

股权结构、境外背景独立董事与公司绩效

——来自于沪市上市公司的证据

马连福¹ 高楠^{1,2} 曹春方¹

(1 南开大学商学院/南开大学公司治理研究中心 天津 300071; 2 天津财经大学商学院 天津 300222)

摘要: 本文以 2006-2008 年沪市上市公司为研究样本,以聘请具有境外背景独立董事为切入点和中介变量,用独立董事所具备的境外背景来代表其实质上的决策制定和监督能力,在上市公司现有的股权结构框架下,对“股权结构-董事会结构-公司绩效”这一关系进行了深入的探索。研究结果显示,聘请具有境外背景独立董事虽然有利于公司绩效的提升,而且也在一定程度上抵消了一部分股权结构的影响,但却是不显著的。可见,即使目前上市公司的治理结构在不断完善,但是大股东侵占上市公司的利益的行为也表现得更具多样性和隐蔽性,董事会在优化公司治理活动中的作用还有待加强。

关键词: 境外背景 独立董事 股权结构 公司绩效

中图分类号: F **文献标识码:** A

引言

在公司治理的研究中,股权结构一直是一个中心问题。基于代理理论的模型证明,股权结构反映了公司利益分配和风险承担机制,并且能够影响对管理层的监控、投融资决策和成长机会选择等公司价值创造和分配行为,因而与企业绩效相关 (Jensen & Meckling, 1976; Grossman & Hart, 1980; Shleifer & Vishny, 1986)。然而从目前的研究成果来看,所得到的关于股权结构与公司绩效之间的关系并不一致。因此,我们认为在股权结构对公司绩效的影响路径中,一定还存在着其他的影响因素在其中充当传导机制。

为完善上市公司治理结构,促进上市公司规范运作,2001年8月16日,中国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,规定在2002年6月30日前,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,这标志着我国的独立董事制度已经由最初的“选择性条款”¹进入了正式实施阶段。时至今日,独立董事制度在我国已经实施了将近十年,从最初的强调形式,到逐渐地注重实质,应该说独立董事在我国上市公司的治理中发挥了越来越重要的作用。

2004年,为了贯彻党的十六大、十六届三中全会精神,推进股份制改革,完善公司法人治理结构,加快建立现代企业制度,适应新的国有资产管理体制的要求,依法规范地行使出资人权利,国务院国有资产监督管理委员会决定选择部分中央企业进行建立和完善国有独资公司董事会试点工作²,第一批试点企业包括宝钢集团有限公司、神华集团有限责任公司

¹ 1997年12月,在中国证监会发布的《上市公司章程指引》中,把建立独立董事制度作为“选择性条款”提出:“公司根据需要,可以设立独立董事”。

² 《国务院国有资产监督管理委员会关于中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点工作的通知》,国资发改革[2004]229号,2004年6月7日。第一批试点企业包括宝钢集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国高新投资集团公司、中国诚通控股公司、中国医药集团总公司、中国国旅集团公司、中国铁通集团有限公司等7家。

等 7 家。2005 年 10 月，宝钢集团作为第一家试点单位，率先建立了规范的董事会，在 9 名董事成员中包括了 5 位外部董事，其中冯国经和李庆言 2 名外部董事更是具有境外背景。于是，一个特殊的群体——具有境外背景的外部董事¹开始进入人们的视野。2007 年，作为宝钢具有境外背景外部董事之一的李庆言，获得了代表着来华工作外国专家最高荣誉的奖项“友谊奖”，而他获得这一奖项的原因正是由于其担任宝钢外部董事期间所做的贡献；2009 年，在宝钢集团董事会的换届选举中，首届董事会成员全部继任。可以说，这些成绩一方面在一定程度上肯定了试点工作的成效，与此同时还引发了我们对于外部董事，特别是具有境外背景的外部董事的关注。

回顾中国上市公司的发展历程，对于具有境外背景的外部董事的聘任，宝钢集团并非始作俑者。仅就上海证券交易所而言，中国国贸（600007）在 1997 年已经引入了像徐子望这样的具有境外学习和工作经历背景的独立董事²。截至 2008 年，上海证券交易所中共有 174 家上市公司聘用过境外背景独立董事，境外背景独立董事的人次数最高达到 172 位，有极少的公司甚至聘用了 5 到 6 位的境外背景独立董事。然而，从本研究所搜集的数据来看，仅就沪市上市公司而言，1999 年至 2009 年聘任具有境外背景独立董事的上市公司数量分别为 6、19、35、97、123、131、130、127、108、87、49，总体呈现出了一种先升高再降低的倒 U 字形态势。既然在央企的董事会改革试点中，具有境外背景的外部董事体现出了积极的作用，那为什么在上市公司中这一特殊身份的独立董事却由开始的受追捧转为逐步退出？在对这一问题进行思考的过程中，我们认为之所以会出现这一现象，可能是由于在中国的上市公司中，控股股东掌控着包括董事会治理在内的公司治理活动，在这样的股权结构下，具有境外背景的独立董事很难通过为上市公司带来先进的公司治理理念，提升公司在资本市场中的声誉，进而带来较高的经营绩效。为此，本文试图通过实证研究，来对“股权结构-董事会结构-公司绩效”这一作用机理进行分析和验证，进而为上述现象提供证明。

一、文献述评

从国内外的研究现状来看，现有文献主要从股权结构与公司绩效，董事会结构与公司绩效等方面展开研究。

（一）股权结构与公司绩效

对于股权结构与公司绩效关系的研究起源于 Berle & Means（1932）。他们认为，随着公司股权的分散，公司中典型的股东已经不再能真正行使有效监督公司管理者行为的权力，而所有者与经营者利益的冲突结果总是以有利于管理者一方而结束，其后果就会直接导致公司价值的下降。按照这样的逻辑，只要股权相对集中，就可以提高股东的监控能力从而改善公司绩效。Pedersen & Thomsen（2000）以欧洲的 435 家大型企业为研究对象，发现股权的集中与股东价值（股票的市价与账面价值比）和公司利润（资产回报率）都具有正相关关系；Claessens, Djankov, Fan & Lang（2002）以东亚 8 个国家的 1301 家公司作为研究对象，发现在一定的范围内，大股东所持有的现金流水平与公司价值正相关，具有积极的监督效应；我国学者聂长海、姜秀华、杜焯君（2003）、徐莉萍、辛宇、陈工孟（2006）以及骆振心和杜亚斌（2008）以中国上市公司为研究对象，也都得出了相同的结论。但是也有一些研究得到了不同的结论，Leech & Leahv（1991）以英国的公司为研究对象，得出股权集中度与公司价值以及利润率之间存在显著负相关的关系的结论；孙永祥、黄祖辉（1999）的经验研究发现，随着第一大股东所持股权比例的增加，TobinQ 值先是上升，当第一大股

¹ 根据国务院国资委主任李荣融的观点，外部董事的范畴是包括独立董事的，两者的区别在于独立于董事还独立于股东。由于国有独资公司只有一个股东，所以没有强调这种独立性。

² 1996 年，广船国际（600685）以及 S 上石化（600688）就已经率先在其董事会中引入了俞汉度、阮北耀、何斐等在境外有过职业和受教育经历的独立董事，但由于其是多地上市，故没有涵盖在本研究的范围内。

东所持股权比例达 50%后, TobinQ 值开始下降, 说明在股权集中度与公司绩效之间存在一种“区间效应”。

自从 Shleifer & Vishney 在 1997 年发表了著名的关于公司治理的综述文章后, 对于公司治理的关注从经理层与分散的小股东之间的冲突 (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976), 扩展到大股东利用对公司的控制权侵害中小股东的利益的研究 (Shleifer & Vishney, 1997; La Porta 等, 1998; Claessen 等, 2000; Faccio & Lang, 2001)。许多研究成果证明, 多个大股东可以相互制衡, 从而遏制大股东的“隧道行为” (Tunneling), Maury & Pajuste (2005) 通过模型以及实证研究, 指出在芬兰的上市公司中存在力量相当的大股东有助于公司价值的提升。徐莉萍等 (2006) 在研究中发现过高的股权制衡程度对公司的经营绩效有负面影响; 刘慧龙等 (2009) 认为其他大股东与第一大股东在隧道挖掘问题上相互制衡还是竞争性合谋, 主要取决于其他大股东对第一大股东的制衡能力, 无论是从公司的资金占用、现金持有还是公司绩效和公司价值都得到了验证。

虽然有很多学者都在研究中验证了股权结构与公司绩效之间的相关关系, 但不相一致的结论只能说明股权结构是引发公司绩效变化的一个原因, 而并不是唯一原因。事实上, 在关于企业所有权与控制权与其经营绩效的关系的研究中, 不仅需要关注股权集中度与股权制衡度, 即股东的控制权, 还应该同时关注控股股东的类型, 对于最终控制人类型的模糊界定, 是先前从事股权结构对公司绩效影响的研究误入歧途的一个重要原因 (刘芍佳、孙 霏、刘乃全, 2003)。对于中国的证券市场而言, 其设立的初衷就是为国企改革和解困服务, 因此上市公司中大部分由国有企业改制而来, 为保持国家对上市公司的控制力, 国有股权在上市公司中占据了很大比例 (夏立军、方轶强, 2005)。而且鉴于我国投资者的法律保护水平低下, 因此即使经历了股权分置改革, 控股股东仍然可以通过控制上市公司董事会影响上市公司的独立性, 间接侵害上市公司和中小股东的利益 (宋力、胡运权, 2010)。

(二) 董事会结构与公司绩效

根据 Berle & Means (1932) 的观点, 现代公司的核心特征是所有权与控制权相分离。这样一来, 董事会在公司治理中的作用就日益凸现。董事会在公司中的位置也比较特殊, 它既要完成股东大会赋予的受托责任, 同时又要完成其对经理层的委托责任 (马连福、张耀伟, 2004)。因此, 董事会的结构自然既会受到股权结构的影响, 又会进而影响到公司的经营绩效。

随着资本市场的发展, 股权高度分散化导致股东大会对董事会和管理层的制约弱化, 经理人利用其信息优势对中小股东实施“利益侵占”, 极大地损害了公司价值, 出于对单层制董事会结构中监督机制的改进, 独立董事制度被引入, 成为了美、英等国强化公司内部制衡机制的一个有效选择。而且, 依据代理理论, 当董事会中拥有大量具有独立性的外部董事, 那么公司将具有较好的业绩 (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997)。已有的一些经验研究也表明, 独立董事制度的引入, 特别是董事会中拥有了较大比例的独立董事, 确实提高了公司治理水平, 保护了中小股东的权益 (Kent A. Hickman, 1992; Hossain, Prevost & Rao, 2001; Kaplan & Minton, 1994; Cotter et al., 1997; 王跃堂等, 2006; 赵昌文等, 2008)。然而, 也有一些研究得到了相反的结论 (Yermack, 1996; Agrawal & Knoeber, 1996; Bhagat & Black, 1999; 李常青和赖建清, 2004; 姚伟峰和鲁桐, 2010)。

之所以会出现相反的结论, 可能是由于独立董事的独立性不仅来源于形式上的独立, 更体现在实质上的独立。因此, 仅仅依据独立董事在董事会中所占的比例来衡量董事会的独立性, 进而考察其与公司绩效的关系就显得有些简单 (Hermalin & Weisbach, 2003)。于是, 学者们开始从更深的层次上关注独立董事自身的一些特征。近几年随着全球化进程的深化, 国际化对于促进国与国之间的信息流动、人才流动以及公司治理的融合与改进起到了关键的

作用。因此，独立董事的境外背景开始受到学者们的关注。Oxelheim & Randøy (2001) 的研究表明凡是聘请了来自于英美法系国家的独立董事的公司都取得了比较好的经营绩效，这主要是由于来自英美法系国家的独立董事为公司带来了先进的公司治理理念，而且传递了公司想要改进自身的公司治理状况的意愿，有助于提升公司在资本市场中的声誉，进而带来较高的经营绩效。Masulis, Wang & Xie (2009) 以 1998-2006 年间美国的上市公司为研究对象，也就境外独立董事对于公司绩效和价值的关系进行了研究，但他们主要研究了境外独立董事所处的地域位置是否会影响其参与公司治理的能力，以判断境外的独立董事到底是有效的顾问还是无效的监督者，而对于境外独立董事的国际视野以及专家技能，却鲜有证据证明有助于公司绩效的提升。国内学者魏刚等 (2007) 以 291 家 1999-2002 年的中国上市公司为样本，研究了独立董事的多重背景对于公司经营绩效的影响，其中得到的一个结论就是独立董事中“海归”越多，公司经营业绩越好。

除此以外，没有考虑股权结构等内部治理机制，也是带来研究结论的不一致的一个重要原因，特别是在我国这样产权制度和投资者保护相对比较薄弱的新兴市场中。邵少敏等 (2004) 通过研究得出了与之前研究 (胡勤勤和沈艺峰, 2002; 高明华和马守莉, 2002) 不同的结论，指出独立董事有助于公司治理结构的改善，但是控股股东持有过高的股权比例是制约独立董事发挥作用的重要因素。

通过对上述文献的述评，本文希望能够将股权结构、董事会结构以及公司绩效纳入一个统一的分析框架，以具有境外背景的独立董事作为研究视角，深入探索“股权结构-境外背景独立董事-公司绩效”之间的关系，为我国上市公司的董事会优化提供一些经验证据。

二、理论分析和研究假设

Shleifer 等 (1997) 在研究中指出，在公司治理对外部投资者利益缺乏保护的大陆法系国家，公司的股权有集中的趋势，这是投资者为保护自身利益而做出的自然反映。因此，可以认为，在公司治理对外部投资者利益缺乏保护的情况下，公司的经营绩效会随着股权集中度，即第一大股东持股比例的提高而提高。然而，大股东毕竟是“经济人”，其对于公司所实施的积极监督是以所获得的公司控制权作为补偿的。于是，当缺乏有效的制衡时，大股东既有动机也有能力对公司以及中小股东的利益实施侵害；当第一大股东的持股比例达到一定程度后，即使股东间具备有效的制衡，第一大股东仍会倾向于寻求与其他大股东的“竞争性合谋”来共同掏空公司 (刘慧龙等, 2009)。但是即使如此，股权制衡仍然是一项重要的公司内部治理机制，因为众多的研究表明，其他大股东在公司治理中确实能够对控股股东和管理层提供有效的监督 (Shleifer et al., 1986; Maury et al., 2005; Zeitun & Rami, 2008; 刘星等, 2007)。除此以外，对于中国的上市公司而言，鉴于政府在经济生活中的双重角色，相对于其他产权安排，在政府控制的公司中股东与经理人之间的代理问题更为严重 (李增泉、余谦、王晓坤, 2005)，因而会带来更差的绩效。对于国有上市公司，按照终极控制人的不同，又可以进一步地分为由中央部委最终控制和地方政府 (省级、市县级) 所属的上市公司两类。这两类上市公司在与政府的外部联系和监督激励体制又有着明显的不同，从而导致其利益趋动因素的差异 (夏立军、方轶强, 2005)。相对于中央政府直接控制的公司，地方政府直接控制的上市公司对地方政府的政绩有着很大的影响，软预算约束和向地方政府寻租的行为颇为普遍，代理成本更大。据此，我们提出如下假设：

假设 1a：公司的股权集中度与公司绩效之间存在非线性关系，总体呈现一种正 U 字形关系。

¹ 邵少敏等 (2004) 在研究中指出，胡勤勤和沈艺峰 (2002) 以及高明华和马守莉 (2002) 的研究之所以认为独立董事制度不能够有效提高股东的权益，一个很重要的原因是他们没有考虑中国上市公司的股权结构因素。

假设 1b: 公司的股权制衡度越高, 公司的绩效越好。

假设 1c: 相对于非政府控制的上市公司, 政府控制的上市公司具有较差的公司绩效; 相对于中央政府控制的上市公司, 地方政府控制的上市公司具有较差的绩效。

(二) 股权结构与境外背景独立董事的聘任

独立董事制度是单层制董事会结构中的监督机制, 其引入主要是为了解决由于股权高度分散化导致的股东大会对董事会和管理层的制约弱化, 经理人利用其信息优势对中小股东实施“利益侵占”的问题。然而, 对于中国等新兴市场, 公司治理的主要问题是控股股东与中小股东之间的代理问题, 即第二类代理问题 (La Porta 等, 1999)。在我国的上市公司中, 掌握有实际控制权的大股东利用其手中的控制权操控包括董事会在内的有关公司治理与管理的主要方面 (唐跃军, 2010), 这其中就包括对独立董事的选聘。对于具有境外背景的独立董事, 在国外受到的良好教育, 甚至长期工作的经历, 使得他们可以借助于这些资源, 更好地为公司提供有价值的见解和建议, 充分履行其决策建议的职责。然而, 随着第一大股东持股比例的增加, 其往往越来越不愿意在董事会中引入这些“不听话”的成员, 以影响其对于董事会的控制权, 但是当第一大股东能够实现对公司的绝对控制后, 为了优化公司治理、提升公司业绩、获得更大的利益, 第一大股东又会有动力聘请具有境外背景的独立董事; 无论股权集中度如何, 如果公司中的其他股东能够在一定程度上对大股东形成有效的制衡, 那么公司的董事会无论是从结构上还是从运作上, 都会更加合理。对于中国的上市公司而言, 相对于非政府控制的上市公司, 政府控制的上市公司更可能会受到政策导向的影响, 来不断优化其治理结构, 这点在中央政府控制的上市公司中的表现会更加突出。据此, 我们提出如下假设:

假设 2a: 公司的股权制衡度与公司聘请境外背景独立董事之间存在非线性关系, 总体呈现一种正 U 字形关系。

假设 2b: 公司的股权制衡度越高, 公司会聘请更多具有境外背景的独立董事。

假设 2c: 相对于非政府控制的上市公司, 政府控制的上市公司会聘请更多的具有境外背景的独立董事; 相对于中央政府控制的上市公司, 地方政府控制的上市公司会聘请更少的具有境外背景的独立董事。

(三) 境外背景独立董事聘任与公司绩效

境外上市一直以来都被认为是公司向外界传递的一个信号, 即它愿意在更加成熟的资本市场中接受更严格的信息披露标准, 以提高投资者对于上市公司的认可, 吸引更多的投资者, 进而降低公司的资本成本, 提升公司价值 (Howe & Madura, 1990; Sundaram & Louge, 1996; Foerster & Karolyi, 1999; Miller, 1999)。但 Reese & Weisback (2001) 在研究中发现, 由于要面对更加严格的信息披露和监管要求, 必然会增加公司的成本。为此, 一些公司开始探求另外的路径——在董事会中“引进”来自成熟资本市场中的外部董事以提升现有的公司治理水平。对于为什么要引进境外董事, Oxelheim & Randøy (2001) 指出有三种可能性: (1) 公司拥有来自境外的直接投资; (2) 公司拥有境外大股东; (3) 公司特别用于向外界传递信号, 即要采取更优的公司治理系统, 以改进现有的公司治理水平。其中第三种可能性正好解释了为什么越来越多的上市公司开始聘请来自于英美法系国家的董事来出任独立董事, 其主要目的还是在于通过这一方式改善现有的公司治理水平, 进而提升公司的经营绩效。为此, 我们提出如下假设:

假设 3: 在控制了股权结构及最终控制人类型的条件下, 聘用境外背景的独立董事在上市公司股权结构与公司绩效之间具有中介效应。

三、研究设计

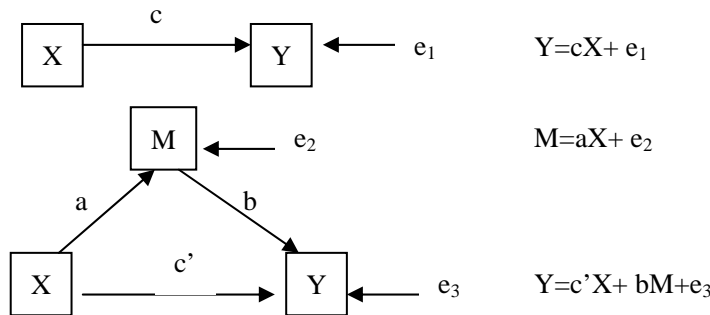
(一) 样本选择与数据来源

本文以 2006-2008 年在上海证券交易所上市的公司为研究样本，并按照以下方法对样本进行了筛选：（1）剔除了金融、证券类上市公司；（2）剔除了上市未满一年的公司；（3）剔除了 ST 的公司；（4）剔除了同时发行 B 股和 H 数的公司；（5）剔除了数据不全的公司，最终确定了 1901 个最终的研究样本。其中关于独立董事的境外背景资料来源于新浪网财经专栏（<http://finance.sina.com.cn/stock>）的公司高管数据，其他样本数据来源于国泰安（CSMAR）数据库、色诺芬（CCER）数据库，为了保证数据的准确性，我们对数据进行了抽样检验。

(二) 研究模型与变量

根据本文的研究目的，在对已有的“股权结构-公司绩效”的关系进行验证的基础上，引入董事会中一类特殊的董事——具有境外背景的独立董事的数量，将其作为中介变量，深入探究“股权结构-董事会结构-公司绩效”之间的关系。

由于本文涉及到具有境外背景的独立董事的数量作为中介变量对公司绩效的影响，我们采用温忠麟等（2004）的中介变量法进行研究。当一个变量 M 能够在某种程度上解释自变量和因变量之间关系时，我们就认为它具有中介效应，如下图所示：



因此，为了验证公司聘请的具有境外背景的独立董事数量在“股权结构-公司绩效”的关系中具有中介效应，我们需要检验：（1）股权结构对于公司绩效的影响；（2）股权结构对于上市公司聘请具有境外背景独立董事的影响；（3）具有境外背景的独立董事是“股权结构-公司绩效”关系的中介变量，股权结构通过影响公司对于具有境外背景独立董事的聘用来影响公司绩效。为此，本文设计了如下三个研究模型：

$$PB = \alpha_0 + \alpha_1 f1 + \alpha_2 f1^2 + \alpha_3 top25 + \alpha_4 Gov + \alpha_5 CenGov + \alpha_6 LocalGov + \alpha_7 Size + \alpha_8 Lev + \sum_{i=1}^{11} \alpha_{8+i} Industry_i + \alpha_{20} Year2007 + \alpha_{21} Year2008$$

$$Overseas = \beta_0 + \beta_1 f1 + \beta_2 f1^2 + \beta_3 top25 + \beta_4 Gov + \beta_5 CenGov + \beta_6 LocalGov + \beta_7 Size + \beta_8 Lev + \beta_9 CEO/ChairDuarity + \beta_{10} OwnershipStructure + \sum_{i=1}^{11} \beta_{10+i} Industry_i + \beta_{22} Year2007 + \beta_{23} Year2008$$

$$PB = \delta_0 + \delta_1 Overseas + \delta_2 f1 + \delta_3 f1^2 + \delta_4 top25 + \delta_5 Gov + \delta_6 CenGov + \delta_7 LocalGov + \delta_8 Size + \delta_9 Lev + \delta_{10} CEO / ChairDuarity + \delta_{11} OwnershipStructure + \sum_{i=1}^{11} \delta_{11+i} Industry_i + \delta_{23} Year2007 + \delta_{24} Year2008$$

其中，公司绩效用市净值（PB）来度量；f1 为第一大股东的持股比例，用以衡量公司的股权集中度；f1² 为第一大股东持股比例的平方，用以检验股权集中度是否与公司绩效之间存在非线性的关系，为了降低与一次项的多重共线性采用“centering”方法进行处理；top25 为第二至第五大股东持股比例之和，用以衡量公司的股权制衡度；Gov、CenGov、LocalGov 为哑变量，分别表示最终控制人为政府的公司、最终控制人为中央政府的公司和最终控制人为地方政府控制的公司¹；Overseas 为上市公司董事会中具有境外背景独立董事数量²。考虑到公司的规模、资产负债率、两职兼任情况、所有权变动情况以及行业因素的影响，本研究将以上五个变量作为控制变量分别纳入到回归方程中，并分别以 Size、Lev、CEO/Chair Duarity、Ownership Structure 和 Industry 来表示，其中 Size 为公司总资产的自然对数，Lev 为公司的负债总额与总资产的比值，CEO/Chair Duarity 为总经理与董事长的两职兼任情况³，Ownership Structure 为反映股本结构是否发生变化的哑变量⁴，Industry 为行业哑变量，按证监会的分类标准（剔除金融行业）共有 12 个行业，设置了 11 个行业哑变量。又因为样本数据涉及了 3 个年度，为了控制公司价值的年度间差异，我们以 2006 年度为参照系，在模型中设置 Year2007 和 Year2008 两个哑变量⁵。

四、实证研究结果

（一）描述性统计和单变量分析

表 1 给出了本文所研究的主要变量的描述性统计结果。结果表明，样本公司董事会中境外背景独立董事的平均人数仅为 0.14，不足 1 人，可见目前在我国的上市公司中，仅有较少的公司聘请了境外背景独立董事，而且即使聘请了，但相对于独立董事总数的比例也是较低的，平均仅为 4.22%，因此要想借助于境外背景的独立董事来规范现有的董事会运作还是比较困难的。从股权结构变量来看，第一大股东持股比例的平均值为 0.37，第二至第五大股东持股比例之和的平均值为 0.14，这表明在样本公司中，总体呈现出一种股权集中度较高，而其他股东对第一大股东的制衡度较弱的点。

¹ 如果公司的最终控制人为政府，则 Gov 取值为 1，否则为 0；如果公司的最终控制人为中央政府，则 CenGov 取值为 1，否则为 0；如果公司的最终控制人为地方政府，则 LocalGov 取值为 1，否则为 0。

² 之所以选用上市公司中具有境外背景的独立董事的数量而不是比例，是因为之前的学者在研究中发现，上市公司独立董事人数与业绩有一个粗略的正相关关系，但独立董事比例与公司业绩这两者没有表现较好的相关关系（李有根等，2001），这主要是上市公司出于成本角度考虑的结果（谭劲松等，2003）。

³ 若两职兼任则 CEO/Chair Duarity 取值为 1，否则为 0。

⁴ 若公司在当年度股本结构发生了变化，则 Ownership Structrue 取值为 1，否则为 0

⁵ 对于 2007 年度的样本公司，Year2007 取值为 1，否则为 0；对于 2008 年度的样本公司，Year2008 取值为 1，否则为 0。

表 1 主要研究变量的描述性统计分析

	最小值	最大值	均值	标准差
PB	-21.5806	108.5	3.8164	4.3783
Overseas	0	4	0.14	0.438
f1	.0355	.8523	.365134	.1524749
top25	.0053	.5016	.135006	.1017475
GOV	0	1	.65	.477
CenGov	0	1	.18	.384
LocalGov	0	1	.47	.499
Size	18.6289	26.0217	21.592373	1.0013746
Lev	.0091	1.9904	.509804	.1858895
CEO/Chair duality	0	1	.09	.293
Ownership Structure Change	0	1	.19	.391

除此以外，本文还按照最终控制人类型，对总体样本进行了进一步的细分，以探究其对于公司聘请具有境外背景独立董事的影响，如下表 2 所示。结果显示，从绝对数量上看，最终控制人为政府的上市公司聘请了更多的境外背景独立董事，然而从相对的聘用比例来看，非政府控制的公司却比较高。可见相对于非政府控制的上市公司，政府控制的上市公司聘请境外背景独立董事可能更多是出于迎合政策导向，而并非从优化董事会结构，提升公司价值的角度出发，初步验证了假设 2c。

表 2 样本公司聘请境外背景独立董事的总体分布

年份	全体			中央政府控制			地方政府控制			非政府控制		
	样本数量	聘用	聘用比例	样本数量	聘用	聘用比例	样本数量	聘用	聘用比例	样本数量	聘用	聘用比例
总体	1901	217	11.42%	342	67	19.59%	893	64	7.17%	666	86	12.91%
2006	648	86	13.27%	111	23	20.72%	303	29	9.57%	234	34	14.53%
2007	623	74	11.88%	108	22	20.37%	292	25	8.56%	223	27	12.11%
2008	630	57	9.05%	123	22	17.89%	298	10	3.36%	209	25	11.96%

为了进行主要变量间线性相关程度的预检验和判断回归模型是否存在多元共线性问题，本文进行了变量间的相关性分析（鉴于篇幅的限制，相关系数表省略）。由相关性分析的结果可以看出，由于股权结构各变量间的相关性较高，为了避免多重共线性的问题，将在回归分析中分别将其引入方程。

（二）多元回归分析结果

下面将应用研究模型（1）-（3），对前文中所提出的研究假设进行验证，模型的回归结果见下表 3-5 所示。

模型（1）主要用于验证股权结构对于公司绩效的影响，从多元回归的结果（表 3）来看无论是股权的集中度、制衡度还是最终控制人类型都表现出了对于公司绩效的影响效应，虽然政府控制以及中央政府控制两个变量对于公司绩效的影响不显著，但总的来说还是与我们之前的预期相一致，因此假设 1a、1b、1c 基本得到了支持。

模型（2）主要用于检验股权结构对于公司聘请具有境外背景独立董事的影响，从多元回归的结果（表 4）来看，假设 2a 和 2b 基本都得到了验证。这表明由于具有境外背景的独立董事往往更具有“独立”的精神与意识，更愿意而且能够代表中小股东并维护其权益，因此并不受到大股东的欢迎，而更受到能够与大股东进行制衡的其他股东的青睐；但是当大股东的持股比例达到一定的程度后，其也会倾向于聘请更多有益的“外脑”，提升公司的运作效率，以为其带来更高的绩效。另外，从最终控制人类型的回归结果来看，Gov 与 Overseas 负相关，这表明相对于非政府控制的上市公司，政府控制的上市公司聘请了更少的具有境外背景的独立董事在进一步的分析中可以看出，这主要是由于相对于中央政府控制的上市公司而言，地方政府所控制的上市公司对于聘请具有境外背景的独立董事积极性不高，甚至是抵触的；与此相反，非政府控制的上市公司在进行公司治理优化的过程中更多是从经济利益的角度出发，因此表现出了对于具有境外背景独立董事的喜好，因此假设 2c 只得到了部分的验证。

表 3 股权结构对于公司绩效影响的多元回归结果

被解释变量	PB			
	constant	14.893***	11.103***	12.025***
f1	1.795***			
f1 ²	9.046***			
top25		2.222**		
Gov			-0.311	
CenGov				0.219
LocalGov				-0.504***
Size	-0.663***	-0.449***	-0.470***	-0.478***
Lev	2.980***	2.716***	2.756***	2.783***
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.197	0.192	0.191	0.194

注：***、** 和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著

表 4 股权结构对于公司聘请具有境外背景独立董事的多元回归结果

被解释变量	Overseas			
	constant	-0.633***	-0.944***	-0.831***
f1	-0.157**			
f1 ²	1.822***			
top25		0.247**		
Gov			-0.026	
CenGov				0.121***
LocalGov				-0.078***
Size	0.037***	0.051***	0.047***	0.046***
Lev	-0.028	-0.055	-0.051	-0.043
CEO/Chair duality	0.106***	0.103***	0.102***	0.117***
Ownership Structure Change	0.036	0.039	0.036	0.034
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.037	0.028	0.026	0.051

注：***、** 和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著

鉴于股权结构对于公司绩效以及公司聘请具有境外背景独立董事的行为均具有显著的影响，因此，本文将利用模型（3）来检验公司聘请境外背景独立董事这一行为，是否在股权结构与公司绩效的影响关系中具有中介作用，即股权结构通过影响董事会选聘独立董事的行为，进而影响公司绩效。从多元回归的结果（表 5）来看，在控制了股权集中度、制衡度以及最终控制人类型对公司绩效的影响后，虽然公司聘请境外背景的独立董事对于公司绩效都具有正向的作用，而且也削减了一部分股权结构对于公司绩效的影响，但由于结果均不显著，所以我们所提出的研究假设 3 没有得到实证检验的支持。这意味着目前在我国上市公司中，虽然在具有境外背景的独立董事会在一定程度上通过股权结构的影响，改善公司绩效，但从总体上来看，其作用还是不确定的，这也在一定程度上解释了为什么自 2005 年以来，聘请具有境外背景独立董事的公司数量越来越少。

表 5 上市公司聘请具有境外背景独立董事的中介作用的多元回归结果

被解释变量	PB			
	constant	14.958***	11.213***	12.135**
Overseas	0.111	0.125	0.142	0.049

f1	1.812***			
f1 ²	8.845***			
top25		2.192**		
Gov			-0.307	
CenGov				0.214
LocalGov				-0.500**
Size	-0.667***	-0.455***	-0.476***	-0.480***
Lev	2.984***	2.723***	2.763***	2.785***
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
调整的 R ²	0.197	0.192	0.191	0.194

注：***、** 和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著

五、研究结论和启示

Shleifer & Vishny (1997) 曾指出公司的价值将主要依赖于董事会在监管以及决策制定方面所发挥的作用。在公司董事会中引进独立董事，投资者除了希望提高公司治理水平，保护小股东权益外，更希望独立董事能够从专家或行家的角度，为企业出谋划策，提高公司管理层的经营决策水平，从而提高企业的经营绩效（魏刚等，2007）。然而在我国上市公司中，掌握有实际控制权的大股东利用其手中的控制权操控包括董事会在内的有关公司治理与管理的主要方面（唐跃军等，2010），即使经历了股权分置改革，控股股东仍可以通过控制上市公司董事会来影响上市公司的独立性，间接侵害上市公司和中小股东的利益（宋力等，2010）。为此，如何从实质上保证董事会的独立性对于提升公司的绩效具有重要的意义。

Hambrick 等（1984）提出的高阶理论认为，企业是高层管理者的反映体，高层管理者的特性（包括价值观、个性、人口背景特征等），等同于管理者的认知模式，将影响管理者的决策。为此，本文以 2006-2008 年沪市上市公司为研究样本，以聘请具有境外背景独立董事为切入点和中介变量，用独立董事所具备的境外背景来代表其实质上的决策制定和监督能力，从“事实独立性”而不是“名义独立性”¹的角度，在上市公司现有的股权结构框架下，对“股权结构-董事会结构-公司绩效”这一关系进行了深入的探索。研究结果显示，聘请具有境外背景独立董事虽然有利于公司绩效的提升，而且也在一定程度上抵消了一部分股权结构的影响，但却是不显著的，也即在我国上市公司中，即使付出了更多的成本聘请了更具有“独立性”的独立董事，也很难发挥出其应有的作用。

产权理论认为，股权结构作为企业事前融资双方博弈的结果，会对一个企业的基本制度产生影响。通过产权的安排，企业确立了一个正式的权威，使拥有实际控制权的经理人在法律上向产权所有者负有诚信责任，解决了作为企业正式权威的投资者的投资激励问题。因此，股权结构成为了公司治理的核心问题。据此，本文认为具有境外背景的独立董事之所以在我

¹ 根据李维安（2009）的观点，在公司实践中，“独立性”有名义和事实的差异。“名义独立性”是指担任独立董事的人员符合市场监管部门有关独立董事“独立性”的相关规定，具备担任独立董事的资格；“事实独立性”则是指独立董事在公司重大决策参与方面能够做出独立判断并发挥相应的作用。

国的上市公司中很难发挥出预期的作用，股权结构可能是其中的一个重要影响因素。特别是在股权分置改革后，控股股东侵占上市公司利益的行为表现更具多样性和隐蔽性，于是，董事会成为了其影响上市公司独立性的主要工具，大股东间的股权制衡虽然会对控股股东的代理行为具有抑制作用，但大股东间的“制衡意愿”（刘慧龙等，2009）以及制衡股东的性质（涂国前等，2010）等因素也都还会对董事会的运作效率产生重要的影响。

虽然这一研究结果与我们之前的预期不完全一致，但也给予了我们很多有益的提示，独立董事作为董事会的重要组成部分，其发挥作用的路径究竟有哪些，分别是如何作用的？而且，对于独立董事作用的考察，是否有更为合理和直接的指标？因此，在后续的研究中，我们将针对这些问题，进行进一步的深入研究，从更全面的角度对具有境外背景独立董事的作用加以探求。

参考文献

- [1] RONALD W. MASULIS, CONG WANG & FEI XIE, 2009, Are Foreign Directors Valuable Advisors or Ineffective Monitors?, working paper, www.center.uvt.nl
- [2] HENK BERKMAN, 2005, Agency Conflicts, Expropriation and Firm Value: Evidence from Securities-Market Regulation in China, working paper, www.baf.cuhk.edu.hk
- [3] STEEN THOMSEN & TORBEN PEDERSEN, 2000, Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- [4] STIJN CLAESESENS, SIMEON DJANKOV, JOSEPH P. H. FAN, AND LARRY H. P. LANG, 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- [5] OXELHEIM & RANDØY, 2001, the Impact of Foreign Board Membership on Firm Value, *Journal of Banking and Finance*
- [6] JENSEN M & MECKLING W, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- [7] SHLEIFER. A & VISHNY. R., 1997, A survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 737-783
- [8] GROSSMAN SANFORD & OLIVER HART, 1986, The Costs and the Benefits of Ownership: Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy* 94 ,691-719
- [9] BENJAMIN MAURY & ANETE PAJUSTE, 2005, Multiple Large Shareholders and Firm Value, *Journal of Banking & Finance*, 29, 1813-1834
- [10] 张俊瑞、王鹏、贾宗武、曾振，独立董事背景对企业价值影响的研究——来自中小企业板上市公司的经验证据，*统计与信息论坛*，2010.6
- [11] 魏刚、肖泽忠、Nick Travlos、邹宏，独立董事背景与公司经营绩效，*经济研究*，2007.3
- [12] 陈伟民，独立董事职业背景与公司业绩，*管理世界*，2009.3
- [13] 唐清泉、罗当论、张学勤，独立董事职业背景与公司业绩关系的实证研究，*当代经济管理*，2005.2
- [14] 马连福、陈德球、胡艳，治理环境、股权结构与投资者关系管理，*当代经济科学*，2008.5

- [15] 涂国前、刘峰, 制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据, 管理世界, 2010.11
- [16] 刘慧龙、陆勇、宋乐, 大股东“隧道挖掘”: 相互制衡还是竞争性合谋——基于“股权分置”背景下中国上市公司的经验研究, 中国会计评论, 2009.3
- [17] 潘新兴, 上市公司股权结构问题研究综述, 当代经济科学, 2003.3
- [18] 王克敏、陈井勇, 投资者保护、股权结构与公司绩效, 管理世界, 2004.7
- [19] 徐莉萍、辛宇、陈工孟, 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响, 经济研究, 2006.1
- [20] 聂长海、姜秀华、杜焯君, “一股独大”悖论: 中国证券市场的经验证据, 中国工业经济, 2003.7
- [21] 陈远志、梁彤纓, 行业特征、股权结构与公司绩效的实证分析, 系统工程, 2006.2
- [22] 骆振心、杜亚斌, 股权结构与公司绩效关系的再考量: 内生视角——来自中国A股上市公司的经验证据, 经济与管理研究, 2008.9
- [23] 孙永祥、黄祖辉, 上市公司的股权结构与绩效[J], 经济研究, 1999 (12)
- [24] 王跃堂、赵子夜、魏晓雁, 董事会的独立性是否影响公司的绩效, 经济研究, 2006.5
- [25] 赵昌文、唐英凯、周静、邹晖, 家族企业独立董事与企业价值——对中国上市公司独立董事制度合理性的检验, 管理世界, 2008.8
- [26] 夏立军、方轶强: 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据, 经济研究, 2005.5
- [27] 刘芍佳、孙霏、刘乃全: 终极产权论、股权结构及公司绩效, 经济研究, 2003.3

Ownership structure, independent directors with overseas background and corporate performance

——evidence from listed companies in Shanghai stock exchange

MA Lian-fu¹, GAO Nan^{1,2}, CAO Chun-fang¹

(1 Business School /Center for Studies of Corporate Governance of Nankai University, Tianjin, 300071

2 Business School of Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222)

Abstract: This paper chooses the companies listed in Shanghai Stock Exchange from 2006-2008 as the research object, takes the independent directors with overseas background in stead of their actual ability of decision-making and supervision, using it as the starting point and mediator variable, we try to explore the relationship of “ownership structure-board structure-corporate performance”. Based on the empirical research, this paper finds that although the independent directors with overseas background are beneficial to the corporate performance and offset some effects of ownership, the result is insignificantly. So, even if the governance structure in Chinese listed companies are increasingly improve, the actions of big shareholder to steal the benefit are more diversified and covert, and the effect of the board of optimizing governance should enhance in the future.

Key Words: overseas background; independent directors; ownership structure; corporate performance

收稿日期：2012-06-15;

基金项目：本研究得到国家自然科学基金面上项目（项目号：70872050）、教育部人文社科重点研究基地项目（项目号：10JJD630001）等资助；

作者简介：马连福（1963—），男，河北沧州人，毕业于南开大学，获管理学博士学位，现任南开大学公司治理研究中心副主任、南开大学商学院教授、博导，研究方向：公司治理、投资者关系管理、营销管理，电子邮箱：malianfu@nankai.edu.cn；高楠（1980—），女，天津人，南开大学商学院、南开大学公司治理研究中心博士研究生，天津财经大学商学院讲师，研究方向：公司治理、投资者关系管理；曹春方（1985—），男，安徽安庆人，南开大学商学院、南开大学公司治理研究中心博士研究生，研究方向：公司治理、投资者关系管理。