

CEO不担任董事是好的董事会结构吗?*

马云飙¹ 石贝贝²

(1. 中央财经大学会计学院,北京 100081;

2. 对外经济贸易大学国际经济贸易学院,北京 100029)

内容提要:本文以1999—2016年A股上市公司为研究对象,探讨了CEO不担任董事这一董事会结构对企业绩效的影响。结果表明,当CEO不担任董事时,企业绩效较差,这一结论在一系列稳健性检验和内生性处理后,依然保持不变。进一步研究发现,在企业经营风险较大、CEO更需要与董事会进行沟通交流时,以及在CEO来自外部聘用、与董事会进行信息交流更加依赖正式制度的情况下,上述效应更强。这说明,CEO不担任董事的董事会结构降低了CEO与董事会之间的信息沟通,进而降低了经营绩效。最后,本文研究发现,非董事CEO在薪酬—业绩敏感性以及管理费用率上与董事CEO没有显著差异,排除了CEO不担任董事的董事会结构降低了其董事会监督功能从而导致较差业绩的解释。这一系列结果表明,当CEO不担任董事时,会弱化CEO与董事会的信息沟通,降低企业决策以及执行的质量,最终降低企业的经营绩效。本文的结论不仅丰富了董事会治理有效性、CEO权力等相关领域的研究,同时,也对董事会治理实践具有一定的参考价值。

关键词:非董事CEO 董事会结构 绩效 监督 信息沟通

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)06—0038—19

一、引言

CEO作为企业决策的参与制定者和执行者,无疑会对企业的行为和绩效产生重大影响(Bertrand和Schoar,2003)^[1]。但是,由于CEO并不是企业剩余价值的索取者,其行为决策往往会与股东利益相冲突,从而导致股东与管理层之间的代理问题(Jensen和Meckling,1976^[2];Shleifer和Vishny,1997^[3])。因此,如何缓解股东与管理层之间的代理问题成为公司治理领域的热点问题。其中,董事会作为一项重要的公司治理安排,被视为是股东监督、约束CEO,并确保其根据股东利益行事的首要途径(Shleifer和Vishny,1997)^[3]。而CEO在董事会中的不同设置方式又会对企业的经营产生不同的影响。具体来说,根据CEO在董事会中的组织地位,现有的董事会类型可以分为三类:董事长与CEO两职合一,CEO担任公司董事以及CEO不担任董事。而现有研究重点关注董事长与CEO是否两职合一这种董事会安排,学者们普遍发现,两职合一的董事会结构增加了CEO的权力,削弱了董事会的监督功能,从而降低了企业绩效(Rechner和Dalton,1991^[4];李常青和赖建清,2004^[5])。那么,CEO担任董事与否是否会对企业的经营绩效产生不同的影响?已有

收稿日期:2019-01-12

* 基金项目:国家自然科学基金重点项目“企业的融资约束与融资策略研究”(71432048);国家自然科学基金青年基金项目“央企‘换帅’与控股上市公司盈余管理”(71802049);国家自然科学基金青年项目“独立财务顾问和公司并购——基于中介和监督双重作用的研究”(71802207)。

作者简介:马云飙,男,讲师,管理学博士,研究领域是公司治理,电子邮箱:myb_cufe@163.com;石贝贝,女,讲师,研究领域是公司治理,电子邮箱:shib_123@163.com。通讯作者:石贝贝。

研究对该问题并未进行相应的探讨。这也是本文的研究动机。

为回答上述问题,本文以1999—2016年沪、深两市A股上市公司为研究对象,实证检验了CEO担任董事与否对企业绩效的影响。本文研究发现,当公司CEO不担任董事时,企业绩效较差,这一结论在重新定义绩效、使用不同样本进行稳健性测试,以及在进行自选择偏差、样本选择偏差等内生性处理后,依然保持不变。进一步研究发现,在企业经营风险较大、CEO更需要与董事会进行沟通交流时,以及在CEO来自外部聘用、与董事会进行信息交流更加依赖正式制度的情况下,上述效应更加明显。这说明,CEO不担任董事的董事会结构降低了CEO与董事会之间信息沟通以及信息整合,进而降低了企业的经营效率。此外,本文研究还发现,非董事CEO在薪酬—业绩敏感性以及管理费用率上与其他类型的CEO没有显著差异,排除了CEO不担任董事的董事会结构降低了其监督功能从而导致较差业绩的解释。

二、文献综述

所有权与控制权分离是现代公司制度的一大特征,企业日常经营管理权一般掌握在以CEO为代表的管理层手中,CEO往往与股东之间存在潜在的利益冲突(Jensen和Meckling,1976^[2];Shleifer和Vishny,1997^[3]),会采取利己的机会主义行为,损害公司价值。因此,如何控制CEO日常经营过程中的代理问题就显得十分重要。学者们从多个角度对缓解代理冲突,降低管理层代理成本这一问题展开了探讨。

在诸多公司治理机制中,董事会作为联结股东与经理层的纽带,不仅是公司治理机制的重要组成部分(Baysinger和Hoskisson,1990)^[6],也是股东控制CEO并确保CEO根据股东利益行事的首要途径(Allen和Gale,1998)^[7],其治理效率的好坏直接关系公司业绩和股东利益。有文献认为,董事会主要行使监督职能和咨询职能(Fama和Jensen,1983)^[8]。监督职能包括雇佣、提升、评估以及在必要的时候解聘高管(Vancil,1987^[9];Coles等,2008^[10]),以确保股东财富最大化;咨询职能则意味着董事成员根据其从业经验、专业特长等自身优势给予管理层或CEO以公司战略决策及执行方面的建议或提供咨询(Mace,1971^[11];Faleye等,2011^[12])。具体来说,董事会主要通过对CEO的人事任免和激励政策以及对具体项目的管控等方式行使监督职能(Fama和Jensen,1983^[8];Vancil,1987^[9];Coles等,2008^[10])。然而,当CEO的权力过大时,董事会很难发挥其应有的监督职能。例如,CEO会利用其权力干预董事会的任命,提名与自己具有社会关系,支持自己决策,或者具有类似成长经历以及人口学特征的董事成员,以增加其与董事会成员的私人关系(Fracassi和Tate,2012^[13];Khanna等,2015^[14];刘诚等,2012^[15];陆瑶和李茶,2016^[16]),从而削弱董事会的监督功能。此外,CEO还可以利用其在组织中的威望,通过向董事会成员示好的方式,减少董事会成员对其干预。一旦CEO在董事会拥有一定地位和话语权,便会为自己支付不合理的报酬、投资净现值为负的项目、攫取公司资源、甚至从事违规犯罪的活动,进而损害企业价值(吕长江和赵宇恒,2008^[17];王茂林等,2014^[18];陆瑶和李茶,2016^[16])。与此同时,学者们也发现,公司内更多的是CEO友好型董事会(Bebchuk和Fried,2004)^[19],董事在监督管理层方面非常消极(Lipton和Lorch,1992)^[20],只有在公司的绩效非常糟糕时,董事会才会采取实际行动(Warner等,1988)^[21]。

除了监督职能外,董事会另一项重大职能是提议并制定公司重大的经营计划和投资方案,即咨询职能^①。企业的重大经营计划和投资方案具有重要性和复杂性的特点,往往需要董事会成员结

① 学术界将董事会的两个职能定义为监督和咨询职能,但是,我国《公司法》和证监会颁布的《上市公司治理准则》,将董事会的职能定义为监督和决策职能。故在文献回顾中,仍然采用学术界的界定方法,但在后文基于中国现实背景进行机制分析时,将董事会的职能界定为监督和决策职能。

合其从业经验、专业特长等,提供相应的建议或方案(Vagts,1976^[22];Faleye等,2011^[12])。依据资源依赖理论,构成董事会的每个董事都具有独特的人力资本和社会资本,能够为公司提供不同的经验、信息、观点以及资源。为实现资源供给的最大化,公司会通过任用董事会成员来满足公司对特定资源与外部纽带的需求(Masulis等,2012^[23];刘春等,2015^[24])。实证研究表明,董事会可以帮助公司获取关键信息与资源,减少交易成本,促进交易的完成。如,Kor和Misangyi(2008)^[25]发现,高管和董事会总体的行业经验存在互补关系,这意味着公司通过选取董事会成员以弥补高管的不足,并向缺少行业信息的高管提供建议和咨询;还有学者发现,商业银行背景董事的加入能够提高公司的外部融资量,并且投资一现金流敏感性也会降低(Güner等,2008^[26];Dittmann等,2010^[27]);为了获取外地的人际关系网络,降低企业进入外地市场的壁垒,并且增加其对异地经营环境和社会文化的了解,不少上市公司“舍近求远”聘请异地董事(Masulis等,2012^[23];孙亮和刘春,2014^[28];刘春等,2015^[24])。Adams和Ferreira(2007)^[29]进一步指出,即使董事会监督功能受限,不经常雇佣和解聘不称职的CEO,董事会能仍然能够通过制定重大经营计划和投资方案帮助企业提升运营绩效。

董事会咨询职能的有效发挥离不开CEO提供的公司私有信息。研究也发现,CEO提供的公司私有信息越多,董事会将更好地发挥决策职能(Song和Thakor,2006^[30];Adams和Ferreira,2007^[29])。也因此,唐清泉和叶艳芬(2006)^[31]、唐清泉和张迪(2005)^[32]将向董事会提供更多信息列为改进现行独立董事制度的首要举措。类似地,Raheja(2005)^[33]与Harris和Raviv(2008)^[34]也认为,尽管内部董事出于个人私利与CEO之间缺乏独立性,不利于监督功能的发挥,但当其对公司的情况比较熟悉时,可以为董事会决策提供公司特有信息,内部董事控制的董事会效率会更高。

然而,尽管现有研究对董事会的监督职能和咨询职能进行了深入的探讨,并且也认可CEO在董事会决策过程中的信息传递作用,但仍鲜有研究关注CEO不担任董事对董事会职能的发挥以及企业经营效率的影响。针对现有研究在这些方面的缺陷,本文试图从CEO不担任董事这一视角探讨该种董事会结构安排对企业经营业绩的影响。

三、假设提出

如前所述,当CEO在董事会中的权力过高时,董事会可能失去独立性,从而很难发挥其应有的监督职能。而非董事CEO的董事会结构安排,一方面保证了董事会的独立性,加强了董事会对CEO的监督职能;另一方面,这种安排不利于CEO与董事会信息交流,从而削弱了董事会的决策职能。

具体而言,非董事CEO的董事会结构在法律层面降低了CEO在董事会中的权力,削弱了CEO对董事会的影响力,保证了董事会的独立性,有助于董事会监督职能的发挥,进而有效降低管理层的代理成本(Fama和Jensen,1983^[8];Coles等,2008^[10]),提升企业的经营绩效。因此,本文提出如下假设:

H_a:非董事CEO的董事会安排有助于提升企业绩效。

就董事会的决策职能来说,尽管董事会参与制定重大经营计划和投资方案的决策职能会对企业产生积极作用,但是其作用的发挥依赖于董事会成员对公司内、外部经营条件的熟悉和掌握程度。只有深入了解公司经营实际情况,董事会成员才能有效地给予公司日常经营方面的建议以及制定公司战略决策。而公司CEO拥有关于公司经营层面核心信息的优势,因此,董事会决策职能的有效发挥依赖CEO提供的公司私有信息。如前所述,CEO提供的公司私有信息越多,董事会将更好地发挥决策职能(Song和Thakor,2006^[30];Adams和Ferreira,2007^[29])。基于以上分析,CEO与董事会之间的信息交流对公司决策制定与执行至关重要。然而,如果CEO不担任董事,CEO与董事会成员之间的沟通将缺乏正式渠道,尤其是在董事会进行重大决策以及重要经营事项的分析 and 讨论时,CEO无法参加,其所知晓的公司私有信息无法及时充分地与公司进行沟通和交流,使

得董事会成员无法深入了解公司实际经营情况,不利于董事会决策职能的有效发挥,降低了董事会决策以及执行的质量,最终可能影响企业的经营绩效。因此,本文提出如下备择假设:

H_b :非董事 CEO 的董事会安排不利于提升企业绩效。

本文把假设 H_a 概括为“监督效应”假说,而把假设 H_b 概括为“信息传递受阻效应”假说。两种假说的作用边界,即在非董事 CEO 结构下,“监督效应”的正面效应等于“信息传递受阻效应”的负面效应。如果非董事 CEO 引发“监督效应”对企业绩效带来的正面效应大于由“信息传递受阻效应”对企业业绩带来的负面效应,则假设 H_a 成立,否则,备择假设 H_b 成立。

四、研究设计

1. 研究样本和数据来源

本文的研究样本为 1999—2016 年沪深两市 A 股上市公司,数据来源于 CSMAR、CCER 等数据库以及手工整理。借鉴已有研究,本文采用以下标准进行样本筛选:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除 ST、*ST、PT 样本;(3)剔除资不抵债的样本;(4)剔除主要变量缺失的样本。为排除变量极端值的影响,本文对所用到的连续性变量在 1% 和 99% 水平上进行了 Winsorize 处理。通过以上处理,本文共计得到 24534 家公司一年度观测值。

2. 实证模型与变量界定

(1)公司业绩。借鉴已有研究(郑志刚等,2014^[35];张建君和张闫龙,2016^[36];黄文锋等,2017^[37]),本文采用会计绩效指标(资产报酬率)衡量公司业绩。其中,资产报酬率(ROA)以息税前利润与总资产的比率表示。

(2)非董事会成员 CEO。当 CEO 为非董事会成员时,赋值为 1,否则为 0。

(3)控制变量。根据已有文献(郑志刚等,2014^[35];张祥建等,2015^[38];张建君和张闫龙,2016^[36]),本文控制了公司主要财务特征和治理特征,包括公司规模($Size$)、财务杠杆($Leverage$)、托宾 Q 值($Tobin's q$)、上市年龄($Firm Age$)、控股股东持股比例($Top1$)、股权制衡($Top2_5$)、控股股东性质(SOE)、董事会规模($Board Size$)、董事会独立性($Board Independence$)。此外,本文还控制了 CEO 个人特征变量,包括年龄($CEO Age$)、性别($Male CEO$)、教育程度($CEO Education$)、任期($CEO Tenure$)、CEO 薪酬($CEO Pay$)、CEO 持股比例($CEO Ownership$)。各变量的定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量类型及变量符号		变量名称	变量定义	
被解释变量	ROA	公司业绩	息税前利润与总资产的比率	
解释变量	$NonDirector CEO$	非董事会成员 CEO	若 CEO 非董事会成员,赋值为 1,否则为 0	
控制变量	公司特征	$Size$	公司规模	总资产的自然对数
		$Leverage$	财务杠杆	总负债与总资产的比率
		$Tobin's q$	托宾 Q	总资产市场价值与账面价值的比率
		$Firm Age$	上市年龄	当年年份与上市年份之差加 1 取对数
	公司治理	$Top1$	控股股东持股比例	控股股东持股比例
		$Top2_5$	股权制衡	第 2~5 大股东持股比例之和
		SOE	控股股东性质	若公司的控股股东为政府部门或者国有企业赋值为 1,否则为 0
		$Board Size$	董事会规模	董事会总人数取对数
		$Board Independence$	董事会独立性	独立董事人数与董事会总人数的比率

续表 1

变量类型及变量符号		变量名称	变量定义
控制变量	<i>CEO Age</i>	年龄	CEO 年龄取对数
	<i>Male CEO</i>	性别	若 CEO 为男性,赋值为 1,女性赋值为 0
	<i>CEO Education</i>	教育程度	若 CEO 学历为本科及以上,赋值为 1,否则为 0
	<i>CEO Tenure</i>	任期	当年年份与该 CEO 开始担任公司 CEO 年份之差加 1
	<i>CEO Pay</i>	CEO 薪酬	CEO 现金薪酬的对数
	<i>CEO Ownership</i>	CEO 持股比例	CEO 持股比例
稳健性检验及拓展性研究使用变量	<i>Duality</i>	两职合一	当 CEO 同时担任公司董事长时,取值为 1,否则为 0。
	<i>RONI</i>	资产净利率	净利润与总资产的比率
	<i>ROS</i>	销售利润率	净利润与营业收入的比率
	<i>ROE</i>	权益收益率	净利润与权益的比率
	<i>Indadj_ROA</i>	行业调整后的公司业绩	公司业绩减去公司所在行业所公司业绩的均值
	<i>AveDirector CEO</i>	同年度同行业同地区非董事 CEO 的中位数	找到与每一个观测样本处于同一年度,并且既处于同一行业又处于同一注册地区的样本,然后再取这些样本 <i>NonDirector CEO</i> 变量的中位数
	<i>Growth_sd</i>	经营风险	公司过去三年收入增长率的标准差
	<i>External CEO</i>	外部聘用	当 CEO 为政府官员调职和外部人才招聘时,取值为 1;当 CEO 为上市公司内部产生和大股东单位派出时, <i>External CEO</i> 取值为 0。
<i>Mexp</i>	管理费用率	企业管理费用与营业收入的比率	

资料来源:本文整理

为检验本文假设,借鉴郑志刚等(2014)^[35]、张祥建等(2015)^[38]以及张建君和张闫龙(2016)^[36]的做法,构建如下回归模型:

$$ROA = \alpha + \beta_1 \times NonDirectorCEO + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon \quad (1)$$

其中,ROA 为公司第 t 年资产报酬率;NonDirectorCEO 为哑变量,若第 t 年 CEO 不是董事会成员,则赋值为 1,否则为 0;Control variables 为相关控制变量。此外,本文还控制了年度和行业效应。上述模型中,若 β_1 显著大于 0,则表明当 CEO 为非董事会成员时,公司业绩更好,即实证结果支持“监督效应”假说;若 β_1 显著小于 0,则表明当 CEO 为非董事会成员时,公司业绩更差,即实证结果支持“信息传递受阻效应”假说。

3. 主要变量的描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。从表 2 的 Panel A 可以看出,非董事 CEO 样本占总样本的 9.3%。表 2 的 Panel B 列示了两类企业在财务特征、治理特征以及 CEO 个人特征上的差异。从 Panel B 中可以看出,相对于 CEO 任董事的公司,非董事 CEO 的公司盈利能力更差,初步支

持了假设 H_b 。除此之外,非董事 CEO 公司和董事 CEO 公司在某些公司特征上存在一定的差异,两类公司 CEO 在自身特征上也存在一定的差异。

表 2 主要变量描述性统计

Panel A:全样本主要变量描述性统计						
变量	观测值	均值	中位数	标准差	1/4 分位数	3/4 分位数
<i>NonDirector CEO</i>	24534	0.093	0	0.291	0	0
<i>ROA</i>	24534	0.057	0.054	0.054	0.031	0.083
<i>Size</i>	24534	21.74	21.57	1.193	20.87	22.40
<i>Leverage</i>	24534	0.441	0.443	0.203	0.283	0.598
<i>Tobin's q</i>	24534	2.079	1.647	1.696	0.989	2.624
<i>Firm Age</i>	24534	1.908	2.079	0.855	1.386	2.639
<i>Top1</i>	24534	0.375	0.356	0.157	0.25	0.492
<i>Top2 - 5</i>	24534	0.170	0.150	0.118	0.069	0.255
<i>Board Size</i>	24534	2.179	2.197	0.208	2.079	2.197
<i>Board Independence</i>	24534	0.342	0.333	0.096	0.333	0.375
<i>SOE</i>	24534	0.515	1	0.5	0	1
<i>CEO Ownership</i>	24534	0.034	0	0.095	0	0.001
<i>CEO Age</i>	24534	3.854	3.871	0.139	3.761	3.951
<i>CEO Education</i>	24534	0.466	0	0.499	0	1
<i>CEO Pay</i>	24534	12.38	12.794	2.277	12.101	13.355
<i>CEO Tenure</i>	24534	3.804	3	2.876	2	5
<i>Male CEO</i>	24534	0.945	1	0.229	1	1
Panel B:分样本主要变量描述性统计						
变量	董事 CEO 样本 (样本 = 22242) :A		非董事 CEO 样本 (样本 = 2292) :B		组间差异检验 (A - B)	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
<i>ROA</i>	0.058	0.054	0.049	0.049	0.009***	0.005***
<i>Size</i>	21.75	21.58	21.64	21.50	0.113***	0.083***
<i>Leverage</i>	0.439	0.442	0.451	0.455	-0.011**	-0.013**
<i>Tobin's q</i>	2.086	1.658	2.005	1.537	0.081**	0.121***
<i>Firm Age</i>	1.903	2.079	1.964	2.079	-0.062***	0*
<i>Top1</i>	0.375	0.358	0.371	0.339	0.004	0.019**
<i>Top2 - 5</i>	0.17	0.150	0.169	0.151	0.001	-0.001
<i>Board Size</i>	2.183	2.197	2.142	2.197	0.041***	0***
<i>Board Independence</i>	0.342	0.333	0.347	0.333	-0.005**	0**
<i>SOE</i>	0.513	1	0.535	1	-0.022**	0**
<i>CEO Ownership</i>	0.037	0	0.002	0	0.035***	0***
<i>CEO Age</i>	3.857	3.871	3.829	3.829	0.028***	0.042***
<i>CEO Education</i>	0.469	0	0.437	0	0.031***	0***
<i>CEO Pay</i>	12.43	12.82	11.88	12.50	0.554***	0.325***
<i>CEO Tenure</i>	3.928	3	2.597	2	1.354***	1***
<i>Male CEO</i>	0.943	1	0.957	1	-0.014***	0***

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著

资料来源:本文整理

五、实证结果

1. 主要回归结果

表3列示了模型(1)的回归结果。为保证结果的稳健性,表3的列(1)仅控制了年度效应和行业效应。在此基础上,列(2)~列(4)逐渐加入了公司财务特征变量、公司治理变量以及CEO特征变量。从列(1)可知,非董事CEO(*NonDirector CEO*)的回归系数为-0.008,在1%水平上统计显著。当进一步控制公司特征,公司治理以及CEO特征的变量后,表3列(2)~列(4)中,非董事CEO(*NonDirector CEO*)的回归系数有所下降,分别为-0.006,-0.006和-0.004,显著性仍保持在1%的水平。除统计显著性之外,回归结果的经济含义也十分明显。以列(4)为例,在控制其他变量的情况下,非董事CEO公司的盈利水平比董事CEO公司的盈利水平低0.004,为样本均值的7%。以上回归结果说明,非董事CEO的董事会结构,对企业业绩产生了负面影响,支持了假设H_b。

表3 非董事CEO与企业绩效:主检验

变量	(1)ROA	(2)ROA	(3)ROA	(4)ROA	(5)ROA	(6)ROA
<i>NonDirector CEO</i>	-0.008*** (-6.85)	-0.006*** (-5.19)	-0.006*** (-5.05)	-0.004*** (-3.29)		-0.004*** (-3.75)
<i>Duality</i>					-0.003*** (-3.71)	-0.004*** (-4.16)
<i>Size</i>		0.016*** (41.20)	0.016*** (37.67)	0.015*** (36.03)	0.015*** (35.99)	0.015*** (35.97)
<i>Leverage</i>		-0.079*** (-32.30)	-0.078*** (-31.94)	-0.076*** (-31.40)	-0.076*** (-31.31)	-0.076*** (-31.32)
<i>Tobin's q</i>		0.008*** (18.25)	0.008*** (17.56)	0.008*** (17.65)	0.008*** (17.71)	0.008*** (17.69)
<i>Firm Age</i>		-0.009*** (-22.44)	-0.006*** (-12.56)	-0.007*** (-12.51)	-0.007*** (-12.86)	-0.007*** (-12.71)
<i>Top1</i>			0.030*** (11.65)	0.032*** (12.41)	0.032*** (12.36)	0.032*** (12.28)
<i>Top2-5</i>			0.018*** (5.23)	0.018*** (5.28)	0.018*** (5.13)	0.018*** (5.15)
<i>Board Size</i>			0.003 (1.48)	0.003 (1.50)	0.003 (1.48)	0.002 (1.23)
<i>Board Independence</i>			-0.016*** (-2.64)	-0.015** (-2.47)	-0.015** (-2.51)	-0.014** (-2.35)
<i>SOE</i>			-0.008*** (-9.65)	-0.007*** (-8.46)	-0.007*** (-8.74)	-0.007*** (-8.87)
<i>CEO Ownership</i>				0.004 (1.24)	0.012*** (2.98)	0.011*** (2.79)
<i>CEO Age</i>				-0.006** (-2.38)	-0.004* (-1.75)	-0.004* (-1.69)
<i>CEO Education</i>				-0.001 (-1.27)	-0.001 (-1.09)	-0.001 (-1.13)
<i>CEO Pay</i>				0.002*** (12.57)	0.002*** (12.58)	0.002*** (12.41)
<i>CEO Tenure</i>				0.001*** (5.43)	0.001*** (6.27)	0.001*** (5.73)

续表 3

变量	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
Male CEO				-0.003 ** (-2.42)	-0.003 ** (-2.34)	-0.003 ** (-2.24)
截距项	0.062 *** (16.47)	-0.253 *** (-28.23)	-0.257 *** (-27.93)	-0.242 *** (-19.39)	-0.247 *** (-19.72)	-0.246 *** (-19.59)
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	24534	24534	24534	24534	24534	24534
调整 R ²	0.064	0.219	0.226	0.235	0.235	0.235

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著；括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源：本文整理

已有研究表明,董事长 CEO 两职合一会对企业绩效产生负面影响(Krause 等,2014)^[39],而相比董事长 CEO 两职合一,非董事 CEO 的董事会结构对企业产生的负面影响孰大?为此,本文首先将模型(1)中的非董事 CEO(NonDirector CEO)替换为董事长 CEO 两职合一(Duality),以检验董事长 CEO 两职合一对企业绩效的影响。其中,当 CEO 同时担任公司董事长时,Duality 取值为 1,否则为 0。从表 3 列(5)的回归结果可以看出,董事长 CEO 两职合一(Duality)的回归系数为 -0.003,在 1% 水平上统计显著,与已有文献一致。随后,本文在模型(1)的基础上,加入董事长 CEO 两职合一(Duality)进行回归,对比非董事 CEO(NonDirector CEO)和董事长 CEO 两职合一(Duality)对企业绩效影响的大小。从表 3 列(6)的回归结果可以看出,两者的回归系数均为 -0.004,并且在统计上没有显著差异。这说明,非董事 CEO 的董事会结构对企业产生的负面影响近似一个同时担任公司董事长、具有较高权力的 CEO。

2. 稳健性检验

为验证前述结论的稳定性,本文通过改变企业绩效度量方法、改变回归样本方式进行了稳健性检验。稳健性检验结果如表 4 所示。

表 4 非董事 CEO 与企业绩效:稳健性检验

变量	(1) RONI	(2) ROS	(3) ROE	(4) Indadj_ ROA	(5) 不包含任职第一年样本	(6) 不包含任职前两年样本
NonDirector CEO	-0.004 *** (-2.76)	-0.009 *** (-2.78)	-0.003 *** (-2.80)	-0.008 *** (-2.91)	-0.004 *** (-2.58)	-0.004 ** (-2.36)
Size	0.015 *** (25.47)	0.036 *** (33.55)	0.014 *** (35.53)	0.031 *** (31.94)	0.016 *** (33.61)	0.016 *** (30.92)
Leverage	-0.104 *** (-17.19)	-0.291 *** (-42.46)	-0.071 *** (-31.79)	-0.117 *** (-17.33)	-0.074 *** (-28.19)	-0.074 *** (-25.33)
Tobin's q	0.008 *** (5.05)	0.010 *** (8.82)	0.007 *** (17.80)	0.012 *** (14.25)	0.009 *** (17.33)	0.009 *** (17.13)
Firm Age	-0.006 *** (-10.07)	-0.014 *** (-10.69)	-0.005 *** (-10.86)	-0.010 *** (-9.51)	-0.005 *** (-7.15)	-0.004 *** (-4.68)
Top1	0.036 *** (11.56)	0.056 *** (8.45)	0.031 *** (12.50)	0.070 *** (12.29)	0.030 *** (10.31)	0.029 *** (8.67)
Top2 - 5	0.025 *** (4.79)	0.041 *** (4.69)	0.020 *** (6.16)	0.044 *** (5.84)	0.019 *** (4.90)	0.019 *** (4.20)

续表 4

变量	(1) <i>RONI</i>	(2) <i>ROS</i>	(3) <i>ROE</i>	(4) <i>Indadj_</i> <i>ROA</i>	(5) 不包含任职 第一年样本	(6) 不包含任职 前两年样本
<i>Board Size</i>	0.004 ** (2.20)	-0.005 (-1.05)	0.002 (1.19)	0.003 (0.74)	0.003 * (1.82)	0.002 (0.81)
<i>Board Independence</i>	-0.013 * (-1.91)	-0.017 (-1.05)	-0.014 ** (-2.51)	-0.023 * (-1.65)	-0.013 * (-1.90)	-0.018 ** (-2.37)
<i>SOE</i>	-0.004 ** (-2.04)	-0.010 *** (-4.64)	-0.007 *** (-9.05)	-0.011 *** (-6.05)	-0.007 *** (-7.69)	-0.007 *** (-6.58)
<i>CEO Ownership</i>	0.011 *** (3.28)	0.041 *** (4.57)	0.004 (1.17)	0.008 (1.45)	0.003 (0.65)	0.005 (0.93)
<i>CEO Age</i>	-0.006 ** (-2.39)	-0.019 *** (-2.93)	-0.006 *** (-2.76)	-0.015 *** (-2.85)	-0.009 *** (-3.24)	-0.012 *** (-3.59)
<i>CEO Education</i>	-0.001 (-1.33)	-0.003 (-1.60)	-0.001 (-1.35)	-0.002 (-1.56)	-0.001 (-1.05)	-0.000 (-0.58)
<i>CEO Pay</i>	0.002 *** (10.33)	0.003 *** (7.54)	0.002 *** (13.20)	0.005 *** (11.29)	0.003 *** (11.98)	0.003 *** (11.05)
<i>CEO Tenure</i>	0.001 *** (5.69)	0.001 ** (2.53)	0.001 *** (4.68)	0.002 *** (5.43)	0.001 *** (4.14)	0.000 *** (2.80)
<i>Male CEO</i>	-0.003 ** (-2.52)	-0.011 *** (-2.95)	-0.004 *** (-2.77)	-0.008 *** (-2.88)	-0.003 ** (-2.19)	-0.003 (-1.62)
截距项	-0.251 *** (-19.28)	-0.490 *** (-14.80)	-0.275 *** (-23.19)	-0.553 *** (-20.13)	-0.253 *** (-17.48)	-0.262 *** (-15.22)
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	24534	24532	24534	24534	18997	14136
调整 R^2	0.153	0.274	0.178	0.150	0.238	0.246

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著;括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源:本文整理

除了资产收益率(*ROA*)以外,还有文献采用资产净利率(*RONI*)、销售利润率(*ROS*)、权益收益率(*ROE*)以及行业调整后的资产收益率(*Indadj_ROA*) (Firth 等,2006^[40];姜付秀等,2015^[41])作为衡量企业绩效的指标。本文采用上述指标重新进行了检验。由表 4 列(1)~列(4)的结果可以看出,在替换了业绩指标之后,研究结论保持不变。

CEO 不担任董事可能并非不是公司刻意安排,也许是在两次董事会选举之间变更 CEO 导致的。在此,本文将每个 CEO 任职的第一年的数据删除,重新进行了检验。并且,考虑到我国上市公司董事会平均一届为三年,本文随后将每个 CEO 任职的前两年的数据删除,以保证样本 CEO 都经历了一次董事会的正式选举。经处理后新样本的回归结果如表 4 的列(5)和列(6)所示。从结果可以看出,在删除了 CEO 任职期限少于 1 年和少于 2 年的样本后,非董事 CEO 的回归系数依然为负,研究结论保持不变。

3. 内生性检验

非董事 CEO 的董事会结构与企业绩效之间的负相关关系还可能受到内生性的干扰,例如,当企业业绩较差时,会在选聘 CEO 时加强对其考察,先将其任命为非董事 CEO,当满足考核标准后将其聘为董事 CEO,即自选选择效应的影响;又或者如表 2 所示,拥有非董事 CEO 和董事 CEO 的两类企业

在一些可观测的公司特征上存在一定差异,以及两类 CEO 在自身特征上也存在一定的差异,这些差异可能会同时影响企业的聘用决策和企业绩效,从而造成样本选择偏差。自选择偏差和样本选择偏差会导致非董事 CEO 的董事会结构与企业绩效之间呈现出伪相关关系,从而降低本文研究结论的可信度。因此,本文使用 Heckman 两阶段法、PSM 配对方法来缓解内生性对研究结论的影响。

(1)自选择效应。本文采用 Heckman 两阶段法以减少自选择效应所带来的偏误。在 Heckman 两阶段法的第一阶段中,本文构建如下模型(2)进行 Probit 回归。

$$NonDirectorCEO = \alpha_0 + \beta \times AveNonDirectorCEO + \gamma \times Control + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)的被解释变量为是否为非董事 CEO (*NonDirector CEO*),并包含主回归模型中的全部控制变量。除此之外,借鉴 Lennox 等(2011)^[42]的研究,本文在模型(2)中加入了一个外生工具变量 (*Ave NonDirector CEO*)。由于我国上市公司同时存在行业和地区的趋同效应,因此,本文筛选出与每一个观测样本处于同一年度,并且既处于同一行业又处于同一注册地区的样本,然后,再取这些样本 *NonDirector CEO* 变量的中位数 (*AveDirector CEO*)作为外生工具变量。在对模型(2)进行回归后,通过计算得到包含自选择信息的逆米尔斯比率,并将其加入到主回归模型中,以控制自选择对本文回归结果影响。自选择效应检验结果如表 5 所示。

表 5 非董事 CEO 与企业绩效:Heckman

变量	(1) <i>NonDirector CEO</i>	(2) <i>ROA</i>
<i>NonDirector CEO</i>		-0.006*** (-4.10)
<i>Size</i>	0.049 (1.17)	0.015*** (35.91)
<i>Leverage</i>	-0.261 (-1.26)	-0.076*** (-31.55)
<i>Tobin's q</i>	-0.029 (-0.98)	0.008*** (17.68)
<i>Firm Age</i>	0.078 (1.41)	-0.006*** (-12.32)
<i>Top1</i>	-0.942*** (-3.44)	0.032*** (12.34)
<i>Top2 - 5</i>	0.219 (0.64)	0.018*** (5.15)
<i>Board Size</i>	-1.279*** (-6.74)	0.002 (1.37)
<i>Board Independence</i>	2.699*** (3.95)	-0.015** (-2.45)
<i>SOE</i>	-0.145* (-1.75)	-0.007*** (-8.55)
<i>CEO Ownership</i>	-22.718*** (-7.13)	0.004 (1.01)
<i>CEO Age</i>	-0.378 (-1.49)	-0.005** (-2.18)
<i>CEO Education</i>	-0.045 (-0.68)	-0.001 (-1.39)
<i>CEO Pay</i>	-0.037*** (-2.84)	0.002*** (12.60)

续表 5

变量	(1) <i>NonDirector CEO</i>	(2) <i>ROA</i>
<i>CEO Tenure</i>	-0.272 *** (-14.48)	0.001 *** (5.02)
<i>Male CEO</i>	0.592 *** (3.47)	-0.003 ** (-2.53)
<i>AveDirector CEO</i>	9.804 (54.82)	
<i>Lamda</i>		0.002 ** (2.50)
截距项	-0.410 (-0.31)	-0.258 *** (-20.41)
年度效应	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes
观测值	24436	24436
调整 R^2	0.544	0.236

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著;括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源:本文整理

从表 5 的第(2)列中可知,在加入含自选择信息的逆米尔斯比率后,非董事 CEO 的回归系数仍然为负。这说明,在控制自选择效应后,本文的研究结论保持不变。

(2) 样本选择偏差。为了避免样本选择偏差对研究结论的影响,本文对分别拥有非董事 CEO 和董事 CEO 的公司样本进行配对,再采用配对样本进行检验。不同于以往仅使用少数几个公司特征维度(如公司规模、行业等)的简单配对方法,本文采用倾向得分匹配法(Rosenbaum 和 Rubin, 1983)^[43]。具体而言,先进行 *Probit* 回归,回归的被解释变量为是否为非董事 CEO,控制变量为模型(1)中包含的所有控制变量。在回归后即可得到是否为非董事 CEO 的预测值,即倾向得分。再根据不同类型 CEO 观测值的倾向得分,将两类样本中倾向得分值最接近的样本进行配对。为了得到稳健结果,本文使用半径匹配以及核匹配两种方法来进行检验。

表 6 的 Panel A 列示了在匹配后,分别拥有两类 CEO 的企业的公司特征差异和两类 CEO 特征的差异。从表 6 可以看出,在匹配后,两类企业在公司特征上已经没有差异,同时,两类 CEO 在自身特征上也已经没有差异。表 6 的 Panel B 列示了在匹配后,两类企业在公司绩效上的差异。从 Panel B 中可以看出,无论采用何种匹配方法,相对于 CEO 担任董事的企业,CEO 不担任董事企业的绩效更差。

表 6 非董事 CEO 与企业绩效:PSM

Panel A:非董事 CEO 与董事 CEO 企业的特征差异			
变量	非董事 CEO 样本 (样本 = 2120):A	董事 CEO 样本 (样本 = 2120):B	组间差异检验 (A - B)
	均值	均值	均值差异
<i>Size</i>	21.67	21.64	0.03
<i>Leverage</i>	0.452	0.449	0.00
<i>Tobin's q</i>	1.968	1.978	-0.01
<i>Firm Age</i>	1.971	1.968	0.00

续表 6

Panel A: 非董事 CEO 与董事 CEO 企业的特征差异

变量	非董事 CEO 样本 (样本 = 2120) :A	董事 CEO 样本 (样本 = 2120) :B	组间差异检验 (A - B)
	均值	均值	均值差异
<i>Top1</i>	0.375	0.372	0.00
<i>Top2 - 5</i>	0.167	0.167	0.00
<i>Board Size</i>	2.161	2.153	0.01
<i>Board Independence</i>	0.343	0.343	0.00
<i>SOE</i>	0.558	0.555	0.00
<i>CEO Ownership</i>	0.003	0.003	0.00
<i>CEO Age</i>	3.828	3.827	0.00
<i>CEO Education</i>	0.442	0.437	0.00
<i>CEO Pay</i>	12.05	12.01	0.04
<i>CEO Tenure</i>	2.682	2.733	-0.05
<i>Male CEO</i>	0.956	0.958	0.00

Panel B: 非董事 CEO 与董事 CEO 企业的绩效差异

配对方法	半径匹配	核匹配
绩效差异	-0.003** (2.39)	-0.004*** (2.82)

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著;Panel B 中,括号内为 *t* 值

资料来源:本文整理

六、进一步研究

1. CEO 与董事会进行信息沟通的需求

CEO 与董事会信息交流的需求并非是一成不变的,更多地取决于企业经营风险。当公司经营活动复杂、经营风险较高时,无论是董事会还是 CEO 都无法仅凭各自私有信息和能力准确掌控企业日常经营活动和未来发展方向,稍有不慎就可能导致企业破产。此时,企业更需要 CEO 与董事会及时沟通,对 CEO 和董事会掌握的全部信息和资源进行整合、加工以解决经营中面临的问题 (Coles 等,2008)^[10]。因此,如果本文分析逻辑成立的话,则可以合理预期,在面临更高的经营风险、CEO 与董事会更需要进行信息交流的情况下,非董事 CEO 的董事会安排对业绩的负面作用将会更大。为了检验上述论断,本文建立了如下模型(3):

$$ROA = \alpha + \beta_1 \times NonDirectorCEO \times Growth_{sd} + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)的主要检验变量是非董事 CEO (*NonDirector CEO*) 与公司过去三年收入增长率标准差 (*Growth_sd*) 的交互项。本文以公司过去三年收入增长率的标准差 (*Growth_sd*) 来衡量企业经营风险。当公司收入增长率的标准差较大时,说明企业发展的不确定性较大,企业对 CEO 与董事会之间信息交流的需求更强。其他变量与模型(1)保持一致。检验结果如表 7 列(1)所示。从表 7 列(1)可知,非董事 CEO (*NonDirector CEO*) 与公司过去三年收入增长率标准差 (*Growth_sd*) 交互项的回归系数为显著为负,验证了前述论断。

表7 非董事CEO与企业绩效:CEO与董事会信息交流需求以及对正式制度的依赖程度

变量	(1)ROA	(2)ROA
<i>NonDirector CEO</i>	-0.002 (-1.31)	-0.002 (-1.23)
<i>NonDirector CEO × Growth_sd</i>	-0.003** (-2.17)	
<i>Growth_sd</i>	0.002*** (3.99)	
<i>NonDirector CEO × External CEO</i>		-0.006** (-2.56)
<i>External CEO</i>		0.001 (1.08)
<i>Size</i>	0.016*** (33.06)	0.015*** (36.05)
<i>Leverage</i>	-0.086*** (-30.42)	-0.076*** (-31.40)
<i>Tobin's q</i>	0.007*** (13.43)	0.008*** (17.63)
<i>Firm Age</i>	-0.001 (-1.30)	-0.007*** (-12.33)
<i>Top1</i>	0.037*** (11.96)	0.032*** (12.31)
<i>Top2 - 5</i>	0.022*** (5.31)	0.018*** (5.28)
<i>Board Size</i>	0.002 (1.16)	0.003 (1.51)
<i>Board Independence</i>	-0.018** (-2.32)	-0.015** (-2.48)
<i>SOE</i>	-0.009*** (-9.04)	-0.007*** (-8.52)
<i>CEO Ownership</i>	0.022*** (3.02)	0.005 (1.35)
<i>CEO Age</i>	-0.009*** (-2.91)	-0.006** (-2.32)
<i>CEO Education</i>	-0.002** (-2.04)	-0.001 (-1.23)
<i>CEO Pay</i>	0.002*** (10.77)	0.002*** (12.49)
<i>CEO Tenure</i>	0.001*** (5.35)	0.001*** (5.39)
<i>Male CEO</i>	-0.004** (-2.20)	-0.003** (-2.40)
截距项	-0.268*** (-16.58)	-0.261*** (-20.63)
年度效应	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes
观测值	17736	24534
调整 R ²	0.227	0.235

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平下显著;括号内为异方差稳健的t值

资料来源:本文整理

2. CEO 与董事会信息交流对正式制度的依赖程度

本文认为,CEO 不担任董事造成企业经营绩效下降的原因可能在于,这种董事会结构导致 CEO 与董事会成员之间缺乏有效的沟通渠道,CEO 和董事会之间不能充分地交流彼此掌握的公司私有信息。基于这一分析,如果 CEO 与董事会成员之间存在其他非正式的沟通渠道,即 CEO 与董事会信息交流对正式制度的依赖程度较小时,则非董事 CEO 的董事会结构对企业产生的负面影响可能会更小。

本文选择 CEO 是否为外部聘用来衡量 CEO 与董事会对正式沟通制度的依赖程度。CEO 的来源一般可以分为外部聘用、内部晋升(包括大股东从其他经营单位派出)等两种方式(柯江林等,2007^[44];郑志刚等,2014^[35])。当公司 CEO 来自内部提拔时,由于其与公司存在长期工作关系或者与大股东建立了较为紧密的联系(许静静,2016)^[45],在此情况下,CEO 与董事会可以更多地通过私下交流等非正式制度进行沟通,从而减少了对正式沟通制度的依赖。相反,如果是从公司外部聘用职业经理人担任 CEO,面对相对陌生的环境,CEO 与公司董事会成员的沟通可能更依赖正式的沟通制度。因此,当 CEO 来自外部聘用、与董事会进行信息交流更加依赖正式制度时,非董事 CEO 的董事会安排对企业产生的负面影响将更大。为了检验上述论断,本文建立如下模型(4):

$$ROA = \alpha + \beta_1 \times NonDirectorCEO \times ExternalCEO + \gamma \times ControlVariables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)的主要检验变量是非董事 CEO (*NonDirector CEO*) 与外部聘用 (*External CEO*) 的交互项。参照柯江林等(2007)^[44]、郑志刚等(2014)^[35]以及许静静(2016)^[45]的研究,本文把政府官员调职和外部人才市场招聘认定为外部招聘,*External CEO* 取值为 1;把从上市公司内部产生和大股东单位派出的 CEO 作为内部晋升,*External CEO* 取值为 0。其他变量与模型(1)保持一致。检验结果如表 7 的列(2)所示。从表 7 列(2)可知,非董事 CEO 与外部聘用交互项的回归系数为显著为负,即当 CEO 是外部聘用时,非董事 CEO 与企业绩效的负相关关系更加明显。这说明,当 CEO 来自外部聘用、与董事会进行信息交流更加依赖正式制度时,非董事 CEO 的董事会安排对企业产生的负面影响更大。

七、非董事 CEO 的董事会结构对董事会监督功能的影响

过低的 CEO 职位安排,会降低 CEO 对董事会的影响力,有助于董事会发挥监督职能。但由此可能会产生一个不利影响,即掌握控制权的董事会可能对 CEO 施加超过企业价值最大水平的监督,即非董事 CEO 被董事会过度监督,由此降低了 CEO 工作积极性,从而产生效率成本,降低了企业绩效。此外,非董事 CEO 的董事会安排减少了 CEO 与董事会之间的信息流动,不仅影响了董事会的决策职能,还可能对其监督职能造成负面影响。已有研究表明,当董事获取公司特有信息成本较高时,不利于董事会发挥监督作用(Adams 和 Ferreira,2007^[29];Duchin 等,2010^[46])。

如果非董事 CEO 的董事会结构对董事会的监督功能产生了不利影响,那么,拥有非董事 CEO 的企业应该具有更高的代理成本。为了验证非董事 CEO 的董事会结构对董事会监督功能的影响,本文选择 CEO 薪酬—绩效敏感性和管理费用率作为企业代理成本的度量变量,检验非董事 CEO 和董事 CEO 在薪酬—业绩敏感性以及管理费用率上是否存在差异。检验模型如下:

$$CEOPay = \alpha + \beta_1 \times NonDirectorCEO \times ROA + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon \quad (5)$$

$$Mexp = \alpha + \theta \times NonDirectorCEO + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon \quad (6)$$

模型(5)的被解释变量为 CEO 薪酬 (*CEO Pay*),用 CEO 现金薪酬的对数来衡量。主要检验变量为非董事 CEO 哑变量 (*NonDirector CEO*) 与业绩 (*ROA*) 的交互项,衡量了 CEO 的薪酬—业绩敏感性。模型(6)的被解释变量为管理费用率 (*Mexp*),用企业管理费用与营业收入的比值来衡量,主

要检验变量为非董事 CEO 哑变量 (*NonDirector CEO*)。其他变量与模型(1)保持一致。相关检验结果如表 8 所示。从表 8 列(1)可知,非董事 CEO 哑变量 (*NonDirector CEO*)与业绩 (*ROA*)交互项的回归系数并不显著,这说明,非董事 CEO 的薪酬—绩效敏感性与董事 CEO 的薪酬—绩效敏感性不存在差异。由表 8 列(2)可知,非董事 CEO 哑变量 (*NonDirector CEO*)的回归系数并不显著,这说明,在管理费用率上,两类 CEO 也不存在差异。

表 8 非董事 CEO 与企业绩效:降低董事会监督职能的解释

变量	(1) <i>CEO Pay</i>	(2) <i>Mexp</i>
<i>NonDirector CEO</i>	-0.316 *** (-3.69)	0.002 (0.87)
<i>NonDirector CEO</i> × <i>ROA</i>	0.686 (0.62)	
<i>ROA</i>	4.145 *** (12.17)	-0.534 *** (-32.65)
<i>Size</i>	0.156 *** (7.39)	-0.008 *** (-13.74)
<i>Leverage</i>	-0.265 *** (-2.70)	-0.059 *** (-15.80)
<i>Tobin's q</i>	-0.029 ** (-2.04)	0.013 *** (19.73)
<i>Firm Age</i>	-0.218 *** (-8.34)	0.008 *** (9.88)
<i>Top1</i>	-0.379 *** (-3.30)	-0.032 *** (-8.44)
<i>Top2 - 5</i>	0.522 *** (3.38)	-0.006 (-1.10)
<i>Board Size</i>	0.062 (0.73)	0.001 (0.47)
<i>Board Independence</i>	-0.758 ** (-2.57)	0.003 (0.30)
<i>SOE</i>	-0.080 ** (-2.35)	-0.009 *** (-6.95)
<i>CEO Ownership</i>	-0.225 * (-1.96)	0.007 (1.34)
<i>CEO Age</i>	-0.174 (-1.54)	0.014 *** (3.69)
<i>CEO Education</i>	0.035 (1.26)	0.004 *** (4.26)

续表 8

变量	(1) <i>CEO Pay</i>	(2) <i>Mexp</i>
<i>CEO Pay</i>		0.001 *** (3.15)
<i>CEO Tenure</i>	0.098 *** (15.89)	0.000 (0.26)
<i>Male CEO</i>	-0.007 (-0.12)	-0.002 (-0.83)
截距项	6.020 *** (8.74)	0.227 *** (11.90)
年度效应	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes
观测值	24534	24519
调整 R^2	0.155	0.337

注：***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著；括号内为异方差稳健的 t 值

资料来源：本文整理

综合表 8 的结果，非董事 CEO 的董事会结构并不存在更高的代理成本，因此，排除了非董事 CEO 的董事会结构降低了董事会监督功能的分析逻辑。

八、结论与讨论

1. 研究结论

本文以 1999—2016 年沪、深两市 A 股上市公司为研究样本，研究了 CEO 不担任董事，这一上市公司董事会结构对企业绩效的影响。研究发现，当公司 CEO 不担任董事时，企业绩效较差，这一结论在重新定义绩效、使用不同样本进行稳健性测试，以及在自选择偏差、样本选择偏差等内生性处理后，依然保持不变。进一步研究发现，在面临更高的经营风险、CEO 与董事会更需要进行信息交流时，以及在 CEO 来自外部聘用、与董事会进行信息交流更加依赖正式制度的情况下，上述效应更强，这说明，CEO 不担任董事降低了 CEO 与董事会成员之间的信息沟通与交流，进而降低决策效率和管理效率。此外，本文研究还发现，非董事 CEO 在薪酬—业绩敏感性以及管理费用率上与其他类型的 CEO 没有显著差异，排除了非董事 CEO 的董事会结构恶化了董事会监督功能的解释。

2. 研究结论的理论意义

本文的结论丰富了董事会领域的相关研究。董事会结构安排以及 CEO 在董事会中的权力设置如何影响董事会职能有效性一直是公司治理领域研究的重点，然而，现有文献主要关注董事长和 CEO 两职合一对企业行为和企业经济后果的影响，而将 CEO 担任董事和不担任董事这两种董事会结构视为同质，鲜有进行区分讨论。与已有文献不同，本文对此进行了区分，研究了 CEO 不担任董事这种董事会结构对公司绩效影响，进一步丰富了该领域的研究。此外，本文的结论还丰富了 CEO 权力领域的相关研究。现有研究表明，一个强势 CEO 会对企业产生不利影响，因此，现有研究的共识是限制 CEO 的权力，却较少关注过度限制 CEO 权力会对企业经营带来不利的影响。与以往文献不同，本文以非董事 CEO 这一董事会结构为视角，发现过度限制 CEO 权力会阻碍信息在

CEO 与董事会之间的有效流通,从而降低了公司决策的效率和企业的经营绩效,本文为合理配置 CEO 权力提供了新的思路。

3. 研究结论的实践意义

在现实中,我国往往存在两种治理结构,一种为大股东控制,另一种为以 CEO 为代表的管理层控制。就前者而言,由于大股东掌握着董事以及管理层的提名权,进而掌握着企业的资源支配权,这类企业往往大股东“一言堂”现象比较严重,不重视 CEO 的作用,有时会将 CEO 排除在董事会之外;而就后者而言,往往会导致 CEO 凌驾于董事会之上,CEO 为谋取私利损害公司利益。为了降低 CEO 权力过大对企业带来的不利影响,企业也有可能降低 CEO 正式组织地位以减小其对董事会影响,从而将其排除在董事会之外。然而,从本文的研究结果来看,CEO 不担任董事的董事会结构对企业是不利的。因此,公司在设置董事会时,不应当忽视 CEO 在发挥董事会功能方面所起的重要作用。尤其是,随着企业外部经营环境日益复杂,在制定重大决策时,CEO 与董事会进行充分的信息交流,并对相应观点进行整合,对于企业来说至关重要。因此,无论是在大股东控制还是内部人控制企业中,以及无论企业是否将 CEO 任命为董事,都一定要重视 CEO 与董事会的信息交流,才能在整体上保证董事会职能的发挥,提升企业决策有效性,最终帮助企业提高绩效。此外,本文的研究结论对投资者也有一定的借鉴意义,从大样本研究中,CEO 不担任董事的董事会结构往往经营绩效较差,投资者在选择投资目标时,可参考董事会结构进行判断。

4. 研究局限与未来展望

限于研究主题以及数据可得性,本文没有研究企业为何会采用非董事 CEO 的董事会结构。在以后的研究中,可以通过向公司发放问卷或者调研的方式,研究企业采用这类董事会结构的目的,可能会得到更有趣的研究结论。

参考文献

- [1] Bertrand, M., and A. Schoar. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118, (4): 1169 - 1208.
- [2] Jensen, M., and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305 - 360.
- [3] Shleifer, A., and R. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52, (2): 737 - 783.
- [4] Rechner, P., and R. Dan. CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis [J]. *Strategic Management Journal*, 1991, 12, (2): 155 - 160.
- [5] 李常青, 赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗? [J]. *北京: 金融研究*, 2004, (5): 64 - 77.
- [6] Baysinger, B., and R. Hoskisson. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy [J]. *Academy of Management Review*, 1990, 15, (1): 72 - 87.
- [7] Allen, F., and D. Gale. Diversity of Opinion and Financing of New Technologies [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 1998, 8, (1 - 2): 68 - 89.
- [8] Fama, E., and M. Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. *The Journal of Law & Economics*, 1983, 26, (2): 301 - 325.
- [9] Vancil, R. Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession [M]. Harvard Business School Press, 1987.
- [10] Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen. Boards: Does One Size Fit All? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87, (2): 329 - 356.
- [11] Mace, M. Directors: Myth and reality [M]. Harvard University Press, 1971.
- [12] Faleye, O., R. Hoiash and U. Hoiash. The Costs of Intense Board Monitoring [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101, (1): 160 - 181.
- [13] Fracassi, C., and G. Tate. External Networking and Internal Firm Governance [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2012, 67, (1): 153 - 194.
- [14] Khanna, V., E. Kim, and L. Yao. CEO Connectedness and Corporate Fraud [J]. *Journal of Finance*, 2015, 70, (3): 1203 - 1252.
- [15] 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]. *北京: 世界经济*, 2012, (12): 83 - 101.
- [16] 陆瑶, 李茶. CEO 对董事会的影响力与上市公司违规犯罪 [J]. *北京: 金融研究*, 2016, (1): 176 - 191.

- [17] 吕长江, 赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 北京: 管理世界, 2008, (11): 99 - 109.
- [18] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (2): 13 - 22.
- [19] Bebchuk, L., and J. Fried. Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation[M]. Harvard University Press, Cambridge, MA, 2004.
- [20] Lipton, M., and J. Lorsch. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance[J]. Business Lawyer, 1992, 48, (1): 59 - 77.
- [21] Warner, J., R. Watts, and K. Wruck. Stock Prices and Top Management Changes[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20, (20): 461 - 492.
- [22] Vagts, M. Directors: Myth and Reality[J]. Business Lawyer, 1976, 31, (1): 1227 - 1233.
- [23] Masulis, R., C. Wang, and F. Xie. Globalizing the Boardroom—The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53, (3): 527 - 554.
- [24] 刘春, 李善民, 孙亮. 独立董事具有咨询功能吗? ——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J]. 北京: 管理世界, 2015, (3): 124 - 136.
- [25] Kor, Y., and V. Misangyi. Outside Directors' Industry-Specific Experience and Firms' Liability of Newness[J]. Strategic Management Journal, 2008, 29, (12): 1345 - 1355.
- [26] Güner, A., U. Malmendier, and G. Tate. Financial Expertise of Directors[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88, (2): 323 - 354.
- [27] Dittmann, I., E. Maug and C. Schneider. Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They Are Worth, and Why They Are (Still) There[J]. Review of Finance, 2010, 14, (1): 35 - 71.
- [28] 孙亮, 刘春. 公司为什么聘请异地独立董事? [J]. 北京: 管理世界, 2014, (9): 131 - 142.
- [29] Adams, R., and D. Ferreira. A Theory of Friendly Boards[J]. Journal of Finance, 2007, 62, (1): 217 - 250.
- [30] Song, F., and A. Thakor. Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 2006, 61, (4): 1845 - 1896.
- [31] 唐清泉, 叶艳芬. 独立董事行权的有效性与其实现途径——基于独立董事问卷调查的研究[J]. 北京: 经济管理, 2006, (11): 36 - 39.
- [32] 唐清泉, 张迪. 独立性与报酬、知识与信息, 谁更重要——基于独立董事监督职能的问卷调查[J]. 石家庄: 当代经济管理, 2005, (6): 32 - 35.
- [33] Raheja, C. Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2005, 40, (2): 283 - 306.
- [34] Harris, M., and A. Raviv. A Theory of Board Control and Size[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21, (4): 1797 - 1832.
- [35] 郑志刚, 梁昕雯, 吴新春. 经理人产生来源与企业未来绩效改善[J]. 北京: 经济研究, 2014, (4): 157 - 171.
- [36] 张建君, 张闰龙. 董事长—总经理的异质性、权力差距和融洽关系与组织绩效——来自上市公司的证据[J]. 北京: 管理世界, 2016, (1): 110 - 120.
- [37] 黄文锋, 张建琦, 黄亮. 国有企业董事会党组织治理、董事会非正式等级与公司绩效[J]. 北京: 经济管理, 2017, (3): 6 - 20.
- [38] 张祥建, 徐晋, 徐龙炳. 高管精英治理模式能够提升企业绩效吗? ——基于社会连带关系调节效应的研究[J]. 北京: 经济研究, 2015, (3): 100 - 114.
- [39] Krause, R., M. Semadeni, and A. Cannella. CEO Duality: A Review and Research Agenda[J]. Journal of Management, 2014, 40, (1): 256 - 286.
- [40] Firth, M., P. Fung, and O. Rui. Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy[J]. Journal of Management Studies, 2006, 43, (6): 1289 - 1330.
- [41] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 北京: 管理世界, 2015, (5): 147 - 159.
- [42] Lennox, C., J. Francis and Z. Wang. Selection Models in Accounting Research[J]. The Accounting Review, 2011, 87, (2): 589 - 616.
- [43] Rosenbaum, P., and D. Rubin. Assessing Sensitivity to an Unobserved Binary Covariate in an Observational Study with Binary Outcome[J]. Journal of the Royal Statistical Society, 1983, 45, (2): 212 - 218.
- [44] 柯江林, 张必武, 孙健敏. 上市公司总经理更换、高管团队重组与企业绩效改进[J]. 天津: 南开管理评论, 2007, (4): 104 - 112.
- [45] 许静静. 家族企业形成方式、控制权结构与高管来源[J]. 上海: 系统管理学报, 2016, (5): 881 - 887.
- [46] Duchin, R., J. Matsusaka and O. Ozbas. When are Outside Directors Effective? [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 96, (2): 195 - 214.

Is Non-Director CEO a Good Board Structure?

MA Yun-biao¹, SHI Bei-bei²

(1. School of Accountancy of Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

2. School of International Trade and Economics, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China)

Abstract: How to maximize the monitor and advisory role of the corporate board through reasonable board structure arrangements has been the focus of research. To weaken the influence of CEOs on corporate board, reducing the formal status of CEOs in the corporate board has become consensus. Different from the existing research which focus on whether a firm should have a CEO and chairman duality board structure and its economic consequences, this paper uses a sample of 1999 – 2016 A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets, and studies the impact of a typical board structure that CEO is not a director on firm performance. Theoretically, there are two different views on the effect of non-director CEO board structure on firm performance. On the one hand, according to the monitor role of corporate board, the non-director CEO board structure legally reduces the power of CEOs and its influence on the board of directors, which prevents CEOs from controlling the board and helps the board exercise monitoring to reduce agency conflicts between CEOs and shareholders. On the other hand, according to the monitor role of corporate board, this board structure also has a negative impact on firm performance. Because CEOs cannot appear on the board room and cannot fully communicate and discuss with the directors during major decisions and daily business, which reduces the efficiency of communication between CEOs and corporate board, and thereby weakens the advisory role of the board and the resulting worse performance. Therefore, how the non-director CEO's board arrangement affects corporate performance is an empirical issue. The results show that when the firms with a non-director CEO, performance is poorer. This result is robust to alternative measure of firm performance, different samples, and endogeneity issues, such as self-selection bias and sample selection bias. Further tests show that this effect is stronger when firms with higher risk (more information exchange need between the CEO and the board of directors), and when CEOs are externally hired (the information exchange between CEOs and corporate board is more dependent on the formal system), suggesting that the non-director CEO board structure reduces the communication between CEOs and corporate board, and thereby weaken the advisory role of corporate board and the resulting worse performance. In addition, the results also show that non-director CEOs are not significantly different from director CEOs in terms of pay-performance sensitivities and management expense ratios, which excludes the interpretation that the non-director CEO board structure deteriorates the monitoring role of board.

This paper contributes to the literature on board structure and CEO, and has significant implications of CEO appointment. This paper contributes to the literature in several ways. First, this paper enriches the research of board structure. Different from the literature, this paper further distinguishes two types of board structure, whether a CEO is a director or not, and tests the impact of non-director board structure on firm performance. Second, this paper enriches the research of CEO power. Most studies have shown that a strong CEO has a negative impact on the business, but less attention is paid to studies the effect of excessively restricting CEO power on firm performance. Different from the previous literature, this paper shows that excessively restricting the power of CEOs will reduce the flow of information between CEOs and directors, which weakens the advisory role of corporate board and thus, reduces firm performance. This negative impact of non-director board structure on corporate provides new insights for the rational allocation of CEO power. Third, the conclusions of this paper indicate that information exchange between CEOs and corporate board is crucial for a firm. While limiting the power of CEOs, it is necessary to strengthen the information exchange between CEOs and corporate board to ensure the advisory role of the board.

Key Words: non-director CEO; board structure; performance; monitoring; communication

JEL Classification: G30, G34

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.06.003

(责任编辑:弘毅)