

# 不对称的声誉机制与独立董事市场需求

## ——来自中国A股ST公司的经验证据

刘浩<sup>1</sup>, 李灏<sup>2</sup>, 金娟<sup>3</sup>

(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; 3. 宁波银行, 浙江宁波 315040)

**摘要:**根据独立董事的功能, 独立董事的声誉包括咨询声誉与监督声誉两方面。文章以在ST公司任职来反映独立董事两方面声誉同时受损, 利用2002—2012年沪深两市A股公司数据研究发现: ST公司的独立董事未来同一时期所兼任的上市公司数量会减少, 而且如果ST公司在其任期内未能成功“摘帽”, 则其所兼任的上市公司数量会进一步减少; 但同时, ST公司的独立董事未来仍可能获得新的上市公司聘请, 而且聘请ST公司独立董事的上市公司大股东控制权收益较高。文章研究表明, 中国独立董事市场确实排斥声誉受损的董事, 但对声誉机制也存在负向需求, 即如果公司希望较少受到监督, 则它们可能主动追逐监督声誉较差的独立董事。

**关键词:** 独立董事; 声誉机制; 特别处理; 市场需求

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2014)04-0066-13

### 一、引言

独立董事的声誉机制是独立董事有效发挥作用的基础(Fama和Jensen, 1983)。但与美国不同的是, 中国的独立董事制度并不是公司自发建立的, 而是由证监会从2001年开始强制实施的。已有文献发现, 中国上市公司独立董事的作用总体上较为有限(支晓强和童盼, 2005; 叶康涛等, 2011)。为了更好地理解中国独立董事制度的缺陷, 对独立董事声誉机制进行分析就显得较为重要。

由于孕育环境的不同, 美国和中国独立董事的“声誉”内涵存在较大差异。由于股权分散, 美国独立董事制度主要解决的是第一类代理问题(经理层与股东之间的代理问题); 而在“一股独大”的中国, 独立董事制度主要解决的是第二类代理问题(大股东与小股东之间的代理问题)。因此, 中国独立董事的声誉分析很难直接建立在美国独立董事声誉理论的基础上(Hermalin和Weisbach, 1998)。

本文认为, 根据独立董事的功能, 独立董事的声誉包括咨询声誉与监督声誉两方面, 大股东对独立董事声誉的偏好在不同情况下是不同的: 如果大股东不依赖于通过侵害小股东而获

收稿日期: 2013-08-28

基金项目: 国家自然科学基金项目(71172141、71202002、71272238); 教育部重点研究基地重大项目(12JJD790033)

作者简介: 刘浩(1978—), 男, 陕西咸阳人, 上海财经大学会计与财务研究院副教授;

李灏(1985—), 男, 福建福州人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

金娟(1986—), 女, 浙江绍兴人, 宁波银行。

取的控制权收益,则其偏好于具有良好咨询声誉和严格监督声誉的独立董事;如果大股东主要依赖于通过侵害小股东而获取的控制权收益,则其偏好于具有宽松监督声誉的独立董事(刘浩等,2013)。

为了实证检验上述逻辑推断的有效性,需要寻找在咨询与监督两方面与大多数独立董事相异的样本,本文认为股票特别处理(*Special Treatment*, *ST*)制度提供了一个有趣的研究机会,独立董事所任职公司被特别处理可作为独立董事声誉受损的一个替代变量。现行的《深圳证券交易所股票上市规则》和《上海证券交易所股票上市规则》规定:“上市公司出现财务状况或者其他状况异常,导致其股票存在终止上市风险,或者投资者难以判断公司前景,其投资权益可能受到损害的,证券交易所对该公司股票交易实行特别处理。”独立董事的两方面声誉——咨询声誉与监督声誉都可能因担任 *ST* 公司独立董事而受损,即担任 *ST* 公司的独立董事更可能给市场留下该独立董事咨询能力与监督能力较低的印象。

将 *ST* 公司独立董事样本与非 *ST* 公司独立董事样本进行比较,可以细致地分析中国独立董事的声誉与其未来任职机会之间的关系。本文利用 2002—2012 年沪深两市 A 股上市公司数据研究发现,中国独立董事(咨询与监督)声誉在资本市场中是起作用的,但作用机理是复杂的——在上市公司总体上追求价值提升从而排斥声誉较差独立董事的同时,也有大股东剥削较多的公司在主动聘请监督声誉较差的独立董事。

本文的贡献主要体现在:第一,在界定中国独立董事声誉内涵的前提下,讨论了独立董事声誉机制作用机理的复杂性,分析了独立董事声誉机制的不对称性;第二,利用 *ST* 公司和非 *ST* 公司样本,从独立董事未来兼任机会和新增任职机会两个角度展开研究,提供了方法上的新视角;第三,为深入理解中国资本市场中独立董事选择的内生性和证监会对公司治理结构管制的后果提供了经验证据。

## 二、文献回顾

在代理理论的文献中,Fama 和 Jensen(1983)认为,当存在高度发达的外部声誉市场时,外部董事受到声誉市场的约束,有动机不与管理层勾结滥用剩余控制权。Kaplan 和 Reishus(1990)及 Brickley 等(1990)的研究表明,在业绩较差公司任职的董事不太容易再被聘任为其他公司的董事,而在业绩较好公司任职的积极活跃的经理和退休经理则能够获得额外的董事席位。Yermack(2004)研究发现,财富 500 强公司的独立董事获得新职位的可能性与其任职公司过去两年的业绩显著正相关。Fich 和 Shivdasani(2007)发现,财务舞弊公司的独立董事虽然没有面临异常的更换,但在其他公司担任独立董事的可能性显著减小。Gilson(1990)研究发现,在破产重组公司任职的独立董事被迫离职之后在其他公司再次担任独立董事的可能性显著减小。Harford(2003)研究发现,目标公司在被接管之后,其董事很难保住自己的职位,而且外部董事未来能否获得董事职位与其在公司被接管前的表现显著相关。

国内学者关于独立董事声誉的研究相对较少。周繁等(2008)发现,独立董事“跳槽”考虑的主要是上市公司知名度和任职风险等声誉因素,而不是薪酬收入和现实成本因素。陈艳(2008)研究发现,独立董事所任职的上市公司业绩增长会增加独立董事获得新职位的可能性,而上市公司发生违规则会减小独立董事未来获得新职位的可能性。宁向东等(2012)利用理论模型分析了独立董事声誉与企业、董事行为的逻辑联系。总体而言,探讨中国独立董事市场的特殊制度背景及其影响的文献较少。

事实上,由于所处环境不同以及要解决的公司治理问题不同,我们很难直接套用美国研究

文献的结论,针对中国独立董事声誉机制的研究,需要从上市公司面临的代理问题、独立董事声誉的内涵、大股东对独立董事声誉的偏好等不同方面来讨论独立董事的市场需求,形成可检验的假说。

### 三、理论分析与假说提出

#### (一)根据独立董事功能划分的独立董事声誉

现有文献表明,独立董事的基本功能包括监督和咨询两类(Adams等,2010),这为我们讨论独立董事声誉的“内涵”提供了基本的划分依据。

独立董事的监督功能在第一类代理问题和第二类代理问题中有所不同,第一类代理问题源于股东与管理层的冲突,第二类代理问题源于大股东与小股东的冲突。中国上市公司中第二类代理问题较为突出,2001年8月中国证监会发布的关于独立董事的第一份文件《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中对独立董事职权的规范就主要突出了独立董事对大股东的监督功能。

独立董事的咨询功能是指独立董事扮演咨询者的角色,运用其专业知识协助管理层和大股东做出有效决策,从而提升公司价值。根据Demb和Neubauer(1992)的调查,独立董事发挥咨询作用最主要的途径是,独立董事在其擅长的领域(技术、财务、行业管理等)协助公司开展业务,包括宏观上的战略制定和微观上的具体运营。刘浩等(2012)发现,具有银行背景的独立董事可以为中国上市公司带来更多的银行信贷。

独立董事“声誉”的概念本身包含较丰富的内容(宁向东等,2012),但本文认为从独立董事的功能来看,独立董事的声誉相应地包括监督声誉和咨询声誉两方面内容。从中国上市公司的实际情况(以第二类代理问题为主)来看,监督声誉主要体现为独立董事能否有效监督大股东,咨询声誉则主要体现为独立董事能否对公司业务提出有效建议。资本市场会根据独立董事以往的行为来判断其在这两方面的意愿和能力,形成并调整相应的预期。

#### (二)大股东收益的不同方式与对独立董事声誉的偏好

Cheung(1983)认为产权不是单一的权利,而是一个权利束,包括使用权、收益权和转让权。上市公司大股东拥有的使用权、收益权和转让权都有相应的收益实现方式。例如,控股股东拥有对股票的使用权,其收益实现方式体现为决定公司的重大决策(对上市公司可能有益,也可能有害);控股股东拥有对股票的收益权,其收益实现方式体现为从公司获得股利分红;控股股东拥有对股票的转让权,其收益实现方式体现为通过转让股票而获得一次性货币收入(刘浩等,2010)。

作为董事会中的重要成员,独立董事的聘任通常由股东大会决定。在大股东控制股东大会的情况下,独立董事的选聘实际上最终由大股东决定(吴斌和翁恺宁,2003)。大股东所依赖的产权收益实现方式决定了其对独立董事声誉的偏好。如果大股东不依赖于通过侵害小股东而获取的控制权收益,而主要依赖于股利分红和(潜在)股权转让收益,则企业价值提升最为重要,由于独立董事的监督和咨询都有助于提升公司价值(Adams等,2010),大股东会偏好于具有良好咨询声誉和严格监督声誉的独立董事。

然而,如果大股东主要依赖于通过侵害小股东而获取的控制权收益,而这本身就会损害公司价值(Jiang等,2010),则大股东关注的主要是公司价值存量如何分配(如资金占用)。在这种情况下,大股东更加关注独立董事的监督是否严格,因为证监会赋予独立董事大量的监督权力,独立董事是否严格监督会影响大股东收益,如宽松的监督使大股东侵害小股东以获取控制

权收益更加容易(刘浩等,2013)。相对而言,独立董事的咨询功能处于次要的位置。因此,在这种情况下,大股东会偏好于具有宽松监督声誉的独立董事。

### (三)ST对独立董事监督声誉和咨询声誉的同时损害

ST制度是中国证券市场上特有的一种股票退市前的过渡性制度安排,上市公司如果陷入财务困境则会被特别处理,中国ST制度的目的是希望通过警示作用来抑制二级市场上对业绩较差股票的过度投资。已有研究显示,ST公司有着较高的风险。

2001年证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求:“为了充分发挥独立董事的作用,独立董事除应当具有公司法和其他相关法律、法规赋予董事的职权外,上市公司还应当赋予独立董事以下特别职权:1.重大关联交易应由独立董事认可后,提交董事会讨论;2.向董事会提议聘用或解聘会计师事务所;3.向董事会提请召开临时股东大会;4.提议召开董事会;5.独立聘请外部审计机构和咨询机构;6.可以在股东大会召开前公开向股东征集投票权。”“如果上市公司董事会下设薪酬、审计、提名等委员会,独立董事应当在委员会成员中占有二分之一以上的比例。”可以看到,证监会要求建立独立董事制度的初衷是遏制大股东侵害小股东利益,但实际上要求独立董事更深入地参与到公司的经营管理中,如独立董事在提名委员会中任职、提议召开董事会等都是实际参与公司业务,会对公司业绩产生影响。

因此,虽然独立董事并不需要为公司被特别处理而负责,但是其所担任的公司被特别处理会损害其声誉。也就是说,独立董事所任职公司被特别处理可作为独立董事声誉受损的一个替代变量,包括对咨询声誉的损害,如ST公司的独立董事更可能没有提供有效建议,以及对监督声誉的损害,如ST公司的独立董事更可能没有提议及时撤换业绩不佳的管理层等。唐清泉等(2006)发现ST公司的独立董事更可能辞职,这从侧面说明公司被特别处理对独立董事声誉的损害。

### (四)假说提出

中国上市公司中大股东的“掏空”行为曾经十分普遍,如占用资金、胁迫上市公司购买控股股东劣质资产等(李增泉等,2005)。但随着2001年中国加入WTO并接受了经济合作与发展组织(OECD)的公司治理原则,中国的公司治理与法制建设得到了快速发展;同时,随着产权法律保护和产权交易制度的逐渐完善,大股东逐渐将优质资产注入上市公司以提高公司价值,大股东的控制权收益得到了显著遏制(OECD,2011)。

由于本文的样本期间集中在2002年之后,大多数公司的大股东不依赖于通过侵害小股东而获取的控制权收益,因此,大股东偏好于具有良好咨询声誉和严格监督声誉的独立董事。独立董事所任职的公司被特别处理会同时损害其咨询声誉与监督声誉,其未来任职机会会减少。

相对于任期内“摘帽”公司的独立董事,任期结束时未能“摘帽”公司的独立董事声誉受损更为严重。虽然公司被特别处理损害了独立董事的咨询与监督声誉,但是在任期内“摘帽”实际上是对独立董事声誉的一种修复,从而减少独立董事的声誉损害。如果任期结束时公司未能“摘帽”,则独立董事的声誉无法得到修复,同时更加剧了对其咨询与监督能力的质疑,从而其未来任职机会将进一步减少。

根据上述分析,我们提出以下假说:

假说1a:ST公司的独立董事未来获得其他上市公司独立董事职位的机会较小(即未来同一时期所兼任的上市公司数量会减少)。

假说1b:如果ST公司在独立董事任期内未能成功“摘帽”,则该独立董事未来获得其他上市公司独立董事职位的机会更小(即未来同一时期所兼任的上市公司数量会进一步减少)。

已有文献发现,仍有部分公司的大股东主要依赖于控制权收益(Jiang等,2010)。根据上文分析,这些大股东偏好于具有宽松监督声誉的独立董事,因为独立董事的监督较为宽松有利于大股东侵害小股东利益。由于独立董事所任职的公司被特别处理会损害其监督声誉,这反而会引起主要依赖于控制权收益的大股东的关注,因此,ST公司的独立董事仍可能被其他上市公司追逐,而这些上市公司更可能是大股东控制权收益较高的公司。根据上述分析,我们提出以下假说:

假说 2a:ST公司的独立董事未来仍可能获得新的上市公司聘请(即未来获得新的上市公司聘请的可能性并不显著低于非ST公司的独立董事)。

假说 2b:未来聘请ST公司独立董事的新的上市公司大股东控制权收益较高。

#### 四、样本选择与研究设计

##### (一)样本选择和数据来源

由于中国上市公司从2002年开始逐步建立独立董事制度,同时要确保有足够的时间跨度以观察以后年度的情况,本文选取了2002—2012年沪深A股公司作为研究样本,相关数据来自CSMAR数据库。为了更好地比较ST公司与非ST公司的独立董事,我们将每位独立董事首次遇到公司被特别处理时所有非ST公司的独立董事(且该独立董事在整个样本期间没有在ST公司任职)作为对照样本。样本的年度分布情况见表1。

表1 ST公司与非ST公司独立董事样本的年度分布情况

独立董事样本	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
ST公司任职	145	249	175	147	215	251	184	172	167	125
非ST公司任职	1 627	2 325	2 567	2 516	2 680	2 966	3 239	3 396	3 708	4 010
合计	1 772	2 574	2 742	2 663	2 895	3 217	3 423	3 568	3 875	4 135

##### (二)变量定义

1.被解释变量。(1) $\Delta NUM_{t+i}$ :如果独立董事在 $t+i$ 期担任上市公司独立董事职位数量少于 $t$ 期,则 $\Delta NUM_{t+i}$ 取值为1,否则为0,其中 $i$ 分别取1、2和3。(2) $\Delta NEWNUM_{t+i}$ :如果独立董事在 $t+i$ 期被新的上市公司聘请担任独立董事,则 $\Delta NEWNUM_{t+i}$ 取值为1,否则为0,其中 $i$ 分别取1、2和3。(3)大股东的控制权收益(TUNNEL):本文主要使用了大股东对上市公司的资金占用指标(刘浩等,2013),我们采用两种方法计算该指标:一种是使用其他应收款,并经当年公司总资产进行标准化,记为TUNNEL1;另一种是使用上市公司年度报告的“关联方关系及其交易的披露”中上市公司的母公司与上市公司以及受同一母公司控制的其他企业与上市公司之间的关联交易下的应收账款、预付账款与其他应收款科目之和,减去应付账款、预收账款和其他应付款科目之和,并经当年公司总资产进行标准化,记为TUNNEL2。

2.解释变量。(1)是否是ST公司的独立董事(SPECIAL):如果独立董事在ST公司任职,则SPECIAL取值为1,否则为0。(2)独立董事任期内ST公司是否成功“摘帽”(Recovery):如果独立董事任期内ST公司未能“摘帽”,则Recovery取值为1,否则为0。

3.控制变量(CONTROL)。根据已有文献,我们还控制了独立董事的个人特征、所在公司特征等。

(1)独立董事个人特征。已有文献发现,随着独立董事年龄的增长、受教育程度的提高、经验的丰富,其获得更多公司任职机会的可能性增大;此外,独立董事的性别、原本的职业、当前兼职的数量以及对津贴的要求也会影响其未来任职(Yermack,2004;Ryan和Wiggins,2004)。

因此,我们控制了独立董事的以下个人特征:年龄(*Age*):独立董事的年龄取对数;性别(*Gender*):如果独立董事为女性,则 *Gender* 取 1,否则取 0;忙碌程度(*Position*):独立董事所兼任的公司数量;职业(*Career*):如果是高校教师,则 *Career* 取 1,否则取 0;受教育程度(*Education*):如果学历为研究生以上,则 *Education* 取 1,否则取 0;津贴水平(*Pay*):兼任的所有上市公司的津贴均值,并取对数;经验(*Experience*):担任上市公司独立董事的年数取对数。

(2)独立董事所在公司特征。已有文献发现,任职公司的特征如规模、财务风险、违规情况等都可能影响独立董事的未来任职机会(Yermack,2004;Fich 和 Shivdasani,2007)。在中国独特的经济环境中,民营企业往往会受到产权歧视,而这也影响所在公司独立董事的未来任职(周繁等,2008;陈艳,2008)。因此,我们控制了独立董事所在公司的以下特征:公司规模(*Size*):以总资产的自然对数来衡量,如果独立董事同时在多家上市公司兼任,则取各公司规模均值;资产负债率(*Lev*):如果独立董事同时在多家上市公司兼任,则取各公司资产负债率的均值,用于控制独立董事所在公司的财务风险;违规情况(*Punish*):如果独立董事所兼任的任何一家公司受到监管部门的违规处罚,则 *Punish* 取值为 1,否则为 0,用于控制独立董事所在公司的经营守法情况;股权性质(*Nsoe*):如果独立董事所在或兼任的上市公司中有民营企业,则 *Nsoe* 取值为 1,否则为 0,用于控制独立董事所在公司可能受到的产权歧视。另外,由于 ST 公司的资产收益率(*ROA*)基本上为负,我们不对其进行控制。

(3)其他控制变量。我们在所有回归中控制了年度哑变量。需要说明的是,由于假说 2b 检验的是公司大股东的控制权收益情况,而大股东控制权收益还可能受到盈利、大股东持股和行业的影响(Jiang 等,2010;李增泉等,2004),我们又增加了以下控制变量:资产收益率(*ROA*),用于控制公司盈利能力对大股东掏空的影响;第一大股东持股比例(*Firstshare*),用于控制大股东控制权的影响;行业(*Industry*),我们对非制造业使用一位行业代码、对制造业采用二位行业代码进行细分,共有 22 个行业。

### (三)模型设计

为了检验假说 1a,本文构建了如下 *Logit* 模型,当独立董事未来同一时期所兼任的上市公司数量减少时, $\Delta NUM_{t+i}$  取值为 1,我们预期  $\beta_1$  为正:

$$\Delta NUM_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 SPECIAL_t + CONTROL + \epsilon$$

为了检验假说 1b,本文构建了如下 *Logit* 模型,我们预期  $\beta_1$  也为正:

$$\Delta NUM_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 Recovery + CONTROL + \epsilon$$

为了检验假说 2a,本文构建了如下 *Logit* 模型,当独立董事在  $t+i$  期被新的上市公司聘请时, $\Delta NEWNUM_{t+i}$  取值为 1,我们预期  $\beta_1$  不应显著为负:

$$\Delta NEWNUM_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 SPECIAL_t + CONTROL + \epsilon$$

为了检验假说 2b,本文构建了如下模型进行 *OLS* 回归,我们预期聘请 ST 公司独立董事的上市公司大股东控制权收益较高,因此  $\beta_1$  为正:

$$TUNNEL_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 SPECIAL_t + CONTROL + \epsilon$$

## 五、描述性统计与实证检验结果

### (一)描述性统计

表 2 给出了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以看到, $\Delta NUM_{t+1}$ 、 $\Delta NUM_{t+2}$  和  $\Delta NUM_{t+3}$  的均值分别为 0.039、0.068 和 0.093,说明随着时间的推移,独立董事所兼任的上市公司数量减少。 $\Delta NEWNUM_{t+1}$ 、 $\Delta NEWNUM_{t+2}$  和  $\Delta NEWNUM_{t+3}$  的均值分别为 0.092、

0.185和0.292,说明随着时间的推移,独立董事被越来越多的新的上市公司聘请。*SPECIAL*的均值为0.057,说明样本中ST公司的独立董事占比不高,与ST公司的出现频率基本一致。其他变量的描述性统计结果与现有研究一致。

表2 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$\Delta NUM_{t+1}$	27 000	0.039	0.193	0	0	1
$\Delta NUM_{t+2}$	20 000	0.068	0.252	0	0	1
$\Delta NUM_{t+3}$	14 000	0.093	0.291	0	0	1
$\Delta NEWNUM_{t+1}$	27 000	0.092	0.288	0	0	1
$\Delta NEWNUM_{t+2}$	20 000	0.185	0.388	0	0	1
$\Delta NEWNUM_{t+3}$	14 000	0.292	0.455	0	0	1
<i>SPECIAL</i>	27 000	0.057	0.232	0	0	1
<i>Pay</i>	27 000	10.390	2.030	10.804	0	12.468
<i>Age</i>	27 000	3.943	0.202	3.932	3.497	4.331
<i>Gender</i>	27 000	0.134	0.341	0	0	1
<i>Career</i>	27 000	0.401	0.490	0	0	1
<i>Education</i>	27 000	0.449	0.497	0	0	1
<i>Experience</i>	27 000	1.312	0.493	1.386	0.693	2.398
<i>Position</i>	27 000	1.307	0.708	1	1	5
<i>Size</i>	27 000	21.725	1.405	21.491	19.380	27.098
<i>Lev</i>	27 000	0.531	4.184	0.485	0.053	1.009
<i>Punish</i>	27 000	0.056	0.236	0	0	1
<i>Nsoe</i>	27 000	0.692	0.690	1	0	3
<i>Recovery</i>	1 531	0.527	0.499	1	0	1
<i>Tunnel1</i>	2 784	0.023	0.048	0.009	0	0.242
<i>Tunnel2</i>	1 701	0.001	0.017	0	-0.072	0.105
<i>Firstshare</i>	2 781	39.200	16.530	38.350	8.940	81.500
<i>ROA</i>	2 784	0.045	0.132	0.044	-0.153	0.228

(二)假说 1a 的检验

假说 1a 的检验结果见表 3。从中可以看到,*SPECIAL* 的系数在  $t+1$  期、 $t+2$  期和  $t+3$  期都在 1% 的水平上显著为正,表明 ST 公司的独立董事未来同一时期所兼任的上市公司数量减少,因为公司被特别处理损害了独立董事的咨询声誉和监督声誉,导致未来对独立董事的市场需求减少,假说 1a 得到证明。

表3 假说 1a 检验结果

	$\Delta NUM_{t+1}$	$\Delta NUM_{t+2}$	$\Delta NUM_{t+3}$
<i>SPECIAL</i>	1.030*** (8.210)	1.122*** (9.994)	1.057*** (9.335)
<i>Age</i>	0.068 (0.339)	0.283 (1.528)	0.479** (2.448)
<i>Position</i>	-0.020 (-0.439)	-0.208*** (-4.688)	-0.368*** (-7.541)
<i>Gender</i>	-0.157 (-1.394)	-0.306*** (-2.893)	-0.366*** (-3.281)
<i>Career</i>	0.329*** (4.567)	0.314*** (4.812)	0.361*** (5.276)
<i>Education</i>	0.534*** (6.538)	0.508*** (6.880)	0.447*** (5.794)

续表 3 假说 1a 检验结果

	$\Delta NUM_{t+1}$	$\Delta NUM_{t+2}$	$\Delta NUM_{t+3}$
<i>Pay</i>	0.034* (1.757)	0.038** (2.200)	0.021 (1.272)
<i>Experience</i>	2.587*** (24.681)	3.239*** (28.778)	4.041*** (27.942)
<i>Size</i>	0.082*** (3.074)	0.094*** (3.945)	0.082*** (3.486)
<i>Lev</i>	-0.170 (-1.170)	-0.317** (-2.416)	0.016 (0.693)
<i>Punish</i>	-0.183 (-1.072)	-0.193 (-1.280)	-0.351** (-2.109)
<i>Nsoe</i>	-0.052 (-0.980)	-0.051 (-1.034)	-0.071 (-1.351)
<i>Constant</i>	-8.356*** (-9.211)	-10.772*** (-12.781)	-12.650*** (-14.078)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	26 564	19 474	13 697
<i>chi<sup>2</sup></i>	1 565	1 706	1 516
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.180	0.177	0.180

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

### (三) 假说 1b 的检验

假说 1b 考察的是 ST 公司在独立董事任期内未能成功“摘帽”是否使独立董事的未来任职机会进一步减少，这是对假说 1a 的增强性检验，回归分析只在 ST 公司的独立董事样本中进行。从表 4 中可以看到，*Recovery* 的系数在  $t+1$  期、 $t+2$  期和  $t+3$  期都显著为正，表明如果 ST 公司在独立董事任期内未能成功“摘帽”，则独立董事的声誉会受到更大的损害，其未来同一时期所兼任的上市公司数量会进一步减少，这与假说 1b 的预期一致。

表 4 假说 1b 检验结果

	$\Delta NUM_{t+1}$	$\Delta NUM_{t+2}$	$\Delta NUM_{t+3}$
<i>Recovery</i>	1.191*** (4.486)	0.818*** (3.647)	0.483** (2.178)
<i>Age</i>	-1.045 (-1.450)	-0.038 (-0.056)	0.996 (1.473)
<i>Position</i>	-0.362** (-2.310)	-0.396*** (-2.665)	-0.494*** (-3.017)
<i>Gender</i>	0.066 (0.186)	0.359 (1.169)	0.319 (1.028)
<i>Career</i>	0.501** (2.012)	0.250 (1.105)	0.052 (0.226)
<i>Education</i>	0.439 (1.563)	0.720*** (2.843)	0.639** (2.536)
<i>Pay</i>	0.117 (1.643)	0.276** (2.548)	0.115 (1.271)
<i>Experience</i>	3.412*** (8.421)	3.807*** (9.225)	3.890*** (8.766)
<i>Size</i>	0.417*** (3.547)	0.303*** (2.888)	0.261*** (2.807)
<i>Lev</i>	-0.378 (-1.483)	-0.751*** (-2.866)	0.026 (1.085)
<i>Punish</i>	-0.379 (-1.048)	0.049 (0.138)	-0.225 (-0.538)

续表 4 假说 1b 检验结果

	$\Delta NUM_{t+1}$	$\Delta NUM_{t+2}$	$\Delta NUM_{t+3}$
<i>Nsoe</i>	-0.209 (-1.163)	-0.177 (-1.105)	-0.073 (-0.455)
<i>Constant</i>	-11.141*** (-3.092)	-15.889*** (-4.645)	-18.788*** (-5.543)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 484	1 223	931
<i>chi</i> <sup>2</sup>	228.5	271.9	188.8
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.303	0.312	0.242

(四)假说 2a 的检验

假说 2a 的检验结果见表 5。从中可以看到, *SPECIAL* 的系数都不为负,甚至在  $t+1$  期在 5% 的水平上显著为正。这说明 ST 公司的独立董事未来仍可以获得新的上市公司聘请,非 ST 公司的独立董事获得新的公司聘请的概率并不显著大于 ST 公司的独立董事。虽然公司被特别处理损害了独立董事的监督声誉,但是仍有公司主动追逐 ST 公司的独立董事。

表 5 假说 2a 检验结果

	$\Delta NEWNUM_{t+1}$	$\Delta NEWNUM_{t+2}$	$\Delta NEWNUM_{t+3}$
<i>SPECIAL</i>	0.205** (2.232)	0.130 (1.567)	0.043 (0.495)
<i>Age</i>	-0.281** (-2.185)	-0.357*** (-3.158)	-0.424*** (-3.636)
<i>Position</i>	0.455*** (14.705)	0.432*** (14.381)	0.375*** (11.226)
<i>Gender</i>	-0.104 (-1.509)	-0.090 (-1.467)	-0.100 (-1.567)
<i>Career</i>	0.430*** (9.068)	0.504*** (12.045)	0.536*** (12.285)
<i>Education</i>	0.705*** (13.375)	0.693*** (15.055)	0.695*** (14.611)
<i>Pay</i>	0.011 (1.183)	0.014* (1.790)	0.016** (2.035)
<i>Experience</i>	0.227*** (6.111)	0.403*** (11.986)	0.619*** (16.940)
<i>Size</i>	0.004 (0.208)	-0.013 (-0.828)	-0.020 (-1.137)
<i>Lev</i>	0.033* (1.916)	0.023 (1.360)	0.023 (1.356)
<i>Punish</i>	0.174* (1.762)	0.220** (2.253)	0.424*** (4.059)
<i>Nsoe</i>	-0.096*** (-2.689)	-0.108*** (-3.288)	-0.098*** (-2.778)
<i>Constant</i>	-2.366*** (-4.115)	-1.248** (-2.431)	-0.657 (-1.218)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	26 592	19 479	13 654
<i>chi</i> <sup>2</sup>	1 405	2 018	2 172
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.086	0.108	0.132

## (五)假说 2b 的检验

假说 2b 的检验结果见表 6。从中可以看到,无论是采用  $TUNNEL1$  还是  $TUNNEL2$  来度量大股东控制权收益, $SPECIAL$  的系数都显著为正,说明未来聘请  $ST$  公司独立董事的上市公司大股东控制权收益较高。这支持了假说 2b,公司被特别处理虽然损害了独立董事的咨询声誉和监督声誉,但是吸引了偏好于宽松监督的公司,即大股东控制权收益较高的公司。

表 6 假说 2b 检验结果

	$TUNNEL1_{t+1}$	$TUNNEL1_{t+2}$	$TUNNEL1_{t+3}$	$TUNNEL2_{t+1}$	$TUNNEL2_{t+2}$	$TUNNEL2_{t+3}$
$SPECIAL$	0.015*** (4.749)	0.009*** (3.973)	0.008*** (4.337)	0.003* (1.752)	0.001* (1.908)	0.001* (1.890)
$Size$	-0.002*** (-2.719)	-0.002*** (-3.039)	-0.002*** (-3.973)	-0.001* (-1.738)	-0.001*** (-2.581)	-0.001 (-0.663)
$Lev$	0.001 (1.163)	0.003*** (12.507)	0.002*** (6.733)	-0.001** (-2.313)	-0.001*** (-4.496)	-0.001*** (-7.730)
$ROA$	-0.197*** (-11.424)	-0.179*** (-14.113)	-0.113*** (-10.572)	0.016* (1.858)	0.007 (1.109)	0.006 (1.233)
$Firstshare$	-0.001* (-1.840)	-0.001 (-1.791)	-0.001** (-2.547)	-0.001 (-0.311)	0.001 (1.089)	0.001 (1.102)
$Nsoe$	0.006*** (3.285)	0.006*** (4.334)	0.004*** (3.600)	-0.001 (-1.636)	-0.001 (-1.348)	-0.001* (-1.918)
$Constant$	0.091*** (5.607)	0.082*** (6.874)	0.083*** (8.282)	0.013 (1.545)	0.018*** (2.880)	0.005 (0.971)
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$N$	2 772	4 534	5 508	1 692	2 842	3 461
$F$	18.94	33.55	28.99	2.603	3.398	4.146
$Adj. R^2$	0.189	0.201	0.147	0.033	0.029	0.030

注:括号内为 t 值。

## 六、敏感性检验

为了使本文的实证结论更加可靠,我们进行了以下敏感性检验:(1)采用两阶段回归以减小  $ST$  公司独立董事内生性的影响;(2)通过观察更长的年限来分析  $ST$  公司独立董事的长期任职情况;(3)进一步讨论控制权收益较高的公司是否更愿意聘请  $ST$  公司独立董事。敏感性检验结果都支持了本文的假说。限于篇幅,这里我们重点讨论采用两阶段回归的检验。

虽然我们在上文中获得了较为显著的结果,但是有可能是因独立董事自身的特征而导致其在  $ST$  公司任职,进而引起这些独立董事未来任职机会的差异。参考 Heckman(1979)的方法,我们使用两阶段回归:第一阶段,构建独立董事个人特征影响其在  $ST$  公司任职的  $Logit$  模型,并估计得到  $Inverse Mill's Ratio(IMR)$ ;第二阶段,将第一阶段估计得到的  $IMR$  作为控制变量,以减轻自选择问题对结果的影响。

第一阶段的  $Logit$  模型为:

$$Pr(SPECIAL = 1) = \beta_0 + \beta_1 SPECIAL_t + \beta_2 Age_t + \beta_3 Gender + \beta_4 Position_t + \beta_5 Career_t + \beta_6 Pay_t + \beta_7 Education_t + \beta_8 Experience_t + \sum \beta_k Year + \epsilon$$

第二阶段的模型是在上文检验假说 1a 和假说 2a 模型的基础上增加了  $IMR$  (假说 1b 和假说 2b 的内生性问题较小):

$$\Delta NUM_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 SPECIAL_t + \beta_2 IMR + CONTROL + \epsilon$$

$$\Delta NEWNUM_{t+i} = \beta_0 + \beta_1 SPECIAL_t + \beta_2 IMR + CONTROL + \epsilon$$

两阶段回归结果见表7。从中可以看到,在控制了内生性问题后,上文的结论依然成立。

表7 假说1a和假说2a的稳健性检验(两阶段回归)

	第一阶段	第二阶段					
	$Pr(SPECIAL=1)$	$\Delta NUM_{t+1}$	$\Delta NUM_{t+2}$	$\Delta NUM_{t+3}$	$\Delta NEWNUM_{t+1}$	$\Delta NEWNUM_{t+2}$	$\Delta NEWNUM_{t+3}$
<i>SPECIAL</i>		14.519** (2.021)	28.600*** (2.881)	37.855*** (2.841)	3.980** (2.329)	0.321 (0.102)	5.848* (1.745)
<i>Age</i>	-0.476*** (-6.865)	-0.204 (-0.859)	-0.327 (-1.191)	-0.355 (-1.029)	-0.370** (-2.576)	-0.353*** (-2.600)	-0.287** (-2.039)
<i>Position</i>	0.267*** (16.004)	0.172* (1.742)	0.053 (0.546)	-0.096 (-0.921)	0.535*** (8.246)	0.429*** (6.336)	0.259*** (3.463)
<i>Gender</i>	0.026 (0.697)	-0.140 (-1.239)	-0.286*** (-2.702)	-0.393*** (-3.512)	-0.098 (-1.416)	-0.090 (-1.467)	-0.103 (-1.624)
<i>Career</i>	-0.074*** (-2.616)	0.288*** (3.868)	0.263*** (3.908)	0.290*** (4.004)	0.414*** (8.519)	0.505*** (11.811)	0.553*** (12.356)
<i>Education</i>	-0.016 (-0.535)	0.524*** (6.402)	0.483*** (6.507)	0.417*** (5.368)	0.700*** (13.267)	0.693*** (15.005)	0.700*** (14.688)
<i>Pay</i>	-0.044*** (-7.862)	0.005 (0.200)	-0.024 (-0.883)	-0.022 (-0.989)	-0.001 (-0.097)	0.015 (1.196)	0.034*** (2.613)
<i>Experience</i>	-0.440*** (-14.275)	2.336*** (14.960)	2.714*** (13.116)	3.174*** (9.706)	0.169*** (3.029)	0.405*** (7.226)	0.714*** (10.790)
<i>Size</i>		0.083*** (3.096)	0.095*** (3.987)	0.081*** (3.475)	0.004 (0.246)	-0.013 (-0.830)	-0.021 (-1.212)
<i>Lev</i>		-0.168 (-1.162)	-0.313** (-2.391)	0.017 (0.748)	0.033* (1.925)	0.023 (1.360)	0.023 (1.356)
<i>Punish</i>		-0.196 (-1.149)	-0.208 (-1.387)	-0.360** (-2.171)	0.171* (1.728)	0.220** (2.254)	0.426*** (4.074)
<i>Nsoe</i>		-0.054 (-1.022)	-0.051 (-1.037)	-0.070 (-1.326)	-0.098*** (-2.750)	-0.108*** (-3.286)	-0.097*** (-2.762)
<i>IMR</i>		9.746** (2.165)	18.624*** (2.994)	24.375*** (2.920)	2.620 (1.398)	-0.120 (-0.060)	-3.634* (-1.733)
<i>Constant</i>	0.782*** (2.811)	1.148 (0.256)	8.198 (1.285)	12.571 (1.450)	0.200 (0.104)	-1.367 (-0.673)	-4.260** (-1.983)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	26 747	26 564	19 474	13 697	26 592	19 479	13 654
<i>chi<sup>2</sup></i>	648.2	1 570	1 716	1 526	1 407	2 018	2 175
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.180	0.180	0.177	0.180	0.086	0.108	0.132

## 七、结 论

加强上市公司治理是中国资本市场建设的关键工作,如独立董事制度等已经在上市公司中强制实施。而这些公司治理措施主要是借鉴英美等发达国家的,其在中国资本市场中如何发挥作用还需要深入研究。

由于独立董事的咨询声誉和监督声誉都可能因在ST公司任职而受损,本文使用在ST公司任职作为独立董事声誉受损的替代变量。本文利用2002—2012年沪深两市A股数据,将ST公司与非ST公司的独立董事样本进行比较后发现,由于ST公司的业绩和治理较差,在其中任职的独立董事的声誉会受到损害,使这些独立董事未来同一时期获得的兼职机会较少。但由于独立董事制度是证监会对上市公司强制要求的,这可能使不希望受到独立董事严格监督的上市公司,特别是大股东控制权收益较高的公司主动追逐具有宽松监督声誉的独立董事,从而声誉受损的独立董事未来仍会获得新的上市公司聘请。这说明中国独立董事声誉

机制是复杂的,也造成部分独立董事在上市公司中的不作为。

本文讨论了中国独立董事声誉机制的不对称性,深化了对独立董事制度在当前中国资本市场中作用的认识。事实上,只有进一步使声誉受损的独立董事真正感受到其行为成本,独立董事声誉机制才可能充分发挥作用。

#### 参考文献:

- [1]陈艳.我国独立董事的声誉激励机制研究[J].经济体制改革,2008,(3):77—82.
- [2]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排[J].会计研究,2004,(12):3—13.
- [3]刘浩,李增泉,孙铮.控股股东的产权收益实现方式与利益输送转向:兼论中国的股权分置改革[J].财经研究,2010,(4):56—67.
- [4]刘浩,唐松,楼俊.独立董事:监督还是咨询?[J].管理世界,2012,(1):141—156.
- [5]刘浩,赵良玉,刘芬芬.控制权收益与董事会结构调整选择——基于证监会强制引入独立董事的研究[J].中国会计与财务研究,2013,(3):1—71.
- [6]宁向东,崔弼洙,张颖.基于声誉的独立董事行为研究[J].清华大学学报:哲学社会科学版,2012,(1):129—136.
- [7]唐清泉,罗党论,王莉.上市公司独立董事辞职行为研究——基于前景理论的分析[J].南开管理评论,2006,(1):74—83.
- [8]吴斌,翁恺宁.基于控制权收益的大股东与公司治理关系分析:文献综述[J].世界经济文汇,2003,(2):71—80.
- [9]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[J].经济研究,2011,(1):126—139.
- [10]支晓强,童盼.盈余管理、控制权转移与独立董事变更——兼论独立董事治理作用的发挥[J].管理世界,2005,(11):137—144.
- [11]周繁,谭劲松,简宇寅.声誉激励还是经济激励——独立董事“跳槽”的实证研究[J].中国会计评论,2008,(2):177—192.
- [12]Adams R, Hermalin B, Weisbach M. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey[J]. Journal of Economic Literature, 2010, 48(1):58—107.
- [13]Brickley J, Coles J, Linck J. What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 52(3):341—377.
- [14]Cheung S. The contractual nature of the firm[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(1):1—21.
- [15]Demb A, Neubauer F. The corporate board: Confronting the paradoxes[M]. Oxford: Oxford University Press, 1992.
- [16]Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2):301—325.
- [17]Fich E, Shivdasani A. Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2):306—336.
- [18]Gilson S. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2):355—387.
- [19]Harford J. Takeover bids and target directors incentives: The impact of a bid on director's wealth and board seats[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 69(1):51—83.
- [20]Heckman J. Sample selection bias as a specification error[J]. Econometrica, 1979, 47(1):153—161.
- [21]Hermalin B, Weisbach M. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of CEO[J]. American Economic Review, 1998, 88(1):96—118.

- [22]Jiang G, Lee C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1):1—20.
- [23]Kaplan S, Reishus D. Outside directorships and corporate performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2):389—410.
- [24]OECD. Corporate governance of listed companies in China[R]. OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264119208-en>, 2011.
- [25]Ryan H, Wiggins R. Who is in whose pockets? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(3):497—524.
- [26]Yermack D. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(5):2281—2308.

## Asymmetrical Reputation Mechanism and Market Demand for Independent Directors: Evidence from A-share ST Companies in China

LIU Hao<sup>1</sup>, LI Hao<sup>2</sup>, JIN Juan<sup>3</sup>

(1. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 3. *Bank of Ningbo, Ningbo 315040, China*)

**Abstract:** Based on the function of independent directors, the reputation of independent directors includes consultation reputation and monitoring reputation. This paper regards occupation experience in ST companies as the indicator of simultaneous consultation and monitoring reputation losses of independent directors. Using the data of ST companies listed on Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2002 to 2012, it arrives at the results as follows: firstly, independent directors of ST companies suffer a reduction in the number of listed companies which employ cocurrently them during the same period in the future, and if ST companies cannot successfully remove the ST title, this number is smaller; secondly, at the same time, the independent directors of ST companies may still get new invitations from listed companies and the private benefits of control of blockholders in these companies who hire independent directors of ST companies are higher. It shows that independent director market in China actually excludes directors with reputation losses and there is negative demand for reputation mechanism, namely if companies want to obtain little supervision, they may actively hire independent directors with poor monitoring reputation.

**Key words:** independent director; reputation mechanism; special treatment; market demand

(责任编辑 康健)