

公司选聘关系型独董仅是任人唯亲吗?^{*}

——基于商业关系维护视角的分析

黄俊¹, 丁竹², 位豪强²

(1. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要:在我国人情交织的商业背景下,许多公司聘请了与高管存在社会关联的独立董事,由此产生了拖累企业治理效果的担忧。然而,企业聘请这类独立董事仅仅是关系作用下任人唯亲的行为吗?文章通过收集我国上市公司独立董事与董事长或总经理的社会关系数据,以2008—2015年上市公司作为研究样本,发现较多地与商业伙伴进行关系型交易的企业更倾向于聘请关系型独董。其原因在于,社会关系带来的信任使关系型独董能够为企业保守交易过程中的商业信息,并且支持企业为稳固商业关系而做出的相关决策。这一现象在企业处于激烈的行业竞争及较差的地区商业环境时更加明显。经济后果分析表明,这类企业聘请关系型独董后进行了更多的专有资产投资,并获得了更快的销售增长。文章研究表明,企业选择关系型独董不仅仅是关系使然,很可能是企业权衡自身特质后的一种理性选择。

关键词: 关系型独董; 商业关系; 关系型交易; 专有投资

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2018)08-0128-13

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2018.08.010

一、引言

受传统儒家文化影响,我国经济社会的“关系”氛围较为浓厚。近年来,“关系”的研究越来越多地延伸到财务学和会计学领域,并成为热点。其中,关于公司独立董事与管理层间关系对治理效果的影响还存在争议。一方面,社会关系的存在可能会扭曲独立董事的监督功能,从而对公司绩效产生负面影响。Güner等(2008)发现,董事的社会关系弱化了其公司治理职能,使公司在选择投资机会、提升利润和兼并收购等方面的表现较差。Hwang和Kim(2009)的研究表明,CEO与董事的社会关系使其获得了更高的薪酬。Fracassi和Tate(2012)分析指出,有权力的CEO更倾向于雇用与自己有关系的董事,这种社会关系减弱了董事会的监督强度,降低了公司价值。陆瑶和胡江燕(2016)发现,CEO与董事间的社会关系会提高公司的违规概率。另一方面,独立董事的社会关系也可能具有价值。Adams和Ferreira(2007)认为,董事会对CEO友好能够激励其汇报内部信息,进而有针对性地提出改善绩效的建议。Hoitash(2011)发现,与管理层存在关系的独立董事比较适合在审计委员会任职,因为审计委员会行使其职能需要成员之间的交流与合作。刘诚和杨继东(2013)指出,管理层与独立董事间的社会关系存在潜在的价值。

收稿日期: 2018-02-04

基金项目: 国家自然科学基金项目(71372038, 71632006); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(16JJD790037)

作者简介: 黄俊(1979—)(通讯作者),男,福建福州人,上海财经大学会计学院教授,博士生导师;

丁竹(1989—),男,湖北仙桃人,上海财经大学会计学院博士研究生;

位豪强(1990—),男,山东烟台人,上海财经大学会计学院博士研究生。

要理解关系型独董的角色,有必要回归到其选聘环节。对于公司选聘关系型独董的原因,现有研究大多认为源于我国的“关系”文化。而值得思考的是,既然社会关系的存在可能给公司带来负面的治理效果,向市场传递不好的信号,为什么上市公司还是热衷于选聘关系型独董?这仅仅是一种“任人唯亲”的行为吗?

我国社会中的“关系”建立在儒家文化的基础上,是一种实用主义的处事方式,强调你来我往、互惠互利。在社会交往中,关系网络的建立能够产生信息交流、建立信任等功能(Granovetter, 1973; Uzzi, 1997; 杨中芳和彭泗清, 1999)。社会关系的重要作用在于信任带来的对于交易方行为的稳定预期,而这种稳定的预期有助于关系双方互相支持,开展互利互惠的合作。因此,从社会关系的角度看,关系型独董能与企业之间产生更多的相互信任与支持。这种相互信任与支持的作用至少体现在以下两个方面:首先,在相互信任的基础上,企业重要的商业信息能得到更好的保护。在实务中,由于有较多的机会接触公司的核心商业信息,独立董事对商业秘密的保护也是公司关注的核心问题之一。例如,上海银行(601229)《独立董事工作规则》第十四条规定:“独立董事有下列情形之一为严重失职:(一)泄露本行商业秘密,损害本行合法利益,……”;掌趣科技(300315)《独立董事工作制度》第十五条规定:“独立董事所负的诚信义务不因其任期结束而终止,其对公司商业秘密保密的义务在其任期结束后仍有效”。因此,在现今商业秘密价值日益凸显的情况下,企业可能更愿意聘请较为信任的独立董事。其次,独立董事对企业的支持有助于企业重要决策的顺利通过。由于对公司的重大决策有投票权,独立董事是否支持直接影响企业的发展方向。在这种情况下,独立董事对公司管理层的支持程度更高,有助于公司决策的顺利通过。综上分析,我国企业热衷于聘请关系型独董,可能是希望与独立董事构建相互信任与支持的关系。

那么,什么特质的企业更需要关系型独董带来信任与支持呢?在我国人情交织的商业背景下,越来越多的企业倾向于在经营过程中与商业伙伴形成良好的合作关系,以开展交易成本更低的关系型交易。然而,关系型交易的维系往往离不开专有资产投资(Williamson, 1983)。由于专有投资形成的资产专用性较高,一旦商业关系破裂,前期投入很难收回。因此,企业加大专有资产投资往往需要得到董事会的理解与支持。此外,关系型交易过程中涉及客户名单、商品价格、数量等商业信息(Heide 和 John, 1990; Lusch 和 Brown, 1996; Poppo 和 Zenger, 2002),一旦被竞争对手知悉而采取相应的针对措施,有可能导致合作伙伴被抢夺,使得专有资产投资失败。因此,依赖关系型交易的企业更需要董事会支持并保守商业信息,这种情况下更被公司信任且愿意支持公司决策的关系型独董恰好能满足相关需求。

本文通过收集我国上市公司独立董事与董事长或总经理的社会关系资料,利用 2008—2015 年上市公司数据,从商业关系维护视角探讨了依赖关系型交易的企业是否更倾向于聘请关系型独董以及可能产生的经济后果。研究发现,较多地与商业伙伴进行关系型交易的企业更倾向于聘请关系型独董,这一现象在企业处于激烈的行业竞争及较差的地区商业环境时更明加显。此外,聘请关系型独董后,由于关系型独董的可信任程度更高,且更愿意支持企业决策,企业可更放心地投入资源以维护商业关系,表现为实施了更多的专有资产投资,且获得了更快的销售增长。

本文的主要贡献体现在:第一,现有相关研究大多认为关系型独董的选聘是关系文化使然,但忽视了关系型独董与公司特质是否匹配的问题。本文从商业关系维护视角揭示出企业聘请关系型独董可能是权衡后的一种理性选择,而非仅仅是“任人唯亲”。第二,相关文献大多认为关系型独董的正面作用主要源自其良好的信息沟通和友好的建议功能(Adams 和 Ferreira, 2007;

Hoitash, 2011)。本文的研究表明,关系型独董对企业商业关系的保护以及相关决策的支持也是其发挥作用的路径之一,从而丰富了已有研究。第三,现有文献在考察企业如何维护客户及供应商关系时,主要从公司资本结构和会计信息角度出发,探讨企业通过资本结构调整和会计政策选择来促使商业合作伙伴进行专有性投资,以稳定关系型交易(Kale和Shahrur, 2007; Hui等, 2012; 方红星和张勇, 2016)。少有文献关注企业如何通过内部治理结构调整来维护已有的商业关系。本文研究发现,企业通过董事会成员的选择可以维护和改善商业关系,更好地促进企业与商业伙伴之间的关系型交易,由此给企业带来益处。

二、理论分析与研究假说

(一)商业关系与关系型独董的选聘。企业的商业伙伴主要是客户和供应商,与其保持良好关系的目的之一是建立交易成本更低的交易模式,使企业与客户、供应商共同受益(Kalwani和Narayandas, 1995; Luo和Kumar, 2013; Palmatier等, 2013; 方红星和张勇, 2016)。然而,商业关系是一种弱于亲缘关系的弱关系,这种关系的建立以商业利益为基础,需要投入成本来维护(Heide和Miner, 1992; Murfin和Njoroge, 2012)。已有研究表明,企业维护商业关系的投入会对公司治理产生影响。例如,林钟高(2014)研究发现,当公司依靠高管维护与客户和供应商的关系时,高管维护这种关系的成本需得到补偿,从而影响其薪酬契约结构。可见,为了维护商业关系,企业可能会对公司治理机制进行调整,而这种调整可能体现在独立董事的选聘上。

首先,企业维护商业关系的前提是保护商业合作过程中的商业信息。商业关系的维护通常需要基于客户或供应商的喜好在私下投入额外的成本,使得企业对商业关系的重视程度更高,不愿承担商业关系破裂的风险(Graham等, 2005; 方红星和张勇, 2016)。然而,商业合作是以逐利为基础的,商业竞争越充分,企业的竞争对手越有动机窥探与商业伙伴之间的合作情况,进而有针对性地采取商业行动。因此,对依赖关系型交易的企业而言,在与客户和供应商交易过程中产生的商品数量、价格等商业信息具有较高的价值,从而企业在聘请外部独立董事时,充分考虑其可信任程度,以保守相关商业信息。

其次,董事会的信任与支持有助于企业投入成本以稳定商业关系并从中获益。良好的商业关系可以减少企业经营活动的不确定性,促进企业良性发展(Kalwani和Narayandas, 1995)。而一旦关系破裂,企业容易蒙受巨额损失(Heide和John, 1990; Raman和Shahrur, 2008)。为此,依赖关系型交易的企业需要采取措施维护客户/供应商关系,而这往往是要付出成本的(Heide和Miner, 1992; Murfin和Njoroge, 2012)。这种“成本”并不一定会立即产生收益,因此在决策阶段容易遭受质疑。在这种情况下,董事会的支持尤为重要,聘请关系型董事的优势在于,双方在初始即能达成高度信任,进而节省信息交流成本(刘诚等, 2012)。

在社会交往中,关系的主要功能在于保证交往各阶段所需要的信任与支持(杨中芳和彭泗清, 1999)。对企业而言,关系型独董的可信任程度更高且更愿意支持企业的相关决策。因此,我们预期与商业伙伴间关系型交易较多的企业,出于维护商业关系的需要,更倾向于聘请关系型独董。基于此,本文提出以下假说:

假说 1a: 与商业伙伴关系型交易较多的企业更倾向于聘请关系型独董。

当企业处于不同的行业及商业环境时,维护商业关系的难易及需求会不同,从而对企业聘请关系型独董的倾向产生影响。当所处行业的竞争较激烈时,企业的竞争对手有更强的动机窥探企业与供应商、客户合作过程中的商业信息,以采取针对性行动。这会导致企业维护商业关系的难度增加,因而更倾向于聘请能帮助企业维护商业关系的商业关系型独董。当所处地区的商业环

境较差时,企业很难找到合适的交易对手,面临较高的合作伙伴转换成本,从而更加珍视原有商业关系,更愿意聘请能帮助企业维护商业关系的关系型独董。基于此,本文提出以下假说:

假说 1b: 当所在行业的竞争较激烈时,企业关系型交易对关系型独董选聘的影响更加显著。

假说 1c: 当所在地区的商业环境较差时,企业关系型交易对关系型独董选聘的影响更加显著。

(二)关系型独董的选聘对企业的影响。已有研究发现,关系型交易所创造的高水平关系租金有助于企业建立信任体系,降低交易成本,实现价值创造,进而维持较强的长期竞争优势(Madhok 和 Tallman, 1998)。这种竞争优势存在的基础是,交易双方能够保证稳定的合作关系。只有在长期稳定的关系型交易中,交易双方的依赖程度才会不断加深。作为一种表达长期战略合作意愿的可置信承诺,为了维持稳定的关系型交易,企业与供应商、客户之间会相互进行专用性投资,形成专用性资产,以支持和锁定这种独特的商业交易模式(Williamson, 1983)。因此,企业若想从关系型交易中获取更多的收益,就必须加大专用资产的投资,以维系关系型交易的稳定。由于专用资产的专用性较高,一旦关系型交易受到冲击,之前投入的专用资产价值可能急剧下降。只有当企业预期关系型交易受到冲击的风险较小时,才会愿意加大专用资产投资。企业聘请关系型独董后,由于关系型独董的可信任程度较高,公司的商业信息得到保护,受到外部竞争对手冲击的风险较低。此外,关系型独董也更支持企业专用资产投资的相关决策。因此,企业聘请关系型独董后,商业关系会得到更好的维护,企业更愿意加大专用资产投资,而且稳定的商业关系也使企业从中获益,带来销售收入的增长。基于此,本文提出以下假说:

假说 2a: 关系型独董的选聘有助于企业对商业关系进行专用资产投资。

假说 2b: 关系型独董的选聘有助于企业依赖商业关系实现销售增长。

三、研究设计

(一)样本与数据。本文以深沪两市所有上市公司为研究对象,样本区间为 2008—2015 年。独立董事社会关系数据通过独立董事及公司管理层的个人简历收集获得。我们利用 CSMAR 上市公司治理结构研究数据库,获取公司董事长、总经理以及独立董事名单列表及相关个人信息,然后采集他们的工作经历、毕业院校和籍贯信息。对于未能采集到的信息,我们进一步查询锐思数据库、中诚信数据库和网络进行手工收集补充。此外,本文通过考察上市公司与客户、供应商之间的交易情况来判断公司对关系型交易的依赖程度。具体而言,我们采用 2008—2015 年上市公司从前五大供应商采购额占总采购额的比例(供应商采购比例)以及向前五大客户销售产品收入占全年主营业务收入的比例(客户销售比例)来衡量公司商业关系。

本文的数据处理过程如下:(1)剔除无法获取董事长、总经理以及独立董事简历信息的样本;(2)剔除未披露前五大供应商采购比例或前五大客户销售比例的样本;(3)剔除金融行业公司样本;(4)剔除特别处理(ST)公司样本;(5)剔除其他变量缺失的样本。最后,本文得到 8 420 个供应商采购比例样本数据和 13 733 个客户销售比例样本数据,其中同时披露供应商采购比例和客户销售比例的样本数据有 8 171 个。本文使用的财务数据主要来自 CSMAR 数据库。为了剔除极端值的影响,我们对所有连续变量进行了上下 1% 的 *Winsorize* 处理。

(二)变量定义

1. 关系型独董(*Tie*)。本文通过识别独立董事与上市公司董事长或总经理之间的社会关系来定义关系型独董。社会关系主要包括校友、老乡、同事三类。之所以选择这三类“关系”,一是因为这三种关系在中国具有特殊重要性和普遍性;二是因为“关系”的含义非常宽泛,在衡量“关系”时不可能将所有的关系都包含在内,否则会泛化研究内容,走入另一个极端(Granovetter,

1973); 三是其他社会关系数据无法获取,如参与了共同的慈善、娱乐、宗教等社会组织。本文利用CSMAR上市公司治理结构研究数据库、锐思数据库、中诚信数据库和网络,获取了2008—2015年我国上市公司董事长、总经理以及独立董事名单和相关个人信息,然后采集了他们的工作经历、毕业院校和籍贯信息。我们通过比对上市公司独立董事与董事长或总经理的工作经历、毕业院校和籍贯信息,构造了关系型独董变量*Tie*。当上市公司至少有一位独立董事与董事长或总经理有相同的工作经历、毕业院校或籍贯信息时,*Tie*取值为1,否则为0。

2. 关系型交易(*Supply*、*Customer*和*Business*)。本文分别从“供给方”(*Supply*)和“需求方”(*Customer*)两个角度来度量企业的关系型交易水平。其中,*Supply*指的是供应商采购比例,以年报中披露的上市公司从前五大供应商的采购额占全年采购总额的比例表示。*Customer*指的是客户销售比例,以年报中披露的上市公司向前五大客户的销售总额占全年销售总额的比例表示。为综合考察企业对关系型交易的依赖程度,本文设计了商业关系(*Business*)变量,其值等于供应商关系型交易(*Supply*)与客户关系型交易(*Customer*)的均值。在稳健性检验中,本文使用*Customer*和*Supply*再次验证了主要结论。

3. 行业竞争度(*HHI*)。本文参考已有文献,使用赫芬达尔指数(*HHI*)来度量行业竞争度。赫芬达尔指数是行业内各公司收入占行业总收入比例的平方和。其数值越大,说明行业越集中,行业竞争度越低。

4. 地区商业环境(*Commercial*)。本文采用王小鲁等(2017)中的“要素市场的发育程度评分”作为地区商业环境(*Commercial*)指标,分值越高表明地区商业环境越好。由于评分数据只更新到2014年,对于2015年的数据,我们采用2008—2014年的均值进行替代。

5. 资产专有性(*Special*)。资产专有性指的是在不牺牲其生产价值的前提下,某项资产无法被重新配置于其他替代用途或被其他替代者重新调配使用的程度(Williamson, 1979)。我们参考Demsetz(1988)的研究,采用固定资产总额与总资产的比值来度量公司资产专用性,其数值越高,表明公司资产专用性越强。

6. 销售收入增长率(*Growth*),用公司年销售收入的增长率表示。

7. 控制变量。本文的控制变量包括:(1)公司规模(*Size*),取公司总资产的自然对数;(2)资产负债率(*Lev*),等于公司负债除以总资产;(3)经营业绩(*ROE*),等于净利润与净资产的比值;(4)产权性质(*State*),国有企业取值为1,否则为0;(5)机构投资者持股(*Instihold*),用机构投资者持股比例表示;(6)高管持股(*Mshare*),用高管持股比例表示;(7)独董比例(*Indirector*),等于独立董事人数除以董事会总人数;(8)审计质量(*Big4*),公司为“四大”审计时取值为1,否则为0;(9)股权集中度(*Her3*),等于前三大股东持股比例的平方和;(10)公司年龄(*Age*),用公司上市年数表示;(11)行业虚拟变量(*Industry*);(12)年份虚拟变量(*Year*)。

(三)模型设计

为了验证假说1a,即与商业伙伴关系型交易较多的企业是否更倾向于聘请关系型独董,本文设计了如下Logit回归模型。如果假说1a成立,则模型(1)中 β_1 为正。

$$Tie = \alpha + \beta_1 Business + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 ROE + \beta_5 State + \beta_6 Instihold + \beta_7 Mshare + \beta_8 Indirector + \beta_9 Big4 + \beta_{10} Her3 + \beta_{11} Age + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

为了验证假说1b和假说1c,即激烈的行业竞争和较差的商业环境是否增强了关系型交易企业聘请关系型独董的倾向,本文设计了如下Logit模型。其中,*X*包括行业竞争度(*HHI*)和地区商业环境(*Commercial*)。如果假说1b和假说1c成立,则模型(2)中 β_3 为负。

$$\begin{aligned}
 Tie = & \alpha + \beta_1 Business + \beta_2 X + \beta_3 X \times Business + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 ROE \\
 & + \beta_7 State + \beta_8 Instihold + \beta_9 Mshare + \beta_{10} Indirector + \beta_{11} Big4 \\
 & + \beta_{12} Her3 + \beta_{13} Age + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

为了验证假说 2a 和假说 2b, 即关系型独董是否增强了企业对商业关系进行专有资产投资的倾向, 以及是否有助于企业利用商业关系获得销售增长, 本文设计了模型(3)。其中, 被解释变量 Y 包括资产专有性 (*Special*) 和销售增长率 (*Growth*)。如果假说 2a 和假说 2b 成立, 则模型(3)中 β_3 为正。

$$\begin{aligned}
 Y = & \alpha + \beta_1 Business + \beta_2 Tie + \beta_3 Tie \times Business + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 ROE + \beta_7 State \\
 & + \beta_8 Instihold + \beta_9 Mshare + \beta_{10} Indirector + \beta_{11} Big4 + \beta_{12} Her3 \\
 & + \beta_{13} Age + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{3}$$

四、实证结果分析

(一)描述性统计。从表 1 中可以看出, 样本中约有 68.5% 的公司聘请了至少一位关系型独董, 反映出关系型独董在我国上市公司董事会构成中较为常见。平均而言, 样本上市公司的采购额或销售额中有 34.4% 依赖于前五大商业合作伙伴, 这反映出关系型交易在我国较为普遍。对于竞争最激烈的行业, 行业内各公司收入占行业总收入比例的平方和仅为 0.3%, 而对于竞争最不激烈的行业, 该数值达到 22.9%。样本公司处在不同的商业环境中, 商业环境好的地区“要素市场的发育程度评分”达到 12.23, 远超该项指标的均值。对于资产专有性, 固定资产占总资产的比例平均可达 22.6%。样本公司营业收入的年均增长率为 13.5%, 反映出我国上市公司具有良好的成长性。

表 1 主要变量描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Tie</i>	8 171	0.685	0.464	1.000	0.000	1.000
<i>Business</i>	8 163	0.344	0.159	0.309	0.030	0.973
<i>HHI</i>	8 171	0.027	0.039	0.015	0.003	0.229
<i>Commercial</i>	8 171	6.055	2.123	5.590	-1.210	12.230
<i>Special</i>	8 171	0.226	0.160	0.195	0.000	0.937
<i>Growth</i>	8 171	0.135	0.311	0.093	-0.572	1.583
<i>Size</i>	8 171	21.835	1.176	21.675	19.273	25.700
<i>Lev</i>	8 171	0.417	0.211	0.406	0.045	0.905
<i>ROE</i>	8 171	0.063	0.118	0.068	-0.777	0.549
<i>State</i>	8 171	0.354	0.478	0.000	0.000	1.000
<i>Instihold</i>	8 171	0.359	0.235	0.351	0.000	0.865
<i>Mshare</i>	8 171	0.148	0.213	0.005	0.000	0.722
<i>Indirector</i>	8 171	0.372	0.053	0.333	0.300	0.571
<i>Big4</i>	8 171	0.039	0.193	0.000	0.000	1.000
<i>Her3</i>	8 171	0.165	0.117	0.138	0.012	0.578
<i>Age</i>	8 171	8.455	6.726	6.000	0.000	24.000

控制变量统计结果显示, 样本公司的平均负债率为 41.7%, 平均净资产收益率为 6.3%。样本中约有 35.4% 的企业为国企, 机构投资者的平均持股比例为 35.9%, 管理层持股比例的均值为 14.8%。样本企业的独立董事平均占董事会人数的 37.2%。约有 3.9% 的企业聘请了“四大所”进

行审计。对于股权结构,样本公司中前三大股东持股比例平方和的均值为0.165。样本公司的平均上市年限为8年。

(二)回归分析

1. 关系型独董选聘的动因。表2的基本模型列示了企业与商业伙伴间关系型交易对其独立董事选聘的影响。回归结果显示,关系型交易(*Business*)变量与关系型独董变量(*Tie*)在1%水平上显著正相关,说明企业对关系型交易的依赖程度越高,越倾向于聘请关系型独董。根据上文的分析,企业与商业伙伴间的关系型交易越多,越容易在合作过程中产生合作伙伴、商品数量、价格等具有较高价值的信息;同时,当这类关系型交易较多时,为了维护稳定的商业关系,企业投入的维护成本会增加,更不愿承受因商业信息泄露而导致合作关系终止的风险。因此,这类企业更需要可以信赖的关系型独董为其保守相关商业信息。此外,由于商业关系的维护需要投入成本,这种成本的投入往往需要得到董事会的支持,关系型独董也能满足企业的这一需求。因此,依赖关系型交易的企业更倾向于聘请关系型独董,这与研究假说1a的预期相符。

表2 商业关系与关系型独董的选聘

	<i>Tie</i>	<i>Tie</i>	<i>Tie</i>		<i>Tie</i>	<i>Tie</i>	<i>Tie</i>
	基本模型	行业竞争模型	商业环境模型		基本模型	行业竞争模型	商业环境模型
<i>Business</i>	0.582*** (3.29)	0.892*** (4.09)	1.657*** (3.65)	<i>Instihold</i>	0.502*** (3.79)	0.464*** (3.51)	0.500*** (3.78)
<i>HHI</i>		1.964 (1.05)		<i>Mshare</i>	1.100*** (6.61)	1.097*** (6.59)	1.113*** (6.66)
<i>HHI</i> × <i>Business</i>		-10.009** (-2.22)		<i>Indirector</i>	0.032 (0.07)	0.074 (0.16)	0.031 (0.07)
<i>Commercial</i>			0.004 (0.25)	<i>Big4</i>	0.192 (1.29)	0.191 (1.28)	0.197 (1.32)
<i>Commercial</i> × <i>Business</i>			-0.137*** (-2.60)	<i>Her3</i>	0.337 (1.40)	0.363 (1.50)	0.351 (1.46)
<i>Size</i>	0.232*** (7.44)	0.235*** (7.48)	0.232*** (7.42)	<i>Age</i>	-0.035*** (-6.94)	-0.037*** (-7.27)	-0.035*** (-6.87)
<i>Lev</i>	-0.617*** (-4.02)	-0.619*** (-4.02)	-0.609*** (-3.96)	<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>ROE</i>	0.136 (0.64)	0.145 (0.68)	0.139 (0.66)	<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>State</i>	0.146** (2.31)	0.145** (2.29)	0.133** (2.08)	<i>Constant</i>	-4.802*** (-6.82)	-4.865*** (-6.80)	-4.828*** (-6.77)
				<i>Observations</i>	8 171	8 171	8 171
				<i>Pseudo R²</i>	0.041	0.042	0.042

注:括号内为*T*值,*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,下表同。

表2中的行业竞争模型反映了在不同的行业竞争情况下,关系型交易企业对关系型独董的依赖程度。结果显示,行业竞争变量(*HHI*)与关系型交易变量(*Business*)交乘项的系数为负,且在5%水平上显著。由于*HHI*衡量的是行业内各公司收入占行业总收入比例的平方和,其数值越小,行业竞争度越高,因此这一结果说明当行业竞争度较高时,依赖关系型交易的企业更倾向于聘请关系型独董。由上文分析可知,当所处行业的竞争较激烈时,企业的竞争对手有更大的动机窥探企业与供应商或客户合作过程中产生的商业信息,以采取针对性行动。此时,企业维护商业关系的难度加大,因而更倾向于聘请能帮助其维护商业关系的关系型独董。这一结果与研究假说1b的预期相符。

表 2 中的商业环境模型反映了在不同的商业环境下, 关系型交易企业聘请关系型独董的差异。回归结果显示, 商业环境变量 (*Commercial*) 与关系型交易变量 (*Business*) 交乘项的系数为负, 且在 1% 水平上显著。由于商业环境变量 (*Commercial*) 的数值越低表明地区商业环境越差, 上述结果说明当地区商业环境较差时, 依赖关系型交易的公司更倾向于聘请关系型独董。上文分析指出, 当所在地区的商业环境较差时, 企业找到合适交易对手的难度增加, 面临较高的合作伙伴转换成本, 因此更加珍视原有商业关系, 更愿意聘请能帮助其维护商业关系的系型独董。这一结果与研究假说 1c 的预期相符。

在控制变量方面, 公司规模与关系型独董变量显著正相关, 其原因在于, 大公司的董事会规模更大, 独立董事席位更多, 因此有更多的机会选聘关系型独董; 负债率较高的公司较少聘请关系型独董, 可能是因为债务水平较高时, 公司风险较高, 关系型独董对此有所顾虑; 国有企业更容易聘请关系型独董, 一个解释是, 国有企业经营更稳定, 关系型独董面临的风险更小, 从而更愿意履职; 机构投资者和管理层持股较多的公司更多地聘请了关系型独董, 这可能是因为内外部完善的治理机制可以弥补关系型独董因关系存在而不作为的风险; 最后, 上市年限较长的公司更少地聘请关系型独董, 可能是因为这类公司的董事会构成相对稳定。

2. 关系型独董选聘的后果。表 3 考察了企业选聘关系型独董后专有资产投资和销售收入增长率的情况。专有资产投资的回归结果显示, 关系型独董变量 (*Tie*) 与商业关系变量 (*Business*) 交乘项的系数为正, 且在 5% 水平上显著。根据上文的分析, 在聘请了关系型独董后, 公司商业信息得到保护, 可以更好地进行专有资产投资以稳定商业关系, 而关系型独董也会支持企业相应的决策。这一结果与研究假说 2a 的预期相符。在销售收入增长率的回归中, 关系型独董变量 (*Tie*) 与商业关系变量 (*Business*) 交乘项的系数显著为正, 说明关系型独董发挥了积极作用, 企业能够更好地利用现有的商业关系开展商业合作, 从而销售收入增加。这一结果与研究假说 2b 的预期相符。

表 3 选聘关系型独董对企业商业合作的影响

	<i>Special</i>	<i>Growth</i>		<i>Special</i>	<i>Growth</i>
<i>Business</i>	-0.005 (-0.31)	0.071 [*] (1.89)	<i>Mshare</i>	-0.068 ^{***} (-7.95)	0.157 ^{***} (7.69)
<i>Tie</i>	-0.010 (-1.27)	-0.022 (-1.39)	<i>Indirector</i>	-0.091 ^{***} (-3.23)	0.005 (0.09)
<i>Tie</i> × <i>Business</i>	0.045 ^{**} (2.17)	0.099 ^{**} (2.05)	<i>Big4</i>	0.028 ^{***} (2.92)	-0.075 ^{***} (-6.14)
<i>Size</i>	0.003 (1.25)	0.014 ^{***} (3.38)	<i>Her3</i>	0.039 ^{***} (2.71)	-0.175 ^{***} (-5.95)
<i>Lev</i>	0.060 ^{***} (5.87)	0.173 ^{***} (7.27)	<i>Age</i>	-0.000 (-0.25)	-0.005 ^{***} (-6.91)
<i>ROE</i>	-0.203 ^{***} (-12.45)	0.597 ^{***} (14.95)	<i>Industry</i>	控制	控制
<i>State</i>	0.018 ^{***} (4.59)	-0.055 ^{***} (-6.56)	<i>Year</i>	控制	控制
<i>Instihold</i>	-0.006 (-0.77)	0.097 ^{***} (5.84)	<i>Constant</i>	0.230 ^{***} (5.12)	-0.103 (-1.15)
			<i>Observations</i>	8 171	8 171
			<i>R</i> ²	0.315	0.139

3. 进一步分析。以上研究证实, 关系型独董对于企业商业关系的维护产生了正面影响。但

同时我们也思考,关系型独董对企业商业关系的维护,如保守商业秘密及支持企业相关决策是否会产生负面效应?由于关系型交易的边界较小,较难被关系圈外的人所了解,关系型独董对于企业商业关系的维护是否会影响企业信息环境?基于这一考虑,本文考察了关系型独董对证券分析师的影响,具体包括分析师跟踪人数(*Analysts*)和分析师预测准确性(*Consensus*),回归结果见表4。可以看出,不论是分析师跟踪人数还是分析师预测准确性,交乘项 *Tie*×*Business* 的系数都显著为负。回归分析证实,企业聘请关系型独董后,当公司越依赖关系型交易时,分析师跟踪人数减少,预测

表4 选聘关系型独董对企业信息环境的影响

	<i>Analysts</i>	<i>Consensus</i>
<i>Business</i>	-0.291*** (-2.94)	0.068 (1.09)
<i>Tie</i>	0.040 (0.94)	0.023 (0.83)
<i>Tie</i> × <i>Business</i>	-0.280** (-2.38)	-0.128* (-1.76)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
<i>Constant</i>	-5.439*** (-22.48)	-2.217*** (-8.24)
<i>Observations</i>	6 534	6 534
<i>R</i> ²	0.372	0.347

准确性降低。由于分析师具有较高的专业水平,跟踪人数的减少与预测分歧的增加表明关系型独董的选聘使企业的经营更难被外界所了解,信息环境变差,这可能是企业聘请关系型独董维护商业关系的弊端之一。

(三)基于中组部【2013】18号文件的进一步检验。2013年10月19日,中共中央组织部发布《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号文件),明确提出“现职和不担任现职但未办理退(离)休手续的党政领导干部不得在企业兼职(任职)。对辞去公职或者退(离)休的党政领导干部到企业兼职(任职)必须从严掌握、从严把关,确因工作需要到企业兼职(任职)的,应当按照干部管理权限严格审批”,并要求“限期对党政领导干部违规在企业兼职(任职)进行清理”。该文件导致担任上市公司独立董事的官员开始主动辞职,形成了官员独董的离职风潮。由于18号文件的发布执行是一次强制性的制度变迁,它独立于单个上市公司的经营,是不可被系统预测的外生事件,因此基于18号文件的进一步分析有利于避免关系型独董经济后果研究中的内生性问题,从而更好地考察关系型独董对企业的影响。

第一份明确说明因中组部18号文件辞职的公告于2013年12月28日公布,因此官员独董离职潮始于2014年。本文根据Wind数据库中的独董辞职公告,手工整理了2014年因18号文件而独董辞职的样本。除了样本公司公告外,本文还分析了公告涉及的独立董事在其他公司公告中的辞职原因,以保证样本数据准确。例如,如果某独立董事在A公司辞职的原因是“个人原因”,而在B公司辞职的原因是“18号文件规定”,则本文认定该独立董事在A和B两家公司辞职都是因为18号文件。据此,本文共收集到2014年366家因18号文件而独董辞职的公司样本,通过比对这366家公司辞职独董与上市公司董事长和总经理的社会关系,发现其中有42家公司因18号文件而发生了关系型独董被迫离职。本文以18号文件出台所引起的关系型独董被迫离职作为外生冲击,将42家发生关系型独董被迫离职的公司作为处理组,剩下324家公司作为控制组,以受到冲击的2014年为分界,构建了如下的双重差分模型来检验关系型独董被迫离职的经济后果。

$$\begin{aligned}
 Y = & \alpha + \beta_1 Treated + \beta_2 After + \beta_3 Treated \times After + \beta_4 Business + \beta_5 Treated \times Business \\
 & + \beta_6 After \times Business + \beta_7 Treated \times After \times Business + \beta_8 Size + \beta_9 Lev + \beta_{10} ROE \\
 & + \beta_{11} State + \beta_{12} Instihold + \beta_{13} Mshare + \beta_{14} Indirector + \beta_{15} Big4 \\
 & + \beta_{16} Her3 + \beta_{17} Age + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{4}$$

模型(4)中, Y 分别取资产专有性(*Special*)和销售收入增长率(*Growth*),以考察关系型独董被迫离职对企业专有资产投资和销售收入增长情况的影响。其中, *Treated*为事件指示变量,若样本受到18号文件影响而发生关系型独董离职,则 *Treated*取值为1,否则为0; *After*为时间指示变量,本文选取事件发生的前两年作为对照,若样本处于2014年和2015年则取值为1,处于2012年和2013年则取值为0。我们关心的是交乘项 $Treated \times After \times Business$ 的系数 β_7 。表5结果显示, $Treated \times After \times Business$ 的系数均显著为负,表明18号文件引起关系型独董被迫离职后,依赖商业关系的企业减少了专有资产投资,且销售增长率降低。这进一步反映出关系型独董对于关系型交易企业维护商业关系的价值。

(四)稳健性检验

1. 内生性问题的处理。对于假说1,我们主要采用两阶段回归方法来控制内生性问题。在第一阶段,我们选取的工具变量为公司主要

商业伙伴是不是本地客户/供应商(*Place*)。如果客户/供应商与上市公司处于同一地区,那么他们之间的私有信息传递比较方便,而且相同的地区有着比较接近的文化属性,双方也比较容易建立信任。因此,本地客户/供应商更容易达成关系型交易。同时,本地客户/供应商并不直接影响企业对于关系型独董的选择,因此可作为两阶段回归的工具变量。我们手工收集了上市公司前五大客户/供应商的注册地信息,若上市公司与主要客户/供应商的注册地在同一省份,则 *Place*取值为1,否则为0。第一阶段回归结果显示, *Place*的系数显著为正,表明如果主要商业伙伴为本地客户或供应商,企业更容易与之达成关系型交易。第二阶段回归结果表明,依赖关系型交易的企业更倾向于聘请关系型独董。

对于假说2,我们采用倾向得分匹配(*PSM*)方法来控制内生性问题。由于本文样本中有关系型独董的公司较多,我们采用了反向匹配的思路,即为没有聘请关系型独董的公司匹配企业特征相近但聘请了关系型独董的样本。经过倾向得分匹配,有关系组和无关系组样本均为2571个,我们用匹配后的5142个样本对假说2重新进行了检验。在专有资产投资和销售收入增长率的回归中,交乘项 $Tie \times Business$ 的系数均显著为正,进一步验证了本文的研究结论。

2. 其他稳健性检验:(1)构造了 Tie_P 变量,其数值等于关系型独董占公司独立董事人数的比例;(2)使用供应商关系型交易(*Supply*)和客户关系型交易(*Customer*)两个变量分别检验本文主要结论;(3)对假说2进行分组回归;(4)重新定义样本区间为2008—2013年,以避免18号文件的影响。经过上述稳健性检验,本文主要结论不变。

五、结论与启示

上市公司独立董事一直是我国资本市场研究中的一个热点话题。在我国人情社会的背景

表5 基于中组部18号文件的检验

	<i>Special</i>	<i>Growth</i>
<i>Treated</i>	0.039 (0.80)	0.037 (0.47)
<i>After</i>	-0.044 (-1.57)	-0.079 (-1.30)
<i>Treated</i> × <i>After</i>	0.013 (0.21)	-0.010 (-0.10)
<i>Business</i>	0.068 (1.18)	0.160 (1.20)
<i>Treated</i> × <i>Business</i>	-0.112 (-0.85)	-0.229 (-1.12)
<i>After</i> × <i>Business</i>	0.407*** (5.22)	0.899*** (4.91)
<i>Treated</i> × <i>After</i> × <i>Business</i>	-0.278* (-1.66)	-0.509* (-1.72)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
<i>Constant</i>	0.028 (0.18)	0.111 (0.33)
<i>Observations</i>	926	926
R^2	0.339	0.313

下,很多文献认为关系型独董会降低企业治理效率。本文研究发现:(1)关系型独董的选聘与企业的特质是相关联的。由于关系型独董的可信任程度更高且更愿意支持企业的相关决策,依赖关系型交易的企业出于维护商业关系的目的,更倾向于聘请关系型独董,这种现象在企业处于激烈的行业竞争及较差的地区商业环境时更加明显。(2)企业基于自身特质聘请关系型独董能产生正面影响。由于关系型独董能更好地帮助企业维护商业关系,有关系型独董的企业加大了专有资产投资以稳固商业关系,并从商业关系中获益,实现了销售收入的增长。由此可以看出,企业选聘关系型独董并不仅仅是“任人唯亲”的行为,其背后可能暗含着企业对自身发展需求与关系型独董特质的考量。关系型独董并非无所作为,其信任与支持可能正是企业发展所需要的重要软环境之一,这种软环境有利于企业商业关系的维护。

本文研究给我们的启示是:第一,企业选聘关系型独董并不仅仅是“任人唯亲”的行为,而可能是在权衡自身特质后的一种理性选择;第二,关系型独董并不只是“花瓶”,而能够为企业的发展提供信任与支持的重要软环境,这种软环境有助于企业维护现有的商业关系,促进企业稳定发展;第三,理解独立董事在我国上市公司中的作用不能忽略中国传统文化的影响,如本文所述的“关系”。

* 文章还得到上海财经大学创新团队支持计划以及上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2016-305, CXJJ-2016-301)的资助。

参考文献:

- [1]方红星,张勇. 供应商/客户关系型交易、盈余管理与审计师决策[J]. 会计研究, 2016, (1): 79-86.
- [2]林钟高,郑军,汤谢莹. 关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性[J]. 财经研究, 2014, (9): 133-144.
- [3]刘诚,杨继东,周斯洁. 社会关系、独立董事任命与董事会独立性[J]. 世界经济, 2012, (12): 83-101.
- [4]刘诚,杨继东. 独立董事的社会关系与监督功能——基于 CEO 被迫离职的证据[J]. 财经研究, 2013, (7): 16-26.
- [5]陆瑶,胡江燕. CEO 与董事间“老乡”关系对公司违规行为的影响研究[J]. 南开管理评论, 2016, (2): 52-62.
- [6]王小鲁,樊纲,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [7]杨中芳,彭泗清. 中国人人际信任的概念化: 一个人际关系的观点[J]. 社会学研究, 1999, (2): 3-23.
- [8]Adams R B, Ferreira D. A theory of friendly boards[J]. Journal of Finance, 2007, 62(1): 217-250.
- [9]Demsetz H. Ownership, control, and the firm: The organization of economic activity[M]. Oxford: Blackwell, 1988.
- [10]Fracassi C, Tate G. External networking and internal firm governance[J]. Journal of Finance, 2012, 67(1): 153-194.
- [11]Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40(1-3): 3-73.
- [12]Granovetter M S. The strength of weak ties[J]. American Journal of Sociology, 1973, 78(6): 1360-1380.
- [13]Güner A B, Malmendier U, Tate G. Financial expertise of directors[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): 323-354.
- [14]Heide J B, John G. Alliances in industrial purchasing: The determinants of joint action in buyer-supplier relationships [J]. Journal of Marketing Research, 1990, 27(1): 24-36.
- [15]Heide J B, Miner A S. The shadow of the future: Effects of anticipated interaction and frequency of contact on buyer-seller cooperation[J]. The Academy of Management Journal, 1992, 35(2): 265-291.
- [16]Hoitash U. Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board?[J]. Journal of Business Ethics, 2011, 99(3): 399-423.
- [17]Hui K W, Klasa S, Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism[J]. Journal of Account-

- ing and Economics, 2012, 53(1-2): 115-135.
- [18]Hwang B H, Kim S. It pays to have friends[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1): 138-158.
- [19]Kale J R, Shahrur H. Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 83(2): 321-365.
- [20]Kalwani M U, Narayandas N. Long-term manufacturer-supplier relationships: Do they pay off for supplier firms?[J]. Journal of Marketing, 1995, 59(1): 1-16.
- [21]Luo A, Kumar V. Recovering hidden buyer-seller relationship states to measure the return on marketing investment in business-to-business markets[J]. Journal of Marketing Research, 2013, 50(1): 143-160.
- [22]Lusch R F, Brown J R. Interdependency, contracting, and relational behavior in marketing channels[J]. Journal of Marketing, 1996, 60(4): 19-38.
- [23]Madhok A, Tallman S B. Resources, transactions and rents: Managing value through interfirm collaborative relationships[J]. Organization Science, 1998, 9(3): 326-339.
- [24]Murfin J, Njoroge K. Small lending big: The real effects of trade credit demands on constrained suppliers[R]. Yale ICF Working Paper No. 12-27, 2012.
- [25]Palmatier R W, Houston M B, Dant R P, et al. Relationship velocity: Toward a theory of relationship dynamics[J]. Journal of Marketing, 2013, 77(1): 13-30.
- [26]Poppo L, Zenger T. Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements?[J]. Strategic Management Journal, 2002, 23(8): 707-725.
- [27]Raman K, Shahrur H. Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers[J]. The Accounting Review, 2008, 83(4): 1041-1081.
- [28]Uzzi B. Social structure and competition in interfirm networks: The paradox of embeddedness[J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(1): 35-67.
- [29]Williamson O E. Credible commitments: Using hostages to support exchange[J]. The American Economic Review, 1983, 73(4): 519-540.
- [30]Williamson O E. Transaction-cost economics: The governance of contractual relations[J]. The Journal of Law and Economics, 1979, 22(2): 233-261.

Is It only the Cronyism for Companies to Hire Related Independent Directors? An Analysis Based on Business Relationship Maintenance

Huang Jun¹, Ding Zhu², Wei Haoqiang²

(1. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;
2. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: Under the traditional Confucian culture, the relationship plays an important role in Chinese economy and society. The studies about independent directors have paid attention to related independent directors who have social relationships with companies' executives. However, there are still disputes about the influence of related independent directors on corporate governance. In order to understand the role of related independent directors, it is necessary to investigate the recruiting process of related independent directors and

analyze the potential influence of the social network. In China, social relationships can bring trust and support (Granovetter, 1973; Uzzi, 1997; Yang and Peng, 1999). Consequently, from the perspective of social relationships, related independent directors can build trust with managers and bring support to companies, which is beneficial to protect firm business secrets and implement important decisions.

What kind of firms need the trust and support brought by related independent directors? In China, social connections are embedded in the business. More and more companies form cooperative relationships with their business partners to conduct relationship-based transactions with lower transaction costs. However, the maintenance of relationship-based transactions depends on the investment of specific assets (Williamson, 1983). Due to the asset specificity, it is difficult to take back the investment once the business relationship is broken. As a result, companies need the support of the board to do the specific investment. In addition, if the important business information, such as the customer list, the commodity price and the sale quantity in relationship-based transactions is known by their competitors (Heide and John, 1990; Lusch and Brown, 1996; Poppo and Zenger, 2002), companies may lose their competitive advantages and fail in specific investments. Consequently, companies relying on relationship-based transactions need the support of the board and keep the business secrets. Therefore, these companies are more likely to employ related independent directors to build trust and get support.

In this paper, we collect social relationships of independent directors with the CEOs or chairmen of Chinese listed companies from 2008 to 2015. Using this data, we examine whether companies employ related independent directors to maintain business relationships. Moreover, we analyze the economic consequence of hiring related independent directors. We find that companies with more relationship-based transactions prefer to hiring related independent directors. Further analyses show that this phenomenon is more significant when companies face fiercer competitions and operate under poorer business environments. Finally, companies have invested more specific assets and achieved higher sales growth after employing related independent directors.

Our research contributes to the literature in several ways. First, the extant studies neglect the match between related independent directors and the characteristics of companies. From the view of business maintenance, this paper reveals that the employment of related independent directors is not just the cronyism, and it may be a rational choice. Further, our study implies that the role of related independent directors may be to protect the business secrets and support executives' decisions. Finally, few studies on business relationships examine how companies can adjust internal corporate governance to maintain their business relationships. Our study shows that companies can maintain their business relationships through director employment.

Key words: related independent directors; business relationships; relationship-based transaction; specific investment

(责任编辑 康健)