

我国董事会职能探寻： 战略咨询还是薪酬监控？

杨青¹ 薛宇宁¹ YURTOGLU Besim Burcin²

(1. 复旦大学经济学院金融研究院, 上海 200433;

2. Department of Economics, University of Vienna, Austria)

摘要:董事会究竟发挥何种作用一直是公司治理争议的焦点问题。本文采用董事会权能对战略咨询和监督控制的双路径结构方程模型(Structure Equation Model, SEM), 提出董事会的监控作用表现为以薪酬激励监督 CEO 为间接手段来改善公司业绩; 战略咨询则体现为董事会权能对公司业绩的直接贡献。以中国 2005~2007 年上市公司样本的测试结果表明: 国资委、地方与中央国有控股公司等董事会薪酬监控作用显著, 表现为改善董事和 CEO 激励不足, “薪酬激励效应”突出, 董事权力和治理效果逐年改善, 但其战略咨询的治理任务有待加强; 私人控股公司董事会的战略和监督二元作用初步凸显, 但存在“薪酬挤出效应”, 公司治理状况呈弱化趋势, CEO 监管与激励有待改善。

关键词:董事会权能; 薪酬激励; 监督作用; 战略作用

JEL 分类号: D23; G34; C51 文献标识码: A 文章编号: 1002-7246(2011)03-0165-19

一、问题的提出

长期以来, 董事会一直处于公司治理内部控制系统的核心位置(Jensen, 1993)。代理理论支持者认为经营权与所有权分离后, 董事会的重要作用就是代表股东监督经理人, 采

收稿日期: 2010-12-20

作者简介: 杨青, 复旦大学经济学院金融研究院副教授, E-mail: qyang@fudan.edu.cn.

薛宇宁, 复旦大学经济学院金融研究院硕士研究生。

YURTOGLU Besim Burcin, Department of Economics, University of Vienna, BZW, Brunner Street 72, A-1210 Vienna, Austria.

此文受教育部人文社科项目(07JC630057)和上海社科项目(2008BJB018)资助; 感谢巴西圣保罗“新兴市场公司治理”国际年会(2009CGEM)美国 Black 教授的中肯点评, 2010 年度中国金融国际年会上的专家评价, 以及复旦大学金融论坛上刘红忠教授、张宗新和卢华博士的有益建议; 同时感谢复旦大学金融研究院课题组成员硕士安爽和高铭等所提供的数据支持工作, 当然文责自负。

用薪酬激励约束机制在管理层和所有者之间建立一个最佳契约,以缓解二者之间的利益冲突。由此,股东利益学派在解决代理问题时,总寄希望于董事会能够起到监督经理层,实现股东利益最大化的作用(Fama 和 Jensen,1983)。但是,2000~2002 间频繁发生的美国公司治理丑闻事件,以及 2008 年经济危机中公司濒临破产而高管仍高薪的事件,使人们对董事会的监控作用提出质疑。对此,美国 SEC 出台了加强董事会独立性的新规则;然而实施的效果也是颇有争议的。Donaldson 和 Davis(1994)甚至怀疑董事会存在的必要性,因为以独立董事为主的董事会不符合“掌握信息最完备的人决策最有效”的基本原则,所以这种董事会是一种无效率的组织形式。研究也发现如果董事会不能保持其独立性或没有足够的监督激励,便倾向于站在 CEO 而不是股东一边;甚至质疑董事会在选择 CEO 或独立董事时,存在合谋现象,因而引发了董事会职能与公司治理变革的呼声(Jensen,1993; Murphy, 1999; Core et al,2003; Brick,2006)。我国自 2003 年全面实行独立董事制度后,陆续采取了如引进海外战略投资者、国企 CEO 的市场化、国有银行的上市等措施,并于 2006 年引入股权激励计划,2008 年又出台了相关行业的限薪令等,虽然这些举措使我国公司治理向国际接轨,且在一定程度上改善了治理绩效,但是国有企业公司治理中存在的“三角代理人”问题、“软约束”问题、“隧道”效应等等都对我国董事会的基本职能提出挑战(李增泉等,2004;刘俏和陆洲,2004;唐跃军和谢仍明,2006;叶康涛等,2007)。

目前,关于董事会职能有几种观点:一种是薪酬激励约束说,如董事选取和 CEO 薪酬博弈观(Hermanlin 和 Weisbach,1998)、最优薪酬契约观(Bebchuk et al.,2002),甚至董事与股东利益响应(responsiveness)观(Ertimur et al.,2010)等;另一种观点认为,随着市场竞争环境日益激励,CEO 的精力将专注于战略执行,董事会职能也发生转移,扮演着指导公司发展战略的作用(Hendry 和 Kiel,2004);我国公司法则明确指出董事会最基本的两大职能就是监督经营管理层和为公司经营提供决策指导。然而,无论是董事和 CEO 之间的最优契约模型、博弈模型,还是董事会的战略作用论,关键点都在于董事和 CEO 对董事会的控制权之争(夏纪军和张晏,2008;Netter et al.,2009),其最终结果既决定了董事会的作用,也决定了董事和 CEO 的关系。那么,究竟有哪些因素决定董事会的权能,董事会又是通过何种途径来履行董事会战略咨询或监督职能,并最终改善公司治理绩效呢?国际上有关董事会战略咨询职能的讨论虽然较广泛,但研究还基本停留在概念建模阶段;刘少波(2007)、张小茜和汪炜(2008)等开始关注公司控制权问题,陈闯和杨威(2008)以平高电气为例考察了股权异质性对上市公司董事会职能演进过程的影响;但并未明确划分董事会职能。对此,本文(1)寻证董事会战略咨询和薪酬监控职能二元化的理论支持;(2)构建董事会公司治理绩效双途径量化概念模型,并以 2005~2007 年我国上市公司数据进行实证检验,发现此阶段我国国有控股公司董事会工作重点在于薪酬监控,致力于改善激励不足问题,战略指导作用较弱,但存在“薪酬激励效应”,其公司治理绩效逐年改善;私营公司战略咨询和监控作用都较突出,但其监控作用表现为较严重的“薪酬挤出效应”,治理效果呈逐年弱化趋势。全文安排如下:第二部分论述董事会职能变迁及其相关

理论支持,提出研究概念模型;第三部分阐述样本数据来源和变量选取;第四部分实证检验与分析;最后是结论与政策建议。

二、理论分析与研究概念模型

(一)理论溯源

1. 监控职能论。早期的管理霸权主义认为董事会是被管理层主控的法律虚体,持这一观点的代表人物有 Mace(1971)、Vance(1983)、Lorsch 和 Maclver(1989)等。如 Mace(1971)将董事会戏称为“CEO 的缔造者”;Herman(1981)认为董事会仅仅是作为橡皮图章而存在。他们认为这种虚弱的董事会主要由于分散的股权、信息不对称、未分配利润处置权、董事提名权、内部董事控制权等五大因素共同作用造成,使得强势的 CEO 和高管团队成为公司战略的主导者,而董事会仅如橡皮图章般起着评论或赞成的作用。当然,批评的观点认为,这方面的实证研究不足,而且对有关“控制”含义的理解不同也导致不同结论;因为无论如何董事会对 CEO 拥有最后的处置权:雇佣或是解雇。股权的日益集中及关联董事的出现也削弱了管理层的控制权,尤其是上世纪 90 年代以来国际机构投资者持股份额的增加,增强了公司战略监控权,进一步遏制了管理霸权。

代理理论认为董事会的主要作用是减少股东和管理层的利益分歧,最小化代理成本,并保护股东投资,具体如代表股东制定公司战略、挑选 CEO 及管理团队并监督其行为等,即董事会对 CEO 的监督与控制职能是至关重要的(Fama 和 Jensen,1983)。学者们也认为代理理论虽然给出了董事会战略职能的暗示,但是它是董事会间接借助控制 CEO 来确定公司的战略方向,并没有直接界定董事会的战略职能(Eisenhardt,1989;Hill,1995);而且,早期对董事会战略职能的认识基本局限于对 CEO 给出建议、评价战略方案而不是创立战略(Hendry 和 Kiel,2004)。

2. 战略咨询观。上世纪末,乘员理论和资源理论的出现打破了原有董事会职能的研究格局。这两个理论的支持者认为董事会与 CEO 不再是监督与被监督关系,而是通力合作的关系。与代理理论所假定的个人机会主义和自私自利人性假设相反,乘员主义学派认为经理人可能是被“乘员”思想所驱动的乘员,即“经理人具有获得成功的需要,他们将通过承担挑战性的工作,履行职责和权威,获得同辈或老板的认可,而实现内在的心理满足感”(Davis et al.,1997),这是一群具有集体主义、组织至上并值得信赖的群体。这种观点认为,CEO 和高管群以实现股东利益为己任,他们看重非金钱激励,希望参与战略决策,并与董事处于合作而非被监管的关系,他们作为内部董事,其专业知识、技能和职责将促进董事会的战略地位(Stiles,2001)。当然,这种理论支持下董事与 CEO 的关系与各国的文化不无关联,如研究指出在集体主义文化中成长的人比个人英雄主义环境下的人更易于选择乘员角色;而在一个低权能(low power)文化环境中的人更可能选择作为乘员等等(Davis et al.,1997)。

源自于经济和社会学领域的资源依赖理论也支持董事会的战略指导地位。该理论指

出,鉴于关联董事将公司与竞争者和其他利益相关群体联系在一起,董事起到一种将公司与外部环境联系起来获取重要资源的“协同或协作”机制(Zahra 和 Pearce,1989);这些董事给公司带来信息、技能、合法性甚至信誉等资源,以降低激烈竞争下外部环境的不确定性,提高公司战略执行的成功率。然而,这种理论支持者关于董事会的战略职能是有争议的,Stiles(2001)持董事界限跨越的行为有利于为董事会带来新的战略信息而加强其战略地位的观点;而 Carpenter(2001)则认为这只是使董事会与更多资源有联系,并不拥有对这些资源的使用权,董事只是充当了战略咨询员的作用,而不是执行了独立的控制作用。

3. 二元论趋势。面对董事会职能单一论,Boyd(1994)建议应从多角度来刻画 CEO 和董事会的关系,如考虑董事会的警觉作用、参与战略的作用、监控作用甚至对 CEO 和管理团队的影响力等等。Hillman 和 Dalziel(2003)、Sundaramurthy 和 Lewis(2003)等建议采用多理论来解释董事会的作用,他们认为这样有助于理解董事资本(Board Capital)、监控以及获得资源等与公司绩效之间的联系作用。Davis et al.(1997)等指出从实际情境及心理学角度来看,乘员理论与代理理论未必是对立面,如在董事和 CEO 是代理人还是乘员的双角色博弈模型中,在纯乘员关系下董事致力于战略职能;纯代理关系下又强调董事会的监督职能。且有观点集成组织控制与代理理论,将董事会战略控制看成是塑造公司使命和愿景、规制公司创新能力和企业家精神,促进企业变革的一种机制(Stiles 和 Taylor,2001);Hendry 和 Kiel(2004)认为“塑造战略决策”是董事会控制职能中的一种咨询形式,这是一种更接近乘员理论所支持的 CEO 和董事关系。近期的研究发现董事会越来越多地涉入公司战略问题,一些非执行董事甚至将察觉公司的战略方向、参与公司愿景和市场评估活动直至为经理充当咨询员作为其在职的主要目的。如美国 Pathan 和 Skully(2010)对 214 家银行研究发现董事会发挥监督和战略咨询职能的成本和收益能够很好地解释董事会的结构;我国刘少波(2007)界定控制权为“对企业的重要事项和主要活动的决策权”,其实质是董事会的战略咨询作用;在此基础上,张小茜和汪炜(2008)进一步指出控制权并不仅仅取决于公司的股权结构,还与公司的决策机制有关;陈闯和杨威(2008)也同样将治理能力定义为投资者监督管理层以及影响董事会决策过程的能力。可见,随着各公司治理理论的发展与融合,已经明确表达了董事会肩负有监督控制和战略咨询双重职能,即(1)激励并监督经理人实现股东利益最大化的受托责任,如通过薪酬激励并监督 CEO 执行公司战略,最大化地实现股东利益,并在经营不善时解雇 CEO;(2)指导公司重大发展战略的责任,如公司战略愿景、使命和发展方向的确定与决策。

(二) 概念模型

Boyd(1994)较早对董事会职能进行了概念建模及实证研究,基于代理理论将董事会描述成设定 CEO 薪酬的内控机制,并应用 LISREL 模型,实证检验了美国市场董事会控制权、公司规模和业绩对 CEO 薪酬的决定作用。时隔十一年之久,Lin(2005)进一步将董事会控制权细分为董事权力和 CEO 权力,并利用台湾同行业数据实证检验董事会监控模型,结论支持乘员理论,即当 CEO 兼任董事长时将扮演“乘员”角色,执行董事会的战略职能。虽然 Hendry 和 Kiel(2004)提出董事会权力在外界环境和自身信息获取作用下,通

过战略控制与财务控制双职能途径,将对公司业绩产生显著影响,但需要进一步的实证支持。

大量研究指出,决定董事会职能的核心是董事会权能(Boyd,1994;Lin,2005;夏纪军和张晏,2008;Netter et al.,2009;Ertimur et al.,2010),也就是内、外部董事权力或控制力的较量与博弈,最终形成的董事会控制力对薪酬监控以及公司经营方向等决策时具有决定性作用。并且,实践中,董事会特征如董事会独立性和 CEO 权能是在薪酬激励机制决定之前确定下来的,是外生决定的。这样,我们假设董事会控制力发挥实际效用存在两条传导途径:路径之一是董事会通过监督并激励 CEO,进而改善公司治理绩效的间接传导作用,管理霸权主义和代理理论支持这种监控传导作用;路径之二是董事会通过战略指导作用所直接导致的公司业绩改善,资源依赖理论和乘员理论都支持董事会的战略作用。也就是说,董事会权能与控制力由董事独立性与 CEO 权力二者博弈决定,董事会控制权如体现为战略职能,则通过董事会战略咨询建议直接影响公司业绩;若董事会控制权向监督职能倾斜,则通过薪酬激励机制传导,以降低代理成本等方式改善治理绩效,间接达到改善公司业绩的目的。据此,我们提出董事会职能二元论概念模型 1(参见图 1),进一步考虑薪酬决定机制中公司性质和行业环境等控制变量的影响,二元论概念如模型图 2。

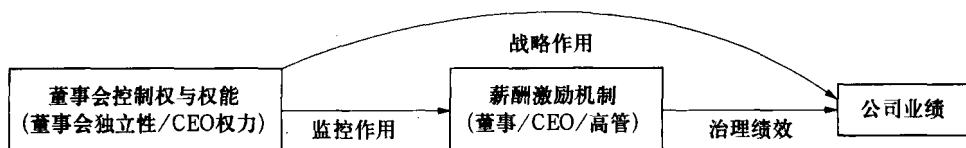


图1 董事会职能二元论概念模型 1

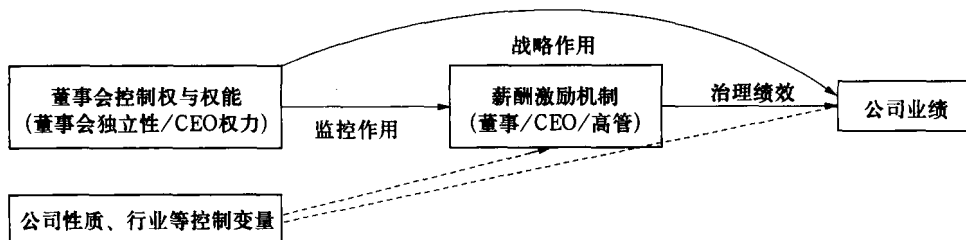


图2 董事会职能二元论概念模型 2

模型潜在变量设计如下:

1. 董事会权能。董事会权能或控制力作为外部董事、控股股东和以 CEO 为代表的内部董事等多方博弈的结果,其最终控制力由各种董事和 CEO 权力因素共同决定。当前,研究和实务都认为董事会的独立性是影响公司治理效果的重要因素,因此无论董事会的战略还是监控职能,独立董事比率都是董事会发挥效率的重要影响指标。关于董事会规模,Andres et al. (2005)在研究北美和西欧样本后认为过大的董事会效率低下,会导致公司业绩不佳,这一观点在绝大多数文献中都被认同。我们认为董事会过大时,意见难以

统一,使得博弈耗费更多的资源,因此一般大的董事会和其控制力强度负相关。Boyd (1994)认为外部董事比例、董事股权比例、董事薪酬以及董事中股东代表比例都是影响董事会控制权的重要因素;Lin(2005)则将董事会控制权分离为董事权力和 CEO 权力,董事权力沿用了 Boyd(1994)的指标,而 CEO 权力则采用了 CEO 持股及其任期。若外部董事不再以声誉作为激励机制,而采用经济激励,可能出现董事和经理人合谋的问题(Brick et al., 2006);当然,从乘员角度来看,最后的结果取决于 CEO 与董事博弈的情况,同时董事持股比例对董事会履行控制职能也将是强有力的激励因子,因此它对董事会控制力应有正的影响。管理霸权和代理主义认为二职合一为会削弱董事会控制力,对薪酬带来正的影响(Boyd, 1994);而乘员和组织控制理论认为 CEO 兼任董事长这一“绝对领导”方式可提高公司战略的执行效率,对公司业绩有正向作用(Lin, 2005)。虽然,资源理论认为 CEO 是否为新继任者、年龄和学历等社会阅历等因素也会影响其权力的发挥,但研究显示目前这些因素在我国并不显著(杨青等, 2009)。此外,CEO 任期和更替、HHI5 等因素也是决定我国董事会权力,并进而影响薪酬机制或对公司业绩直接做出贡献的重要影响因素(夏纪军和张晏, 2008)。

2. 监控职能的传导机制——薪酬激励。董事会权力主要体现于董事和高管团队之间的关系(Westphal 和 Finkelstain, 2001),强势的管理层可能使用这种能力潜在控制董事,使得董事会朝着管理层的意愿运行。董事会如何才能执行有效的控制,Fama 和 Jensen(1983)指出这需要有足够的激励使得董事会成员避免被 CEO 指使或与 CEO 合谋。其中,最直接的激励涉及 CEO 薪酬、董事会薪酬、其他高管薪酬^①。当然,除了薪酬激励,另一种长期的激励方式来自于董事所持有的股份,董事持股越高,越希望 CEO 行为增加股东利益(Brick, 2006)。Jr 和 Wiggins III (2004)指出如果独立董事有超越 CEO 的议价能力,则董事薪酬和 CEO 薪酬的制订将更偏向于股东利益;相反,如果 CEO 权能超越了其他董事控制权,强权 CEO 会借助其在董事会的特殊地位影响董事薪酬,使得其他董事没有足够激励去履行监督职能,致使薪酬设计与公司股票业绩不敏感。

表 1 关键变量定义及说明

潜变量	标识变量	定义
董事会控制力或权能(BP) (Lin, 2005; Boyd, 1994; 夏纪军和张晏, 2008)	董事权力: 董事会规模(BS) 董事持股比率(DS) 独董比率(IR) H 指数(H)	董事会总人数 董事持股量/总股本 独立董事人数/董事会总人数 前五大股权比例平方和
	CEO 权力: 二职合一(D1: 哑变量) CEO 任职期限(D2) CEO 替换(D3: 哑变量)	CEO 兼任董事长则为 1, 否则为 0 CEO 实际任职时间 当年 CEO 替换为 1, 否则为 0

① 薪酬包括年薪(工资和奖金)及业绩奖金(红利)。

续表

潜变量	标识变量	定义
公司业绩(PM);上期业绩(PM1)(夏纪军和张晏,2008;Offenberg,2009;Firth,2006)	P1	每股收益率
	P2	总资产收益率
	P3	托宾Q
	P4	销售收益率
薪酬激励(SL)(Jr.和WigginsIII,2004;Brick,2006)	CS	CEO薪酬的自然对数
	TD	前三高管薪酬均值的自然对数
	TM	前三董事薪酬均值的自然对数
控制变量: (Firth,2006) 公司规模(S) 行业(I) 地区(A)	S1	销售额自然对数
	S2	总资产自然对数
	S3	雇员数自然对数
	Ii	按行业分成5类,虚拟变量
	Ai	按地区分成5类,虚拟变量

3. 战略职能与治理绩效。公司治理绩效采用公司业绩度量,国际上的评价标准包括托宾Q和总资产收益率等。我国由于股权分置等一系列问题,对股改以前的数据样本,学者大多选用销售收益率作为公司业绩的评判(Firth,2006)。随着股权分置改革的实施与完成,市场信号作用逐渐凸显,我国资本市场定价逐渐趋于市场化,选用的业绩变量既有中国特色的ROS指标,也有与国际一致的每股收益率、总资产收益率和托宾Q等指标(夏纪军和张晏,2008;Offenberg,2009)。

4. 控制变量。盛行的观点认为CEO薪酬激励也受行业、企业性质和规模等制度性因素的影响。如决定董事和管理层薪酬的一个重要因素是公司规模,我们采用公司销售额、总资产和雇员数等作为公司规模的表征变量^①。企业性质根据上市公司控股股东性质划分国有控股和私营控股公司两大类:其中国有控股包括国资委控股、地方和中央国有控股公司、职工持股会以及集体控股公司等;而私营控股公司包括个人控股及境外控股公司。同时,行业在我国也是要因,这里我们采用五分法(Firth et al.,2006):混合及其他行业,工业与制造业,商业部门,公用事业部门,地产和金融;并按公司所在区域划分为:上海和深圳地区,沿海地区,中部地区,西北部地区等五大类。

三、数据样本和研究方法

(一)数据来源与选择

我国上市公司前三名高管的薪酬和前三名董事薪酬可以从1998年起获得,但是CEO薪酬自2005年股权分置改革后,由于信息披露制度的完善才可获得公开披露的数据;对此,我们的研究样本选自2005年1月至2007年12月间的上市公司,共获得国有控股公司样本2832个;私营控股公司1304个。具体说明如下:

^① 其中公司的市场价值因我国限售股问题而没有采用。

1. 董事会和 CEO 等公司治理变量主要来自于 SINOFIN 数据库及 CSMAR 数据库;同时,我们从 Wind 数据库获得上市公司的财务数据,并通过 VB 编程对关键字段“总裁或总经理 + 薪酬”获得 CEO 薪酬数据,并按报表公布日确定 CEO 薪酬。

2. 薪酬目前可以公开获得的依然只有现金和奖金构成的年薪;股权激励计划在研究样本中仅考虑董事持股情况。CEO 任期和年龄通过 VB 编程下载董事与高管信息,提取高管的离任和继任时间,准确到月,CEO 任期采用当年实际任期,年龄采用虚岁。

3. 样本剔除了 CEO 年薪低于 1 万元人民币以下的数据点;雇员数剔除了 50 人以下的公司;ROA、ROE 等剔除样本奇异点,CEO 和董事薪酬^①、销售额、总资产和雇员数等采用自然对数值,以消除异方差性。

数据分析使用的统计软件有 Stata10, SPSS15.0 for Windows, AMOS7。

(二) 研究模型与方法

以董事会控制作为外生潜在变量,治理绩效和薪酬激励作为内生潜在变量构建数学模型如下。

结构方程模型(SEM)最大的特点是可以分析一些不能直接度量的潜在变量(如董事会控制力与治理绩效)之间的关系,并有效解决多变量之间相关的现象或共线性问题,允许一定范围误差的存在,因而广泛用于社会学领域。

考虑到我国上市公司一直存在国有控股和私营控股公司治理机制、市场竞争和管理效率差异的争论(胡一帆等,2005;Andres,2008),这说明不同控股性质下的董事会职能侧重点存在差异;进一步地,持代理理论观点的学者质疑国有企业的“虚拟代理”人问题,则可能存在国有控股公司的董事会对 CEO 的监督关系或对公司业绩的战略指导作用不如私营公司那么高效的现象。为此,我们将按控股股东性质分成国有控股公司(组 1)和私营公司控股公司(组 2)进行分析;同时除了采用混合样本数据,我们也将分年度模型以期发现董事会在不同所有权控制下,在不同时期的关键作用。

$$(1) \begin{bmatrix} PM \\ SL \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 00 \\ \beta_{21} 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} PM \\ SL \end{bmatrix} + [\gamma_{11} \gamma_{12}] [BP] + \begin{bmatrix} \zeta_1 \\ \zeta_2 \end{bmatrix}$$

$$(2) \begin{bmatrix} P_1 \\ P_2 \\ P_3 \\ P_4 \\ CS \\ TD \\ TM \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1\lambda_{23} \lambda_{33} \lambda_{43} \\ 01\lambda_{22} \lambda_{32} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} PM \\ SL \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \varepsilon_4 \\ \varepsilon_5 \\ \varepsilon_6 \\ \varepsilon_7 \end{bmatrix}$$

① 前三高管薪酬和前三董事薪酬包含 CEO 薪酬,我们在研究中没有减去 CEO 薪酬,因为 CEO 作为多种身份,代表了不同团体的利益。

$$(3) \begin{bmatrix} BS \\ DS \\ IR \\ HD_1 \\ D_2 \\ D_3 \end{bmatrix} = [1 \lambda_{21} \lambda_{31} \lambda_{41} \lambda_{51} \lambda_{61} \lambda_{71}] [BP] + \begin{bmatrix} \delta_1 \\ \delta_2 \\ \delta_3 \\ \delta_4 \\ \delta_5 \\ \delta_6 \\ \delta_7 \end{bmatrix}$$

四、实证分析

(一)描述性统计

表2给出了按董事权力和CEO权力划分的董事会权能潜在变量的描述性统计。数据显示私营控股公司的董事会规模比国有控股公司董事会整体偏小(均值低0.81),并稳定(标准差低0.13),且私营公司在董事持股比例、独立董事比率、董事会会议次数方面的

表2 按控股股东分组的变量描述性统计

变量名		样本数(N)	最小值	最大值	均值	标准差
董事权力特征						
董事会规模	组1	2826	1	21	9.83	2.242
	组2	1301	1	23	9.02	2.112
董事持股比例	组1	1951	0.000	0.23	0.002	0.014
	组2	877	0.000	0.70	0.059	0.132
HH15	组1	2763	0.004	0.98	0.203	0.132
	组2	1254	0.008	0.71	0.142	0.102
独立董事比率	组1	2826	0.000	0.75	0.345	0.071
	组2	1301	0.000	1.00	0.358	0.069
董事会会议次数	组1	2822	1	36	8.01	3.395
	组2	1300	1	35	8.37	3.616
CEO权力特征						
二职合一	组1	1410	0	1	0.41	0.492
	组2	588	0	1	0.42	0.494
CEO任期	组1	2406	0	22	5.92	2.986
	组2	1054	0	16	5.52	2.999
CEO替换	组1	2776	0	1	0.39	0.489
	组2	1253	0	1	0.47	0.499
管理层持股比例	组1	2814	0.000	0.23	0.002	0.014
	组2	1290	0.000	0.70	0.044	0.122
薪酬激励(万元)						
CEO薪酬	组1	2383	1	963.1	32.11	44.34
	组2	1053	1.09	655.12	27.38	37.50
前三董事薪酬	组1	2793	2	817	68.61	72.28
	组2	1280	3	860	67.40	74.21

续表

变量名		样本数(N)	最小值	最大值	均值	标准差
前三高管薪酬	组 1	2787	1	975	80.63	80.28
	组 2	1283	1	969	64.16	70.19
公司业绩						
每股盈余	组 1	2828	-4.03	5.53	0.217	0.496
	组 2	1303	-7.07	4.35	0.121	0.665
总资产收益率	组 1	2815	-78.00	210.81	4.004	10.27
	组 2	1292	-92.59	769.76	3.773	27.43
销售收益率	组 1	2767	-0.961	0.99	0.068	0.161
	组 2	1201	-0.941	0.85	0.064	0.175
托宾 Q	组 1	2827	-0.592	42.58	1.744	1.454
	组 2	1302	-0.027	70.27	2.188	3.032

均值都要比国有控股公司高,一定程度表明私营公司董事在参与董事会事务时更加勤勉。国有性质公司的股权集中度、CEO 任期以及薪酬的均值要比私营公司分别高出 6%、0.4 年和约 5 万元。薪酬数据说明国有控股公司的 CEO 薪酬均值、最大值和标准差都远高于私营公司样本约 5 万元、310 万元及 6.8 万元等,而两类公司的董事薪酬各指标都较接近,揭示董事激励问题无差异化。从公司业绩数据来看,国有控股公司在每股净盈利、总资产收益率和销售收益率等均值都比私营公司样本偏高,显示国有控股公司的经营业绩和效率在 2005~2007 年间大有改善。

(二)相关性分析

从 Pearson 两两相关矩阵系数看出公司治理变量与公司业绩和薪酬大多两两相关,但也存在不显著的现象,如董事会规模与股权集中度、CEO 任期和替换及总资产收益率没有显著相关性,与董事会控制、薪酬及业绩指标两两相关,很难简单判断董事会的作用。

同时,我们发现私营公司的董事会持股比例与薪酬机制两两显著相关,而国有控股公司则相对较弱;除托宾 Q 外,其他公司业绩指标之间相关度达 0.5 以上;且董事、CEO 和高管薪酬相关度非常之高,甚至高达 0.7 以上(见表 3),若采用传统的回归方程,可能存在多重共线性问题;而采用结构方程模型,将相关度极高的各变量耦合成一个潜在变量,既解决了这一问题,同时可以从综合角度来测度变量,将更加客观有效。

(三)模型分析

1. 基础模型测试^①

首先,我们按控股股东性质测度我国董事会的基本作用。图 3 表明国有控股公司的董事会团队薪酬的正向激励作用的系数为 0.128,即董事会的控制作用可提高薪酬激励变化的 1.6%,继而薪酬激励对公司业绩的有效激励传递作用系数为 0.289,即高薪酬

^① 关于模型的统计指标,全样本基础模型中国有控股模型的 CFI 值在 93.1%,RMSEA 值为 0.064;私营控股模型的 CFI 值为 89.1%,RMSEA 值为 0.083(见表 4);鉴于模型的结构和拟合程度等指标与样本数有关,同时考虑模型的经济显著性,该模型可以接受。

表3 2005~2007上市公司治理变量的PEARSON相关系数矩阵

	BS	DS	D1	IR	H	D2	D3	P1	P2	P3	P4	CS	TD	TM
BS	1	0.06	0.17**	-0.30**	-0.09**	0.07*	-0.001	0.005	-0.04	0.07**	-0.03	0.20**	0.27**	0.24**
DS	-0.07**	1	0.22**	-0.004	-0.07*	0.09*	-0.021	0.15**	0.02	-0.01	0.01	0.13**	0.16**	0.10**
D1	-0.14**	0.08**	1	0.16**	-0.04	0.17**	-0.06	0.005	0.08	0.07	0.08	.091*	0.04	0.05
IR	-0.19**	-0.03	0.02	1	0.02	-0.03	-0.06*	-0.01	0.030	0.09**	0.02	-0.019	-0.10**	-0.05
H	-0.02	-0.05*	-0.02	-0.06**	1	-0.02	-0.06	0.07*	0.001	-0.1**	0.02	-0.030	-0.02	-0.04
D2	0.04	0.02	0.17**	-0.01	-0.05*	1	-0.35**	0.09**	-0.001	-0.09**	-0.08*	.192**	0.20**	0.17**
D3	0.01	0.03	-0.09**	-0.04*	-0.04*	-0.32**	1	-0.02	0.05	0.05	0.02	-0.060	0.002	-0.04
P1	0.09**	0.06*	-0.03	-0.02	0.16**	0.06**	-0.03	1	0.56**	0.05	0.60**	0.20**	0.24**	0.23**
P2	0.02	0.05*	-0.04	-0.006	0.09**	0.02	-0.004	0.69**	1	0.60**	0.77**	0.13**	0.12**	0.06*
P3	-0.08**	0.09**	0.03	0.04*	0.007	-0.02	0.03	0.02	0.11**	1	.087**	-0.06*	-0.05	-0.11
P4	0.06**	0.07**	-0.02	-0.02	0.07**	0.004	-0.03	0.54**	0.70**	0.09**	1	0.16**	0.14**	0.16**
CS	0.13**	0.06*	-0.006	-0.05*	-0.02	0.18**	-0.04	0.37**	0.25**	-0.02	0.24**	1	0.83**	0.91**
TD	0.20**	0.06*	0.014	-0.10**	-0.02	0.18**	0.003	0.33**	0.22**	-0.04*	0.21**	0.79**	1	0.83**
TM	0.19**	0.02	-0.06*	-0.08**	-0.005	0.13**	-0.001	0.37**	0.24**	-0.05**	0.25**	0.92**	0.82**	1

注:上半角为私营控股公司(样本数N=1304),下半角为国有控股公司(样本数N=2832);双尾检测:显著性水平*P<0.05; **P<0.01。

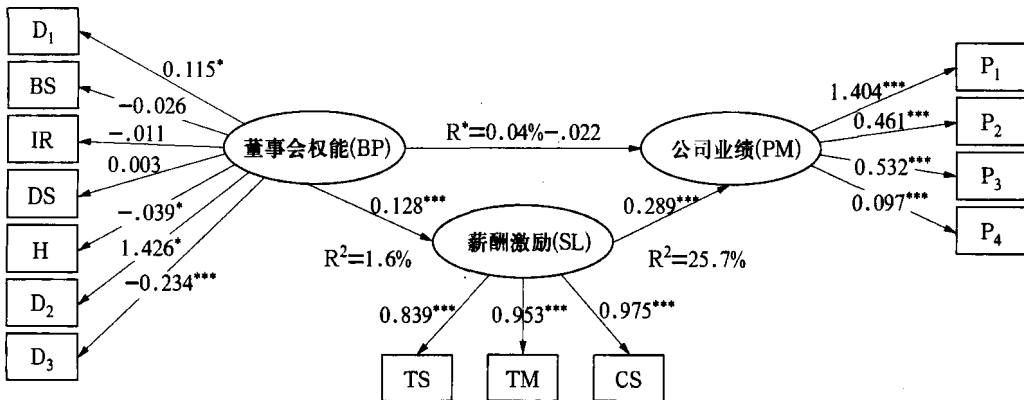


图 3 2005 ~ 2007 国有控股公司董事会作用 (不含控制变量) 的 Amos 结构方程模型 (N = 2832)

的有效激励使得董事与高管层致力于公司业绩改善的贡献度高达 25.7%，“薪酬激励效应”显著；然而很明显，国有控股公司的董事会对公司业绩没有显著的直接贡献作用。且董事会权能影响因素中，二职合一和任期都显著加强了董事会控制力，替换 CEO 将减弱其控制力，代表中小股东利益的董事会独立性特征除了股权集中度对董事会控制有显著抑制作用外，其他董事会权力等均没有明显作用。这说明 2005 ~ 2007 年期间，国有控股公司的董事会战略指导作用不显著且董事权力较弱，但 CEO 权力较突出；这一时期，董事会的作用主要表现为改善高管层的激励不足。

私营控股公司的董事会显著降低了高管和董事薪酬的 6.8%，这种严厉的成本监控机制使得管理团队对公司业绩只有微弱的 0.6% 的改善作用；同时董事会直接利用资源优势对公司业绩在 5% 显著水平上约有 0.4% 的战略作用（见图 4）。这里，测度 CEO 权力指标如二职合一和任期，以及体现董事会独立性和效率的指标如独立董事比例和董事会规模等董事会权力因素对董事会权能都有所贡献，董事会独立性表现突出。对比国有控

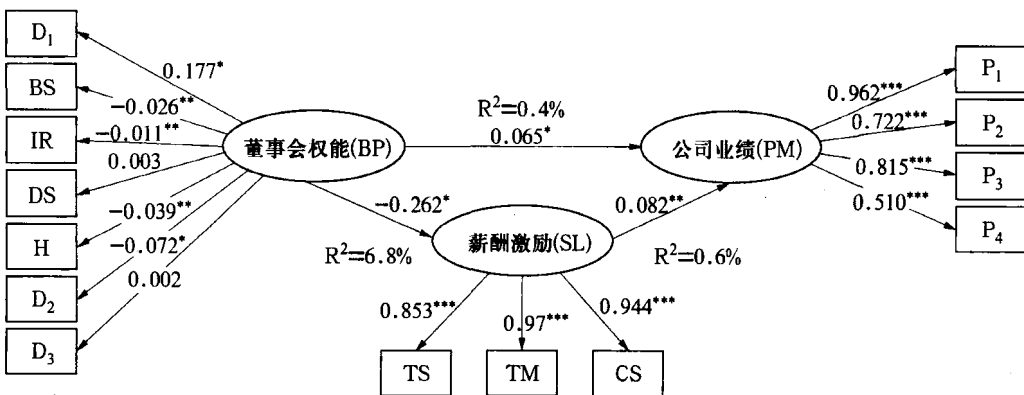


图 4 2005 ~ 2007 私营控股公司董事会作用 (不含控制变量) 的 Amos 结构方程模型 (N = 1304)

股公司,我们发现私营控股公司借助董事会的独立性这一手段对高管起到了一定的监控作用,通过抑制高管和董事薪酬、降低代理成本并转而改善公司业绩的间接监督作用显著,但强度偏弱,显示了一定的“薪酬挤出效应”,表明一味进行成本控制,降低管理薪酬未必有好的公司治理效果,确实如 Pathan 和 Skully (2010) 的建议应从董事会发挥监督和战略咨询作用的成本和收益系统地考虑问题;且其公司治理也部分履行了董事会指导公司运营战略,直接改善公司业绩的战略咨询职能。

2. 分年度样本测试^①

表 4 模型的主要统计指标值

模型		N	X2	df	CMIN/DF	IFI/RFI	CFI	NFI	RMSEA	PCFI
全样本 基础模型	组 1	2831	942.7	74	12.7	0.931/0.895	0.931	0.926	0.064	0.656
	组 2	1304	746.1	74	10.0	0.892/0.832	0.891	0.882	0.083	0.628
2005 年度 基础模型 1	组 1	919	321.8	74	4.35	0.953/0.915	0.953	0.940	0.060	0.671
	组 2	412	226.1	74	3.06	0.941/0.879	0.940	0.915	0.071	0.663
2006 年度 基础模型 2	组 1	946	460.4	74	6.22	0.916/0.860	0.916	0.902	0.074	0.645
	组 2	452	272.5	74	3.68	0.912/0.834	0.911	0.883	0.077	0.642
2007 年度 基础模型 3	组 1	948	394.8	74	5.35	0.913/0.851	0.912	0.905	0.068	0.643
	组 2	440	263.7	74	3.56	0.901/0.812	0.899	0.868	0.076	0.634
纯全样本 基本模型	国有	2622	793.6	74	10.725	0.939/0.905	0.939	0.933	0.061	0.662
	私营	1248	721.6	74	9.75	0.891/0.830	0.891	0.880	0.084	0.628
控制模型 (行业/地区)	国有	2622	1112.2	100	11.12	0.919/0.880	0.919	0.912	0.062	0.676
	私营	1248	825.4	100	8.254	0.881/0.819	0.881	0.867	0.076	0.647
扩充模型 (规模/业绩)	国有	2622	5207.5	184	28.302	0.800/0.741	0.799	0.794	0.102	0.637
	私营	1248	2773.9	184	15.076	0.783/0.713	0.782	0.771	0.106	0.623

我国公司治理是一个快速发展,不断完善的过程,因此我们进一步测试并分析年度模型中董事会的作用和影响因素。国有控股样本模型揭示从 2005 ~ 2007 年,董事会对激励不足问题关注力度逐渐降低,作用系数从 0.23 减弱到 0.12;薪酬激励力度对业绩改善持续显著,但是董事会对业绩的直接战略指导作用一直不显著。其中,二职合一董事会权能的影响系数从 2005 年的 0.19 下降为 2007 年的 0.08,CEO 替换对董事会权能影响力也减弱,CEO 任期对董事会权能的显著正相关变为不显著,股权集中度对董事会权能影响逐年加强;这些可以看作是国有控股公司的 CEO 权力弱化,而董事与股东作用在逐年改善的一个信号(见表 5)。私营控股公司年度模型的公司治理绩效在 2005 年其监督和战略指导作用都很明显,2006 年后战略作用不显著且对薪酬机制有较严重的抑制作用,间接监控作用一直很突出。从基于资源理论的制度主义分析,释因之一是:在此三年中,社会各项资源或政策向国有控股公司倾斜,国有控股公司在机制改革和社会监督作用的大环境下,公司治理状况大大改善;私营控股公司的治理状况在复杂竞争环境下却面临

^① 统计指标显示年度样本的 CMIN/DF 值有所改善,变动范围在 3 ~ 6.3 之间,CFI 值在 0.9 以上, RMSEA 值降到 0.8 以下,模型指标改善。

战略咨询职能弱化,间接成本监控更严格的情形。

(四) 稳健性测试

1. 剔除干扰样本的模型

进一步地,我们选用国资委、地方与中央国有控股公司构成的纯国有控股公司样本,以及剔除了境外公司的纯中国私营控股公司样本。结果显示,纯国有控股样本与国有控股全样本没有显著性差异,董事会权能对团队薪酬改善系数为 0.09,并激励高管团队对业绩的影响系数高达 0.33,间接监控职能依然表现为“薪酬激励效应”,战略作用不显著;而纯私营公司的董事会战略职能弱化,在 5% 水平上不再显著(见表 5),这揭示董事会的战略作用主要是境外公司所为,且其监控作用依然是严厉抑制高管薪酬致使高管团队对公司业绩只有 0.8% 的改善作用,说明私营公司过于强调治理中的代理问题,不利于 CEO 发挥乘员精神,“薪酬挤出效应”依然明显。由于样本减少,模型的统计指标有所优化,具有一定的稳健度。

表 5 按年度的基础模型变量关系

变量关系	分组 1			分组 2			纯样本基本模型	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3	纯国有控股	纯私营控股
SL←BP	0.23***	0.12***	0.12***	0.25**	-0.36**	0.09***	0.09***	-0.27***
PM←BP	0.08	0.02	0.008	0.19**	-0.02	-0.01	-0.01	0.07
PM←SL	0.33***	0.27***	0.16***	0.16***	0.21***	0.33***	0.33***	0.09**
D1←BP	0.19***	0.09*	0.08***	0.31***	0.22***	0.10***	0.10***	0.18***
H←BP	-0.04	-0.05	-0.07**	0.01	0.17	-0.03*	-0.03*	0.11**
DS←BP	0.05	-0.03	-0.001	0.11	-0.05	0.01	0.01	-0.09*
IR←BP	0.008	-0.008	0.005	-0.08	0.43*	-0.006	-0.006	0.34***
BS←BP	0.04	0.01	0.007	0.07	-0.78*	0.02	0.02	-0.88**
P ₁ ←PM	0.87***	0.74***	0.63***	0.90***	0.86***	0.76***	0.76***	0.56***
P ₄ ←PM	0.84***	0.77***	0.74***	0.93***	0.94***	0.77***	0.77***	0.95***
P ₂ ←PM	1.008***	1.02***	0.94***	1.02***	1.008***	0.96***	0.96***	1.03***
CS←SL	0.95***	0.96***	0.95***	0.96***	0.93***	0.95***	0.95***	0.94***
TD←SL	0.84***	0.82***	0.85***	0.88***	0.84***	0.84***	0.84***	0.86***
TM←SL	0.98***	0.98***	0.96***	0.97***	0.98***	0.98***	0.98***	0.97***
P ₃ ←PM	-0.06	0.29***	0.06	-0.22***	-0.22***	0.07***	0.07***	0.51***
D ₃ ←BP	-0.44***	-0.13***	-0.13***	-0.50***	-0.10	1.73	1.73	-0.11*
D ₂ ←BP	0.94**	2.01	2.19	0.83***	-0.09	-0.19***	-0.19***	0.03

双尾检测:显著性水平* P<0.05; **P<0.01; ***P<0.001。

同时,我们考虑加入行业和地区控制变量后的董事会职能的变化。国有控股样本组,其董事会战略和监督作用,基础模型和控制模型一致;控制模型中除 CEO 任期对董事会职能不再明显外,其他变量均没有显著变化。私营控股组在考虑行业和地区因素后,除了 CEO 替换不再影响董事会控制权外,董事会任期在 5% 的显著性水平上对董事会控制有负的贡献,即这种董事会控制具有薪酬抑制作用。并且,与基础模型相比,控制模型的国有控股公司组统计指标变化不大(如 CFI 值降低了 2%, RMSEA 值升高了 0.001);私营控股公司组统计指标均有改善(表 4-6),模型稳健性较强。

2. 扩充模型

表 6 扩充模型的变量系数值和显著度

扩充模型变量间的关系	国有控股	私营控股
SL←BP	0.10***	-0.13***
SL←PM1	0.07***	0.01
SL←S	0.51***	0.52***
PM←BP	-0.02	0.054*
PM←SL	0.32***	0.09***
D1←BP	0.15***	0.16***
H←BP	-0.04*	0.09**
DS←BP	0.0201	-0.07*
IR←BP	-0.01	0.28***
BS←BP	0.03	-1.05*
P1←PM	0.76***	0.56***
P4←PM	0.77***	0.95***
P2←PM	0.95***	1.03***
CS←SL	0.95***	0.94***
TD←SL	0.83***	0.86***
TM←SL	0.98***	0.97***
P11←PM1	0.73***	0.76***
P21←PM1	1.18***	1.18***
P41←PM1	0.45***	0.43***
P31←PM1	0.11***	-0.11***
S1←S	0.95***	0.94***
S2←S	0.86***	0.84***
S3←S	0.65***	0.67***
P3←PM	0.07***	0.51***
D2←BP	1.14*	-0.08*
D3←BP	-0.28***	0.02

双尾检测:显著性水平* P<0.05; **P<0.01; ***P<0.001。

同时,我们考虑公司上期业绩和公司规模等因素对 CEO 薪酬设定影响的扩充模型^①。若从经济统计意义来看(表 6-7),股权结构对董事会职能有显著差异:私营控股公司的公司治理变量如董事会规模、董事持股比例、独立董事比例、二职合一、CEO 任期以及股权集中度对董事会权能有显著的解释力,且董事会对薪酬设定有很强地监控作用,继而对公司业绩有一定贡献力度;而国有控股公司董事会没有体现出对公司业绩的直接贡献作用,战略指导作用不明显,且其监控作用表现为改善自身与高管层的激励问题;公司治理指标中,除股权集中度和 CEO 任期外,其他因素对董事会权能没有显著影响,董事会的独立性特征是无效的。由此,我们认为董事会控制力或权能与薪酬激励显著正相关并进而对业绩产生正向贡献作用,这是由于外部环境的改善(如体制、资源聚集或倾斜)导致的国有控股公司的整体绩效改善,而非个体绩效贡献。

表 7 控制模型的变量系数值和显著度

控制模型变量间的关系	国有控股	私营控股
SL←BP	0.09***	-0.26***
SL←C	0.57***	-0.30*
PM←BP	-0.02	0.07
PM←SL	0.32***	0.09**
D1←BP	0.11***	0.18***
H←BP	-0.04*	0.11*
DS←BP	0.01	-0.09
IR←BP	-0.01	0.33***
BS←BP	0.02	-0.88**
P1←PM	0.76***	0.56***
P4←PM	0.77***	0.95***
P2←PM	0.95***	1.03**
CL←SL	0.95***	0.94***
TD←SL	0.83***	0.86***
TM←SL	0.98***	0.97***
P3←PM	0.07***	0.51***
D3←BP	-0.21***	0.03
D2←BP	1.56	-0.11*
Ii←I	0.25***	0.08
Ai←A	-0.61***	0.78

双尾检测:显著性水平* P<0.05; ** P<0.01; ***P<0.001。

① 扩充模型的拟合程度不是很好(表 4),原因不排除样本量过大,集中于某一行业或单年度,结果将改善。

五、研究结论与建议

面对复杂多变、竞争激励的外部环境,董事会作为公司战略运作的核心权力机构肩负战略和监控二元重任:除了履行其传统观点所认为的对 CEO 等高管层的激励监督任务外,更应担负起指导公司战略咨询的重任。董事会权能作用双路径结构模型将董事会职能分解为直接对公司业绩做出贡献的战略咨询指导作用,以及通过 CEO 和高管团队薪酬激励继而监督其改善公司业绩的间接监控作用。结论显示私营控股公司体现了董事会在战略指导和激励监控等方面的双重职能作用,但其监控职能突出表现为对代理成本的抑制上,“薪酬挤出效应”突出;以国资委、地方政府与中央直接控股为代表的国有控股公司,其监督职能体现于对 CEO 等长期激励不足的改善作用上,战略指导作用并不明显,但“薪酬激励效应”显著。同时,董事会的权能作用中,私营控股公司的董事权力和 CEO 权力均对董事会决策有显著影响作用,并体现了董事会的独立性;国有控股公司董事会的独立性和规模等董事权力特征对董事会控制力贡献率较低,董事会权能受 CEO 权力影响较重,由此我们推测国有公司业绩的改善主要来自于外在体制改善或资源倾斜。年度分模型及考虑行业等控制模型显示私营控股公司的公司治理状况在逐年减弱,复杂环境下面临战略指导作用弱化的不利局面,且其董事会的战略作用主要源于境外企业的贡献;当然值得一提的是,鉴于外部资源聚集及政策关注,国有控股企业的公司治理状况在逐年改善。

对此,研究建议国有控股公司董事会下一阶段的治理任务不仅要改善其监督职能,同时还应对董事的专业化提出更高要求,即董事不仅要完成监督 CEO 的本职工作,从改善激励不足走向抑制代理成本,同时更要充分利用其资源优势,乘员参与意识,提高其对公司战略业务的指导能力;而私营公司则一方面需谨防 CEO 的霸权主义抬头,同时要加强对 CEO 的激励作用。

参考文献

- [1] 陈闯、杨威,2008:《股权投资者异质性对董事会职能演进的影响——以平高电气为例》,《管理世界》第 12 期。
- [2] 胡一帆、宋敏、张俊喜,2005:《竞争、产权、公司治理三大理论的相对重要性及交互关系》,《经济研究》第 9 期。
- [3] 李增泉、孙铮、王志伟,2004:《“掏空”与所有权安排》,《会计研究》,年 12 期。
- [4] 刘俏、陆洲,2004:《公司资源的“隧道效应”——来自中国上市公司的证据》,《经济学(季刊)》第 3 卷第 2 期。
- [5] 刘少波,2007:《控制权收益悖论与超控制权收益》,《经济研究》第 2 期。
- [6] 唐跃军、谢仍明,2006:《大股东制衡机制与现金股利的隧道效应——来自 1999~2003 年中国上市公司的证据》,《南开经济研究》第 1 期。
- [7] 夏纪军、张晏,2008:《控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析》,《经济研究》第 3 期。
- [8] 杨青、高铭、YURTOGLU,2009:《董事薪酬、CEO 薪酬与公司业绩——合谋还是共同激励?》,《金融研究》第 6 期。
- [9] 叶康涛、陆正飞、张志华,2007:《独立董事能否抑制大股东的“掏空”?》,《经济研究》第 4 期。
- [10] 张小茜、汪炜,2008:《持股结构、决议机制与上市公司控制权》,《经济研究》第 11 期。

- [11] Andres, C. , 2008, "Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding - family ownership", *Journal of Corporate Finance*, 14(4) : 431 ~ 445.
- [12] Andres, P. de, Anofra V. and Lopez F. , 2005, "Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An international Review*, 13: 197 ~ 210.
- [13] Bebchuk, L. A. , Fried, J. M. and Walker, D. L. , 2002, "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *the University of Chicago Law Review*, 69(3) : 751 ~ 846.
- [14] Boyd, B. K. , 1994, "Board Control and CEO Compensation", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, No. 5: 335 ~ 344.
- [15] Brick, I. E. , Palmon, O. and Wald, J. K. , 2006, "CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?" *Journal of Corporate Finance*, 12, 403 ~ 423.
- [16] Carpenter, M. A. and Westphal, J. D. , 2001, "The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making", *Academy of Management Journal*, 44 : 639 ~ 660.
- [17] Core, J. E. , Guay, W. R. and Verrecchia, R. E. , 2003, "Price versus Non - Price Performance Measures in Optimal CEO Compensation Contracts", *Accounting Review*, Oct, 78(4) : 957 ~ 981.
- [18] Ertimur Y. , Ferri B. , Stubben S. R. , 2010, "Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals", *Journal of Corporate Finance*, 16 : 53 ~ 72.
- [19] Firth, M. , Peter, M. Y. F. and Oliver, M. R. , 2006, "Corporate performance and CEO compensation in China", *Journal of Corporate Finance*, 12, 693 ~ 714.
- [20] Hendry, K. and Kiel, G. C. , 2004, "The Role of the Board in Firm Strategy: integrating agency and organizational control perspectives", *Corporate Governance: An international Review*, 12(4) : 500 ~ 520.
- [21] Hermalin, B. and Weisbach, M. , 1998, "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88, 96 ~ 118.
- [22] Hermalin, B. and Weisbach, M. , 1998, "The determinants of board composition", *Rand Journal of Economics* 19, 589 ~ 606.
- [23] Hill, S. , 1995, "The Social Organization of Boards of Directors", *British Journal of Sociology*, 46 : 245 ~ 278.
- [24] Hillman, A. J. and Dalziel, T. , 2003, "Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives", *Academy of Management Review*, 28 : 383 ~ 396.
- [25] Jr. , R. H. , Wiggins III, R. A. , 2004, "Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to executive monitoring", *Journal of Financial Economics*, 73, 497 ~ 524.
- [26] Lin, Ying - Fen, 2005, "Corporate Governance, Leadership Structure and CEO Compensation: evidence from Taiwan", *Corporate Governance: An international Review*, 13(6) : 824 ~ 836.
- [27] Lorsch, J. W. and MacIver, E. , 1989, "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards", *Harvard Business School Press*, Boston, MA.
- [28] McNulty, T. and Pettigrew, A. , 1999, "Strategists on the Board", *Organization Studies*, 20, 47 ~ 74.
- [29] Murphy, K. M. , 1999, "Executive compensation", Ashenfelter, O. , Card, D. (Eds.) , *Handbook of Labour Economics*, Vol III. North - Holland, Amsterdam, 2485 ~ 2563.
- [30] Netter, J. , Poulsen, A. , and Stegemoller, M. , 2009, "The rise of corporate governance in corporate control research", *Journal of Corporate Finance* 15: 1 ~ 9.
- [31] Offenber D, 2009, "Firm size and the effectiveness of the market for corporate control", *Journal of Corporate Finance*, 15: 66 ~ 79.
- [32] Pathan Shams, Skully Michael, 2010, " Endogenously Structured Boards of Directors in Banks", *Journal of the Banking*

& *Finance*, 34, pp1590 ~ 1606.

- [33] Shleifer, A. and Vishny, R. W. , 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52: 737 ~ 783.
- [34] Stiles, P. and Taylor, B. , 2001, "Boards at Work: How Directors View their Roles and Responsibilities", Oxford: Oxford University Press.
- [35] Sundaramurthy, C. and Lewis, M. , 2003, "Control and Collaboration: Paradoxes of Governance", *Academy of Management Review*, 28, 397 ~ 415.
- [36] Weidenbaum, M. L. , 1986, "Updating the Corporate Board", *Journal of Business Strategy*, 7, 77 ~ 83.
- [37] Westphal, J. D. and Fredrickson, J. W. , 2001, "Who Directs Strategic Change? Director Experience, the Selection of New CEOs, and Change in Corporate Strategy", *Strategic Management Journal*, 22:1113 ~ 1161.
- [38] Zahra, S. A. and Pearce, J. A. II, 1989, "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", *Journal of Management*, 15: 291 ~ 334.

Abstract: Facing the complex and competitive environment, stewardship theory and resource theory support that the board of directors plays important roles in both business strategy and CEO's compensation, which challenges the single control role of board supported by agency theory and managerial theory. The paper analyzes Structural Equation Model (SEM) related to dual roles of the board, the direct strategic relationships between board power and firm performance, and the indirect control relationship between board power and firm performance through compensation incentives. The empirical study shows that the boards of state-owned enterprises (SOE) have only significantly control role which mainly focus on improving the compensation of CEO and directors, while the boards of private-owned firms (POF) have both strategic role and control role by testing the sample of Chinese listed companies from the year of 2005 to 2007. Further, the result shows the corporate governance of SOE is becoming better and better by adding the control variables of years, industries and areas, while POF is reversed. Thus, Chinese companies have to emphasize strategic role of board as the same important as control role for improving their corporate governance in the future.

Key Words: the power of board of director, compensation incentives, strategic role, control role

(责任编辑:张怀清)(校对:HQ)