武漢大學學報(哲学社会科学版)
WUHAN UNIVERSITY JOURNAL (Social Science)
第70卷 第2期 2017年3月
Vol. 70. No. 2 Mar. 2017. 038～051

DOI:10.14086/j.cnki.wujss.2017.02.004

董事选拔的多重决定因素：国际经验与中国路径

严若森　张会锐

摘　要：董事会构成在很大程度上取决于董事选拔的过程。关于董事选拔决定因素的国际探索，囊括了个体、组织和环境三个层次因素：个体层次包括人口统计特征，专业知识、技能与经验，兼任职位，社会资本、声誉资本和个体动机；组织层次包括企业绩效，治理结构，战略和生命周期阶段；环境层次包括委任企业的外部环境，以及潜在董事市场的供给。基于中国情境下的既有探索，并结合前述国际经验，本文从四个方面提出了董事选拔决定因素的未来研究方向：考察潜在董事的个体工作动机；考察组织的生命周期与其它治理机制；挖掘中国情境下的制度指标与量化方案；构建匹配供给与需求双方、整合理性经济和社会嵌入两大视角的理论框架。

关键词：董事选拔；理性经济；社会嵌入；制度环境
中图分类号：F271;F272　　**文献标识码**：A　　**文章编号**：1672-7320(2017)02-0038-14

一、引　言

董事会权力巨大却难以观察，由此吸引研究者们围绕董事会的构成，进行了广泛而深入的讨论，迄今方兴未艾。董事会的构成、行为与整体效率在很大程度上取决于董事选拔的过程(Adams，Hermalin & Weisbach，2010：58-107)。因而，Finkelstein，Hambrick 和 Cannella(2009)指出，理解董事选拔的决定因素，长期以来都是公司治理研究领域的重要问题。

董事选拔研究的焦点，在于探讨特定个体或个体类型如何及为何被任命为董事。目前，国际学术界有关董事选拔的研究横跨多个学科领域，涵盖管理学、金融学、会计学、经济学、社会学以及法学。每个学科均从专业角度研究了董事选拔的决定因素，为理解董事会的构成提供了关键启示。Withers，Hillman 和 Cannella(2012)将这些影响因素大致归为理性经济视角(Rational Economic Perspective)和社会嵌入视角(Social Embeddedness Perspective)：前者将董事选拔视为满足企业及其股东对治理与资源需求的努力，后者则强调社会进程和偏见对董事选拔的可能影响①。

在中国，董事会制度的三原则早在1908年清政府颁布的《公司律》中即已阐明。该法既明确了股东会和董事会两权分离，又确立了董事会共管模式，还明确了董事会作为产生其它机构的中心(《大清新法律汇编》，1910：551-580)。这是中国第一次以法律形式，确立董事会在公司治理中的核心作用。然而，像很多其它制度一样，中国当时对董事会制度的学习与引进，更看重功能而非本质。因而，董事会制度原则并未被吸收进而沉淀为中国法律体

①这种分类更多地反映了研究者们是从更为理性或更为社会化的视角来接近董事选拔问题，而非选拔流程是如何在董事会中被执行的——因为真实世界的董事选拔，必然是两种视角的结合。

系的一般知识，从而导致中国目前的董事会法律规则仍未明确坚持董事会的前述三原则（邓峰，2011）。仅董事选拔方面，就存在与前述原则相悖的两大问题：其一，由于国有或家族企业占据了公司的主要股份，股东尤其是控股股东过度控制了提名或选举的董事会成员，使得董事会的独立地位难以得到保证。其二，尽管董事也是选举产生，但实际采用的是董事派出制，且尚无明确规则反对这种席位分配方式，导致董事会的共管模式流于形式。可见，中国的董事会制度仍亟须完善，而首当其冲的，便是董事选拔制度的完善。

中国董事选拔制度的完善，必须建立在对其决定因素全面而透彻理解的基础上。基于 Withers，Hillman 和 Cannella（2012）从多学科视角对董事选拔决定因素的回顾，本文致力于从多层次视角，梳理董事选拔的决定因素①，评述现有研究不足与探析未来方向。本文接下来各部分安排如下：第二、三、四部分分别从个体、组织和环境三个由内而外的层次，系统回顾董事选拔的决定因素；第五部分基于前述三个层次动因，指出四个潜在研究方向，并构建出一个整合性分析框架，为完善中国董事选拔制度奠定基础。

二、董事个体层次的决定因素

迄今对潜在董事个体层次决定因素的探讨，涵盖了六个方面：人口统计特征，专业知识、技能与经验，兼任职位，社会资本和声誉资本，印象管理策略，以及个体动机。其中，印象管理策略和个体动机两个方面难以观察，需要投入更多关注。

（一）人口统计特征

总体上，研究表明，现有董事会更乐意雇佣与他们有不同人口特征的新董事（Zhu，Shen & Hillman，2014：240-270）。具体到性别上，女性董事可能会为公司董事会带来独特的资源（Terjesen，Sealy & Singh，2009：320-337）。比如，选拔女性董事对公司后续绩效具有积极影响（Carter，Simkins & Simpson，2003：33-55）——女性董事通常拥有高等学位、过人的业绩，或专业知识和信息（Burke & Leblanc，2008：24-36）。女性董事的有限供给，使得潜在候选人具备更多机会挑选可以任职的董事会。然而，如果委任公司的董事会已经存在女性董事，则再增加一名女性董事的可能性就较小（Farrell & Hersch，2005：85-106）。Gregorič et al.（2015）发现，历史数据证明，董事会引进一定比例的女性董事主要是因为社会压力。但是，如果女性董事比例比较小，男性董事之间的人口特征多样化也比较低。

（二）专业知识、技能与经验

拥有与给定情境相匹配的专业技能的董事候选人，更可能获任董事。Zhu 和 Chen（2014）发现，CEO 的权力跟他/她的自恋倾向正相关，而有自恋倾向的 CEO 更倾向于雇佣同样具有自恋倾向的董事。Hambrick 等（2015）认为，董事个体如果满足以下四个条件将会履行有效的监督功能：独立性，专家能力，充足的工作时间以及适当的激励。但作为集体存在的董事会，仅满足这些条件还不够。

董事的类别可按教育背景和职业背景加以划分，每种类别的董事通过其知识、技能和经验，给董事会带来独特的资源和专长（Hillman et al.，2000：235-255）。基于这些分类，企业可能寻求具备某种人力资本的董事。例如，年轻的上市公司，倾向于任命能为高管团队提供建议和咨询的业务专家（Kroll，Walters & Le，2007：1198-1216）。又如，在公司面临实施兼并战略的情境下，如果董事拥有被收购企业所处行业的从业经验，以及实施收购的一般经验，将会影响收购企业的收购效果（Kroll，Walters & Wright，2008：363-382）。再如，在企业需要融资或信用受到威胁时，财务专家被任命到企业审计委员会能起到积极作用。并且，在受管制的行业中，增加有政治经验的董事，能提高企业的财务绩效（Hillman，2005：464-481）。当公司运营效率下降时，吸收具有运营经验的其它公司 CEO 进入董事会可以显著提高公司的绩效（Krause，Sema-

①本文探讨的是需求或委任企业的董事选拔过程，即：假设选拔过程由需求企业发起，直至某个潜在的董事被委任而结束。我们不探讨董事的求职过程和离职问题。

deni & Cannella,2013:1628-1641)。新进入市场的公司更愿意聘用具有相关市场经验的董事,而具有相关市场经验的董事更有利于公司顺利进入该市场(Diestre,Rajagopalan & Dutta,2015:339-359)。

此外,潜在董事的印象管理策略尤其值得关注。研究显示,潜在董事本身可能参与到影响董事选拔过程的行为中。比如,那些对委任企业的 CEO 或董事采取印象管理策略(如:逢迎行为)的高管或现任董事,更有可能获得后续的董事会任命。对这些特定逢迎行为的考察表明,与提供建议和咨询相伴的印象管理策略,增加了董事们的未来获任机会。并且,那些从事较少监督活动的董事,未来更可能获得任命;而少数董事由于参与监督活动,导致无法获得后续任命。然而,董事获得新任命的可能性,并不单取决于是否使用逢迎行为,而且在于个体实施逢迎的技巧。证据表明,董事们不仅必须管理印象,还应知道何时及如何管理。那些拥有政治、法律或销售背景的董事们,可能有更高水平的政治技能,换言之,更擅长使用高端逢迎形式的潜在董事更可能获得委任(Stern & Westphal,2010:278-319)。

(三)兼任职位

兼任或曾任 CEO。CEO 们是富有价值的一类外部董事。一方面,作为被选拔者,高绩效企业的 CEO 更可能获任新董事会,且这些任命更可能发生于具有成长机会的公司(Fich,2005:1943-1970)。Brickley,Linck 和 Coles(1999)发现,CEO 退休之前的企业绩效,与 CEO 退休两年后的董事会任命显著相关。Fahlenbrach et al.(2010b)发现,CEO 型董事的任命,与投资者的反应之间正相关,尽管公司长期业绩并不受其影响。另一方面,CEO 有资格挑选,且偏好挑选那些能够平衡预期报酬和工作负荷的董事会。这类董事会的特征包括:规模较大、设施完备而富有声誉,财务与投资政策与当前受雇企业类似,在地理位置上毗邻当前企业(Fahlenbrach,Low & Stulz,2010a)。因此,CEO 比非 CEO 更可能被选为董事,且高绩效公司或具有相似战略公司的 CEO,最有可能被任命为董事。

担任连锁董事。比如,在企业被收购之后,拥有多家董事会职位的董事,比没有其它职务的董事,更容易收到新董事会的任命(Keys & Li,2005:575-589)。这种获取新任命的更大可能性,部分源于董事宝贵而可转换的总体人力资本,消除了信息处理的担忧,以及由于担任多家董事职务所产生的其它成本。Zona,Gomezmejia 和 Withers(2015)综合代理理论与资源依赖理论,发现连锁董事对公司绩效的影响可正可负,主要取决于公司的资源,权力不平衡性,股权集中度以及 CEO 是否持股等。

(四)社会资本和声誉资本

个体社会资本。个体社会资本能为企业提供关键资源,因而决定了潜在董事执行董事会职能的能力,由此为个体获取新的董事会任命提供了机会,并影响后续的董事选拔。有研究把社会资本分为内部社会资本(组织尤其是董事会内部的关系)和外部社会资本(与组织外部强大力量的关系),并发现这两种形式的社会资本均与董事选拔正相关(Kim & Cannella,2008:282-293)。

个体声誉资本。作为一种信号机制,选拔有声望的董事,有助于公司证明自身声誉。“有声望的”董事之所以可信,正因如果他们不守信或不讲真话,其声誉资本将会遭到破坏。从这方面看,委任那些高声誉的董事,能为缺乏声望的公司提供名望,将为投资者提供强积极信号(Certo,2003:432-446)。例如,对于 IPO 企业,有声望的董事对企业绩效(至少在 IPO 价格方面)有正向影响(Certo,Holcomb & Holmes,2009:1340-1378)。可见,董事候选人的声誉与董事会的任命正相关。也就是说,在一个层面上,董事声誉能为委任企业带来收益。然而,在其它层面上,个体在所服务的董事会中监督管理层的积极程度所反映出的董事声誉,是影响董事选拔决策的其它形式的声誉。尤其是,董事在当前董事会中或主动或被动的声誉,将在很大程度上影响其未来的董事会任命,以及这些任命所代表的董事会类型:那些享有被动声誉的董事们,更可能被任命到 CEO 控制选拔过程且 CEO 有意继续维持其控制的董事会中;相反,更加积极地介入并实施监督的董事,则更可能被任命到董事会拥有更大权力且控制整个选拔过程的董事会中(Zajac & Westphal,1996:507-529)。Gomulya 和 Boeker(2016)发现:与 CEO 越亲近的董事越不支持 CEO 的财务不端行为,且越容易带来 CEO 更替,因为他们可能更在乎自己的声誉。

（五）个体动机

Finkelstein，Hambrick 和 Cannella(2009)指出，在董事会任命中的职位提供与接受，仍未得到充分理解。也就是说，特定的董事候选人为何接受任命？对此我们知之甚少。寻求这个问题的答案，将为我们继续从供给一方深入探讨选拔过程提供新的启示。换个角度，为什么个体拒绝董事会的任命？这源于日渐增加的董事会任职成本，这种成本来自于公司丑闻和立法所增加的外部董事工作负荷与责任(Adams et al.，2010：58-107)，甚至降低的非常规报酬(Fich，2005)。Lorsch 和 MacIver(1989)按重要性排序，报告了个体拒绝加入董事会的如下原因：时间有限，面临冲突，利益冲突，不能起到有效作用，对企业所在行业不感兴趣，企业未来的不确定性，个人责任。至于个体接受加入董事会的机会的原因，则主要包括以下方面：高管素质，学习机会，工作挑战，企业声誉，公司增长前景，与董事会成员共事的机会，个人声誉，薪酬，股权。

三、组织层次的决定因素

董事选拔组织层次的决定因素，涵盖供给和需求两个方面，且既包含静态的企业绩效，又涉及动态的内部公司治理、外部企业战略，乃至企业生命周期。

（一）企业绩效

作为供给方，董事当前所任职企业的绩效，与其未来董事职位的获任休戚相关。比如，任职于绩效较好企业的内部与外部董事，更可能获得续任(Gupta，Otley & Young，2008：907-932)。相反，那些进入破产阶段的公司，或被指控违背伦理的企业，或面临股东集体诉讼的公司(Gilson，1990；Arthaud-Day et al.，2005；Fich & Shivdasani，2007)，其董事更可能从这些公司的董事会出局，甚至在公司董事市场上遭受冷遇。可见，现任职企业的绩效，可以积极或消极地影响未来董事的地位。

对于需求方而言，委任企业会尽量选拔自己需要的外部董事，以便提高绩效。但是，很多时候这更可能是一厢情愿。比如，研究发现，不良的组织绩效，与董事会中外部独立董事比例的增加正相关(Hermalin & Weisbach，1998：96-118)。但是，从风险规避的角度来看，外部董事不大能接受一个绩效差的企业的委任。为了保护自己的声誉，独立董事更可能离开业绩不良的公司，从而导致公司的前期不良业绩与董事会中外部董事的代表性甚至负相关(Pearce & Zahra，1992：411-438)。业绩差强人意的公司，更可能寻找外部董事，但要留住这些人则相当困难。

（二）公司治理结构

以 CEO 为代表的高管团队。作为委任企业内部的两个阵营，董事会和以 CEO 为代表的高管团队之间激烈的权力互动，最终决定了独立董事的选拔结果。当 CEO 相对权力更大时，他们试图选拔与自己人口统计特征相同的董事，以强化自己的相应权力。相反，当董事会的相对权力更大时，新任董事更可能与外部董事的人口统计特征相似(Westphal & Zajac，1995：60-83)。对于现任职企业而言，那些采取手段削弱 CEO 权力而增强董事会控制的现任董事们，未来更不可能在 CEO 权力更大的企业中获任，而是更有可能在董事会控制程度更高的企业中获任(Zajac & Westphal，1996：507-529)。

董事会。一方面，如果董事会的权力超过 CEO，董事会将在董事选拔的过程中起到决定性作用。这种情况下，董事会将会从有利于董事会职能发挥的角度来选拔新董事。例如，更偏向于监督职能型董事，与现任董事有类似的人口统计特征或某种社会关联的董事，等等。另一方面，董事会凝聚社会精英的能力，会促使潜在董事接受董事会的任命。即使公司治理实践和行业形势发生巨变，小世界现象(数千名董事之间的关系层次)都是相当稳定的，且这种稳定的关系部分起源于董事选拔过程。依赖于个人熟悉的招聘流程，少数董事在董事网络中占据并保持中心位置，并因此在公司之间创造了很多连结，使得连锁董事成为促进社会精英间凝聚力的一种途径(Burris，2005)。

（三）企业战略

委任公司自身的战略，以及潜在董事现任职或兼职企业的战略，均对董事选拔具有重要影响。比

如,一方面,实施多元化战略的企业,更可能拥有更大规模的董事会,以及更高比重的外部独立董事(Pearce & Zahra,1992:411-438)。同样,实施国际化战略的企业,其国际化水平与董事会规模及外部董事占比正相关(Sanders & Carpenter,1998:158-178)。另一方面,对于并购战略中的被并购企业,董事在监督、建议、收购前、收购中的社会角色,以及由此给企业带来的绩效,都会影响其在其它企业获得委任的机会(Li & Aguilera,2008:492-503)。同样,在被接管企业中,相比那些在董事会上赞同保留反接管条款的董事,拒绝反接管条款的董事获得其它董事职务的可能性要多出三倍(Coles & Hoi,2003:197-230)。可见,委任企业的某种战略,需要董事具备某种特殊的知识或技能,因此,董事会构成的变化能够反映企业战略。同时,潜在董事现任或曾任职企业的战略变化,会造成董事在战略变化中的不同反应,进而作为一种影响董事声誉的环境,影响董事的未来继任机会。

(四)委任企业的生命周期阶段

企业的复杂性伴随着生命周期的每一阶段而不断变化,因此,治理需求也会相应地随之改变。例如,在生命周期的早期阶段(IPO):一方面,有声望的董事和高管们会被这样一些公司所吸引——它们已将那些享有盛誉的人士纳入麾下;另一方面,那些缺乏声望甚至业绩不佳的公司,在接近 IPO 日期时,会急剧增加雇佣富有声望的董事和高管(Chen,Hambrick & Pollock,2008:954-975)。这再次表明,企业在不同生命周期阶段的需求,与董事特征相互匹配。

四、环境层次的决定因素

目前,对董事选拔环境层次决定因素的探索,主要从两个方向展开:一是作为需求方的委任企业所处的外部行业环境,二是作为供给方的董事所构成的供给市场。

(一)委任企业的外部环境

立足于委任企业并基于资源依赖理论的不少研究,检验了企业与外部环境之间的交互作用对董事会构成与变革的影响(Davis & Cobb,2010:21-42)。比如,为了满足环境变化的需求,公司会在需要时改变其董事会的规模,以创造与环境更多的联系,从而适应这种变化。也就是说,外部资源依赖要求,是决定企业所施行治理结构的重要因素之一(Daily & Schwenk,1996:185-208)。比如,对金融机构依赖程度的增加,会促使公司任命来自金融机构的董事(Mizruchi & Stearns,1988:194-210)。

那么,企业的外部环境如何影响董事会的规模呢?运用环境不确定性维度,Boyd(1990)发现:竞争的不确定性,与董事会规模负相关,而与董事连锁数量正相关。类似地,公司外部环境的复杂性,会影响董事会构成中的董事类型:外部环境复杂的公司更可能以内部人员替换学者、政客、非营利组织的领导等具有社群影响力的人,而内部环境复杂的公司则倾向于支持具备营销、法律、财务或其它支撑性专长的董事(Markarian & Parbonetti,2007:1224-1243)。

此外,作为一种特殊的外部环境,管制规定对董事会构成的影响受到学界青睐。比如,处于高度管制行业的公司,不但拥有更高比重的非持股董事,而且律师兼任董事的情况也更普遍。相反,以航空业为例,在管制降低以后,为了应对增大的环境不确定性和资源依赖程度,企业会增强与竞争对手的间接连锁,那些具备业务经验、通晓支撑职能及社群关系的董事,比管制期间更可能获任(Hillman,Cannella & Paetzold,2000:235-256)。

可见,委任企业的外部环境特征,如环境的复杂性,环境的不确定性,制度变化(如行业管制规定)等,深刻影响着企业的董事会构成特征(如董事会的规模,董事的连锁数量,董事的教育或职业背景等)。

(二)潜在董事市场的供给

一方面,经济学视角的研究假定,存在一个有效运作的劳动力市场,即公司董事市场。这个市场包括潜在董事的供给,以及来自公司董事会的、对这些个体所提供服务的需求。更具体地说,供给方是拥有独特专长、经验和技能的候选人,需求方则是企图识别并且提名新董事的企业。这个市场可以评估董事服务的价值,并惩戒那些未能有效履行受托责任的董事(Fama & Jensen,1983:301-325)。概言之,董事市

场作为公司治理的一种机制，影响并引导组织中的决策制定(Davis，2005：143-162)。

另一方面，社会学视角的研究则认为，并不存在一个单一的有效劳动力市场，来对董事实施监督和提供资源进行奖赏(Westphal & Zajac，1995：60-83)。他们认为，实际存在的是一个分叉市场：在这个市场上，一些公司寻求董事以提供严格的监督，而另一些公司则寻求顺从其 CEO 的董事。这种分叉市场反映了外部董事和 CEO 之间，就谁将填补董事会空缺的谈判结果(Hermalin & Weisbach，1998：589-606)。对董事的任命，反映出政治而非经济上的理性。其实，任何一位董事在履职过程中都会行使监督和建议两种职能，只是可能存在程度上的偏重。这种程度差异导致的董事分叉市场，是管理者导向对董事供给市场的人为分割。实际上，不论是哪种类型的潜在董事，都有机会被选拔(Westphal & Zajac，1996：507-529)。

五、中国情境下的董事选拔

中外董事会制度体系的差异，使得中国情境下的董事选拔研究多集中于独立董事。以独立董事为研究主体，我们梳理了中国情境下的董事选拔制度演进过程及相关研究结论。

（一）中国情境下董事选拔的制度演进

独立董事制度源于以英美为代表的“一元制”公司治理机制，即监事会与董事会合一。中国借鉴日本立法模式，实行监事会、董事会分置的“二元制”公司治理架构。然而，在《公司法》创制伊始，却没有考虑独立董事制度，只在后续逐渐引进。中国的独立董事制度，发端于 1993 年在香港联交所上市的“青岛啤酒”。中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)1997 年 12 月发布的《上市公司章程指引》中，对境内上市公司的独立董事采取许可而非鼓励的态度。1999 年国家经贸委与证监会联合发布《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》，要求在境外上市公司中设立独立董事制度。2001 年 8 月 16 日，证监会颁布《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》)，强制要求所有上市公司建立独立董事制度，强调独立董事的五条任职条件，界定七类不得担任独立董事的人员，并对独立董事的提名选拔做了六点详细规定。这部规范性文件的出台，标志着中国正式在 A 股上市公司中实施独立董事制度。2013 年 10 月 30 日，中国共产党中央组织部发布了《关于进一步规范党政干部在企业兼职(任职)问题的意见》(简称“18 号文”)，禁止现任及尚未办理离职手续的政府官员在企业兼职任职。

（二）中国情境下董事选拔的早期研究

自《指导意见》颁布后，有关独立董事的研究方兴未艾。但这类研究大多集中于独立董事的效应，较少探索影响其选拔的前因。尽管如此，对独立董事与企业绩效之间关系的探讨，还是为公司下一阶段的董事选拔提供了启示。因此，这里首先从供给角度回顾独立董事个人特征与企业绩效的研究文献，随后从需求角度梳理委任企业特征对独立董事效应的影响，以厘清中国情境下独立董事选拔的决定因素。

大量文献聚焦于独立董事的个人特征与企业绩效之间的关系。比如，王跃堂、赵子夜和魏晓雁(2006)发现，独立董事的声誉，能显著促进公司绩效，而其行业专长、政治关系及经济管理背景，均与公司绩效无关；高雷、罗洋和张杰(2007)发现，独立董事的薪酬、年龄、出席会议比率、居住地与上市公司注册地(办公地)的一致性，与公司绩效之间显著正相关；李洪和张德明(2006)发现，影响公司绩效最重要的因素是独立董事的报酬，最弱的是独立董事的职业背景；魏刚等(2007)发现，独立董事的教育背景对公司业绩并没有正面影响，而有政府和银行背景的独立董事比例越高，公司经营业绩越好；李善民和陈正道(2002)发现，聘请有经济管理类专业背景独立董事的公司，获得了正的非零显著的累计超常收益。这些研究结论，均在一定程度上为董事选拔提供了启示。

还有一些研究考察了委任企业的内部环境，对独立董事比例(即董事会独立性)的影响。比如，黄张凯和徐信忠(2006)发现，企业的股权集中程度，可以降低独立董事比例；吴晓晖和姜彦福(2006)发现，机构投资者持股比例，与后一期独立董事比例显著正相关，说明机构投资者在促进独立董事制度建设上有积极作用；吴晓晖、陈闯和姜彦福(2007)发现，独立董事在国有控股公司中比例较低，在控股权发生变更

时显著增加,并且,企业规模的扩大、销售收入的增长和资产负债率的上升,也是独立董事比例增加的因素,并间接反映了独立董事可能给企业带来潜在的外部资源;支晓强和童盼(2005)则发现,第一大股东变更的上市公司,要比未变更第一大股东的公司,表现出更高的独立董事变更概率和变更比例,公司的盈余管理程度越高,独立董事变更概率和变更比例越高;杜胜利、张杰等(2005)发现,独立董事更迭受公司业绩、诉讼仲裁事件和独立董事工作时间等因素影响;王华、黄之骏(2006)发现,经营者股权激励与独立董事比例存在显著的反向互动关系。

梳理中国情境下的董事选拔研究不难发现,2001 年以来对中国独立董事选拔决定因素的既有研究,呈现两个特点:第一,通过研究独立董事个人特征对公司绩效的影响,来发现影响独立董事选拔的个人特征;第二,通过股权结构、企业经营及其它因素对独立董事需求的影响,来发现独立董事选拔的驱动因素。如果把独立董事看作一个市场,这些研究可分为对独立董事市场的供给和需求的研究。

可见,中国上市公司在选拔独立董事时,可能考虑独立董事的某些个人特征,如声誉、薪酬、背景等。同时,中国上市公司的内部环境,如股权结构、经营状况、高管的薪酬结构等,则是决定公司是否有独立董事新需求的驱动因素。然而,这些结论还没有超出前述国际经验。

(三) 中国情境下董事选拔研究的新进展

研究的新进展包括两个方面:一是在 2012 年之前制度背景下董事选拔及其效应的细化探索;二是以“18 号文”出台为标志性事件的深入研究。

吴溪、王春飞、陆正飞(2016)发现,按照我国公司治理规则,上市公司聘请的独立董事中至少应有一名会计专业人士。具有会计师事务所从业经历的人员是会计专业人士中的一个类别。上市公司在实践中聘请具有事务所从业经历的人士担任独董存在 3 种来源:(1)主审会计师事务所的雇员(“同门”模式)——独董与审计师之间具有更高的合作程度,但其独立性下降;(2)曾在事务所从业的人士(“前同行”模式)——独董与审计师的独立性明显增强,且合作程度同样较高;(3)正在事务所从业,但并非来自主审事务所(“同行”模式)——独董虽然独立于审计师,但对审计师构成业务竞争威胁,从而可能削弱审计师对客户的监督动机与效果。研究表明,“前同行”模式伴随着最严格的审计,“同行”模式伴随着最宽松的审计,而“同门”模式伴随的审计严格程度居中。马如静、唐雪松(2016)运用 2004－2012 年上市公司数据研究发现,当公司经历业绩滑坡后,将聘任更高比例的学者独董,且业绩滑坡后公司董事会更倾向于聘任综合型、专家型学者独董。刘中燕、周泽将(2016)以 2007 年至 2014 年的中国资本市场 A 股上市公司为样本,其研究表明,本地政治关联显著降低了独立董事异地任职的数量、高低和比例,而异地政治关联则对独立董事异地任职表现出明显的促进作用。

唐雪松、林雁(2016)以 2013 年 10 月 30 日至 2014 年 10 月 30 日期间中国股市所有辞职董事为样本,其研究表明,聘任政治关联等级较高的董事,特别是异地或权力中心的董事,是公司建立政治联系、影响公司价值的重要途径。叶青、赵良玉、刘思辰(2016)在以“18 号文”引发的上市公司“官员独董”辞职潮这一自然实验,探讨离退休官员到上市公司担任独立董事的“政商旋转门”现象后发现,官员独董的价值主要来自于官员身份所带来的资源获取和寻租功能,而不是更好的监督和咨询作用。

六、未来研究方向与分析框架

基于前述对董事选拔决定因素的系统梳理,这里分别从个体、组织和环境三个层次,从五个方面指出未来研究方向,并构建出一个整合性分析框架。

(一) 个人层次:考察潜在董事的工作动机

前述回顾表明,对个体层次决定因素的既有研究,主要集中于潜在董事的人口统计特征(如性别),专业知识、技能与经验,兼任职位,社会资本和声誉资本诸方面。这些探索为我们深入理解新任董事选拔的决定因素提供了丰富启示。目前,对潜在董事印象管理策略的研究方兴未艾,但对于他们为何接受董事会任命的探索还较为缺乏。尽管 Lorsch 和 Maclver(1989)就此进行了开创性的探索,并开发出理

论模型，但极少研究为个体成为外部董事的动机、或者为何某些个体更可能或更不可能接受加入董事会的邀请提供了实证支持。并且，他们所展示的证据也可能有偏误——因为研究样本仅包含了现有的公司董事，而这些董事们已经做出选择。现有董事们的回应，或许无法代表所有被纳入考虑范围的潜在董事。

Withers，Hillman 和 Cannella(2012)指出，设法解决这个基础性问题，将为未来研究提供不少新方向。例如，潜在董事如何在认知上衡量一个董事会任命的机会？这个决策过程更多受到外部社会因素还是个体理性因素的影响？个体层面的何种动机为接受董事会职位提供了动力？个人的职业目标如何影响其在董事会供职的意愿？董事会任职代表了长期的职业现象吗？就是说，董事会的前期任命会影响后续的董事会任命吗？董事们会否像高管们一样，在劳动力市场上通过离开和加入一个个董事会，来经营自己的董事事业吗？在董事会任职会对职业生涯产生预期效果吗？什么促使董事在一个不成熟(如 IPO 阶段)的董事会任职的意愿？财务激励对诱使个体就职于董事会起到了何种作用？

（二）组织层次：考察生命周期与其它治理机制

1. 组织衰退过程中的董事选拔

在某种情境下，如果董事会在组织中扮演的角色不太重要，那么对于谁将任职于这些董事会的决策也不会重要。因此，在预测谁将以及为何被选入董事会任职时，情境因素至关重要。

尽管组织情境对董事选拔决策的影响已得到不少关注，但仍有进一步探索的巨大空间(Withers，Hillman & Cannella，2012：835-850)。比如，组织衰退便是可能影响董事选拔的一种情境。它意味着，在一个特定的时间段内，组织的资源基础发生大量而绝对的减少(Cameron，Kim & Whetten，1987：222-240)。正如 Lorsch 和 MacIver(1989)提出的，组织衰退通常起源于逐渐显露的危机，这些危机同时反映了组织所面临的内外部因素。由于外部委托方开始发现业绩不佳的指标，以及人力资本(以高管们和其他雇员为形式)开始离开组织，企业的资源可用性开始降低(Hambrick & D'Aveni，1992：1445-1466)。在这种情境下，董事可能会扮演一些最为重要的角色。例如，董事既可以提供监管、建议及咨询以找出衰退的根本原因，也可以提供资源以帮助实施正确的行动。然而，董事退出通常是一些企业发现自己正处于恶性循环的一部分(Finkelstein，Hambrick & Cannella，2009)。

Withers，Hillman 和 Cannella(2012)指出，对于趋于衰退过程中的企业而言，正因董事的重要性及其退出董事会的可能性，使得企业亟待吸引那些能够提供监管和关键资源的董事。尽管如此，由于企业实现好转需要投入较多的时间或声誉，衰退型公司面临着吸引董事的挑战。因此，未来研究可探索在这种衰退或其它危机的情境下，企业如何实施董事选拔。比如，那些可能受人非难的企业，如何吸引董事加入其董事会？可能提供何种激励，以补偿董事的时间成本及其面临的潜在危险？公司董事市场如何评价那些加入陷入困境企业的董事？

2. 其它治理机制的影响

必须承认，尽管董事会构成的研究非常重要，但董事会仅代表众多治理机制中的一种(Shleifer & Vishny，1997：737-783)。这些治理机制通常包括：所有权集中度，高层领导结构，以及公司控制的市场。它们可能会通过互补(Tosi，Katz & Gomez-Mejia，1997：584-602)或替代的方式产生相互作用(Rediker & Seth，1995：85-99)，进而直接影响董事选拔过程乃至结果。这种交互作用表明，未来关于董事选拔的研究，应突破将董事选拔过程独立于这些治理机制的定式，综合考虑其它治理机制的影响。

在股权结构上，大股东通常有着强烈动机和重要权力，以确保管理层按照保障他们利益最大化的方式行事(Shleifer & Vishny，1997：737-783)，因而对谁被提名和任命到董事会有着更大的影响。那么，股东们对被选拔的董事个体类型是否有不同偏好？再向前追溯，CEO 权益报酬，CEO 两职兼任，治理机制改革等潜在要素，又如何影响治理机制之间的互动乃至董事选拔的效应？

在治理结构上，未来可进一步将现任高管团队和董事会成员同时纳入考虑。比如，董事选拔的决策，能否建立在这样一个基础上：潜在董事的技能、知识和资源，如何与高管团队而不仅是现任董事会成员形成互补？类似问题还包括：高管团队的成员背景、同质性或异质性、行为整合等要素，如何影响董事

会所选拔个体的类型？在企业内部工作中，是否还有其它社会过程影响董事选拔？

(三)环境层次:加强对制度环境因素的探索

目前对董事选拔决定因素的探讨，较多集中于个体、群体和组织层次。对环境层次决定因素的探讨，要么局限于环境复杂性、不确定性等宽泛概念，要么聚焦于行业管制等因素。未来，对制度层次决定因素的探讨，将会带来本研究领域的新拓展。比如，对潜在董事市场供给的探讨，就提供了一个富有价值的视角。因此，后续研究可在不同地域层次，如区域(如亚洲、欧盟)、国家、次国家区域(Subnational Region)乃至城市层次，挖掘可量化的制度环境指标，并进一步比较制度差异对董事选拔的不同影响。

比如，在国家层次，Crossland 和 Hambrick(2011)运用公开数据分别构建了 15 个发达经济体的 7 个正式与非正式制度指标。其中，正式制度包括:所有权结构分离程度、法律传统(普通法或大陆法)，以及雇主解雇员工的自由度;非正式制度包括:个人主义文化价值观、对不确定性的容忍程度、权力距离，以及文化宽松度等。又如，在次国家层次，张三保和张志学(2012)以转型中国为情境，使用了如下省份层次的正式和非正式制度指标:政府干预企业程度、非国有经济发展水平、金融发展水平、外商投资整体水平、司法公正程度、劳动力灵活性、地方保护程度，以及社会信任水平。其中，正式制度指标来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2010);非正式制度则以信任为唯一指标，来自中国企业家调查系统 2001 年的调查。并且，他们还使用世界银行(2007)调查报告中省会城市制度指标衡量前述省份层次的正式制度，用中国血液中心披露的 1999 年各省自愿献血量作为地区信任指数的代理，进行稳健性检验。此外，还运用各省离婚率测量省份信任水平，并运用企业与其主要合作伙伴的合作时间测量企业感知的信任水平。未来研究可基于既有研究，开发多方面正式和非正式制度指标，并探索它们对董事选拔的影响。

(四)理论框架:匹配供给与需求及整合社会与经济

1. 匹配供给与需求双方

由于在公司董事市场上，实证捕捉供需双方的匹配过程相当复杂，此前研究通常聚焦于某一方特征，而忽略了另一方特征。因此，为了更加客观地认识董事会选拔过程，未来研究可将其作为一个双边匹配问题加以探讨。匹配的发生，需要同时满足两个条件:一方面，公司具有对潜在董事的需求;另一方面，满足公司需求、且/或运用影响力策略而获任的董事候选人，应认为任职收益大于服务成本，以及等待一份更好任命的机会成本。

董事选拔的匹配观点，需要采用更加完善的理论和方法来反映这种选拔过程。理论上，研究需要深入探索潜在董事和企业评估候选人的双重动机。我们的回顾为理解董事和公司如何匹配迈出了第一步。并且，此前对公司董事市场的分析表明，劳动经济学可提供强有力的理论基础(Gale，2001:237-252)。在实证上，近期管理学文献中对于联盟形成的研究，为解决董事选拔过程的匹配问题提供了启示(Mitsuhashi & Greve，2009:975-995)。

尽管如此，数据限制又使得评估所有的潜在匹配变得困难起来。Withers，Hillman 和 Cannella(2012)建议，要克服这样的挑战，未来可尝试使用一个潜在匹配的随机样本，或者潜在董事会席位的有限样本。例如，可通过聚焦少数董事和公司，缩小潜在董事与董事会相匹配的样本。具体而言，供给方可包括所有财富 100 强的 CEO，需求方则可以包括财富 500 强的所有公司。如此，每个潜在的匹配将代表董事个体、企业或董事会层次的观测值。这种方法有助于实证比较实际匹配和潜在匹配。尽管这种方法也有局限，但它确实更近似于实际的董事选拔过程，因而代表了未来研究的关键领域之一。

2. 整合社会与经济双重视角

供需双方的上述分析表明，董事选拔是一个由企业需求和潜在董事特征共同决定的交互过程。然而，实证检验往往依然局限于一组因素，而排除了其它可能。尽管理性经济和社会嵌入视角均关注了供求双方，但前者通常聚焦于企业需求的影响，而很少考虑董事候选人的个体动机与行为的社会动态过程;相反，后者则认为选拔过程主要受制于人际互动产生的社会过程，而极大忽视了企业需求或董事的社会资本和人力资本(除了施加影响的技能)，且很少考虑董事们被期待扮演的角色和行使的职能。可

见，未来研究有必要从一个整合性视角出发，同时检验一种以上类型的前因。

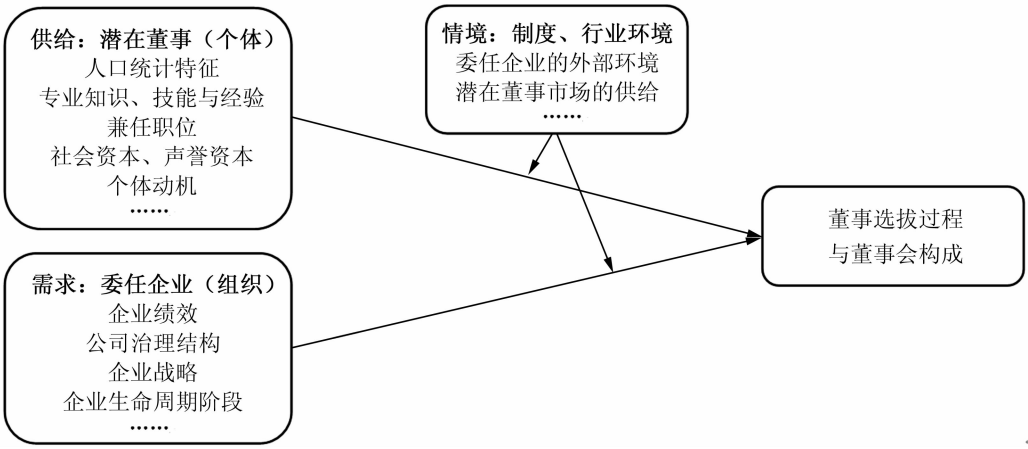

图 1　整合供需双方和外部环境的董事选拔分析框架

当然，提出一个整合性的视角探讨董事选拔并非易事。Withers，Hillman 和 Cannella(2012)提出，方法之一，便是退回并专注于实际选拔过程，且这个过程介乎两种视角之间。检验董事选拔社会动态过程的研究(如，CEO—董事会协商和董事逢迎)最接近于过程视角。未来研究可强调当董事会存在职位空缺时所产生的人际互动过程。从董事会出现空缺开始，考虑企业如何明确其搜寻董事的需求及其搜寻策略。早期对连锁董事的创新研究，已开始尝试开发多重视角(Bazerman & Schoorman，1983：206-217)。更为整合性的视角，应结合委任企业和潜在董事双方，考虑一些情境因素或干扰变量，从而解决一些看似矛盾的问题。据此，我们整合社会学和经济学的双重视角，构建了一个上述图 1 所示的一个系统分析框架，致力于连接供给方与需求方。

参考文献：

[1]　邓　峰(2011). 董事会制度的起源、引进与中国的学习. 中国社会科学，1.
[2]　杜胜利、张　杰(2005). 独立董事更迭影响因素的实证研究. 中国软科学，7.
[3]　樊　纲、王小鲁、朱恒鹏(2010). 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年度报告. 北京：经济科学出版社.
[4]　高　雷、罗　洋、张　杰(2007). 独立董事制度特征与公司绩效——基于中国上市公司的实证研究. 经济与管理研究，3.
[5]　黄张凯、徐信忠、岳云霞(2006). 中国上市公司董事会结构分析. 管理世界，11.
[6]　李　洪、张德明(2006). 独立董事与公司治理绩效的灰色关联分析. 经济管理，18.
[7]　李善民、陈正道(2002). 独立董事制度与股东的财富变化. 中山大学学报(社会科学版)，5.
[8]　麟章章书局(1910). 大清新法律汇编. 杭州：麟章书局.
[9]　刘中燕、周泽将(2016). 政治关联的地域效应：基于独立董事视角的考察. 中央财经大学学报，10.
[10] 马如静、唐雪松(2016). 学者背景独立董事、公司业绩与 CEO 变更. 财经科学，9.
[11] 世界银行(2007). 政府治理、投资环境与和谐社会：中国 120 个城市竞争力的提升，北京：中国财政经济出版社.
[12] 唐雪松、林　雁(2016). 董事来源地特征、政治关联等级与公司价值. 经济理论与经济管理，2.
[13] 王　华、黄之骏(2006). 经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析. 管理世界，9.
[14] 王跃堂、赵子夜、魏晓雁(2006). 董事会的独立性是否影响公司绩效. 经济研究，5.
[15] 魏　刚、肖泽忠，Nick Travlos 等(2007). 独立董事背景与公司经营绩效. 经济研究，3.
[16] 吴　溪、王春飞、陆正飞(2016). 独立董事与审计师出自同门是“祸”还是“福”？——独立性与竞争—合作关系之公司治理效应研究. 管理世界，9.
[17] 吴晓晖、陈　闯、姜彦福(2007). 非政策性因素的独立董事形成机制实证研究. 中国工业经济，11.
[18] 吴晓晖、姜彦福(2006). 机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究. 中国工业经济，5.

[19] 叶　青、赵良玉、刘思辰(2016). 独立董事“政商旋转门”之考察:一项基于自然实验的研究. 经济研究,6.

[20] 张三保、张志学(2012). 区域制度差异,CEO 管理自主权与企业风险承担——中国 30 省高技术产业的证据. 管理世界,4.

[21] 支晓强、童　盼(2005). 盈余管理、控制权转移与独立董事变更——兼论独立董事治理作用的发挥. 管理世界,11.

[22] Shleifer A. & R. W. Vishny(1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*,52(2).

[23] Gregorič A. ,Oxelheim L. ,Randøy T. ,Thomsen,S. (2015). Resistance to Change in the Corporate Elite:Female Directors' Appointments onto Nordic Boards. J Bus Ethics. DOI:10. 1007/s10551-015-2703-4.

[24] Gupta A. ,Otley D. & S. Young(2008). Does Superior Firm Performance Lead to Higher Quality Outside Directorships? . *Accounting,Auditing & Accountability Journal*,21(7).

[25] Hillman A. J. (2005). Politicians On the Board of Directors:Do Connections Affect the Bottom Line?. *Journal of Management*,31(3).

[26] Hillman A. J. ,Cannella A. A. & R. L. Paetzold(2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors:Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*,37(2).

[27] Hermalin B. E. & M. S. Weisbach(1988). The Determinants of Board Composition. *RAND Journal of Economics*,19(4).

[28] Hermalin B. E. & M. S. Weisbach(1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of The CEO. *American Economic Review*,88(1).

[29] Boyd B. K. (1990). Corporate Linkages and Organizational Environment:A Test of the Resource Dependence Model. *Strategic Management Journal*,11(6).

[30] Crossland C. & D. C. Hambrick(2011). Differences in Managerial Discretion across Countries:How Nation-level InstitutionsAffect the Degree to Which CEOs Matter. *Strategic Management Journal*,32(8).

[31] Daily C. M. & C. Schwenk(1996). Chief Executive Officers,Top Management Teams,and Boards of Directors:Congruent or Countervailing Forces?. *Journal of Management*,22(2).

[32] Gale D. (2001). The Two-Sided Matching Problem:Origin,Development and Current Issues. *International Game Theory Review*,3(2-3).

[33] Gomulya D. & Boeker W. (2016). Reassessing Board Member Allegiance:CEO Replacement Following Financial Misconduct. *Strategic Management Journal*,37(9).

[34] Carter D. A. ,Simkins B. J. & W. G. Simpson(2003). Corporate Governance,Board Diversity,and Firm Value. *Financial Review*,38(1).

[35] Hambrick D. C. & R. A. D'Aveni(1992). Top Team Deterioration as Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies. *Management Science*,38(10).

[36] Hambrick D. C. ,Misangyi V. F. ,Park C. A. (2015). The Quad Model for Identifying a Corporate Director's Potential for Effective Monitoring:Toward a New Theory of Board Sufficiency. *Academy of Management Review*,40(3).

[37] Zhu D. H. & Chen G. (2014). Narcissism,Director Selection,and Risk-taking Spending. *Strategic Management Journal*,36(13).

[38] Zhu D. H. ,Shen W. ,Hillman A. (2014). Recategorization into the In-group:The Appointment of Demographically Different New Directors and Their Subsequent Positions on Corporate Boards. *Administrative Science Quarterly*,59(2).

[39] Fama E. F. & M. Jensen(1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*,26(2).

[40] Zajac E. J. & Westphal J. D. (1996). Director Reputation CEO-Board Power,and The Dynamics of Board Interlocks. *Administrative Science Quarterly*,41(3).

[41] Fich E. M. (2005). Are Some Outside Directors Better Than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms. *Journal of Business*,78(5).

[42] Fich E. M. & A. Shivdasani(2007). Financial Fraud,Director Reputation,and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*,86(2).

[43] Zona F,LR Gomezmejia,MC Withers(2015). Board Interlocks and Firm Performance:Toward a Combined Agency-Resource Dependence Perspective. *Journal of Management*, first published on April 16, doi: 10. 1177/0149206315579512

[44] Markarian G. & A. Parbonetti(2007). Firm Complexity and Board of Director Composition. *Corporate Governance: An International ReviewCorporate Governance: An International Review*, 15(6).

[45] Chen G., Hambrick D. C. & T. G. Pollock(2008). Puttin' on the Ritz: Pre-IPO Enlistment of Prestigious Affiliates as Deadline-Induced Remediation. *Academy of Management Journal*, 51(5).

[46] Davis G. F. (2005). New Directions in Corporate Governance. *Annual Review of Sociology*, 31(31).

[47] Davis G. F. & J. A. Cobb(2010). Resource Dependence Theory: Past and Future. In Schoonhoven C. B. and F. Dobbin (Eds.), *Stanford's Organization Theory Renaissance*, 1970—2000(*Research in The Sociology of Organizations*), 28. London: Emerald.

[48] Mitsuhashi H. & H. R. Greve(2009). A Matching Theory of Alliance Formation and Organizational Success: Complementarity and Compatibility. *Academy of Management Journal*, 52(5).

[49] Tosi H. L., Katz J. P., Gomez-Mejia L. R. (1997). Disaggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making. *Academy of Management Journal*, 40(3).

[50] Stern I. & J. D. Westphal(2010). Stealthy Footsteps to The Boardroom: Executives' Backgrounds, Sophisticated Interpersonal Influence Behavior, and Board Appointments. *Administrative Science Quarterly*, 55(2).

[51] Pearce J. A. & S. A. Zahra(1992). Board Composition from A Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management* Studies, 29(4).

[52] Brickley J. A., Linck J. S. & J. L. Coles(1999). What Happens to CEOs After They Retire?. *Journal of Financial Economics*, 52(3).

[53] Westphal J. D. & Zajac E. J. (1995). Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1).

[54] Coles J. L. & C.-K. Hoi(2003). New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310. *Journal of Finance*, 58(1).

[55] Lorsch J. W. & E. MacIver(1989). *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston: Harvard Business School Press.

[56] Farrell K. A. & P. L. Hersch(2005). Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2).

[57] Rediker K. J., Seth A. (1995). Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2).

[58] Cameron K. S., Kim M. U. & D. A. Whetten(1987). Organizational Effects of Decline and Turbulence. *Administrative Science Quarterly*, 32(2).

[59] Diestre L., Rajagopalan, N. & Dutta, S. (2015). Constraints in Acquiring and Utilizing Directors' Experience: An Empirical Study of New-Market Entry in The Pharmaceutical Industry. *Strategic Management Journal*, 36(3).

[60] Kroll M., Walters B. A. & P. Wright(2008). Board Vigilance, Director Experience, and Corporate Outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4).

[61] Kroll M., Walters B. A. & S. Le(2007). The Impact of Board Composition and Top Management Team Ownership Structure on Post-IPO Performance in Young Entrepreneurial Firms. *Academy of Management Journal*, 50(5).

[62] Withers M., Hillman A. J. & A. A. Jr. Cannella(2012). A Multidisciplinary Review of the Director Selection Literature. *Journal of Management*, 38(1).

[63] Withers M., Corley K. G. & Hillman, A. (2012). Stay or Leave: Director Identities and Voluntary Exit from the Board During Organizational Crisis. *Organization Science*, 23(3).

[64] Bazerman M. H. & F. D. Schoorman(1983). A Limited Rationality Model of Interlocking Directorates. *Academy of Management Review*, 8(2).

[65] Arthaud-Day M. L., Certo S. T., Dalton C. M. & D. R. Dalton(2005). A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatements. *Academy of Management Journal*, 49(6).

[66] Mizruchi M. S. & L. B. Stearns(1988). A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates. *Administrative Science Quarterly*, 33(2).

[67] Keys P. Y. & J. Li(2005). Evidence On the Market for Professional Directors. *Journal of Financial Research*,28(4).

[68] Adams R. ,Hermalin B. & M. Weisbach(2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey",*Journal of Economic Literature*,48(1).

[69] Fahlenbrach R. ,Low A. & R. M. Stulz(2010a). The Dark Side of Outside Directors: Do They Quit When They Are Most Needed?. *National Bureau of Economic Research Working Paper*.

[70] Fahlenbrach R. ,Low A. & R. Stulz(2010b). Why Do Firms Appoint CEOs as Outside Directors?. *Journal of Financial Economics*,97(1).

[71] Krause R. ,Semadeni M. & Cannella A. A. (2013). External COO/Presidents as Expert Directors: A New Look at The Service Role of Boards. *Strategic Management Journal*,34(13).

[72] Burke R. J. & R. Leblanc(2008). Women on Corporate Boards of Directors: The Canadian Perspective. In Vinnicombe S. ,Singh V. ,Burke R. J. ,Bilimoriam D. and M. Huse(eds.),*Women on Corporate Boards* of *Directors: International Research and Practice*. Cheltenham,UK:Edward Elgar.

[73] Finkelstein S. ,Hambrick D. C. & A. A. Jr. Cannella(2009). *Strategic Leadership: Theory* and *Research On Executives*,*Top Management Teams*,*and Boards*. Oxford,UK:Oxford University Press.

[74] Terjesen S. ,Sealy R. & V. Singh(2009). Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*,17(3).

[75] Gilson S. C. (1990). Bankruptcy,Boards,Banks,and Blockholders: Evidence On Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default. *Journal of Financial Economics*,27(2).

[76] Certo S. T. (2003). Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures. *Academy of Management Review*,28(3).

[77] Certo S. T. ,Holcomb T. R. & R. M. Holmes(2009). IPO Research in Management and Entrepreneurship: Moving The Agenda Forward. *Journal of Management*,35(6).

[78] Burris V. (2005). Interlocking Directorates and Political Cohesion Among Corporate Elites. *American Journal of Sociology*,111(1).

[79] Sanders W. M. G. & M. A. Carpenter(1998). Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation,Top Team Composition,and Board Structure. *Academy of Management Journal*,41(2).

[80] Li Y. & R. Aguilera(2008). Target Director Turnover in Acquisitions: A Conceptual Framework. *Corporate Governance: An International Review*,16(6).

[81] Kim Y. & A. A. Cannella(2008). Toward a Social Capital Theory of Director Selection. *Corporate Governance: An International Review*,16(4).

Multi-Level Determinants of Director Selection: International Experiences and Chinese Path

Yan Ruosen & *Zhang Huirui* (Wuhan University)

Abstract: The board of directors is so powerful that it is difficult to observe, and thus attracting tons of researchers to discuss board composition extensively and deeply. The composition, behaviors and overall efficiency of board largely depend on the process of director selection (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010). Therefore, as pointed out by Finkelstein, Hambrick and Cannella (2009), understanding the determinants of director selection has long been an important issue in the field of corporate governance.

Existing studies on director selection focused on exploring how and why particular individual or individual type was appointed as director. Currently, international academic research on director selection covers multiple disciplines, including management, finance, accounting, economics, sociology and law. Each discipline studies the determinants of director selection from professional point of view, and provides a key inspiration for understanding the composition of the board of directors. Withers, Hillman and Cannella (2012) roughly divided these determinants into the following two perspective: Rational Economic Perspective and Social Embeddedness Perspective. The former regards director selection as an effort to

meet the needs of the enterprise and its shareholders for governance and resources, while the latter emphasizes the potential influence of social progress and prejudice on director selection.

In China, the three principles of the board of directorshad been clarified in the Company Law which promulgated by the Qing government as early as 1908. Such law not only clarified the separation of the powers of the shareholders' meeting and the board of directors, but also established the mode of co-management of the board of directors. Moreover, it clarified that the board of directors worked as the center of generating other institutions. That was the first time in China to establish the core role of the board of directors in corporate governance. However, at that time, China emphasized more on the function rather than the nature of the system of board of directors, in the process of learning and the introduction such system as well as many other ones. Therefore, the principle of board of directors system has not been absorbed, and then precipitated into the general knowledge of China's legal system, resulting in China's current legal rules of the board of directors which has not yet clearly adhere to the board of directors of the foregoing three principles.

On the aspect of director selection, there are two problems contrary to the three principles. Firstly, due to the state-owned or family enterprises holds the company's main shares, shareholders, especially the controlling shareholder, over-controlled of the nomination or election of the board of directors, and in turn the board independence is difficult to be guaranteed. Secondly, although directors seem to be elected, actually, the internal system is dispatching, and there is no clear rules against the mode of allocating seats, which lead the common pattern of the board of directors to become formalistic. Obviously, China's board of directors system still needs improvement, and the most important thing is to improve the system of director selection.

The perfection of China's director selection system should base on a comprehensive and thorough understanding of its determinants. On basis of Withers, Hillman and Cannella's (2012) review on the determinants of director selection from multi-disciplines, this paper settles down to sort out the multi-level determinants of director selection, and review the shortcomings of existing studies and future directions. Specifically, international studies have found that the determinants of director selection cover three levels such as individual, organizational and environmental ones. Individual determinants including biography, special knowledge, skills and experiences, affiliated positions, social and prestigious capital, and personal motivation. Additionally, organizational determinants includes firm performance, governance structure, strategies, and life cycle stage. Moreover, environmental determinants includes appointed firms' outside environment and potential directors' supply market.

Combining existing exploration in Chinese context and international studies on determinants of director selection, this paper proposes future research directions from four aspects: firstly, to investigate job motivations of potential directors; secondly, to explore organizational life circle and other governance mechanism; thirdly, to explore institutional indices and measurement in Chinese context; and lastly, to build a theoretical framework, which could match both supply and demand sides, and integrate both rational economic and social embeddedness perspectives.

Key words: director selection; rational economics; social embeddedness; institutional environment

---

■**收稿日期**：2016-11-08

■**作者地址**：严若森，武汉大学经济与管理学院；湖北 武汉 430072。Email：yrforest@163.com。
张会锐，武汉大学经济与管理学院。

■**基金项目**：教育部新世纪优秀人才支持计划项目（NCET-11-0412）；国家自然科学基金青年项目（71402129）

■**责任编辑**：刘金波