

独立董事对传统内部治理机制影响的实证研究

——基于多元回归模型和 Logistic 模型的中国证据

吴晓晖¹ 娄景辉²

(1. 厦门大学管理学院; 2. 北京大学光华管理学院)

【摘要】 本文运用面板数据，对独立董事在上市公司内部治理机制中的影响进行实证分析。结果表明，在组织结构方面，独立董事的引入对董事会领导权结构的影响不明显；在运作方面，独立董事对董事长和 CEO 变更没有明显作用。研究证实独立董事在内部治理机制中的积极作用的同时，发现学术型独立董事的影响力最为全面；企业型独立董事有着最为强烈的削减监事会规模的倾向；而具有政府背景的独立董事对内部治理机制作用最小。

关键词 独立董事 内部治理机制 面板数据

中图分类号 F830.9 **文献标识码** A

Does Independent Director really Influence on Internal Governance Mechanism

Abstract : This paper indicates that the introduction of independent director has limited effect on the leadership structure of directorate , but it can minimize the size of board to a reasonable level , and increase the amount of internal committee dramatically. In routine operation , independent director has limited effect on the change of board chairman and CEO , but has weak influence on the choosing of their successors. These findings prove the positive effect of independent director in the board. This paper also finds that independent directors of academic type has most wide influence , and independent directors of enterprise type has strong intention in reducing scale of supervisory board and this is meaningful to the corporate governance in the future. Comparatively , independent directors of government background have least influence in the corporate governance.

Key words : Independent Director ; Internal Governance Mechanism ; Panel Data

本研究获得国家自然科学基金重点项目“公司财务管理若干基础问题研究”(70632001)的资助。作者感谢 2007 年第四届公司治理国际研讨会与会专家对本文提出的宝贵意见。

引 言

毫无疑问,公司治理一直是学者关注的课题。公司治理可以分为外部治理和内部治理,传统内部治理参与者主要是指股东会、董事会、监事会和包括 CEO 在内的经理层等。而董事会“形骸化”、大股东或经理层“盗掘行为(Tunneling)”等现象的存在,使得传统公司治理机制备受批评。独立董事的引入被认为是解决传统内部治理机制失灵的普适性良方,本文的研究基础,即认为独立董事和内部治理机制应该存在着某种关联,传统内部治理机制的运作形态可能由于独立董事引入而发生一定的变化。

自 2001 年正式在上市公司中引入独立董事制度以来,独立董事便始终是国内公司治理研究中的热门方向。早期的研究一般都集中在理论方面,如为什么要建立独立董事制度,以及如何建立独立董事制度等。实证研究中(包括国外的文献)大部分都集中在独立董事与 CROA、托宾 Q、EVA 等指标表征的绩效关系上。虽然也有文献研究了独立董事和内部机制的关系,但研究范围都比较狭窄,大多集中在某一方面:如董事长、总经理二职合一或分离、CEO 变更等(Dahya 等, 2002; Weisbach, 1988; Suchard 等, 2001; Hermalin 和 Weisbach, 2003)。因此本文试图在系统研究独立董事和内部治理机制关系方面进行研究。

本文希望在以下方面作出贡献:系统梳理内部治理机制理论含义,并构建其表征变量;在证实独立董事对内部治理机制积极作用的基础上,研究不同类型独立董事的影响力,并对其影响力进行排序;根据实证成果提出了未来引进独立董事的发展方向和独立董事工作范围及拓展方向。

一、独立董事与公司内部治理机制

1. 独立董事的定义和起源

独立董事,又称作外部董事、独立非执行董事,是指在上市公司中仅担任董事职务,并与受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。独立董事对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉义务。独立董事应当独立履行职责,不受上市公司主要股东、实际控制人或者其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响,并需在公司战略、运作等一些重大问题上做出自己独立的判断,必要时须形成独立董事意见并向公众表达。独立董事既不代表出资人也不代表公司管理层。

独立董事最早出现在 20 世纪 30 年代的美国。从立法角度看,独立董事制度则始于美国国会通过《投资公司法》的 1940 年,该法律规定投资公司董事会必须有 40% 的董事是独立董事。在中国,1988 年在香港上市的 H 股公司率先按香港联交所要求设立独立董事。1997 年中国证监会《上市公司章程指引》中专列了设立独立董事的条文。1999 年 3 月,中国证监会要求 H 股公司至少设立 2 名以上独立董事。2001 年,中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,正式要求在国内上市公司中建立独立董事制度,形成了与监事会共存的独特的二元混合董事会制度。

独立董事制度一直是国内外广泛关注的对象,其中一些研究从理论上探讨了其积极作用,如 Baysinger 和 Hoskisson (1990) 分析认为,内部董事作为公司的雇员既要服从公司

盗掘(Tunneling),指股东尤其是小股东利益被损害,其资产神秘地从公司转移,好像从隐藏的隧道消失一样。转移有很多办法,如直接行窃、贷款担保、低于市场价格出售资产或产品、操纵转让价格等。

的经理，又要对股东负责，这两者之间会发生利益上的冲突，因此内部董事在独立性和决策的技巧方面不如外部独立董事。Jensen (1993) 认为公司董事会主要应由外部独立董事构成，内部董事即使进入董事会也不可能对 CEO 进行公开的监督和评价。另外有大量实证研究表明，更高的外部董事比例意味着在并购、行政补偿以及 CEO 更迭等方面能做出更好的决策 (Weisbach, 1988; Cotter 等, 1997; Hermalin 和 Weisbach, 2003)，甚至，委任具有财务专业背景的外部董事也可以起到刺激股价的作用 (Lee 等, 1999)。白重恩等 (2005) 基于我国上市公司 2000 年的截面数据，也发现外部董事比例和企业价值显著正相关。

由于独立董事被赋予了防止公司丑闻和保护投资者的特殊职责，因此公司治理发展过程中，独立董事受到越来越多的关注，希望能由此带来更多的透明度、责任感和效率。从全球趋势上看，独立董事比例增加是董事会改革中的最重要方向。例如美国要求上市公司的董事会由大多数独立董事组成，目的在于减弱 CEO 的权力和维护董事会的力量平衡，其中 2002 年的 Sarbanes-Oxley 法案甚至对董事会内设委员会的独立性提出要求，例如要求审计委员会完全由外部董事组成。

2. 内部治理机制的构成与运作

内部治理参与者一般是指股东会、董事会、监事会和包括 CEO 在内的经理层等。内部治理机制则是配置行使控制权、监督评价董事会和经理层、设计实施激励政策等有关公司控制权及剩余索取权分配的制度性安排。下面我们对内部治理机制的各部分依次进行分析。

董事会是用于解决内生于组织的代理问题的制度安排，是确保股东利益的重要机构，是体现及平衡各方权力的枢纽。董事会行使对经理人员的监督与控制的权力，并对公司的战略、经营及其他重大问题进行决策。独立董事的进入，有可能使得以前易于被大股东控制的董事会变成真正的议事和决策机构。拥有良好董事会的公司比董事会运作不佳的公司更能持续创造出较好的业绩 (Fama, 1983)。对董事会的研究，主要集中在以董事会领导权、董事会规模、董事会内设委员会为代表的董事会组织结构和以董事会议次数、高层更迭和薪酬体系为代表的董事会运作上。

(1) 董事会结构。

领导权。许多研究认为二职合一（董事长兼任总经理）是董事会效率低下的原因之一，因为二职合一将会严重影响董事会的独立性，削弱董事会监管的力度，甚至出现完全内部人控制的情况 (Goyal 和 Park, 2002; Jensen, 1993; Lipton 和 Lorsch, 1992)。但 Anderson 和 Anthony (1986) 认为二职合一为公司提供了一个领导核心，拥有更加清晰稳定的公司战略，有利于经营的可持续性和长期公司绩效的提升。国内实证方面，Bai 等 (2004) 采用 1999~2001 年的面板数据，发现董事长与总经理二职一对托宾 Q 值有显著的负面影响。于东智等 (2002) 的研究则认为两职关系与公司业绩之间没有显著的相关关系。总之，对二职合一优劣的争论仍将进行下去。

规模。董事会规模常常被视为影响董事会效率的关键因素之一。一般认为，较多的董事能为董事会带来较多的知识、经验以及外部资源，在一定程度上减少了公司风险，并且，拥有较多董事的董事会有利于协调诸多利益相关者的权益。但随着董事数量的增加，协调和组织过程的损失将超过董事数量增加所带来的收益 (Jensen, 1993)，董事之间矛盾可能削弱董事会对 CEO 的监督和评价作用，并易于受 CEO 控制。“搭便车问题”同样会给规模相对较大的董事会造成较大障碍。一些经验研究也证实董事会规模与公司绩效是负相关的 (Eisenberg 等, 1998; Carline 等, 2002)。此外，Lipton 和 Lorsch (1992) 的实证研究进

一步认为董事会的最佳规模为 7~8 人。国内于东智等 (2004) 的经验分析也认为过大或过小的董事会规模不利于公司绩效的提升。

内设委员会。随着董事会规模变大以及董事会监督职责的强化,董事会内部设立各种委员会成为董事会组织建设的重要方向。2002 年中国证监会和原国家经贸委联合发布的《上市公司治理准则》规定上市公司董事会可以设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会(简称“四委”)。委员会成员应全部由董事组成,其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人,审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。除了“四委”外,有些上市公司还设立其他委员会,如执行委员会等。

(2) 董事会运作。

会议召开情况。董事会是企业的最高经营决策机构。会议是董事会权力组织形式,是董事会运作的基础。董事会议次数一直是学者关注的董事会运作状况变量,如 Lipton 和 Losrch (1992) 认为董事会会议是董事参与公司治理的重要体现,董事会议的次数越多,表明董事有充足的时间来执行监督职能,表明董事会活动越积极。Jensen (1993) 和 Vafeas (1999) 同样认为经常开会有利于管理层与董事之间的沟通,能够对业绩变化做出及时反应。Biao Xie 等 (2003) 也证明了董事会和审计委员会召开会议的次数越多,公司盈余管理的程度就越轻。国内学者谷祺和于东智 (2001) 的研究结果表明:企业绩效下降后董事会活动通常会增加,并且董事会临时会议次数较多的年度及后续年度,企业的经营绩效会得到微弱改进。李常青和赖建清 (2004) 同样发现董事会会议增加是对公司业绩下滑的一种反应。独立董事有权提议召开临时董事会,将会使董事会议的次数增多。因此可以合理地认为独立董事的引入也将增加董事会议次数,提升其活动积极性,使得董事有更多时间关注经营管理中的各种问题。

高管任免。董事及董事长变更是激励与约束董事会的关键 (Jensen 和 Warner, 1988)。董事长一般由董事会选举产生,因此独立董事对董事长的选择也具备一定的影响力。总经理 (CEO) 是内部治理的重要参与者,对企业的业绩负有较大的责任。独立董事不仅与控股股东独立,也与 CEO 独立,因此,独立董事从股东权力平衡和总经理责权对等的角度出发,将对 CEO 的选择或更迭产生一定的影响力。如 Dahya 等 (2002) 在研究 Cadbury Committee 推荐的英国最佳实践法案对董事会效率的影响时,发现在法案颁布后 CEO 的更迭增多了,而且这种更迭的主要因素是董事会中外部董事比例的增加。这一结论与 Weisbach (1988) 对美国公司及 Suchard 等 (2001) 对澳大利亚公司的研究结果一致。但是 Kang 和 Shivdasani (1995) 对日本公司的研究认为没有证据表明外部董事的存在与 CEO 更迭之间存在着明确的显著关系。国内学者龚玉迟 (2001) 的研究也认为外部董事并不增加高层更换的可能性。

激励体系。由于道德风险问题的存在,经营管理层在执行董事会决策时,会优先考虑自己的利益,因此,高管激励的核心问题是如何将管理人员利益与股东利益在最大程度上协调,促使两者利益一致化,减少代理成本。合理的激励制度是促使经理层能够以委托人利益最大化为目标的保障。制定公司的薪酬政策是董事会的重要职责,为此大多数上市公司的董事会成立了专门的薪酬委员会。我们将薪酬体系的研究放在董事会运作状况的内容中。

(3) 其他内部治理机制。监事会。其职责是对公司财产以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法及合规性进行监督,维护公司及股东的合法权益。但和德国体系不同,我国监事会是和董事会并行的机构,并不拥有对公司经理和其他高级管理人员的聘任

权与解雇权。与此同时，独立董事职责之一也是监督董事会和经营层的运作，防止大股东对任职公司利益的隧道盗掘行为，也防止内部人对股东利益的侵占和损害。而且与监事会事后监督不同，独立董事可以对决策过程进行监督，一般被认为更加有效。因此，在引进独立董事之后，是否已经替代了监事会的功能，监事会是否还有存在的必要也是学者和政策制定者热衷讨论的课题。对于这个问题，我们将从监事会规模和运作积极性变化这两个角度进行研究。

股东会。作为公司的权力机构，股东会由全体股东组成，因此不存在股东会规模的问题。股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。依照公司法规定行使职权。股东会会议分为定期会议和临时会议，其中定期会议按照公司章程的规定按时召开。一定人数以上的董事提议，可以召开临时会议。因此随着独立董事的增多，董事会独立性的增加，股东会议也有可能相应增加。

二、内部治理机制的度量、数据来源及研究方法

本节中，我们首先根据上节对公司内部治理机制的讨论结果，构造描述内部治理机制结构和运作的变量。之后，我们将简要说明数据来源以及研究方法。

1. 变量的选择

我们的实证研究选择了以下 11 种变量用于度量内部治理机制：董事长是否兼任 CEO 的虚拟变量 (CEOpresd)；内外部董事总人数 (BoardSize)；董事会下设委员会个数 (Committee) 和“四委”个数 (Committee4)；董事会会议次数 (Act_Board)；总经理有否变更的虚拟变量 (CEOturn) 和董事长有否变更的虚拟变量 (Presdturn)；董事长继任者来源于外部 (OutPresdSor) 和董事长继任者兼任总经理 (PresdCEOSor)；总经理继任者来源于外部 (OutCEOSor) 和总经理继任者兼任董事长 (CEOPresdSor)；前三位高管的薪酬总额 (Salary)；监事总人数 (MboardSize)；以监事会会议次数为代表的监事会运作变量 (Act_Mboard)；以股东会会议次数为代表的股东会运作变量 (Act_Share)。

其中，CEOpresd 反映了董事会的领导权结构。BoardSize 代表的是董事会规模。Committee 和 Committee4 两个变量代表董事会内部组织建设情况。Act_Board 反映的是董事会运作基础。CEOturn 和 Presdturn 代表董事会的最高级人事权力运作情况。在发生最高层人事变动时，OutPresdSor 和 PresdCEOSor 反映了董事会对于董事长继任者来源和董事会领导权结构的考量。同样，OutCEOSor 和 CEOPresdSor 反映的是董事会选聘总经理时，对继任者的考量。Salary 对应的是董事会薪酬激励政策运作情况。其余三种变量分别对应监事会和股东会的结构和运作。

此外，我们还选择了 6 个独立董事变量：独立董事比例 (IdProp)；学术型独立董事比例 (ScholarProp)；财经型独立董事比例 (FinanceProp)；法学型独立董事比例 (LawerProp)；企业型独立董事比例 (CorpProp)；政府型独立董事比例 (GovProp)。

有三点需要说明：

第一，2002 年版的《上市公司治理准则》并没有强制性规定设置专门委员会，因此如何设置委员会和设置哪些委员则取决于各个公司的实际治理水平。在这里我们选择了具有代表性的“四委”设立个数（即根据治理准则推荐设立专门委员会），以及内设立委员会总数（不仅仅“四委”）两种方法来度量董事会的内部建设水平。

第二，由于历史原因，股权激励（包括期权）不是在中国上市公司的主流薪酬方式，因

此本文研究重点是高管的薪酬激励在引进独立董事之后的变化。高管包括董事、监事和经理层，其薪酬一般都是由董事会制定，因此选用数据库披露的前三位高管薪酬总额表征董事会对高层的激励政策。

第三，对独立董事分类的基本原则是：来源于学校、研究所等学术界的独立董事定义为学术型独立董事；具有会计师、审计师职称或曾担任过财务经理、曾在金融类企业任职的独立董事则定义为财经型独立董事；拥有律师资格或具有法学学位的独立董事定义为法学型独立董事；曾经在非金融类企业任职的独立董事，定义为企业型独立董事；曾在各类政府或类似政府的行业协会任职则定义为政府型独立董事。如果同时具备以上几点则根据披露的简历手工将其归于最恰当的类型。

2. 数据来源和研究方法

按照证监会的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的要求，独立董事制度建设应该在 2003 年 6 月 30 日前基本完成。因此，我们以 2003 年 12 月 31 日之前在深、沪两家证券交易所上市的全部 1313 家公司为总体样本，数据区间为 2004 ~ 2005 年，我们的数据来源于国泰安公司开发的 CSMAR 数据库和清华大学金融研究中心开发的 CCFR 金融数据库，其中独立董事背景数据是我们根据 CSMAR 数据库提供的独立董事个人简历信息进行筛选分类的，扣除一些数据不全的样本，总共得到 531 家公司的二期面板数据。

本文采用面板数据多元线性回归模型，选用单向、双向固定效应和随机效应三种误差分析方法，分析工具使用 SAS 的 Proc Model 过程；面板数据的 Logistic 回归使用 SAS 中的 Proc Genmod 过程中的广义估计方程法（GEE），对应的是固定效应模型。对混合截面数据 Logistic 模型，则使用 SAS 中的 Proc Logistic 过程进行分析。

三、实证结果与讨论

1. 基本统计特征

截至 2005 年底，独立董事已经成为上市公司治理结构中不可忽视的部分，在董事会中的比例平均值已经达到 34.5%，最高的样本中达到了 57.1%。独立董事中，来源于知识界的独立董事最多，平均值为 1.85 人，最高为 5 人，在董事会中的平均值为 0.18，占据了独立董事的半壁江山。拥有财经背景的独立董事，平均值和最高值分别为 0.78 和 4 人。企业型独立董事，平均值和最高值分别为 0.34 和 3 人，法律型独立董事，平均值和最高值分别为 0.26 和 2 人，相对而言，拥有政府工作背景的独立董事数量最少，其平均仅为 0.15 人。董事会人数平均为 9.9 人，大于通常认为比较合适的 7 ~ 9 人（Jensen, 1993; Lipton 和 Lorsch, 1992），最高值达到 19 人。委员会个数和“四委”设立个数平均为 3.17 和 3.12，说明董事会的组织建设距离治理准则的要求还有一定的差距。董事会议次数平均为 7.5 次，董事会会议平均间隔时间为一个半月，与基本每个月一次的国际领先企业中最常见的董事会会议频率还有相当大的距离。监事会会议次数平均为 3.3 次，最多为 10 次。股东会议平均为 2.1 次，最多为 8 次。所有样本中二职合一为 126 家，占总数的 11.8%，与以前研究（白重恩等，2005）披露统计结果相比，已经有较大的改善。发生董事长变更和 CEO 变更的样本数分别为 114 个和 160 个。

受到篇幅限制，数据表格未在文中列出，感兴趣的读者可向作者索取。

2. 回归分析

在回归分析中, 依照通常的研究方法, 我们还引入了资产负债率 Leverage、企业规模 Size (企业总资产的对数值)、企业销售规模 Revenue (销售收入的对数) 和流通股比例 Ashare 作为控制变量。此外为了控制第一大股东的影 响, 我们还引入第一大股东持股比例 Top1 作为控制变量。表 1 列出了独立董事和内部治理机制之间的实证关系。表 2 是在表 1 的基础上, 引入独立董事分类变量的实证结果。回归结果依次说明如下:

表 1 以独立董事比例为核心解释变量的回归结果

因变量	模型方法	Intercept	IDProp	Top1	Leverage	Size	Revenue	Ashare
BoardSize	FixOne	15.86*** (2.92)	-7.73*** (-5.89)	-0.004*** (-2.80)	-0.326* (-1.93)	-0.311 (-1.12)	0.0800 (0.52)	0.6135 (0.58)
MboardSize	FixOne	5.2566** (1.93)	-1.76*** (-2.68)	-0.0010# (-1.44)	0.026182 (0.31)	-0.060 (-0.44)	-0.017 (-0.23)	-0.348 (-0.65)
Committee	Fuller	1.35486 (1.15)	1.9842** (2.13)	-0.00273 (-1.07)	-0.244** (-2.49)	0.1733* (1.91)	-0.094 (-1.36)	-0.694# (-1.57)
Committee4	Fuller	2.2666* (1.91)	1.6342* (1.76)	-0.00185 (-0.74)	-0.241** (-2.46)	0.1102 (1.21)	-0.073 (-1.05)	-0.637 (-1.44)
Act_Board	FixOne	-13.257 (-1.04)	7.499** (2.44)	0.0039 (1.17)	0.0468 (0.12)	0.7352 (1.13)	0.3583 (1.00)	-2.2725 (-0.91)
Act_Share	FixOne	4.06205 (0.72)	2.3559* (1.73)	0.00184 (1.23)	0.0258 (0.15)	-0.132 (-0.46)	0.1170 (0.74)	-2.9*** (-2.64)
OutPresdSor	Logistic	-3.2743 (1.45)	5.741** (6.01)	0.028*** (21.60)	0.2958 (0.82)	-0.1306 (0.37)	0.1560 (1.11)	1.1982 (1.37)
PresdCEOSor	Logistic	3.9510 (1.02)	-4.0139 (1.51)	0.00502 (0.36)	0.0323 (0.01)	-0.2028 (0.433)	0.1636 (0.57)	0.5859 (0.156)
OutCEOSor	Logistic	-3.8894 (1.01)	4.2314 (1.97)	0.037*** (14.05)	0.3268 (0.40)	-0.1333 (0.196)	0.1584 (0.60)	2.792** (3.09)
CEOPresdSor	Logistic	4.4442 (1.30)	-4.323 (1.79)	0.0215** (4.81)	0.1525 (0.09)	-0.384 (1.760)	0.3293* (2.89)	0.7677 (0.22)
Salary	Fuller	6.469*** (10.06)	0.925** (2.15)	0.0001 (0.21)	-0.12*** (-2.59)	0.13*** (2.85)	0.16*** (4.74)	-0.036 (-0.16)

注: 括号内为 t 值或 Z 值。***表示 0.01, **表示 0.05, *表示 0.10, #表示 0.015。

(1) 二职合一。将全体样本以混和截面数据的方式分成有独立董事和没有独立董事两组进行方差分析, 发现两组之间的二职合一概率并不存在显著差异。之后, 以二职合一为响应变量, 以独立董事比例为解释变量, 加入控制变量, 使用广义估计方程法 (GEE) 进行 Logistic 回归分析, 结果同样显示独立董事比例和二职合一之间也不存在显著的相关关系。这

二职合一、董事长变更、CEO 变更和监事会会议次数由于未通过显著性检验, 所以未在表格中列出。三种误差分析方法均适合时, 仅报告 FixOne 分析结果。Hausman 检验和 R-Square 也不在表格中报告, 另外方差分析结果也未报告。

个结果表明, 独立董事虽然对选举董事长和聘任总经理拥有投票表决权, 但实质上对董事会领导权结构的影响力是不充分的, 且基于国情, 公司最高层领导的人事任免权力还是牢牢地掌握在控股股东手里。

(2) 董事会和监事会规模。Hausman/F 检验表明, 三种模型均具有解释能力, 且无论是固定效应模型 (FixOne、FixTwo) 还是随机效应模型 (Fuller) 都显示独立董事比例和董事会规模之间在 0.01 水平上显著负相关。由于我们在描述性统计分析中, 发现我国上市公司董事会规模 (9.9 人) 大于合理董事规模的 7~9 人 (Lipton 和 Lorsch, 1992; 于东智等, 2004), 因此这个结果表明随着独立董事的增加了, 将使得董事会的规模趋向合理区间, 有利于决策效率的提高。

三种模型同样也都显示独立董事和监事会规模之间也存在 0.01 显著水平的负相关。由于独立董事和监事会部分职能重叠, 并且与监事会事后监督不同, 独立董事可以对决策过程进行监督, 有较强的替代作用。因此可以认为随着独立董事制度的完善, 监事会规模出现了一定程度的萎缩。

(3) 内设委员会总数和“四委”个数。在描述性统计结果的分析中, 我们发现董事会内设委员会个数 (无论是委员会总数还是“四委”个数) 和 2002 年版《上市公司治理准则》的推荐还有一定的差距, 而回归结果表明独立董事比例和委员会总数在 0.05 的显著水平上正相关, 和“四委”个数也在 0.1 水平上显著正相关。这十分有力地证实独立董事在促进了董事会内部组织建设上的正面作用。

(4) 传统“三会”的会议次数。和我们理论分析一致, 无论是何种误差分析方法都表明了董事会议次数 (Act_Board) 和独立董事比例有着显著的正相关关系, 其中固定效应模型为 0.05 显著水平, 随机效应模型显著水平为 0.01。以监事会议次数 (Act_mboard) 为被解释变量时, 独立董事比例和监事会议次数不存在显著相关关系。以股东会议次数 (Act_Share) 为被解释变量时, 两种固定效应模型都表明股东会议次数和独立董事比例之间存在着 0.1 水平上显著的正相关, 随机效应模型 (Fuller) 方法表明股东会议次数和独立董事比例之间也存在着微弱的正相关 (0.15 的置信水平)。本项结论明确显示了在独立董事加入之后, 作为上市公司内部治理重要机构的董事会和股东会的行动次数显著增多了, 治理水平相应地得到提高 (Lipton 和 Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Vafeas, 1999)。

(5) 董事长、CEO 变更。和 Dahya 等 (2002) 对英国公司, Weisbach 等 (1988) 对美国公司的研究结论不一致, 独立董事的比例和 CEO 变更不构成显著的关系, 也和董事长变更不存在显著关系。在董事长发生变更的样本中, 我们追踪了独立董事与继任者之间的关系, 我们发现独立董事比例较高的企业仍然倾向于从内部选拔董事长 (0.05 的显著水平), 并且对董事长和总经理的二职分离也没有显著作用。在总经理发生变更的样本中, 发现独立董事比例对继任者的来源 (内部或外部)、董事长和总经理二职分离都不存在显著关系。

连同我们对董事会领导权结构 (二职合一) 的实证分析, 这样的经验分析结果和当前中国证券市场的实际相符合, 与独立董事职责范围有关。就目前监管机构和投资者的要求而言, 独立董事的主要职权集中在防止关联交易、防止虚假财务信息、保护弱势投资者, 而不强势介入经营管理和人事安排, 甚至某种程度上独立董事的增加对应更多的内部董事长的现象可被控股股东视为董事会人事权力平衡的安排。

(6) 薪酬激励体系。独立董事比例与高管薪酬在 0.05 水平上显著正相关。与国外的上市公司相比, 我国上市公司高管的薪酬无论绝对值还是相对值通常都较低, 因此该结果表明

独立董事制度的建立确实优化了公司的薪酬激励体系。

对不同类型独立董事的进一步研究。在独立董事和因变量之间存在显著关系的模型中，我们进而根据独立董事的专业和工作背景，将独立董事分为学术型、法学型、财经型、企业型和政府型。并以其在董事会中的比例为解释变量考察不同背景独立董事的作用，结果列在表2中。

表2 以不同背景的独立董事比例为解释变量的回归结果

因变量	模型方法	Intercept	ScholarProp	FinanceProp	LawerProp	CorpProp	GovProp
BoardSize	FixOne	13.850** (2.55)	-5.191*** (-4.86)	-7.626*** (-5.88)	-5.241*** (-2.85)	-5.96*** (-4.26)	-8.99*** (-4.98)
MboardSize	FixOne	5.07817* (1.86)	-0.90987* (-1.69)	-1.507** (-2.31)	-1.27407 (-1.37)	-2.43*** (-3.46)	-1.759** (-1.93)
Committee	Fuller	1.39235 (1.19)	2.4806*** (3.00)	1.7974* (1.93)	1.8088# (1.55)	2.684*** (2.60)	1.2989 (0.99)
Committee4	Fuller	2.2792* (1.94)	2.214*** (2.68)	1.54913* (1.67)	1.51200 (1.30)	2.1894** (2.13)	1.085613 (0.83)
Act_Board	Fuller	1.213131 (0.44)	4.5595** (2.54)	5.7191*** (2.80)	2.232637 (0.86)	6.893*** (3.05)	1.833385 (0.64)
Act_Share	FixOne	6.018897 (1.06)	-0.3878 (-0.35)	2.4432* (1.80)	-0.58904 (-0.31)	-0.225 (-0.15)	0.798301 (0.42)
OutPresdSor	Logistic	-3.5163 (1.65)	7.818*** (10.56)	6.352*** (6.93)	5.5452* (3.24)	5.5845* (3.82)	6.2499# (2.54)
OutCEOSor	Logistic	-3.4267 (0.77)	5.8542* (3.43)	4.3727 (1.87)	4.7160 (1.32)	0.7319 (0.03)	5.2653 (0.78)
Salary	Fuller	6.631*** (10.47)	0.7265** (1.98)	0.3050 (0.72)	1.1412** (2.07)	0.3572 (0.77)	-1.170** (-1.97)
比例排序			1	2	4	3	5
影响力排序			1	3	4	2	5

注：比例排序来源于各类型独立董事占董事会比例的数据。影响力排序是作者根据参数估计量的显著水平进行的总体评估。括号内为t值或Z值。***表示0.01，**表示0.05，*表示0.10，#表示0.015。

我们发现所有类型的独立董事均非常有利于董事会规模变小，而相对其它类别的独立董事，企业背景的独立董事最有利于监事会规模变小。学术型独立董事和委员会个数及“四委”设立个数的正相关程度最高，在0.01显著水平上。在董事会议次数上，来自财经界的独立董事和董事会议次数的相关程度最高，也就是说具有财经背景的独立董事最能促进董事会议次数的增加。同样，股东会议次数上，也发现相同的结论。在董事长和总经理的继任者上，学术型和财经型的独立董事发挥的作用最大，但都是有利的从内部选拔继任者。有趣的是，在高管薪酬方面，学术型和具有法律背景的独立董事有助于薪酬的提高，而来源于政府的独立董事却和高管薪酬在0.05水平上负相关。

总体上可以认为，不同背景的独立董事的作用存在以下7个特点：(1) 所有类别的独立

董事都强烈倾向精简现有的董事会规模；(2) 学术型独立董事在其他方面也都具有一定或较大的影响，作用最为全面；(3) 财经型独立董事的作用较为集中在董事会议次数上，这和财经型独立董事在专业上的优势可能有关，因为随着企业的发展，董事会对公司的控制更多地体现在财务监控方面，而财务监控更多的是通过董事会议来进行；(4) 法学型独立董事的作用相对较弱。上市公司一般都建立比较完善的法律事务部门，并设有法律顾问一职，因此在董事会中对法学型的专业需求相对较弱；(5) 企业型独立董事的作用在各方面较强，但最为独特的是在监事会的规模上，只有它在 0.01 的水平上强烈负相关，这可能和这类别独立董事来源于企业，对监事会的实际运作较为了解，有着最为强烈的削减监事会倾向；(6) 相对而言，具有政府背景的独立董事对内部治理机制的建设作用最小，而且与其他类别的独立董事不同，来源于政府的独立董事倾向于减少高管薪酬；(7) 各类型独立董事比例排序和它们的影响力排序大体符合，只有财经型独立董事和企业型独立董事的位置互换，这也预示未来可以增加企业型独立董事。

四、结 语

研究结果表明，在内部治理组织结构方面，独立董事对董事会领导权结构的作用不明显，但能够显著减小董事会，使之趋于合理水平，并且十分有利于董事会的内部组织建设：无论是内设委员会总数，还是“四委”个数都和独立董事比例显著正相关。在内部治理机制的运作方面，独立董事对董事长变更和 CEO 变更都没有明显作用，在这两种的继任者选择方面上除倾向选择内部人董事长外的作用也不明显。独立董事比例较高的董事会会议次数非常显著地增加了，并且这些样本的股东会议次数频率也明显提高，此外，独立董事比例和高管薪酬之间也存在显著正相关关系，这些发现证实了独立董事在内部治理机制中除高层人事权外在其他方面的积极作用。独立董事在高层变更、继任者选择上影响力较弱，结合证监会赋予独立董事在防止关联交易、聘请会计师事务所、审计师事务所三个问题上的特权，可以发现目前我国独立董事职权过于局限，对公司的高层人事政策缺乏影响力。其政策含义在于有必要把独立董事的主要关注范围从投资者保护延伸到对其他重大决策的积极参与。

在对独立董事的背景来源进行分类后，本文发现来源于知识界的学术型独立董事对内部治理机制具有较大的影响，作用最为全面；企业型独立董事的作用在各方面也较强，并有着最为强烈的削减监事会倾向，这个发现对未来公司治理发展有一定的启示作用；随着企业的发展，董事会对公司的控制更多地体现在财务监控方面，财经型独立董事由于专业上的优势，作用较为集中在董事会议次数上，通过影响董事会议事次数来增强董事会的控制监督水平；上市公司一般都建立比较完善的法律事务部门，并设有法律顾问职位，因此法律型独立董事的作用相对均较弱；相对而言，具有政府背景的独立董事对内部治理机制的建设作用最小。我们还发现学术型独立董事的比例最大，次之是财经型独立董事，最小的是政府型独立董事。这个比例次序大体和它们发挥的影响力次序符合。只有财经型独立董事和企业型独立董事的位置互换，这也预示未来可以增加来自企业或者拥有企业工作背景的独立董事。

参 考 文 献

[1] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜：《中国上市公司治理结构的实证研究》[J]，《经济研究》2005 年第 2 期。

- [2] 龚玉迟:《高层更换与公司业绩》[J],《经济研究》2001年第12期。
- [3] 谷祺、于东智:《公司治理、董事会行为与经营绩效》[J],《财经问题研究》2001年第1期
- [4] 李常青、赖建清:《我国上市公司董事会有效性的实证研究》[J],《上证研究》2004年第3辑。
- [5] 于东智、池国华:《董事会规模、稳定性与公司绩效:理论与经验分析》[J],《经济研究》2004年第4期。
- [6] A. Anderson, N. Anthony, *The New Corporate Directors: Insights for Board Members and Executives* [M], New York: John Wiley Sons, 1986.
- [7] Bai, C., Q. Liu, J. Lu, M. Song, and J. Zhang, *Corporate Governance and Market Valuation in China* [J], *Journal of Comparative Economics*. 2004, 32: 599 ~ 616.
- [8] Baysinger, Barry and Robert E. Hoskisson, *The Composition of the Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy* [J], *Academy of Management Review*. 1990, 15: 72 ~ 87.
- [9] Biao Xie, Davidson, W. N. Peter. J. DaDalt, *Earning Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee* [J], *Journal of Corporate Finance*, 2003, 9: 295 ~ 315
- [10] Carline, N. F., S. C. Linn, and P. K. Yadav, *The Influence of Managerial Ownership on the Real Gains in Corporate Mergers and Market Revaluation of Merger Partners: Empirical Evidence*, Working Paper, 2002.
- [11] Cotter, J.; Shivdasani, A.; and Zenner, M., *Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?* [J], *Journal of Financial Economics*. 1997. 43 (February): 195 ~ 218.
- [12] Dahya, J., J. J. McConnell, and N. Travlos, *The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover* [J], *Journal of Finance*. 2002, 57: 461 ~ 483.
- [13] Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. T. Wells, *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms* [J], *Journal of Financial Economics*. 1998, 48, 35 ~ 54.
- [14] Fama, E., and Jensen, M., *Separation of ownership and control* [J], *Journal of Law and Economics*. 1983. 26 (June): 301 ~ 25.
- [15] Goyal, Vidhan K., and Chul W. Park, *Board leadership structure and CEO turnover* [J], *Journal of Corporate Finance* 2002, 8, 49 ~ 66.
- [16] Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach, *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature* [J], *FRBNY Economic Policy Review*, 2003, 4: 7 ~ 26.
- [17] Jensen, Michael C., *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems* [J], *Journal of Finance*, 1993, 48: 831 ~ 880.
- [18] Jensen MC, Warner J B., *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders and Directors* [J], *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 3 ~ 24.
- [19] Kang, J. and A. Shivdasani, *Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan* [J], *Journal of Financial Economics*, 1995, 38: 29 ~ 58.
- [20] Lee, Y., S. Rosenstein, and J. Wyatt, *The Value of Financial Outside Directors on Corporate Boards* [J], *International Review of Economics and Finance*, 1999, 8: 421 ~ 31.
- [21] M. Lipton and J. Lorsch, *A modest proposal for improved corporate governance* [J], *Business Lawyer*, 1992, 1: 19 ~ 36.
- [22] Suchard, J., M. Singh, and R. Barr., *The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms* [J], *Pacific Basin Finance Journal* 2001: 9: 1 ~ 27.
- [23] Vafeas, N., *Board Meeting Frequency and Firm Performance* [J], *Journal of Financial Economics* 1999, 53: 113 ~ 42.
- [24] Weisbach, M., *Outside Directors and CEO Turnover* [J], *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 431 ~ 460.

(责任编辑: 彭 战; 校对: 曹 宇)