独立董事在股东保护中的忠诚与俘获

刘　诚

（中国社会科学院财经战略研究院，北京　100028）

[摘　要]　对独立董事的认识不能局限于货币收益和家族关系，影响其行为的两个主要因素是：声誉和社会关系。通过我国中小板 2007-2010 年面板数据实证发现：1）独立董事与大股东的社会关系会促使独立董事被俘获；2）声誉会促进独立董事的忠诚化；3）声誉会降低社会关系对独立董事的俘获程度，声誉足够高时甚至会出现独立董事反向俘获大股东的现象。因此，独立董事的制度构建和选聘，要充分考虑其社会因素，减少关系董事，增加高声誉董事。

[关键词]　独立董事；股东保护；忠诚；俘获

[DOI 编码]　10.13962/j.cnki.37-1486/f.2017.05.006

[中图分类号]F270　　[文献标识码]A　　[文章编号]2095-3410(2017)05-0042-09

一、引言

投资者保护可以改善公司治理（Bae et al.，2012）[1]，提高投资效率（Mclean，2012）[2]，增进公司价值（La Porta et al.，2002）[3]，直接影响到一国的金融和经济发展，是各国金融体制顶层设计的主要目标之一。然而，控股股东通过“关联交易”、“掏空”方式等侵占中小股东利益的行为广泛存在（Djankov et al.，2008）[4]。

世界各国的上市公司大都由大股东通过金字塔股权结构等方式实际控制着（La Porta et al.，1999）[5]。大股东可根据“一股一票”原则操纵股东大会，还可通过董事选举控制董事会，使它们从民主决策机构演变成掏空上市公司利益的工具。大股东的掏空行为不仅存在于法治落后的发展中国家，也存在于法律健全的发达国家（Johnson et al.，2000）[6]，大股东侵占已成为公司治理影响公司价值的主要渠道（Bae et al.，2012）[1]。现有研究主要给出了两条解决思路：一是股权分散和制衡，然而股权的分散会导致股东的搭便车行为，弱化股东对经理人的监督，出现内部人控制现象（Shleifer and Vishney，1986；Claessens et al.，2000）[7][8]。二是在董事会中引入独立董事，代表公司整体利益尤其是中小股东的利益（Adams et al.，2010；叶康涛等，2007）[9][10]。本文对于股东保护的分析主要基于独立董事制度这一思路展开，并着重阐释独立董事在股东保护中的表现是忠诚于中小股东还是被控股股东俘获，什么情况下会忠诚，什么情况下会俘获。

我国上市公司股权高度集中，中小股东没有能力、意愿和渠道对大股东产生有效制衡（Jiang et al.，2010）[11]。而且，现有的董事会选举和股东表决规则，虽然有效地保护了大股东的合法产权，但使得中小股东的利益更加难以伸张。设置独立董事制度的重要目的就是保护中小股东利益。然而，独立董事在中小股东保护方面的功效，在理论研究上仍然没

[基金项目]本文是国家社会科学基金重大项目“外部冲击和结构性转换下的中高速增长和中高端发展研究”（项目编号：15ZDC010）、国家社会科学基金青年项目“行政审批改革与产能过剩的制度成因研究”（项目编号：16CJY036）和教育部 2011 中国特色社会主义经济建设协同创新中心项目“认识、适应和引领经济新常态研究”的阶段性成果。

[作者简介]刘诚（1985-　），男，山东广饶人，中国社会科学院财经战略研究院助理研究员，博士。主要研究方向：制度经济学、产业组织和公司金融。

有达成一致的肯定的看法(Jensen,1993;申明浩,2008)[12][13]。本文认为,其原因在于,现有文献把独立董事当成同质的每个人都独立于大股东的个体,而实际上独立董事是异质的,他们是否独立于大股东、是忠诚于中小股东还是被大股东俘获,很大取决于他们的监督意愿。也就是说,独立董事对中小股东的保护,没有一个统一的行为模式。

独立董事制度,明确赋予了独立董事保护中小股东的职责,并给予了相应的制度保证。而且,独立董事人选大都是财会、法律或公司所在行业的专家学者以及前政府官员,是社会精英人士,具备参与公司决策的知识和能力(Adams and Ferreira,2007)[14]。然而,独立董事是否有意愿去保护中小股东呢?对此,现有文献的重视不足,而本文认为这恰恰是独立董事忠诚还是俘获的关键。由于独立董事要保持独立性,货币激励的作用空间有限。Fama and Jensen(1983)[15]认为,独立董事的激励主要来自于社会声誉。那么,这一声誉是对于谁而言的?是对于社会上其他大股东,还是对于公众股股东。显然一个很少对大股东(以及大股东控制的管理层)发表异议的独立董事,在社会高管阶层里会有更高的声誉(陈艳,2008)[16],但这与独立董事制度的初衷背道而驰。本文认为,具有较高社会地位的独立董事看重的是在社会公众中的声誉,他们会认真监督大股东和高管行为并对其不当决策说"不"。同时,经济行为具有社会嵌入性(Granovetter,1985)[17],社会关系可以很大程度上决定行为沿着哪条轨道被利益推动向前。因此,我们认为独立董事也会在乎他们与大股东的社会关系,较强的监督会损害这一关系进而带来损失。即独立董事保护中小股东的意愿取决于他们的社会性,一是在社会公众眼里的声誉,二是与大股东之间的老乡、校友、同事等社会关系。

独立董事在中小股东保护中的功效,不是取决于独立董事的能力而是他们的意愿。声誉和社会关系决定了独立董事的监督意愿和行为,进而决定了他们是忠诚于中小股东还是被大股东俘获。本文的创新之处主要体现在以下三点:第一,把独立董事当成异质的社会人,他们具有不同的声誉和社会关系,因而也就具有不同的意愿和行为,从社会激励的角度分析独立董事是忠诚还是俘获;第二,计量分析中,处理了董事会构成的内生性问题,并对社会关系的测量误差进行了模拟分析,保证了有关结论的稳健性;第三,量化了声誉、社会关系对股东保护的影响,对于我国独立董事选聘和落实机制具有一定的参考价值。

二、研究假说

(一)文献评述

独立董事制度是解决代理问题的重要机制。Berle and Means(1932)[18]认为,股权分散会产生股东与经理层之间的代理问题。然而,La Porta et al.(1999)[5]、Claessens et al.(2000)[8]、Johnson et al.(2000)[6]等研究发现,不论一国或地区的法系、法治水平和经济发达程度如何,公司股权集中和大股东掏空都是普遍现象,控股股东和中小股东之间的代理问题开始受到广泛关注。股权集中的事实下,股东大会和董事会的投票选举制度,实际上是以形式的合法公平,掩盖事实上的不合法不公平,控股股东会做出损害中小股东利益的不当行为(Berkman et al.,2009)[19]。事实上,世界各国监管机构大都强制要求上市公司聘任独立董事,来代表全体股东尤其是中小股东的利益(Djankov et al.,2008)[4]。

独立董事的有效性得到了代理理论的支撑。代理理论认为,独立董事因其与经理层的独立性而具有较强的监督能力(Adams et al.,2010)[9]。Wang and Dewhirst(1992)[20]证实了独立董事的行为是股东导向的,而且会考虑所有利益相关者的利益。Johnson and Greening(1999)[21]、Mallin and Michelon(2011)[22]发现独立董事比例与公司的社会表现正相关。针对我国独立董事的少数研究也发现了独立董事可以有效保护中小股东。郑志刚等(2017)[23]实证发现兼职独董显著提升了公司的管理效率和盈利能力且结果稳健。

我国独立董事却受到普遍质疑。虽然独立董事制度在世界各国盛行,也得到了一些文献的支持,但是理论和实业界对独立董事功用的质疑声音也相当普遍(钟安石和宋理升,2011;Fracassi and Tate,2012;刘诚等,2012)[24][25][26]。对于我国独立董事的评价,更是几乎一边倒地认为,我国独立董事只是"花瓶"和"橡皮图章"。申明浩(2008)[13]发现我国

民营上市公司的独立董事没有发挥有效的监督作用,没有防范和制衡家族控股股东的隧道行为。

独立董事的社会激励是辨析我国独立董事真实作用的关键。现有文献把独立董事当成同质的每个人都独立于大股东的个体,从他们的人数或比例来解读股东保护行为和结果。而这一逻辑思路是不合理的,它遗漏了独立董事的监督意愿,或者说它没有考虑社会激励问题。现实中独立董事是异质的,他们是否独立于大股东、是忠诚于中小股东还是被大股东俘获,很大取决于他们的社会激励和监督意愿。因为已有文献没有在意愿这个中间变量上对独立董事做出区分,得出的独立董事行为当然就是模棱两可的。

(二)声誉和社会关系

由于难以辨别董事的具体行为,例如董事会会议的频次、开会形式、提案内容、表决结果等,现有研究大都采用迂回的处理方式:检验董事会结构对董事会功能的影响(Hermalin and Weisbach,2003)[27],其逻辑前提是结构影响了行为,但结构与行为不是一一对应的,同样的董事会结构可能会有不同的董事行为,使得股东保护有很大差异。为此,必须分析独立董事的监督意愿。

决定独立董事对大股东监督意愿的重要方面是独立董事与大股东的社会关系。经济行为具有社会嵌入性(Granovetter,1985)[17],社会关系可以很大程度上决定行为沿着哪条轨道被利益推动向前(Akerlof and Kranton,2000)[28],例如邵剑兵等(2016)[29]发现社会因素会对高管薪酬产生明显的影响。实际上,我国上市公司大部分独立董事是由第一大股东提名和推荐产生的,他们与 CEO 可能存在同学、校友、老乡等社会关系(刘诚等,2012)[26],或者对大股东具有有感恩心理(Coles et al.,2014)[30],这可能扭曲独立董事的客观监督的意志(Fracassi and Tate,2012)[25]。叶康涛等(2011)[10]实证表明现任董事长在位时上任的独立董事较少公开质疑董事会决策。董志强和蒲勇健(2006)[31]发现独立董事和大股东可能合谋掏空公司利益。宁向东和张颖(2012)[32]模型证明了独立董事与控股股东的社会关系,会降低其监督的诚信度和勤勉度。

通过以上文献可知,社会关系会使当事人彼此"友好",从而弱化监督。因此,我们认为独立董事与大股东的社会关系,会降低他们的监督意愿,使得被大股东所俘获,而不能有效保护中小股东利益。我们得到假说 1。

假说 1:独立董事与大股东的社会关系会促使独立董事被俘获,对大股东的掏空行为置若罔闻。

Fama and Jensen(1983)[15]认为,声誉激励是独立董事比内部董事更能有效监督的基础。部分学者关注了独立董事在大股东和管理层中"温顺听话"的声誉,认为这种声誉将使其长期任职而获益。Song and Thakor(2006)[33]认为,独立董事的声誉收益主要来自职业生涯内被长期雇佣。Cotter et al.(1997)[34]提出,实际控制人倾向于选择"合作"的而非尽职监督的独立董事。唐雪松等(2010)[35]证实了说"不"会导致独立董事离职率上升,陈艳(2008)[16]发现独立董事发表异议会降低其获取新职位的可能性,陈睿等(2015)[36]提出我国上市公司存在独立董事"逆淘汰"现象。然而,相反的证据也大量存在。例如 Fich and Shivdasani(2006)[37]证实发生诉讼的公司的独立董事在其他公司的董事职位显著减少;陈睿等(2015)[36]虽然证明了尽职监督的独立董事离职率更高,但也发现这些董事的兼职数量显著高于其他独立董事。这就说明,尽职监督也可能有助于提高独立董事的业内声誉,使其获得更多兼职。

更重要的是,本文认为独立董事的声誉更多的是相对社会公众而言的,社会激励的意义超过货币激励。相对于大股东的好恶评价,他们更看重社会公众的口碑。为了留任而迎合大股东的做法不能算是为了"声誉",只能是损害了"声誉"。事实上,具有较高社会地位的独立董事非常在意他们在社会公众中的声誉(Fama and Jensen,1983)[15],维护社会公众股股东的利益会提高他们的社会声望(Haniffa and Cooke,2005)[38],例如 Diestre et al.(2015)[39]发现有过财务重述的公司因声誉较差而较少吸引到经验丰富的董事。那么,董事的声誉和地位越高,社会监督则越多,做错事的传播越广泛,被惩罚的机会成本或保留收益也越高,就会越重视外部劳动力市场的职业生涯压力。

所以,本文认为独立董事声誉激励越强,则越会

勤勉监督大股东和管理层并对其不当决策说“不”，越忠诚于中小股东。叶康涛等(2011)[10]发现高声誉的独立董事更倾向于向董事会议案提出异议。陈运森和谢德仁(2012)[40]实证发现，社会关系网络较强的独立董事可以更好地发挥监督作用，提高高管的薪酬绩效敏感性。高凤莲和王志强(2016)[41]认为，独立董事的社会资本越高，越容易超越物质激励而追求高层次的尊重和自我价值的实现，他们对大股东的监督就越到位。黄海杰等(2016)[42]实证发现，独董的声誉对企业盈余质量有着显著的正向影响，且这种积极作用对于受聘于大股东掏空严重的企业的独董更为明显。事实上，“宝万之争”的案例清晰显示了独立董事对自己声誉的重视而积极发声。在2016年6月举行的万科董事会上，对管理层提出的万科引进深圳地铁的重组预案，四名独立董事除一人要求回避外全部投了赞成票，独立董事成为决定表决结果的关键少数。这说明独立董事在重大事件面前会格外重视自己的声誉，在关键时刻往往会选择保护中小股东。基于上述分析，我们提出假说2。

假说2：声誉会促进独立董事的忠诚化，高声誉的独立董事会更积极的保护中小股东。

独立董事与大股东的社会关系的存在，是与关联关系董事的表决权排除制度相违背的。被俘获的独立董事不仅不能代表中小股东甚至可能成为关联大股东的代言人。然而，社会关系的作用是双向的，即彼此都会在意对方的利益。Akerlof(1982)[43]提出了“礼物交换”的概念，Rabin(1993)[44]提出了“互惠”的概念，二者都是人“以德报德”的自然属性。Falk(2007)[45]证明了互惠的普遍存在性并发现即使是捐赠者也有互惠心理。Pevzner et al.(2015)[46]发现，社会信任是对正式制度的一种代替，当一个国家的投资者保护较低时信任的重要性更大。事实上，独立董事给控股股东投赞成票，会增加私人关系收益，但该决策导致掏空行为时将导致其名誉受损(宁向东和张颖，2012)[32]。那么，控股股东是否顾及独立董事的声誉呢？Lee and Persson(2011)[47]证明了不仅存在监督者被委托人俘获的现象，而且委托人也可能为了监督者的利益而选择被反向俘获。

因此，关系的作用是双向的，大股东可据此向独立董事施加影响，而独立董事也可以此施压大股东。维系对方利益的动机一直存在，除非关系破裂。我国独立董事主要是教师、会计师等专业人才，他们更在乎社会声誉而非财富占有。大股东掏空企业、损害中小股东利益时，不仅面临公司内外监督压力，也将“打脸”独立董事，后者势必会在一定程度上削弱其掏空行为。所以，本文认为在独立董事的声誉较高时，大股东会为了不影响独立董事的声誉而一定程度上减少对中小股东的侵害。我们得出假说3。

假说3：声誉会降低社会关系对独立董事的俘获程度，声誉足够高时甚至会出现独立董事俘获大股东的现象。

三、研究设计

(一)样本选择

本文以2007—2010年深交所中小板上市公司为研究样本。筛选原则如下：(1)剔除了金融类公司和样本期间被ST的公司；(2)剔除了当年IPO的公司；(3)为了防止异常值的干扰，剔除了样本区间内总资产成长率或主营业务收入成长率大于100%的公司；(4)并剔除了数据库中数据严重缺失的样本。最终，我们的样本为956个，其中，2007年115个、2008年218个、2009年269个、2010年354个。本文公司治理和财务数据来自国泰安信息技术有限公司(GTA)的CSMAR数据库，而大股东和独立董事的个人简历信息通过上市公司年报、CSMAR数据库和百度百科手工搜集。

(二)变量定义

1.中小股东保护

本文使用大股东占用公司资金情况来度量中小股东保护程度。许多公司的高额“其他应收款”不完全是虚构利润的结果，而是大股东占用公司资金的结果。参照叶康涛等(2007)[48]的做法，本文使用其他应收款来表示大股东资金占用情况。具体的，本文使用其他应收款净额的自然对数(Tunnel)、其他应收款净额与公司总资产的比例(Tunnel2)表示中小股东保护程度，两个变量的取值越大则代表中小股东保护程度越低。

2.大股东-独立董事社会关系

因为大股东是一个空泛的概念，本文假定董事

长是大股东的代表。董事长不仅具备年龄、性别、能力等个人特征,他更具有大股东委派和授权的组织特征,他往往代表大股东而不是所有股东来行使权力和做出公司决策。如果最终控制人是个人,该控制人一般就是董事长本人,他身上集中体现了控股股东的利益。如果最终控制人是组织机构,那么董事长往往是控股股东委派的代表,那么他的任免、薪酬、决策权力大小都在很大程度上受制于控股股东,他的利益也就与控股股东高度一致。因此,从组织的角度看,董事长是大股东的代理人,他身上可以集中体现出大股东的偏好和行为。刘诚(2016)[49]测算董事会合谋程度时使用了董事长之间的社会关系,李维安和孙林(2017)[50]在考察地方国企负责人晋升问题时度量了国企董事长或总经理与省委书记或组织部长的同乡关系。

利用中小板 2007—2010 年企业数据,筛选出每家公司的董事长及其独立董事,进而使用董事长和独立董事们的个人简历信息手工识别出了大股东-独立董事社会关系。本文使用是否具有社会关系的二值变量来衡量灰色关系,老乡、校友和共同工作经历三个方面都没有社会关系则取值为 0,否则取值为 1。把公司所有独立董事的灰色关系加总平均就得到大股东-独立董事社会关系的数量(Gray)。

在此说明的是,社会关系的方面较广(Granovetter,1985)[17],本文只是选取了文献中常用的“校友”和“工作经历”(Fracassi and Tate,2012)[25],以及中国乡土情结下较为重要的“老乡”来作为关系的代理变量(刘诚,2015)[51]。对于俱乐部、宗教、慈善等社会组织中形成的关系,并没有做出具体量化。

3.声誉

声誉是指当事人在社会上的声望和地位,往往与其职业、职称、职务高度相关。与周良和陈共荣(2011)[52]相似,使用是否具有高级职称来区分独立董事的声誉高低,但本文将其放在公司层面而非董事个人层面。声誉(Reputation)= 高职称独立董事人数/独立董事人数,来表示公司独立董事群体的声誉情况,Reputation 取值越高说明该公司独董声誉越高。与之类似,黄海杰等(2016)[42]在测度会计专业高校独立董事的声誉时,使用是否来自“985”高校或国家重点学科来表示。

4.控制变量

另外,我们还控制了如下变量:(1)公司绩效(ROA);(2)公司规模(Size);(3)公司成长性(BM),使用公司账面市值比来表示;(4)CEO 权力(Power),使用 CEO 是否两职合一来表示;(5)第一大股东持股比例(Shares);(6)董事会规模(Boards),即董事会成员人数;(7)董事会会议次数(Frequency);(8)实际控制人性质(State),我们将上市公司分为国有控股和非国有控股。

(三)描述统计

表 1 是各变量的描述统计。其他应收款净额的均值为 2.87 百万元,其他应收款净额与公司总资产的比例均值为 1.4%,可见大股东占款现象严重,中小股东保护比较差。Gray 的均值为 53.2%,说明超过一半的独立董事和大股东有私人关系。而且,61.3%的独立董事具有高职称和高声誉。

表 1　　主要变量的描述统计

变量	观测值	均值	最小值	最大值
Tunnel	955	15.989	10.167	20.829
Tunnel2	956	0.014	0	0.285
Gray	943	0.532	0	1
Reputation	943	0.613	0	1
ROA	956	0.077	-0.321	0.464
Size	956	20.978	19.204	24.505
BM	956	0.557	0.092	1.227
Power	956	0.302	0	1
Shares	956	37.415	5.21	80.6
Boards	943	8.844	3	15
Frequency	956	8.787	3	31
State	956	0.211	0	1

四、实证分析

(一)计量结果

为了验证本文的三个假说,做了六个计量回归。中小股东保护程度对大股东-独立董事社会关系做回归,可以验证社会关系对独立董事的俘获。中小股东保护程度对独立董事声誉做回归,可以验证声誉对独立董事的忠诚化。中小股东保护程度对社会关系、声誉以及二者交互项做回归,可以验证假说 3,即声誉会降低社会关系对独立董事的俘获程度,声誉足够高时甚至会出现独立董事俘获大股东的现象。所有六个计量回归都加入了控制变量,并且使用面板固定效应模型。计量结果如表 2 所示。

表 2　　社会关系与股东保护

	(1) Tunnel	(2)Tunnel2	(3)Tunnel	(4)Tunnel2	(5)Tunnel	(6)Tunnel2
Gray	0.237***	0.013*			1.781**	0.066*
	(0.069)	(0.007)			(0.704)	(0.035)
Reputation			−1.543*	−0.031*	−0.531*	−0.009*
			(0.668)	(0.013)	(0.205)	(0.004)
Gray * Reputation					−2.411**	−0.089*
					(1.872)	(0.106)
ROA	0.269	−0.005	0.304	−0.003	0.264	−0.005
	(0.744)	(0.013)	(0.738)	(0.013)	(0.745)	(0.013)
Size	1.046***	−0.003	1.033***	−0.003*	1.036***	−0.003 *
	(0.106)	(0.002)	(0.105)	(0.002)	(0.106)	(0.002)
BM	−0.220	−0.007**	−0.234	−0.007**	−0.226	−0.007**
	(0.172)	(0.003)	(0.172)	(0.003)	(0.173)	(0.003)
Power	0.098	0.003	0.099	0.002	0.107	0.003
	(0.139)	(0.002)	(0.139)	(0.002)	(0.139)	(0.002)
Shares	0.000	−0.000	0.001	−0.000	0.001	−0.000
	(0.009)	(0.000)	(0.009)	(0.000)	(0.009)	(0.000)
Boards	0.077	0.002**	0.055	0.002**	0.053	0.002*
	(0.048)	(0.001)	(0.051)	(0.001)	(0.051)	(0.001)
Frequency	0.031**	0.001*	0.029*	0.000*	0.029*	0.000*
	(0.015)	(0.000)	(0.015)	(0.000)	(0.015)	(0.000)
State	−0.350	−0.001	−0.357	−0.001	−0.360	−0.001
	(0.273)	(0.005)	(0.272)	(0.005)	(0.275)	(0.005)
Cons	−6.126***	0.067	−5.744**	0.088**	−6.120**	0.073*
	(2.286)	(0.041)	(2.400)	(0.043)	(2.452)	(0.044)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	942	943	942	943	942	943
R-squared	0.178	0.037	0.180	0.036	0.181	0.043

注:括号中报告的是稳健标准误。R-squared 是组内 R 平方。*、**、*** 分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

计量结果表明,Gray 的系数总是显著为正,即独立董事和大股东的社会关系会显著提高大股东的资金占款,加剧大股东掏空行为,损害了中小股东利益,独立董事被大股东所俘获。而 Reputation 的系数总是显著为负,说明独立董事的声誉会使得独立董事表现出对中小股东(或者说全体股东)的忠诚化。

对于忠诚还是俘获的权衡,可以通过交互项 Gray * Reputation 来分析。引入交互项 Gray * Reputation 后,社会关系的作用不仅取决于 Gray 的系数,也取决于交互项的系数(只有 Reputation 等于 0 时,社会关系的作用才仅仅取决于 Gray 的系数)。回归(5)和(6)显示,交互项系数为负,也就是说 Gray 越大时,Reputation 降低大股东资金占用的效果越明显。而且,当 Reputation 大约提高到 0.8 时交互项系数可以抵消掉 Gray 的系数,此时,Gray 增大不仅不会带来资金占用的增多还会使其大大降低,这表示此时呈现出独立董事俘获大股东的现象,即大股东为了独立董事的声誉而主动减少对中小股东的侵害。

控制变量也呈现出了一些有意思的结果。陈炜(2010)[53]认为,第一大股东持股比例越低,中小投资者保护效率越高。而本文没有发现第一大股东持股比例和股东保护之间的显著相关性。本文还发现,公司规模会提高大股东资金占用绝对值,降低资金占用相对值。有学者认为董事会会议次数代表了董事的勤勉程度。而相反的观点却认为,会议增多并没有带来董事之间有用的思想交流,董事会会议是“灭火器”,董事会只在公司业绩不佳时才有必要召开会议。本文证实了后者。本文还发现,企业性质和大股东掏空行为无关,不要给国有企业莫须有的罪名,认为国有企业更容易内部交易、资产流失和寻租而迫害了其他中小股东。董事会人数越多,大股东资金占用情况反而越严重,与小董事会效率更好的观点是一致的。

(二)稳健性检验

对上文的有关结论做了三个稳健性检验:(1)我国证券监管部门可能存在选择性监管行为,即主动地、有意识地选择监管对象和监管强度。因而,我们控制了独立董事的政治背景,以此排除独董的游说能力对投资者保护的影响。(2)社会关系,使用独董与董事长(大股东的代表)的社会关系数量来衡量。只是用灰色董事人数比例可能比较片面,把不同关系强度的独董认定为同质的灰色董事,其实关系数量不同的灰色董事对股东保护的影响程度是不同的。(3)加入两权分离程度、股权制衡度等变量来加强结果的稳健性。

五、结论

社会关系对公司治理的影响,不仅体现在公司绩效上,而且直接影响了公司中小股东保护。我们认为,独立董事在中小股东保护中的功效,不是取决于独立董事的能力而是他们的意愿。声誉和社会关系决定了独立董事的监督意愿和行为,进而决定了他们是忠诚于中小股东还是被大股东俘获;声誉会促进独立董事的忠诚化。提出了三个研究假说,独立董事与大股东的社会关系会促使独立董事被俘获;声誉会降低社会关系对独立董事的俘获程度,声誉足够高时甚至会出现独立董事俘获大股东的现象。

保护中小投资者利益不仅在提高上市公司治理水平上处于中心环节,同时也构成了证券市场健康发展的重要基础。而独立董事制度是保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益的重要机制设计,独立董事对全体股东负有诚信与勤勉义务,必须贯彻落实到位。本文得出的直接政策建议是,完善股东选举制度,使董事会具有更广泛的代表性。具体是指,多任命声誉高的独立董事,少任命与大股东有社会关系的独立董事。

【注】

①本文的忠诚主要指独立董事忠于立法原意、忠于本职,严格履行监督大股东和管理层、保护中小股东的职责。

②由于人的行为具有非理性和社会性,本文界定的关系董事是指,虽然符合有关法律规定的金钱和家族上的独立性,但与董事长存在社会关系的独立董事。

参考文献:

[1]Bae Kee-Hong, Jae-Seung Baek, Jun-Koo Kang, and Wei-Lin Liu. Do Controlling Shareholders´ Expropriation Incentives Imply a Link Between Corporate Governance and Firm Value? Theory and Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2012,105(2):412-435.

[2]McLean, R. David, Tianyu Zhang, and Mengxin Zhao. Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth[J]. Journal of Finance, 2012,67(1):313-350.

[3]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., Investor Protection and Corporate Valuation[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.

[4]Djankov Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. The Law and Economics of Self-dealing[J]. Journal of Financial Economics, 2008,88(3):430-465.

[5]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. The Quality of Government[J]. Journal of Law, Economics and Organization,1999,15(1):222-279.

[6]Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2):22-27.

[7]Shleifer, A., Vishny, R. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986,94(3): 461-488.

[8]Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1-2):81-112.

[9]Adams, Renée B., Hermalin, Benjamin E. and Weisbach Michael S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey[J]. Journal of Economic Literature, 2010, 48(1):58-107.

[10]叶康涛,祝继高,陆正飞,张然. 独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J]. 经济研究, 2011, (01).

[11]Jiang Guohua, Lee Charles M.C., and Yue Heng. Tunneling through Inter-corporate Loans: The China Experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010,98(1): 1-20.

[12]Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution: Exit, and Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Financial Economics,1993,48(3):831-880.

[13]申明浩. 治理结构对家族股东隧道行为的影响分析[J]. 经济研究, 2008, (06).

[14]Adams, Renée B. and Daniel Ferreira. A Theory of Friendly Boards[J]. Journal of Finance, 2007,62(6):217-50.

[15]Fama, E. and Jensen, M. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301-325.

[16]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, (03).

[17]Granovetter Mark. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness[J]. The American Journal of Sociology, 1985,91(3):481-510.

[18]Berle, Adolf A., and Means, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property[M]. New York: Macmillan Publishing Co., 1932.

[19]Berkman Henk, Cole Rebel A., Fu Lawrence J. Expropriation through Loan Guarantees to Related Parties: Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(1):141-156.

[20]Wang, J. and Dewhirst, H.D. Boards of Directors and Stakeholder Orientation[J]. Journal of Business Ethics, 1992, 11(2): 115-123.

[21]Johnson, R. and Greening, D. The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership on Corporate Social Performance[J]. Academy of Management Journal, 1999, 42(5):564-580.

[22]Mallin Christine A. and Michelon Giovanna. Board Reputation Attributes and Corporate Social Performance: an Empirical Investigation of the US Best Corporate Citizens[J]. Accounting and Business Research, 2011, 41(2):119-144.

[23]郑志刚,阚铄,黄继承. 独立董事兼职:是能者多劳还是疲于奔命[J]. 世界经济, 2017, (02).

[24]钟安石,宋理升. 控股股东控制与制衡对信息披露质量的影响--来自民营上市公司的经验证据[J]. 经济与管理评论, 2011, (01).

[25]Fracassi, Cesare and Tate, Geoffrey A. External Networking and Internal Firm Governance[J]. Journal of Finance, 2012,67(1):153-193.

[26]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).

[27]Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature[J]. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 2003,9(1):7-26. [28]Akerlof, George A. and Rachel E. Kranton. Economics and Identity[J]. Quarterly Journal of Economics, 2000,105(3):715-53.

[29]邵剑兵,李威,张金玉. 社会影响视角下公司治理研究综述[J]. 经济与管理评论, 2016, (05).

[30]Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Co-opted boards[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(6): 1751-1796.

[31]董志强,蒲勇健. 掏空、合谋与独立董事报酬[J]. 世界经济, 2006, (06).

[32]宁向东,张颖. 独立董事能够勤勉和诚信地进行监督吗--独立董事行为决策模型的构建[J].中国工业经济, 2009, (01).

[33]Song, Fenghua and Anjan V. Thakor, Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance[J]. The Journal of Finance, 2006,61(4):1845-1896.

[34]Cotter J. F., Shivdasani A., Zenner M. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers[J]. Journal of Financial Economics, 1997,43(7): 195-218.

[35]唐雪松,杜军,申慧. 独立董事监督中的动机--基于独立意见的经验证据[J]. 管理世界, 2010, (09).

[36]陈睿,王治,段从清. 独立董事"逆淘汰"效应研究--基于独立意见的经验证据[J].中国工业经济, 2015, (08).

[37]Fich E., and Shivdasani A. Are Busy Boards Effective Monitors? [J]. Journal of Finance, 2006,61(2):689-724.

[38]Haniffa, R. M. and T. E. Cooke. The Impact of Culture and Governance on Corporate Social Reporting[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2005,24(5):391-430.

[39]Diestre Luis, Rajagopalan Nandini and Dutta Shantanu. Constraints in Acquiring and Utilizing directors´ Experience: An Empirical Study of New-market Entry in the Pharmaceutical Industry[J].Strategic Management Journal, 2015,36(3):339-359.

[40]陈运森,谢德仁. 董事网络、独立董事治理与高管激励[J]. 金融研究, 2012, (02).

[41]高凤莲,王志强. 独立董事个人社会资本异质性的治理效应研究[J]. 中国工业经济, 2016,(03).

[42]黄海杰,吕长江,丁慧. 独立董事声誉与盈余质量--会计专业独董的视角[J]. 管理世界, 2016,(03).

[43]Akerlof, George A. Labor Contracts as Partial Gift Exchange[J]. Quarterly Journal of Economics, 1982, 97(4): 543-569.

[44]Rabin, M. Incorporating Fairness into Game Theory and Economics[J]. American Economic Review, 1993, 83(5):

1281-1302.

[45]Falk, A. Gift-Exchange in the Field[J]. Econometrica, 2007,75(5):1501-1511.

[46]Pevzner Mikhail, Xie Fei and Xin Xiangang. When Firms Talk, Do Investors Listen? The Role of Trust in Stock Market Reactions to Corporate Earnings Announcements[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(1):190-223.

[47]Lee, Samuel and Persson, Petra, Authority Versus Loyalty: Social Incentives and Governance [J]. NYU Working Paper, No. FIN-10-001,2011.

[48]叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的"掏空"? [J]. 经济研究, 2007,(04).

[49]刘诚. 社会关系、董事会合谋与 CEO 薪酬敏感性[J]. 中央财经大学学报, 2016,(05).

[50]李维安,孙林. 同乡关系在晋升中会起作用吗? --基于省属国有企业负责人的实证检验[J]. 财经研究, 2017,(01).

[51]刘诚. 董事会的功用及其社会性:灰色董事研究评述[J]. 财经问题研究, 2015,(12).

[52]周良,陈共荣. 独立董事背景特征对其薪酬的影响研究[J]. 求索, 2011,(03).

[53]陈炜. 基于投资收益的中小投资者保护效率研究[J]. 中国工业经济, 2010,(10).

(责任编辑:杨　磊)

Loyalty and Capture of Independent Directors in Shareholder Protection

LIU Cheng

(*National Academy of Economic Strategy*, *Chinese Academy of Social Sciences*, *Beijing 100028*, *China*)

Abstract: The understanding of independent directors can not be limited to monetary gains and family relationships, and there are two main factors affecting their behavior: reputation and social relationships. By using China's listed companies in small and medium enterprise board from 2007 to 2010, this paper demonstrates that: 1) The social relationships between independent directors and large shareholders will lead to the capture of independent directors; 2) Reputation will promote the loyalty of independent directors; 3) Reputation will reduce the degree of capture, and independent directors will capture large shareholders when the reputation is high enough. Therefore, we should give full consideration to directors' social factors, reduce the relationships between directors and large shareholders, and increase the reputation of directors.

Key Words: Independent directors; Shareholder protection; Loyalty; Capture

