

经营复杂性、所有权特征 与董事会结构的内生决定

——基于主成分分析的经验证据

谢香兵^{*}

摘要：公司经营的复杂程度与所有权特征会显著影响公司董事会的构成，董事会结构的设置实际上是公司根据其经营环境和公司特征所做的一种制度安排，具体地说，公司经营复杂性与董事会规模、独立董事比例以及独立董事声誉显著正相关，即使加入所有权特征变量后，这种关系仍然存在；同时，与非国有控股公司相比较而言，国有控股公司的董事会规模更大，独立董事比例较低；公司的股权制衡能力越强，董事会规模越大。

关键词：经营复杂性 所有权特征 董事会结构 内生决定

一、问题的提出

对董事会结构的研究，众多国内外文献主要关注董事会结构与公司运行效率的关系。在这类研究中，大都隐含地假设存在一个适合所有公司的最优的董事会结构，公司在这个最优董事会结构下会取得最佳的经营绩效或运行效率。那么是否存在一个具有普遍适用性的“标准”董事会结构呢？现存文献给出的结论往往是截然相反的，如 Hermalin 和 Weisbach (1988a)、赵子夜 (2006) 发现，独立董事比例和公司绩效显著正相关；而 Agrawal 和 Knoeber (2001)、Westphal (1999) 却认为公司董事会独立性的提高并不能够提升公司业绩。再如 Yermack (1996) 发现，公司价值和业绩是董事会规模的减函数；而于东智和池国华 (2004) 的研究则显示我国上市公司董事会规模与公司绩效存在显著的倒 U 型曲线关系。这些迥异的研究结论令人无所适从，甚至对实证研究的可信性产生怀疑。出现这种情况的原因可能是这些研究没有考虑内生性问题，即如果我们把董事会特征作为内生变量，公司业绩与董事会规模或构成之间可能不存在显著关系，正如 Todd (2003) 研究发现，公司业绩与外部独立董事比例之间的关系反映的是未被观察到的异方差问题，实际上两者之间并不构成因果关系。

因此，当我们研究董事会结构的运行效率或经济后果时，需要考虑董事会结构的决定因素，否则就会忽略掉其中的经济本质。因为董事会的运行效率与它们达到现有状况的途径之间总是相互关联的。实际上，我们观察到的公司治理结构可能正是公司的最优契约安排，这种契约安排由公司面临的契约环境内生决定 (Bushman et al., 2004; 夏立军、陈信元, 2007)。因而，本文研究董事会结构内生决定的重要性不仅在于董事会结构的形成会影响到董事会的运作方式和运行效率，更为重要的是，董事会结构的设定方式本身可能就是公司内在治理效率的结果。Hermalin 和 Weisbach (1988b) 的研究结果显示，当公司业绩下滑以及公司转换产品市场时，外部独立董事更可能会加入董事会，而内部董事更可能离开董事会。Boone 等 (2006) 的研究结果也表明董事会规模和构成可能内生决定于公司价值最大化行为所做出的选择方式。因而为了理解公司治理，研究董事会结构的运行效率和董事会结构如何被决定都是同样重要的。

在国外对董事会结构决定因素的研究中，Lehn 等 (2004) 观察了 81 个存续了 65 年以上公司的董事会结构的变化；Boone 等 (2006) 则追溯公司 IPO 之后的十年间董事会结构变化。这些研究沿着不同角度观察了董

^{*} 谢香兵，河南财经学院会计学院，邮政编码：450002，电子信箱：xxbottle @163.com。

本文是教育部人文社科基地重大项目“董事会结构及其运行效率” (06JJD630015) 的阶段性研究成果。

事会结构的决定因素,但是在他们的研究样本中,公司特征存在过多限制,致使样本公司差异不明显,因而可能会潜在地忽略掉重要的横截面董事会结构的决定因素。在以中国上市公司为样本的研究中,邓建平、曾勇、何佳(2006)研究了上市公司改制模式对董事会结构的影响;黄张凯、徐信忠和岳云霞(2006)则仅从股权结构特征观察了我国上市公司董事会结构的决定因素。但他们对我国上市公司董事会结构形成机制的研究都没有考虑公司的经营环境对董事会结构形成的影响,也没能从公司经济本质做出全面、客观的观察。

公司组织方式会受到产品的生产经营范围和复杂性的影响,生产规模越大、经营过程越复杂就越需要多层次、细致化的公司机构与之相适应(Jensen,1993)。那么就董事会结构而言,公司经营的范围和复杂性是不是影响董事会结构形成的一个重要因素?进一步地说,在我国上市公司特殊的股权结构下,这种影响是否存在?以及上市公司股权结构本身如何对董事会结构产生影响?这些问题都是本文所要关注的。

二、假设的提出

规模较大的公司会从事更为多元化的经营活动,其在信息需求方面会比小公司要求更高,董事会也需要掌握不同专业知识的成员,以便提供有效监督和建议所需的各种专业信息。因而公司业务越复杂,就越需要更大规模的董事会来满足其大量的信息需求。Coles等(2005)和Lehn等(2004)认为当公司想新建一个生产线或进入新的经营领域时,往往会寻求新的董事会成员加入以便监督管理层的业绩。并且随着公司的不断发展,它对专业化董事会服务的需求也会增长。因为新加入的董事可能拥有适用于公司新增长领域的专业化知识。同时,当公司面临高管继任、薪酬制定以及设立独立审计委员会等问题时,董事会可能会提高其对新董事成员的要求,以使公司董事会成为规模更大或更多样化的组织机构(Bhagat and Black,1999)。另外,如果公司的经营环境越不稳定,经理人的道德风险范围就越大(Demsetz and Lehn,1985)。为了更有效地监督和控制经理人员,公司需要规模更大的董事会结构。因而本文提出如下假设:

假设1:公司经营复杂程度与董事会规模正相关。

公司经营范围和复杂性除了能影响公司的董事会规模,也会影响董事会的构成。公司业务的复杂性会导致董事会监督的困难,进而提高对公司治理的要求。而外部独立董事不仅能够提供重要的建议,还能带来有价值的专业意见。比如有着不同业务和在不同区域经营的公司可以从拥有不同专业技术的外部独立董事那里受益。Lehn等(2004)认为公司规模越大,对外部独立董事的需求也就越多,因为规模越大的公司会产生更严重的代理问题。Coles等(2005)研究发现多元化经营的公司会雇佣更多的独立董事以便有效监督大范围的公司经营。Bushman等(2004)的研究发现,当公司的透明度因经营复杂性的提升而降低时,经理和股东之间的信息不对称就可能提升道德风险的程度,从而要求监督能力更强的治理机制与其匹配。他们的检验结果表明多元化经营的公司聘请了更多具有行业专长背景的外部独立董事,并且其外部独立董事的声誉也越高。据此,本文提出假设2:

假设2:公司经营复杂程度与董事会独立性正相关。

需要说明的是,除了独立董事比例,本文还将独立董事声誉作为董事会独立性的替代变量,Fama和Jensen(1983)认为声誉对独立董事是一个重要的激励机制,外部独立董事在多个公司的董事会中任职可能带来更有价值的经验以及声誉利益。Ferris等(2003)发现任命一个繁忙的独立董事对公司股东而言是个好消息,从而说明此类独立董事的经验或声誉对公司是有益的。本文借鉴Shivdasani(1993)、Bushman等(2004)的研究,以上市公司的独立董事在其他公司任独立董事的平均数量来衡量独立董事的声誉。^①

因而,本文的假设2具体可分为以下两个假设:

假设2a:公司经营复杂程度与独立董事比例正相关;

假设2b:公司经营复杂程度与独立董事声誉正相关。

我国上市公司绝大多数为国有控股,不同于非国有控股企业,国有企业的代理问题更为严重。Shleifer和Vishney(1997)描述了国有企业的代理问题,政府拥有国有企业的高度控制权,却没有现金流量权,后者名

^①但是,另一种理论认为随着外部独立董事在其他公司任职的数量增加,董事将分散精力,对公司管理层监督的强度也会减弱。如Beasley(1996)发现公司实行会计舞弊的概率与公司外部独立董事平均担任独董的数量成正相关关系。Core、Holthausen和Larcker(1999)发现忙碌的董事会设定高额的CEO报酬,进而导致较差的公司业绩。Eliezer和Shivdasani(2006)的研究发现拥有忙碌董事会的公司,公司治理较弱,这些公司显示了较低的M/B比率,更差的赢利能力,相对公司业绩的CEO替换的敏感性也较低。

义上属于全体人民。因而,相对于国有企业的绩效及运营效率而言,政府更关注的是它们的社会责任和政治目标,诸如充分就业、收入再分配以及政治稳定等,而这些目标与公司利润最大化并不一致。Boycko 等(1996)认为政府官员通常会向国有企业施压,迫使其雇佣多余的劳动力。曾庆生(2004)以我国上市公司为样本,发现国家控股公司的雇员数量显著多于非国家控股公司。就董事会而言,为解决政府官员的任职,政府高官可能被安排到上市公司董事会中担任一定职位。林俊清等(2003)认为国有企业高管人员的更换往往成为政治力量较量后富余人员安排的平衡杠杆。于东智和池国华(2004)也指出在国家持股的公司中可能存在着董事“冗余”的问题,而邓建平等(2006)的研究则发现在我国国有企业股份制改造过程中,非完整改造的公司通常要对国有资产进行分割、合并和重组等。为了减少改革的阻力,推动资产重组和改制的顺利进行,政府在股份公司董事会人员的安排上通常会兼顾各方面的利益,从而造成公司董事会规模较大,他们的实证研究也证实了这一点。因而本文预期国有控股上市公司比非国有控股上市公司的董事会规模要大。

就独立性而言,由于国有企业要承担更多的社会责任,因此在其经营过程中容易忽视并损害其他股东特别是中小股东的利益。这就与代表中小股东利益、监督大股东和管理层行为的独立董事的职能相违背。因而可以预期,为使公司的政治职能得到更好的实施,防止“搬起石头砸自己的脚”,国有控股企业和国有企业会减少对独立董事的需求。当国有控股企业被赋予一定的政治目的,而并非以利润最大化为目标时,就会与代表中小股东利益的独立董事相冲突。因而本文预期相对于非国有控股的公司,国有控股企业的独立董事比例更低。综上所述,本文提出第3个假设:

假设 3a:相对于非国有控股公司而言,国有控股公司的董事会规模更大;

假设 3b:相比较非国有控股公司,国有控股公司独立董事比例较低;

假设 3c:相比较非国有控股公司,国有控股公司独立董事声誉较差。

Shleifer 和 Vishny(1997)指出,代理问题不再单单是外部股东与内部经理人之间的信息不对称,还有控股股东(大股东)与中小股东之间的利益侵占问题。La Porta 等(2000)认为,大股东和小股东之间存在着严重的利益冲突,大股东可能以牺牲小股东的利益为代价追求自身利益。在亚洲金融危机期间,许多事实都证明了在新兴市场中,“隧道行为”(tunneling)是一种更加严重的委托-代理问题。因而为监督和控制控股股东的“隧道行为”^①,其他大股东就有动机和激励去积极寻求自己在董事会中的代理人,以拥有一定的发言权来制衡大股东的利益侵占行为。很明显,股东制衡能力越强,就越容易在董事会中安排其代理人。因此,我们预期股东制衡能力与董事会规模成正相关关系。

夏冬林和朱松(2005)发现不论国有控股公司,还是非国有控股公司的第二大股东持股比例都与独立董事报酬正相关,表明处于弱势地位的第二大股东对独立董事寄予厚望。但独立董事的聘任是由管理层提出,并需要由大股东控制的董事会通过,因而就削弱了其他股东聘任独立董事的话语权。因此,股东制衡能力与董事会独立性的相关程度还需要通过实证检验来予以说明。综上,本文提出第4个假设:

假设 4:股东制衡能力越强,董事会规模越大。

三、样本选择与数据来源

本文使用 2001 - 2005 年在沪、深上市的所有 A 股公司数据,由于金融、保险业公司的经营性质及行业的特殊性,我们在最终的样本中将这类公司剔除。鉴于本文的模型中涉及变量众多,在数据收集过程中,许多公司的个别变量无法获取,为使我们研究的样本量尽可能最大,本文在不同回归模型中使用的样本量可能不完全相同。这些样本公司为我们对现存的董事会结构决定因素理论的研究提供了一个综合观察的基础。更为重要的是,本文选取的数据时间跨度为 5 年,这使得我们能够全面观察董事会结构决定因素的横截面差异。因此,我们使用 2001 - 2005 年在沪、深两市上市的全部 A 股公司为样本,从而能够观察到不同时期、不同类型公司的变化。另外,由于董事会结构的相对稳定性,本文使用 5 年的数据在一定程度上能够捕捉到公司董事会结构的变化。

本文研究所需的公司基本情况数据包括公司规模、公司成立年限、控股子公司的数量、是否跨国经营、公司经营涉及行业数等,此外还需要公司财务数据、股权特征以及董事会结构等四类数据,其中,衡量公司复杂程度的控股子公司数量、是否跨国经营等数据则是从公司年报公告中手工收集,股权特征数据中的最终控制

^①Shleifer 和 Vishny(1986)则指出控股股东具有足够的激励去收集信息并有效监督管理层,从而避免了股权高度分散情况下的免费“搭便车”问题。

四、模型设定与变量说明

(一) 主成分分析法的应用

本文使用五个变量对公司经营的复杂性进行衡量 ,分别是公司规模、公司控股子公司的数量、公司是否跨国经营、公司成立年限以及公司经营涉及行业数。而本文采用的主成分分析是将衡量经营复杂程度的五个变量降维 ,用数量少于五个的综合变量来代表 ,综合变量与原始变量包含有同样的信息 ,其中 ,第一个综合变量是用来检验这些假设的各变量的一个线性组合 ,它代表各变量方差的最大比例。即第一个主成分因素是用来检验公司规模、控股子公司数量、公司是否跨国经营、公司成立年限以及公司经营涉及的行业数五个变量的一个线性组合 ;第二个综合变量则是这些变量的一个正交线性组合 ,它解释了剩余变量的方差最大比例 ,依次类推。根据 Kaiser (1960) 提出的方法 ,我们保留所有其特征值超过 1 的主成分 (也就是说这些主成分比任何一个原始变量本身有更强的解释力)。

通过主成分分析发现 ,特征值超过 1 的有两个主成分因素 ,表 1 列出了两个主成分的主成分载荷。它显示了由主成分分析得到的每个因素 ,这些特征向量与每一个变量相关。解释比例则由每个因素能够解释全部变量的程度。根据表 1 ,前两个主成分的特征值累计占到总方差的 62.33 % ,可见它们对原先的五个变量具有较强的代表性。

表 1 主成分分析中各成分分析的特征值及解释比例		
	Factor ₁	Factor ₂
ln asset	0.484	0.231
Firmage	0.257	- 0.737
lnsegment	0.656	- 0.105
Chukou	0.224	0.626
Hangye	0.467	0.013
解释比例	35.57 %	26.76 %

说明 :ln asset 为公司总资产的自然对数 ; Firmage 为公司成立年限 ;lnsegment 为公司控股子公司数量的自然对数 ; Chukou 为哑变量 ,若公司有出口收入 ,为 1 ,否则为 0 ; Hangye 为公司经营涉及行业的数量。

(二) 模型的设定

根据前述主成分分析的结果 ,本文对公司经营复杂性的衡量可以通过两个主成分因素来解释。而作为额外的控制 ,本文在研究董事会结构决定因素模型中还加入了以下控制变量 :

(1) 前一期的净资产收益率。理论研究和实证分析都认为 ,总经理的去留问题与其个人业绩和公司的利润呈负相关关系 ,董事会独立性越强 ,这种关系越明显 ;业绩不好的公司增选独立董事的可能性更大 ,因而本文使用前一期的净资产收益率来控制业绩对董事会结构的影响。

(2) 前一年是否发生并购行为。这里的并购包括股权收购或资产收购。最近的并购行为与董事会规模的扩大相关 ,这可能是因为被并购方董事加入到了并购方的董事会中。本文将其设定为一个哑变量 ,即当公司在前一年度进行了并购为 1 ,否则为 0。

(3) 为控制研究的内生性问题 ,本文采用两种方法 :第一 ,在所有回归模型中 ,都包含了行业固定作用 ,其原理在于它们控制了可能共同决定董事会规模和独立性的基本经济环境。因为在同样的行业 ,公司面临同样的生产技术和市场环境 ,而这就是引起内生性问题的基本因素。第二 ,引进关于董事会规模和外部独立董事比例的工具变量。在本文检验中 ,选取的工具变量为这些变量的前一期董事会结构的对应值。本文对董事会规模决定因素研究所使用的工具变量是独立董事比例的前一期值 ,如 j 公司在第 i 年的董事会规模的工具变量就是 j 公司在第 i - 1 年的独立董事比例。而控制董事会独立性内生性问题的工具变量则使用董事会规模的前一期值。

根据本文研究董事会结构的三个方面 ,建立如下三个研究模型 :

$$\begin{aligned} Dirsiz_e = & \alpha_0 + \alpha_1 property + \alpha_2 zhiheng + \alpha_3 factor_1 + \alpha_4 factor_2 + \alpha_5 lagroe + \alpha_6 Debt + \\ & \alpha_7 laginde + \alpha_8 Bg + \beta_i \sum_{i=1}^4 year_i + \gamma_i \sum_{i=1}^{20} industry_i \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned} Inderatio = & \alpha_0 + \alpha_1 property + \alpha_2 zhiheng + \alpha_3 factor_1 + \alpha_4 factor_2 + \alpha_5 lagroe + \alpha_6 Debt + \\ & \alpha_7 lagdirsize + \alpha_8 Bg + \beta_i \sum_{i=1}^4 year_i + \gamma_i \sum_{i=1}^{20} industry_i \end{aligned} \tag{2}$$

$$Inderepu = \alpha_0 + \alpha_1 property + \alpha_2 zhiheng + \alpha_3 factor_1 + \alpha_4 factor_2 + \alpha_5 lagroe + \alpha_6 Debt + \alpha_7 lagdirsize + \alpha_8 Bg + \beta_i \sum_{i=1}^4 year_i + \gamma_i \sum_{i=1}^{20} industry_i \quad (3)$$

其中, *Dirsize* 为董事会规模,以董事会人数衡量; *Inderatio* 为独立董事比例; *Inderepu* 为独立董事声誉。 *laginde* 为前一年的独立董事比例; *lagdirsize* 为前一年的董事会规模; *property* 为哑变量,若公司属于国有控股则为 1,否则为 0^①; *zhiheng* 为第一大股东持股比例与第二和第三大股东持股比例之和的比率; *factor₁* 和 *factor₂* 分别为第一、二主成分因素; *lagroe* 为前一年的净资产收益率; *Debt* 衡量公司负债,为长期负债与总资产的比例; *Bg* 为哑变量,若公司前一年有并购行为为 1,否则为 0; *year_i* 为年度哑变量,本文研究样本为 5 年数据,共设立 4 个年度哑变量; *industry_i* 为行业哑变量,本文样本中涉及 21 个行业,共设立 20 个行业哑变量。

五、实证研究结果与分析

表 2 使用相关主成分因素分别对董事会规模、独立董事比例和独立董事声誉进行回归分析。其中,模型 1 和模型 2 以董事会规模为因变量,模型 3 和模型 4 以独立董事比例为因变量,模型 5 和模型 6 则以独立董事声誉为因变量。

表 2 以董事会规模、独立董事比例和独立董事声誉为因变量的多元回归结果

解释变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	以 <i>Dirsize</i> 为因变量		以 <i>Inderatio</i> 为因变量		以 <i>Inderepu</i> 为因变量	
<i>property</i>	-	0.665 *** (9.05)	-	- 0.011 *** (- 3.77)	-	0.027 (1.15)
<i>zhiheng</i>	-	- 0.001 ** (- 2.27)	-	- 0.000 (- 1.48)	-	- 0.000 (- 0.24)
<i>factor₁</i>	0.192 *** (7.54)	0.175 *** (6.83)	0.004 *** (4.37)	0.004 *** (4.41)	0.067 *** (8.14)	0.061 *** (7.38)
<i>factor₂</i>	0.111 *** (3.50)	0.076 ** (2.39)	0.001 (0.93)	0.002 (1.60)	0.019 * (1.90)	0.022 ** (2.10)
<i>lagroe</i>	- 0.006 (- 0.74)	- 0.006 (- 0.72)	- 0.000 (- 0.24)	- 0.000 (- 0.28)	0.000 (0.11)	0.000 (0.11)
<i>laginde/</i> <i>lagdirsize</i>	- 3.592 *** (- 8.87)	- 3.348 *** (- 8.26)	- 0.004 *** (- 8.45)	- 0.004 *** (- 8.00)	- 0.007 * (- 1.80)	- 0.008 ** (- 2.04)
<i>Debt</i>	1.030 *** (2.93)	1.027 *** (2.93)	0.036 *** (2.76)	0.033 ** (2.55)	- 0.497 *** (- 4.42)	- 0.463 *** (- 4.11)
<i>Bg</i>	0.013 (0.23)	0.028 (0.47)	0.001 (0.58)	0.001 (0.42)	0.056 *** (2.81)	0.058 *** (2.91)
截距项	11.17 *** (29.76)	10.660 *** (28.24)	0.375 *** (26.59)	0.380 *** (26.9)	1.978 *** (15.9)	1.975 *** (15.86)
年度控制	是	是	是	是	是	是
行业控制	是	是	是	是	是	是
样本量	5 661	5 608	5 661	5 608	4 993	4 959
调整 R ²	5.95 %	7.26 %	60.14 %	59.95 %	5.24 %	5.19 %
F 值 (P 值)	12.94 (0.000)	14.71 (0.000)	285.68 (0.000)	255.31 (0.000)	10.20 (0.000)	9.48 (0.000)

注:括号内数值为 *t* 值,***、**、*分别表示在 1 %、5 %、10 %水平上显著。

从表 2 的回归结果可以看出,第一主成分因素在所有模型中都在 1 %水平上与因变量显著正相关,第二主成分因素除了在以独立董事比例为因变量的模型 3 和模型 4 中显著性不强外,在其他模型中至少在 10 %的水平上显著。这些结果说明公司经营复杂性对董事会结构(包括董事会规模、独立董事比例和独立董事声誉)的形成有显著正的影响。这与本文假设 1 以及假设 2a 和假设 2b 一致。

特别需要关注的是,在模型 2、模型 4 和模型 6 中,我们加入了所有权特征的两个变量,即股权性质和股东制衡能力后,没有改变经营复杂性变量的符号。从模型 2 的回归结果可看出,股权性质变量与董事会规模在 1 %水平上(*t* 值为 9.05)显著正相关,与本文的假设 3a 相一致,说明国有或国有控股公司的董事会规模要显著大于非国有公司;股东制衡能力与董事会规模在 5 %水平上显著负相关,*t* 值为 - 2.27,这与本文的假

①本文承袭刘芍佳、孙需和刘乃全(2003)一文所使用的“终极产权论”,根据上市公司披露的终极控制人数据,将上市公司分为国有控股和非国有控股。其中:国有控股包括国有独资、国资部门控股以及国有企业。若公司终极控制人可确定为自然人、职工持股会、民营企业、村办集体企业、街道集体企业、乡镇一级的政府部门、乡镇集体企业或外资企业,则认定其为非国有控股。

设4一致。从模型4中的回归结果看,股权性质变量与独立董事比例显著负相关,显著性水平达到1%,与本文的假设3b一致。在模型4和模型6中,股东制衡变量与独立董事比例、独立董事声誉变量之间的关系尽管为负相关,但都不显著,我们再结合模型2中的股东制衡能力与董事会规模显著的负相关关系可以合理推测,其他大股东更愿意在董事会中委派自己的代表,而不是通过增加董事会的独立性来约束或监督大股东的“隧道行为”。

六、研究结论、政策意义与局限性

关于董事会结构的研究文献多数从董事会结构如何影响公司业绩、管理层决策或公司经营效率的角度进行研究,本文研究的是董事会结构的决定因素,并从经营复杂性和所有权特征两个角度来观察董事会结构的内生决定。本文以公司规模、公司控股子公司的数量、公司是否跨国经营、公司成立年限以及公司经营涉及行业数来衡量公司经营复杂性,并采用主成分分析方法进行实证检验,得出以下结论:(1)公司经营复杂性与董事会规模和董事会的独立性显著正相关。这个研究结论表明在一个经营复杂程度较高的公司,管理层的道德风险会加大,因而为了更有效地监督和控制管理层的经营活动,公司就需要一个规模更大、独立性更强的董事会结构与其匹配。(2)相比较非国有控股公司,国有控股公司的董事会规模更大,独立董事比例较低。同时,公司的股权制衡能力越强,董事会规模也越大。

本文的政策意义在于:由于董事会结构是公司根据其经营环境和公司特征所做的一种安排,因而监管部门在制定政策时,如果强制公司采取一些固定模式的董事会结构,就可能会给公司和其利益相关者强加额外成本。因为在现存的研究中,不管是理论模型,还是实证结果都很难证明存在一种单一的“万能”董事会结构能够适应不同国家、不同制度背景下的不同公司。

本文的局限性主要体现在以下两个方面:(1)由于公司董事会结构具有一定的稳定性,要观察董事会结构的变化趋势需要一个相对较长的时期,尽管本文使用的数据跨度5年,但也可能无法完全反映公司董事会结构的变化趋势。(2)在影响公司董事会结构的诸多因素中,本文未考虑公司在选择董事会结构设置时所受到的法律因素的影响,特别是监管部门出台了诸多规范、准则或指引对独立董事的设置有专门的法规要求,因而董事会结构的设置和变化无法完全消除制度规定的影响。

参考文献:

1. 邓建平、曾勇、何佳:《改制模式影响董事会特征吗?》,载《会计研究》,2006(11)。
2. 黄张凯、徐信忠、岳云霞:《中国上市公司董事会结构分析》,载《管理世界》,2006(11)。
3. 林俊清、黄祖祥、孙永祥:《高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结果》,载《经济研究》,2003(4)。
4. 刘芍佳、孙霏、刘乃全:《终极产权论、股权结构及公司绩效》,载《经济研究》,2003(3)。
5. 夏立军、陈信元:《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》,载《经济研究》,2007(7)。
6. 夏冬林、朱松:《独立董事报酬的决定因素与公司治理特征》,载《南开管理评论》,2005(8)。
7. 于东智、池国华:《董事会规模、稳定性与公司绩效》,载《经济研究》,2004(4)。
8. 曾庆生:《国家控股、超额雇员与公司价值》,上海财经大学博士论文,2004。
9. 赵子夜:《业务复杂度、股权制衡和独立董事行业监督力》,载《经济科学》,2006(5)。
10. Agrawal, A. and Knoeber, C., 2001. "Do Some Outside Directors Play a Political Role?" *Journal of Law and Economics*, Vol. 44, pp. 179 - 198.
11. Beasley, 1996. "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud." *Accounting Review*, Vol. 71, pp. 443 - 465.
12. Bhagat, S. and Black, B., 1999. "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance." *Business Lawyer*, Vol. 54, pp. 921 - 963.
13. Boone, L.; Field, C. and Karpoff, J. M., 2006. "The Determinants of Corporate Board Size and Independence: An Empirical Analysis." University of Kansas, Working Paper.
14. Boycko, Maxim; Shleifer Andrew and Vishny, Robert W., 1996. "A Theory of Privatization." *Economic Journal*, Vol. 106 (435), pp. 309 - 319.
15. Bushman, R.; Qi, Chen and Ellen, Engel, 2004. "Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, pp. 167 - 201.
16. Coles, J. N. and Daniel, L. Naveen, 2005. "Boards: Does One Size Fit All?" Arizona State University, Working Paper.
17. Core, J. E.; Holthausen, R. W. and Larcker, D. F., 1999. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* Vol. 51, pp. 371 - 406.
18. Demsetz, H. and Lehn, K., 1985. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155 - 1177.
19. Eliezer, M. and Shivdasani, Anil, 2006. "Are Busy Boards Effective Monitors." *The Journal of Finance*, Vol. 4, pp. 689 - 724.

(下转第92页)

Studies, Vol. 23, pp. 29 - 54.

28. Kogut, B. and Singh, H., 1988. "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode." *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 3, pp. 411 - 432.

29. Kusewitt, J. B., 1985. "An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance." *Strategic Management Journal* Vol. 6, No. 2, pp. 151 - 169.

30. Lee, T. J. and Caves, R. E., 1998. "Uncertain Outcomes of Foreign Investment: Determinants of the Dispersion of Profits after Large Acquisitions." *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No. 3, pp. 563 - 582.

31. Luo, Y. D. and Tung, R. L., 2007. "International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective." *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4, pp. 481 - 498.

32. Makino, S. and Neupert, K. E., 2000. "National Culture, Transaction Costs, and the Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary." *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 4, pp. 705 - 713.

33. Morosini, P.; Shane, S. and Singh, H., 1998. "National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance." *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, pp. 137 - 158.

34. Porter, M., 1990, *The Competitive Advantage of Nations*. New York: Free Press.

35. Ralston, D. A.; Terpstra - Tong, J.; Terpstra, R. H.; Wang, X. and Egri, C., 2006. "Today's State-Owned Enterprises of China: Are They Dying Dinosaurs or Dynamic Dynamos?" *Strategic Management Journal*, Vol. 27, pp. 825 - 843.

36. Rondinelli, D. A., 1987. "Export Processing Zones and Economic Development in Asia." *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 46, No. 1, pp. 89 - 105.

37. Rugman, A. M. and Li, Jing, 2007. "Will China's Multinationals Succeed Globally or Regionally?" *European Management Journal*, Vol. 25, No. 5, pp. 333 - 343.

38. Vermeulen, F. and Barkema, H. G., 2001. "Learning through Acquisitions." *Academy of Management Journal*, Vol. 44, pp. 457 - 476.

39. Wilson, Brent, 1980. "The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions." *Journal of International Business Studies*, Vol. 12, pp. 59 - 65.

40. Yan, A. and Gray, B., 1994. "Bargaining Power, Management Control, and Performance in United States - China Joint Ventures: A Comparative Case Study." *Academy of Management Journal*, Vol. 37, pp. 1478 - 1517.

41. Yiu, D. and Makino, S., 2002. "The Choice between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary: An Institutional Perspective." *Organization Science*, Vol. 13, No. 6, pp. 667 - 683.

42. Yong Suhk Pak and Ki Hyun Ryu, 2006. "The Determinants of China Cross-border M&As Performance: A Comparative Study between Overseas Sino and Anglo Firms." *Academy of International Business Conference Paper*, Beijing.

(责任编辑:孙永平)

(上接第 82 页)

20. Fama and Jensen, 1983. "The Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301 - 325.

21. Ferris, S.; Murali, J. and Pritchard, Adam, 2003. "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments." *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1087 - 1111.

22. Hermalin, B. and Weisbach, M., 1998a. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 96 - 118.

23. Hermalin, B. and Weisbach, M., 1998b. "The Determinants of Board Composition." *Rand Journal of Economics*, Vol. 19(4), pp. 589 - 606.

24. Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831 - 880.

25. Kaiser, H., 1960. "The Application of Electronic Computers to Factor Analysis." *Educational and Psychological Measurement*, Vol. 20, pp. 141 - 151.

26. La Porta, R.; Lopez - de - Silanes, F.; Shleifer, A. and Vishny, R., 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 3 - 27.

27. Lehn, K.; Patro, S. and Zhao, M., 2004. "Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935 - 2000." *University of Pittsburgh, Working Paper*.

28. Raheja, C. G., 2005. "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 6, pp. 68 - 77.

29. Shivdisani, 1993. "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 167 - 198.

30. Shleifer, Andrei and Vishny, 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461 - 488.

31. Shleifer and Vishny, 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737 - 777.

32. Todd, W., 2003. "Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs." *PhD. Dissertation, Illinois University*.

33. Westphal, 1999. "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO - board Social Ties." *Academy of Management Journal*, Vol. 42, pp. 7 - 24.

34. Yermack, 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185 - 211.

(责任编辑:彭爽)