

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2012.01.008

# 上市公司独立董事政治背景的效应分析\*

陈一洪

(泉州银行 规划发展部, 福建 泉州 362000)

**摘要:**根据企业政治关联理论,具有一定程度政治关联的企业能够在税收、行政审批以及信贷的可得性等关系企业生产经营的重要方面得到一定的优惠。作为企业高管的一个特殊群体,独立董事的政治关联<sup>①</sup>是否同样起着上述显著作用,其政治背景究竟给企业带来什么样的影响,文章对此提出三个研究假设。针对三个研究假设,文章在考虑公司聘请具有政治背景的独立董事这一行为可能受到公司其他高管是否有政治背景、公司业绩、公司实际控制人性质等公司特征的影响的基础上,采用联立方程模型进行实证检验。

**关键词:**独立董事;政治背景;企业政治关联论;联立方程模型

**中图分类号:**F270.7 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2012)01-0044-09

## 一、独立董事政治背景——基于现状的思考

### (一)上市公司应付式引入独立董事

作为政府主导的强制性制度变迁,独立董事制度在一开始就作为一种强制政策引入中国,这种非诱致性制度变迁对企业造成的影响及企业的反应是企业管理研究的热点。

对上市公司独立董事的数量及比例的简单统计就能发现,作为对政策的反应或者说是满足监管要求,多数上市公司独立董事的数量及比例以达到3人及1/3为限。而且从统计分析的结果来看,达到最低要求的年份都是在规定的时限年份。笔者以为这正好也反映了上市公司对监管的应付,这种非诱致性的制度变迁在上市公司没有变

迁动力的情况下强制产生,必然会遭到上市公司应付式的配合。

但是,作为理性的个体,上市公司在既定的事实面前最好的决策便是充分利用这一制度。既然引入独立董事是必需的,在一定的成本之下,最大化收益才是上策,那么,最符合公司利益的独立董事自然成为上市公司追逐的对象。而在这里,制度的异化得到了体现。

### (二)独立董事政治关联化——既定环境下的“理性”选择

对大多数上市公司来讲,独立董事的主要作用并不是为多数公司所承认或接受的,他们当然希望独立董事能够“懂事”,因此,在安抚独立董事的条件下,这些公司必然会充分挖掘独立董事

\* [收稿日期]2011-11-07

[作者简介]陈一洪(1987—),男,福建泉州人;中国人民大学经济学院企业经济学硕士,主要从事公司治理研究。

① 我们并不难找到那些身兼多个上市公司独立董事的社会名流。

的“副作用”<sup>①</sup>。而这种表现便体现在独立董事的名流化<sup>②</sup>。笔者所关注的则在于所谓的“政治关联化”,据笔者的统计分析显示,2004年至2008年,大约有30%的上市公司的独立董事存在政治关联,这些独立董事或是现任的各级政府官员、人大代表或者政协委员,或是前任政府官员、人大代表或政协委员,其政治背景的普遍性并不令人感到惊奇,而这些公司中大约30%的公司拥有双重的政治背景,即,不但独立董事拥有政治背景,公司其他主要高管也拥有政治背景更不令笔者感到奇怪。上市公司聘请这些社会人士出任独立董事会给上市公司带来什么,如果不是让独立董事来监督自己,那么,前述的“副作用”又是什么呢?

### (三) 独立董事政治背景——独立董事制度研究的新角度

笔者希望从一个不同于已有研究的角度去研究独立董事制度,即在中国政治经济背景下考察这种独立董事的政治背景可能给企业带来的影响。对于这个研究角度,笔者参考了 Hillman 和 Dalziel(2003<sup>[1]</sup>)的观点。作者认为代理理论一直是研究董事会作用的主导理论,因此学者们关注于董事会的监督控制职能而忽视了董事能力的异质性,而董事能力取决于董事资本,资源依赖理论学者们的一个主要关注点便在于此。这种资本既包括董事的人力资本(经验、专家水平、声誉)也包括关系资本,这种关系资本则能够使董事获取“关系网络中事实存在的以及潜在的镶嵌于关系网络的资本”(Nahapiet 和 Ghoshal,1998<sup>[2]</sup>)。这种基于董事资本概念的资源依赖理论(the theory of resource dependence)为笔者研究独立董事的所谓“副作用”提供了启发。

资源依赖理论来源于经济学和社会学对公司权力分布的研究。此类研究得出了一个一般性的结论,董事是公司积累资本的重要推动力,公司可以通过董事在社会中的威望来获取公司的声誉,

维持公司一定的社会地位,这对于公司应付外部环境的不确定具有重要的作用。Dalton、Daily、Johnson 和 Ellstrand(1999<sup>[3]</sup>)的经验研究表明董事资本与公司业绩之间存在关系。Amy J. Hillman 和 Thomas Dalziel(2003<sup>[1]</sup>)指出董事资本为公司提供及时、有价值的信息并能够帮助公司减少在不确定性环境下处理不确定性的交易成本,因此能够帮助公司提升公司的业绩。

吴文峰等人(2009<sup>[12]</sup>)研究了中国民营上市公司高管的政府背景对公司价值的影响。研究发现,在区分政府背景等级之后,高管的地方政府背景对公司价值有显著的正面影响,而中央政府背景并没有影响民营上市公司的绩效。作者认为民营上市公司主要受地方政府的管辖,因而其高管的地方政府背景有利于企业减少地方政府的权利侵害行为,并且能够帮助企业在融资上获得便利。而 Fan Wong 和 Zhang(2007<sup>[9]</sup>)的文章则提出了相反的事实。作者指出,在控制了其他影响因素之后,首发的首日股票回报率与 CEO 的政治关联存在强负相关,意味着中国投资者预期到政治干预的负面影响,因而降低了愿意付给的股价。

而最新的研究则来自 Eitan Goldman、Jörg Rocholl 和 Jongil So(2009<sup>[10]</sup>)。研究结果表明:(1)随着公司提名具有政治关联的人士来担任公司董事,由于市场预期公司可能在未来获得与此相关的政治收益,公司的股票价格出现上升现象;(2)当具有政治关联的董事会成员所属的政党控制了总统职位,那么由该董事带来的超额收益会上升,反之那些隶属于反对党的政治关联董事带来的超额收益则下降。

### (四) 针对独立董事政治背景的研究及其不足

作为公司董事会中的一员,独立董事的这种政治资本同样不容忽视。

① 当然,对这些公司来讲,这种副作用可能就是他们最大化收益的最大作用或者主要作用了。

② 据《中国证券报》对截至2001年底已公告聘请或拟聘请独立董事的274家上市公司所聘的511名独立董事和其候选人所从事的职业调查,大致分为以下三类:一是行业技术类专家,共135人,占总人数的26.42%;二是经济学家,共131人,占总人数的25.64%;三是财会专家,共60人,占总人数的11.74%。有24名工程院院士、中科院院士也出任了独立董事职务。这一现象被学界称为独立董事的“名流化”。

然而,对独立董事政治背景的研究却相当稀缺。在资源依赖理论已提供了一定的理论基础(20世纪70年代资源依赖理论就已经在组织研究中崭露头角了)之下,并且对独立董事制度研究已然成为热点的情况下,独立董事的政治作用不该成为独立董事制度研究的一个死角。所幸的是,Anup Agrawal和C. R. Knoeber(2001<sup>[5]</sup>)的研究为学者们扫除了这一死角<sup>①</sup>。他们指出,独立董事除了能够发挥监督与控制作用之外还能发挥政治作用。在那些政治因素成为公司盈利的重要因素的公司内,这类具有政府或法律背景的独立董事可以利用他们这方面的经验知识及相关洞见帮助公司预测政府的行为,并通过自身的背景影响力力争使政府的决策朝着有利于自己所服务的公司的利益的方向进行。作者以美国公司的例子为自己的论点提供了论据。但是,Anup Agrawal和C. R. Knoeber(2001<sup>[5]</sup>)一文并没有直接研究独立董事的政治关联可能对公司造成的影响,它研究了公司聘请具有政府或者法律背景的人士担任独立董事这一行为的影响因素,而又不具体指出这种聘任行为可能对公司造成的影响,同时它仅针对美国上市公司。当然,这也为笔者的研究留下了余地。

但是,作为不同于公司其他高管的独立董事,其作用的发挥一直离不开公司大环境的影响,虽然独立董事是以独立客观的第三方的角色进入公司董事会,不可否认的是,独立董事的独立性一直都备受质疑,特别是在强高管影响力、弱公司治理的中国公司里,这种独立性更是受到学者们强烈诟病。因而,研究独立董事的政治背景的影响力不同于公司高管整体的政治背景的影响力,他既存在独立的影响力,同时也可能受到公司其他高管的影响,如何分离这种单独影响与交互影响是关键所在。

## 二、研究假设

独立董事的政治背景或是单独发挥作用,或是在其他同样具有政治背景的高管的影响下发挥

作用;是对企业绩效起积极正面的影响,还是消极负面的影响;独立董事是与公司其他同样具有政治背景的高管合谋、助纣为虐,还是为股民请命,减轻这种负面影响?又或者也许会夸大独立董事的政治背景的影响力,也许他的这种背景如同“装饰品”(“window dressing”,Helland和Sykuta,2004<sup>[8]</sup>)一样中看不中用?据此,笔者提出三个研究假说:

### (一)“帮助之手”(helping hand)

具有政治背景的独立董事受聘反映了这些公司看中独立董事的政治背景,期望从中获取潜在的政治收益。独立董事的这种政治背景可以视为“声誉资本”,而且这种“声誉资本”的无形资产特征还能提升企业积累资本的能力。企业聘请具有政治背景的独立董事起到了信号传递的作用,而这种信号又是积极的,对企业是有利的。而不仅仅在融资方面,在其他方面也同样能够起到这种积极作用,包括行政审批、政府采购合同的竞争等等,这种政治背景往往能使企业在竞争中处于有利的竞争地位。

### (二)“结盟效应”(aligning effects)

Fan、Wong、Zhang(2007<sup>[9]</sup>)的研究指出中国部分私有化的产权安排导致了这些企业强官僚影响、弱治理以及低专业化水平的公司董事会特征。这使得那些具有政治背景的CEO的企业倾向于聘请具有政治关联的董事,而具有商业经验的董事则相对减少。而独立董事的提名受制于这样的董事会自然会类似的结果。高管中具有政治背景的企业将比那些不具这种背景的企业有更大的聘请政治关联独立董事的动机。

当然,这种“结盟效应”对企业的影响究竟是正面的,还是负面的,在此还难以做出判断,有赖于各种力量的相互抗衡,此消彼长。如果如上述假设所述,那么,这种“结盟效应”自然是“强强联合”。同时,如果高管的政治目标对企业带来的不利影响超过可能的潜在政治收益,那么这种“结盟效应”就会走向另一端,即“助纣为虐”了。

<sup>①</sup> 虽然就笔者目前所掌握的文献来看,这是为数不多的公开发表的一篇研究独立董事政治背景的论文,但是,仅此一篇足以为笔者的研究提供极其有价值的线索。

这种可能性并不是没有的。以实现社会公平和稳定为主要目的的政治目标可能以损害效率为代价。地方政府救济濒临破产困境的地方国有企业时往往把解决下岗人员的再就业视为首要考虑因素而把效益放在第二位,这就从一个侧面反映了政治干预的负面影响。独立董事一旦在这一目标上与企业其他高管达成统一战线,那么对企业及股东的利益来说自然是“助纣为虐”了。

### (三)“装饰品效应”(window dressing effect)

独立董事的政治背景中看不中用,仅仅是纯粹的“装饰品”而已。法律赋予独立董事的特殊职权需要独立董事较高的独立判断能力和信息处理能力,这与独立董事工作时间有限及其外部人的身份相矛盾,在免责及责任保险制度尚未建立健全的中国,独立董事承担较高的风险。因此,笔者认为,那些具有政治背景的独立董事为了尽可能的规避上述的风险,可能以不作为的态度对待企业的事务。

## 三、实证分析

### (一)模型选择及变量定义

考虑到公司聘请的独立董事是否具有政治背景在一定程度上可能受到公司其他高管的政治背景以及公司业绩(滞后一期业绩)、公司实际控制人性质等公司特征的影响,从而使得单方程模型可能因为解释变量间或者解释变量与被解释变量之间的双向决定关系而使模型存在内生性,笔者认为联立方程模型得到的结果更有说服力,因而考虑如下的联立方程模型作为研究检验模型(这里以 *Redepy* 这个被解释变量为例,其余联立方程模型的第二个方程与此相同,只是第一个方程因为实际检验被解释变量的不同而不同):

$$\begin{cases} Redepy = \alpha_1 + \alpha_2 gov1 + \alpha_3 gov2 + \\ \alpha_4 gov1 \times gov2 + \alpha_5 size + \alpha_6 capint + \\ \alpha_7 ros + \alpha_8 nonSOE + \alpha_9 market\_index \\ gov1 = \beta_1 + \beta_2 gov2 + \beta_3 state\_own + \\ \beta_4 ROA + \beta_5 size \end{cases}$$

下面是部分变量的定义:

表1 部分变量定义表

变量标识	变量名称	变量定义
<i>gov1</i>	独立董事政治背景虚拟指标	用来反映上市公司独立董事的政治背景,当独立董事具有政治背景时,该指标取1,否则为0。笔者通过独立董事的简历来获取这方面的信息。
<i>gov2</i>	公司其他主要高管政治背景虚拟指标	上市公司除独立董事外的其他主要高管的政治背景,定义参照 <i>gov1</i> 。
<i>prof</i>	盈利性	息税前利润与总资产的比率
<i>size</i>	上市公司规模	上市公司年末总资产的自然对数
<i>leverage</i>	上市公司资产负债率	公司的负债与资产的比率
<i>coll</i>	资产担保能力	上市公司无形资产与总资产的比率
<i>ros</i>	销售净利率	净利润与营业收入比率
<i>capint</i>	资本密集度	用总资产与营业收入比来表示。
<i>grow</i>	公司成长性	用营业收入增长率来表示。
<i>market_index</i>	市场化指数	樊纲、王小鲁、朱恒鹏等 <sup>①</sup>
<i>nonSOE</i>	私营上市公司虚拟指标	通过上市公司实际控制人的性质进行划分。

① 由于樊纲等(2006)编制的市场化指数仅仅统计到2005年,因而笔者用2004年和2005年两年的平均值作为2004—2008年各地区的市场化指数,虽然比较粗略,但大致能反映出各地区的市场化进程及其程度。

首先,笔者以公司每百万元主营业务收入雇员数(*Redepy*)来衡量公司的人员雇佣状况(曾庆生,2006<sup>[15]</sup>)(这里我们控制了公司的行业特征、公司的大小、公司的成长性以及公司的经营状况等可能影响 *Redepy* 的变量),这个指标主要是为了反映在公司存在具有政治背景的独立董事时公司是否雇佣更多的人员,粗略反映公司雇佣具有政治背景的独立董事可能带来的政治成本;其次,以公司实际负担的税率(*Etaxrt*)来衡量公司是否存在税收的优惠(吴文峰等,2009<sup>[12]</sup>; Adhikari, Derashid 和 Zhang,2006<sup>[7]</sup>),这是为了衡量公司聘请具有政治背景的独立董事时是否给公司带来了一定的政治收益,同样,这里笔者也控制了可能影响公司实际税负大小的各种因素,包括公司的规模、盈利性、资产负债率等变量;第三,以公司的借款资产比(*B/A*)来度量公司本身的融资便利性(孙铮等,2005<sup>[13]</sup>; Khwaja 和 Mian,2005<sup>[6]</sup>),同时,笔者在参数检验中也考察了公司长期借款比例(*L/B*)这个指标,从长短期借款比这个方面反映公司获取长期借款的便利性(结果表明,具有政治关联独立董事的公司其长期借款所占比例比那些独立董事不具有政治关联的公司高出约 1.7 个百分点,而且这种差异是非常显著的);第四,从最终指标,即公司业绩来确定前面包括政治成本以及政治收益在内的指标最终相互作用对公司业绩带来的影响,这里笔者以公司的总资产净利润率(*ROA*)来衡量公司业绩,当然为了保证结论的稳健性,同时会以公司的净资产收益率(*ROE*)和营业毛利率(*OPR*)这两个指标作为公司业绩的替代指标进行稳健性检验。

## (二)模型回归及结果分析

由于联立方程中第一阶段的回归(即联立方程模型中的第二个方程的回归)采用 OLS 回归方法,而事实上第一阶段回归中的因变量是一个二分变量(即 0-1 变量),而且自变量中也存在两个二分变量,所以,这里笔者改换 Logistic 模型对第二个方程进行单独的回归分析。

对于公司其他高管是否具有政治背景对公司聘请的独立董事是否具有政治背景的影响,笔者得到来自于 Fan、Wong、Zhang(2007<sup>[9]</sup>)的研究的启发<sup>①</sup>。当然,需要注意的是,笔者所说的这种决定是拥有政治背景的独立董事选择的结果,而不是说独立董事的政治背景是由这些因素决定,独立董事的政治背景在其受聘为公司独立董事之前就已经存在的,这无疑是外生的,但是这些拥有政治背景的社会人士选择答应哪些类型的上市公司来担任独立董事这样一种行为可能受到笔者前面所分析的因素的影响。

基于以上考虑,笔者对相关变量进行回归,得出的结果如下表所示:

表2 Logistic 模型结果的边际效应分析

自变量\因变量	
<i>gov2</i>	0.118 688 6 (0.000)
<i>Redepy</i>	0.663 652 8 (0.000)
<i>state_own2</i>	0.080 54 (0.000)

注:括号内的值为各系数 Z 统计量的相伴概率值。所有系数都通过 1% 以下的显著性水平检验。

在其他条件不变的情况下,上市公司其他高管从无政治背景到有政治背景这一变化对独立董事有政治背景的概率增加值为 0.118 7;而上市公司的业绩的边际增加对独立董事拥有政治背景概率的增加贡献更大,平均说来,公司的 *ROA* 每增加一个百分点,*gov1* = 1 的概率增加将近 0.7<sup>②</sup>;此外,上市公司的实际控制人性质从非国企到国企的变化对独立董事拥有政治背景的概率增加值的边际效应为 8 个百分点。最后,通过对模型的预测准确率的分析可知,该模型对独立董事是否拥有政治背景的预测准确率达到 60.70%,这是一个可以

① 详见研究假设的“结盟效应”部分。

② 为保证结果的稳健性,笔者用 *ROE* 替代 *ROA*,结果该指标同样对公司聘任具有政治背景的独立董事具有正面的影响,而且结果也是显著的。

接受的预测准确率,模型拟合优度也通过1%的显著性检验,表明该模型的拟合效果是很好的。

联立方程模型第二阶段回归的结果如下:(即这里列出联立方程模型中第一个方程的回归

结果,第二个方程的回归结果在系数符号上与前面的 Logistic 回归结果一样,而边际效应上也与前面的结果没有实质性差别,所以这里以 Logistic 模型回归结果为准)

表3 各个检验模型联立方程回归的结果(SEM)

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
因变量 自变量	<i>Redepy</i>	<i>Etaxrt</i>	<i>B/A</i>	<i>ROA</i>
<i>gov1</i>	<b>1.917 569</b> (0.024)	<b>-0.253 288 1</b> (0.000)	<b>-0.178 637 1</b> (0.004)	<b>-0.277 554 7</b> (0.000)
<i>gov2</i>	<b>0.728 156 7</b> (0.020)	<b>-0.091 085 8</b> (0.000)	<b>-0.060 611 7</b> (0.008)	<b>-0.094 245 5</b> (0.000)
<i>gov1 × gov2</i>	<b>-1.945 538</b> (0.021)	<b>0.248 612 5</b> (0.000)	<b>0.165 248 9</b> (0.007)	<b>0.265 328 7</b> (0.000)
<i>size</i>	-0.711 574 3 (0.000)	0.003 757 3 (0.016)	0.006 664 (0.002)	0.022 113 8 (0.000)
<i>grow</i>				0.000 477 3 (0.007)
<i>capint</i>	0.317 964 2 (0.000)	-0.000 755 1 (0.090)		-0.004 187 8 (0.000)
<i>coll</i>			0.121 677 5 (0.000)	
<i>ros</i>	-2.686 931 (0.000)			
<i>prof</i>		0.194 892 (0.000)		
<i>ROE</i>			-0.142 936 3 (0.000)	
<i>leverage</i>		-0.003 152 5 (0.618)	0.473 457 5 (0.000)	-0.150 462 1 (0.000)
<i>nonSOE</i>	-0.440 415 2 (0.000)	-0.013 134 1 (0.005)		
<i>market_index</i>	-0.218 137 2 (0.000)			
R-square <sup>①</sup>	0.1221		0.1499	
F - Stat	333.04 (0.0000)	6.52 (0.0000)	990.13 (0.0000)	66.16 (0.0000)

注:以上结果给出了第二阶段的回归结果,也就是笔者所要分析的结果;括号内的为t统计量的相伴概率值;粗体标出关键解释变量的结果,这些结果都5%或者1%以下水平的显著性检验。

① 由于联立方程可能出现R平方为负以及大于1的现象,所以笔者只给出那些R平方大于零且小于1的模型的该值,空缺的代表R平方小于0或者大于1。

总体说来,联立方程的拟合还不错,得到的关键解释变量基本上通过了1%的显著性检验。表明这些解释变量在解释因变量方面是很显著的,且联立的F统计量也是显著的。

下面笔者针对模型回归的结果结合研究假设作进一步分析。

### 1. 公司百万元主营收入雇员数与公司独立董事政治背景的关系

模型(1)的回归结果显示,控制其他条件不变,当上市公司仅有独立董事具有政治背景时,公司百万元主营收入的雇员数(*Redepy*)比那些独立董事不拥有政治背景的公司多了将近2人;而当公司其他主要高管同样具有政治背景时,*Redepy*比那些没有政治背景的公司仅多出0.7人。而事实上,在公司没聘请具有政治背景的独立董事之前,由于公司其他高管的政治背景,公司的*Redepy*也比那些没有政治背景的公司多出约0.7人。也就是说,独立董事的政治背景只有在公司其他高管不具有政治背景的情况下才对公司的*Redepy*产生影响(增加约2人)。因而,至少在这方面,独立董事的政治背景并没有出现所谓的“助纣为虐”。

中国的财政分权体制改革使得地方有激励努力发展本地的经济以增加地方财政收入,而政府官员升迁的政绩考核使得这种激励更加强烈。为了促进本地经济的增长,政府官员往往对本地的重点企业进行一定程度的扶持,包括税收补贴等。当然,天下没有免费的午餐,政府在积极参与与地方企业建设的同时也期望从中获取回报,在面临就业问题时,政府有动机让这些企业分担就业压力。陈冬华(2003<sup>[14]</sup>)发现,具有政府背景的董事对公司雇佣数量存在显著的正方向的影响。笔者的结果同样支持这个结论,无论是单独的独立董事的政治背景,或者单独的公司其他主要高管的政治背景,都对上市公司的雇员数量有显著的正方向影响,而且政治关联独立董事的这种作用更强。但是陈冬华(2003<sup>[14]</sup>)没有发现的是,当这两者结合在一起时,这种影响则发生了一定程度的抵减。

### 2. 公司实际税负与公司独立董事政治背景的关系

模型(2)的回归结果显示,控制其他条件不变的情况下,拥有政治背景独立董事的上市公司的实际税负(*Etaxrt*)比那些不拥有政治背景独立

董事的上市公司低25个百分点。但是与模型(1)的结果一样,这里同样存在一种替代效应,当那些拥有政治关联高管的上市公司引入政治关联独立董事之后,公司的*Etaxrt*减轻率并没有发生实质性的改变,从0.091变为0.097,这种变化是非常小的。也就是说,这种政治关联度的叠加并没有产生叠加作用。事实上,如果引入的独立董事的政治背景与公司高管本身的政治背景没有差异,或者在级别上更低,那么可以想象,这种没有增加级别的政治关联叠加自然较难产生 $1+1>2$ 的作用。

但是不可否认那些本身没有政治关联的公司,在引入政治关联独立董事后确实显著地比那些不具有这种特征的上市公司*Etaxrt*要低很多。而这种现象的存在事实上受到众多研究学者的承认。虽然他们多是从公司高管的角度出发来论证的,但是笔者的研究为此添加了一笔,独立董事的政治背景同样具有帮助公司获取税收优惠的作用。笔者在分离公司其他主要高管的政治背景和独立董事的政治背景之下得出的结论更具有可靠性。

### 3. 公司融资情况与公司独立董事政治背景的关系

模型(3)回归结果显示,单独来看,无论是独立董事的政治背景还是公司其他高管的政治背景都对借款资产比(*B/A*)产生反面影响,而与模型(2)相同,这种反相关在独立董事独自发挥作用时要比公司其他高管独自发挥作用大。其他条件不变的情况下,平均说来,拥有政治关联独立董事的上市公司其*B/A*比那些不具这种特征的上市公司要低约17个百分点,而公司其他高管的贡献则是约6个百分点。有趣的是,这里笔者同样看到了二者政治背景之间的非叠加效应,当上市公司其他高管本身就拥有政治关联时,引入政治关联独立董事并不会对公司其他主要高管政治关联的作用产生显著性的影响。

针对这种*B/A*有与公司独立董事的政治关联成反相关的现象,笔者认为可以这么解释:虽然说,*B/A*在一定程度上反映上市公司从银行或其他金融机构融资的便利性程度,但是,对于许多上市公司来说,它们可以从债券市场或者增发股票来进行再融资。或许存在这么一种情况,即那些拥有政治关联的公司凭借这种政治关联实际上可

以更容易地从证券市场上直接融到资金,而无需靠银行或其他金融机构来获得间接融资,而且,直接融资的规模更大。

单独从  $B/A$  也许不能获取更详细的信息,毕竟包括长短期借款在内的  $B/A$  只提供了总的借款规模占公司资产的比例。因此,笔者还从公司的借款期限进行分析。结果表明,公司其他高管的政治背景对长短期借款比率 ( $L/B$ ) 并不产生显著影响,相反,公司独立董事的政治背景则对公司的  $L/B$  产生了显著的积极影响,其他条件保持不变,平均说来,具有政治关联独立董事的  $L/B$  比那些不具有政治关联独立董事的公司高近六成。表明在其他条件保持不变的情况下,公司拥有政治关联独立董事有助于公司获取更长期限的借款。从信号传递的角度讲,公司拥有政治关联独立董事向市场传递一个积极信号,而金融机构的反映就是保持(公司原本存在政治关联)或调高(公司原本不存在政治关联)对公司的评价,所以在贷款安排中提升对公司长期贷款的比例。

4. 公司经营业绩与公司独立董事政治背景之间的关系

以  $ROA$  为衡量企业业绩的指标,模型(4)回归结果表明,无论是独立董事的政治背景还是其他主要高管的政治背景都对上市公司的业绩起到一种消极的影响(各自单独起作用,即,公司不是同时拥有上述两种政治关联高管);同样,这种消极影响在上市公司仅仅含有政治关联独立董事时要大于仅仅含有政治关联其他高管(具体说来,政治关联独立董事的消极作用将近其他主要高管政治关联消极作用的三倍);而当公司其他主要高管本身拥有政治关联时,政治关联独立董事的引入并没有产生显著影响(公司其他主要高管的政治关联的边际消极效应为 0.094 2,而引入独立董事之后的总计边际消极效应为  $0.277 5 + 0.094 2 - 0.265 3 = 0.106 4$ )。

与国外研究表明公司的政治关联能够起到改善公司绩效不一样,笔者这里的回归分析结果表明独立董事政治关联(独立董事的政治背景单独起作用的时候)并不能使公司绩效比那些不具有政治关联的公司好,反而是一种消极的影响。而这则支持了国内众多对公司高管的政治关联起“掠夺之手”(grabbing hand,事实上,最早提出这

一说法的是 Shleifer 和 Vishny (1998)<sup>[4]</sup>)的作用的研究。但是,笔者的结果也表明,独立董事与公司其他高管的联合既不是“强强联合”也不是“助纣为虐”,就业绩而言,独立董事的政治关联的加入并没有对原先存在的政治关联产生叠加效应,独立董事的政治背景的作用更像笔者假设所指出的那样,更多的是一种“装饰品效应”。

为了保证上述结论的稳健性,笔者替换业绩衡量指标,以净资产收益率 ( $ROE$ ) 为业绩衡量指标,回归得出的结果与上述并无二致,而且进一步巩固了上述结论,保证了上述结论的稳健性;即使仅考虑公司的经营活动,以营业毛利率 ( $OPR$ ) 为业绩衡量指标仍然支持笔者上述结论。

#### 四、政策建议

本文从独立董事的政治背景在上市公司中广泛存在的现象入手分析独立董事的这种政治背景可能给上市公司带来的影响,并且考虑了上市公司聘请具有政治背景的独立董事的影响因素,从而检验了这种聘请行为受到上市公司其他高管的政治背景、公司业绩以及公司实际控制人性质的影响。在考虑了这种变量间的双向因果关系之后采用联立方程模型进行回归分析。本文的分析表明,虽然独立董事的政治背景可能在实际税负以及融资(具体来说是长期借款比例,因为借款资产比作为被解释变量得出的结果表明这些公司的借款资产比要比参照公司来得少)方面给上市公司带来一定的优惠,但其政治成本同样不容忽视。因为潜在的政治成本超过可能带来的政治收益,使得这种政治背景并没有给公司带来积极影响。所以,笔者认为上市公司在聘请独立董事时不可盲目追求所谓的“名流化”、“政治关联化”,同时上市公司在引入独立董事这一措施上一定要有积极的态度,事实上,独立董事的核心作用,即监督、控制作用才是监管层引入该制度的初衷。盲目追求独立董事的政治关联化并不是企业的最优选择。

在独立董事制度的研究方面,从独立董事的政治背景入手分析无论在国外还是在国内都是比较少的,大多文献集中于研究独立董事的监督控制角色,本文从另一个角度给出了自己的看法是对该制度研究的一个有益补充。当然,文章在指标的设计,包括冗员指标的定量、融资便利性的衡



量上都可能存在缺陷,指标设计本身因为考虑不周而没能反映该变量所包含的全部信息,可能对结果造成一定的影响,这是今后进一步研究的重点。同时,笔者认为在众多关于高管政治关联对公司影响的研究中可能更多的是从高管的政治背景的普遍特征入手分析,而独立董事因其不同于公司其他高管的特征使得其在行为方面可能有所不同,因而若能从这方面入手做进一步研究并提出一个不同于其他高管的政治背景的作用的理论,可能会使分析更有说服力。

### 【参考文献】

- [1] Amy J Hillman, Thomas Dalziel. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives [J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28(3):383-396.
- [2] J Nahapiet, S Ghoshal. Social Capital, Intellectual Capital, and the Organization Advantage [J]. *Academy of Management Review*, 23:242-266.
- [3] Dan R Dalton, Catherine M Daily, Jonathan L Johnson Alan E. Ellstrand, Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis [J]. *Academy of Management Journal*, 1999, (42) (6):674-686.
- [4] Shleifer A, Vishny R. The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Curse [M]. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1998.
- [5] Anup Agrawal, C R Knoeber. Do Some Outside Directors Play a Political Role? [J]. *Journal of Law and Economics*, 2001, 44 (1):179-198.
- [6] Khwaja Mian. Do Lenders Favor Politically Connected

- Firms? [J]. *The Quarterly Journal of Economics* 2005, 120:1371-1411.
- [7] Adhikari Derashid, Zhang. Public Policy, Political Connections and Effective Tax Rates: Longitudinal evidence from Malaysia [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, 25:574-595.
- [8] Eric Helland, Michael Sykuta. Regulation and the Evolution of Corporate Boards: Monitoring, Advising, or Window Dressing? [J]. *Journal of Law and Economics*. 2004, 47:167-193.
- [9] Joseph P H Fan, T J Wong, Tianyu Zhang. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84:330-357.
- [10] Eitan Goldman Jörg Rocholl, Jongil So. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? [J]. *The Review of Financial Studies*, 22. 2009, (6):2331-2360.
- [11] Raymond Fisman. Estimating the Value of Political Connections [J] *The American Economic Review*, 2001, 91(4):1095-1102.
- [12] 吴文峰,吴冲锋,芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. *管理世界*, 2009(3).
- [13] 孙铮,刘凤委,李增全. 市场化程度、政府干预与企业债券期限结构——来自我国上市公司的经验证据 [J]. *经济研究*, 2005(5).
- [14] 陈冬华. 地方政府、公司治理与补贴收入 [J]. *财经研究*, 2003(9).
- [15] 曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本 [J]. *经济研究*, 2006(5).

(责任编辑:夏东,朱德东)

## Analysis of the Effect of Political Background of Independent Directors on Listed Companies

CHEN Yi-hong

(Department of Plan and Development, Quanzhou Bank, Fujian Quanzhou 362000, china)

**Abstract:** According to theory of enterprise politics connection, the enterprises with certain politics connection can obtain certain preferential benefits in some important aspects on the tax payment, administrative examination and credit availability. As a special group of senior executives, this paper raises three conjectures such as whether the political connection of independent directors also plays the above role, what their political background brings to the enterprises. According to the three hypotheses, this paper makes empirical test by using simultaneous equation model based on the behavior of that hiring independent directors with political background may be influenced by whether other CEOs of the company have the features of political background, achievement, real company controllers and so on.

**Key words:** independent director; political background; theory of enterprise's political connection; simultaneous equation model