济发展之间关系进行的研究；卢昌崇、陈仕华和Schwalbach（2006）简单综述连锁董事理论，并使用上海地区的141家上市公司数据进行了实证检验。

本书旨在弥补国内研究数量和质量不足，当然，仅凭这些还不足以作为选题依据，选题的理论贡献和实践意义也十分必要。

1.1.2 理论意义

（1）本书是完善企业间关系理论的需要。罗珉（2007）将现有企业间关系理论归纳为四个视角：资源基础观、知识基础观、社会逻辑视角和组织学习理论视角，这些主要集中在企业层面。本书认为，任何企业层面的关系归根结底都要落实到个人层面，因为企业毕竟是一个虚拟实体，它无力也不能担负企业间关系的活动。企业中哪些人会担当起企业间关系这一重要职责？毋庸置疑，这注定要落在企业关键人员的肩上，比如高管人员、董事和监事成员。问题是，这些人在维持企业间关系时，是否还追求着自身利益呢？这是现有企业间关系理论研究所忽视的。本书探究连锁董事在多大程度上追求个人利益，以及在多大程度上维护连锁企业的利益，这是对组织间关系理论的一个有益补充。

另一方面，企业间关系有诸多具体表现形式，如联盟、并购、所有权关系等，连锁董事也是其中一种（Gulati, Nohria & Zaheer, 2000）。通过对连锁董事这一具体关系进行研究，进而为建构和验证企业间关系理论提供帮助，这种从个别到一般的归纳方法，有助于深化企业间关系理论。

（2）本书是拓展公司治理理论的需要。公司治理理论的基本问题是如何配置企业内部股东、董事会和经理层之间的权力关系。在这一权力关系中，董事会是核心，它受托于股东，监督经理层行为。不过，由于现有研究仅注意到董事会的规模、构成等属性特

征，忽略了董事会社会联系的关系特征，导致现有公司治理理论忽略了其可能受到社会因素的影响。通过对董事会外部联系，即连锁董事的关注，将社会因素引入公司治理理论，这无疑会深化和拓展该理论。

(3) 本书是深化企业间网络理论的需要。现有文献从企业网络层面对诸如企业集群和企业集团等进行了很多研究，但对连锁企业网的关注却较少。实际上，众多企业间通过连锁董事关系联结成网络，即连锁企业网，也是企业网络的一种形式 (Burt, 1980)。通过考查网络属性 (比如网络规模、网络集中度、网络密度等) 对网络成员和整个网络发展的影响，可以深化我们对一般化的网络理论的认识。

1.1.3 实践启示

(1) 本书为我国反垄断法实施细则的出台提供相关依据。早期，西方学者将连锁董事看做是竞争性企业间达成共识、抑制市场竞争的机制。为此，美国在 1914 年颁布了克雷顿法案 (Clayton Act)，该法案明确限制竞争性企业间共享董事。我国在 2007 年 8 月 30 日通过了《中华人民共和国反垄断法》，但实施细则尚未出台，如果我们在研究中发现竞争性企业间的连锁董事确实损害了市场的公平竞争，那么应该明确将其写入实施细则。不过，我们在实施细则中也不能对连锁董事的限制过于严厉，因为现实中毕竟大部分连锁董事不是形成于竞争性企业间，那些非竞争性企业间的连锁董事可能服务于组织发展的其他目的，如获取商界信息 (Useem, 1984)，并未抑制市场的公平竞争。因此，哪类连锁董事不应该限制，哪类应该限制、限制强度如何等，都是出台实施细则中需慎重考虑的问题。本书可以给这些问题带来一些有益的启示。

(2) 本书为制定公司治理方面的政策提供启示。为了提高企

业的公司治理效率，我国政府做了大量工作，包括关注其微观公司治理结构和完善宏观公司治理结构，但所有这些政策都是在未考虑企业外部社会网络（比如通过连锁董事形成的连锁企业网络）条件下制定的，这忽视了公司治理所处的非正式企业间连锁网络的影响。如果本书得出结论：企业所处的社会网络影响其公司治理。那么政府在制定相关政策时，除应考虑政策本身影响外，还应考虑企业所处社会网络的影响，以及两者的交互影响。

（3）本书给企业管理带来启示。诚如现有研究发现，连锁企业网承载着组织发展所需的至关重要的资源和信息（任兵、区玉辉和彭维刚，2004）。不管企业是有意或无意建立的连锁关系，它们都是企业可以使用的潜在资源。不过，亦如卢昌崇、陈仕华和Schwalbach（2006）指出，在企业获取这些资源时，并非无代价，而是要丧失董事会决策自由度。因此，如何合理和有效地运用这些资源，以确保企业获得良好的绩效，这也是本书带给企业的有益启示。

1.2 关键概念界定

（1）连锁董事：本书认为，连锁董事概念有狭义和广义之分。狭义上讲，同时在两家或两家以上公司的董事会担任董事职务的“董事”成员被称为连锁董事（Mizruchi, 1996）。例如，如果甲是A公司的董事成员，同时还担任B公司的董事职务，则甲即为连锁董事。这是国外学者普遍使用的概念，由于这一概念仅包括通过“董事”成员形成连锁关系，本书将这一概念认定为狭义的连锁董事。

实际上，企业之间的连锁关系并非仅由“董事”形成，还可由其他成员形成。比如，如果甲是A公司的高管人员（如总经理、副总经理），同时兼任B公司的董事成员，也可形成连锁关系。在我国还有特别之处，我国企业采用董事会和监事会共存的两会制

度，通过监事也可以形成企业间的连锁关系。考虑到连锁董事概念反映的实质（即通过企业内成员形成企业间连锁关系），和我国上市公司的实际情况（董事会和监事会共存），本书给出如下概念：当一家公司的董事（高管人员、监事）同时兼任另外一家或多家公司的董事（高管人员、监事）时，本书把这些成员认定为连锁董事^①。与狭义概念相比，这一概念不仅包括由“董事”，还包括由“高管人员”和“监事”形成的连锁关系，因此，将这一概念认定为广义的连锁董事。这也正是本书使用的概念。

（2）连锁联结：实质上，两家企业间的连锁董事便是一个连锁联结。其与连锁董事概念的区别在于，连锁董事强调的是董事个人，而连锁联结则强调两家联结企业间的关系。正是出于对个体和关系的区分，才需要进一步给出连锁联结的概念。不过，书中有时也混同使用这两个概念。

（3）连锁企业：通过连锁董事关系连接起来的企业，称为连锁企业，有时也称为联结企业。其与连锁董事的区别是，连锁董事是针对董事个人而言，而连锁企业是针对企业而言。连锁企业间可由一位连锁董事连接，也可以由两位或多位连锁董事连接。

（4）连锁董事网：在解释连锁董事存在的原因时，有一个影响较大的流派提出了社会凝聚理论，即连锁董事代表了上流社会阶层之间的社会联结（Mills, 1956; Mace, 1971; Useem, 1984; Mizuchi, 1996），本书把连锁董事现象背后潜藏的人际关系网称为连锁董事网。

（5）连锁企业网：即若干家企业通过连锁董事而结成的企业间网络。比如，在 A、B、C、D、E 五家公司中，A 公司与 B 公司

^① 需要指出：尽管作了这一拓展，但必须在一方担任董事或监事成员。如果在双方均担任高管职位，则不被认为是连锁董事。

为连锁企业，B 公司与 C 公司、D 公司也为连锁企业，则 A、B、C、D 四家公司便形成连锁企业网。其与连锁董事网的区别类似于连锁企业和连锁董事之间的区别。可从网络整体和网络中的企业两个维度来刻画连锁企业网：前者如连锁企业网的规模（本例中为 4）和网络密度，后者如某家公司的中心度（如 A 为 1，B 为 3）、紧密度等。

1.3 研究目标和焦点问题

学术研究并非一蹴而就，而是一个不断逼近真理的循序渐进的过程。在这一过程中，需要无数学者坚持不懈的努力，才能相对科学地认识事物本质。本书也必须遵循这一规律，即在以前学者的研究基础上，设定研究目标和提炼焦点问题，具体如下：

1.3.1 研究目标

本书以我国转型时期的经济环境为背景，以我国上市公司间的连锁董事现象为线索，通过对连锁董事的公司治理与绩效影响进行理论和实证研究，验证和拓展了公司治理理论。

1.3.2 焦点问题

在现有文献基础上，为达到本书设定的目标，提炼出如下焦点问题：

（1）为什么研究连锁董事？这已在前文研究背景及意义中论及。

（2）研究连锁董事的哪些问题？旨在提出本书研究问题的理论起点。

（3）连锁董事的形成是组织层面原因，还是个人层面原因？

或是两者兼而有之？如果有组织层面原因，那么它发挥什么作用？旨在为本书随后章节探究组织影响奠定理论和实证基础。

(4) 连锁董事影响公司治理吗？旨在从一般意义上论证连锁董事对公司治理产生的影响。

(5) 连锁董事影响经理人股票期权吗？这是文献综述中“连锁董事影响高管薪酬吗”问题的变体。本问题的目的是双重的：其一，股票期权是管理层的一种薪酬制度，从这个意义上讲，本问题旨在考察连锁董事对高管薪酬的影响；其二，股票期权实质上还是公司治理的一种机制，因此连锁董事对股票期权产生的影响在具体意义上进一步印证了连锁董事对公司治理的影响。

(6) 连锁董事是企业绩效的因或果？本问题旨在考察连锁董事与企业绩效的因果关系。

1.4 总体思路和研究内容

研究思路是立足于研究起点对焦点问题展开深入研究的路径和脉络。本书共分7个章节，其总体思路和研究内容框架如图1—1所示。

第2章根据关注主体和研究问题两个维度综述现有文献，这些铸成了本书的研究起点。而后，在评价现有文献后，提出本书待研究的问题。

第3章是随后章节的理论基石。本论文主要目的是探究连锁联结对组织产生的影响，即公司治理、企业战略和企业绩效，而探究这些影响的一个前提是，连锁联结必须是可以服务于组织目的的，本章发现证实了这一前提，并发现服务于组织目的的连锁联结的主要功能是促进企业间协调（正式协调和非正式协调）和信息传递。这为随后章节的研究奠定了理论和实证基础。

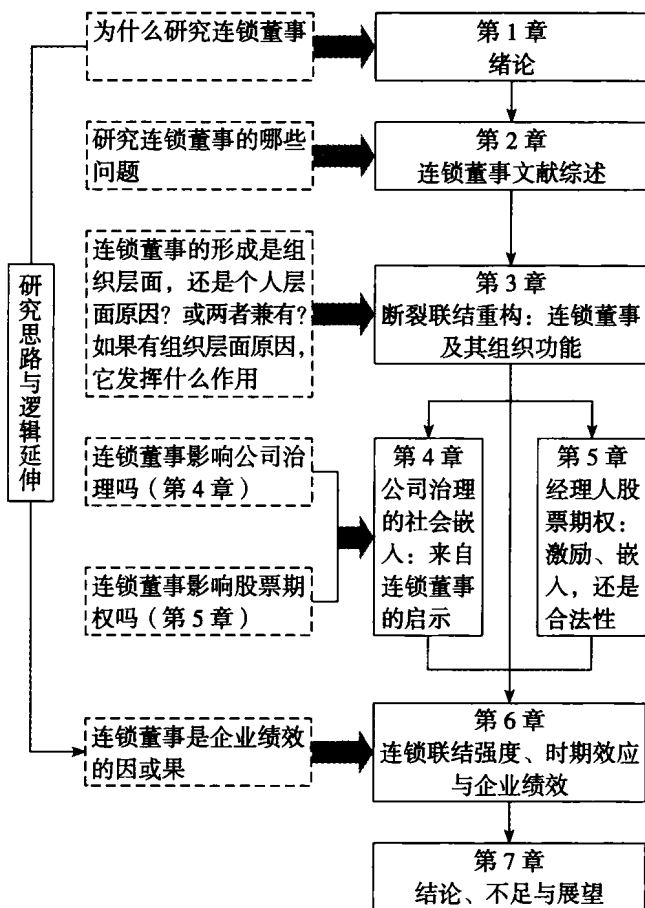


图 1—1 总体思路和研究内容框架

第 4、第 5 章主要探讨连锁联结对公司治理的影响。第 4 章针对现有公司治理文献忽视其受到的社会环境的影响，提出了公司治理具有社会嵌入性的命题，随后使用连锁董事和公司治理指数数据证实了由此命题推演出的假设。如果说第 4 章是就一般意义上的公司治理而言，那么第 5 章则是从公司治理的具体机制——经理人股

票期权——考察其社会嵌入性。结果表明，不管是一般意义上，还是个个别意义上的公司治理，其都具有社会嵌入性。另外，经理人股票期权作为高管成员薪酬机制之一，其除受来自委托代理理论推演出假设的影响外，还受到社会嵌入理论和合法性理论推演假设的影响。

第6章探讨连锁联结与企业绩效的因果关系。现有文献将连锁联结看成是相同的或等价的，本章与之看法不同，认为连锁联结有强弱之分。强连锁联结和弱连锁联结对企业绩效的影响是不同的，这一不同主要体现在两个方面：一是时期效应不同，强联结主要是当期影响，弱联结则主要是滞后影响；二是影响方向不同，强联结是负向影响，弱联结是正向影响。在企业绩效对连锁联结的影响中，企业绩效仅影响弱联结，不影响强联结。

第7章概括全书结论，并给出不足及未来研究展望。

1.5 研究方法

本书采用规范研究和实证研究相结合的方法。对于书中各问题，先依据相关理论形成理论命题，这回答“应该是什么”的问题，属规范研究范畴；后根据我国上市公司相关数据进行实践验证，这回答实际“是什么”的问题，属实证研究范畴。

为配合这一研究方法，本书将以下各章的行文思路确定为：依据相应的理论，并经过逻辑推演，得出“理论命题”，即各章中的“命题”；不过，由于理论命题一般比较抽象，不适合进行实证检验，因此，在实证检验之前，要对它们进行逻辑上的进一步拓展，使它们成为与这些命题相一致，且又可以在具体研究中进行检验的实证假设，即各章中的“假设”，这些假设是理论命题的具体体现或逻辑结果，同时又可以在实证检验中直接加以检验；随后，搜集相关数据对“假设”进行验证，并给出相应结果；最后对结果进