

外籍董事对上市公司违规行为的抑制效应研究

杜兴强,熊浩

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

摘 要:对中国上市公司而言,尽管董事会治理结构的普适性立法已移植到位,但治理能力明显偏低,公司的违规行为依旧层出不穷。早年建立的价值理念和思维逻辑可成为中国外籍董事的优势之源,外籍董事的引入将有可能增加董事会的独立性与客观性,提高监督效力,从而减少公司的违规行为。基于中国的制度环境和人情文化,以 2004—2013 年上市公司为样本,可从监督效用视角考察外籍董事对公司违规行为(发生概率和严重程度)的影响。研究发现,聘用外籍董事能够显著减少公司的违规行为,且二者之间的关系随着公司上市年限的增加而减弱,反之亦然。此外,根据国籍信息将外籍董事区分为强、弱两种监管类型,发现聘用强监管型外籍董事可显著减少公司的违规行为,聘用弱监管型外籍董事则与公司的违规行为无显著关系。

关键词:外籍董事;制度环境;人情文化;违规行为

中图分类号:F230 **文献标识码:**A **文章编号:**0438-0460(2018)01-0065-13

一、引言

随着经济全球化和劳动力市场国际化进程的不断加深,越来越多的中国上市公司开始放眼海外,从他国物色理想的外籍董事。多元化的人员结构不仅有助于拓宽董事会处理问题的视野,还能够帮助企业获得成功运营所需的关键资源(Erhardt et al., 2003; Carter et al., 2003)。Masulis 等(2012)以美国制度文化为研究背景,发现与本土董事相比,外籍董事在资源获取上既有优势也有劣势。优势主要集中于对自己本国社会资源的掌握,能够为公司拓展海外业务提供独到的咨询服务;劣势则主要体现于对公司所在国信息资源的获取不足,未能有效履行监督职能。然而,外籍董事的功能价值并不局限于早年教育、工作经历所积累的社会资源,还应囊括在自己本国制度文化下所形成的价值理念和思维逻辑。基于中国制度文化的特殊性,由发达国家上市公司情境进行研究所得出的结论对中国情境的适用度是否有限,外籍董事的功能价值是否会产生出新的内涵?

公司招募外籍董事是权衡相应成本与收益后的理性选择(Demsetz and Lehn, 1985)。研究表明,出生地为发达国家的外籍董事更容易获得上市公司的青睐和注意,例如美国上市公司所聘任的外籍独立董事绝大多数是来自英国、加拿大、德国(Masulis et al., 2012)。然而,以发达国家为研究背景,公司所在国的制度文化与外籍董事来源国相近。外籍董事与本土董事的价值理念和思维逻

收稿日期:2017-08-11

基金项目:国家自然科学基金重大项目“制度改革、非正式制度因素与会计审计行为”(71790602);国家自然科学基金项目“宗教、外部监督与审计质量:数据挖掘与经验证据”(71572162);教育部人文社科基地重大项目“文化影响、会计信息质量与审计行为”(16JJD790032)

作者简介:杜兴强,男,山西芮城人,厦门大学管理学院教授、博士生导师,管理学博士;熊浩,男,湖北武汉人,厦门大学管理学院博士研究生。

辑趋于一致,其功能价值更多的是依赖自己掌握的社会资源,为公司提供独到的咨询服务。与之不同的是,发展中国家的制度环境在世界排名序列中处于中下位次,远不及发达国家,公司治理严重制约着公司的成长和发展(Gul et al., 2010; Tong and Junarsin, 2013)。

对中国上市公司而言,尽管董事会治理结构的普适性立法已移植到位,但治理能力明显偏低,公司的违规行为依旧层出不穷(李维安, 2011)。这一现实也得到了蔡志岳等(2007)实证结果的支持,标准范式下的董事会结构并未有效抑制公司的违规行为。朱羿锜(2015)则明确指出,董事会治理是理性因素和非理性因素综合作用的结果,忽略非理性因素对董事会运营的影响,将无法揭示出董事会内部主体间微妙而复杂的互动关系。置身于中国这个典型的情理社会,本土董事往往会不自觉地认人、认情、认面子,置公司利益和股东利益于不顾(朱羿锜, 2010)。即使他们早已洞悉到公司管理层或控股股东的自利行为,也会迫于“人情”压力选择缄默(陆瑶等, 2014; 孙亮等, 2014)。由于每种文化都是独特的结构情境,个体对人际关系的理解不尽相同,处理社会关系的方式也会有所差异。通常认为,西方的人际关系是以自我为中心、依自我揭露的多寡确定关系深浅度的“楔形模型”(Altman and Taylor, 1973),中国则是亲属或社会关系确定关系亲疏远近的“差序格局”(费孝通, 2012)。在具体的经济契约的制定和执行中,西方人可不受到人际关系的干扰,较中国人更加注重公平(彭泗清, 1999)。此外,来自他国的外籍董事,既有的人际关系主要集中于自己的出生国,交往中新建关系又需经历一个漫长的过程,这在一定程度上让其天然地避开了人情的干扰(Giannetti et al., 2015; Wong and Chan, 1999)。依此推论,早年建立的价值理念和思维逻辑可成为中国外籍董事的优势之源,外籍董事的引入将有可能增加董事会的独立性与客观性,提高监督效力,从而减少公司的违规行为。

本文以2004—2013年中国上市公司为研究样本,考察了外籍董事对上市公司违规行为(包括违规概率与违规严重程度)的影响。研究发现,外籍董事与公司违规行为显著负相关,表明外籍董事的引入能够提高董事会的监督效力,减少公司的违规行为。另外,外籍董事与公司违规行为的负相关关系被公司年限负向调节,揭示出中国特殊的制度安排和变迁对外籍董事效用的影响。进一步,本文根据外籍董事的国籍信息将其区分为强弱两种监管类型,发现强监管型外籍董事与公司违规行为显著负相关,弱监管型外籍董事与公司违规行为无显著关系。本文的贡献在于:第一,本文首次分析了外籍董事对公司违规行为的影响,从而为来源于不同制度文化环境的董事会成员具有不同的经济后果提供了重要的经验证据。第二,本文发掘了公司上市年限对公司违规的影响,且进一步分析了公司上市年限与外籍董事对公司违规的替代效应。第三,本文发现来源国不同的外籍董事对公司违规的影响,揭示出外籍董事的监督效用的强弱能够带来不同经济后果。

二、理论分析与研究假设

(一) 外籍董事引入对公司违规行为的影响

董事会的主要职责在于管理制定政策、监督管理者和为公司提供资源,兼具咨询与监督的双重角色(Bainbridge, 2002)。鉴于此,董事国籍特征的研究也应囊括咨询和监督两个方面。Masulis等(2012)以美国上市公司为研究样本,发现外籍董事较本土董事的优势在于熟悉国际市场的运作规则和对自已本国社会资源的掌握,劣势在于不熟悉上市公司所在地的法律制度、监管环境、治理标准和管理文化,信息资源获取途径有限。然而,这是基于完善的制度环境和董事会自身建设较为成熟的条件展开的。对于资本市场不太成熟、外部治理环境不完善、公司治理水平偏低的中国而言,忽略中国特殊的制度文化环境来诠释外籍董事的功能价值可能过于片面(Du et al., 2017)。

按照理性“经济人”的假设,董事即使是面对涉及其他董事和高管同僚的决策事项,亦应以公

司和股东的合法利益至上。有趣的是,在对公司违规行为的研究中,特征相同的董事会结构在不同制度文化中的治理效用迥然不同。例如,Uzun等(2004)以美国上市公司为研究样本,发现董事会的外部董事比例与公司违规行为显著负相关,审计委员会的设立也能显著降低公司违规的概率。蔡志岳等(2007)基于中国的制度文化背景,却发现独立董事比例、审计委员会的设立并不能对公司违规行为起到显著的解释作用。对此,朱羿锟(2015)认为董事会治理效用的研究不能简单地以董事会结构为基础,应当关注到董事会运营过程中非理性因素的影响。大量的神经经济学实验和现场实验已表明,大脑会优先启动能量耗费较少的反射(直觉)系统,而不是需要更多能量的思维(分析)系统,个人的殉情决策属于大脑的生物本能(朱羿锟,2010)。现实生活中,个人行为有时是经过深思熟虑的,有时则是无意识、潜意识状态所激发的非理性行为,因此决策是理性与情感共同作用的结果。由于个人所需注意及判断的事情太多,若某些事情可以不必自己亲事亲为,而又不会导致严重的错误,个人会自然地优先选择那些可以帮助其简化生活的方法,无意识地遵循惯例、经验、文化中约定俗成的规范及指引(费多益,2012)。这也使得对外籍董事功能价值的探讨需从制度文化(Du et al., 2017)和资源依赖(Masulis et al., 2012)两个视角展开。

(1) 制度文化视角

既有社会学领域的研究表明,个人行为 and 思维都会因制度文化的不同而有所差异。其中,得到共识的是,中国属于“集体主义”文化,个人的社会行为基础是“情境取向”“社会取向”或“关系取向”,人际关系是以亲属或社会关系确定关系亲疏远近的“差序格局”(费孝通,2012);西方则是“个人主义文化”,个人的社会行为基础是“自我取向”,人际关系是自我为中心,依据自我揭露的多寡确定关系深浅度的“楔形模型”(Altman and Taylor, 1973)。正因如此,来自他国的外籍董事对人际关系的理解、处理社会关系的方式将不同于中国的本土董事。根植于教育、家庭、政治及经济体系之中的规范不仅会鼓励个人偏好某些交往法则,还会限制他们对另一些交往法则的采用。在人际交往过程中,个人对人情的重视程度,可视为人格特质的一部分,是他在长久的社会化历程中逐渐内化而形成。若个人成长的制度文化注重“人情法则”,他会比较重视人情关系,具体到各项事务时,倾向于对人不对事。反之,若个人成长的制度文化注重“公平法则”,他倾向于不理睬人情包袱,为人处世注重对事不对人。并且,一旦早期建立的待人标准内化成人格特质后,个人就可从根本上规避“人情”“面子”的干扰(黄光国,1985)。当面对法律和道德事件时,那些在强调公平的制度文化下成长起来的个人,更倾向于一视同仁(李美枝,1993)。此外,在交往中新建关系通常需要历经试探、考验、结队和信任四个阶段,短期难以实现(Wong and Chan, 1999)。而外籍董事的非个人互动因素形成的既有关系主要集中于自己的出生国。这些都使得外籍董事可避免人情干扰,陷入人情困境的尴尬,从而保持自身的客观性和独立性。

由于人格的稳定性,个人在不同情形中表现出的行为的风格或性质具有一定相似性(Allport, 1966; Epstein, 1979)。外籍董事早期在自己本国所形成的态度、信仰和信息处理行为的风格,都会在当前的日常工作中得以延续。也就是说,外籍董事可视为制度文化传递的承载者,他们在其本国制度文化环境的影响下所形成的法律责任意识,会在不知不觉中融入到个人的价值判断,即便受聘为中国公司董事,外部环境发生变化,这种判断与权衡仍会体现在当前的工作与事务处理中。本文以2014年世界银行的监管环境调查报告为统计分析基础,发现不论是总指数——营商环境总指数,还是投资者保护和董事责任程度等分指数,中国上市公司所招募的外籍董事绝大多数是来自指数都高于中国的国家。依此推论,相对于本土董事,外籍董事主观意识上会更加注重对中小投资者权益的维护和董事责任的履行,进而减少公司违规行为发生。

此外,董事的外籍特征属于拥有卓越才能的一种外在标识,大多外籍董事都具有较丰富的行业背景,尤其是来自发达国家的外籍董事。引入外籍董事是迅速提升公司治理水平的一条重要渠道。

一方面,是因为外籍董事可作为先进管理知识的载体或转移的承担者,能够为就职的公司直接带来个人的公司治理理念和经验;另一方面,是因为外籍董事可充当先进公司传递治理理念的促进者,凭借其管理地位及丰富的行业背景,以非正式身份充当董事会内部的学习通道,促进先进的治理理念在董事会内部传播(Oxelheim and Randøy, 2003)。Giannetti等(2015)发现,在各地政府优惠政策的鼓励下,中国上市公司会积极招募具备海外求学或工作经历的外籍人士,依靠其丰富的国际管理经验提升公司的治理水平,且本土董事也会在其带动下学习、采纳国际治理标准。因此,基于制度文化视角的分析,可以合理推测中国上市公司引入的外籍董事在面对那些会损害股东利益的违规操作时,会有意愿和能力在董事会中采取强硬的建设性立场,进而减少公司的违规行为。

(2) 资源依赖视角

与制度文化视角不同,资源依赖视角更加强调董事在信息资源上的差异。尽管与本土董事相比,外籍董事不易受人情干扰,也具备“理性经济人”的特征和高认知能力,但这并不能消除地理距离与时差因素所导致的信息资源劣势(Coval and Moskowitz, 1999; 2001; Gillette et al., 2003)。一般而言,与公司总部距离较近的董事往往有更多的获取信息的渠道,相应也会投入更多的时间与精力。而外籍董事往往与其任职的上市公司相距甚远,长途跨国旅行的艰辛及时间成本可能导致他们缺席董事会会议的概率大大增加,因此较难获取第一手的资料与信息。此外,外籍董事往往由于不熟悉当地的法律制度、监管环境、治理标准和管理文化,信息资源上的劣势使得其难以有效履行监督职能(Masulis et al. 2012)。

更甚之,基于群体理论和认知心理学理论的研究,源于社会相似性产生的信任偏好可导致内外群体的区分,使得被归为外群体的董事边缘化,难以进入核心的决策圈。事实上,现实生活中的人们会无意识地利用人口统计学中的基本分类,将他人区分为内群体和外群体,并将内群体的特征赋予自身进行自我定型。由此促成的偏见行为严重阻碍着组织的良好运行,造成团队内部凝聚力的降低、合作与交流的减少,不满情绪与冲突的增加(Tajfel, 1978; Turner et al., 1987; Kalev et al., 2006)。具体到董事会中,内外群体的区分导致内部形成一种“我们和他们”的关系格局,同为内群体的董事会被标识为志同道合,外群体董事则被认为难以合作(Brewer, 1979)。国籍维度下,既有的偏见导致董事的外籍身份会使其被认定为外来者,因此难以融入本土高管的“圈子”,这进一步加剧了外籍董事信息资源上的劣势。一方面,国籍差异所导致的内外群体区分,会降低高管内部的信任程度(Banai and Reisel, 1999);另一方面,因为外籍高管不熟悉中国特有的人际交往文化,难以与本土高管进行有效的沟通(曹经纬、耿文秀, 2011)。基于上述资源依赖视角的分析,可以合理推测外籍董事因信息资源上的劣势难以有效履行其监督职能,从而增加公司出现违规行为的概率。

综上所述,根据制度文化视角和资源依赖视角,本文提出如下对立假设:

H1a: 限定其他条件,外籍董事与公司违规行为负相关。

H1b: 限定其他条件,外籍董事与公司违规行为正相关。

(二) 外籍董事引入、公司上市年限与公司违规行为

中国证券市场在其成立之初就被赋予了为国有企业改革服务的职责。在“审批制”和“额度制”相结合的监管模式下,早期大部分的上市企业为满足监管部门的上市要求,采取剥离非核心资产的改制模式。这一特殊制度安排的经济后果是,上市公司与控股股东和地方政府的利益被牢牢绑定在一起。承担“劣质资产”的母公司的存续问题和当地经济社会发展的需求,造就上市公司天生具备着进行违规操作向控股股东或当地政府输送经济利益的潜在风险(李增泉等, 2005),而这并不能通过外籍董事的引入而有所改变。另外,良好的公司治理机制是内外部机制的有机结合,公司违规行为的发生是内外部机制失效的结果。尽管在世界范围内的横向对比中,中国的中小投资者权益受到的法律保护仍十分有限,未能通过国家层面上的治理机制得到切实有效的保护。但从

基于历史研究视野的纵向分析中,不难发现中国证券市场中小投资者法律保护正在经历一个从弱到强,逐步健全的历史实践过程(沈艺峰等,2004)。外部的制度变迁,投资者保护力度的逐渐加大,让企业的治理水平得到了一定的提升(廖理等,2008)。一般而言,公司上市是公司治理发生变动的一个重要转折点(Baker and Gompers,2003; Boone et al.,2007)。随着上市时间的增加公司日益成熟,公司所面对的不确定性和信息不对称将逐渐降低,本土董事也会不断积累管理经验,熟悉相关法律法规,使得董事会监管效率得以提升。在内外机制逐步改善的过程中,公司对外籍董事这种完善公司治理结构的助力的倚重程度逐渐降低,因此留给外籍董事效用发挥的空间也会不断减少。反之,外籍董事对董事会监督效率的弱化作用也会随着内外机制逐步改善而减弱。

承接假设 H1 的分析,本文可合理预测由于中国特殊的制度安排和变迁,作为公司特征的上市年限与外籍董事之间存在替代关系:当公司上市年限越长时,外籍董事对公司违规行为的积极(消极)效用将会降低。综上所述,本文提出如下假设 H2:

H2a: 限定其他条件,上市年限负向调节了外籍董事与公司违规行为之间的负关系。

H2b: 限定其他条件,上市年限负向调节了外籍董事与公司违规行为之间的正关系。

三、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

本文以 2004 年至 2013 年上市公司为研究对象。在样本选择过程中,我们按照研究惯例剔除了金融行业与有关变量缺失的观测。为了避免极端值的影响,本文对公司层面的所有连续变量按照 1% 与 99% 分位进行了 Winsorize 缩尾处理,最后得到 16 135 个观测值。外籍董事数据来自本文作者的手工搜集,财务数据来自 CSMAR 数据库,制度环境变量来自于樊纲等(2011),违规数据则源于 RESSET 数据库。

(二) 模型及变量

为了检验假设 H1,本文构建了如下的模型(1):

$$MIS = \alpha_0 + \alpha_1 FD + \alpha_2 LISTAGE + \alpha_3 DUAL + \alpha_4 FIRST + \alpha_5 INDR + \alpha_6 BOARD + \alpha_7 BIG4 + \alpha_8 ANALYST + \alpha_9 INSHR + \alpha_{10} MKT + \alpha_{11} STATE + \alpha_{12} ROA + \alpha_{13} SIZE + \alpha_{14} LEV + \alpha_{15} CROSS + \alpha_{16} ST + \lambda IND + \omega YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

在模型(1)中,MIS代表公司(高管)的违规行为,作为被解释变量,本文采用两种方法加以度量:违规发生概率的变量 MIS_CON(若公司或高管发生违规行为,则赋值为1,否则为0)和违规严重程度的变量 MIS_EXT(公司或高管发生严重违规赋值为2,一般违规赋值为1,否则为0)。主要解释变量外籍董事(FD)(若董事会中有他国国籍的非华裔董事,则赋值为1,否则为0)。

为了检验假设 H2,本文在模型(1)的基础上增加了公司上市年限变量(LISTAGE)与外籍董事(FD)的交乘项 $FD \times LISTAGE$ 形成了如下的模型(2):

$$MIS = \beta_0 + \beta_1 FD + \beta_2 LISTAGE + \beta_3 GBM \times LISTAGE + \beta_4 DUAL + \beta_5 FIRST + \beta_6 INDR + \beta_7 BOARD + \beta_8 BIG4 + \beta_9 ANALYST + \beta_{10} INSHR + \beta_{11} MKT + \beta_{12} STATE + \beta_{13} ROA + \beta_{14} SIZE + \beta_{15} LEV + \beta_{16} CROSS + \beta_{17} ST + \lambda IND + \omega YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

模型(1)(2)的控制变量包括:公司上市年限(LISTAGE),董事长与总经理两职合一的虚拟变量(DUAL),第一大股东持股比例(FIRST),独立董事的比例(INDR),董事会规模(BOARD),四大会计事务所的虚拟变量(BIG4),分析师关注(ANALYST),机构投资者持股比例(INSHR),市场化程度(MKT),最终控制人性别(STATE),资产回报率(ROA),公司规模(ST),资产负债率(LEV),交叉上市的虚拟变量(CROSS),交易状态的虚拟变量(ST),行业虚拟变量(IND)与年度虚拟变量(YEAR)。各变量具体定义见表1。

表1 变量及其定义

变量	变量定义
MIS_CON	公司(高管)违规的虚拟变量,若公司(高管)违规,则赋值为1,否则为0
MIS_EXT	公司(高管)违规的程度,参考张春霞等(2013),我们将公司(高管)的严重违规赋值为2,一般违规赋值为1,否则为0
FD	外籍董事的虚拟变量,若董事会中存在其他国籍的非华裔董事,则赋值为1,否则为0
LISTAGE	公司的上市年限
DUAL	董事长与总经理两职合一的虚拟变量,若董事长与总经理两职合一,则赋值为1,否则为0
FIRST	第一大股东持股比例
INDR	独立董事比例,等于“独立董事人数/董事会总人数”
BOARD	董事会规模,董事人数的自然对数
BIG4	审计事务所的虚拟变量,若公司由四大会计事务所审计,则赋值为1,否则为0
ANALYST	分析师的关注度,跟踪某一家公司的分析师数目加1,取自然对数
INSHR	机构投资者持股比例,机构投资者持有股份比例的自然对数
MKT	市场化指数,公司注册地所在省、自治区或直辖市的市场化相对进程指数,取自樊纲等(2011)
STATE	最终控制人的虚拟变量,若公司的最终控制人为各级政府或国有企业,则赋值为1,否则为0
ROA	资产收益率,等于“净利润/年末总资产”
SIZE	公司规模,年末总资产的自然对数
LEV	资产负债率,等于“年末负债总额/年末资产总额”
CROSS	公司交叉上市的虚拟变量,若上市公司为交叉上市公司,则赋值为1,否则为0
ST	公司ST的虚拟变量,若公司被ST,则赋值为1,否则为0

四、实证研究结果及分析

(一) 描述性统计

表2是本文变量的描述性统计。违规概率变量 MIS_CON 的均值为 0.0796,说明在样本范围内,约 7.96% 的上市公司受到违规处罚。违规程度变量 MIS_EXT 的均值为 0.1331,说明违规公司中大约 67.21% 的公司属于严重违规。FD 均值为 0.0277,表面约 2.77% 的上市公司拥有外籍董事。LISTAGE 均值为 9.2791,表明上市公司的平均上市年限约为 9.27 年。

表2 变量的描述性统计 变量

变量	观察值	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
MIS_CON	16135	0.0796	0.2707	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
MIS_EXT	16135	0.1331	0.4716	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	2.0000
FD	16135	0.0277	0.1641	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
LISTAGE	16135	9.2791	5.5854	1.0000	4.0000	9.0000	14.0000	21.0000
DUAL	16135	0.2005	0.4004	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
FIRST	16135	0.3673	0.1547	0.0899	0.2434	0.3490	0.4844	0.7500
INDR	16135	0.3645	0.0516	0.2500	0.3333	0.3333	0.3846	0.5714

续表 2

变量	观察值	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
BOARD	16135	2.1874	0.2036	1.6094	2.0794	2.1972	2.1972	2.7081
BIG4	16135	0.0584	0.2345	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
ANALYST	16135	1.3659	1.1687	0.0000	0.0000	1.3863	2.3979	3.6376
INSHR	16135	6.1649	9.8035	0.0000	0.3800	2.6960	7.8900	57.9700
MKT	16135	8.8922	2.0646	0.3800	7.3900	9.0200	10.4200	11.8000
STATE	16135	0.5183	0.4997	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
ROA	16135	0.0442	0.0744	-0.2994	0.0139	0.0399	0.0767	0.3214
SIZE	16135	21.6234	1.2371	18.6665	20.7744	21.4742	22.3040	25.3383
LEV	16135	0.4809	0.2663	0.0456	0.3000	0.4768	0.6320	1.9393
CROSS	16135	0.0759	0.2648	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
ST	16135	0.0623	0.2418	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

(二) 外籍董事与违规行为

表 3 报告了外籍董事对公司违规行为影响的回归结果。其中,回归(1)和回归(2)分别对应被解释变量 MIS_CON 和 MIS_EXT,表示外籍董事对公司违规概率和违规程度的影响结果。从回归(1)可以看出,FD 与公司的违规概率变量 MIS_CON 在 5% 的水平上显著为负(系数 = -0.3759, Z 值 = -2.24),说明引入外籍董事的上市公司的违规概率显著更低。从回归(2)可以看出,FD 与公司的违规程度变量 MIS_EXT 在 5% 的水平上显著为负(系数 = -0.3914, Z 值 = -2.44),说明引入外籍董事上市公司的违规程度显著更低。上述结果支持了本文的假设 H1a。

公司上市年限(LISTAGE)均与企业的违规行为(包括是否违规与违规严重程度,下同)在 1% 的显著性水平上负相关,说明公司上市时间越长,公司出现违规行为的概率越低。

(三) 外籍董事、上市年限与违规行为

本文进一步放入上市年限与外籍董事的交叉项 FD × LISTAGE。表 3 的回归(3)和回归(4)分别报告了外籍董事(FD)对是否违规(MIS_CON)、违规程度(MIS_EXT)的影响作用随公司上市年限变化的回归结果。回归(3)和回归(4)中 FD 的系数均在 1% 的水平上显著为负,为假设 H1 提供了进一步的经验证据。更重要的是,在回归(3)中,GBM × LISTAGE 的系数为 0.0840,对应的 z 值为 3.67,在 1% 的水平上显著为正;在第回归(4)中,GBM × LISTAGE 的系数为 0.0832,对应的 z 值为 3.45,在 1% 的水平上显著为正。上述结果联合支持了本文的假设 H2a,表明公司上市时间越长,外籍董事对公司违规行为的抑制作用越弱。

表 3 外籍董事与违规行为

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	MIS_CON		MIS_EXT		MIS_CON		MIS_EXT	
	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值
FD	-0.3759**	-2.24	-0.3914**	-2.44	-1.1796***	-5.22	-1.1877***	-5.10
LISTAGE	-0.0411***	-3.08	-0.0407***	-3.25	-0.0431***	-3.21	-0.0427***	-3.37
FD × LISTAGE					0.0840***	3.67	0.0832***	3.45
DUAL	0.0285	0.83	0.0217	0.65	0.0311	0.89	0.0243	0.71
FIRST	-0.6482*	-1.92	-0.6340**	-1.96	-0.6394*	-1.89	-0.6247*	-1.93

续表 3

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	MIS_CON		MIS_EXT		MIS_CON		MIS_EXT	
	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值
INDR	-0.4489	-0.89	-0.4843	-1.01	-0.4381	-0.87	-0.4697	-0.99
BOARD	-0.1026	-0.80	-0.0949	-0.72	-0.1010	-0.79	-0.0933	-0.71
BIG4	-0.0005	-0.00	-0.0033	-0.02	-0.0168	-0.10	-0.0219	-0.14
ANALYST	-0.1182 ^{***}	-3.05	-0.1103 ^{***}	-3.06	-0.1204 ^{***}	-3.14	-0.1127 ^{***}	-3.14
INSHR	-0.0130 ^{***}	-2.74	-0.0127 ^{***}	-2.70	-0.0128 ^{***}	-2.72	-0.0126 ^{***}	-2.68
MKT	-0.0059	-0.27	-0.0067	-0.29	-0.0052	-0.24	-0.0060	-0.26
STATE	-0.2788 [*]	-1.77	-0.2787 [*]	-1.81	-0.2727 [*]	-1.74	-0.2724 [*]	-1.77
ROA	-3.4630 ^{***}	-4.45	-3.3275 ^{***}	-4.42	-3.4496 ^{***}	-4.43	-3.3107 ^{***}	-4.40
SIZE	-0.0055	-0.11	-0.0085	-0.18	-0.0046	-0.09	-0.0076	-0.16
LEV	0.2488	1.50	0.2320	1.42	0.2540	1.55	0.2374	1.46
CROSS	0.0578	0.36	0.0704	0.43	0.0379	0.23	0.0510	0.31
ST	1.0390 ^{***}	5.41	1.0355 ^{***}	5.68	1.0465 ^{***}	5.49	1.0429 ^{***}	5.77
cons	-1.7765	-1.58			-1.8035	-1.61		
cut1			1.7245 [*]	1.65			1.7529 [*]	1.69
cut2			2.1757 ^{**}	2.12			2.2044 ^{***}	2.16
年度与行业	控制		控制		控制		控制	
观测值	16135		16135		16135		16135	
Pseudo R2	0.1065		0.0887		0.1071		0.0891	
Wald chi2	854.67 ^{***}		874.27 ^{***}		854.79 ^{***}		874.57 ^{***}	

注: z 值是经过 two-way cluster 调整后计算得到; ***, **, * 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平(双尾)

五、内生性检验与敏感性检验

(一) 倾向评分匹配法与内生性检验

基于外籍董事与公司违规之间的内生性(外籍董事倾向于选择治理完善、违规风险较小的公司任职) 本文采取倾向评分匹配法(PSM) 来克服内生性问题或选择性偏差(Armstrong et al., 2010)。本文首先选取一些变量预测公司是否会招募外籍董事, 具体变量为公司注册地周边最近的 10 家国际机场的平均距离(REGAIP) 用来衡量公司注册地的交通变量程度; 公司的外部监管环境(REDDIS) 采用公司注册地与三大监管机构的平均距离, 三大监管机构分别为中国证券监督管理委员会、上海证券交易所、深圳证券交易所; 公司所在地的经济发展水平(GDP_PC) 采用人均 GDP 的自然对数来衡量。其他变量还包括公司上市年限(LISTAGE) 第一大股东持股比例(FIRST) 独立董事的比例(INDR) , 董事会规模(BOARD) 四大会计事务所的虚拟变量(BIG4) 市场化程度(MKT) 最终控制人性质(STATE) 公司规模(SIZE) 资产负债率(LEV) 交叉上市(CROSS) 交易状态(ST)。从表 4 可以发现 在第一阶段 公司注册地的交通便利度越高、外部监管越弱 公司招募外籍董事的可能性越高。在第二阶段中 预测的外籍董事变量(PF) 与公司违规概率和违规程度都在 1% 水平上显著为负 PF × LISTAGE 系数显著为正 分别为假设 H1 和 H2 提供了重要的经验证据。表 4 的结果表明 在控制了外籍董事与公司违规之间的内生性后 假设 H1a 与 H2a 依然成立。

表 4 PSM 检验结果

变量	第一阶段		第二阶段[假设 H1]				第二阶段[假设 H2]			
	(1) PF		(2) MIS_CON		(3) MIS_EXT		(4) MIS_CON		(5) MIS_EXT	
	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值	系数	z 值
REGAIP	-0.0025***	-4.30								
REDDIS	0.0010***	3.31								
GDP_PC	0.0031	0.72								
PF			-0.6661***	-2.70	-0.6840***	-2.73	-1.5498***	-2.88	-1.6086***	-3.03
LISTAGE	-0.0034	-0.29	0.0441	1.16	0.0483	1.40	0.0035	0.08	0.0063	0.16
PF × LISTAGE							0.0970*	1.83	0.1011*	1.93
DUAL			0.1914	0.33	0.1297	0.23	0.2954	0.52	0.2410	0.43
FIRST	-0.3916	-1.08	-0.6837	-0.42	-0.5399	-0.34	-0.5966	-0.38	-0.4288	-0.28
INDR	-1.9724*	-1.66	-0.0847	-0.02	0.3750	0.11	-0.1551	-0.05	0.3953	0.12
BOARD	2.1576***	7.21	-1.1448	-1.50	-1.1408	-1.52	-1.2425*	-1.76	-1.2175*	-1.78
BIG4	0.8538***	4.67	0.2409	0.37	0.2284	0.34	0.2675	0.43	0.2512	0.39
ANALYST			-0.0280	-0.17	-0.0023	-0.01	-0.0504	-0.31	-0.0303	-0.20
INSHR			-0.0548	-1.39	-0.0553	-1.38	-0.0523	-1.29	-0.0526	-1.28
MKT	-0.0224	-0.46	0.0593	0.54	0.0519	0.49	0.0710	0.67	0.0653	0.63
STATE	-1.2315***	-9.05	0.1396	0.36	0.0726	0.19	0.2048	0.49	0.1424	0.35
ROA			-4.2779	-1.03	-4.4627	-1.07	-4.0987	-1.00	-4.2666	-1.05
SIZE	0.2472***	4.31	0.1296	0.83	0.1423	0.86	0.1559	0.90	0.1671	0.90
LEV	-0.6173**	-2.05	-1.7515	-1.16	-1.9179	-1.19	-1.6664	-1.15	-1.8097	-1.17
CROSS	1.0277***	5.79	-0.7336	-0.79	-0.7843	-0.83	-0.8849	-0.91	-0.9439	-0.96
ST	-0.9460**	-2.31	1.6792	1.22	1.7809	1.29	1.6273	1.11	1.7115	1.15
cons	-12.5474***	-8.58	-30.4010***	-8.35			-30.5933***	-8.03		
cut1					31.8517***	9.53			32.0889***	10.21
cut2					32.2652***	13.33			32.5054***	10.44
年度与行业	控制		控制		控制		控制		控制	
观测值	15406		764		810		764		810	
Pseudo R2	0.1671		0.1766		0.1659		0.1848		0.1734	
Wald chi2	675.84***		66.15***		73.37***		69.22***		76.72***	

注: z 值是经过 two-way cluster 调整后计算得到; ***, **, * 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平(双尾)

(二) 外籍董事类型的区分检验

本文进一步综合考虑外籍董事的监督能力与独立性,将外籍董事来源国的营商环境便利度、投资者保护力度、董事责任程度三项指数都高于中国,且不存在外籍董事与 CEO 同国籍情形的董事会定义为强监管型董事会 (STRONG),其余招募外籍董事的董事会则定义为弱监管型董事会 (WEAK)。表 5 分别报告了强、弱监管型外籍董事与是否违规、违规程度之间的回归结果。回归 (1)、回归 (2) 和回归 (3) 的被解释变量为是否违规 (MIS_CON)。在回归 (1) 中,STRONG 的系数为

-0.4668 z 值为 -2.42, 在 5% 的水平上显著为负, 表明强监管型外籍董事能够显著减少公司的违规行为。在回归(2)中, WEAK 的系数为 0.0291 z 值为 0.13, 表明弱监管型外籍董事未有效减少公司的违规行为。在回归(3)中, STRONG 的系数为 -0.4668 z 值为 -2.42, 在 5% 的水平上显著为负。WEAK 的系数为 0.0059 z 值为 0.03, 表明弱监管型外籍董事与公司是否违规无显著关系。回归(4)、回归(5)和回归(6)的被解释变量为违规程度(MIS_EXT)。在回归(4)中, STRONG 的系数为 -0.4765 z 值为 -2.61, 在 1% 的水平上显著为负。在回归(5)中, WEAK 的系数为 -0.0122, z 值为 -0.05, 无显著关系。在回归(6)中, STRONG 的系数为 -0.4770 z 值为 -2.61, 在 1% 的水平上显著为负。WEAK 的系数为 -0.0360 z 值为 -0.16。上述结果合表明, 招募强监管型外籍董事的董事会能够显著有效减少公司违规行为, 招募弱监管型外籍董事的董事会未能减少公司违规行为。

表 5 外籍董事类型的检验结果

变量	MIS_CON			MIS_EXT		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	系数 (z 值)	系数 (z 值)	系数 (z 值)	系数 (z 值)	系数 (z 值)	系数 (z 值)
STRONG	-0.4668** (-2.42)		-0.4668** (-2.42)	-0.4765*** (-2.61)		-0.4770*** (-2.61)
WEAK		0.0291 (0.13)	0.0059 (0.03)		-0.0122 (-0.05)	-0.0360 (-0.16)
LISTAGE	-0.0412*** (-3.09)	-0.0415*** (-3.10)	-0.0412*** (-3.10)	-0.0408*** (-3.26)	-0.0411*** (-3.27)	-0.0408*** (-3.26)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-1.7811 (-1.58)	-1.7167 (-1.54)	-1.7810 (-1.58)			
cut1				1.7260* (1.65)	1.6638 (1.60)	1.7269* (1.65)
cut2				2.1773** (2.12)	2.1150** (2.07)	2.1782** (2.12)
年度与行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	16135	16135	16135	16135	16135	16135
Pseudo R2	0.1066	0.1062	0.1066	0.0887	0.0884	0.0887
Wald chi2	853.14***	850.30***	854.43***	939.95***	936.09***	939.95***

注: z 值是经过 two-way cluster 调整后计算得到; ***, **, * 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平(双尾)

(三) 公司海外背景的分组检验

中国上市公司外籍董事的成因是多方面的, 主要包括: (1) 中国公司为提升公司治理水平, 积极招募外籍董事(Giannetti et al. 2015; Du et al. 2017); (2) 中国公司在发展过程中引进的外资股东直接派遣(Choi et al., 2012); (3) 外籍高管为获取自身发展, 主动加入中国公司(Giannetti et al., 2015)。鉴于外籍董事的效用可能源于公司的海外背景, 本文根据公司是否具有海外背景进行分组检验, 海外背景的判定标准为实际控制人是否为外籍人士或海外公司。结果表明, 不论公司是否

具有海外背景,外籍董事都能显著有效减少公司违规行为(结果备索)。

(四) 自变量和因变量的检验

自变量外籍董事的范围扩大为其他国国籍的董事,重复正文研究,发现假设 H1a、H2a 依然得到经验证据的支持,研究结论保持不变。因变量公司违规行为由违规次数替代,重复正文研究,发现假设 H1a、H2a 依然得到经验证据的支持,研究结论保持不变。

六、研究结论

外籍董事的功能价值一方面可源于早年教育、工作经历所积累的社会资源,另一方面可来自于早期在其本国文化制度下所形成的价值理念和思维逻辑。立足于中国的实际情形,本文以 2004—2013 年上市公司为研究样本,实证分析外籍董事的引入与公司违规行为的关系。研究发现,外籍董事和公司违规行为显著负相关,表明董事会的监督效力因外籍董事的加入得以加强,可有效减少公司的违规行为。另外,由于中国特殊的制度安排和制度变迁所产生的历史问题,外籍董事强化监督的功效随着公司的上市年限减弱。考虑到少部分外籍董事早年所处的制度环境未优于中国,与公司管理层之间存有隐匿的社会关系,本文将外籍董事区分为强监管型和弱监管型后,发现强监管型外籍董事可显著减少公司的违规行为,弱监管型外籍董事未能显著减少公司的违规行为。本文为不同文化制度背景下外籍董事的经济后果提供了增量的经验证据,拓展了外籍董事与企业违规行为的关系研究。

本文研究的政策意义在于:(1) 鉴于外籍董事的引入能够强化董事会的监督效率,而中国上市公司成长与发展被低质量的公司治理严重制约的现实,监管机构可适当鼓励公司选聘外籍董事,实现董事会的国籍多样化和国际化,提升公司治理水平规范公司的行为;(2) 由于外籍董事的强化监督的效果会随着公司内外不治理机制的逐渐完善而削弱,因此在借助外籍董事改善公司治理结构的同时,仍需不断提高中小投资者法律保护程度;(3) 尽管整体而言,外籍董事有利于规范公司的行为,但仅限于来自制度环境优于本国,独立于公司管理层的外籍董事。因此,公司应优先选聘来自制度环境相对完善和注重公平理念地区的外籍董事。

参考文献:

- 蔡志岳、吴世农 2007 《董事会特征影响上市公司违规行为的实证研究》,《南开管理评论》第 10 期。
- 曹经纬、耿文秀 2011 《在华跨国企业外籍高管的压力应对与适应》,《心理科学》第 3 期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏 2011 《中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告》北京:经济科学出版社。
- 费多益 2012 《认知视野中的情感依赖与理性、推理》,《中国社会科学》第 8 期。
- 费孝通 2012 《乡土中国》北京:北京大学出版社。
- 黄光国 1985 《人情与面子》,《经济社会体制比较》第 3 期。
- 李美枝 1993 《从有关公平判断的研究结果看中国人之己关系的界限》,《本土心理学研究》第 1 期。
- 廖理、沈红波、郗金梁 2008 《股权分置改革与上市公司治理的实证研究》,《中国工业经济》第 5 期。
- 李维安 2012 《中国公司治理指数十年:瓶颈在于治理的有效性》,《南开管理评论》第 6 期。
- 李增泉、余谦、王晓坤 2005 《掏空、支持与并购重组》,《经济研究》第 1 期。
- 陆瑶、胡江燕 2014 《CEO 与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响》,《管理世界》第 3 期。
- 彭泗清 1999 《信任的建立机制:关系运作与法制手段》,《社会学研究》第 2 期。
- 沈艺峰、许年行、杨熠 2004 《我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验》,《经济研究》第 9 期。
- 孙亮、刘春 2014 《公司为什么聘请异地独立董事》,《管理世界》第 9 期。
- 张春霞、陆璐、李志生 2013 《实际控制人性质对上市公司及其高管违规处罚的影响研究》,《投资研究》第 11 期。
- 朱羿锟 2010 《董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径》,《法学研究》第 3 期。

- 朱羿锟 2015 《董事会运行中非理性因素的法律规制》,《中国社会科学》第8期。
- Allport G W. ,1966, "Traits revisited" ,*American psychologist* ,21(1) : 1.
- Altman ,I. and Taylor ,D. A. ,1973 ,*Social penetration: The development of interpersonal relationships* ,Holt , Rinehart and Winston.
- Armstrong C S ,Jagolinzer A D ,Larcker D F. ,2010, "Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities" ,*Journal of Accounting Research* ,48(2) : 225-271.
- Bainbridge S M. ,2002, "Why a Board? Group Decision making in Corporate Governance" ,*Social Science Electronic Publishing* ,55(1) .
- Baker M ,Gompers P A. ,2003, "The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering" ,*The Journal of Law and Economics* ,46(2) : 569-598.
- Banai M ,Reisel W D. ,1999, "Would you trust your foreign manager? An empirical investigation" ,*International Journal of Human Resource Management* ,10(3) : 477-487.
- Barrios J. M. ,P. A. Bianchi ,H. Isidro and D. Nanda ,2015, "Foreign Directors" ,*Working Paper*.
- Boone A L ,Field L C ,Karpoff J M. ,2007, "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis" ,*Ssrn Electronic Journal* ,85(1) : 66-101.
- Brewer M B. ,1979, "In-group bias in the minimal intergroup situation: A cognitive-motivational analysis" ,*Psychological Bulletin* ,86(2) : 307-324.
- Carter D A ,Simkins B J ,Simpson W G. ,2003, "Corporate Governance , Board Diversity , and Firm Value" ,*Financial Review* ,38(1) : 33-53.
- Choi. H M. ,Sul W and Min ,s. k. ,2015, "Foreign board membership and firm value in Korea" *Management Decision* ,50(2) : 207-233
- Coval J D ,Moskowitz T J. ,1999, "Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios" ,*The Journal of Finance* ,54(6) : 2045-2073.
- Coval J D ,Moskowitz T J. ,2001, "The geography of investment: Informed trading and asset prices" ,*Journal of political Economy* ,109(4) : 811-841.
- Demsetz H ,Lehn K. ,1985, "The structure of corporate ownership: Causes and consequences" ,*Journal of political economy* ,93(6) : 1155-1177.
- Du X ,Jian W ,Lai S. ,2017, "Do Foreign Directors Mitigate Earnings Management? Evidence From China" ,*International Journal of Accounting* ,52(4) : 142-177.
- Epstein S. ,1979, "The stability of behavior: I. On predicting most of the people much of the time" ,*Journal of personality and social psychology* ,37(7) : 1097-1126.
- Erhardt N L ,Werbel J D ,Shrader C B. ,2003, "Board of director diversity and firm financial performance" ,*Corporate governance: An international review* ,11(2) : 102-111.
- Giannetti M ,Liao G ,Yu X. ,2015, "The brain gain of corporate boards: Evidence from China" ,*The Journal of Finance* ,70(4) : 1629-1682.
- Gillette A B ,Noe T H ,Rebello M J. ,2003, "Corporate board composition , protocols , and voting behavior: Experimental evidence" ,*The Journal of Finance* ,58(5) : 1997-2032.
- Gul F A ,Kim J B ,Qiu A A ,2010, "Ownership Concentration , Foreign Shareholding , Audit Quality , and Stock Price Synchronicity: Evidence from China" ,*Social Science Electronic Publishing* ,95(3) : 425-442.
- Hwang B H ,Kim S. ,2009, "It pays to have friends" ,*Journal of Financial Economics* ,93(1) : 138-158.
- Kalev A ,Kelly E ,Dobbin F. ,2006, "Best Practices or Best Guesses? Assessing the Efficacy of Corporate Affirmative Action and Diversity Policies" ,*American Sociological Review* ,71(4) : 589-617.
- Masulis R W ,Wang C ,Xie F. ,2012, "Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance" ,*Journal of Accounting and Economics* ,53(3) : 527-554.
- Oxelheim L ,Randø T. ,2003, "The impact of foreign board membership on firm value" ,*Journal of Banking & Finance* ,27(12) : 2369-2392.

- Tajfel H. ,1978, "Differentiation between social groups: Studies in the social psychology of intergroup relations" , *American Journal of Sociology* ,86(5) .
- Tong S , Junarsin E. ,2013, "Do Private Firms Outperform SOE Firms after Going Public in China Given their Different Governance Characteristics" , *Gadjah Mada International Journal of Business* ,15(2) : 133-170.
- Turner J C , Hogg M A , Oakes P J , et al. ,1987 , *Rediscovering the social group: A self-categorization theory* , Basil Blackwell.
- Uzun H , Szewczyk S H , Varma R. ,2004, "Board composition and corporate fraud" , *Financial Analysts Journal* ,60(3) : 33-43.
- Wong Y H , Chan R Y. ,1999, "Relationship marketing in China: Guanxi , favouritism and adaptation" , *Journal of Business Ethics* ,22(2) : 107-118.

[责任编辑: 叶颖玫]

A Study on the Mitigating Effect of Foreign Directors on Corporate Irregularities

DU Xing-qiang , XIONG Hao

(School of Management , Xiamen University , Xiamen 361005 , Fujian)

Abstract: With the new trend of migrants moving from the North to the South , Chinese listed firms began to hire directors from other countries. Using a sample of Chinese listed firms during the period of 2004—2013 , we empirically investigate the influence of the foreign directors on corporate irregularities , including the likelihood of and the degree of irregularities. Our findings show that the foreign directors are significantly negatively associated with corporate irregularities , suggesting that the foreign directors have higher professional quality and independence , and thus help improve the efficiency of board monitoring. Moreover , we also find that a firm's listing age attenuates the negative association between the foreign directors and corporate irregularities. Furthermore , after distinguishing between foreign directors based on the strength of supervision qualities , we find that the strong have significantly negative impacts on corporate irregularities , while the weak do not. The above results are robust for a battery of sensitivity tests.

Keywords: foreign directors , institutional environments , *renqing* culture , corporate irregularities