

公司董事会特征与绩效研究综述

赖建清¹, 李常青¹, 谢志锋²

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 厦门海沧投资公司, 福建 厦门 361005)

摘 要: 本文系统地回顾了国内外有关董事会特征与公司绩效之间关系的理论和实证研究成果。董事会特征主要包括董事会规模、董事会构成、董事会会议频率和董事会领导结构。迄今的研究成果在一定程度上支持了小规模董事会的作用, 却无法确定外部董事是否能提高公司的绩效。董事会会议是一种企业的被动行为, 高频率的董事会会议可能是对公司业绩下滑的一种反应。虽然许多团体大力提倡两职分离, 但是两职分离能否提高公司绩效仍是个未知数。

关键词: 董事会; 公司绩效; 综述

中图分类号: F270 文献标识码: A 文章编号: 1005-0892 (2004) 08-0074-04

董事会作为公司治理结构的重要组成部分, 一直就是国内外财务界的研究焦点。在我国, 因为社会主义市场经济历史较短, 原有计划经济的影响力仍然残存, 董事会作为一种新型的治理机制仍然没有发挥其应有的作用。董事会独立性较低、董事会职能不清以及董事会作用微弱都是我国许多公司存在的问题。我国政府监管部门也先后多次发文敦促上市公司改善治理结构^①。事实上, 我国有关这方面的研究也正方兴未艾。本文主要回顾了国内外有关董事会特征与公司绩效^②之间关系的研究成果, 尤其是在实证研究方面的成果, 以期政府有关政策制定、公司治理改善提供一定的参考依据。

一、董事会的作用

董事会已经存在了几百年, 但是关于它的作用仍然众说纷纭。首先, 从法律的角度, 法律赋予董事会相应的权力以履行自身的职责。虽然董事会并不参与公司的日常经营活动, 但是代表股东选聘、评价、监督和解雇公司的 CEO, 同时向公司高层管理人员提供必要的咨询。因此, 董事会似乎是一种依赖于法律的企业内部正式组织。Hermalin 和 Weisbach (2001) 则认为, 董事会相关的法律出现之前就存在于不同的国家和不同的组织中, 因此法律并不能完全解释董事会的作用。其次, 社会学家则从社会学和组织理论的角度提出了资源依赖理论, 指出董事会是公司外界环境的信息桥梁, 董事们凭借他们在社会或行业内的声誉帮助公司获得必要的资源, 或者说董事会的作用是减少公司外部环境的不确定性。但是, Zahra 和 Pearce (1989) 认为这一观点并没有明确说明董事会的决策过程, 同时也忽视了董事会

适应环境的动态性。最后, 财务学家则强调了董事会的监督职能。Jensen 和 Meckling (1976) 提出公司所有权和控制权的分离将导致代理问题, 由于信息的不完全和不对称, 拥有信息优势的代理人存在潜在的机会主义行为, 因此公司必须建立健全的监督机制以防止机会主义行为, 减少代理成本。董事会就是公司最重要的内部监督机制, 对公司的运作负有最终责任。Hermalin 和 Weisbach (2001) 也明确指出, 董事会是解决公司代理问题的均衡解。因此, 财务学的主流观点认为董事会是市场经济的一种低成本监督机制, 目的是股东利益最大化。Zahra 和 Pearce (1989)^③总结了以上三个领域的研究成果, 指出董事会主要有三种职能: 控制职能、战略职能和资源依赖职能。

二、董事会规模与公司绩效

上世纪九十年代以前, 许多研究支持大规模董事会, 认为大规模董事会提供了多角度的决策咨询, 帮助企业获得必要的资源, 建立企业良好的外在形象, 降低 CEO 控制董事会的可能性。另外, 大规模董事会可以避免任人唯亲, 聘任有能力的外部董事领导公司。但是, Lipton 和 Lorsch (1992) 的研究指出了大规模董事会的弊病: 虽然董事会的监督能力随着董事数量的增加而提高, 但是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。或者说, 董事数量增加带来的利益并不能抵消由此引起的决策迟疑和拖拉等问题的成本。1993 年 Jensen 也指出, 董事之间的“相互仇视和报复”可能削弱董事会对 CEO 的监督和评价作用, 当董事数量超过七个或八个时, 董事会就不能发挥应有作用并易于受 CEO

收稿日期: 2004-06-22

作者简介: 赖建清, 厦门大学管理学院博士生, 主要研究方向为企业财务管理; 李常青, 厦门大学管理学院副教授, 主要研究方向为企业经营管理; 谢志锋, 厦门海沧投资公司企管部, 主要研究方向为企业管理。

控制。Yermack (1996) 采用美国《财富》500 强公司作为研究样本, 在控制了其它变量的条件下, 发现公司 Tobin Q 值与董事会规模负相关。Eisenberg 等 (1998) 采用了芬兰中小公司作为研究样本, 再次证实了 Yermack (1996) 的结果, 即 Tobin Q 值与公司董事会规模负相关。同样, Jeff (1997) 采用美国农村电力合作社 (Rural electric cooperative industry) 作为样本, 也得到了相似结果。但是, Bhagat 和 Black (1998) 则发现董事会规模与公司绩效之间的关系取决于绩效指标的选取, 采用不同的绩效指标可能获得不同的结论。

一些学者则从其它角度研究了小规模董事会的治理效率问题。Gertner 和 Kaplan (1996) 研究了被杠杆收购下市后又再次公开发行的公司 (Reverse-leveraged buyouts) 的董事会。Gertner 认为这类公司更可能选择“价值最大化”的董事会, 研究结果表明这些公司更倾向于小规模董事会。Wu (2000) 考察了 1991 年至 1995 期间美国上市公司董事会规模的变动状况, 她发现董事会的规模逐渐缩小。事实上, 上世纪末越来越多的美国公司开始缩小董事会规模以提高公司绩效, 如通用汽车公司、IBM 和时代华纳等。总结目前的研究结果, 目前理论界和市场人士似乎更青睐小规模董事会。

在我国资本市场, 孙永祥和章融 (2000) 以 1998 年上海证券交易所与深圳证券交易所 517 家 A 股上市公司作为研究样本, 发现我国上市公司的董事会规模与公司绩效^④负相关, 即董事会规模越小公司绩效越佳。沈艺峰和张俊生 (2002) 也发现 PT 公司和 ST 公司的董事会规模偏大。另外, 何卫东和张嘉颖 (2002) 证实董事会规模与公司绩效负相关。

三、董事会构成与公司绩效

在过去三十年, 美国大型公司的董事会构成发生了巨大的变化。上世纪六十年代, 大部分公司的董事会成员是公司高层管理人员, 时至今日大部分公司董事会席位已被外部董事所占据。1997 年一项对美国标准普尔 500 家公司的调查表明, 56% 公司的董事会仅有一个或两个内部董事。事实上, 学术界讨论最多的问题也是董事会构成是否影响公司的绩效。

(一) 外部董事与公司绩效

代理理论认同外部董事的重要性, 认为外部董事可以提高董事会决策的独立性、客观性和专业性, 也在一定程度上代表了企业的多方利益相关者的利益。Daily 和 Dalton (1993) 指出, 外部董事有利于董事会履行其职责: 一方面, 外部董事可以提供多角度、多领域的建议, 协助管理层规划和执行公司发展战略; 另一方面, 外部

董事作为公司与外界环境连接的桥梁, 能够凭借其声誉帮助公司获得必要的发展资源。但是, 以上观点也遭到另一些学者的质疑, 他们认为外部董事缺乏足够时间和专业技能履行职责。此外, Geneen (1984) 和 Vance (1983)^⑤也分别指出, 外部董事的任命权被公司 CEO 所控制, 并且外部董事的决策信息也来自于内部董事, 因此外部董事决策的独立性和客观性值得怀疑。Bhagat 和 Black (1999) 系统地分析了独立董事与公司各种重大决策之间的关系, 指出独立董事并不能提高公司的决策效率。

西方学者采用了各种不同方法检验了外部董事与公司绩效之间的关系。首先, Hermalin 和 Weisbach (1991), Mehran (1995), Klein (1998), Bhagat 和 Black (2000) 采用截面数据都证实会计指标与外部董事比例并无显著关系; 其次, 因为 Tobin Q 值在一定程度上反映了公司的无形资产, 例如公司治理结构的“附加价值”, Hermalin 和 Weisbach (1991), Bhagat 和 Black (2000) 也采用 Tobin Q 值衡量公司绩效, 同样发现 Tobin Q 值与外部董事比例不存在显著的关系。再次, Bhagat 和 Black (2000) 研究了董事会构成与公司长期绩效指标之间的关系, 证实董事会构成与公司绩效不存在显著关系。最后, 考虑到董事会构成可能是个内生变量, Hermalin 和 Weisbach (1991), Bhagat 和 Black (2000) 分别运用了联立方程纠正可能存在的内生性问题, 证实董事会构成与公司绩效似乎仍不存在显著关系。一些来自其它新兴市场的研究, 如 Mak 和 Li (2001) 也证实新加坡上市公司的董事会构成与公司绩效无关。然而, 在 MacAvoy 和 Millstein (1999)^⑥富有争议的研究中, 发现董事会的 CalPERS^⑦等级 (CalPERS' grading of board procedure)——一项由 CalPERS 提出的董事会独立性指标——与公司会计绩效指标呈正相关。也许最能够支持外部董事重要性的文章是 Rosenstein 和 Wyatt (1990) 的研究。Rosenstein 和 Wyatt (1990) 采用事件研究检验了宣告任命外部董事的市场反应, 发现任命外部董事将使股价显著上升 0.2%。

(二) 内部董事与公司绩效

CEO 以外的内部董事都是 CEO 的下属, 所以他们的独立性遭到质疑也就无可厚非。任命内部董事常常被看作是一种“管理者防御” (management entrenchment) 行为, 目的是为了巩固 CEO 的地位。然而, 代理理论也提倡董事会应包含若干内部董事, 因为内部董事是董事会的重要信息来源。一方面, 内部董事参与公司日常管理, 了解公司经营状况, 因此能够提高董事会的决策效率; 另一方面, 内部董事可以减少外部董事与 CEO 之间

的信息不对称,从而使董事会能更有效地监督和评价CEO的工作。Rosenstein和Wyatt(1990)承认,虽然任命外部董事将产生正收益率,但是我们无法就此推论出外部董事比内部董事更重要。继而这两位学者在1997年的另一篇文章又指出,如果公司调整董事会构成是为了适应市场环境,那么任命内部董事就有可能增加公司价值。Rosentstein和Wyatt(1997)采用事件研究法检验宣告任命内部董事的市场反应,结果发现:内部董事持股比例小于5%时,任命内部董事将产生显著的负超常收益;内部董事持股比例介于5%和25%之间时,任命内部董事将产生显著的正超常收益;内部董事持股比例超过25%时,任命内部董事对股价并无显著影响。这一结论似乎说明任命内部董事既要支付成本又可以获得利益。

一些学者则调合了以上两种观点,如Wagner和Stimpert(1998)、Hermalin和Weisbach(1991),认为内部董事和外部董事各有优缺点。总而言之,迄今西方学术界似乎仍然无法确定董事会构成是否影响公司绩效。

与西方财务界相比,我国关于董事会构成与公司绩效之间关系的研究深度和广度都略显得不足。虽然我国市场监管部门和各界有志之士大力提倡独立董事制度,但是至今的实证研究成果基本一致,即外部董事比例或非执行董事比例与公司绩效似乎不存在显著关系。李有根等(2001)将上市公司的董事会成员分为内部董事、法人代表董事、专家董事和专务董事,研究发现法人代表董事比例和公司净资产收益率之间具有显著的倒“U”型关系,但是内部董事比例、专家董事比例、专务董事比例和公司绩效之间不存在稳定的关系。何卫东和张嘉颖(2002)证实非执行董事比例、董事会领导结构不影响公司的Tonbin Q值。高明华和马守莉(2002)发现上市公司独立董事比例与绩效无关。此外,王小娥和赵守国(2002)也认为我国上市公司董事会构成与公司绩效无关。沈艺峰和张俊生(2002)发现,陷入财务困境的上市公司的董事会构成与正常公司则有所不同,PT公司外部董事比例逐年下降,ST公司董事会构成变化不定。胡勤勤和沈艺峰(2002)考察了截至2000年底已建立独立董事制度的46家上市公司,同时检验了累计超常收益、托宾Q值与独立董事比例之间的关系,发现独立董事比例并不影响公司业绩。

四、董事会会议频率与公司绩效

Lipton和Lorsch(1992)指出,足够的工作时间是董事履行监督职能的基本条件之一,因此他们建议董事会每两个月至少应该开一次会,每次会议时间至少应该有一个工作日,董事会会议越频繁,董事们也就越乐于

履行那些与股东利益相一致的职责。与此针锋相对,Jensen(1993)认为,董事会会议往往不过是走走形式,董事会会议的大部分时间往往只是讨论公司的日常事务,实际上并没有花费多少时间评价公司管理层的表现,因此董事会会议还不如少开。

为了验证以上两个观点,Vafeas(1999)研究了董事会会议频率与公司绩效之间的关系,检验结果表明董事会会议频率与公司绩效之间似乎存在着一种反向关系。Vafeas指出,董事会会议不是一种主动行为,而是一种被动行为,高频率的董事会会议可能是对公司业绩下滑的一种反应。也就是说,该实证结果支持了Jensen(1993)的观点。

谷祺和于东智(2001)发现我国上市公司在绩效下降之后董事会的会议通常将增加,在董事会非正常会议频率较高的年度及以后年度公司的经营绩效会得到微弱的改进。

五、董事会领导结构与公司绩效

关于董事会的另一个争论焦点便是董事会的领导结构,即CEO是否应该兼任董事会主席。1993年Jensen在美国财务协会的致词中建议公司采纳二元的董事会领导结构,即两职应该分离。美国的股东协会和几个公共养老基金大力提倡董事会改革,其中也包括由不同人分别担任CEO和董事会主席,一元的领导结构将导致“CEO批改自己的家庭作业”。Pi和Timme(1993)的实证结果支持了该观点,即两职分离将提高公司绩效。但是,Brickley等(1997)则驳斥了该观点。令人奇怪的是,《财富》前1000公司和前300非制造业公司中,超过70%的公司采用一元的领导结构,即CEO兼任董事会主席。

吴淑琨(2002)比较系统地研究我国上市公司的领导结构问题,以ROA作为公司绩效指标,发现两职合一将降低公司绩效,但缺乏显著性。于东智和谷立日(2002)的研究结构则认为董事会领导结构与公司绩效并不存在显著的相关关系。

六、研究我国董事会特征与公司绩效之间关系必须考虑的若干问题

我们企业的制度环境、市场环境与西方发达国家都存在一定区别,因此这方面的研究必须注意到我国特有的一些国情。

第一,2001年8月16日,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》,要求在2002年6月30日前上市公司董事会成员中应当至少包

括 2 名独立董事，在 2003 年 6 月 30 日前上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。事实上，许多上市公司在 2001 年之后才逐渐建立独立董事制度，因此考虑政策因素对上市公司的董事会构成的影响是非常必要的。

第二，公司绩效指标的选取一直就是实证研究的一个难题，在我国该问题尤为突出。一方面，上市公司盈余管理现象严重，导致会计指标（如净资产收益率）失真；另一方面，我国证券市场仍然很不完善，市场的有效性令人质疑，因此采用市场指标（如市盈率）也可能有失偏颇。那么，较好的方法也许是同时采用多个绩效指标，或者采用一个较为综合的、包含较多信息的绩效指标。

第三，我国上市公司的股本结构与美国同行存在很大差别。与美国上市公司分散的股权不同，我国上市公司仅有 1/3 的股份可流通，其余 2/3 的非流通股份主要掌握在国有或国有法人股股东手中。按照 Daqing Qi 等 (2000) 的研究成果，上市公司特有的股本结构是一个影响公司绩效的关键因素之一，因此如何衡量并消除其影响也是学者必须考虑的一个问题。

第四，如何衡量我国上市公司的董事会构成也是学者必须注意的一个问题。李有根等 (2001) 将上市公司的董事会成员分为内部董事、法人代表董事、专家董事和专务董事；何卫东和张嘉颖 (2002) 将上市公司的董事区分为执行董事和非执行董事；Firth 等 (2002) 则将上市公司的董事分为领薪董事和不领薪董事。为了便于对相关的研究进行比较，作者建议采用一个较为客观和权威的董事会构成指标，如独立董事的比例。

最后，与其它的经济难题一样，变量的内生性和逆向因果关系也可能影响研究结果。

注 释：

①孙永祥和章融 (2000) 采用 ROE、总资产收益率和 Tobin Q 值作为公司绩效指标。

②引自 Zahra 和 Pearce (1989)，"Boards of Directors and Corporate Financial Performance—a Review and Integrative model. *Journal of Management*, Vol. 15, No. 2, 291-334.

③引自 Hermalin and Weisbach (2002)，"Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature"，FRBNY Economic Policy Review, forthcoming.

④CalPERS 指芝加哥公务员退休基金。董事会特征与公司绩效：一个研究成果回顾

[1] 高明华，马守莉. 独立董事制度与公司绩效关系的实证分析 [J]. *南开经济研究*, 2002, (2).

[2] 何卫东，张嘉颖. 所有权结构、资本结构、董事会治理与公司价值 [J]. *南开管理评论*, 2002, (2).

[3] 胡勤勤，沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩 [J]. *世界经济*, 2002, (7).

[4] 赖建清，李常青. 董事会特征影响公司绩效吗？[J]. *金融研究*, 2004, (5).

[5] 李有根，赵西萍，李怀祖. 上市公司的董事会构成和公司绩效研究 [J]. *中国工业经济*, 2001, (5).

[6] 沈艺峰，张俊生. ST 公司董事会治理失败若干成因分析 [J]. *证券市场导刊*, 2002, (3).

[7] 孙永祥，章融. 董事会规模、公司治理与绩效 [J]. *企业经济*, 2000, (10).

[8] 王小娥，赵守国. 上市公司董事会结构的实证分析 [J]. *西北大学学报 (哲学社会科学版)*, 2002 (1).

[9] Bhagat, S., and B. Black., (1999), "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance." *Business Lawyer* 54: 921-63.

[10] Bhagat, S., and B. Black, (2000), "Board Independence and Long-Term Firm Performance." University of Colorado, working paper.

[11] Daqing Qi, Woody Wu and Hua Zhang, "Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies", *Pacific-Basin Finance Journal* 8 (2000) 587-610.

[12] Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells., (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms." *Journal of Financial Economics* 48: 35-54.

[13] Gertner, R., and S. Kaplan., (1996), "The Value-Maximizing Board." University of Chicago working paper.

[14] Hermalin, B., and M. Weisbach, (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management* 20, no. 4: 101-12.

[15] Hermalin, B., and M. Weisbach, (2002), "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature", FRBNY Economic Policy Review, forthcoming.

[16] Huther J., (1997), "An empirical test of the effect of board size on firm efficiency", *Economics Letters* 54: 259-264.

[17] James A. Brickley, Jeffrey L. and Coles, Gregg Jarrell, "Leadship structure: seperating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance* 3 (1997) 189-220.

[18] Jensen, M. and Meckling W., (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3 305-360.

责任编辑：齐 民

参考文献：