

法治环境、政府干预与董事会独立性的关系

严也舟 袁迪

(武汉工程大学管理学院 武汉 430205)

【摘要】 本文采用我国 A 股市场上市公司 2003 年至 2005 年的数据,考察了外部治理环境对公司董事会独立性的影响。实证结果表明:上市公司所在地区的法治化水平与公司董事会独立性显著正相关,上市公司所在地区的政府干预经济的程度对公司董事会独立性无显著影响。

【关键词】 法治环境 政府干预 董事会独立性

早期关于公司治理的研究,大多从股权结构出发,研究不同股权结构下的代理问题及股东行为选择对公司绩效的影响。近年来,越来越多的学者将研究视角转向公司治理的外部环境对公司内部治理机制的影响上。公司治理的外部环境包括法律、政府干预、文化和信用等方面,其中法律和政府干预是最关键和最具影响力的因素。法律和政府干预属于公共治理,而公司董事会的设立属于公司层面的治理。那么,公共治理对公司治理会产生怎样的影响呢? Kenneth 等(2007)基于欧洲国家 14 个样本公司进行实证研究发现,公司董事会独立性与公共治理水平具有正相关性。

国内对公司治理的研究主要集中在治理环境对大股东利益输送行为和公司绩效的影响方面。俞鸿琳(2006)采用我国 A 股市场上市公司 2002 年的数据研究发现,上市公司所在地区政府对经济的干预程度越大,公司价值越低。周中胜(2007)研究发现,我国上市公司所在地区的市场化进程越快,政府对企业的干预程度越小,大股东侵占资金的现象越少。

本文将 Kenneth 等(2007)的研究方法创造性地用于研究国内不同地区的制度环境对公司董事会独立性的影响,并采用 2003 年至 2005 年我国 A 股市场上市公司的数据,考察了各地区的法治环境和政府干预企业的程度对公司董事会独立性的影响。

一、理论分析与假设提出

董事会独立性是指董事会作为一个独立的行为主体,在决策过程中所体现出来的公正、公平。董事会既独立于股东个体又独立于管理者,旨在实现全体股东价值增值。代理理论认为,内部董事与公司管理者之间存在千丝万缕的联系,因而内部董事很难对管理者进行监督;而外部董事则会从全体股东利益出发,客观地对管理者进行有效监督。因此,可以用董事会中外部董事所占比例来衡量董事会独立性,外部董事所占比例越高,董事会独立性越强。

由于外部董事相对于内部董事能更有效地对管理者进行监督,因而中小股东希望有更多的外部董事进入董事会。但是公司管理者与大股东却不一定欢迎外部董事,因为大股东可

能利用手中的控制权与管理者合谋以掠夺中小股东的利益。因此,除非法律能够对中小股东的权益提供保障,否则中小股东很难影响董事会的构成。Kenneth 等(2007)基于欧洲国家 14 个样本公司对此进行了实证研究,结果表明法律对股东权益较强的保护确实会增强董事会独立性。

政府为了实现对企业的控制,除了在企业拥有较大的股权份额外,还直接控制企业的人事任命(俞鸿琳,2006)。上市公司的高管甚至董事会成员大多由政府或代表政府利益的国有大股东直接任命,这些高管、董事(独立董事除外)往往来自上市公司内部。政府对董事的任命会直接削弱董事会独立性,而这些具有政府背景的管理者又会排斥外部董事,从而进一步削弱董事会独立性。因此,政府对经济的干预程度与董事会独立性可能存在负相关关系。

根据以上分析提出假设:上市公司所在地区法治化水平越高、政府对企业的干预程度越小,董事会独立性越强。

二、研究设计

1. 样本与数据来源。 本文以 2003 年至 2005 年深沪两市所有上市公司为研究对象,在确定最终样本时剔除了以下几类公司:①金融保险类公司。②发行 H 股的公司。③数据不全或存在异常值的公司。剔除之后得到 3 358 家样本公司。本文所需数据来源如下:董事会构成的数据根据上市公司年度报告整理得出;地区治理环境指数来源于樊纲、王小鲁等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》;其他数据来源于北京色诺芬公司的 CCER 数据库。

2. 变量的定义和描述。

(1)因变量。根据前文提出的假设,本文设定的因变量是董事会独立性。董事会独立性用董事会中外部董事所占比例来衡量。

(2)解释变量。治理环境变量是本文的解释变量,Govindex 和 Legindex 分别代表上市公司所在地的政府干预企业的程度和法治化水平。其中,Govindex 的值越高,表明当地政府对企业的干预程度越小;Legindex 的值越高,表明当地的法治化水平越高。根据前面的分析,Govindex 和 Legindex 应该与董

事会独立性正相关。

(3)控制变量。根据国内外的研究文献,本文选择了如下几个控制变量:①第一大股东持股比例(CR1)。多数学者认为,第一大股东为了加强自己在公司的控制权,倾向于选择自己的代理人或管理者担任董事,因而第一大股东持股比例越高,董事会独立性越弱。②第一大股东性质(Control)。虚拟变量,若第一大股东为国有股东则取1,否则取0。第一大股东为国有股东的公司受政府干预的程度较大,董事会独立性也会被削弱。③公司规模(Size)。用公司总资产账面价值的自然对数来衡量。④公司特定风险(Risk)。许多学者认为,高风险的公司需要更多的内部董事而不是外部董事,因为内部董事对公司风险的本质认识得更深刻。本文用公司每日股票收益的标准差转换成的年度波动率代表公司特定风险。⑤公司资产负债率(Leverage)。学术界对于资产负债率与董事会独立性的相关性存在不同的观点。Kenneth等(2007)认为,资产负债率在公司治理中发挥了很大的作用,资产负债率越高的公司风险越大,从而也越需要外部董事的监督。但是Jensen(1986)认为,负债能缓解自由现金流的代理问题。可见,我们不能事先预测资产负债率与董事会独立性的相关系数的正负。本文用经行业平均值调整的总资产负债率(公司年末负债总额÷公司年末资产总额-年末本公司所在行业的资产负债率的平均值)来衡量公司资产负债率。⑥托宾Q值(Tobin's Q)。大量研究表明,股权集中度与托宾Q值之间是正相关的,但是两者之间存在怎样的因果关系却不得而知。有些学者认为,托宾Q值越大的公司信息越不对称,因而可能需要更多的外部董事。托宾Q值=(公司年末流通股每股市价×流通股股数+年末每股净资产×非流通股股数+年末债券总面值)/年末总资产账面价值。⑦行业哑变量(Industry)。本文按证监会规定的上市公司行业分类标准将样本分为21个行业(剔除了金融业),以综合类上市公司为比较基准,设置20个行业哑变量,属于该行业取值为1,否则取值为0。

(4)描述性统计。各变量(行业哑变量略)的描述性统计结果如表1所示:

表1 变量的描述性统计

	政府控制的样本			非政府控制的样本			全部样本		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	mean
out_dir	0.222	1.000	0.521	0.273	1.000	0.585	0.222	1.000	0.540
Govindex	0.160	11.520	4.882	0.160	11.520	4.881	0.160	11.520	4.882
Legindex	1.490	13.07	5.796	1.490	11.52	5.794	1.490	13.07	5.795
CR1	0.100	0.850	0.463	0.070	0.724	0.337	0.070	0.850	0.427
Control	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.710
Size	18.602	26.816	21.473	16.783	24.237	20.815	16.783	26.816	21.231
Risk	0.013	0.045	0.024	0.004	0.041	0.025	0.004	0.045	0.024
Leverage	0.008	3.895	0.501	0.068	19.867	0.719	0.008	19.867	0.565
Tobin's Q	0.324	3.852	0.885	0.426	32.246	1.210	0.324	32.246	0.986
N	2 361			997			3 358		

从表1可以看出,公司董事会独立性(用外部董事所占比

例衡量,即 out_dir)的最小值是 0.222,最大值是 1.000,公司间差异较大。政府控制的样本公司外部董事所占比例的均值为 0.521,小于非政府控制的样本公司外部董事所占比例的均值 0.585。

在政府控制的样本公司中,政府干预企业的程度最小值是 0.160,最大值是 11.520,均值是 4.882,说明不同地区的政府对企业的干预程度的差异较大;法治化水平的最小值是 1.490,最大值是 13.07,均值是 5.796,说明不同地区的法治化水平的差异也较大。在政府控制的样本公司中,政府干预企业的程度的均值是 4.882,法治化水平的均值是 5.796,这与非政府控制的样本公司的指数(Govindex 的均值是 4.881,Legindex 的均值是 5.794)非常接近,表明这两组独立样本面临的制度环境没有显著差异。

3. 研究模型。根据上述变量的定义及描述可知,本文建立的检验外部治理环境对公司董事会独立性影响的模型如下:

$$\text{Board Independence} = \text{Constant} + \beta_1 \text{Govindex} + \beta_2 \text{Legindex} + \beta_3 \text{CR1} + \beta_4 \text{Risk} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Tobin's Q} + \beta_7 \text{Size} + \sum_{i=1}^{20} \beta_{7+i} \text{Industry}_i + \varepsilon$$

三、实证结果及分析

外部治理环境对董事会独立性影响的检验结果如表2和表3所示:

表2 外部治理环境对董事会独立性的影响

变 量	预测符号	政府控制的样本			
		模式一	模式二	模式三	模式四
constant	?	1.303 *** (5.497)	1.312 *** (5.671)	1.280 *** (5.203)	1.286 *** (4.765)
Govindex	+		0.003 (0.963)		0.003 (0.986)
Legindex	+			0.005 ** (2.598)	0.005 ** (2.623)
CR1	-	-0.356 *** (-6.526)	-0.351 *** (-6.536)	-0.348 *** (-6.508)	-0.346 *** (-6.435)
Control	-	-0.013 (0.802)	-0.010 (0.786)	-0.020 (0.902)	-0.010 (0.748)
Size	+	-0.031 *** (-3.795)	-0.029 *** (-3.804)	-0.029 *** (-3.647)	-0.027 *** (-3.569)
Risk	-	0.002 (0.759)	0.001 (0.967)	0.001 (0.792)	0.001 (0.825)
Leverage	?	0.009 (0.648)	0.010 (0.751)	0.008 (0.685)	0.009 (0.777)
Tobin's Q	-	-0.015 (-0.354)	-0.014 (-0.323)	-0.014 (-0.406)	-0.015 (-0.286)
Industry		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.281	0.232	0.257	0.262
F 值		14.67 ***	13.98 ***	14.31 ***	13.56 ***
Observation		2 361	2 361	2 361	2 361

注:括号内为t值; **和***分别表示在5%和1%的水平上显著; Yes表示至少有一个行业的虚拟变量在统计上是显著的。

表 3 控股股东性质不同的样本下外部治理环境对董事会独立性的影响

变 量	预测符号	政府控制的样本				非政府控制的样本			
		模式一	模式二	模式三	模式四	模式一	模式二	模式三	模式四
constant	?	1.231 *** (4.967)	1.483 *** (5.834)	1.267 *** (5.066)	1.305 *** (4.631)	1.589 *** (5.461)	1.518 *** (5.137)	1.672 *** (5.984)	1.581 *** (5.387)
Govindex	+		0.002 (0.684)		0.003 (0.736)		0.001 (0.686)		0.001 (0.687)
Legindex	+			0.005 ** (2.726)	0.007 ** (2.851)			0.0044 * (1.684)	0.004 * (1.745)
CR1	-	-0.397 (-5.678)	-0.482 *** (-5.797)	-0.396 *** (-5.550)	-0.383 *** (-5.826)	-0.356 *** (-6.374)	-0.354 *** (-5.946)	-0.325 *** (-5.869)	-0.316 *** (-6.002)
Size	+	-0.022 *** (-3.895)	-0.022 *** (-3.684)	-0.027 *** (-4.216)	-0.020 *** (-3.264)	-0.031 *** (-3.508)	-0.033 *** (-3.977)	-0.034 *** (-4.165)	-0.034 *** (-4.057)
Risk	-	0.002 (0.762)	0.002 (0.629)	0.001 (0.671)	0.001 (0.668)	0.248 (0.981)	0.310 (0.957)	0.292 (0.969)	0.287 (0.968)
Leverage	?	0.005 (0.658)	0.005 (0.635)	0.005 (0.656)	0.004 (0.661)	0.004 (0.839)	0.004 (0.847)	0.004 (0.854)	0.004 (0.854)
Tobin's Q	-	-0.048 ** (-1.983)	-0.050 ** (-1.956)	-0.047 ** (-1.897)	-0.046 ** (-1.934)	-0.017 (-0.560)	-0.016 (-0.572)	-0.016 (-0.576)	-0.019 (-0.604)
Industry		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.254	0.247	0.23	0.237	0.072	0.083	0.074	0.067
F 值		10.02 ***	9.69 ***	9.61 ***	9.56 ***	1.87 ***	1.82 ***	1.80 **	1.73 **
Observation		2 361	2 361	2 361	2 361	997	997	997	997

注:括号内为t值;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著;Yes表示至少有一个行业的虚拟变量在统计上是显著的。

从表中数据可以看出,不管是在政府控制的样本中,还是在非政府控制的样本中,政府对企业的干预程度对董事会独立性都没有产生显著影响,政府控制的样本的董事会独立性也没有显著低于非政府控制的样本的董事会独立性,这与假设不相符。但在政府控制的样本中,法治化水平与公司董事会独立性在5%的水平上显著正相关;在非政府控制的样本中,法治化水平与公司董事会独立在10%的水平上显著。这与假设是相符的,而且与前述“非政府控制的公司受地区治理环境的影响较小”的假设是相符的。

至于控制变量,有三个变量与董事会独立性显著相关。一个是第一大股东持股比例,这一比例越高,董事会独立性越弱,说明第一大股东往往倾向于选择自己人或管理者担任董事,以便实现自己的控制权收益,这与预计是相符的。另一个是公司规模,在所有样本中,公司规模与董事会独立性显著负相关,与预计不符。在我国,公司的主要代理问题是大股东与中小股东之间的代理问题,规模越大的公司这种代理问题越严重,因此大股东会倾向于选择更多的内部董事帮助自己对中小股东的利益进行侵占。还有一个是托宾Q值,在政府控制的样本中它与董事会独立性显著负相关,与预计相符。

四、结论与建议

越来越多的学者研究发现,公司的外部治理环境对公司的内部治理机制会产生重要影响。本文以2003~2005年我国沪深两市的上市公司为研究样本,利用樊纲、王小鲁等(2007)编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告》中的相关数据,考察了政府干预经济的程度和法治化水

平这两个外部治理环境因素对公司董事会独立性这个内部治理机制的影响。研究结果表明:法治化水平与董事会独立性显著正相关,上市公司所在地区的法治化水平越高,董事会独立性越强;上市公司所在地区的政府干预经济的程度对董事会独立性没有显著影响。

上述研究还表明,公司董事会独立性等内部治理机制是适应于公司所处外部治理环境的内生变量。因此,要改善我国上市公司的内部治理结构,提高治理水平,不能仅从公司内部着手,而应该从公共治理着手,减少政府对经济的干预,完善各项法律制度,提高法治化水平,为公司内部治理机制的改善创造良好的外部治理环境。

【注】本文受湖北省教育厅人文社会科学项目(编号:2009q047)资助。

主要参考文献

1. 俞鸿琳. 政府控制和治理机制的有效性——基于中国A股市场的经验证据. 南开管理评论, 2006; 9
2. 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告. 北京: 经济科学出版社, 2007
3. Kenneth A. Kim, P. Kitsabunnarat-Chatjuthamard. Large shareholders, board independence and minority shareholder rights: evidence from Europe. Journal of corporate finance, 2007; 13
4. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, Vishny. Investor protection and corporate governance. Journal of financial economics, 2000; 9