

上市公司独立董事发挥怎样的作用?

——中国上市公司独立董事辞职市场感知的视角

雷倩华¹, 罗党论², 陈晖丽¹

(1. 华南理工大学工商管理学院, 广东 广州 510640; 2. 中山大学岭南学院, 广东 广州 510275)

摘要: 本文基于中国上市公司独立董事辞职的市场感知的视角, 探讨中国上市公司独立董事的实际作用。研究发现, 在控制上市公司独立董事的“资源”背景后, 代理问题较大的上市公司独立董事辞职的市场反应与代理问题较小的上市公司独立董事辞职的市场反应并无显著差异。说明了独立董事并没有发挥“治理监督”的作用。而同时, 具有“政治关系”资源和“非政治关系”资源的独立董事辞职, 市场反应都显著为负, 说明了独立董事发挥了“资源支持”的作用。进一步地, 本文发现上市公司最需要的是具有地方政治关系和企业实际管理经历的独立董事。本文结论能为证监会的监管和投资者的决策提供一定的借鉴参考。

关键词: 独立董事; 监督; 资源支持; 市场反应

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2017)04-0061-10

一、引言

基于代理理论, 监管者要求上市公司聘用独立董事, 用于减少大股东和管理层的代理问题, 保护投资者的利益。由此, 我国很多文献探讨了强制性的独立董事聘用是否具有监管部门所期望的治理和监督功能。但相当一部分实证研究支持“花瓶独董”的观点(如胡勤勤和沈艺峰, 2002^[1]), 一些文献虽然发现独立董事“懂事”(支晓强和童盼, 2005^[2]), 但由于我国一股独大和内部人控制的特殊环境, 独立董事行权和履职受到削弱, 其又不够独立。也有文献从独立董事背景为上市公司带来“资源支持”的角度进行探讨(刘浩等, 2012^[3])独立董事的作用。这些研究可能存在内生性问题(Harris and Raviv, 2008^[4])。①2013年10月19日中组部下发了《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》(中组发[2013]18号), 国内上市公司中掀起了一阵党政干部独董的离职潮。虽然有文献探讨了中组发18号文颁布后独立董事辞职的市场反应(如醋卫华,

收稿日期: 2016-06-17

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71602059); 教育部人文社科基金资助项目(15YJC630051); 广东省自然科学基金资助项目(2015A030310223; 2016A030313482; 2016A030310417)

作者简介: 雷倩华(1983-), 女, 广东清远人, 华南理工大学工商管理学院讲师, 博士; 罗党论(1979-), 男, 广东阳江人, 中山大学岭南学院教授, 博士; 陈晖丽(1985-), 女, 广东潮州人, 华南理工大学工商管理学院助理研究员, 博士。

① 就算一些文献利用外生的独立董事辞职事件的投资者反应来检验独立董事的有效性, 但是存在噪音, 比如在《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》没有出来之前, 具有政治关系的独立董事辞职了, 投资者可以期望企业再找一个具有政治关系的独立董事, 这时候市场反应可能就不显著。但《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》出来后, 上市公司已经不能再找一个具有政治关系的独立董事, 这时候的市场反应才能够真正反映出政治关系的作用。

2015^[5]；邓晓飞等，2016^[6]），但这些文献并没有借此探讨独立董事发挥作用的机制，也就是说没有探讨上市公司的独立董事是发挥“治理监督”功能还是“资源支持”功能，也没有探讨不同“资源”背景的独立董事辞职的市场反应，没有揭示我国究竟需求什么样背景的独立董事。

本文对此进行研究并发现^①，独立董事并没有发挥“治理监督”功能，而主要发挥“资源支持”功能。进一步地，本文探讨上市公司需要怎样“资源”背景的独立董事，研究发现具有政治关系和非政治关系资源的独立董事都是上市公司所需求的，而相对于中央政府政治关系，具有地方政治关系的独立董事辞职，市场负向反应更大；相对于其他专业知识，具有企业管理经历的独立董事辞职，市场负向反应更大。说明上市公司最需要的是具有地方政治关系和企业管理经历的独立董事。本文的主要贡献是利用《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》这个外生事件，从市场感知的视角为我国独立董事的功能提供了经验证据，同时揭示了上市公司需要怎样背景资源的独立董事。

本文余下部分安排如下：第二部分为文献述评；第三部分为理论分析与假设提出；第四部分为样本选择、变量定义与研究设计；第五部分为实证结果；第六部分为本文结论。

二、文献述评

已有文献主要基于“代理理论”和“资源依赖理论”，从“治理监督”和“资源支持”的角度阐述独立董事的功能。很多文献探讨了独立董事是否具有监管部门所期望的治理和监督功能，但有关独立董事治理和监督作用的经验证据都是混合的甚至是互相矛盾的。一种结论认为独立董事能够发挥其治理和监督作用（Fama and Jensen, 1983^[7]）。叶康涛等（2007）^[8]发现独立董事能够抑制大股东的资金占用行为。叶康涛等（2011）^[9]发现，当公司面临危机时，独立董事能够发挥监督作用，并且独立董事的监督行为能够缓解代理问题，提高公司价值。另一种结论则认为，独立董事只是“花瓶董事”，并没有发挥其相应的治理和监督作用。比如，唐清泉等（2005）^[10]并未发现独立董事比例与大股东掏空负相关。Bhagat and Black（1999）^[11]也没有发现独立董事比例与公司业绩之间存在显著的正相关关系，Yermack（1996）^[12]甚至发现两者存在显著的负相关关系。

从“资源支持”的功能来看。不少学者确认了独立董事的资源角色并发现了他们对公司经营业绩的正面影响，如 Kiang（2006）^[13]提出“关系是王”的论断，该项研究注意到，来自政府和银行背景的独立董事越多，公司经营业绩越好。魏刚等（2007）^[14]研究发现独立董事的教育背景对公司业绩并没有正面的影响，同时发现有政府背景和银行背景的独立董事比例越高，公司经营业绩越好。

总的来说，已有文献主要关注的是独立董事的治理与监督的作用或者“资源支持”功能，而鲜有对这两项功能进行区分。本文将从市场感知的角度探讨我国独立董事的功能，同时进一步探讨上市公司需求什么样“资源”的独立董事，为证监会监管和投资者提供一定的借鉴。

三、理论分析与假设提出

我国上市公司存在严重的代理问题，管理层可能会背离所有者的目标，大股东也可能会侵占中小股东的利益。如何减少上市公司的代理风险和控制代理成本是公司治理中一个非常重要的问题。

^① 本文把同期由于各种原因而辞职的非党政干部独立董事样本也纳入研究范围，一个区间内同时发生不同背景的独立董事辞职，为本文检验不同的独立董事的“资源支持”功能提供良好的基础。

通过创设独立董事制度可以改变管理层和大股东决策权力的结构,达到监督、制衡的作用,促进代理与委托双方利益的一致,提高运营效率(叶康涛等,2011^[9])。

我国引入独立董事的初衷是遏制不断发生的大股东侵占小股东利益以及内部人控制的现象,但中国特殊的制度环境可能使独立董事的“治理监督”功能不能得到良好的发挥,上市公司可能更多是利用独立董事的“资源支持”功能。首先,我国政府和法律层面对独立董事的强制约束机制不健全,上市公司与独立董事面临的法律风险极低(贺建刚等,2008^[15])。尽管中国《行政处罚法》规定了六种处罚方式,但从统计来看,由于独立董事的特殊身份,证监会对独立董事使用过的最终的惩罚是警告加罚款(尚兆燕,2010^[16]),应用最多的政法措施是性质较为敬畏的警告。由此,独立董事监管上市公司的动力严重不足。其次,我国上市公司特殊的股权结构特征严重地削弱独立董事的监督动机。我国股权控制非常集中,大股东对上市公司的重大决策及董事会的选举拥有绝对的控制权,董事会缺乏独立性。大股东出于自身利益的考虑,并不愿意选举与自身意见相背离的独立董事。对于管理层控制的上市公司,也同样存在这样的问题,管理层更愿意选择“听话”的独立董事。而且独立董事做决策的信息来源于大股东和管理层,在目前上市公司代理问题严重的情况下,独立董事只能获得有限的信息,其“治理监督”功能难以得到有效的发挥。

中国社会一直被看作是一个强调人际关系和社会网络的社会,中国社会中的“关系”不仅仅是一种资源,而且是一种能够调动资源的资源,“关系”资源能给中国上市公司带来多种好处(罗党论和刘晓龙,2009^[17]),具有“关系”资源的独立董事就受到上市公司的青睐。同时,我国是新兴市场经济,企业发展的历史不长且面临着激烈的竞争,具有企业管理背景和专业技能背景的人才企业持续发展的动力,企业也越来越倾向于聘请这方面背景的独立董事。已有文献也发现我国独立董事确实发挥了咨询作用(孙亮和刘春,2014^[18])。

总的来说,我国独立董事主要发挥“资源支持”的作用,而非“治理监督”。当具有“资源”背景的独立董事辞职时,市场反应将为负。进一步地,在控制独立董事的资源背景后,由于独立董事几乎不发挥“治理监督”功能,因此,上市公司代理问题的大小对独立董事辞职的市场反应并无显著影响。

基于以上分析,本文提出以下假设1a和假设1b:

假设1a:在控制上市公司独立董事的“资源”背景后,第一类代理问题较大的上市公司独立董事辞职的市场反应与第一类代理问题较小的上市公司独立董事辞职的市场反应并无显著差异。

假设1b:在控制上市公司独立董事的“资源”背景后,第二类代理问题较大的上市公司独立董事辞职的市场反应与第二类代理问题较小的上市公司独立董事辞职的市场反应并无显著差异。

资源依赖理论认为董事会资本对企业的表现有着直接影响:降低外部的突发事件对企业的影响(Pfeffer and Salancik, 1978^[19]);减少不确定性(Pfeffer, 1972^[20]);降低交易成本(Williamson, 1984^[21]);以及在关键时刻为企业提供帮助(Singh et al., 1986^[22])。这种资本除了包括声誉(Selznick, 1949^[23])、专业知识或技能(Baysinger and Hoskisson, 1990^[24])、管理经验(Lorsch and MacIver, 1989^[25])以外,还有关系资本(Haunschild and Beckman, 1998^[26])。官员独董的政府背景所带来的关系资源、政策优惠具有稀缺性和排他性,而具有专业知识、管理经验等“专业能力”的独董能够从专业的角度在公司对战略和经营决策中发表意见,具有管理背景的独立董事则可能为公司提供低成本的融资资源和有价值的管理咨询服务。官员独董或具有“专业能力”独董的离开不仅会造成企业董事会的重组,还会使企业失去此前建立的政治关系网络或对将来有价值的管理咨询服务。基于有效市场假说,企业高管变动的正负面信息必然引起市场反应,带来资本市场的变化并反映在企业的股票价格上。

我国是新兴市场国家,各方面制度还不完善,非正式制度在企业的发展中发挥着重要的作用。

对企业来说,聘请有政府背景的独立董事则是企业建立与维持政治关系、获取资源的重要途径。在政府具备较强介入能力的情况下,利用政治关系可为公司获得资源也具有可行性和可操作性,因此具有政治关系的独立董事能够帮助公司获取利益,比如政府补贴、政策支持和税收优惠等等。《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》这一规定出来后,上市公司已经不能再找一个具有政治关系的独立董事,这时候具有政治关系的独立董事的辞职对企业来说是一种负面信息,并在一定程度上反映在企业价值的损失上。独立董事具有的政治关系存在如下两种不同的层级:国家级的政治关系,省级及其以下的政治关系。我国商品市场存在严重地区分割(孙亮和刘春,2014^[18]),各地区的市场化程度存在较大差异,政府对市场的干预程度也不同。项目审批、土地审批、税收优惠和政策支持等权力都掌握在地方政府手中,各地区的政策壁垒无处不在。因此,相对于国家级的政治关系,省级及其以下的政治关系对企业来说更具有实际意义。吴文峰等(2008)^[27]区分不同政府背景后,发现高管的地方政府背景对公司价值的正面影响要大于中央政府背景的影响。

除了政治关系之外,独立董事还能发挥咨询作用,因而具有专业能力(具有企业管理经验,或者具有其他相关领域的专业知识,如高校教师、律师、行业协会的会员等等)的独立董事对上市公司也具有现实的现实意义。既有研究已经证实,独立董事以其专业特征为基础,在融资(刘浩等,2012^[3])、投资(陈运森和谢德仁,2011^[28])、R&D 产出(胡元木,2012^[29])等重大决策方面都为公司提供了切实的帮助。具有“专业能力”独董的离开,企业比较难再找到了解上市公司的“专业”独立董事,就算能聘请到,根据“学习曲线”法则,这些独立董事也需要较长的时间了解和适应企业的运作,影响了其能力的发挥。因此,具有“专业能力”的独立董事的辞职,市场反应也将为负。我国是新兴市场国家,具有特殊的制度背景,我国的资本市场具有很多与国外显著不同的特征,如我国典型的“熟人”社会特征(孙亮和刘春,2014^[18])、通过“亲缘”“地缘”和“物缘”形成的社会关系网络、强制性的社会变迁、信贷“歧视”、以会计业绩为主的市场管制等等,这些特殊的特征使在我国经营的企业面临着各种各样特殊的问题,因而相对于企业领域的专业知识来说,具有实际管理经验背景的独立董事提出的建议就更具有可行性,对企业的价值提升的作用也就更大。

基于以上分析,本文提出以下假设 2a 和假设 2b:

假设 2a:具有政治关系资源的独立董事辞职,市场反应显著为负,且具有地方政治关系的独立董事辞职,市场负向反应更大。

假设 2b:具有非政治关系资源的独立董事辞职,市场反应显著为负,且具有企业管理经历的独立董事辞职,市场负向反应更大。

四、样本选择、变量定义与研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文手工收集了 2013 年 10 月 19 日至 2014 年 6 月 5 日这段时间中 A 股上市公司的独立董事辞职公告,并从上市公司高管资料中提取出独立董事的任前背景信息,这些数据均来源于万德数据库和巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn/>)。根据本文的研究目的,我们对以上原始样本做如下筛选,从而得出本文最后的研究样本:(1)首先删除同一天两个或以上独立董事辞职的样本,这样的样本市场收益可能存在偏误;(2)删除同一家上市公司公告相差 60 天以内的样本,以避免存在事件的交叉影响;(3)删除变量缺失的样本。剩下样本为 280 个。本文计算上市公司市场超常收益和财务指标的数据均来源于 CSMAR 数据库。

(二) 研究设计

本文设计如下回归模型对假设 1 进行检验:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CEO_Chair + \beta_2 Separate + \beta_3 Political + \beta_4 Asset + \beta_5 Debt + \beta_6 ROA + \beta_7 Salesgrow + \beta_8 Ind_Dir + \beta_9 Boardsize + Year + \varepsilon \quad (1)$$

本文设计如下回归模型对假设 2 进行检验:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 Local + \beta_2 Asset + \beta_3 Debt + \beta_4 ROA + \beta_5 Salesgrow + \beta_6 Ind_Dir + \beta_7 Boardsize + \beta_8 CEO_Chair + Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 Enterprise + \beta_2 Asset + \beta_3 Debt + \beta_4 ROA + \beta_5 Salesgrow + \beta_6 Ind_Dir + \beta_7 Boardsize + \beta_8 CEO_Chair + Year + \varepsilon \quad (3)$$

上式(1)、(2)和(3)的变量定义见下面表 1。本文采用市场模型法来计算超常收益 AR , 即 $AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$ 。其中, α_i 和 β_i 是采用辞职公告日前 120 个交易日到前 31 个交易日, 即时间窗口 $[-120, -31]$ 进行估计的。时间窗口 $[t1, t2]$ 的各交易日的 AR_{it} 之和即为累计超额收益 CAR 。本文采用时间窗口为 $[0, 0]$ 、 $[-5, 5]$ 和 $[-10, 10]$ 的 CAR 来度量辞职公告的短期市场反应, 对应的变量分别为 $CAR0$ 、 $CAR5$ 和 $CAR10$ 。我们预期: (1) 式中 CEO_Chair 和 $Separate$ 两个变量的系数并不会显著为负, 应不显著或者显著为正; (2) 式中 $Local$ 变量的系数显著为负; (3) 式中 $Enterprise$ 变量的系数也显著为负。

表 1 变量定义表

名 称	定 义
CAR	累计超常收益率。分别用独立董事辞职当天的异常收益率、11天和21天的累计超常收益率表示
Political	哑变量, 我们把辞职公告中说明的辞职原因是对《意见》的执行的独立董事, 称为具有政治关系资源的独立董事, 把曾在或正在高校、会计和律师、行业协会、企业、其他地方工作且不是党政领导干部的独立董事定义为具有非政治关系资源的独立董事, 当独立董事具有“政治关系”资源时为1, 否则为0
Local	哑变量, 我们将在非国家机构任职的独立董事成为具有地方政治关系资源的独立董事, 当独立董事具有地方政治关系资源时为1, 否则为0
Enterprise	哑变量, 当独立董事正在或曾经担任企业管理工作时为1, 否则为0
Asset	公司总资产, 用独立董事辞职前一年上市公司总资产的自然对数表示
Debt	公司资产负债率, 用独立董事辞职前一年上市公司总负债除以总资产表示
ROA	公司总资产收益率, 用独立董事辞职前一年上市公司净利润除以总资产表示
Salesgrow	公司销售收入增长率, 用独立董事辞职前一年上市公司相对于前两年的销售收入增长率
Ind_Dir	公司独立董事比例, 为公司独立董事数与董事会人数之比
Boardsize	公司董事会规模
CEO_Chair	哑变量, 当 CEO 同时为董事长时为1, 否则为0
Separate	哑变量, 当现金流权和控制权存在分离时为1, 否则为0
Year	年度哑变量

五、实证结果

(一) 描述性统计

表 2 是变量的描述性统计。当独立董事辞职时, 市场普遍反应为负, $CAR5$ 和 $CAR10$ 在 1% 的显著性水平下显著为负, 说明独立董事发挥了相应的作用, 使公司价值得到提升。

表 2 变量的描述性统计 (N = 280)

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max	T - test
CAR0	-0.0028	0.0291	-0.1742	0.1101	-1.5973
CAR5	-0.0187	0.1114	-1.2789	0.3954	-2.8033 ***
CAR10	-0.0381	0.1929	-2.4651	0.3079	-3.3085 ***
Political	0.6679	0.4718	0.0000	1.0000	-
Asset	22.0706	1.3995	18.9543	28.2685	-
Debt	0.4617	0.2319	0.0368	1.0325	-
Roa	0.0240	0.1010	-0.5778	0.2576	-
Salesgrow	0.2679	0.6942	-0.4762	4.5503	-
Ind_dir	0.3753	0.0566	0.1818	0.6667	-
Boardsize	9.1821	1.9174	5.0000	18.0000	-
CEO_Chair	0.2929	0.4559	0.0000	1.0000	-
Separate	0.4321	0.4963	0.0000	1.0000	-

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。下同。

下面我们继续探讨独立董事发挥了资源支持功能还是治理监督功能。本文借鉴 Biddle 等 (2009)^[30] 关于投资效率的基于流动性特性的条件关系检验的思想, 把上市公司分成代理问题较少和代理问题较多的两组样本, 然后检验不同组中独立董事辞职的市场反应情况。在代理问题较少组, 独立董事的治理监督作用基本不能发挥, 如果此时独立董事辞职的市场反应显著为负, 说明了独立董事具有“资源支持”的作用。进一步地, 在代理问题较高组, 在独立董事具有“资源支持”作用的前提下, 如果独立董事还具有“治理监督”作用, 那么独立董事辞职带来的负向市场反应更大。

参考已有文献, 我们用两职是否合一衡量上市公司第一类代理问题的严重程度。表 3 是不同程度的代理问题下独立董事辞职的市场反应情况。从表 3 可看出, 当两职不合一时, 也就是说第一类代理问题较小的情况下, 具有政治关系的独立董事辞职, 市场反应显著为负, 说明了独立董事具有“资源支持”功能。进一步地, 当存在两职合一, 就是第一类代理问题较大的情况下, 独立董事辞职基本不存在市场反应, 说明了独立董事不仅不存在“治理监督”作用, 甚至与管理层合谋, 侵占上市公司的利益, 从而抵消了独立董事的“资源支持”功能。此外, 从表 3 可看出, 当两职不合一时, 具有非政治关系背景的独立董事辞职, 市场反应为负, CAR10 在 5% 的显著性水平下显著, 说明了具有非政治关系背景的独立董事能为上市公司带来一定的“资源支持”作用, 但并没有具有政治关系的独立董事那么有效和显著。进一步地, 当两职合一时, 具有非政治关系背景的独立董事辞职, 市场反应不显著, 说明了非政治关系背景的独立董事也基本不具有“治理监督”的作用。

表 3 不同程度的第一类和第二类代理问题下独立董事辞职的市场反应

		第一类代理问题				第二类代理问题				
分类		Num.	CAR0	CAR5	CAR10	分类	Num.	CAR0	CAR5	CAR10
政治 关系	两职不合一	141	-0.005	-0.017 ***	-0.031 ***	两权不分离	108	-0.007 ***	-0.022 ***	-0.038 ***
	两职合一	46	0.001	-0.013	-0.022	两权分离	79	0.001	-0.008	-0.016
	T - test		-1.14	-0.29	-0.46			-2.00 **	-1.26	-1.23
	Z - test		0.01	-0.25	-0.29			-2.33 **	-1.69 *	-1.78 *
非政治 关系	两职不合一	57	-0.003	-0.014	-0.037 **	两权不分离	51	-0.001	-0.009	-0.036
	两职合一	36	0.002	-0.016	-0.034	两权分离	42	-0.001	-0.022	-0.035
	T - test		-0.75	0.1	-0.09			-0.09	0.78	-0.05
	Z - test		-0.68	0.64	0.34			-0.04	0.55	-0.25

同样地，参考已有文献，本文用两权是否分离替代上市公司第二类代理问题的严重程度。从表 3 可看出，当两权不存在分离，也就是说第二类代理问题很小的情况下，具有政治关系背景的独立董事辞职，市场反应基本都在 1% 的显著性水平下显著为负，说明了独立董事具有“资源支持”功能。进一步地，在两权存在分离，就是说第二类代理问题较大的情况下，独立董事辞职基本不存在市场反应，说明了独立董事不仅不存在“治理监督”作用，甚至与大股东合谋，侵占上市公司的利益，从而抵消了独立董事的“资源支持”功能。此外，从表 3 可看出，当两权不分离时，具有非政治关系背景的独立董事辞职，市场反应为负，CAR10 在 10% 的显著性水平下显著，说明了具有非政治关系背景的独立董事能为上市公司带来一定的“资源支持”作用，但并没有具有政治关系的独立董事那么有效和显著。进一步地，当两权分离时，具有非政治关系背景的独立董事辞职，市场反应不显著，说明了非政治关系背景的独立董事也基本不具有“治理监督”的作用。总的来说，我国独立董事更多是发挥“资源支持”功能，而非“治理监督”功能，假设 1a 和假设 1b 得到初步验证。

表 4 是不同“资源”背景的独立董事的样本描述性统计及比较。根据我们的分类标准，全样本中，具有政治关系资源的独立董事辞职的样本为 187 个，具有非政治关系资源的独立董事辞职的样本为 93 个，两者的辞职都显示出显著为负的市场反应，但两者并不具有显著差异。说明了从市场感知的角度来看，上市公司独立董事发挥了“资源支持”的作用。对于具有政治关系的独立董事辞职的样本，我们将其分为具有地方政治关系的独立董事辞职和具有国家政治关系的独立董事辞职，从表 4 可看出，具有地方政治关系的独立董事辞职，市场反应显著为负，而具有国家政治关系的独立董事辞职，市场反应不显著，两者存在显著差异，说明投资者更在乎企业的独立董事是否具有地方政治关系，因为企业很多资源来源于地方政府。对于具有非政治关系资源的独立董事辞职的样本，我们又分为具有企业管理经验的独立董事辞职和具有其他专业能力的独立董事辞职两类，从表 4 可看出，具有企业管理经验的独立董事辞职，市场反应显著为负，而具有其他专业能力的独立董事辞职，市场反应不显著，两者存在显著差异。假设 2a 和假设 2b 得到初步验证。

表 4 不同“资源”背景的独立董事的样本描述性统计及比较

分类	CAR0	CAR5	CAR10	分类	CAR0	CAR5	CAR10	分类	CAR0	CAR5	CAR10
政治关系	-0.003 *	-0.016 ***	-0.029 ***	省级地方	-0.005 **	-0.018 ***	-0.034 ***	企业管理	-0.002	-0.046 ***	-0.091 ***
非政治关系	-0.001	-0.015 *	-0.036 **	国家	0.005	-0.010	-0.006	其他能力	-0.000	-0.005	-0.019
T-test	-0.72	-0.11	0.43	T-test	-2.17 **	-0.53	-1.26	T-test	-0.23	-2.03 **	-2.10 **
Z-test	-0.22	-0.13	0.21	Z-test	-2.34 **	-0.66	-1.15	Z-test	0.05	-1.92 *	-1.75 *

(二) 多元统计分析

从前面分析可知，在控制独立董事的“资源支持”背景和其他因素的影响后，如果独立董事具有“治理监督”功能，那么代理问题越大的公司，独立董事辞职的负向市场反应也更大。表 5 是代理问题对独立董事辞职的市场反应影响的多元回归分析。

从表 5 可看出，在控制了独立董事的“资源支持”背景和其他因素的影响后，两职是否合一变量 CEO_Chair 的系数并无显著为负，甚至所有回归方程 CEO_Chair 的系数都为正。说明了从市场感知的角度来看，独立董事并无发挥监督第一类代理问题的功能。同样地，从表 5 可看出，在控制了独立董事的“资源支持”背景和其他因素的影响后，两权是否分离变量 Separate 的系数也并无显著为负，甚至所有回归方程 Separate 的系数都为正。说明了从市场感知的角度来看，独立董事并无发挥监督第二类代理问题的功能。假设 1a 和假设 1b 得到了验证。

表 5 代理问题对独立董事辞职的市场反应影响的多元回归分析 (N = 280)

VARIABLES	(1) CAR0	(2) CAR5	(3) CAR10
CEO_ Chair	0.0056 (1.46)	0.0079 (0.63)	0.0183 (0.95)
Separate	0.0055 (1.63)	0.0052 (0.52)	0.0152 (0.95)
Political	-0.0027 (-0.71)	-0.0015 (-0.14)	0.008 (0.43)
Control variables	included	included	included
Adj. R ²	0.033	-0.003	0.009
F	1.5994	0.9514	1.3536

表 6 是具有不同类型的政治关系和具有不同的非政治关系资源独立董事辞职对投资者市场反应影响的回归分析。从表 6 可看出,对于具有地方政治关系的独立董事辞职,当因变量为 CAR0 时,Local 变量的系数在 5% 的显著性水平下显著为负;当因变量为 CAR5 和 CAR10 时,Local 变量的系数虽然不显著,但符号也为负,说明了相对于国家政治关系,投资者更看重地方官员的独立董事,其辞职的负向市场反应更大。假设 2a 得到了验证。同样地,从表 6 可看出,因变量为 CAR5 和 CAR10 时,Enterprise 变量的系数显著为负,当因变量为 CAR0 时,Enterprise 变量的系数虽然不显著,但符号仍为负,说明了在不同的非政治关系资源中,企业更迫切需求具有企业管理经历的独立董事,投资者也更看重其辞职的影响。假设 2b 得到了验证。

表 6 具有不同类型的政治关系和具有不同的非政治关系资源独立董事辞职对投资者市场反应影响的回归分析

VARIABLES	(1) CAR0	(2) CAR5	(3) CAR10	VARIABLES	(1) CAR0	(2) CAR5	(3) CAR10
Local	-0.0095 ** (-2.04)	-0.005 (-0.39)	-0.0237 (-1.18)	Enterprise	-0.0005 (-0.07)	-0.0402 ** (-2.04)	-0.0712 * (-1.95)
Control variables	included	included	included	Control variables	included	included	included
Obs.	187	187	187	Obs.	93	93	93
Adj. R ²	0.017	-0.022	0.005	Adj. R ²	0.115	0.035	0.014
F	1.3665	0.5863	1.1288	F	2.335	2.0423	1.521

注:括号内的数字为经 White 异方差调整后的 *t* 值。

(三) 稳健性检验

为了更好地验证本文的假设,我们将做以下几个稳健性检验:(1)删除政治关系样本中同时具有企业经营经历的十个样本。(2)加入国有企业哑变量,控制企业的产权性质。(3)去掉极值样本。(4)由于本文样本量较少,控制行业容易导致某些行业样本的缺失,因此本文没有在上面控制行业变量,为了使结论更稳健,本文继续在回归方程中控制行业变量。以上稳健性检验结果基本一致,本文研究结论是稳健的。

六、结 论

中国独立董事在上市公司中发挥了“治理监督”的功能,还是“资源支持”的功能?已有文献对中国独立董事发挥作用的机制问题并没有阐述清楚。本文利用中组发 18 号文颁布后独立董事辞职的数据,从市场感知的视角对这个问题进行探讨。研究发现,在控制上市公司独立董事的“资源”背景后,代理问题较大的上市公司独立董事辞职的市场反应与代理问题较小的上市公司独立董事辞职的市场反应并无显著差异。说明了独立董事并没有发挥“治理监督”的作用。而同时,

具有“政治关系”资源和“非政治关系”资源的独立董事辞职,市场反应都显著为负,说明了独立董事发挥了“资源支持”的作用。进一步地,本文按独立董事的资源背景进行分类,发现上市公司最需要的是具有地方政治关系和企业实际管理经历的独立董事。本文的主要贡献为利用《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》这个外生事件,从市场感知的视角验证了我国独立董事发挥作用的机制。

从上面的分析可看出,上市公司都比较看重独立董事的“关系”资源,并利用其进行低成本的寻租,从而为企业自身带来了价值的提高。但这种寻租行为并不是建立在市场公平竞争的基础上,会导致社会资本配置的失误和社会财富的损失。《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》发布后,任党政干部的独立董事纷纷辞职,政府部门也同时加大了自身的反腐与廉政建设力度,企业通过独立董事的“关系”进行寻租的可能性已经很少,成本也很高,创新与管理水平的提高应成为企业发展的内生选择,因此企业也应该更着重于选聘存在这些方面背景的独立董事。

参考文献:

- [1] 胡勤勤,沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩 [J]. 世界经济, 2002: 55 - 62.
- [2] 支晓强,童盼. 盈余管理、控制权转移与独立董事变更 [J]. 管理世界, 2005, (11): 137 - 144.
- [3] 刘浩,唐松,楼俊. 独立董事:监督还是咨询?——银行背景独立董事对企业信贷融资影响研究 [J]. 管理世界, 2012, (1): 141 - 156.
- [4] Harris, M., and Raviv A.. A Theory of Board Control and Size [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21: 1797 - 1833.
- [5] 酷卫华. 独立董事的价值:来自独立董事集中辞职的证据 [J]. 经济管理, 2015, (03): 56 - 66.
- [6] 邓晓飞,辛宇,滕飞. 官员独立董事强制辞职与政治关联丧失 [J]. 中国工业经济, 2016, (02): 130 - 145.
- [7] Fama E. F., and Jensen M. C.. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26: 301 - 326.
- [8] 叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究, 2007, (4): 101 - 111.
- [9] 叶康涛,祝继高,陆正飞. 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.
- [10] 唐清泉,罗党论,王莉. 大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据 [J]. 中国会计评论, 2005, (1): 63 - 86.
- [11] Bhagat S. and Black B. The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance [J]. Business Lawyer, 1999, 54: 921 - 963.
- [12] Yermack D. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40(2): 185 - 211.
- [13] Kiang, Nelson. GUANXI (The Art of Relationships): Microsoft, China, and Bill Gates's Plan to Win the Road Ahead [M]. New York: Simon and Schuster, Inc. 2006.
- [14] 魏刚,肖泽忠, Nick Travlos, 邹宏. 独立董事背景与公司经营绩效 [J]. 经济研究, 2007, (3): 92 - 105.
- [15] 贺建刚,魏明海,刘峰. 利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究 [J]. 管理世界, 2008, (10): 141 - 150.
- [16] 尚兆燕. 独立董事法律责任的中国实践——来自证监会对上市公司处罚的经验证据 [J]. 山西财经大学学报, 2010, (03): 105 - 111.
- [17] 罗党论,刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2009, (5): 97 - 106.
- [18] 孙亮,刘春. 公司为什么聘请异地独立董事? [J]. 管理世界, 2014, (9): 131 - 142.
- [19] Pfeffer, J. and G. R. Salancik. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective [M]. New York: Harper and Row, 1978.
- [20] Pfeffer, J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors [J]. Administrative Science Quarterly, 1972, 17: 218 - 229.
- [21] Williamson, O. E. Corporate Governance [J]. Yale law Journal, 1984, 93: 1197 - 1230.
- [22] Singh J., Tucker D., House R. Organizational Legitimacy and the Liability of Newness [J]. Administrative Science Quarterly, 1986, 31(2): 171 - 193.
- [23] Selznick P. TVA and the Grass Roots [M]. Berkeley: University of California Press, 1949.

- [24] Baysinger B, Hoskisson R. E. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy [J]. *Academy of Management Review*, 1990, 15(1): 72 – 87.
- [25] Lorsch, J. W. , and MacIver, E. The reality of America's corporate boards [M]. Boston: Harvard Business School Press, 1989.
- [26] Haunschild P. R. , Beckman C. M. When Do Interlocks Matter?: Alternate Sources of Information and Interlock Influence [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1998, 43(4): 815 – 844.
- [27] 吴文峰, 吴冲锋, 刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值 [J]. *经济研究*, 2008, (7): 130 – 141.
- [28] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率 [J]. *管理世界*, 2011, (7): 113 – 127.
- [29] 胡元木. 技术独立董事可以提高 R&D 产出效率吗? ——来自中国证券市场的研究 [J]. *南开管理评论*, 2012, 15(2): 136 – 142.
- [30] Biddle, G. , Hilary, G. , and Verdi, R. S. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 81: 112 – 131.

Which Roles Do Independent Directors Play in Chinese Listed Firms?

——The Market Perception of Independent Directors' Resignation in Chinese Listed Firms

LEI Qianhua¹, LUO Danglun², CHEN Huili¹

(1. School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou 510640, China;

2. Lingnan College, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Based on the market perception of independent directors' resignation in Chinese listed firms, this paper studies which roles independent directors play in Chinese listed firms. It is found that after controlling the resources background of independent directors in listed firms, there is no difference between the market reaction to the resignation of independent directors with more agency cost and with less agency cost, which shows that the independent directors do not play the role of “governance and supervision”. This paper divides independent directors' resource background into two kinds: “political relationships” resource and “non-political relationships” resource, and finds that the market reacts negatively to the resignation of these two kinds of independent directors, which shows that the independent directors play the role of “resource supporting”. Furthermore, this paper finds that the listed firms need independent directors with local political relationship and with enterprise management experience mostly. This paper can provide a reference for the decisions of CSRC and investors.

Key words: Independent Directors; Supervision; Resource Supporting; Market Reaction

(责任编辑: 赵 婧)