

任人唯亲的董事会文化与公司治理*

——一个文献综述

郑志刚 郑建强 李俊强

[摘要]与成熟市场经济国家上市公司“优雅殷勤般的礼貌”和“隔靴搔痒式的批评”的董事会文化不同,在我国上市公司,建立在“一股独大”股权结构这一制度根源上的任人唯亲董事会文化使得董事会成员对于董事长的“人身依附”色彩更加浓郁。对于我国上市公司治理机制有效性的提高,除了从制度设计本身寻找对策外,我们还需要从任人唯亲董事会文化的改良来寻求出路。本文对任人唯亲董事会文化相关公司治理效应的实证研究进行文献综述。我们从基于社会连接对董事会成员的聘任、经理人超额薪酬问题、独董否定意见发表的任期阶段特征、独董返聘、独董换届未连任现象等方面讨论我国上市公司任人唯亲董事会文化的可能表征,并进一步从董事长权力、逆淘汰持不同意见独董的机制、独董任期设计、外部法律市场制度环境等视角来探讨我国上市公司任人唯亲董事会文化背后的制度因素和打破我国上市公司任人唯亲董事会文化的可能实现路径。制度的确立和文化的形成相辅相成,任人唯亲的董事会文化背后有其深厚的制度根源。看起来是一个文化问题,但我们可能需要同时从文化改良和制度设计两个方面同时着手加以改善和变革。

关键词: 董事会文化 公司治理 独立董事

JEL 分类号: G32 K22 P34

一、引言:从制度到文化的公司治理研究

与企业管理实践强调规章制度确立和企业文化建设并重不同,传统上,公司治理更加关注企业层面的制度建设。这集中体现在,公众公司更多依赖各种内部和外部公司治理机制的引入和完善,来实现“使资金的提供者按时收回投资并取得合理回报”(Shleifer and Vishny, 1997)的公司治理目的。然而,近年来一些文献表明,文化在各国不同公司治理模式的形成和促进各国金融发展过程中扮演重要角色。例如,公司治理模式比较研究通常把股权集中与否作为区分银行中心的日德公司治理模式与市场中心的英美公司治理模式的关键(Allen and Gale, 2000)。而 La Porta et al. (1998)以来的法国金融文献则表明,法律对投资者权力保护是与股权集中程度相比影响一国金融发展水平更为根本的因素,股权集中一定程度只是法律对投资者权力保护不足下投资者为了减缓经理人盘剥的一个自然应对。Stulz and Williamson(2003)的研究则进一步发现,一国法律对投资者权力保护程度受到宗教与语言所代表的文化的影响。Dyck and Zingales(2004)进一步提供了良好

* 郑志刚,中国人民大学财政金融学院和中国财政金融政策研究中心教授;郑建强,中国人民大学财政金融学院教授;李俊强,中国人民大学财政金融学院。作者感谢国家自然科学基金面上项目“独立董事激励机制的影响因素和激励效果—来自我国上市公司的证据”(项目批准号:71272159)和面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”(项目批准号:71472177)以及教育部“新世纪优秀人才支持计划”对本项研究的资助。

的文化可以通过降低控制权私人收益来促进一国金融发展的证据。

当越来越多的文献认识到文化像制度建设一样是影响公司治理机制有效性的重要因素时,除了 Stulz and Williamson(2003)、Dyck and Zingales(2004)等少数用宗教和语言来作为文化的代理变量的基于国家层面的国际经验比较研究外,围绕文化的公司治理角色的公司层面的实证研究却并不多见。一个很重要的原因是,“不可言传只可意会”的文化在公司层面往往难以识别和度量。我们以无论公司治理理论还是实务界都十分关注的经理人超额薪酬现象为例加以说明。对于经验上观察到的经理人超额薪酬现象,我们往往无法识别究竟是出于经理人权力等制度因素还是由于任人唯亲的董事会文化因素导致的。特别是,经理人权力的制度设计往往有助于任人唯亲的董事会文化的形成,而任人唯亲的董事会文化则反过来会加强经理人的实际权力。制度和文化的相互交织相互影响使我们更加难以从中识别和分离文化在经理人超额薪酬现象上所扮演的角色。

因此,围绕文化的公司治理效应公司层面的经验研究,我们首先需要能够一定程度识别文化与制度设计作用的边界,而“把属于文化的归文化,把属于制度的归制度”。对于这一问题,一个有启发的讨论来自秦晖(2015)。该书对文化与制度的简单划分是,“选择什么”是文化,而“能否选择”则是制度(参见该书第6章 P111)。该书进一步举例,爱吃中餐和爱吃西餐是文化之别,但饮食自由和饮食管制是制度之别;信基督和信孔子是文化之别,但信仰自由与神权专制是制度之别;拥戴圣贤和拥戴能人是文化之别,但是否有权选择拥戴者(是否民主),则是制度之别。

对照秦晖(2015)对文化和制度的上述讨论,我们以上市公司遴选独董为例来说明如何在公司治理实证研究中区分文化与制度作用的边界。相关法律法规通常会对具备什么资质的候选人可以成为上市公司独董做出严格规定,以确保来自“外部”和“独立”的独董监督的有效。然而,在符合任职条件的独董候选人中,相关法律法规却并没有明确排斥和严格限定董事长或总经理的“朋友”或“朋友的朋友”不能成为独董。这意味着,上市公司在独董基本任职资格得到满足的前提下,在独董选择上既可以“任人唯贤”,也可以“任人唯亲”。套用秦晖(2015)的说法,是否允许选择“不独立”的候选人作为独董是制度问题,而在满足独董基本任职资格的前提下,选择任人唯亲还是任人唯贤则是一个文化问题。

受上述讨论的启发,在综述有关文化的公司治理效应的实证研究时,本文最终以相关法律法规、公司章程、内部治理规范以及治理实践是否明确做出限定来识别制度与文化的作用边界。由于董事会被认为是现代公司治理的核心(Hermalin and Weisbach, 2001),而一些最终使股东利益受损的不良公司治理文化的形成往往与董事会组成与更迭的任人唯亲相联系,因而我们习惯上把上述文化称为任人唯亲的董事会文化。我们看到,与企业管理实践中企业文化通常具有褒义色彩不同,在公司治理实践中董事会文化由于往往与任人唯亲问题联系在一起,而更多带有贬义色彩。

对于上述在公司治理实证研究中可供选择的判断文化与制度作用边界的标准,我们这里有以下三方面的提醒和说明。首先,虽然我们可以利用上述标准在一定范围内和一定程度上识别文化与制度作用的边界,但这并不意味着制度和文化的实际效应总是泾渭分明。在公司治理实践中,文化与制度的作用往往是你中有我,我中有你,既相互交织,又相互依存。回到上市公司遴选独董的例子。按照上述判断文化与制度作用边界的标准,如果相关规范和实践并没有对独董候选人不得是董事长或总经理的“朋友”或“朋友的朋友”任职做出明确限定,那么独董遴选过程中实际发生的任人唯亲倾向一定程度上是一个文化问题。然而,一个毋庸置疑的事实是,上市公司之所以可以在独董更迭中“任人唯亲”,离不开董事长或总经理有权对独董产生过程(提名、面试)进行实质影响,甚至逆淘汰出具否定意见的独董这一制度安排;而任人唯亲的董事会文化在形成后反过来会成为阻挠出台阻止内部人谋求控制权私人收益的制度和革新措施的力量。我们知道,作为维持企业正常运行的基本制度之一,公司治理长期以来形成关注制度建设的传统。而本文

综述则强调的是,对于公司治理,除了制度建设,我们还应该同时从文化,特别是任人唯亲的董事会文化的视角来理解公司治理现象,改善公司治理实践。而对文化视角的强调并不意味着我们对更为根本的制度建设的忽视。因此,在我们的很多研究中,虽然强调的是任人唯亲的董事会文化,但始终没有忽视对制度建设本身的关注。用类似于陈乐民先生“眼中看的是欧洲,但心里想的是中国”的表述,我们这里眼中观察的是文化的潜在影响,心中想的却是其背后的制度根源(陈乐民,2014)。

其次,作为新兴市场国家,我国无论法律对投资者权力保护,还是法律实施质量都有待提高,制度为文化发挥潜在的影响力留有较大的空间。郑志刚等(2011)对我国上市公司章程的考察发现,很多公司把公司章程这一“公司的宪法”制定仅仅理解为对上市以及其他监管要求的满足,致使很多公司章程看上去大同小异,千篇一律,趋同性严重。既然连被认为是“公司的宪法”的公司章程都形同虚实,在公司营运过程中实际发挥作用的自然离不开各种看得见的明规则和看不见的潜规则,其中文化的重要性不言而喻。因而从文化的视角来开展公司治理研究对于我国上市公司具有特别重要和更加现实的意义。

第三,我国上市公司在股权结构上的“一股独大”是任人唯亲董事会文化形成的特殊制度根源之一。在成熟市场经济国家上市公司股权高度分散的股权结构下,董事出于对经理人作为管理权威的尊重会表现出一种“优雅殷勤的礼貌”(Jensen,1993)。即使提出不同意见,也是“隔靴搔痒式的批评”(Brick et al.,2006)。因而“优雅殷勤般的礼貌”和“隔靴搔痒式的批评”被认为是上述股权结构下上市公司董事会文化的典型特征。Jensen(1993)指出“以真理和坦率为代价的优雅殷勤般的礼貌”的董事会文化抑制冲突,是导致董事会治理失败的部分原因。

与上述成熟市场经济国家上市公司股权结构不同,在我国上市公司中,无论是国有还是民营企业大都选择了“一股独大”的股权结构。虽然都是一股独大的股权结构,但由于控股股东国有和民营性质的差异,任人唯亲董事会文化的中心在国有与民营上市公司存在差异。民营企业往往是家族企业,因而家族成为上市公司治理的核心。不仅董事长由家族成员出任,甚至总经理和主要的董事也来自家族成员。在平衡家族成员的信任和外部职业经理人能力的基础上,在民营上市公司形成以家族为中心的任人唯亲董事会文化自不待言。

由于“真正”所有者缺位和依赖长的委托代理链条来实现对公司的控制,在我国国有上市公司逐步形成以董事长这一公司实际控制人为中心的内部人控制格局和相应的任人唯亲的董事会文化。这与民营上市公司以家族为中心形成任人唯亲董事会文化略有不同。这些作为公司实际控制人的董事长对包括独董提名和高管推荐等在内的公司决策具有举足轻重的影响力。这是因为,一方面,在国有控股的格局下,作为法人代表的董事长的任何行为都会被解读为体现控股股东的意志,董事长主导下的各项议案在经过一些必要流程后通过成为必然,即使外部分散股东对某些议案存在异议。因而在“一股独大”格局下董事长提出并最终通过的议案看起来不仅合法,甚至合理;另一方面,国有控股股权结构下的控股股东并非具有明确盈利动机和独立判断能力的具体投资者,而是作为长长委托代理链条中一环的代理人,对于上市公司实际业务和经营管理活动开展的合理性的判断显得力不从心。由于上述两方面的原因,在国有上市公司中,作为实际控制人的董事长逐步成为内部人控制格局的核心和任人唯亲董事会文化的中心。在那些董事长长期任职和甚至兼任总经理的国有上市公司中,内部人控制问题和相应的任人唯亲的董事会文化尤为严重。只不过这里的“亲”并非民营上市公司中的家族成员,而是董事长认同和信赖的“朋友”或“朋友的朋友”。即使退休后,董事长有时还会通过安排所信赖的部下成为继任者的方式持续保持对公司经营管理重大决策的影响力。我们看到,由于上述股权结构的差异,我国上市公司一股独大的股权结构下的董事长实际上在扮演成熟市场经济国家上市公司股权高度分散的股权结构下 CEO 的角色。

这事实上是从我国制度背景出发研究我国上市公司治理问题的文献所关注的代理问题的核心往往不是和成熟市场经济国家上市公司权力构架 CEO 对应的总经理,而是作为公司实际控制人的董事长背后的原因。

上述分析表明,虽然公司治理模式从而董事会文化的中心存在差异,但无论在国有还是民营上市公司,伴随“一股独大”出现的内部人控制格局使得任人唯亲的董事会文化形成成为可能。因而,“一股独大”的股权结构成为我国上市公司任人唯亲董事会文化出现的特殊制度根源。只不过,国有上市公司最终形成以实际控制人——在任(有时甚至是前任)董事长为中心的任人唯亲董事会文化,而在民营上市公司通常形成的是以家族为中心的任人唯亲的文化。对于民营企业,虽然很多重要战略决策是由某种特定形式的家庭会议做出的,但家族有时会推选一名成员代表家族成为董事长。在很多时候,成为董事长的家族代表往往是家族中最有影响力的成员。以下为了讨论和表述的方便,我们不再区分作为国有上市公司任人唯亲董事会文化中心和公司实际控制人的在位(或前任)董事长与作为民营上市公司相应文化中心的家族(代表)的董事长,而统一用“董事长”来概括“我国制度背景下上市公司任人唯亲的董事会文化的中心”。

我们看到,与成熟市场经济国家上市公司“优雅殷勤般的礼貌”和“隔靴搔痒式的批评”的董事会文化不同,建立在“一股独大”股权结构这一制度根源上的任人唯亲董事会文化,使得董事会成员对于董事长的“人身依附”色彩更加浓郁。董事的行为标准不再依据是否违反向股东所负有的诚信义务,而是演变为对董事长个人的忠诚程度。正如 Khatri and Tsang (2003)所描述的,“上级对下级基于关系而非能力的偏袒,其获得的是下级对上级的个人义气或忠诚”。这使得董事会许多重要决策的制定不是依据商业规则和基于商议性民主集思广益充分酝酿形成最终决策,而是受到董事长个人好恶,以及董事会成员之间亲疏关系的影响。在存在任人唯亲董事会文化的公司中,董事长个人的知识、能力和眼界由此成为决定企业是否成功十分重要的因素。一个远见卓识坚毅果敢的董事长将率领企业克服困难走向辉煌;而一个目光短浅刚愎自用的董事长则会使企业举步维艰陷入困境。即使一个董事长早年曾经有过带领企业走向辉煌的经历,但随着董事长年龄的增长以及健康状况恶化,甚至任职年限的限制,早年的辉煌往往难以为继。特别是对于家族企业,信任和能力的传承问题始终是绕不过去的一道坎。因而,在存在任人唯亲董事会文化的公司中,往往“成也董事长,败也董事长”。而在并不存在严重的任人唯亲董事会文化的公司中,由董事长个人特征所带来经营管理的波动与不确定性往往要小得多。

我们看到,由于在任人唯亲董事会文化中董事会成员的附和纵容,具有举足轻重影响力的董事长往往难以受到制约,盲目帝国式扩张,不仅使公司代理成本居高不下,而且会以隧道挖掘等方式谋取(实际)控制权的私人收益,最终损害外部分散股东的利益。因此,对于公司治理机制有效性的提高,除了从制度设计本身寻找对策外,我们还可以从文化改良来寻求出路。这一点对于正式制度建设和实施质量均有待提高的包括我国在内的新兴市场国家尤为重要。当然,正如我们前面所讨论的,制度的确立和文化的形成相辅相成,任人唯亲的董事会文化背后有其深厚的制度根源。看起来是一个文化问题,但我们可能需要同时从文化改良和制度设计两个方面同时着手,双管齐下。

本文以下部分的内容组织如下。第二部分从基于社会连接对董事会成员的聘任、经理人(董事)超额薪酬问题、独董否定意见发表的阶段特征、独董返聘现象、独董换届未连任现象等方面讨论我国上市公司任人唯亲董事会文化的可能表征。在第三部分,我们进一步从董事长权力和内部人控制、逆淘汰持不同意见独董的机制、任期限制、通过返聘实现的变相的任期延长、外部法律市场制度环境等视角来探讨我国上市公司任人唯亲董事会文化形成背后的制度因素。第四部分从股权结构多元化、董事会成为公司治理的权威、独董职业关注、对独董任期的相关规定、独董自身的

激励问题等方面讨论打破任人唯亲董事会文化的可能实现路径。

二、任人唯亲董事会文化的表征

对于我国上市公司可能存在的任人唯亲的董事会文化,我们可以通过以下发生在我国资本市场制度背景下独特的故事和现象加以识别。

首先,基于社会连接对董事会成员的聘任。在董事会成员的聘任(包括新聘、留任乃至返聘)问题上,社会连接(所谓的“人际关系”)发挥了重要作用。这是形成任人唯亲的董事会文化的开始。同学、同事、同乡、校友、战友等在个人经历上有过交集或人际社会网络的节点使彼此之间建立与陌生人相比更为“熟悉”和“亲密”的关系。上述交集与节点的出现,使得董事会成员之间出现某种趋同性。从朴素和良好的愿望出发,我们看到,董事会成员之间能够基于同质性(Homophily)建立一种价值认同感,实现所谓“物以类聚人以群分(birds of a feather flock together)”(McPherson et al., 2001)。例如,Zajac and Westphal(1996)的研究发现,在董事会力量较强的公司,往往选择与董事会具有类似特征候选人作为新的 CEO。Volonte(2015)的研究则发现,在多语言多宗教的瑞士,语言和信仰因素会显著地影响董事会的组成。董事会成员中倾向于使用相同的语言进行交流,同时在同条件下优先聘请具有相同信仰的候选人。

应该说,仅仅在董事会中形成一定程度的同质,并不必然导致任人唯亲的董事会文化的出现。Subrahmanyam(2008)的研究发现,社会网络的存在有助于董事会对拟聘任的 CEO 获得相关信息,从而一定程度减少聘任过程中的信息不对称,因而具有信息效应。但另一方面,当 CEO 追求私人收益,社会网络关系的存在会使得与 CEO 具有网络关系的董事的监督作用减弱,因为监督职能的履行将一定程度破坏董事会成员之前业已形成的良好关系。Subrahmanyam(2008)基于美国的实证研究表明,董事会与 CEO 存在社会网络连接时,用以衡量公司治理状况构建的指标较差,企业价值较低,同时高管的薪酬高于预期。当社会网络同时存在两种方向相反效应时,公司将在选择出有能力的 CEO 的信息优势与削弱监督之间进行权衡。

基于社会连接聘任的董事会成员的监督效果由此引起了理论界的关注。Hwang and Kim(2009)基于美国财富 100 公司的数据,实证考察了与 CEO 有社会连接的独董的监督效果。他们的研究发现,只有将与 CEO 存在社会关联的独董剔除,用剩余的独董作为董事会独立性新的定义,才能得到伴随着董事会独立性的提高,CEO 薪酬业绩敏感性和更迭业绩敏感性更强的结论。该研究表明,社会连接的确影响了独董监督和约束 CEO 的有效性,使得基于社会连接产生的“独立”董事事实上根本不独立。因而公司治理的理论研究需要对独立董事,以及董事会独立性等传统概念进行重新定义。Fracassi and Tate(2012)则利用董事的退休或者突然死亡事件,采用事件研究法得到近似的结论。上述文献共同表明,基于社会连接进入董事会的独董事实上一定程度丧失独立性,不仅使未能很好履行监督职能,一定程度导致公司会计盈余管理、财务欺诈、毒丸防卫计划频繁出现,而且上述风气在不同公司间相互传染,不利于企业价值增加和外部股东利益的保护。

刘诚和杨继东(2013)利用我国上市公司的数据,针对与 CEO 存在社会连接的灰色董事的现状,将独立董事进一步区分为名义独立董事和实际独立董事。他们的研究表明,实际独立董事能够有效监督 CEO,而与 CEO 存在社会连接的名义独立董事却成为 CEO 履职不当的“保护伞”。宁向东和张颖(2012)的研究则发现,独董与控股股东存在私人关系,会使独董监督的诚信度与勤勉度大打折扣。因而看起来降低信息不对称的社会连接如果缺乏必要的制度设计加以防范很容易蜕化为形成任人唯亲董事会文化的温床。

其次,经理人超额薪酬。在公司治理文献中,最早与任人唯亲董事会文化连接在一起的是经理

人超额薪酬。所谓经理人超额薪酬指的是指经理人利用手中的权力和影响寻租而获得的超过公平谈判所得的收入(Bebchuk and Fried,2003)。其突出表现在,薪酬与业绩的不对应(Bebchuk and Fried,2003,2004)、获得报酬不是由于经理人的努力,而是他的运气(Bertrand and Mullainathan,2001)以及与普通雇员收入的增长不成比例等(Anderson and Bizjak,2003)。经理人攫取超额薪酬往往带来严重的社会经济后果。其一,经理人利用权力和影响以薪酬这一社会伦理相对容易接受的方式进行租掠夺,损害了外部投资者的利益,引起投资者对公司治理失败新的担心。其二,由于经理人超额薪酬成为经理人谋取私人收益的新形式,随着这一新形式的出现,经理人的造假、会计操纵和盈余管理等行为比以往更加频繁和复杂,为加强公司的内部控制和监管带来了新的挑战。其三,经理人超额薪酬损害了全社会收入分配的公平性,扩大了社会的贫富差距,激起公众的强烈不满,甚至会演变为一个社会问题。Bebchuk and Fried(2003,2004)认为,由于所有权与控制权的分离,经理人可以通过俘获董事会和薪酬委员会实际上能够为自己制定薪酬,因而经理人权力是导致经理人超额薪酬的重要原因。

Brick et al.(2006)的研究则发现,一些公司存在董事与经理人互相为对方发放超额薪酬现象,这体现在经理人超额薪酬与董事超额薪酬存在显著的正相关关系。如果单纯是经理人权力在发挥作用,那我们更应该观察到的是经理人假借董事之手为自己发放超额薪酬,而没有必要同时为董事发放超额薪酬。那么,如何解释这一有趣的互相发放超额薪酬的现象呢?Brick et al.(2006)认为,“与企业业绩低劣相联系的经理人超额薪酬”显然并非由于经理人权力,而是“由任人唯亲的董事会文化导致的”。超额薪酬这里体现的是董事会与经理人之间“一人得道鸡犬升天”的利益均沾,而非经理人与董事对企业真实贡献的合理回报,因而是任人唯亲董事会文化的真实体现。

这一视角对于注重人情关系的东方文化下的我国上市公司的相关公司治理实践具有特殊的政策涵义。由于我国并没有形成成熟的董事市场,依靠朋友的推荐在符合条件的朋友和朋友的的朋友中选择董事在我国公司治理实践中十分流行。郑志刚等(2012)利用我国上市公司的数据,在控制了经理人权力的潜在影响后,发现任人唯亲的董事会文化同样是影响我国上市公司经理人超额薪酬的重要影响因素。

需要说明的是,由于任人唯亲董事会文化“只可意会,不可言传”引起的变量直接度量的困难,无论 Brick et al.(2006)还是郑志刚等(2012),对任人唯亲董事会文化的度量通过对经理人超额薪酬与董事超额薪酬的拟合以及相关关系的考察间接实现的。上述研究提供的间接证据表明,任人唯亲董事会文化在包括我国在内的很多国家均存在,但我们需要提供更加直接的证据。

第三,独董否定意见发表的任期阶段特征。与美国等成熟市场经济国家对独董任期没有明确限制不同,按照相关规定,我国上市公司的独董在同一公司任职不能超过两个任期。上述规定意味着一位独董在一家公司任满两个任期后必须离任,只有在首个任期独董才涉及连任问题,因而同一位独董在任期的不同阶段连任动机不同。这一制度背景成为我国上市公司独董在不同任期阶段监督行为存在差异的特殊原因。上述任期限制也为我们从文化视角观察独董行为的垂直差异特征带来便利^①。

郑志刚等(2016a)将独董任期阶段特征与独董履行监督职能的集中真实体现——否定性意见发表联系在一起,利用我国上市公司独特的数据和研究场景,实证考察了在不同任期阶段由于连

^① 除了同一公司不同独董个体特征存在差异外,事实上,同一公司的同一独董在公司任职的不同阶段,其行为也可能存在差异。我们把前者称为“独董特征的水平差异”,而把后者称为“独董特征的垂直差异”。以往关于独董履职行为的研究文献更多从“独董特征的水平差异”出发来加以考察。例如以往研究表明,独董的性别(Adams and Ferreira,2009)、会计或法律等职业背景(Fich,2005;Francis et al.,2015;魏刚等,2007)、独董来源地(Giannetti et al.,2014;孙亮和刘春,2014)等个体特征不同,独董所发挥的公司治理作用不同。

任动机差异对独董发表否定性意见的行为的影响。该文的研究发现,独董在首个任期和第二任期中监督行为存在显著差异,在第二个任期独董对董事会提案出具否定意见的可能性是首个任期的1.41倍。以往研究表明,“逆淘汰”说不独董的机制(唐雪松等,2010)和“任人唯亲”的董事会文化(郑志刚等,2012)严重影响了我国上市公司独董监督行为履行的有效性。该文在上述文献的基础上进一步研究发现,那些历史上存在逆淘汰独董现象的公司独董在其任期第一阶段更加倾向于选择沉默和顺从。因此,逆淘汰说不独董的机制和文化在短期内导致敢于说“不”独董自身失去职位的同时,从长期看,抑制和打击了公司未来其他独董履行监督职能的积极性,成为我国上市公司独董并未发挥预期的监督作用的重要原因之一。

Jiang et al.(2016)在利用我国上市公司数据考察独董声誉和职业关注是否构成独董说“不”的隐性激励时同样观察到独董所处的任期会影响独董说“不”行为的现象^①。需要说明的是,要想对独董监督行为任期阶段特征进行完整诠释,在强调声誉和职业关注等隐性激励(Jiang et al.,2016)的同时,并不能忽视我国资本市场存在的“逆淘汰”说不独董的机制和文化的影响(郑志刚等,2016a)。对独董监督呈现任期阶段特征的一个完整解释是:对于在任期第一阶段谋求连任独董而言,逆淘汰说“不”的独董的机制和文化(唐雪松等,2010;郑志刚等,2012)对独董监督行为的影响超过独董对声誉和未来职业发展的关注,成为占据主导的效应;在第二个任期,由于临近任期的结束,维护独董声誉和职业关注(Fama and Jensen,1983;Jiang et al.,2016)的因素超过逆淘汰机制和文化的效应成为占据主导的效应。上述两种视角的完美结合才能最终合理解释中国资本市场独董说“不”呈现阶段特征的现象(郑志刚等,2016a)。

第四,独董返聘现象。为了保持独董的独立性,按照监管当局的相关规定,我国上市公司独董“连任时间不得超过六年”。然而,我国很多上市公司出现已经任期届满的独董在短暂离开公司后重新被“返聘”回原公司的现象。例如,在深交所上市的Y公司在2011年聘任A和B担任第7届独董,而A和B都曾在该公司2002年至2008年期间担任第4、5届独董。类似地,在上交所上市的Z公司,曾在2000年至2008年任职第1、2届独董的W,离任两年后于2010年重新被返聘担任第4届独董。我们把上述现象概括为“独董返聘”现象。独董返聘现象从形式上看并没有违反监管当局关于独董任职的相关规定。因而,我们并不能从制度设计得到全部解读,而是需要独辟蹊径从文化角度来理解这一在我国资本市场制度背景下所发生的具有我国制度和特质特质的上市公司独董更迭现象。

理论上,独董返聘既可能由于上市公司对独董监督和咨询能力的信任,但也可能与任人唯亲的董事会文化联系在一起。例如,任期较长的董事更可能与管理层建立私人友谊,产生偏袒管理层的倾向,延长的任期将以监督职能的削弱和投资者利益的损害为代价(Vafeas,2003;Anderson et al.,2004;Berger et al.,2013)。而独董通过返聘的方式变相实现了任期的延长。监管当局对独董任期加以限制的初衷同样是为了防止独董与上市公司高管因任期过长而关系变得过于紧密,影响独董的独立性和监督的有效性。

郑志刚等(2016b)实证考察了我国上市公司“独董返聘”现象的影响因素及其经济后果。他们的研究发现,存在返聘独董现象的公司与不存在返聘独董现象的公司相比,返聘独董后公司业绩显著降低;在董事长近年未发生变更、来源于内部晋升、在上市公司领薪以及独董从未发表否定意见的公司更可能返聘独董;任职期限相对较长的独董更容易被返聘。因而,形式上看起来并没有违反监管当局关于独董任职期限与条件的相关规定的独董返聘现象很大程度削弱了独董的独立性

^① Jiang et al.(2016)的研究发现,在我国上市公司中年轻的独董和媒体曝光次数较多的独董更可能对董事会提案提出否定意见,因而独董的声誉和职业关注在我国上市公司中发挥重要的隐性激励作用。

与监督职能的有效履行,一定程度上成为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。该文基于独董返聘的证据由此为社会连接除了存在降低信息不对称(Haunschild, 1993; Davis, 1991; Adams and Ferreira, 2007)等正效应外,还同时存在任人唯亲的文化等负效应(Fracassi and Tate, 2012; Chiu et al., 2013; Finkelstein and Hambrick, 1989; Hwang and Kim, 2009)提供了新的直接证据。该文延续近年来公司治理理论界对“并非所有的独立董事都能实施有效监督”的反思和董事会独立性需要重新定义的潮流(Hwang and Kim, 2009; Coles et al., 2014),进一步提醒我们以往文献所采用的独立董事占董事会成员的比例在存在独董返聘现象等任人唯亲的董事会文化氛围中并不能真实的刻画董事会独立性。如果确实需要在实证分析中引入反映董事会独立性的指标,应该至少将返聘独董剔除。

第五,独董换届未连任现象。在我国上市公司,属于兼职工作性质的独董,除非由于个人健康和违规等原因提前辞职外,通常可以任满2届。然而,我们注意到一些上市公司的独董,在任满一届换届时没有继续连任公司独董。例如,乐某于2009年开始担任上市公司K公司第6届董事会独董。在2012年公司董事会换届时,刚刚任满一届,并没有任何违规处罚且正处于年富力强的乐某却出人意料地没有继续连任公司第7届董事会独董。我们把并非由于健康年龄和违规处罚等原因,刚刚任满一届的独董,但在董事会换届时没有继续出任新一届董事会独董的现象称为独董“未连任”现象。继续观察K公司在乐某“未连任”后的表现,我们发现乐某看似自然的“未连任”背后却蕴含着不同寻找的信息含量。按照K公司在2013年4月23日发布的公告,该公司由于在2009至2012年间在公司治理、信息披露、财务会计等方面的违规行为被监管机构限期责令改正。我们看到,K公司在2013年开始暴露的违规行为事实上可以从乐某在2012年换届中未连任得到某种警示。

需要说明的是,由于以下原因,我们并不能把独董未连任现象简单等同于独董辞职事件,独董未连任现象恰恰是发生在我国上市公司中具有我国资本市场制度和典型特质的独董更迭现象。其一,在美国等成熟市场经济国家上市公司,独董并无明确的任期限制,由于健康或履职不当等原因独董无法继续任职通常以辞职的方式实现。上市公司需要对独董辞职原因以发布公告的方式进行信息披露。因此,围绕上市公司独董辞职事件,外部投资者可以从独董辞职公告的市场反应中部分解读出相关公司经营状况变化的信息,学者则可以开展事件研究以考察独董辞职的市场反应,以及对后续可能发生的会计丑闻等进行预警(Gupta and Fields, 2009; Dewally and Peck, 2010; Fahlenbrach et al., 2015; 张俊生和曾亚敏, 2010; 辛清泉等, 2013; 戴亦一等, 2014)。与美国等成熟市场经济国家的实践不同,我国上市公司独董存在明确的任期限定,这使得我国上市公司独董除了辞职,还可以选择任期届满未连任这一方式离职。其二,按照相关监管规定,我国上市公司并不需要对任期届满未连任独董离职原因进行公告性说明。同时以上述方式离职又与公司董事会换届、董事会讨论其他重要事项,甚至股东大会召开等信息混杂在一起,因而无法围绕独董任期届满离职开展基于事件研究的考察。我们知道,为了减少外部投资者的猜测和由此引起的股价波动,无论是美国还是我国上市公司通常会尽力弱化独董辞职事件,以此来设法隐藏“坏消息”(Dewally and Peck, 2010; Bar-Hava et al., 2015; 吴冬梅和刘运国, 2012)。与已经十分中性的“忙碌”、“个人原因”、“健康原因”等辞职原因表述相比,任期届满离职看上去似乎再自然正常不过,向资本市场传递的信息含量降到最低,从而可以有效避免股市剧烈波动。其三,为了配合公司的意图以及不打破业已形成的人际关系,独董有动机尽可能消除离职所带来的潜在影响。除非确实由于健康违规等原因,独董通常并不情愿选择以辞职这样相对激烈方式,而是以符合监管规定的换届这一相对自然,同时更加符合东方“和为贵”文化传统的方式结束在一家公司独董的任职。由于以上三方面的原因,我们看到,相对于辞职而言,任期届满未连任成为无论上市公司还是独董本人处理独董

离职问题十分青睐的方式。独董未连任现象由此成为在我国上市公司中具有典型的我国资本市场制度和特质独特的独董更迭现象。

然而,如果说一个独董任满两届离职也许确实没有太多信息含量可供解读,那么,作为兼职工作性质原本可以连任两期的独董却在任满一届换届时“未连任”则未必如此。从前述的案例中我们看到,独董换届未连任的背后往往预示着公司重要违规问题发生。理论上,一方面出于声誉和法律风险的考虑(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983),在董事会决议的表决时独董选择与股东利益站在一起,毕竟经历了公司财务困境或差的业绩的外部董事在后续获得其他公司董事席位的可能性减少(Gilson, 1990; Yermack, 2004)。因此,当独董察觉到公司出现自己无力改变的公司治理和违规问题苗头,而这些违规行为将波及自己的声誉,甚至使自己承担可能的法律风险,独董被迫选择以适当的方式离开公司。另一方面独董对推荐他们出任独董的管理层心怀感激愿意迎合(Levit and Malenko, 2016),为了不伤及推荐自己出任独董的高管团队的知遇之恩,同时尽可能弱化独董辞职事件带来的股市剧烈波动,一个两全其美的方案是在公司董事会换届时独董以未连任的方式离开公司。这意味着,我国资本市场外部投资者除了独董辞职外还可以通过观察独董换届时是否连任这一特殊途径来解读其可能传递的公司治理状况信息。因此,看上去信息含量不大的独董换届未连任却成为我国制度和文化背景下外部资本市场投资者解读上市公司治理状况的特殊渠道和重要途径。我国上市公司独董看似通过换届未连任这一自然方式“无言”地离开,但往往能起到此时无声胜有声的效果。

郑志刚和郑建强(2016)实证考察了我国上市公司中独董未连任现象发生与之后公司发生关联交易、违规事件可能性的关系,为独董换届未连任成为我国资本市场投资者解读上市公司治理现状的特殊渠道和重要途径提供了系统的证据。该文的研究发现,相对于其他公司,存在独董换届未连任现象的公司未来更可能发生掏空型关联交易和违规行为,因而独董换届未连任现象成为传递一个公司治理存在潜在问题的一种特殊信号。其中,存在只在一家公司兼任独董的所谓“专职”独董换届未连任的公司未来关联交易行为更为严重,而存在财务会计背景的独董换届未连任现象的公司未来发生违规行为的可能性更大,因而,“专职独董”和“会计背景独董”换届未连任的信息内涵更加丰富。该文的研究表明,即使面临声誉和法律风险承担而被迫离开公司,但受到东方“和为贵”文化传统的影响,独董通常并不情愿选择辞职这样相对激烈方式,而是宁愿选择制度所允许的换届这一相对自然的方式。因而对我国上市公司治理现象全面深入地理解除了制度设计的视角,同样离不开文化的视角(Stulz and Williamson, 2003; Dyck and Zingales, 2004)。

三、任人唯亲董事会文化形成背后的制度因素

第二部分的文献回顾表明,基于社会连接对董事会成员的聘任、经理人超额薪酬、独董发表否定意见的任期阶段特征、独董返聘和独董换届未连任等现象成为我国资本市场制度背景下上市公司任人唯亲董事会文化的特殊表征。然而,这些看起来具有浓郁文化色彩的现象背后却有着制度设计深深的烙印。第三部分回顾我国上市公司任人唯亲董事会文化形成背后的制度因素。

第一,董事长权力。第一部分的分析表明,我国上市公司在股权结构上的“一股独大”是任人唯亲的董事会文化形成的特殊制度根源之一。与股权高度分散的上市公司不同,在我国“一股独大”的上市公司中逐步形成以董事长这一公司实际控制人为中心的内部人控制格局。在第二部分提及的从董事会成员基于社会连接的聘任(包括独董返聘)到经理人超额薪酬的出现,无不与董事长手中缺乏制衡的权力有关。

从独董的聘任来看,按照目前公司章程的相关规定,董事长并不能有效回避,相反,甚至全程

参与独董遴选、连任和薪酬制定过程。这使得作为监督者的独董未来履行监督职能时投鼠忌器、无的放矢。在一些公司,股东大会用来表决的独董提名名单是由董事长提交的,成为独董所带来的年薪、名誉和社会交往使每一位希望在下一届董事会换届中重新获得提名的独董有激励讨好董事长的倾向;董事长同时会参与独董的薪酬和津贴的制定;更重要的,一名独董一旦形成“喜欢与董事长对抗”的“声誉”,将很难获得其他公司邀请加入董事会的机会。由于董事长的上述权力,不仅独董的产生往往从董事长朋友,甚至“朋友的朋友”中产生,而且在成为独董后,独董在董事长主导的董事会议案表决中鲜有发表否定性意见的情形。在2005年至2013年全部A股上市公司的超过11072件董事会提案中仅有0.98%的提案被独董出具了非“赞成”类型的意见(郑志刚等,2016a)。

作为基于社会连接聘任董事会成员的特例,独董返聘现象发生事实上同样离不开董事长的权力。郑志刚等(2016b)的研究发现,在董事长近年未发生变更的公司更可能发生独董返聘现象。这一方面从新的角度表明在我国“一股独大”的上市公司中作为实际控制人和内部人控制格局中心的董事长已成为任人唯亲董事会文化的中心,另一方面则表明独董返聘现象的发生依然是董事长手中的权力作祟。

而经理人超额薪酬表面上看来源于CEO和董事之间互相发放超额薪酬的任人唯亲的董事会文化,但从深层次来看依然离不开董事长(或经理人)在独董聘任与薪酬制定上的影响力。按照Bebchuk and Fried(2003,2004),在一些成熟市场经济国家股权高度分散的公司中,由于所有权与控制权的分离,管理层对自身的薪酬设计具有实质性影响,经理人通过俘获董事会和薪酬委员会实际上能够为自己制定薪酬。这一定程度解释了为什么在一些股权高度分散的公司会出现经理人超额薪酬现象。为了避免经理人权力导致的经理人超额薪酬现象出现,在公司治理实践中,一些公司往往规定提名委员会和薪酬委员会必须由独董组成,已减缓董事长(或经理人)权力对独董监督作用的反制和干扰。

事实上,对于我国股权结构“一股独大”的上市公司,作为实际控制人和内部人控制格局中心的董事长手中缺乏制衡的权力同样是导致经理人超额薪酬现象出现的重要原因之一。郑志刚等(2012)从董事长不在上市公司领薪将有助于抑制经理人超额薪酬这一新的视角为董事长权力影响经理人超额薪酬提供了佐证。在我国国有企业的特殊制度背景下,存在一类不在上市公司领薪的特殊董事长群体,他们基于所完成的业绩在控股公司领薪。这种薪酬来源差异一定程度表征了两种不同的董事会文化。通常而言,没有控股公司的业绩考核和外束,在上市公司领薪的董事长内部人控制色彩更加浓郁。郑志刚等(2012)观察发现,董事长不在上市公司领薪将降低经理人获得超额薪酬的可能性。这反过来表明,薪酬制定不受到控股公司业绩考核束缚,从而权力较大的董事长往往在任人唯亲的董事会文化形成中扮演关键角色,最终导致经理人超额薪酬现象的频繁发生。

第二,逆淘汰说“不”独董的机制。向董事会议案出具否定意见无疑是独董履行监督职责最具代表性的行为和履职行为最真实和直接的体现。如果有独董对董事会议案提出公开质疑,将向外界传达公司经营管理中存在疏漏和潜在问题的信息。2010年大连港(601880.SH)深陷“独董门”事件。在其年末公布的董事会议案公告中,公司独董吴明华对10项议案中的5项投出反对票、2项议案投出弃权票。这一事件受到财经媒体广泛关注^①。事件发生期间公司股价应声下挫,独董吴明华否决的大连港对中铁渤海铁路轮渡公司超过50倍市盈率的股权收购计划也因此受到投资者的关注和质疑。

理论上,是否向董事会议案说“不”是独董权衡出具否定意见收益风险的理性选择结果。一方面,出于避免声誉损失和规避法律风险的动因,独董有激励对公司进行监督(叶康涛等,2011)。

^① 参见 http://www2.capitalweek.com.cn/article_7753.html。

Fama and Jensen(1983)指出,“作为其他公司的关键决策者的外部董事,通常较为关注其在经理人市场上的声誉,因而,与内部董事相比,更可能成为经理人的有效监督者”。独董如因未能履行监督职能,使公司受到监管部门处罚,则独董本人的社会声誉损失巨大。辛清泉等(2013)使用2003年至2010年证监会和交易所对上市公司虚假陈述案件中对独董惩罚的数据发现,受到公开惩罚独董降低了未来获得其他公司独董职位的可能性。在法律风险上,根据我国《公司法》的规定,董事会议案违反法律法规,致使公司遭受严重损失时,独董也需要承担相应责任。但如果在表决时发表异议并记载于会议记录的,该董事可以免除责任。在实际案例中,2001年郑百文公司因年报中存在严重虚假和重大遗漏受到证监会处罚,原独董陆家豪也受到监管方的惩处。陆家豪不仅被处以罚款10万元,还禁止其担任其他公司独董职务。

但另一方面,说“不”独董面临公司逆淘汰机制,使得独董在决定投否定票时投鼠忌器。唐雪松等(2010)基于2001年至2007年间曾有独董提出否定意见的公司样本发现,说“不”的独董离任现职的可能性比未对董事会议案说“不”的独董高出1.36倍。郑志刚等(2016c)以是否在第一任期结束后获得连任这一新的视角重新考察独董出具否定意见的经济后果。他们的研究发现,在众多的非赞成的意见类型中,独董明确发表反对意见将显著降低其连任概率。上述两方面的证据表明,在我国上市公司存在逆淘汰说不独董的机制。逆淘汰说不独董可以通过换届未连任(未续聘)实现,有时甚至直接通过辞退实现。看起来逆淘汰说“不”独董并非正式的制度,但在我国公司治理实践中,它一定程度已蜕变为独董和公司彼此默认的“潜规则”。一些独董在对董事会议案持不同意见后明显感觉到在相关正常工作开展中遭遇不予配合,甚至充满敌意的情形发生。此时独董选择辞职方式“主动”离开公司不失为明智之举。而之所以可以逆淘汰说不独董很大程度仍然与我国上市公司形成的以董事长为中心的內部人控制格局以及董事长手中的权力缺乏制衡有关。

上述逆淘汰说“不”独董机制的存在由此成为我国上市公司形成任人唯亲董事会文化的重要因素。毕竟,在上市公司任职能够为独董带来可观的薪酬和良好的声誉(Fama and Jensen, 1983)。2005~2013年间在A股上市公司任职的独董中94.08%均在上市公司领取薪酬,津贴平均为5万元,最高津贴达到130万元。出于获得财富和积累声誉的考虑,独董普遍希望在第一任期届满时持续担任独董职务,实现连任,甚至因此牺牲其应履行的监督职能(郑志刚等, 2016a)。郑志刚等(2016c)进一步研究发现,独董对不同董事会议案事项发表否定意见对连任影响是不同的。例如,监管当局通常对上市公司关联交易和担保事项等提出特别的监管要求,并以此成为未来针对独董做出处罚的依据。出于规避法律监管风险的目的,独董出具否定意见往往被认为情有可原,并不会对未来连任产生实质性影响。反过来,如果独董针对较为敏感,同时牵涉具体当事人的人事任免事项发表否定意见,则将会遭到涉事当事人的嫉恨,甚至打击报复,将显著降低其未来连任的可能性。相比单独发表否定意见,独董集体行动发表否定意见将使独董获得连任的可能性更低。因而,在我国公司治理实践中,出具否定意见的方式(委婉或直接、单独或集体)有时比否定意见本身更加重要;即使同样是否定性意见,但如果针对的董事会议案事项不同,独董未来连任的可能性也不同。逆淘汰说不独董机制的存在不仅是潜规则这一制度使然,同时也是任人唯亲的董事会文化使然,二者相互影响,相互加强。

需要说明的是,这种通过制度和相互强化的逆淘汰说不独董机制对公司独董监督行为的影响不仅恶劣,而且持久。郑志刚等(2016a)实证考察了我国上市公司独董在不同任期阶段对独董发表否定性意见的行为的差异。他们的研究发现,历史上存在逆淘汰说“不”独董现象的公司独董在第一阶段更加倾向于选择沉默和顺从。因而,逆淘汰说“不”独董的机制和文化不仅在短期内导致敢于说“不”的独董自身失去职位,从长期看,抑制和打击了公司未来其他独董履行监督职能的积极性。因而,逆淘汰说“不”独董不仅短期甚至长期影响独董未来监督的有效性,成为我国上市公

司独董并未发挥预期监督作用的重要原因之一。

第三,任期的限制和变相“延长”的任期。除了董事长权力和逆淘汰说不独董的机制,我国上市公司任人唯亲董事会文化的形成还与独董任期的制度设计有关。组织行为学中工作经验积累能提高绩效表现的相关理论表明,任职期限较长的独董对公司经营管理更为熟悉,与管理层信息不对称程度降低,因此更可能发挥强的监督作用(Fiedler, 1970; Buchanan, 1974)。例如, Liu and Sun (2010)的研究发现,如果审计委员会中有更多在任时间长的独董,公司的盈余管理明显降低。但另一方面,随着在任时间增长,独董与管理层的长期交往使得合谋可能性提高(Bebchuk et al., 2002),导致独董实质上丧失独立性,从而无法发挥预期的监督作用(Canavan et al., 2004)。例如, Vafeas(2003)研究发现,薪酬委员会中如果有在任时间超过 20 年的董事,经理人获得的薪酬水平显著更高,董事会成员任职期限过长损害了股东利益。Nguyen and Nielsen(2010)基于独董偶然死亡的事件研究发现,相对于其他独董死亡事件,在公司长期任职的独董死亡造成的公司股价负面反应显著更弱,部分支持了 Vafeas(2003)的观点。

与成熟市场经济国家上市公司对独董任期并无明确限制不同,按照我国证监会 2001 年颁布的《关于上市公司建立独立董事制度的指导意见》的规定,“独立董事每届任期与该上市公司其他董事任期(三年)相同,任期届满,连选可以连任,但是连任时间不得超过六年”。上述规定意味着一位独董在一家公司任满两个任期后必须离任。上述对独董任期的特殊限制和规定诱发了围绕独董任期具有我国资本市场制度和特质文化特质的故事。

其一是独董对董事会议案说“不”的任期阶段特征。郑志刚等(2016a)的研究表明,独董在首个任期和第二任期中监督行为存在显著差异,在第二个任期独董对董事会提案出具否定意见的可能性是首个任期的 1.41 倍。这意味着,对于在第一阶段任期谋求未来连任的独董而言,逆淘汰说“不”独董的机制和文化(唐雪松等, 2010; 郑志刚等, 2012)对独董监督行为的影响超过独董对声誉和未来职业发展的关注,成为占据主导的效应;在第二个任期,随着任期届满即将离开公司之际,“人之将死其言也善”,维护独董声誉和职业关注(Fama and Jensen, 1983; Jiang et al., 2016)的因素超过逆淘汰机制和文化的效应成为占据主导的效应,独董对董事会议案说“不”的可能性增加。

其二是通过独董返聘实现的独董任期的变相延长。任期较长的董事更可能与管理层建立私人友谊,产生偏袒管理层的倾向,延长的任期将以监督职能的削弱和投资者利益的损害为代价(Vafeas, 2003; Anderson et al., 2004; Berger et al., 2013)。监管当局对独董任期加以限制的初衷同样是防止独董与上市公司高管因任期过长而变得关系过于紧密,影响独董的独立性和监督的有效性。董事长或 CEO 直接或变相(例如, CEO 转任监事会成员)延长任期往往容易培植任人唯亲的董事会文化(Lipton and Lorsch, 1992; Katz, 1982; Andres et al., 2014)。郑志刚等(2016b)利用存在独董任期限制的我国上市公司数据发现,存在返聘独董现象的公司与不存在返聘独董现象的公司相比,返聘独董后公司代理成本显著上升而业绩显著变差。因而,独董通过返聘的方式变相实现了任期的延长很大程度削弱了独董的独立性与监督职能履行的有效性,使得“独董返聘现象”一定程度上成为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。

我们看到,这里所观察到无论独董持不同意见具有任期阶段特征还是通过返聘变相实现任期的延长都与我国上市公司独董任期的规定有关,如何完善我国上市公司独董任期设计由此提上重要的议事日程。

第四,外部法律环境和基本市场制度。作为所谓“公有制的实现形式”,国有企业在我国国民经济中具有特殊地位。这些或由中央或由地方各级政府参与投资并控制的国有企业大多分布在关乎我国国计民生的重点行业和关键领域,在我国对国有企业控制权的安排别具匠心。为了维持对国有上市公司的股权控制,我国资本市场甚至一度推出“股权分置”。一部分国有股票不能上市流通,

同股不同权不同价。近年来伴随着股权分置改革的完成和国有股减持的呼声,控股股东的持股比例出现逐年下降的趋势。但为了实现对上市公司的控制,国资委系统或国有法人作为最大股东所持的股份仍然是“控制性的”。因而在国有上市公司中一股独大的局面并未从根本改变。

我国非国有上市公司,同样呈现由家族持有控制性股份的“一股独大”的现象。按照 Burkart et al.(2003),如果外部法律制度不能对投资者权力提供较好的法律保护,预期在这些国家上市将面临被经理人盘剥的可能性较大,对于更加普遍的经理人的道德风险,股东将通过股权集中来加强对经理人的监督。La Porta et al.(1998)提供的跨国经验证据表明,大陆法国家由于法律对投资者权力保护较弱,在大陆法国家上市公司的股权集中度远远高于普通法国家。我国不仅是大陆法国家,而且是新兴市场国家,同样面临法律对投资者权力保护不足的问题(Allen et al.,2005)。作为对法律对投资者权力保护不足的自然应对,在我国很多非国有上市公司同样选择了“一股独大”。

我们知道,在股权结构上的“一股独大”是我国上市公司任人唯亲董事会文化形成的特殊制度根源之一。而本部分的分析表明,我国上市公司之所以会形成一股独大股权结构,与我国目前法律对投资者权力保护不足有关。法律对投资者权力保护不足成为我国上市公司形成任人唯亲董事会文化更为深远的制度根源。

在改善法律对投资者权力保护方面,我国法律制度建设仍然有很长的路要走。我们以我国上市公司的章程为例来说明这一点。类似代议制民主下以宪法作为国家存在的依据和边界一样,公司章程构成了一个公司的“宪法”。它不仅作为投资者和管理层关系平衡的有效合同,可以在一定程度上规避国家层面法律条款的影响(Easterbrook and Fischel,1991;等),而且可以通过在章程内增加或删除某些保护条款来阻止管理层或控股股东的盘剥行为以提高国家层面意义上对投资者权力的保护程度(Klapper and Love,2004;等)。因而公司章程对于公司层面法律对投资者权力保护实现意义重大。然而,作为大陆法系国家,我国倾向于适度强制性的公司治理制度安排。《公司法》对各公司的组织结构和运转行为的统一限定较多,公司章程的自治空间相应不足。此外,长期以来我国投资者和经营者法制意识淡薄,一些投资者和经营者甚至仅仅把公司章程的制定理解为上市前需要履行的程序之一,所以不可避免地在我国公司运行实践中存在公司章程形式化和趋同化的问题(郑志刚等,2011)。公司章程等基本法律制度并没有很好发挥预期的保护外部投资者利益的作用,对于抑制和缓解任人唯亲董事会文化则更是无从谈起。

除了外部法律环境,通过企业业绩波动把市场竞争压力传输给上市公司的基本市场制度同样对我国上市公司任人唯亲董事会文化的形成产生重要影响。Warther(1998)、Hermalin and Weisbach(1998)、Cornelli et al.(2013)等研究表明,当公司业绩不佳时,独董更有可能提议更换管理层。而来自我国上市公司的证据表明,公司业绩越差,独董越有可能对董事会议案提出公开质疑(叶康涛等,2011)。而无论提议更换管理层还是公开质疑董事会议案将有助于打破任人唯亲的董事会文化。

对良好外部法律环境和基本市场制度将一定程度抑制任人唯亲的董事会文化形成的一个更为直接的证据来自杜巨澜等(2012)。该文的研究表明,在契约执行效率高和市场经济发达的省份,独董更可能对问题议案说不。

四、打破任人唯亲董事会文化的实现路径

从第三部分的讨论我们看到,看起来属于文化范畴的任人唯亲的董事会文化形成的背后有着深深的制度设计和实施的烙印。因此,在寻求缓解任人唯亲董事会文化的可能实现途径时,相关制度设计和实施的完善变得至关重要。

第一,股权结构的多元化。第一部分的分析表明,我国上市公司在股权结构上的“一股独大”是任人唯亲的董事会文化形成的特殊制度根源。与股权高度分散的上市公司不同,在我国“一股独大”的上市公司中逐步形成以董事长这一公司实际控制人为中心的内部人控制格局。因此,改变我国上市公司“一股独大”的局面成为打破任人唯亲董事会文化的关键。

理论上,几家大股东分权控制(Shared Control)将会导致有利于外部分散股东利益保护的折衷效应(Compromise Effect)的出现(Gomes and Novaes,2001;等)。尽管处于控制性地位的几家股东有极强的愿望避免发生观点的不一致,但事后的讨价还价最终形成的决议,往往能够阻止经理人所做出的符合控股股东的利益但损害中小股东利益的商业决定。分权控制因而成为缓解一股独大格局下容易滋生的任人唯亲的董事会文化的重要制度安排。我们看到,目前我国国有企业正在积极推进的混合所有制改革一定程度上有助于改变我国上市公司“一股独大”的现状,形成股权制衡和分权控制的局面。当然,第三部分的分析表明,我国上市公司之所以会形成一股独大股权结构,与我国目前法律对投资者权力保护不足和基本市场制度存在缺陷有关,因而法律对投资者权力保护的改善和基本市场制度的形成是改变我国上市公司“一股独大”格局,从而打破任人唯亲董事会文化更为根本和基础的途径。

第二,使董事会真正成为公司治理的权威。目前国有企业的基本运营模式除了通过国有资产管理链条“管资本”外,还通过至上而下的人事任免体系和国企官员晋升考核事实上对企业运营产生实质性影响。这使得国企所有权与经营权无法真正分离,在企业组织形态上类似于基于家庭作坊的“新古典资本主义企业”。但传统的新古典资本主义企业由于所有权与经营权统一没有代理冲突。而现代公司区别于家庭作坊式的“新古典资本主义企业”的本质在于基于专业化分工思想的资本社会化和经理人职业化,通过所有权和经营权的分离,避免非专业的出资人对职业经理人经营管理决策的干预,以提升企业的运行效率。我们看到,目前“不仅管资本还要管企业”的国企既没有利用社会专业化分工提高效率,同时由于所有者缺位和长的委托代理链条,同样也没有很好解决代理问题,成为存在代理冲突的“新古典资本主义企业”。在上述意义上,我国国企未来需要一场“现代公司革命”。

开展新一轮混合所有制改革将为国有企业现代公司革命的开展带来契机。我们知道,民间资本参与混合所有制改制的最大担心来自作为控股股东的国有资本对民间资本的可能侵吞和掏空。大量的研究文献表明,控股股东会以关联交易、资金占用(应收、应付、其他应收、其他应付)和贷款担保等方式来对所控制的控股公司实现挖掘和掏空,从而使外部分散股东的利益受到损害。因此要使民营资本从资本的混合中和有助于实现保值增值的国有资本一样“有利可图”,从而实现民营资本与国有资本的“激励相容”,就需要建立平衡和保障不同性质股份利益的“制度安排”。例如,作为控股股东的国有资本能够做出不利用控股地位来侵吞、隧道挖掘民间资本利益的可置信承诺。因而,如何使国有资本所做的相关承诺变得可置信成为混合所有制改革成功的关键。

发生在2008年的全球金融危机美国政府救市实践以及2014年阿里巴巴美国上市带来的新兴市场公司治理结构创新的思考为我们进行混合所有制改革的相关制度设计带来启发。我们首先看美国政府救市实践。从动用财政资金对陷入危机的企业直接国有化,到持有不具有表决权的优先股,到仅仅为银行贷款提供担保,美国政府救市政策三个阶段变化的共同考量是如何避免政府对微观层面企业经营管理决策行为的干预,因为经营管理企业并不是缺乏当地信息的政府的专长。这被一些分析者认为是美国近年来经济强劲复苏的制度设计原因之一。而阿里巴巴则通过推出类似于不平等投票权的合伙人制度在美国成功上市。那么,阿里巴巴主要控股股东软银和雅虎等为什么会选择把更多的控制性权力交给以马云为首的合伙人?一个很重要的理由是,由于新兴产业的快速发展,很多业务模式投资者根本无法把握。而此时把更多控制权交给具有信息优势、有效把握业务模式的马云团队,而自身退化为普通的资金提供者,对于外部投资者而言显然是最优

的^①。这是外部分散投资者基于新兴产业快速发展和对于业务模式的信息不对称的现状做出的理性选择。

上述实践带给混合所有制改革的直接启发是，也许国有资本可以考虑向美国政府和阿里股东学习，通过持有（附加一定条件同时达到一定比例的）优先股来向民间资本做出排除隧道挖掘，直接干预和经营企业的庄重承诺，以此更好地实现国有资产的保值和增值目的。按照上述模式完成混合所有制改革后，国有资本运行机构将根据上市公司过去的业绩表现和公司治理状况增持或减持优先股，来引导市场对上市公司的评价。这是通过标准的市场行为而不是行政途径来向上市公司施加改善业绩表现和公司治理的“外在”压力。国有资本由此扮演着没有表决权的“机构投资者”的积极股东角色。董事会由具有表决权的其他外部股东选举产生，并成为公司治理的真正权威。公司高管则由董事会从职业经理人市场聘用。除了内部治理机制，混改后的公司还要借助严格信息披露等市场监管、法律对投资者权力保护举措（举证倒置、集体诉讼）的推出以及媒体监督、税务实施等法律外制度共同形成公司治理的外部制度环境。我们预期，董事会成为公司治理的真正权威之日就是我国上市公司现在存在的任人唯亲董事会文化得到极大缓解之时。

第三，外部职业经理人市场的形成和独董的职业关注。

我国一些上市公司新产生的经理人既非来自内部晋升，也非来自严格意义上的外部聘用，而是来自与上市公司存在业务往来和资本关联的企业集团内部的岗位轮换。按照郑志刚、梁昕雯等（2014）的统计发现，在样本观测值中，其中经理人来自内部晋升，占到样本期全部更迭经理人的70.5%，而来自岗位轮换和外部聘用分别占到18.25%和11.25%。从2005到2011年，外部聘用的比例虽然在波动中有所提高，但并没有改变我国上市公司中逐步形成的内部晋升为主，辅之以岗位轮换和外部聘用的经理人产生来源格局。既非来自内部晋升，又非来自严格意义上的外部聘用的岗位轮换，其占比高于外部聘用，成为除内部晋升之外经理人最重要的产生来源。如果把内部晋升和岗位轮换产生的经理人理解为广义的“内部人”，则我国上市公司在2005到2011年间所更迭的经理人中有近90%的经理人不是来自企业外部，而是来自“内部”。这表明我国外部职业经理人市场尚处在发展的早期，目前并没有形成统一公开的职业经理人市场。

受到尚未形成的经理人市场的影响，独董产生更加依赖社会连接（宁向东和张颖，2012；刘诚等，2012；刘诚和杨继东，2013）。尽管Jiang et al.（2016）的研究表明，在我国上市公司中年轻的独董和媒体曝光次数较多的独董更可能对董事会提案出具否定意见，因而独董的声誉和职业关注在我国上市公司中发挥一定的隐性激励作用，但由于独董产生来源依赖社会连接和逆淘汰说不独董的机制存在，市场声誉和职业关注对独董监督行为的约束变得有限。因而，未来如何建立统一完备的独董市场，使独董声誉和职业关注更好地发挥隐性激励作用，对于打破任人唯亲董事会文化同样至关重要。

第四，任期交错的独董更迭制度。

第三部分的分析表明，我国上市公司目前关于独董任期的规定会带来两种不同的效应。其一，独董监督行为具有任期阶段特征。独董在首个任期和第二任期中监督行为存在显著差异，在第二个任期独董对董事会提案出具否定意见的可能性是首个任期的1.41倍。郑志刚等（2016a）比较了董事会中第一任期独董居多与第二任期独董居多的公司之间代理成本的差异。他们的研究发现，主要以首个任期的独董组成董事会的公司，代理问题更加严重，因而独董监督行为的阶段特征及其背后的连任动机成为影响独董监督有效性的重要因素。从如何避免独董由于任期阶段特征而监督不足这一现实问题出发，该文的政策建议是，鼓励在我国上市公司董事会组织中积极推行独董

^① 参见郑志刚（2014）：《阿里美国上市启示录》，《21世纪商业评论》，第23期，24-25。

任期交错制度(Staggered Board)^①。这里所谓独董任期交错制度是指将独董成员分成若干组,分期更换独董成员,以保持董事会中独董的稳定、有效的监督和对公司长期价值的关注。通过引入独董任期交错制度,董事会的不同独董处于任期的不同阶段,由此避免了由于连任动机不同独董监督行为不同的局面。

其二是通过独董返聘实现的任期延长。以往研究表明,董事长或CEO直接或变相(例如,CEO转任监事会成员)延长任期往往容易培植任人唯亲的文化(Lipton and Lorsch, 1992; Katz, 1982; Andres et al., 2014)。郑志刚等(2016b)的研究发现,独董返聘现象与任期延长的经济后果具有某种一致性,因而通过返聘的方式独董变相实现了任期的延长。该文提醒我们,在独董任期制度设计问题上,除了对任职资格和任期有明确限定外,监管当局还应该对独董任期届满后返聘的间隔期限做出更加明确和合理的规定,以避免使独董的独立性受到削弱,并最终使股东的利益受到损害。

第五,独董自身的激励问题。

相比来自独立的外部的独立董事,内部董事向与他们的职业发展密切联系的经理人挑战往往付出更大的成本。因而,独立董事在董事会履行职能监督过程扮演十分重要的角色(Weisbach, 1988; Byrd and Hickman 1992; Cotter et al., 1997; Baysinger and Butler, 1985; Rosenstein and Wyatt, 1990)。然而,长期以来公司治理理论界和实务界更加关注的是经理人的薪酬制定问题,而对参与,甚至主持经理人薪酬制定和实施的独董自身的薪酬制定问题并没有给予应有的重视^②。在围绕经理人薪酬制定所形成的大量文献中,它们共同设定的前提是存在一个严格履行诚信责任,有激励向经理人积极制定和实施最优薪酬激励合约的董事会。

逻辑上,作为外部分散股东的代理人,履行监督经理人职能的董事会同样需要来自委托人股东的激励。董事会在成为解决由于所有权和控制权分离产生代理问题的潜在工具的同时,自身事实上同样存在代理问题(Bebchuk and Fried, 2003, 2004)。如何使董事会,特别是其中的独立董事能够“像股东一样思考”由此变得十分重要。Ryan and Wiggins(2004)指出,“内部董事、庞大的董事会、董事长兼任CEO等都使得董事会不够独立、监督效率低下,成为有效公司治理机制的障碍。但这些不利因素带来的影响会被董事获得的薪酬激励合同所抵消,因而董事的薪酬设计是公司治理的强化机制”。而Perry(1999)的研究表明,董事的薪酬激励影响着董事会的监督水平。当独立董事获得充分的薪酬激励时,CEO因业绩表现不佳而导致更迭的可能性增大。因此,公司治理的理论和实证研究除了关注经理人的薪酬制定问题,还需要同时关注参与,甚至主持经理人薪酬制定和实施的独董自身的薪酬制定问题。

与成熟市场经济国家上市公司甚至主要依靠股权激励计划等来向独董提供激励不同,我国绝大部分上市公司向其独董支付的仍然是津贴性的固定薪酬。而薪酬合约设计中十分重要的股权激励计划在我国独董薪酬实践中明确不允许采用^③。郑志刚和梁昕雯(2016)实证考察了我国上市

① 由于在美国等国家的一些上市公司除了CEO为内部董事外,其余董事会成员全部为外部董事。因而独董任期交错制度事实上演变为董事会整体的任期交错制度(Staggered Board)。即将董事会成员分成若干组,规定每一组有不同的任期,分批分次更换董事成员。分批更换董事有利于保持董事会的稳定和对公司长期价值关注(Stein, 1988),但上述制度往往不利于外部接管收购的实现,并及时更换股东希望更换的某些董事,形成这些董事事实上的盘踞(Stulz, 1988)。对上述制度优缺点的一个简单评论请参见Cohen and Wang(2013)。但由于我国上市公司除了CEO外,还保留了相当比例的内部董事。因此本文这里强调的是独董的交错任期制度。

② 在公司治理实践中,董事会中的薪酬委员会大部分委员往往由独董兼任,一些公司的薪酬委员会主席甚至需要由独董担任。

③ 我国证监会2005年颁布的《上市公司股权激励管理办法》(试行)第8条明确规定:股权激励计划的激励对象可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人员、核心技术(业务)人员,以及公司认为应当激励的其他员工,但不应当包括独立董事。一些上市公司的独董会以投资者身份个人购买和持有本公司股票则不受此限。

公司独董薪酬与企业绩效改善之间的关系及其实现机制。他们的研究发现,看起来向独董提供高的薪酬增加了企业的成本,但激励充分的独董将有助于企业实现绩效改善,将给股东带来更多的回报;独董薪酬激励增强之所以会带来企业绩效的改善,一方面是由于独董通过积极参与评价和制定经理人的薪酬契约,提高其薪酬绩效敏感性,进而使经理人激励得到加强;另一方面则与激励充分的独董更愿意参加董事会的会议,并更可能从股东立场出发向董事会议案发表否定意见。

容易理解,与独董努力程度和风险分担水平相挂钩的独董差别化薪酬制度能够向独董提供 stronger 的激励,反过来有助于缓解任人唯亲的董事会文化。

参考文献

- 陈乐民(2014):《在中西之间:自述与回忆》,生活读书新知三联书店。
- 戴亦一、陈冠霖、潘健平(2014):《独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷》,《会计研究》,第11期。
- 杜巨澜、吕班尼、瑞·奥立弗(2012):《董事会里谁才敢于提出反对的意见?》,《南大商学评论》,第1期。
- 刘诚、杨继东(2013):《独立董事的社会关系与监督功能——基于CEO被迫离职的证据》,《财经研究》,第7期。
- 刘诚、杨继东、周斯洁(2012):《社会关系、独立董事任命与董事会独立性》,《世界经济》,第12期。
- 宁向东、张颖(2012):《独立董事能够勤勉和诚信地进行监督吗——独立董事行为决策模型的构建》,《中国工业经济》,第1期。
- 秦晖(2015):《走出帝制:从晚清到民国的历史回望》,群言出版社。
- 唐雪松、申慧、杜军(2010):《独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据》,《管理世界》,第9期。
- 吴冬梅、刘运国(2012):《捆绑披露是隐藏坏消息吗——来自独立董事辞职公告的证据》,《会计研究》,第12期。
- 辛清泉、黄曼丽、易浩然(2013):《上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚——基于独立董事个体视角的分析》,《管理世界》,第5期。
- 叶康涛、祝继高、陆正飞、张然(2011):《独立董事的独立性:基于董事会投票的证据》,《经济研究》,第1期。
- 张俊生、曾亚敏(2010):《独立董事辞职行为的信息含量》,《金融研究》,第8期。
- 郑志刚(2014):《阿里美国上市启示录》,《21世纪商业评论》,第23期。
- 郑志刚、阚铎、林毅坤、胡波、黄继承(2016a):《独立董事何时说“不”?——来自我国上市公司独立董事任期阶段的证据》,中国人民大学财政金融学院工作论文。
- 郑志刚、李俊强、胡波(2016c):《议案事项、集体行动与独立董事否定意见发表》,《中国人民大学财政金融学院工作论文》。
- 郑志刚、梁昕雯(2016):《独立董事薪酬制定与企业绩效改善》,中国人民大学财政金融学院工作论文。
- 郑志刚、梁昕雯、吴新春(2014):《经理人产生来源与企业未来绩效改善》,《经济研究》,第4期。
- 郑志刚、孙娟娟、O. Rui(2012):《任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题》,《经济研究》,第12期。
- 郑志刚、许荣、徐向江、赵锡军(2011):《公司章程条款的设立、法律对投资者权力保护和公司治理——基于我国A股上市公司的证据》,《管理世界》,第7期。
- 郑志刚、郑建强(2016):《我国上市公司独立董事未连任意味着什么?》,中国人民大学财政金融学院工作论文。
- 郑志刚、郑建强、胡波、黄继承(2016b):《独董“返聘”的经济后果与影响因素——来自我国A股上市公司的证据》,中国人民大学财政金融学院工作论文。
- Adams, R. and D. Ferreira (2007): “A Theory of Friendly Boards”, *Journal of Finance*, 62, 217–250.
- Allen, F. and D. Gale (2000): “Comparing Financial Systems”, MIT Press:Cambridge MA.
- Allen, F., J. Qian and M. Qian (2005): “Law, Finance and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77, 57–116.
- Anderson, C. and J. Bizjak (2003): “An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay”, *Journal of Banking and Finance*, 27,1323–1348.
- Anderson C., S. Mansi, and D. Reeb (2004): “Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt”, *Journal of Accounting & Economics*, 37,315–342.
- Andres, C., E. Fernau and E. Theissen (2014): “Should I Stay or Should I Go? Former CEOs as Monitors”, *Journal of Corporate Finance*, 28, 26–47.
- Bar-Hava, K., S. Huang, B. Segal and D. Segal (2015): “Do Outside Directors Tell the Truth, the Whole Truth, and Nothing but the Truth When They Resign?”, Working Paper.

- Baysinger, G. and H. Butler (1985): "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1, 101–124.
- Bebchuk, A., Fried, M. and Walker, I. (2002): "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *University of Chicago Law Review*, 69,751–846.
- Bebchuk, A. and J. Fried (2003): "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92.
- Bebchuk, A. and J. Fried (2004): *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Berger, N., T. Kick, M. Koetter and K. Schaeck (2013): "Does It Pay to Have Friends? Social Ties and Executive Appointments in Banking", *Journal of Banking & Finance*, 37, 2087–2105.
- Bertrand, M. and S. Mullainathan (2001): "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are", *Quarterly Journal of Economics*, 116, 901–932.
- Brick, E., O. Palmon and J. Wald (2006): "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?", *Journal of Corporate Finance*, 12, 403–423.
- Buchanan, B. (1974): "Building Organizational Commitment: The Socialization of Managers in Work Organizations", *Administrative Science Quarterly*, 19,533–46.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer (2003): "Family Firms", *Journal of Finance*, 58, 2167–2202.
- Byrd, W. and A. Hickman (1992): "Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, 32, 195–221.
- Canavan, J., B. Jones, and M. Potter (2004): "Board Tenure: How Long Is Too Long?", *Boards and Directors*, 28, 39–42
- Chiu, C., S. Teoh, and F. Tian (2013): "Board Interlocks and Earnings Management Contagion", *Accounting Review*, 88, 915–944.
- Coles, L., N. Daniel and L. Naveen (2014): "Co-opted Boards", *Review of Financial Studies*, 27, 1751–1796.
- Cornelli, F., Z. Kominek and A. Ljungqvist (2013): "Monitoring Managers: Does it Matter?", *Journal of Finance*, 68, 431–481.
- Cotter, F., A. Shivdasani and M. Zenner (1997): "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?", *Journal of financial economics*, 43, 195–218.
- Davis, F. (1991): "Agents without Principles—The Spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network", *Administrative Science Quarterly*, 36, 583–613.
- Dewally, M. and S. Peck (2010): "Upheaval in the Boardroom: Outside Director Public Resignations, Motivations, and Consequences", *Journal of Corporate Finance*, 16, 38–52.
- Dyck, A. and L. Zingales (2004): "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 59, 537–600.
- Easterbrook, F. and D. Fischel (1991): *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Fahlenbrach, R., A. Low and R. Stulz (2015): "Do Independent Director Departures Predict Future Bad Events?", Fisher College of Business Working Paper Series.
- Fama, F. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.
- Fama, F. and M. Jensen (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Fiedler, E. (1970): "Leadership Experience and Leader Performance—Another Hypothesis Shot to Hell", *Organizational Behavior and Human Performance*, 5, 1–14.
- Finkelstein, S. and D. Hambrick (1989): "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes", *Strategic Management Journal*, 10, 121–134.
- Fracassi, C. and G. Tate (2012): "External Networking and Internal Firm Governance", *Journal of Finance*, 67, 153–194.
- Gilson, S. (1990): "Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default", *Journal of Financial Economics*, 27, 355–387.
- Gomes, A. and W. Novaes (2001): "Sharing of Control as A Corporate Governance Mechanism", SSRN Working Paper.
- Gupta, M. and L. Fields (2009): "Board Independence and Corporate Governance: Evidence From Director Resignations", *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, 161–184.
- Haunschild, R. (1993): "Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity", *Administrative Science Quarterly*, 38, 564–592.
- Hermalin, E. and M. Weisbach (1998): "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American*

Economic Review, 88, 96–118.

Hermalin, E. and M. Weisbach (2001): “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *National Bureau of Economic Research*, 73, 7–26.

Hwang, H. and S. Kim (2009): “It Pays to Have Friends”, *Journal of Financial Economics*, 93, 138–158.

Jensen, C. (1993): “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal”, *Journal of Finance*, 3, 831–880.

Jiang, W., H. Wan and S. Zhao (2016): “Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting”, *Review of Financial Studies*, 29, 655–696.

Katz, R. (1982): “Project Communication and Performance: An Investigation into the Effects of Group Longevity”, *Administrative Science Quarterly*, 27, 81–104.

Khatri, N. and E. Tsang (2003): “Antecedents and Consequences of Cronyism in Organizations” *Journal of Business Ethics*, 43, 289–303.

Klapper, F. and I. Love (2004): “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, 10, 703–728.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.

Levit, D. and N. Malenko (2016): “The Labor Market for Directors and Externalities in Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 71, 775–809.

Lipton, M. and J. Lorsch (1992): “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance”, *Business Lawyer*, 48, 59–77.

Liu, G. and J. Sun (2010): “Director Tenure and Independent Audit Committee Effectiveness”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 51, 176–188.

McPherson, M., L. Smith-Lovin and J. Cook (2001): “Birds of a Feather: Homophily in Social Networks”, *Annual Review of Sociology*, 27, 415–444.

Nguyen, D. and M. Nielsen (2010): “The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths”, *Journal of Financial Economics*, 98, 550–567.

Perry, T. (1999): “Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover”, Working Paper.

Rosenstein, S. and J. Wyatt (1990): “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, 26, 175–191.

Ryan, E. and R. Wiggins (2004): “Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring”, *Journal of Financial Economics*, 73, 497–524.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737–783.

Stulz, M. and R. Williamson (2003): “Culture, Openness, and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70, 313–349.

Subrahmanyam, A. (2008): “Social Networks and Corporate Governance”, *European Financial Management*, 14, 633–662.

Vafeas, N. (2003): “Length of Board Tenure and Outside Director Independence”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 1043–1064.

Volonte, C. (2015): “Culture and Corporate Governance: The Influence of Language and Religion in Switzerland”, *Management International Review*, 55, 77–118.

Warther, A. (1998): “Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of Board’s Relationship to Management and Shareholders”, *Journal of Corporate Finance*, 4, 53–70.

Weisbach, S. (1988): “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.

Yermack, D. (2004): “Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors”, *Journal of Finance*, 59, 2281–2308.

Zajac, J. and J. Westphal (1996): “Director Reputation, CEO–board Power, and the Dynamics of Board Interlocks”, *Administrative Science Quarterly*, 41, 507–529.

(责任编辑:罗 滢)