

*The research of the effectiveness of the
Independent directors
with overseas background*



境外背景 独立董事的有效性研究

——基于独立董事投票行为的视角

—Based on the perspective of
independent directors' voting behavior

境外背景独立董事的有效性研究

高楠 著

人民邮电出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

境外背景独立董事的有效性研究 / 高楠著. —北京:
人民邮电出版社, 2014. 7
ISBN 978-7-115-36675-7

I. ①境… II. ①高… III. ①上市公司—董事—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 176892 号

内 容 提 要

本书在对境外背景独立董事进行细分的基础上, 研究了具有不同境外背景类型的独立董事对上市公司的决策行为及绩效影响。本书还将境外背景独立董事置于异质性的董事会团队中, 探讨了董事会团队的异质性对境外背景独立董事行为的影响。同时, 本书还列举了境外背景独立董事的有效性研究的主要结论和对未来的展望。

本书适合相关领域的研究者和从业者阅读与使用。

◆ 著 高楠
责任编辑 王莹舟
执行编辑 徐晓菲
责任印制 杨林杰

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路 11 号
邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
大厂聚鑫印刷有限责任公司印刷

◆ 开本: 700 × 1000 1/16

印张: 14.5

字数: 190 千字

2014 年 7 月第 1 版

2014 年 7 月河北第 1 次印刷

定 价: 55.00 元

读者服务热线: (010) 81055656 印装质量热线: (010) 81055316

反盗版热线: (010) 81055315

广告经营许可证: 京崇工商广字第 0021 号

序

公司治理作为公司制度的核心，主要就是通过一整套的机制设计来保护投资者的利益（Shleifer & Vishny, 1997）。我国作为世界最大的经济体之一，随着改革步伐的不断加快，国资本市场也在不断对外开放，中国上市公司的治理水平也迫切需要与国际接轨，从而保证其能够在国际资本市场中更具有竞争力。

依据代理理论，公司治理问题产生的根源就在于所有权与控制权的分离而导致的股东与管理层的代理冲突，因此从这个意义上讲，公司治理问题实际上就是关于公司董事会的功能、结构，以及股东权利等方面的制度安排（费方域，1998）。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为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。然而，要面对境外证券市场更为严格的信息披露和监管要求，必然会增加公司的治理成本。为此，一些公司开始探求另外的路径，即在董事会中“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。

回顾中国公司治理的发展历程，在董事会中引进境外董事的公司也并不少见，尤其是在央企董事会建设试点中得以体现并发挥了积极的作用，那么这一积极作用的发挥是通过怎么样的路径作用于公司治理和公司绩效的呢？本书作者正是围绕这一科学问题，构建了境外背景独立董事有效性发挥的理论模型，并进行了相关的实证检验，以证明境外背景独立董事作为一类较为特殊的独立董事，确实可以成为我国上市公司积极开展公司治理创新的一种手段，而且具有一定的价值效应。该项研究具有一定的理论创新性和如下的学术贡献：第一，将境外背景独立董事

的特征、参与董事会重大决策的投票行为以及董事会的团队异质性紧密联系在一起进行分析，为上市公司优化自身治理结构、提升治理效率提供了新的思路；第二，在将现有理论进行整合的基础上，通过引入独立董事参与董事会投票的行为，从更为完整的角度探究了境外背景独立董事有效性的作用路径。第三，基于董事会的团队异质性，对影响境外背景独立董事行为的因素进行了研究，丰富了现有的研究框架。作者在开展理论研究的同时，还为我国上市公司合理有效地引入和利用具有境外背景的独立董事，以及证券监管部门完善独立董事制度提供了有益的建议。尤其是在我国积极发展混合所有制经济的背景下，这些建议对进一步优化公司治理机制更彰显其较高的应用价值。

总之，高楠在博士学位论文基础上所撰写的这部著作，对境外背景独立董事有效性的研究具有较高的学术探索价值和现实指导意义。相信本书的出版，能够带来更多相关领域的学者和管理实践者对于这一问题的关注和兴趣，引发出更多具有创新性和现实价值的研究成果。

南开大学商学院教授、博士生导师
南开大学中国公司治理研究院副院长

马连福博士
2014年2月于南开园

本书的相关及后续研究，得到了国家自然科学基金委面上项目“董事会非正式沟通对决策质量的影响研究：路径、机理及效应”（项目批准号：71372093）的支持，特此感谢！

前 言

我国在明确了将建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度作为国有企业改革的方向以后，随着改革的逐步推进，完善公司治理成为建立现代企业制度的核心。鉴于董事会在建立现代企业制度中的核心作用，微观上完善公司治理改革的重点因此也聚焦在了董事会上。而独立董事制度作为现代公司制度的衍生物，它已经成为了董事会治理的一种重要安排，在公司治理体系中具有重要的地位。

2004年，为了贯彻党的十六大和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的权利，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。在试点工作开展过程中，一类特殊的独立董事——具有境外背景的独立董事开始进入人们的视野，成为了改革中的亮点，并取得了一定的成绩。为了更好地对境外背景独立董事的有效性进行探究，本书以境外背景独立董事参与董事会重大决策事项的投票行为作为中介变量，以董事会的团队异质性作为调节变量，综合考察独立董事的境外背景、投票行为及董事会的团队异质性，并构建了境外背景独立董事有效性发挥的理论模型。在对主要研究变量的可靠性进行检验的基础上，根据理论模型，依次检验了境外背景独立董事积极参与董事会重大决策的投票行为，在境外背景独立董事有效性发挥过程中的中介效应，以及董事会的团队异质性在这一过程中的调节效应。根据实证分析结果，本书的主要结论有以下三点。

（一）境外背景独立董事在参与我国上市公司运作过程中，确实具有一定的价值效应。首先，通过对同一家上市公司聘请具有境外背景的独

立董事前后的公司财务绩效及价值绩效进行对比分析，结果显示，通过聘请具有境外背景的独立董事确实能够带来一定的公司绩效增值。其次，通过对聘请具有境外背景的独立董事的数量与公司绩效之间的回归分析，本书发现，上市公司中具有境外背景的独立董事的数量与上市公司总资产收益率呈显著的正相关，这说明了上市公司聘请具有境外背景的独立董事有利于提升公司财务绩效。最后，在对境外背景独立董事的境外背景进行细分的基础上，本书发现上市公司聘请的具有境外学习背景的独立董事与公司财务绩效呈显著的负相关，这说明了具有境外学习背景的独立董事不利于提升公司绩效，即不会对公司绩效产生正面影响；而上市公司聘请的具有境外工作背景的独立董事与公司财务绩效呈显著的正相关，这说明了具有境外工作背景能够为独立董事更好地发挥其有效性提供重要的支持。

（二）积极参与董事会运作在境外背景独立董事发挥其有效性的过程中，作用并不十分明显。理论模型的构建及分析都提示我们，积极参与董事会的决策行为，确实可能成为境外背景独立董事发挥其有效性的重要途径。然而，本书在控制了具有境外研究机构工作背景的独立董事以后，虽然境外背景独立董事积极参与董事会决策的投票行为，对公司财务绩效具有正向的影响作用，而且也削减了一部分具有境外研究机构工作背景的独立董事对公司财务绩效的影响，但结果却不显著。这意味着目前在我国的上市公司中，虽然具有境外背景的独立董事能够在一定程度上，通过积极参与董事会的决策过程来提升公司绩效，但从总体上来看，其路径还是不完全确定的。

（三）董事会团队的异质性在董事会决策过程中具有一定的调节作用，但相对较小。董事会作为决策群体，如理论模型的分析，其中个体在进行决策判断过程中也必然会受到其他个体及整个群体的影响。然而实证结果显示，只有董事会知识结构中的专业背景异质性和职业背景异质性，对具有境外研究机构工作背景的独立董事产生了作用，而对具有财务、法律等中介机构工作背景的独立董事并未产生影响。

本书是基于我国上市公司聘请具有境外背景的独立董事的现实而开展的探索性研究。本书的创新点在于从更为完整的视角对境外背景独立董事的有效性进行了理论分析和实证研究。首先，本书将境外背景独立

董事的特征、参与董事会重大决策的投票行为及董事会的团队异质性紧密联系在一起，更科学地就境外背景独立董事的有效性进行了分析，并为上市公司优化自身治理结构、提升治理效率提供了新思路。其次，本书在将现有理论进行整合的基础上，通过引入独立董事参与董事会投票的行为，从更完整的角度探究了境外背景独立董事有效性的作用路径。最后，本书基于董事会的团队异质性，对影响境外背景独立董事的行为的因素进行了研究，丰富了现有的研究框架。

作者，高楠，女，1980年7月出生，管理学博士讲师，就职于天津财经大学商学院企业管理系。当前研究领域为公司经理。

《境外背景独立董事的有效性研究》 编读互动信息卡

亲爱的读者：

感谢您购买本书。只要您以以下三种方式之一成为普华公司的会员，即可免费获得普华每月新书信息快递，在线订购图书或向我们邮购图书时可获得免付图书邮寄费优惠：**①**详细填写本卡并以**传真（复印有效）**或**邮寄**返回给我们；**②**登录普华公司官网注册成为普华会员；**③**关注微博：**@普华文化（新浪微博）**。会员单笔订购金额满300元，可免费获赠普华当月新书一本。

哪些因素促使您购买本书（可多选）

- | | | |
|-----------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| <input type="radio"/> 本书摆放在书店显著位置 | <input type="radio"/> 封面推荐 | <input type="radio"/> 书名 |
| <input type="radio"/> 作者及出版社 | <input type="radio"/> 封面设计及版式 | <input type="radio"/> 媒体书评 |
| <input type="radio"/> 前言 | <input type="radio"/> 内容 | <input type="radio"/> 价格 |
| <input type="radio"/> 其他（ | | ） |

您最近三个月购买的其他经济管理类图书有

- | | | | |
|------|---|------|---|
| 1. 《 | 》 | 2. 《 | 》 |
| 3. 《 | 》 | 4. 《 | 》 |

您还希望我们提供的服务有

- | | | |
|------------|---------|---|
| 1. 作者讲座或培训 | 2. 附赠光盘 | |
| 3. 新书信息 | 4. 其他（ | ） |

请附阁下资料，便于我们向您提供图书信息

姓 名	联系电话	职 务
电子邮箱	工作单位	
地 址		

地 址：北京市丰台区成寿寺路11号邮电出版大厦1108室
北京普华文化发展有限公司（100164）

传 真：010-81055644

读者热线：010-81055656

编辑邮箱：xuxiaofei@puhuabook.cn

投稿邮箱：puhua11@126.com，或请登录普华官网“作者投稿专区”。

投稿热线：010-81055633

购书电话：010-81055656

媒体及活动联系电话：010-81055656

邮件地址：hanjuan@puhuabook.cn

普华官网：<http://www.puhuabook.cn>

博 客：<http://blog.sina.com.cn/u/1812635437>

新浪微博：**@普华文化**（关注微博，免费订阅普华每月新书信息速递）

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究的背景与意义	1
一、研究背景	1
二、研究意义	5
第二节 研究目标、研究内容和技术路线	8
一、研究目标	8
二、研究内容	8
三、论文的逻辑框架	9
四、技术路线图	11
第三节 研究方法与创新点	11
一、研究方法	11
二、研究的创新点	12
第二章 相关文献回顾和述评	15
第一节 董事会治理的相关研究	15
一、董事会的职责	15
二、董事会治理相关理论基础	25

第二节 独立董事有效性的相关研究	31
一、正式制度框架下独立董事的有效性	31
二、非制度框架下独立董事的有效性	61
三、独立董事有效性的影响因素研究	69
第三节 文献评析	75
一、现有研究的逻辑基础中缺乏对相关理论的整合研究应用	75
二、现有研究的逻辑框架中缺乏对董事会决策行为的关注	76
三、现有研究层次中缺乏从董事会团队的视角来考察对独立董事的有效性影响	78
四、国内的现有研究中缺乏对新数据的应用	78
第三章 我国上市公司独立董事制度及境外背景独立董事的聘任	81
第一节 我国独立董事制度的发展历程	82
一、引入阶段	82
二、确立阶段	84
三、建设与发展阶段	88
第二节 我国上市公司聘请境外背景独立董事的现状	89
一、境外背景独立董事的界定	89
二、境外背景独立董事的聘用现状	90
第三节 我国上市公司聘请境外背景独立董事的诱因分析	98
一、开展公司治理创新，提升公司治理水平	98
二、完善公司治理结构和机制，促进公司价值增长	100
三、优化董事会内部信息结构，提升独立董事的有效性	102

第四章 境外背景独立董事有效性的理论分析	105
第一节 独立董事的有效性	105
一、董事会的有效性	106
二、独立董事的有效性	113
第二节 基于董事会决策行为的境外背景独立董事有效性的理论分析	121
一、独立董事参与董事会决策行为的理论模型	121
二、独立董事境外背景、董事会决策行为与独立董事的有效性	129
三、董事会的团队异质性与境外背景独立董事有效性的影响	136
第五章 研究设计	141
第一节 研究假设	141
一、境外背景独立董事的价值效应	141
二、独立董事境外背景、董事会决策行为与公司绩效	143
三、董事会团队异质性对境外背景独立董事参与董事会决策行为的影响	146
第二节 变量设计	150
一、独立董事境外背景变量	150
二、独立董事参与董事会决策变量	153
三、董事会团队异质性变量	154
四、独立董事有效性变量	156
五、控制变量	158
第三节 研究模型设计	162
一、境外背景独立董事的价值效应	162
二、独立董事境外背景、董事会决策行为与公司绩效	163

三、董事会团队异质性的调节效应	165
第四节 样本选择与数据来源	166
一、样本选择	166
二、数据来源	167
第六章 实证研究	169
第一节 描述性统计	169
一、描述性统计分析	169
二、相关性分析	173
第二节 境外背景独立董事的价值效应	174
一、聘请境外背景独立董事前后的公司业绩对比分析	174
二、境外背景独立董事的聘任与公司业绩的关系	177
三、独立董事境外背景细分与公司业绩	178
四、具有相关行业和非相关行业的境外工作背景的独立董事与公 司业绩	180
第三节 境外背景独立董事、董事会决策行为与公司业绩的实证 研究	182
一、境外背景独立董事与董事会决策行为	182
二、境外背景独立董事参与董事会决策行为的中介效应	184
第四节 董事会团队异质性对境外背景独立董事决策行为的影响	186
一、董事会团队性别异质性的调节效应	186
二、董事会团队年龄异质性的调节效应	187
三、董事会团队知识结构异质性的调节效应	188
四、董事会团队职业背景异质性的调节效应	189

第七章 研究结论及展望	191
第一节 研究结论与启示	191
一、研究结论	191
二、政策建议	194
第二节 研究局限及展望	195
一、研究局限	195
二、研究展望	195
参考文献	197
致谢	213

第一章 引言

本章将结合现实提出研究问题，并在此基础上明确本研究的意义，介绍本研究的主要内容和创新点，最后概括出本研究的研究方法和技术路线等。

第一节 研究的背景与意义

一、研究背景

（一）公司治理问题日益受到重视

公司治理作为公司制度的核心，主要是通过一整套的机制设计来保护投资者的利益（Shleifer & Vishny, 1997）。近年来，特别是亚洲金融危机以后，公司治理问题受到了各国理论界、实务界及政府相关部门的广泛关注，亚洲乃至全球的公司都在通过各种途径来强化自身的公司治理。例如，经济合作与发展组织（OECD）在1998年颁布了《公司治理准则》，并于2004年进行了修订（OECD, 2004），其主旨就在于确定一个国际化的公司治理标准，并以此为契机，不断激励公司提升现有的公司治理水平，实现其价值的最大化。另外，世界银行和美国加州公职人员基金会（Calpers）也都制定了各自的公司治理基本准则，或者建立了专门的公司治理网站；澳大利亚证券交易所、伦敦证券交易所和纳斯达克等资本市场也对上市公司的信息披露做出了相关的详细规定。除此以外，理论界目前也可以说是掀起了“公司治理”研究的热潮，以公司治理为主题的学术论文大量涌现。公司治理问题之所以受到如此重视，原因就在于合理、规范的公司治理结构与机制不仅是现代公司设立、运行和发展的必要条件，而且还有助于公司保护投资者权益、降低代理成本和实现股东价值的最大化。目前，国外很多经验研究证据已经表明，公司治理的效率不仅在很大程度上会对公司价值产生影响（Yermack, 1996; Rosenstein & Wyatt, 1997; 白重恩等, 2005），而且还会对一国资本市场的稳定和国家经济的健康发展产生作用（Johnson et al., 2000; Mitton,

2002)。

我国作为世界最大的经济体之一，其经济发展的步伐随着改革开放的不断深入而逐步加快。1993年，党的十四届三中全会通过了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，这进一步指出了国有企业改革的方向是建立产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，而国有企业实行公司制改革是建立现代企业制度过程中的有益探索。随着我国资本市场不断对外开放，我国上市公司的治理水平也迫切需要与国际接轨，从而保证其能够在国际资本市场中更具有竞争力。

(二) 董事会日益成为公司治理研究和关注的重点

依据代理理论，公司治理问题产生的根源在于所有权与控制权的分离而导致的股东与管理层的代理冲突，因此从这个意义上讲，公司治理问题实际上就是关于公司董事会的功能、结构及股东权利等方面的制度安排（费方域，1998）。自20世纪70年代以来，为了应对现代公司治理结构中的核心问题，即公司运营过程中的道德风险和内部人控制问题，世界各国纷纷开展公司治理方面的改革，而改革的重点除了制定若干公司治理的准则以外，还重新对董事会的职能进行了界定，改革的内容主要集中在总裁与董事长角色的分离、引入独立董事制度并确立他们在董事会中的多数地位、在董事会中设立由独立董事主导的各种委员会及确保独立董事的独立性等方面（周繁，2010）。

我国在明确了将建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度作为国有企业改革的方向以后，随着改革的逐步推进，完善公司治理成为建立现代企业制度的核心。鉴于董事会在建立现代企业制度中的核心作用，微观上完善公司治理改革的重点也因此聚焦在了董事会上。2003年年底，国资委提出自2004年开始推行董事会建设的试点工作。2004年6月，国资委下发了《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》，正式启动了董事会试点工作，第一批试点单位包括宝钢等七家公司。2005年，国资委表示要在宝钢等七家中央企业董事会建设试点的基础上，将试点单位增至20~30家，并争取在2007年，在所有中央企业中建立较完善的董事会制度。2009年，在第五届上市公司董事会“金圆桌奖”的颁奖典礼上，全国人大常委会副委员长成思危指出，在我国上市公司治理状况还不尽如人意的情况下，“我们

的职责是加强董事会，董事会是公司治理的核心”。

（三）对独立董事监督作用发挥路径的再思考

独立董事制度作为现代公司制度的衍生物，目前它已经成为了董事会治理过程中的一项重要安排，在公司治理体系中具有重要的地位。纵观全球公司治理改革的浪潮，我们发现，大部分改革都将重点集中在了独立董事制度上，主要的举措就在于要增强独立董事的独立性。这主要是鉴于独立董事能够独立于管理层，它可以有效地对 CEO 的行为进行监督，从而维护股东的利益。从已有的一些规则、制度，包括萨班斯法案、纽约证券交易所的规则及证券经纪人协会等来看，也都认为外部董事是股东利益的重要代言人，因此在董事会及重要的专业委员会中需要外部董事的大量参与。

美国是独立董事制度建立最早、也是最完善的国家。从 20 世纪 30 年代开始，美国证券交易监督委员会（U. S. Securities and Exchange Commission, SEC）就建议公众股份公司设立“非雇员董事”。1940 年，美国在《投资公司法》中明确规定，董事会中至少要有 40% 的董事必须为独立董事。1977 年，纽约证券交易所开始在上市条件中规定上市公司应自 1978 年 6 月 30 日开始设立监督委员会，该委员会应全部由外部董事组成，以确保公司会计和审计的准确性。1991 年，美国证券交易所规定，上市公司中至少应有两名独立董事，并设立监督委员会，其中一半以上的成员为独立董事。全美证券经纪商协会（NASD）最初规定 NASDAQ 市场的上市公司董事会中必须至少要有两名独立董事，1998 年又进一步要求上市公司的审计委员会必须由至少三名独立董事组成。

我国资本市场监管机构也将独立董事制度视为降低公众公司内部代理问题的有效机制。2001 年 8 月 16 日，中国证监会发布了《指导意见》，并指出，为了改善公司治理结构，我国境内上市公司必须引入足够数量的独立董事。同时，上市公司应赋予独立董事对重大关联交易的认可权，以及对关联借款和其他有可能损害中小股东权益的事项发表独立意见的权利。

然而，独立董事制度究竟能否发挥应有的监督作用，保护中小投资者的利益，一直是具有争议的话题。因为从已有的研究证据来看，仅从数量上研究独立董事与公司绩效或者与公司内部治理行为之间的关系并

未得到一致的结论 (Hossain et al. , 2001; 白重恩等, 2005; Yermack, 1996; 胡勤勤和沈艺峰, 2002), 而从独立董事的个体特征出发, 所得到的关于其与公司内部治理行为之间的关系的研究结论较一致。但无论是对公司内部的治理行为, 还是公司绩效, 如果跳过董事会的决策过程, 而直接由独立董事的结构和特征来推导, 在研究跨度上较大。因此, 借助于董事会的决策过程, 从更深层面上对独立董事的监督决策职能进行深入研究, 将有利于我们对独立董事的有效性形成更直接、全面的认识。

(四) 境外背景独立董事逐渐进入人们的视野

2004年, 为了贯彻党的十六大和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的权利, 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^①, 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等七家。2005年10月, 宝钢集团作为第一家试点公司, 率先建立了规范的董事会, 在九名董事成员中包括了五位外部董事, 其中冯国经和李庆言两名外部董事^②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开始进入人们的视野。2007年, 作为宝钢集团具有境外背景的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是其担任宝钢外部董事期间所做出的贡献; 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具有境外背景的外部董事的关注。

回顾我国上市公司的发展历程, 对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, 广船国际(600685)和中国国贸(600007)分别于1996年和1997年在它们的董事会中引入

^① 《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。

^② 根据时任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。