



官员独董： “掠夺之手”抑或“扶持之手”

罗进辉, 谢达熙, 陈华阳
厦门大学 管理学院, 厦门 361005

摘要:上市公司聘请离退休官员担任独立董事(简称“官员独董”),在中国乃至世界范围内都是一种普遍现象。上市公司通过聘请官员独董能够建立起与政府部门的政治联系,从而帮助其从政府手中获得各种稀缺资源和优惠政策,同时也需要承担提供就业机会、政府税收、官员政治升迁等多种社会服务和政治任务。官员独董给公司带来了怎样的经济影响,这是学术界和企业界长期热议的焦点问题,但一直没有得到令人信服的科学检验。

为了探究官员独董对所任职公司的经济影响,利用2013年10月19日中组部发布的《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》(简称“18号文”)作为外生冲击事件,手工收集2013年10月19日至2014年12月31日中国A股上市公司披露的790起独立董事辞职公告,利用事件研究法检验辞职公告的市场反应,以测量官员独董在中国上市公司中发挥的实际作用。

研究结果表明,投资者对官员独董的辞职公告事件表现出显著为正的市場反应,而且官员独董辞职事件的正向市場反应明显强于非官员独董辞职事件的市場反应,实际上非官员独董辞职事件的市場反应显著为负,说明相对非官员独董而言,官员独董更多地扮演了“掠夺之手”的角色,进而损害了公司价值。进一步探索公司内外部多个因素对官员独董价值的可能影响,发现如果公司注册地的政府监管强度或者公司注册地所在省市的市場化水平越高,该公司的官员独董辞职公告事件所引发的市場反应就越积极,官员独董的“扶持之手”角色越难以发挥作用,从而更加突显了官员独董的“掠夺之手”角色。但是,并没有发现官员独董的行政级别、行业专长以及公司获得政府补助的情况等内部因素会影响官员独董价值的经验证据。

创新之处在于增加了非官员独董群体作为对照样本,从而能够更好地判断和评估独立董事政治联系的经济价值,得到的相关研究结论具有更强的说服力。此外,利用官员独董离职潮事件考察独立董事政治联系的经济价值,不仅丰富和深化了独立董事领域的相关研究,而且拓展了政治联系领域的研究成果,同时又为中组部发布“18号文”的政策意义提供了及时可靠的经验证据。研究结果启示企业不能盲目追求和构建与政府的联系,实际上与政府保持适度的距离将更有利于企业的发展。

关键词:官员独董;政治联系;独立董事辞职;监管强度;事件研究

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **doi:**10.3969/j.issn.1672-0334.2017.04.006

文章编号:1672-0334(2017)04-0083-14

收稿日期:2017-01-25 **修返日期:**2017-06-11

基金项目:国家自然科学基金(71572160)

作者简介:罗进辉,管理学博士,厦门大学管理学院副教授,研究方向为资本市场财务会计和公司治理等,代表性学术成果为“Political connections, home formal institutions, and internationalization: evidence from China”,发表在2016年第1期《Management and Organization Review》,E-mail:jinhui@xmu.edu.cn

谢达熙,厦门大学管理学院硕士研究生,研究方向为资本市场财务会计等,代表性学术成果为“审计委员会与股价崩盘风险”,发表在2016年第2期《当代会计评论》,E-mail:348664160@qq.com

陈华阳,厦门大学管理学院硕士研究生,研究方向为资本市场财务会计等,E-mail:88129082@qq.com

引言

2013年7月25日中国重汽(03808.HK)公告称,3位省部级退休官员将同时出任公司的独立董事职务,这一公告事件在中央强力反腐的大背景下瞬间引起了公众的广泛关注和热议。在社会的各种压力下,3位省部级退休官员在任职不到12天就闪电离职。紧接着,中组部于2013年10月19日下发了《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》(下称“18号文”),对党政领导干部在企业兼职的任职资格、离职期限、任职年龄和报酬等方面做出了严格、详细的规定。“18号文”发布后,中国A股上市公司声势浩大的官员独董离职潮就此拉开序幕,而这些官员独董的离职会给目标公司带来怎样的经济影响呢?

实际上,这是企业界和学术界长期热议的一个重要学术问题。上市公司通过聘请官员独董能够建立起与政府部门的政治联系,从而帮助公司从政府获得各种稀缺资源和优惠政策^[1],同时也需要承担提供就业机会、政府税收、官员政治升迁等多种社会和政治任务^[2]。关于政治联系在企业的生存和发展中所发挥的作用,学术界也长期存在着“扶持之手”和“掠夺之手”两种相互竞争的观点^[3],而且分别取得了一定的经验证据支持^[4-5]。在此背景下,具有政治联系的独立董事(俗称“官员独董”)在上市公司中所扮演的角色就成为一个亟待经验检验的实证问题。

1 相关研究评述

在传统的法人治理结构中存在委托代理问题,缺少独立的监督机构。应运而生的独立董事制度加强了公司的内部制衡机制,能够抑制“内部人”权力的无限膨胀^[6]。随着独立董事制度的实施,其有效性问题吸引了众多学者关注。

BRICKLEY et al.^[7]和GIANNETTI et al.^[8]研究发现,独立董事能够有效监督和约束管理层,提升公司业绩,增加股东财富。但另一些学者则发现,独立董事对公司绩效并未产生显著的影响^[9],甚至会降低公司的财务业绩,减损企业价值。HARFORD^[10]以公司接管事件作为切入点,发现目标企业的独立董事在接管过程中会为了自身利益而抵制接管要约,从而损害股东利益。可见,关于独立董事对公司的治理效果,资本市场的经验证据并未取得一致的结论。在这种情况下,有些学者立足于上市公司董事会的独立性,从公司层面检验独立董事制度的有效性。BHAGAT et al.^[11]发现独立董事比例与公司长期业绩间存在一种非线性的倒U形关系,意味着独立董事的比例并非越高越好;SU et al.^[12]更是发现独立董事比例与股权集中度呈U形曲线关系,表明在中国特殊制度背景下,独立董事实际受到大股东的控制进而沦为大股东攫取控制权私利的平台和工具;但是,PENG^[13]和LUO et al.^[14]研究发现独立董事的比例越高,其越能有效监督和约束管理层的机会主义和大

股东的利益侵占行为,降低代理成本,保护中小股东权益,进而提高公司业绩和给股东带来价值增值。

面对相互竞争的理论观点和经验证据,考虑到公司业绩与董事会结构的内生性问题以及董事会独立性的不可观察性,当独立董事比例逐渐趋同,单纯通过独立董事比例来考察其治理作用可能不再具有科学的参考价值^[15-16]。鉴于此,不少学者开始探索可观察的独立董事个体特征对其治理行为的潜在重要影响。魏刚等^[17]、叶康涛等^[18]和杜兴强等^[19]分析独立董事的性别、年龄、教育背景、职业背景、海外经历等多项个体特征对独立董事治理效果的影响。而独立董事的履职特征,如独立董事的任期、兼职家数、工作地点^[20]、参会投票情况以及公司董事会是否下设专业委员会等^[21],同样对独立董事的有效性产生了显著影响。除此之外,也有学者从独立董事的社会网络视角检验了独立董事所处网络位置对其个体治理行为的影响^[15]。

在中国转轨经济的制度背景和浓厚的“关系”文化背景下,政治联系作为不完善的市场经济体制的一种替代机制,在社会经济活动和企业的生存与发展中发挥着非常重要的作用^[22]。因此,近年来独立董事的政治联系特征引起了相关学者的积极跟进和关注。一个具有政治联系的独立董事除了肩负其应有的监督职责外,特殊的政治身份背景还能为其所在公司提供丰富的社会资本和政商资源,从而发挥资源效应^[1]。基于资源依赖理论,独立董事的政治联系成为影响其有效性的一个重要方面。据此,相关学者研究发现官员独董能为企业获取优厚的政府订单、减少政府管制和行政监管^[19]、提升财务业绩和公司价值^[1]、创造超额市场回报^[23]。但也有学者研究发现官员独董虽然能够为民营企业带来更多的外部贷款和政府补助,推动民营企业的发展,但却会使国有企业面临更加严重的关联交易和过度投资问题,阻碍其健康有序的运行,与此同时还会降低企业的会计信息质量^[24]。考虑到独立董事的任免通常具有内生性,近两年中国学者开始利用“18号文”引起的官员独董离职潮作为外生冲击事件,从市场的综合反应视角评价和检验官员独董的价值。钟覃琳等^[25]发现存在官员独董的上市公司在“18号文”发布后得到了显著为负的市场反应,反映了官员独董对上市公司的独特价值。进一步,XU et al.^[26]、醋卫华^[27]、叶青等^[28]和邓晓飞等^[29]重点考察“18号文”发布后官员独董辞职公告的市场反应,发现目标公司得到显著为负的累积超常收益率,再次说明官员独董对上市公司的重要经济价值。

综上所述,虽然学者们对独立董事的治理效果进行了广泛的研究,但是没有取得一致的结论。除了制度背景、研究样本和研究视角等方面的差异外,内生性问题是导致相互冲突的研究结论无法得到较好解释的重要原因。特别地,虽然最近基于“18号文”外生冲击事件的研究较好地解决了内生性问题,但是这些研究却存在一个共同的研究设计缺陷,即

没有设计比较参照,使研究结论不能说明投资者的市场反应是针对官员独董的辞职还是针对独董的辞职。鉴于此,本研究拟在一个较长的时间窗口和较大的研究样本下,通过比较官员独董和非官员独董的辞职公告市场反应,科学地检验官员独董的综合价值,以期判断相对非官员独董而言,官员独董主要扮演的角色是“掠夺之手”还是“扶持之手”。

2 理论分析和假设提出

在中国转轨经济的制度背景下,政府在资源配置中扮演着不可替代的角色^[30],而这些资源往往是企业生存发展的稀缺资源。因此,与政府构建长期稳定的政治联系对中国企业具有重要的战略意义^[17,31]。通常,与公司高管的政治联系相比,独立董事的政治联系强度和级别都要相对高很多。正因为如此,聘请在职或离退休官员担任独立董事成为中国资本市场上市公司的普遍现象。但是,政治联系是一把“双刃剑”^[31-32],官员独董既可能扮演“扶持之手”的角色提升公司价值,也可能扮演“掠夺之手”的角色损害公司价值。

具体地,一方面,官员独董能够在保证“形式上独立”的同时,最大限度地利用其多年积累的社会资本和人脉资源为上市公司提供帮助,扮演“扶持之手”的角色^[29]。这些久经官场历练、熟悉中国政企博弈的官员独董能够为企业提供有关政策制定和法律法规的建议和咨询,判断企业经营决策是否合规,在搭建企业与政府沟通平台的同时,还可能影响政策走向,帮助企业化解当下的危机,从而为企业减轻政策的不确定性,规避经营风险^[25],进而提升企业价值。与此同时,官员独董还具有重要的战略资源优势^[33],能够帮助企业(特别是民营企业)进入高壁垒性行业,获得更多的银行贷款和政府补助^[34]。此外,出于规避政治风险的考虑,官员独董会更加珍惜和维护自己的声誉,避免不必要的法律诉讼,从而更加勤勉地监督管理层和控股股东,发挥一定程度的监督作用^[9]。但是,另一方面,官员独董也可能扮演“掠夺之手”的角色。对企业(特别是国有企业)而言,聘请离退休官员担任独立董事,可能是为了与政府建立联系而把独立董事职位作为一种福利发给特权阶层,从而成为一种政策性负担。更为严重的是,在官员独董的牵线搭桥下,企业更可能背负上政府摊派的形象工程、创造就业、慈善捐赠等多种社会性负担^[2],从而损害企业价值。与此同时,官员独董大多为离退休官员,年事已高且普遍存在多家上市公司“一肩挑”的兼职现象,是否有足够的精力履行监督和咨询的职责也存在很大的疑问,何况公司的大股东或管理层也不会“作茧自缚”地聘请称职的官员独董来监督自己的经营行为^[35]。WANG^[34]发现官员独董任职的公司具有更为严重的关联交易和过度投资问题。

基于上述分析,官员独董同时扮演着两种截然相反的治理角色,即“扶持之手”和“掠夺之手”,至

于哪一种角色占优以及官员独董的综合实际价值则是一个有待实证检验的问题。因此,本研究认为官员独董的离职既可能损害公司价值,也可能提升公司价值。据此,本研究提出两个有待检验的竞争性假设。

H_{1a} 投资者对官员独董辞职事件的市场反应显著为负,官员独董表现为“扶持之手”。

H_{1b} 投资者对官员独董辞职事件的市场反应显著为正,官员独董表现为“掠夺之手”。

虽然官员独董的实际价值还有待于利用进一步的经验证据进行判断,但是不同个体的官员独董能够带来的价值肯定是异质的,即官员独董的价值会因官员的个体特征不同而存在差异。①行政级别是官员独董的一个重要特征。在中国,俗话说“官大一级压死人”,不同层级或强度的政治联系意味着政治影响力和稀缺资源的差异,对企业的影响程度也会不同^[36]。一方面,官员的行政级别越高,权力越大,越有可能发挥“余热”,为企业提供更多的稀缺资源和利益。另一方面,官员独董的行政级别越高,其政治升迁的动机就越强,从而越可能让其任职的公司承担更多的社会性负担。因此,官员独董的行政级别越高,既可能带来更可观的经济利益,也可能带来更沉重的政策性负担。②行业专长是官员独董的另一个重要特征。根据2001年中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,上市公司应“聘任适当人员担任独立董事,其中至少包括一名会计专业人士”,独立董事需“具备上市公司运作的基本知识,熟悉相关法律、行政法规、规章及规则”和“具有五年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验”。由此可见,专业背景和相关工作经历是独立董事任职的必备条件之一。因此,官员独董的行业专长是其有效履行独立董事监督和咨询职责的重要保障,因而能够给公司带来积极的价值。③获取政府补助是官员独董为任职公司提供“专有政治资本”的一个重要表现。在中国,建立政治联系能为企业带来诸多好处,其中最重要的当属获得政府补助。一方面,政府补助能够帮助企业降低成本或弥补亏损,从而增强其在市场中的竞争力;另一方面,政府补助作为政府的财政预算内资金,政府官员对其的分配决策具有较大的自由裁量空间,使政府补助成为企业竞相争夺的重要资源,从而成为政企寻租的重灾区。已有的大量研究表明,政治联系能够帮助企业获得更多的政府补助^[37]。因此,当官员独董为企业带来了更多的政府补助时,其辞职对企业而言将是一个更加切实的损失。基于上述分析,本研究提出3个有待检验的假设。

H_{2a} 官员独董的行政级别越高,投资者对官员独董辞职事件的负向市场反应越强(或者正向市场反应越弱)。

H_{2b} 官员独董的行业相关性越高,投资者对官员独董辞职事件的负向市场反应越强(或者正向市场

反应越弱)。

H_{2c} 上市公司获得的政府补助越多,投资者对官员独董辞职事件的负向市场反应越强(或者正向市场反应越弱)。

在中国新兴的市场经济背景下,由于正式制度尚不健全,政治联系等非正式制度仍然深刻影响着企业的生存和发展^[38]。与此同时,由于中国的国民经济受到市场力量和行政力量的双重作用,加之改革进程各异,公司所处地区的制度环境存在较大差异,这种差异将对公司的日常经营和治理水平产生重要影响^[39]。具体地,随着外部制度环境的改善、经济体制的转变和政府行政干预的减少,上市公司所处的市场竞争环境将逐步趋向透明化,上市公司越倾向于通过市场化规则和手段在要素市场上获取资源,从而减少对政治联系的依赖,因而政治联系的价值也会随之降低^[40]。同理,完善的市场监管环境能够强化相关部门的监督整治力度,营造公平竞争的市场环境,减少企业生产经营中的“暗箱操作”,从而激发市场活力,优化资源配置。在这种情况下,政治联系所能发挥的资源支持效应也将被明显弱化。因此,本研究分析认为,外部的制度环境和监管环境是影响官员独董价值的重要因素,外部的市场化水平越高、政府的监管强度越大,官员独董的资源支持效应和行政干预效应就越弱。据此,在 H_{1a} 和 H_{1b} 的基础上提出以下2个相对应的子假设。

H_{3a} 公司注册地的政府监管强度越大或者公司注册地所在省市的市场化水平越高,投资者对该公司的官员独董辞职事件的负向市场反应越弱。

H_{3b} 公司注册地的政府监管强度越大或者公司注册地所在省市的市场化水平越高,投资者对该公司的官员独董辞职事件的正向市场反应越弱。

3 实证研究设计

3.1 样本选取和数据来源

“18号文”发布于2013年10月19日,因此本研究选取中国A股上市公司在2013年10月19日至2014年12月31日期间发生的独立董事辞职公告事件作为研究样本,之所以截止至2014年12月31日,主要是因为2015年11月教育部针对高校独董发布了相关文件并引起了高校独董的离职潮,而辞职的高校独董区别于官员独董的突出特征是“亦学亦官”特点,使这些独董辞职事件的市场反应的经济含义较为复杂。通过翻阅独立董事的辞职公告和目标公司的年度报告,本研究得到1142起独立董事辞职的公告事件。为了提高样本间的可比性,对初始样本进行筛选:①剔除同时发行B股或H股的样本4个;②剔除从属于金融行业的样本28个;③剔除在辞职公告日前后5天目标公司发布了再融资、股利分配、股权激励计划等重大公告事件的样本28个;④剔除辞职事件发生当年目标公司退市的样本2个;⑤剔除事件日当天停牌没有交易的样本240个;⑥剔除相关数据缺失的样本50个。最后,本研究得到790个有效的独立董事辞职公告事件样本,涉及602家A股上市公司的690位独立董事,其中官员独董的辞职公告事件有337起,非官员独董的辞职公告事件有453起。

独立董事辞职公告事件的相关数据由研究人员手工收集整理上市公司的信息披露公告得到,上市公司的股票交易数据、公司治理和财务报表数据均来自国泰安CSMAR数据库,上市公司注册地所在省市的市场化水平数据使用樊纲等^[39]编制的中国市场化指数。特别地,本研究对独立董事辞职事件发生的时间进行统计分析,结果见图1。由图1可知,“18号文”发布的当且仅有6人次独董辞职,但之后独董

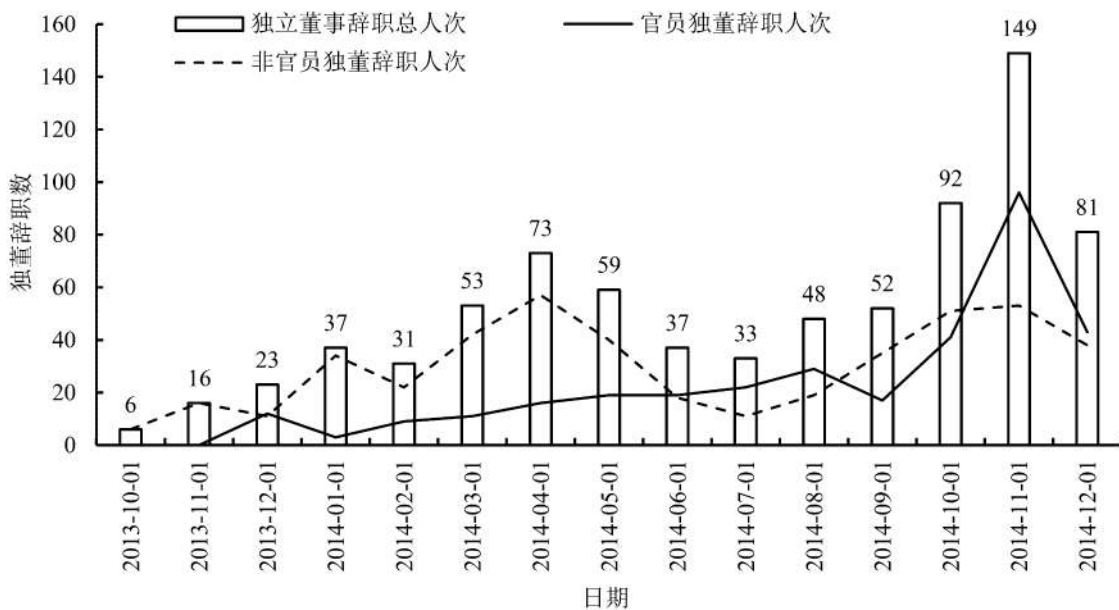


图1 独董辞职人次的时间分布

Figure 1 Distribution of Resignation of Independent Directors by Person-time

辞职人次开始激增,2014年11月高达149人次,直观反映了“18号文”对文件发布后的独立董事辞职潮事件产生的重要影响。

3.2 主要变量定义和度量

3.2.1 市场反应

借鉴BROWN et al.^[41]的方法,本研究利用上市公司独立董事首次公告辞职的累积市场超常收益率(CAR)测量投资者的市场反应。 $CAR = \sum (R_i - R_m)$, R_i 为*i*公司考虑现金红利再投资的股票日收益率, R_m 为分市场下(沪市A股、深市A股和创业板)考虑现金红利再投资的等权平均市场日回报率。具体地,①事件日的确定,借鉴王化成等^[42]和罗进辉^[43]事件研究文献的做法,本研究选择独立董事辞职的首次公告披露日作为事件日。②事件窗口的确定,考虑到可能存在信息泄露导致的提前反应问题和涨跌停板限制下的反应延迟现象,本研究选用[-1,+1]、[-2,+2]、[-2,+5]、[-2,+20]和[-2,+60]等多个事件窗口。③CAR的计算方法,在中国资本市场,市场调整法和市场模型法的结果高度相似^[42],本研究在主体分析中使用市场调整法计算CAR,并用市场模型法对研究结论进行稳健性测试。

3.2.2 解释变量

(1)官员独董(Official)。借鉴醋卫华^[27]和邓晓飞等^[29]的做法,由于此次的独立董事辞职潮始于旨在限制政府官员在企业兼职的“18号文”,本研究设置官员独董哑变量。若独立董事的辞职公告中披露的辞职原因是“18号文”或现任职单位因响应中央号召出台的相关规定,则将该独立董事认定为官员独董,Official取值为1;否则将其认定为普通独董,Official取值为0。

(2)官员独董的行政级别(Level)。根据独董个人简历中有关任职单位和职务信息,对辞职独董曾任或现任的行政级别进行赋值,省部级正职及以上取值为8,省部级副职取值为7,厅局(地)正职取值为6,厅局(地)副职取值为5,县处级正职取值为4,县处级副职取值为3,乡科级正职取值为2,乡科级副职及以下取值为1,未曾在政府部门任职或官员独董行政级别数据缺失(极少)取值为0。行政级别越高,Level越大。

(3)独立董事的行业相关性(Relevance)。当辞职独董此前或当前的工作与上市公司经营范围相关,或涉及法律和经济领域时取值为1,否则取值为0。

(4)政府补助(Subsidy)。上市公司的政府补助为公司上一年期末政府补助总额占期末总资产的比例。

(5)政府的监管强度(Regulation)。参考DU^[44]和陈冬华等^[22]的做法,本研究手工收集上市公司注册地以及中国证监会、上海证券交易所和深圳证券交易所3个监管中心办公大楼的经纬度信息,通过经纬度计算上市公司与3个监管中心球面距离的均值,对均值取自然对数,测量上市公司面临的监管强度。

Regulation值越大,代表监管强度越弱。

(6)市场化水平(Mkt)。本研究使用樊纲等^[39]编制的中国市场化指数测量上市公司注册地所在省市的市场化水平,该指数越高,意味着该地区的市场化制度环境越完善。

3.2.3 控制变量

参考关于信息公告市场反应的事件研究文献^[43],本研究控制年龄(Age)和性别(Gender)等独立董事的个体特征变量、董事会规模(Board)和独立董事比例(Indb)等公司治理变量以及公司规模(Size)、贝塔系数(Beta)、负债水平(Lev)、股票换手率(Turnover)、总资产收益率(ROA)等公司特征变量。Age为辞职独董截止到上市公司公告时的年龄;Gender在辞职独董为男性时取值为1,否则取值为0;Board为期末公司董事会的总席位数;Indb为期末公司独立董事人数与董事会总人数的比值;Size为公司总资产的自然对数值;Beta为当年上市公司流通市值平均日收益率(因变量)与同期市场指数流通市值平均日收益率(自变量)回归分析得到的回归系数;Lev为公司期末总负债与总资产的比值;Turnover为当年内每个交易日股票成交股数与当日股票流通股总股数的比率之和除以当年交易天数;ROA为公司净利润与总资产的比值。特别地,考虑到在中国特殊的制度背景下国有企业和非国有企业处于不平等的地位,这使它们在建立政治联系的动机和产生的经济后果上会有显著差异^[17],本研究还控制了产权性质的影响,设置国有企业虚拟变量(SOE),当公司的实际控制人为政府或国有法人时取值为1,否则取值为0。与此同时,借鉴醋卫华^[27]的做法,本研究还设置了反映公司的独立董事比例是否因独董辞职而少于政策规定的三分之一的哑变量(Less),当独董辞职后公司的独立董事比率低于三分之一时取值为1,否则取值为0。此外,本研究还引入行业哑变量和年度哑变量,以控制时间效应和行业效应的可能影响。

3.3 计量回归模型设定

为了科学检验本研究的相关假设,设计计量回归模型,即

$$CAR[t_1, t_2] = \beta_0 + \beta_1 X + \sum \beta \text{Control} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $CAR[t_1, t_2]$ 为在 $[t_1, t_2]$ 的时间窗口内计算得到的累积超常收益率,为了全面刻画和反映独立董事辞职公告事件的市场反应,本研究选取[-1,+1]、[-2,+2]、[-2,+5]、[-2,+20]、[-2,+60]等5个时间窗口下的累积超常收益率; X 为Official、Level、Relevance、Subsidy、Regulation、Mkt等解释变量中的某一个; β_0 为截距项; β_1 为解释变量的回归系数;Control为所有相关的控制变量; β 为所有控制变量的回归系数; ε 为残差项。特别地,在检验本研究假设时,由于 H_{1a} 和 H_{1b} 的检验将通过比较官员独董和非官员独董的市场反应差异进行,使用的是由官员独董和非官员独董构成的综合样本; H_{2a} 、 H_{2b} 、 H_{3a} 、 H_{3b} 是关于官员独董价值异质性的理论预期,使用官员独董子

表1 变量的描述性统计结果
Table 1 Results for Descriptive Statistics of Variables

变量	样本量	均值	标准差	最小值	第一四分位数	中位数	第三四分位数	最大值
<i>CAR</i> [-1, +1]	790	-0.001	0.044	-0.135	-0.025	-0.007	0.012	0.302
<i>CAR</i> [-2, +2]	790	0.001	0.057	-0.140	-0.029	-0.005	0.016	0.498
<i>CAR</i> [-2, +5]	790	0.001	0.071	-0.181	-0.034	-0.006	0.022	0.699
<i>CAR</i> [-2, +20]	790	-0.00009	0.125	-0.332	-0.078	-0.019	0.043	0.751
<i>CAR</i> [-2, +60]	790	-0.008	0.199	-0.572	-0.129	-0.043	0.070	1.326
<i>Official</i>	790	0.427	0.495	0	0	0	1	1
<i>Age</i>	790	58.086	9.665	32	50	58	67	84
<i>Gender</i>	790	0.881	0.324	0	1	1	1	1
<i>SOE</i>	790	0.461	0.499	0	0	0	1	1
<i>Less</i>	790	0.768	0.422	0	1	1	1	1
<i>Board</i>	790	9.332	1.935	5	9	9	10	18
<i>Indb</i>	790	0.375	0.057	0.308	0.333	0.364	0.400	0.667
<i>Size</i>	790	22.060	1.288	19.320	21.200	21.930	22.730	26.050
<i>Beta</i>	790	1.106	0.241	0.477	0.953	1.113	1.269	1.664
<i>Lev</i>	790	0.448	0.222	0.052	0.268	0.442	0.618	0.951
<i>Turnover</i>	790	2.152	1.813	0.178	0.958	1.615	2.722	9.902
<i>ROA</i>	790	0.031	0.066	-0.339	0.010	0.033	0.062	0.181

样本进行检验。此外,为了消除极端值的不利影响,本研究对所有连续型变量都进行了上下1%的Winsorize缩尾处理,同时对所有公司治理变量和公司特征变量均采用上一期的年报数据。

4 实证结果分析和讨论

4.1 描述性统计分析结果

表1给出主要变量的描述性统计分析结果。由表1可知,①累积超常收益率在[-1, +1]、[-2, +2]、[-2, +5]、[-2, +20]、[-2, +60]等5个时间窗口下的均值分别为-0.001、0.001、0.001、-0.00009和-0.008,而中位数分别为-0.007、-0.005、-0.006、-0.019和-0.043,这些统计数据没有呈现出一致的符号,主要可能是因为官员独董的辞职公告与非官员独董的辞职公告引起的市场反应存在明显差异。②官员独董哑变量的均值为0.427,说明“18号文”发布后辞职的独立董事中官员独董占比为42.700%。③独立董事年龄的均值和中位数均约为58岁,最大值为84岁,说明辞职的独立董事大都临近或已经退休,这些人正是“18号文”限制的对象。④Less的均值为0.768,说明“18号文”引致的独立董事辞职潮使76.800%的样本公司董事会的独立董事比例低于三分之一,没有满足证监会的相关政策要求。其他变量的统计分布情况一切正常。

4.2 Pearson 相关系数分析结果

表2给出各主要变量之间的Pearson相关系数。由表2可知,①官员独董哑变量与5个时间窗口下的累积超常收益率的相关系数分别为0.063、0.064、0.094、0.079和0.116,且至少在10%的统计水平上显著,即与非官员独董的辞职公告事件相比,投资者对官员独董的辞职公告事件表现出更为积极的市场反应,意味着官员独董比非官员独董更不能提升公司价值,从而更多地扮演了“掠夺之手”的角色,与 H_{1b} 的预期相符。②国有性质哑变量与累积超常收益率也基本显著正相关,说明与民营企业相比,国有企业的独立董事辞职公告事件引起的市场反应更为积极。③Less与5个时间窗口的累积超常收益率都一致负相关但不显著,说明董事会的独立性降低及由此可能导致的政策违规风险会对公司价值产生不利影响。此外,控制变量之间的相关系数值均小于0.500,说明把这些变量同时引入回归模型不会引起严重的多重共线性问题。

4.3 不同时间窗口下的市场反应及其显著性检验

本研究采用均值的参数t检验方法和中位数的非参数Wilcoxon检验方法,对官员独董和非官员独董辞职的市场反应进行组内显著性检验,以判断官员独董这一特殊群体的辞职行为引发的市场反应与其他类型的独立董事之间是否存在显著差异,结果见

表2a 变量的Pearson相关系数分析结果(1)
Table 2a Analysis Results for Pearson Correlation Coefficients of Variables (1)

变量	CAR[-1,+1]	CAR[-2,+2]	CAR[-2,+5]	CAR[-2,+20]	CAR[-2,+60]	Official	Age	Gender	SOE	Less	Board
CAR[-1,+1]	1										
CAR[-2,+2]	0.823***	1									
CAR[-2,+5]	0.641***	0.802***	1								
CAR[-2,+20]	0.374***	0.434***	0.593***	1							
CAR[-2,+60]	0.183***	0.205***	0.285***	0.521***	1						
Official	0.063*	0.064*	0.094***	0.079**	0.116***	1					
Age	-0.044	-0.002	0.0003	-0.001	0.047	0.125***	1				
Gender	0.042	0.084**	0.036	-0.004	-0.007	0.040	0.094***	1			
SOE	0.072**	0.066*	0.078**	0.101***	0.058	0.019	0.135***	0.026	1		
Less	-0.049	-0.053	-0.045	-0.018	-0.004	0.043	-0.029	0.002	0.032	1	
Board	-0.017	-0.058	-0.057	-0.053	-0.039	-0.033	0.095***	0.035	0.247***	0.237***	1
Indb	0.012	0.017	0.030	-0.008	-0.001	-0.055	0.020	0.052	-0.008	-0.264***	-0.568***
Size	-0.056	-0.043	0.032	0.065*	0.022	0.033	0.190***	0.030	0.410***	0.345***	0.063*
Beta	0.089**	0.085**	0.084**	0.048	-0.052	-0.066*	-0.023	-0.025	0.048	-0.053	0.028
Lev	-0.011	-0.016	0.042	0.070*	0.062*	-0.045	0.111***	0.006	0.262***	0.252***	0.025
Turnover	0.012	-0.012	-0.084**	-0.101***	-0.075**	-0.036	-0.037	0.036	-0.278***	-0.209***	-0.138***
ROA	-0.031	-0.013	-0.020	-0.063*	-0.023	0.051	0.026	-0.045	-0.063*	-0.065*	0.041

注:***为1%统计显著水平,**为5%统计显著水平,*为10%统计显著水平,双尾检验,下同。

表2b 变量的Pearson相关系数分析结果(2)
Table 2b Analysis Results for Pearson Correlation Coefficients of Variables (2)

变量	Indb	Size	Beta	Lev	Turnover
Indb	1				
Size	-0.035	1			
Beta	0.020	0.022	1		
Lev	-0.065*	0.514***	-0.046	1	
Turnover	0.132***	-0.369***	0.203***	-0.277***	1
ROA	0.003	0.002	-0.021	-0.422***	0.085**

表3,(1)和(2)分别对应官员独董和非官员独董的相关统计检验结果。

由表3可知,虽然官员独董和非官员独董在辞职公告日当天($t=0$)都得到了显著为负的超常收益率,但是在[-1,+1]、[-2,+2]、[-2,+5]、[-2,+20]、[-2,+60]综合时间窗口下,官员独董辞职公告事件的累积超常收益率的均值和中位数符号并不一致,而且总体上边际显著为正;非官员独董的情况则正好相反,在5个综合时间窗口下,非官员独董辞职公告事件的累积超常收益率的均值和中位数都基本统

计显著为负。从时间趋势看,随着事件时间窗口向后延伸,官员独董辞职公告事件的累积超常收益率正负比、均值和中位数的正值水平基本上都呈现逐渐增加的态势。相比之下,非官员独董辞职公告事件引发的市场反应在几乎所有时间窗口下都小于0。

进一步,为了更好地比较和论证官员独董政治联系的实际价值,本研究还统计检验了官员独董辞职公告事件和非官员独董辞职公告事件的市场反应差异。由表3可知,官员独董辞职公告事件在[-1,+1]、[-2,+2]、[-2,+5]、[-2,+20]、[-2,+60]综合时间窗口下的累积超常收益率都显著高于非官员独董的相应指标。这一结果说明,通过把非官员独董辞职事件作为对照样本从而有效控制独立董事辞职事件本身的市场反应后,独立董事的政治联系抑或是是否为官员独董对投资者的市场反应是有显著差异的,而且这一差异是正向的市场反应差异。正向的市场反应差异,意味着相对非官员独董,官员独董的辞职公告事件引起的市场反应更为积极,也即官员独董政治联系的丧失,不仅没有损害公司价值,反而提升了公司价值,官员独董主要扮演了“掠夺之手”的角色, H_{1b} 得到验证。

为了更加直观地反映投资者对独立董事辞职公告事件的市场反应变化情况,本研究将非官员独董

表3 独立董事辞职公告事件的市场反应及其统计显著性检验结果
Table 3 Market Reaction and Statistical Significance Test Results
for Resignation Announcement Events of Independent Directors

时间窗口	日超常收益率和累积超常收益率								(1)vs(2) t 值	(1)vs(2) z 值
	(1) Official = 1(样本量为 337)				(2) Official = 0(样本量为 453)					
	正负比	均值	中位数	标准差	正负比	均值	中位数	标准差		
-2	0.793	0.001*	-0.002	0.022	0.798	0.001	-0.002*	0.022	0.280	0.194
-1	0.764	0.001	-0.003*	0.027	0.716	-0.001	-0.003***	0.021	1.132	0.197
0	0.660	-0.001*	-0.004***	0.023	0.629	-0.002**	-0.003***	0.023	0.780	0.297
1	0.793	0.002	-0.002	0.027	0.635	-0.001	-0.004***	0.021	1.384	0.952
2	0.774	0.002	-0.003	0.026	0.763	0.001	-0.002**	0.023	0.766	0.258
3	0.783	0.0002	-0.003	0.024	0.736	-0.001	-0.004***	0.021	0.724	0.924
4	0.693	0.001	-0.003*	0.024	0.665	-0.001	-0.003***	0.023	1.070	0.519
5	0.783	0.003**	-0.002	0.027	0.849	0.00002	-0.002*	0.020	1.916**	0.601
CAR[-1, +1]	0.737	0.002	-0.007**	0.049	0.562	-0.004**	-0.008***	0.039	1.770*	1.057
CAR[-2, +2]	0.832	0.005	-0.004	0.066	0.703	-0.002	-0.006***	0.050	1.801*	0.812
CAR[-2, +5]	0.915	0.009**	-0.001	0.082	0.665	-0.004	-0.009***	0.061	2.649***	1.987**
CAR[-2, +20]	0.926	0.011	-0.007	0.111	0.589	-0.009	-0.028***	0.118	2.214**	2.285**
CAR[-2, +60]	0.783	0.018	-0.027	0.232	0.557	-0.028***	-0.053***	0.169	3.290***	2.407***

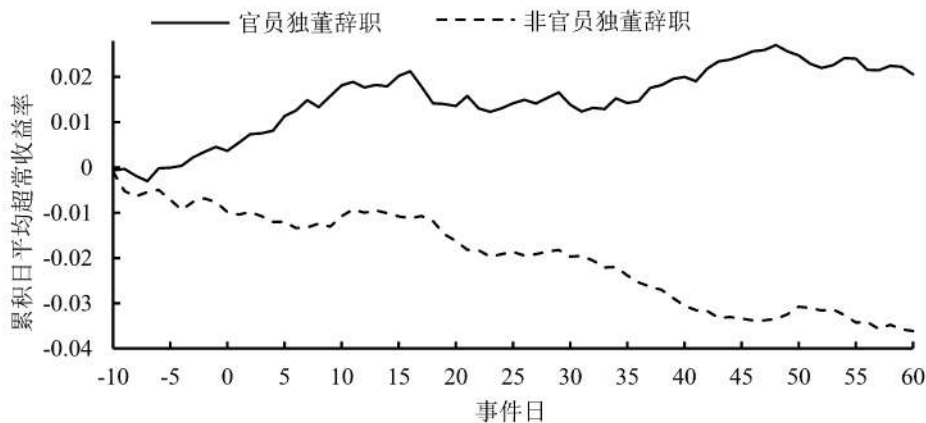


图2 官员独董与非官员独董辞职公告事件的累积日平均超常收益率比较

Figure 2 Comparison of Average Cumulative Abnormal Returns of Resignation Announcement Events between Politically Connected and Non-politically Connected Independent Directors

和官员独董辞职公告事件引发的累积日平均超常收益率进行比较,见图2。

由图2可知,官员独董和非官员独董辞职公告事件引发的市场反应呈现出方向完全相反的两种趋势。随着时间的推移,官员独董辞职公告事件的累积日平均超常收益率总体上呈现逐步上升的趋势,说明投资者的市场反应是乐观积极的;而非官员独董辞职公告事件的累积日平均超常收益率则表现为持续下降,且一直处于0的下方,说明投资者的市场

反应是负面消极的。这一结果再次说明,相对非官员独董而言,官员独董更多的扮演了“掠夺之手”的角色,因而投资者对他们的辞职公告事件表现出了积极的市场反应,否定 H_{1a} 的同时, H_{1b} 得到验证。

4.4 多元回归分析结果

4.4.1 官员独董辞职公告事件的市场反应

上述分析结果表明官员独董辞职公告事件的市场反应与非官员独董之间存在显著差异,官员独董辞职行为引发的是正向的市场反应,下面详细论证

官员独董辞职公告事件的市场反应。

表4给出OLS多元回归分析的结果。由表4可知,在控制了独立董事个体特征和产权性质等公司特征因素的影响后,第2列~第6列分别表示官员独董辞职公告事件在5个不同时间窗口下的市场反应,回归系数分别为0.007、0.008、0.013、0.019和0.043,

**表4 官员独董辞职公告事件
的市场反应的回归分析结果**

**Table 4 Regression Analysis Results for the Market
Reaction of Resignation Announcement Events
of Politically Connected Independent Directors**

变量	CAR[-1,+1]	CAR[-2,+2]	CAR[-2,+5]	CAR[-2,+20]	CAR[-2,+60]
Official	0.007** (2.242)	0.008* (1.763)	0.013** (2.347)	0.019** (1.992)	0.043*** (2.883)
Age	-0.0003 (-1.405)	-0.00003 (-0.128)	-0.00007 (-0.258)	-0.0002 (-0.452)	0.001 (0.711)
Gender	0.007 (1.575)	0.017*** (3.567)	0.009* (1.686)	0.001 (0.113)	0.008 (0.415)
SOE	0.009** (2.508)	0.010** (2.288)	0.005 (0.897)	0.012 (1.196)	0.014 (0.877)
Less	-0.007 (-1.336)	-0.010 (-1.481)	-0.010 (-1.119)	-0.012 (-0.829)	-0.002 (-0.091)
Board	0.0002 (0.290)	-0.002 (-1.463)	-0.003** (-2.022)	-0.007*** (-3.289)	-0.009** (-2.289)
Indb	-0.013 (-0.338)	-0.040 (-0.895)	-0.015 (-0.269)	-0.077 (-0.720)	0.023 (0.126)
Size	-0.004** (-2.358)	-0.004* (-1.919)	-0.002 (-0.870)	0.001 (0.154)	-0.011* (-1.717)
Beta	0.017** (2.560)	0.025*** (2.952)	0.038*** (3.702)	0.045*** (2.646)	-0.008 (-0.258)
Lev	0.007 (0.770)	0.007 (0.687)	0.016 (1.114)	0.038 (1.454)	0.110*** (2.599)
Turnover	-0.00009 (-0.085)	-0.001 (-0.895)	-0.005** (-2.489)	-0.009*** (-2.906)	-0.009* (-1.915)
ROA	-0.003 (-0.102)	0.013 (0.317)	0.019 (0.393)	-0.036 (-0.379)	0.092 (0.709)
截距项	0.100*** (2.628)	0.085* (1.848)	0.056 (0.918)	0.012 (0.113)	0.057 (0.373)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	790	790	790	790	790
调整R ²	0.014	0.019	0.031	0.057	0.035
F值	2.211***	2.355***	2.344***	2.768***	8.932***

注:所有回归模型的VIF值都为3.160,表明不存在严重的多重共线性问题;括号内数据为经异方差调整后的t值,下同。

分别在10%及以上的统计水平上显著。与表3的检验结果一致,官员独董辞职公告事件引起的市场反应是积极的, H_{1b} 得到验证,即官员独董更多地表现为“掠夺之手”的角色,损害了公司价值。可见,市场投资者认为,官员独董的“专有政治资本”可能带来的战略资源优势并不能抵销官员独董可能给公司带来的社会性负担,从而官员独董的离职将有助于提升公司价值,因而投资者的市场反应是积极的。

控制变量中,与邓晓飞等^[29]的发现一致,国有企业性质哑变量的回归系数,在[-1,+1]的时间窗口下为0.009,在[-2,+2]的时间窗口下为0.010,均在5%统计水平上显著,表明相对民营企业,国有企业独立董事辞职公告事件的市场反应更为积极(或更不消极)。

4.4.2 官员独董辞职公告事件市场反应的异质性

首先,本研究考虑公司内部因素对官员独董辞职公告事件市场反应的影响。①行政级别在[-2,+5]和[-2,+60]的时间窗口下均得到了正的回归系数,但没有达到边际显著水平,与 H_{2a} 的预期相反。②行业相关性在所有时间窗口下的回归系数均为负,与 H_{2b} 预期一致,即投资者对具有行业相关性的官员独董的辞职公告事件的正向市场反应会减弱,但是相关结果也没有达到边际显著水平。③政府补助没有得到符号一致且统计显著的回归系数,表明投资者不认为官员独董的辞职会影响公司获取政府补助的情况。鉴于以上结果不具有显著的统计水平,在此简略汇报。

其次,本研究探讨了公司外部因素的影响。表5给出外部市场化水平和政府监管强度对官员独董辞职公告事件市场反应的影响,第2列和第3列检验政府监管强度与官员独董辞职公告事件的市场反应之间的关系,第4列和第5列检验市场化水平与市场反应的关系。由表5可知,政府监管强度在[-2,+5]窗口下的系数为-0.127,在10%的统计水平上显著;在[-2,+60]窗口下的系数为-0.353,在1%的统计水平上显著。表明上市公司注册地离监管中心的距离越远,面临的监管强度就越弱,而投资者对官员独董辞职公告事件的正向市场反应也越弱。这是因为当上市公司面临的外部监管体制不完善甚至缺失时,非正式的政治联系能够相对较多地发挥其“扶持之手”的作用,为上市公司提供生存所需的战略资源和政策优惠,因而这些公司的官员独董辞职公告事件相对而言将得到更为不积极的市场反应。类似地,市场化水平在[-2,+5]和[-2,+60]两个时间窗口下都得到了正回归系数,而且在[-2,+60]窗口下达到10%的边际显著水平。说明上市公司注册地所在省市的市场化水平越高、政府干预程度较低、资源配置效率较高,上市公司对官员独董政治联系的依赖程度越低,官员独董的“掠夺之手”角色将表现得更为突出,因而官员独董辞职公告事件引起的市场反应就会越积极。表5的回归结果较好地支持了 H_{3b} 的理论预期。

**表5 公司外部因素影响官员独董
辞职公告事件市场反应的回归分析结果**
Table 5 Regression Analysis Results for the Market
Reaction of Resignation Announcement Events
of Politically Connected Independent Directors
Influenced by External Factors

变量	CAR[-2,+5]	CAR[-2,+60]	CAR[-2,+5]	CAR[-2,+60]
Regulation	-0.127* (-1.879)	-0.353*** (-3.543)		
Mkt			0.001 (0.665)	0.011* (1.706)
Age	-0.001 (-0.995)	0.002 (1.062)	-0.00007 (-0.145)	0.001 (0.564)
Gender	0.042** (2.501)	0.053* (1.663)	0.020** (2.182)	0.060** (2.116)
SOE	0.021 (1.260)	-0.005 (-0.176)	0.014 (1.403)	-0.006 (-0.223)
Less	-0.035 (-1.215)	0.021 (0.535)	-0.002 (-0.168)	-0.019 (-0.469)
Board	-0.009** (-2.264)	-0.016** (-2.589)	-0.004 (-1.565)	-0.015** (-2.316)
Indb	-0.071 (-0.323)	0.469 (1.139)	0.050 (0.454)	0.143 (0.313)
Size	-0.003 (-0.466)	-0.004 (-0.388)	-0.007 (-1.543)	-0.005 (-0.470)
Beta	0.049* (1.672)	-0.090 (-1.607)	0.047** (2.472)	-0.019 (-0.325)
Lev	0.056 (1.155)	0.174** (2.036)	0.016 (0.569)	0.091 (1.283)
Turnover	-0.009* (-1.729)	-0.010 (-1.072)	-0.007* (-1.855)	-0.016** (-2.170)
ROA	0.050 (0.323)	0.110 (0.399)	0.095 (0.898)	0.252 (0.871)
截距项	0.556** (2.374)	0.932** (2.563)	0.028 (0.240)	-0.070 (-0.274)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本量	326	326	326	326
调整 R ²	0.035	0.105	0.032	0.024
F 值	2.346***	3.825***	2.946***	3.531***

注:在[-1,+1]、[-2,+2]、[-2,+20]时间窗口下的回归结果高度类似,在此省略汇报,下同。由于增加的2个外部因素变量存在数据缺失,所以样本量为326个。

4.5 市场反应测量方法的稳健性检验

本研究用事件窗口下的累积超常收益率测量投

资者的市场反应,前文用市场调整法计算CAR,下面用市场模型法计算CAR并进行相关的回归分析,以便增强本研究结论的可靠性。在市场模型法中,为计算CAR,本研究选取的估计窗口为[-150,-31],据此得到的相关回归结果见表6。

表6 基于市场模型法的稳健性检验回归分析结果
Table 6 Regression Analysis Results
for the Robustness Test of Market Model

变量	CAR[-2,+5]	CAR[-2,+60]	CAR[-2,+5]	CAR[-2,+60]
Official	0.013** (2.387)	0.038** (2.155)		
Regulation			-0.013 (-0.227)	-0.428** (-2.370)
Mkt			0.001 (0.361)	-0.005 (-0.414)
Age	-0.0001 (-0.531)	0.0002 (0.233)	-0.000003 (-0.006)	0.002 (0.954)
Gender	0.011* (1.829)	0.021 (0.891)	0.019** (2.031)	0.055 (1.371)
SOE	0.002 (0.372)	-0.001 (-0.051)	0.012 (1.206)	-0.007 (-0.199)
Less	-0.008 (-0.962)	0.003 (0.115)	0.0001 (0.009)	0.029 (0.656)
Board	-0.003* (-1.896)	-0.010** (-2.278)	-0.003 (-1.175)	-0.009 (-1.262)
Indb	0.001 (0.024)	0.011 (0.051)	0.084 (0.724)	0.626 (1.227)
Size	0.0003 (0.101)	0.014* (1.880)	-0.005 (-1.062)	0.018 (1.430)
Beta	0.029*** (2.777)	-0.081** (-2.055)	0.037* (1.919)	-0.172** (-2.481)
Lev	0.015 (1.070)	0.100** (2.050)	0.013 (0.428)	0.135 (1.404)
Turnover	-0.005*** (-2.768)	-0.012** (-2.175)	-0.007* (-1.907)	-0.007 (-0.717)
ROA	0.044 (0.949)	0.273* (1.960)	0.127 (1.189)	0.310 (1.136)
截距项	-0.010 (-0.155)	-0.442** (-2.350)	0.015 (0.072)	0.768 (1.201)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
样本量	790	790	326	326
调整 R ²	0.035	0.056	0.024	0.089
F 值	2.227***	3.899***	2.616***	4.963***

表6中,第2列和第3列采用全样本检验官员独董辞职与市场反应之间的关系,第4列和第5列采用官员独董子样本检验政府监管强度和市场化水平与市场反应之间的关系。

由表6可知,①与表4的结果高度类似,官员独董哑变量在两个时间窗口的回归分析中都得到了在5%统计水平上显著的正回归系数,说明与非官员独董相比,投资者对官员独董辞职公告事件的市场反应更为积极,即官员独董相对非官员独董更多地扮演了“掠夺之手”的角色, H_{1b} 再次得到验证。②与表6的结果类似,较弱的政府监管强度会在一定程度上削弱投资者的正向市场反应,仍然支持 H_{3b} 。但是市场化水平在长短窗口期下没有得到统计显著且符号一致的回归系数。考虑到表5中关于市场化水平的回归结果本来就比较弱,本研究认为表6中基于市场模型法的回归结果与前文基于市场调整法的相关回归结果总体上是一致的。因此,本研究的相关研究结论具有较好的稳健性。

5 结论

本研究把独立董事的有效性问题的研究延伸到政治联系研究领域,以“18号文”作为制度变迁背景,通过手工收集和整理2013年10月19日至2014年12月31日期间790起中国A股上市公司独立董事辞职的公告事件,采用事件研究法实证检验官员独董辞职公告事件的市场反应,以此考察官员独董对上市公司的综合实际价值,探讨独立董事的政治联系对于上市公司究竟是“掠夺之手”还是“扶持之手”。研究结果表明,投资者对官员独董的辞职公告事件表现出显著为正的的市场反应,而且官员独董辞职事件的正向市场反应明显强于非官员独董辞职事件的市场反应,说明相对于非官员独董而言,官员独董更多地扮演了“掠夺之手”的角色,最终损害了公司价值。进一步,本研究探讨公司内外部多个因素对官员独董价值的可能影响,发现公司注册地的政府监管强度越强或者公司注册地所在省市的市场化水平越高,官员独董辞职公告事件的市场反应就越积极,官员独董的“扶持之手”角色越难以发挥作用,从而更加突显了官员独董的“掠夺之手”角色。但是,没有发现公司内部因素会影响官员独董价值的证据。

本研究可能的研究贡献主要体现在3个方面。①本研究以“18号文”这一外生冲击事件引发的独立董事辞职潮为研究背景,利用事件研究法刻画和评估官员独董对上市公司的实际价值。在克服内生性问题干扰的背景下,发现官员独董比非官员独董更多地扮演了“掠夺之手”的角色,整体上有损于公司价值。与醋卫华^[27]、钟覃琳等^[25]和叶青等^[28]的研究相比,本研究特别增加了非官员独董群体作为对照样本,从而能够更好地判断和评估独立董事政治联系的经济价值,得到的相关研究结论具有更强的说服力。②虽然已有研究对独立董事的个体特征(如年龄、学历、性别、任期、专业背景、社会网络关系、

境外经历等)进行了广泛的研究,并得到丰富的研究成果,但是针对独立董事政治联系的研究才刚刚起步^[34]。本研究利用官员独董离职潮事件考察独立董事政治联系的经济价值,从而丰富和深化了独立董事领域的相关研究。③政治联系的经济后果是近年来公司财务领域的热点研究课题,但是已有研究主要停留在董事长和CEO等关键高管的政治联系。实际上,独立董事的政治联系强度要明显高于其他主体的政治联系强度,但是学者们长期忽视了独立董事这一特殊群体在建立企业的政治联系中的重要作用。本研究实证检验独立董事的政治联系对公司的经济影响,既拓展了政治联系领域的相关研究,又为“18号文”的政策意义提供了及时可靠的经验证据。

本研究结论主要有3点政策启示。①研究结论支持了“18号文”的积极意义,因为政府官员在上市公司担任独立董事实际上损害了公司价值,他们的辞职公告事件引起了投资者积极的市场反应。因此,相关监管部门应该持续监督“18号文”的落实情况,规范政府官员在企业的兼职情况。②上市公司应该重新认识和认清官员独董政治联系对公司的作用。上市公司选聘官员独董更多地关注其专属政治资本,上市公司在享受专属政治资本带来的红利的同时,也要承担其背后所附带的社会成本和政治成本,而这些成本往往被公司所忽略,导致公司价值受损。此外,专属政治资本在外部制度变迁的冲击下表现出了高度的脆弱性和不确定性,进一步影响公司的稳定发展。因此,企业不能盲目追求和构建与政府的联系,与政府保持适度的距离实际上将更有利于企业的发展。③相关监管机构应该加强法律法规建设,从法制上明确独立董事的责权利,严格检查其从业资格,使公司内部治理机制有法可依,提升监管水平。在社会主义市场经济的发展过程中,政商关系始终是不可避免的话题,建立“亲”和“清”的新型政商关系,倡导健康、清廉、公开、透明的政企合作,是顺应经济新常态的大势所趋。

此外,本研究还存在一些不足之处。受制于信息披露,本研究用来识别和测量政治联系及其强度的虚拟变量法和赋值法可能无法准确地描述现实中的情况,仍需研究和发掘更为客观细致的测量方法和变量。在探讨市场反应的异质性(即官员独董价值的影响因素)时,本研究仅考虑了一些相对常见的维度,而有关独立董事价值和有效性的研究日益丰富,因此可以从更多的特征维度对官员独董的实际价值进行实证检验。

参考文献:

- [1] 许年行,江轩宇,伊志宏,等. 政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗?. *经济学(季刊)*, 2013,12(1): 373-406.
XU Nianhang, JIANG Xuanyu, YI Zhihong, et al. Do political connections affect the efficiency of legal enforcement?. *China Economic Quarterly*, 2013,12(1): 373-406. (in Chi-

- nese)
- [2] 逮东,王运陈,王春国,等. 政治关联与民营上市公司的内部控制执行. *中国工业经济*, 2013(11):96-108.
LU Dong, WANG Yunchen, WANG Chunguo, et al. Political connections and internal control implementation of private listed companies. *China Industrial Economics*, 2013(11):96-108. (in Chinese)
- [3] 郑立东,程小可,姚立杰. 独立董事背景特征与企业投资效率:“帮助之手”抑或“抑制之手”? *经济与管理研究*, 2013,34(8):5-14.
ZHENG Lidong, CHENG Xiaoke, YAO Lijie. Independent director characteristics and investment efficiency: “help” or “testrain”? *Research on Economics and Management*, 2013,34(8):5-14. (in Chinese)
- [4] FRYE T, SHLEIFER A. The invisible hand and the grabbing hand. *The American Economic Review*, 1997, 87(2):354-358.
- [5] 李维安,邱艾超. 民营企业治理转型、政治联系与公司业绩. *管理科学*, 2010,23(4):2-14.
LI Weian, QIU Aichao. Governance transition of Chinese private firms, political connections and firm performance. *Journal of Management Science*, 2010, 23(4):2-14. (in Chinese)
- [6] FAMA E F, JENSEN M C. Agency problems and residual claims. *The Journal of Law & Economics*, 1983,26(2):327-349.
- [7] BRICKLEY J A, JAMES C M. The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking. *The Journal of Law & Economics*, 1987,30(1):161-180.
- [8] GIANNETTI M, LIAO G, YU X. The brain gain of corporate boards: evidence from China. *The Journal of Finance*, 2015,70(4):1629-1682.
- [9] MAK Y T, LI Y. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 2001,7(3):235-256.
- [10] HARFORD J. Takeover bids and target directors' incentives: the impact of a bid on directors' wealth and board seats. *Journal of Financial Economics*, 2003,69(1):51-83.
- [11] BHAGAT S, BLACK B S. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 2002,27(2):231-273.
- [12] SU Y, XU D, PHAN P H. Principal-principal conflict in the governance of the Chinese public corporation. *Management and Organization Review*, 2008,4(1):17-38.
- [13] PENG M W. Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal*, 2004,25(5):453-471.
- [14] LUO J H, WAN D F, CAI D. The private benefits of control in Chinese listed firms: do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling?. *Asia Pacific Journal of Management*, 2012,29(2):499-518.
- [15] 陈运森,谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率. *管理世界*, 2011(7):113-127.
CHEN Yunsen, XIE Deren. The network position, the control role of independent directors and the investment efficiency. *Management World*, 2011(7):113-127. (in Chinese)
- [16] 李维安,李晓琳,张耀伟. 董事会社会独立性与CEO变更:基于违规上市公司的研究. *管理科学*, 2017,30(2):94-105.
LI Weian, LI Xiaolin, ZHANG Yaowei. Board social independence and CEO turnover: based on research of illegal listed company. *Journal of Management Science*, 2017, 30(2):94-105. (in Chinese)
- [17] 魏刚,肖泽忠, NICK Travlos, 等. 独立董事背景与公司经营绩效. *经济研究*, 2007,42(3):92-105,156.
WEI Gang, XIAO Zezhong, NICK Travlos, et al. Background of independent directors and corporate performance. *Economic Research Journal*, 2007,42(3):92-105,156. (in Chinese)
- [18] 叶康涛,祝继高,陆正飞,等. 独立董事的独立性:基于董事会投票的证据. *经济研究*, 2011,46(1):126-139.
YE Kangtao, ZHU Jigao, LU Zhengfei, et al. The independence of independent directors: evidence from board voting behavior. *Economic Research Journal*, 2011, 46(1):126-139. (in Chinese)
- [19] 杜兴强,曾泉,杜颖洁. 政治联系的独立董事有助于中国民营上市公司涉入高壁垒行业吗?. *中国会计与财务研究*, 2014,16(4):90-146.
DU Xingqiang, ZENG Quan, DU Yingjie. Do politically connected independent directors help Chinese listed private firms enter high-barrier industries?. *China Accounting and Finance Review*, 2014,16(4):90-146. (in Chinese)
- [20] 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. *管理世界*, 2015(3):124-136.
LIU Chun, LI Shanmin, SUN Liang. Do independent directors have the consulting function? An empirical study on the function of independent directors in strange land. *Management World*, 2015(3):124-136. (in Chinese)
- [21] 祝继高,叶康涛,陆正飞. 谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?. *经济研究*, 2015,50(9):170-184.
ZHU Jigao, YE Kangtao, LU Zhengfei. Who are more active monitors: non-controlling shareholder directors or independent directors?. *Economic Research Journal*, 2015,50(9):170-184. (in Chinese)
- [22] 陈冬华,胡晓莉,梁上坤,等. 宗教传统与公司治理. *经济研究*, 2013,48(9):71-84.
CHEN Donghua, HU Xiaoli, LIANG Shangkun, et al. Religious tradition and corporate governance. *Economic Research Journal*, 2013,48(9):71-84. (in Chinese)
- [23] GOLDMAN E, ROCHOLL J, SO J. Do politically connected boards affect firm value?. *The Review of Financial Studies*, 2009,22(6):2331-2360.
- [24] 余峰燕,郝项超. 具有行政背景的独立董事影响公司财务信息质量么? 基于国有控股上市公司的实证分析. *南开经济研究*, 2011(1):120-131.
YU Fengyan, HAO Xiangchao. Political connection of independent director and financial information quality: analysis from state-owned listed company. *Nankai Economic Studies*, 2011(1):120-131. (in Chinese)
- [25] 钟翠琳,岳衡,饶品贵. “政商旋转门”之独立董事:监

- 督效应还是资源效应?。北京:北京大学,2015。
ZHONG Qinlin, YUE Heng, RAO Pingui. *Revolving door of independent directors: supervision or resource providing?*. Beijing: Peking University, 2015. (in Chinese)
- [26] XU H, ZHANG X, LIANG S. *The value of politically connected independent directors in China*. Shanghai: Fudan University, 2015.
- [27] 酷卫华. 独立董事的价值:来自独立董事集中辞职的证据. *经济管理*, 2015, 37(3):56-66.
CU Weihua. The value of independent directors: evidence from the resignation. *Business Management Journal*, 2015, 37(3):56-66. (in Chinese)
- [28] 叶青, 赵良玉, 刘思辰. 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*, 2016, 51(6):98-113.
YE Qing, ZHAO Liangyu, LIU Sichen. A study of politician-to-firm revolving door of independent directors: evidence from a natural experiment. *Economic Research Journal*, 2016, 51(6):98-113. (in Chinese)
- [29] 邓晓飞, 辛宇, 滕飞. 官员独立董事强制辞职与政治关联丧失. *中国工业经济*, 2016(2):130-145.
DENG Xiaofei, XIN Yu, TENG Fei. Mandatory resign of independent directors with government official identity and the loss of political connections. *China Industrial Economics*, 2016(2):130-145. (in Chinese)
- [30] LI H, ZHANG Y. The role of managers' political networking and functional experience in new venture performance: evidence from China's transition economy. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(8):791-804.
- [31] 王满, 刘子旭. 民营企业政治关联对财务柔性储备的替代作用研究. *管理科学*, 2016, 29(5):116-133.
WANG Man, LIU Zixu. Research on substitution effect of private enterprises' political connection on financial flexibility reserves. *Journal of Management Science*, 2016, 29(5):116-133. (in Chinese)
- [32] SUN P, HU H W, HILLMAN A J. The dark side of board political capital: enabling blockholder rent appropriation. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(5):1801-1822.
- [33] 谢志明, 易玄. 产权性质、行政背景独立董事及其履职效应研究. *会计研究*, 2014(9):60-67.
XIE Zhiming, YI Xuan. Ownership nature of ultimate controller and effect analysis of former government officials directors. *Accounting Research*, 2014(9):60-67. (in Chinese)
- [34] WANG L. Protection or expropriation: politically connected independent directors in China. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 55:92-106.
- [35] 罗进辉. 独立董事的明星效应:基于高管薪酬:业绩敏感性的考察. *南开管理评论*, 2014, 17(3):62-73.
LUO Jinhui. The star effect of independent directors: from managerial pay-performance sensitivity perspective. *Nankai Business Review*, 2014, 17(3):62-73. (in Chinese)
- [36] 戴亦一, 陈冠霖, 潘健平. 独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷. *会计研究*, 2014(11):16-23.
DAI Yiyi, CHEN Guanlin, PAN Jianping. Independent director resignation, political connection and corporate governance defects. *Accounting Research*, 2014(11):16-23. (in Chinese)
- [37] FACCIO M, MASULIS R W, MCCONNELL J J. Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6):2597-2635.
- [38] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1):57-116.
- [39] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告. 北京:经济科学出版社, 2011:3-4.
FAN Gang, WANG Xiaolu, ZHU Hengpeng. *NERI index of marketization of China's provinces 2011 report*. Beijing: Economic Science Press, 2011:3-4. (in Chinese)
- [40] 陈凌, 王昊. 家族涉入、政治联系与制度环境:以中国民营企业为例. *管理世界*, 2013(10):130-141.
CHEN Ling, WANG Hao. The family involvement, the political connection and the institutional environment: a study that takes China's private enterprises as an example. *Management World*, 2013(10):130-141. (in Chinese)
- [41] BROWN S J, WARNER J B. Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1):3-31.
- [42] 王化成, 孙健, 邓路, 等. 控制权转移中投资者过度乐观了吗?. *管理世界*, 2010(2):38-45.
WANG Huacheng, SUN Jian, DENG Lu, et al. Does the investors over-optimistic during the control transferring?. *Management World*, 2010(2):38-45. (in Chinese)
- [43] 罗进辉. “国进民退”:好消息还是坏消息?. *金融研究*, 2013(5):99-113.
LUO Jinhui. Control transfers from private to state: good news or bad news?. *Journal of Financial Research*, 2013(5):99-113. (in Chinese)
- [44] DU X. Does religion matter to owner-manager agency costs? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 2013, 118(2):319-347.

Politically Connected Independent Directors: “Grabbing Hand” or “Helping Hand”

LUO Jinhui, XIE Daxi, CHEN Huayang
School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China

Abstract: It is a worldwide phenomenon for companies to appoint retired government officials as independent directors serving on

corporate boards. With the help of politically connected independent directors, enterprises can build up political relationships with the government and have the access to scarce resources or preferential policies. At the same time, however, enterprises have to take some social and political tasks such as providing employment opportunities, government revenue and officials promotion. Then, what economic effect do politically connected independent directors bring to listed companies: a grabbing hand or a helping hand? It is a focus question that scholars and practitioners have discussed for a long time. Yet it has not been scientifically examined with some convincing results.

In order to investigate the economic effects of politically connected independent directors for listed companies, this study uses the document "Opinions on Further Regulation of Party and Political Leaders and Cadres Working Part-time (Holding Office) in Enterprises (hereafter the 18th Decree)" as an exogenous research setting and hand-collect a data set of 790 resignation announcement events of independent directors happening in Chinese A-share listed companies from 10/19/2013 to 12/31/2014. Then this study adopts the event study method to examine the market reaction of the resignation announcement events and measure the practical value of these politically connected directors for listed companies.

This study finds that investors significantly and positively react to the resignation announcement events of politically connected independent directors, which is significantly stronger than that to the resignation announcement events of non-politically connected independent directors. In fact, the market reaction to the resignation announcement events of non-politically connected independent directors is significantly negative. This finding indicates that relative to non-politically connected independent directors, politically connected independent directors perform more like a "grabbing hand" and ultimately do harm to firm value. Furthermore, this study explores to investigate potential cross-sectional differences of the economic value of politically connected independent directors and finds that if focal firms locate in regions with higher government regulation intensity and/or marketization environment, the positive market reaction to the resignation announcement events of politically connected independent directors is more pronounced, suggesting that external institutional environment is an important factor in shaping the economic value of politically connected directors. However, this study fails to find evidence that internal factors (i. e., administrative ranking of directors, industry specialization of directors, government subsidies) would affect the value of politically connected independent directors.

The particular innovation of this study is to add a control sample of non-politically connected independent directors. Hence, we can make a better judgment and evaluation of the economic value of politically connected independent directors from a relative point of view, and bring forth some more persuasive conclusions. Furthermore, this study takes advantage of the turnover tide event of politically connected independent directors to investigate the economic value of political connections from independent directors, which not only enriches and expands the literature of independent directors and political connections, but also provides timely and reliable empirical evidence for understanding the 18th Decree's policy implications. The findings indicate that enterprises should keep a moderate distance with the government rather than blindly pursuing to build up relationships with the government.

Keywords: politically connected independent directors; political connections; resignation of independent director; regulation intensity; event study

Received Date: January 25th, 2017 **Accepted Date:** June 11th, 2017

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71572160)

Biography: LUO Jinhui, doctor in management, is an associate professor in the School of Management at Xiamen University. His research interests include financial accounting in capital markets and corporate finance. His representative paper titled "Political connections, home formal institutions, and internationalization: evidence from China" was published in the *Management and Organization Review* (Issue 1, 2016). E-mail: jinhuiluo@xmu.edu.cn

XIE Daxi is a master degree candidate in the School of Management at Xiamen University. Her research interest focuses on financial accounting in capital markets. Her representative paper titled "Audit committee and stock price crash risk" was published in the *Contemporary Accounting Review* (Issue 2, 2016). E-mail: 348664160@qq.com

CHEN Huayang is a master degree candidate in the School of Management at Xiamen University. His research interest focuses on financial accounting in capital markets. E-mail: 88129082@qq.com

□