

独立董事的社会关系与监督功能 ——基于 CEO 被迫离职的证据

刘 诚,杨继东

(中国人民大学 经济学院,北京 100872)

摘 要:独立董事是否“懂事”一直是颇有争议的话题。文章根据独立董事与 CEO 之间是否存在社会关系,区分了名义独立董事与实际独立董事,并基于 CEO 被迫离职,考察了独立董事的监督功能。研究发现,名义独立董事占比与 CEO 更替—绩效敏感性无关,实际独立董事占比提高则增强了 CEO 更替—绩效敏感性,而且 CEO 离职后公司绩效显著上升。这表明实际独立董事能够有效监督 CEO,而与 CEO 存在社会关系的灰色董事却成了 CEO 的“保护伞”。文章还发现,独立董事的社会关系也有一定的存在价值。

关键词:独立董事;社会关系;监督功能;CEO 被迫离职

中图分类号:F271;C912.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)07-0016-11

一、引 言

董事会是公司内部治理最重要的制度安排之一,它不仅可以弥补股权分散导致的监督缺位(Jensen 和 Meckling,1976),还能为管理层提供必要的咨询建议(Adams 和 Ferreira,2007)。董事会独立性是保证其有效行使监督和建议职能的关键。随着 2002 年美国安然事件曝光,世界各国监管机构都在试图增强董事会的独立性,以提高公司治理水平,保护投资者利益。然而,关于增强董事会独立性能否改善公司治理、提高公司绩效,学术界并没有达成一致的、确切的结论(Drakos 和 Bekiris,2010;叶康涛等,2011),其中一个重要原因就是董事会独立性的衡量指标存在明显缺陷(Fracassi 和 Tate,2012)。现有文献通常以独立董事人数占董事会人数的比例来衡量董事会独立性,而没有考虑独立董事与管理层之间隐含的社会关系对独立董事决策的影响。独立董事的社会关系可能扭曲董事会的独立性,导致独立董事只是名义上独立。事实也恰恰说明,尽管独立董事的聘任要满足法律规定,但是我国上市公司的独

收稿日期:2013-03-07

作者简介:刘 诚(1985—),男,山东广饶人,中国人民大学经济学院博士研究生;
杨继东(1982—),男,吉林舒兰人,中国人民大学经济学院讲师,博士。

立董事往往与其要监督的对象即管理层关系密切(仲伟周和段海艳,2008),广泛存在着老乡、校友等社会关系(刘诚等,2012)。

为了更加科学合理地评价独立董事的监督功能,本文首先通过识别独立董事背后隐含的社会关系,把董事会独立性分为两种:一种是名义独立性,用独立董事人数占董事会人数的比例来衡量;另一种是实际独立性,用独立董事中非灰色董事(灰色董事指与公司 CEO 之间存在社会关系的独立董事)人数占董事会人数的比例来衡量,然后考察名义独立董事与实际独立董事在董事会中的作用是否存在显著差别,实际独立董事的监督作用是否更强。

董事会的一个重要功能就是撤换不称职的公司 CEO,董事会应当以 CEO 的能力为基础,罢免低能力者而选用高能力者。但由于信息不对称,董事会对 CEO 的评价主要基于公司绩效,因此,CEO 更替对公司绩效的敏感性就成了反映公司治理水平的重要指标(Volpin,2002)。现有文献使用 CEO 离职样本检验独立董事对 CEO 更替—绩效敏感性的影响,但结论并不统一(Weisbach,1988;Kato 和 Long,2006)。基于此,本文区分了独立董事的名义独立性和实际独立性,试图更加合理地探究独立董事能否提高 CEO 更替—绩效敏感性,并以此评价社会关系是否影响了我国独立董事的监督作用,为我国独立董事制度和上市公司治理提供一定的参考。

本文的创新主要体现在:第一,对独立董事的认识不局限于法律规定,而是区分了名义独立性和实际独立性,为针对董事会的理论研究提供了新的视角;第二,比较了两种独立性对 CEO 更替—绩效敏感性的影响,结果显示名义独立性的作用不显著,而实际独立性具有显著正向作用,证实了我国独立董事不是“花瓶”,只是社会关系可能阻碍其发挥应有的监督功能,这一结论对我国独立董事选聘制度提出了一些要求;第三,使用倾向得分匹配方法(PSM)检验了 CEO 离职后的公司绩效表现,证实了低能力 CEO 离职能够改善公司绩效。

二、文献回顾与研究假设

本文之所以关注独立董事与 CEO 离职之间的关系,主要是因为:第一,独立董事的主要职责之一就是选任、监督和撤换 CEO(Adams 等,2010);第二,独立董事在评价和选择 CEO 方面具有先天的优势,内部董事因其职业生涯与 CEO 高度相关而不会轻易撤换 CEO(Hermalin 和 Weisbach,2003),而为了维护自身社会声誉,独立董事则会罢免不称职的 CEO(Fama 和 Jensen,1983);第三,我国现行公司法规中也突出强调了独立董事在 CEO 更替中的作用,如《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》)明确规定独立董事必须对聘任和解聘高管发表独立意见,并且独立董事必须在董事会提名委员会、薪酬与考核委员会中占多数并担任召集人。此外,在我国控制权市场缺失且投资者缺乏有效保护的现状下,CEO 的合理聘任对

公司治理更加重要(Volpin, 2002)。因此,有关 CEO 离职的经验证据可以很好地反映独立董事的监督作用,评价我国独立董事的现实功用。

代理理论认为,由于与管理层之间保持独立性,独立董事具有较强的监督能力(Adams 等, 2010)。Fama 和 Jensen(1983)指出,独立董事有足够的激励维持其声誉,而声誉激励强化了独立董事对管理层的监督。Weisbach(1988)也指出独立董事具有较强的监督能力,并发现绩效较差的公司 CEO 更容易被替换。可见,独立董事可以有效替换绩效较差的公司 CEO,从而增强 CEO 更替一绩效敏感性(Volpin, 2002; Kato 和 Long, 2006)。基于上述分析,我们提出如下假设:

假设 1: 独立董事能够增强 CEO 更替一绩效敏感性。

然而,现有文献中也存在大量相反的实证结果。Huson 等(2001)发现美国上市公司独立董事比例在提高,但 CEO 更替一绩效敏感性没有明显变化。也有学者发现,独立董事往往不会公开质疑 CEO(Hermalin 和 Weisbach, 2003; 叶康涛等 2011),他们在 CEO 离任问题上没有发挥监督作用(龚玉池, 2001),而且 CEO 被迫离职率要比理论预期低得多(Taylor, 2010)。那么,这些经验结果是否对代理理论提出了质疑? 我们认为,代理理论对于独立董事监督作用的认识没有错,只是现有实证文献在对董事会独立性进行量化时忽视了独立董事有时并非真正独立这一问题。

现实中,独立董事与 CEO 之间可能存在同学、校友、老乡等社会关系(Fracassi 和 Tate, 2012),而社会嵌入性会对行为人的经济决策产生重要影响(Granovetter, 1985)。一方面,处于同一社会关系中的个体具有相似的偏好、信念和价值观,从而他们的行为具有趋同性;另一方面,他们基于共同准则会形成一定的利他倾向,个体行为受群体共同利益的影响。因此,与 CEO 之间存在友好关系的独立董事难以保持真正独立。在独立董事能否提高 CEO 更替一绩效敏感性问题,现有文献没能准确认识和测算独立董事的“独立性”,遗漏了其中的社会因素,从而经验研究出现了矛盾的结果。

也有文献关注到社会关系在董事会中的作用。Coles 等(2010)实证研究发现,在 CEO 任期内上任的董事越多,CEO 更替一绩效敏感性越弱,这是因为董事很可能是 CEO 的朋友或者对 CEO 抱有感恩心理,但这篇文章对董事灰色性的量化不够准确。Hwang 和 Kim(2009)发现,与董事之间存在社会关系的 CEO 在公司业绩下滑时被迫离职的概率较低,本文与之观点相似但落脚点在对我国独立董事的监督作用上。基于上述分析,我们区分董事会的名义独立性和实际独立性,提出如下假设:

假设 2: 董事会实际独立性会增强 CEO 更替一绩效敏感性,而独立董事与 CEO 之间的社会关系则会减弱 CEO 更替一绩效敏感性。

要全面评价独立董事的监督功能,还要看 CEO 更替后公司绩效的变化

情况。如果独立董事促使低能力 CEO 离任,那么独立董事就真的改善了公司治理,提升了公司绩效吗?这似乎符合公司治理研究的基本逻辑(Jensen 和 Meckling,1976;Hermalin 和 Weisbach,2003)。基于此,我们提出如下假设:

假设 3:CEO 更替后公司绩效会上升。

三、研究设计

(一)样本选取和数据说明

本文选取 2006—2010 年深交所中小板上市公司为研究样本。我们之所以选择中小板企业,主要是因为:中小板上市公司大多是民营企业,与国有企业的高管更替和董事行为带有明显的行政色彩不同,民营企业的运作更加市场化。样本筛选遵循以下原则:(1)剔除金融类公司和 ST 公司;(2)剔除当年上市的公司;(3)为了避免兼并和重组的影响,剔除总资产增长率或主营业务收入增长率大于 100%的公司;(4)剔除数据严重缺失的观测值。我们最终得到 1 005 个样本观测值,其中 2006 年 49 个,2007 年 115 个,2008 年 218 个,2009 年 269 个,2010 年 354 个。本文使用的公司治理和财务数据来自国泰安 CSMAR 数据库,独立董事和 CEO 的个人信息通过上市公司年报、CSMAR 数据库和百度百科手工搜集。

(二)模型设定和研究方法

1. CEO 更替。为了检验独立董事对 CEO 更替—绩效敏感性的影响,我们借鉴 Weisbach(1988)的 Logit 模型,构建了如下计量模型:

$$\ln \frac{\Pr(\text{Turnover})}{1 - \Pr(\text{Turnover})} = \alpha + \beta_0 \text{Performance} + \beta_1 \text{Independent} \times \text{Performance} + \gamma \text{Control} + \epsilon \quad (1)$$

其中,Turnover 为反映 CEO 是否被迫离职的虚拟变量,Performance 表示公司绩效,Independent 表示公司董事会独立性,Control 表示控制变量, β_0 反映 CEO 更替—绩效敏感程度, β_1 反映 CEO 更替—绩效敏感程度是否受到独立董事的影响。

2. CEO 更替后的公司绩效。要全面评价独立董事的监督功能,还要看 CEO 更替后公司绩效的变化情况。本文使用倾向得分匹配方法(PSM)对 CEO 被迫离职样本与全样本进行多元匹配,进而比较实验组和控制组在 CEO 更替后的绩效差异,即计算 CEO 更替对公司绩效的平均处理效应(ATT)。具体步骤是:首先,使用全样本估计式(1),得到公司 CEO 被迫离职的倾向得分(Propensity Score,简称 PS 值);然后,使用最近邻匹配法,寻找与 CEO 离职样本 PS 值最为接近的匹配对象,作为控制组;最后,比较 CEO 离职一年后离职样本组与控制组的公司绩效,以此判断 CEO 被迫离职对公司绩效的影响。

(三)变量定义

1. CEO 被迫离职。Huson 等(2001)把 CEO^①离职按原因分为被迫离职(forced turnover)和正常离职(unforced turnover)两类,并指出被迫离职才是董事会对绩效较低的公司 CEO 的一种强制更正。因此,我们参照 Huson 等(2001)的做法,把 CEO 离职原因为“退休”或“健康问题”且离职年龄超过 60 岁的 CEO 更替定义为正常离职,而把其他情况的 CEO 更替定义为被迫离职。

2. 公司绩效。我国的股票市场并不完善,影响股价波动的非理性因素较多,因此,本文主要使用公司会计绩效来衡量公司绩效,并使用公司市场绩效(Tobin's Q)作为替代指标进行稳健性检验。具体而言,我们采用以下三个变量来衡量公司绩效:一是公司上一年度的总资产收益率(ROA),等于净利润除以总资产平均余额;二是经行业调整的公司上一年度的总资产收益率(IROA);^②三是公司前三年度总资产收益率的移动平均(MROA),使用 MROA 是因为公司治理效果需要较长一段时间才能显现,董事会在更替 CEO 时倾向于对一定时期的公司绩效做出反应(Chang 和 Wong, 2009)。在分析 CEO 离职后的公司绩效时,我们使用公司下一年度的总资产收益率。

3. 董事会独立性。如前文所述,虽然在名义上符合法律规定的任职条件,但实际上有很大一部分独立董事与 CEO 之间存在社会关系,他们是名义独立而实际不独立的灰色董事,因而有必要对名义独立性(Independent)和实际独立性(Independent_real)进行区分。此外,还有一些因素会影响独立董事的实际独立性,如唐跃军和左晶晶(2010)发现我国董事会独立性受到大股东制衡的影响和《指导意见》的政策性扰动。本文参照灰色董事相关文献(如 Hwang 和 Kim, 2009; Fracassi 和 Tate, 2012; 刘诚等, 2012)的做法,使用独立董事人数占董事会人数的比例来衡量董事会名义独立性,并从老乡、校友和共同工作经历三个方面来识别独立董事和 CEO 之间的社会关系,^③将至少存在其中一种的独立董事界定为灰色董事,则董事会实际独立性以(独立董事人数-灰色董事人数)/董事会人数来衡量。

4. 控制变量。根据 CEO 更替研究的经典文献 Weisbach(1988)及 Kato 和 Long(2006),我们还控制了以下变量:(1)CEO 性别(Gender),男性取 1,女性取 0;(2)CEO 年龄(Age);(3)CEO 任期(Tenure);(4)CEO 权力(Power),使用 CEO 是否兼任董事长来反映;(5)CEO 在外兼职情况(Busy),有其他兼职取 1,否则取 0;(6)第一大股东持股比例(Shares);(7)董事会规模(Board),即董事会人数;(8)董事会会议次数(Frequency);(9)公司规模(Size),使用公司总资产的自然对数来衡量;(10)公司负债率(Lev),等于公司负债除以总资产;(11)实际控制人性性质(State),我们将上市公司分为国有控股企业和非国有控股企业两类。

(四)描述性统计

在本文的 1 005 个公司一年度观测值中,有 144 个存在 CEO 被迫离职情况,CEO 年度被迫离职率为 14%,略高于 Chang 和 Wong(2009)所得到的 10.2%,也证实了 Taylor(2010)所讲的 CEO 离职率较低的观点。同时,CEO 年度被迫离职率为 14%也说明,如果不是因为“退休”和“健康问题”,我国 CEO 的平均任期约为 7 年。独立董事人数占董事会人数的比例为 36%,而剔除灰色董事后只有 16%,说明我国独立董事“名义独立而实际不独立”的现象非常严重。

四、实证结果分析

(一)独立董事与 CEO 更替

我们首先不考虑独立董事对 CEO 更替—绩效敏感性的影响(即式(1)中的交互项),仅使用公司绩效、独立董事比例和控制变量对 CEO 更替进行回归,结果见表 1。从中可以看到,董事会名义独立性对 CEO 更替没有显著影响,这可能是因为独立董事与 CEO 之间的社会关系扭曲了独立董事应有的监督功能。为此,我们剔除了与 CEO 之间存在社会关系的灰色董事,使用实际独立性来衡量董事会独立性。结果表明,实际独立性显著提高了 CEO 被迫离职率,而且这一结果在经济意义上也很显著,董事会实际独立性每提高 1%,CEO 被迫离职率将增大 8%。这表明真正的独立董事可以发挥良好的监督作用。

表 1 结果还显示,公司绩效的三个衡量指标都与 CEO 被迫离职负相关,而且在 1%的水平上显著,表明公司绩效会显著影响 CEO 更替。控制变量的回归结果(限于篇幅,表 1 中未列示)与经典文献 Weisbach(1988)及 Kato 和 Long(2006)的相似。

表 1 独立董事与 CEO 更替

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROA	-9.343*** (2.420)			-9.704*** (2.346)		
IROA		-8.056*** (2.797)			-8.374*** (2.734)	
MROA			-13.999*** (3.549)			-14.060*** (3.525)
Independent	1.933 (2.105)	2.086 (2.102)	2.928 (2.732)			
Independent_real				2.030*** (0.752)	1.991*** (0.751)	1.626* (0.914)
Cons	1.821 (3.518)	1.147 (3.480)	0.377 (3.879)	1.264 (3.487)	0.626 (3.443)	0.605 (3.897)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	981	981	676	981	981	676
Pseudo R ²	0.160	0.154	0.185	0.168	0.161	0.188

注:括号内为 Bootstrap 稳健标准误,*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平,下表同。

(二)独立董事与 CEO 更替—绩效敏感性

独立董事对 CEO 的监督功能不仅体现在提高 CEO 离职率上,更应体现在增强 CEO 更替—绩效敏感性上。为此,我们在计量模型中加入了公司绩效与董事会独立性的交互项,回归结果见表 2。从中可以看到,名义独立董事对 CEO 更替—绩效敏感性没有显著影响,而且公司绩效也变得不显著,表明独立董事没有增强 CEO 更替—绩效敏感性,反而使 CEO 更替不受公司绩效的影响。这符合我们对灰色董事弱化监督功能的假设,即灰色董事成了 CEO 的“保护伞”,即使公司绩效较低,CEO 也较少被迫离职,同时与 Hwang 和 Kim(2009)的结论一致。这意味着单纯增加独立董事人数不能增强董事会对 CEO 的监督作用,独立董事发挥作用可能受到社会关系等因素的干扰,因而有必要检验董事会实际独立性的作用。

表 2 结果显示,董事会实际独立性显著提高了 CEO 被迫离职率,而且其与公司绩效的交互项系数显著为负,表明真正的独立董事在公司绩效较低时更能有效发挥监督功能,罢免低能力 CEO。这与叶康涛等(2011)的观点相似,他们指出独立董事在公司绩效较低时才会公开质疑 CEO。这也符合我们的假设,即独立董事能够增强 CEO 更替—绩效敏感性,但灰色关系会影响独立董事的独立性,导致独立董事“橡皮图章”现象。

表 1 和表 2 结果表明,名义独立董事不能提高 CEO 被迫离职率,而且对 CEO 更替—绩效敏感性也没有显著影响,而实际独立董事则能够显著提高 CEO 被迫离职率和 CEO 更替—绩效敏感程度。因此,我们认为独立董事不“懂事”不是因为独立董事制度本身的原因,而是因为独立董事不独立。也就是说,独立董事能够改善公司治理,但公司在选任董事时没有任命真正的独立董事,而使社会关系等因素扭曲了董事会的监督功能。

表 2 独立董事与 CEO 更替—绩效敏感性

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
ROA	1.621 (14.912)			-4.037 (3.685)		
IROA		12.710 (17.826)			-1.543 (4.609)	
MROA			-28.470 [*] (16.314)			-6.992 [*] (3.953)
Independent	4.125 (3.523)	2.250 (2.147)	0.415 (4.103)			
Independent_real				3.772 ^{***} (1.255)	1.644 ^{**} (0.777)	3.421 ^{**} (1.463)
Independent×ROA	-29.770 (40.324)					
Independent×IROA		-56.920 (48.424)				
Independent×MROA			39.040 (52.453)			
Independent_real×ROA				-28.321 [*] (15.317)		

续表 2 独立董事与 CEO 更替—绩效敏感性

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Independent_real×IROA					-35.121** (17.733)	
Independent_real×MROA						-35.617* (22.412)
Cons	1.133 (3.667)	1.258 (3.480)	1.122 (4.044)	1.127 (3.383)	0.919 (3.358)	0.291 (3.799)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	981	981	676	981	981	676
Pseudo R ²	0.161	0.157	0.186	0.173	0.169	0.194

(三)CEO 更替后的公司绩效

接下来我们考察 CEO 被迫离职后的公司绩效变化情况,分析结果见表 3。匹配前是指没有根据 PS 值对实验组和控制组进行配对,而是直接对全样本进行分析。结果显示,匹配前 CEO 被迫离职对公司绩效的影响(即 ATT)为正但不显著。CEO 离职前后的公司绩效差异不仅仅是由 CEO 离职引起的,因此,有必要控制其他因素,即寻找与实验组特征最为接近而仅仅在 CEO 是否离职上存在差异的样本。为此,我们根据 PS 值得到匹配后的控制组,此时,CEO 被迫离职对公司绩效的平均处理效应(ATT)显著为正,表明 CEO 更替确实能够有效提升上市公司绩效。

表 3 CEO 被迫离职对公司绩效的影响

	实验组	控制组	ATT	标准误	t 值
匹配前	0.0684	0.0637	0.0047	0.0063	0.74
匹配后	0.0684	0.0289	0.0395	0.0125	3.16***

注:标准误通过 Bootstrap 方法反复抽样 500 次得到,表 4 同。

五、进一步讨论与稳健性检验

(一)社会关系是否具有一定价值

本文的一个重要结论是独立董事与 CEO 之间的社会关系会扭曲独立董事的监督功能,对公司治理和公司绩效产生负面影响。然而,也有学者指出独立董事的社会关系可能具有一定价值,如 Adams 和 Ferreira(2007)认为董事会会对 CEO 的友好能够激励 CEO 汇报内部信息,进而有针对性地给予改善绩效的建议;Taylor(2010)认为现实中 CEO 离职率很低,这主要是因为 CEO 更替的成本太高。我们在这里进行一个简单的拓展分析,阐释社会关系是否具有价值。

CEO 更替会导致独立董事与 CEO 之间现存的社会关系破裂,所以 CEO 更替样本可以很好地检验社会关系的存在价值。我们仍采用 PSM 方法,从样本中选取独立董事与 CEO 之间存在社会关系的公司作为研究对象,检验 CEO 离职(即社会关系破裂)对公司绩效的影响,分析结果见表 4。从中可以看出,对于独立董事与 CEO 之间存在社会关系的公司,CEO 更替没有显著改

善公司绩效,这与表 3 的结果并不一致。这说明,一方面,CEO 更替可以改善公司治理,提升公司绩效;另一方面,CEO 更替也会导致现存的社会关系破裂,降低公司绩效,即社会关系也有一定的存在价值。至于这种关系的价值在董事会职能和公司运营中如何体现,有待进一步研究。

需要说明的是,虽然社会关系具有一定的存在价值,但这不能否认它扭曲了独立董事的监督作用,也不能否认罢免低能力 CEO 的必要性,而是告诉我们要善于权衡利弊,恰当利用社会关系。例如,Hoitash(2011)发现,与管理层之间存在关系的独立董事不适合在报酬委员会任职,而较适合在审计委员会任职,这是因为前者更需要保持独立性,而后者更需要成员之间的交流与合作。

表 4 社会关系的存在价值

	实验组	控制组	ATT	标准误	t 值
匹配前	0.0556	0.0686	-0.0130	0.0066	-1.97**
匹配后	0.0556	0.0533	0.0023	0.0103	0.22

(二)稳健性检验

为了保证上述结论的可靠性,我们做了以下三个稳健性检验:(1)划分独立董事的独立性是本文的重点,如何识别灰色董事则是难点。由于 CEO 会在董事会中安置并俘获独立董事,我们参照 Coles 等(2010)的做法,把在 CEO 任期内上任的独立董事都界定为灰色董事,进而测度董事会的实际独立性。(2)尽管我们使用了三种会计绩效指标来衡量公司绩效,但市场绩效也是考核 CEO 的重要内容,因此,我们使用公司市场绩效(Tobin's Q)来作为替换指标。(3)在评价 CEO 被迫离职后的公司绩效时,我们使用半径匹配与核匹配方法代替最近邻匹配。稳健性检验结果仍支持本文的研究假设。

六、结 论

独立董事是否“懂事”一直是颇有争议的话题。本文基于 CEO 被迫离职研究发现,由于独立董事与 CEO 之间可能存在社会关系,名义独立董事和实际独立董事占比对公司治理的影响存在显著差异,只有实际独立董事才能改善公司治理、提升公司绩效。真正的独立董事能够显著增强 CEO 更替一绩效敏感性,有效发挥监督作用;而与 CEO 之间存在社会关系的灰色董事却成了 CEO 的“保护伞”,使他们即使在公司绩效较低时也难以被撤换。因此,为了有效发挥独立董事的监督功能,需要完善现行的独立董事选拔制度,避免任人唯友的现象,防范隐含的社会关系对董事会独立性的侵蚀。

注释:

①CEO 是企业的最高管理者,而在我国不同的公司对此有不同的称谓,本文的识别方法是:按照 CEO、总裁、总经理的顺序来认定,并且保证每个公司只有一个 CEO。Chang 和

Wong(2009)利用中国上市公司数据分析 CEO 更替与公司绩效的关系时也使用了这种处理方法。

②IROA=ROA-ROA 的行业中位数。根据上市公司行业分类标准,并剔除金融类公司,本文的样本公司分属 12 个行业。

③本文关注这三种关系是因为它们在我国具有特殊重要性和普遍性,忽略其他社会关系则是因为数据可得性较差,而且把一切社会关系都进行量化会带来过度社会化的问题(Granovetter,1985)。

主要参考文献:

- [1]龚玉池. 公司绩效与高层更换[J].经济研究,2001,(10):75—82.
- [2]刘诚,杨继东,周斯洁.社会关系、独立董事任命与董事会独立性[J].世界经济,2012,(12):83—101.
- [3]唐跃军,左晶晶.政策性扰动、大股东制衡与董事会独立性[J].财经研究,2010,(5):27—39.
- [4]叶康涛,祝继高,陆正飞,等.独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J].经济研究,2011,(1):126—139.
- [5]仲伟周,段海艳.基于董事个体态度和行为的董事会效率研究[J].管理世界,2008,(4):177—178.
- [6]Adams R B, Ferreira D. A theory of friendly boards[J].Journal of Finance,2007,62(6):217—250.
- [7]Adams R B, Hermalin B E, Weisbach M S. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey[J].Journal of Economic Literature,2010,48(1):58—107.
- [8]Chang E C, Wong S M L. Governance with multiple objectives: Evidence from top executive turnover in China[J].Journal of Corporate Finance,2009,15(2):230—244.
- [9]Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Co-opted boards[R].Working Paper,2010.
- [10]Drakos A A, Bekiris F V. Endogeneity and the relationship between board structure and firm performance: A simultaneous equation analysis for the Athens Stock Exchange[J].Managerial and Decision Economics,2010,31(6):387—401.
- [11]Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control[J].Journal of Law and Economics,1983,26(2):301—325.
- [12]Fracassi C, Tate G A. External networking and internal firm governance[J].Journal of Finance,2012,67(1):153—194.
- [13]Granovetter M. Economic action and social structure: The problem of embeddedness[J].American Journal of Sociology,1985,91(3):481—510.
- [14]Hermalin B E, Weisbach M S. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature[J].Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review,2003,4(1):7—26.
- [15]Hoitash U. Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board? [J].Journal of Business Ethics,2011,99(3):399—423.
- [16]Huson M, Parrino R, Starks L. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective[J].Journal of Finance,2001,56(6):2265—2297.

- [17]Hwang B-H, Kim S. It pays to have friends[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1): 138—158.
- [18]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305—360.
- [19]Kato T, Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data[J]. Journal of Comparative Economics, 2006, 34(4): 796—817.
- [20]Taylor L A. Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation[J]. Journal of Finance, 2010, 65(6): 2051—2087.
- [21]Volpin P F. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 64(1): 61—90.
- [22]Weisbach M S. Outside directors and CEO turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1—3): 431—460.

Social Relation and Supervision Function of Independent Directors: Evidence from Forced CEO Turnover

LIU Cheng, YANG Ji-dong

(School of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: The existence of the thoughtfulness of independent directors is always a controversial topic. According to the social relation between independent directors and CEO, this paper distinguishes real independent directors from nominal independent directors, and studies the supervision function of independent directors based on forced CEO turnover. It arrives at the conclusions that the proportion of nominal independent directors is not related to the sensitivity of CEO turnover to firm performance and the increase in the proportion of real independent directors strengthens the sensitivity of CEO turnover to firm performance; after CEO turnover, firm performance significantly rises. It shows that real independent directors play an effective role in the supervision of CEO and gray directors socially related to CEO have been CEO's protectors. Further study also indicates that independent directors' social relation is of existence value to a certain extent.

Key words: independent director; social relation; supervision function; forced CEO turnover

(责任编辑 康健)