

云南省哲学社会科学创新团队成果文库

政治关联董事： 聘任动机与经济后果

Political Connected Directors:
Appointing Motivations
and Economic Consequences

林 雁 著

政治关联董事： 聘任动机与经济后果

Political Connected Directors:
Appointing Motivations
and Economic Consequences



林雁 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

政治关联董事：聘任动机与经济后果 / 林雁著. --

北京：社会科学文献出版社，2018.5

(云南省哲学社会科学创新团队成果文库)

ISBN 978-7-5201-2565-9

I. ①政… II. ①林… III. ①上市公司-董事-研究

IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第074296号

· 云南省哲学社会科学创新团队成果文库 ·

政治关联董事：聘任动机与经济后果

著 者 / 林 雁

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 宋月华 袁卫华

责任编辑 / 袁卫华

出 版 / 社会科学文献出版社·人文分社(010)59367215

地址：北京市北三环中路甲29号院华龙大厦 邮编：100029

网址：www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心(010)59367081 59367018

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：14.5 字 数：228千字

版 次 / 2018年5月第1版 2018年5月第1次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5201-2565-9

定 价 / 98.00元

本书如有印装质量问题，请与读者服务中心(010-59367028)联系

❏ 版权所有 翻印必究

《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》 编委会

主任委员：张瑞才

副主任委员：江 克 余炳武 戴世平 宋月华

委 员：李 春 阮凤平 陈 勇 王志勇

蒋亚兵 吴绍斌 卜金荣

主 编：张瑞才

编 辑：卢 桦 金丽霞 袁卫华

《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》 编辑说明

《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》是云南省哲学社会科学创新团队建设中的一个重要项目。编辑出版《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》是落实中央、省委关于加强中国特色社会主义新型智库建设意见，充分发挥哲学社会科学优秀成果的示范引领作用，为推进哲学社会科学学科体系、学术观点和科研方法创新，为繁荣发展哲学社会科学服务。

云南省哲学社会科学创新团队 2011 年开始立项建设，在整合研究力量和出人才、出成果方面成效显著，产生了一批有学术分量的基础理论研究和应用研究成果，2016 年云南省社会科学界联合会决定组织编辑出版《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》。

《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》从 2016 年开始编辑出版，拟用 5 年时间集中推出 100 本云南省哲学社会科学创新团队研究成果。云南省社科联高度重视此项工作，专门成立了评审委员会，遵循科学、公平、公正、公开的原则，对申报的项目进行了资格审查、初评、终评的遴选工作，按照“坚持正确导向，充分体现马克思主义的立场、观点、方法；具有原创性、开拓性、前沿性，对推动经济社会发展和学科建设意义重大；符合学术规范，学风严谨、文风朴实”的标准，遴选出一批创新团队的优秀成果，

根据“统一标识、统一封面、统一版式、统一标准”的总体要求，组织出版，以达到整理、总结、展示、交流，推动学术研究，促进云南社会科学学术建设与繁荣发展的目的。

编委会

2017年6月

序

在中国特定的制度背景中，证券市场对具有政治背景的董事（独立董事）情有独钟，该类董事（独立董事）在上市公司董事会中占据了相当大的比重。而且，上市公司在聘任政治背景董事（独立董事）时，会充分而细微地考虑其政治背景方面的具体特征，如是否来自公司所属行业监管部门、是否来自权力中心等。这一现象引发了一个深层次的理论或实践话题：具有政治背景的董事（独立董事）在公司治理中发挥了怎样的功能？一般而言，董事（独立董事）在公司治理体系中具有监督或咨询功能，那么，具有政治背景的董事（独立董事）的具体治理功能又是什么呢？基于以上背景，林雁博士在专著《政治关联董事：聘任动机与经济后果》中重点探讨了以下具体问题：公司聘任政治关联董事的动机是什么？公司聘任政治关联董事的经济后果又如何？行业管制特征、产权性质等因素是否影响政治关联董事的聘任与经济后果？

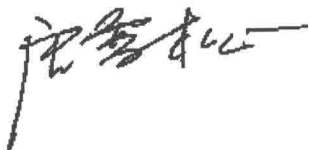
一般情况下，公司治理相关研究特别是董事或董事会特征相关研究易受到内生性问题的干扰，所得出的研究结论也因此受到挑战。林雁博士在研究中很好地利用了外生事件的冲击解决内生性问题产生的干扰，使得研究结论可靠可信。她在考察政治关联董事聘任动机这一问题时，利用 2008 年金融危机作为外生冲击事件，采取双重差分等一系列方法降低内生性问题的干扰。在考察政治关联董事聘任经济后果时，利用了中国限制党政领导干部在企业兼职（任职）的制度性外生冲击，即 2013 年中共中央颁布实施《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》（“18 号文”），考察了该项制度对于已经聘任政治关联董事的公司价值影响，从而清晰地刻画了政治背景董事与企业价值之间的关系。

通过研究，本专著得出了一系列重要的研究结论。具体而言，（1）公司聘任政治关联董事具有规避市场风险的动机，当公司面临的市场风险越高时聘任政治关联董事的倾向越大，这一规律在管制行业中更为明显。（2）2008年金融危机爆发之后，具有政治关联董事的公司在企业业绩提升方面具有明显优势。（3）“18号文”实施后，聘有政治关联董事的公司价值显著下跌，累计超额收益率为-3%左右，管制行业、非国有企业、政治关联关系更为重要的公司等价值下跌程度更为明显；政治关联董事实际辞职时，导致公司价值下跌大约1.7%。（4）考察政治关联董事的来源地特征后发现来自异地或权力中心的董事辞职后公司价值下跌程度更为明显。

本专著的研究具有重要的理论价值和现实意义。在理论方面，从资源依赖理论出发，结合市场风险、董事来源地特征、权力中心等因素，研究结论支持了董事政治关联特征对公司的“资源效应”。从实践层面看，对于投资者而言，投资时需要关注特定制度背景中目标公司的治理特征，其中包括政治关联董事特征，这些特征与目标公司的风险状况、企业价值紧密联系。投资者对治理特征的关注将使投资决策更加科学、合理。

非常欣喜地看到林雁博士的作品即将出版，郑重向广大读者推荐之！
是为序！

西南财经大学会计学院教授、博导



2018年4月

目 录

序	唐雪松 / 001
第一章 绪 论	001
第一节 研究背景、研究问题与研究意义	001
第二节 研究内容、逻辑架构与研究方法	007
第三节 研究贡献与创新点	011
第四节 理论基础	012
第五节 文献综述	016
第二章 董事会制度演进与政企关系发展背景	046
第一节 公司治理与董事会制度的建立和完善	047
第二节 上市公司独立董事制度的建立和完善	048
第三节 规范党政干部在企业兼职任职的相关制度	050
第四节 企业政治关联的制度渊源	053
第五节 行业壁垒与企业发展	062
第六节 本章小结	063
第三章 政治关联董事聘任动机：基于风险视角的考察	065
第一节 引言	065
第二节 理论分析与研究假设	068
第三节 研究设计	072
第四节 实证结果	079

第五节	稳健性检验	084
第六节	进一步分析	102
第七节	本章小结	107
第四章	政治关联董事聘任后果：基于公司价值表现的考察	108
第一节	引言	108
第二节	理论分析与研究假设	113
第三节	研究设计	120
第四节	实证结果	127
第五节	稳健性检验	138
第六节	进一步分析	142
第七节	本章小结	150
第五章	政治关联董事聘任来源：基于异地与权力中心视角的考察	152
第一节	引言	152
第二节	理论分析与研究假设	155
第三节	研究设计	158
第四节	实证结果	164
第五节	稳健性检验	167
第六节	进一步分析	172
第七节	本章小结	185
第六章	研究结论与启示	186
第一节	研究结论	186
第二节	现实启示与政策建议	188
第三节	研究局限性与未来研究展望	190
参考文献		192
后 记		217

第一章

绪 论

第一节 研究背景、研究问题与研究意义

一 研究背景与研究问题

我国上市公司在聘任董事时呈现出“好权”和“好远”的现象。“好权”即偏好具有政治背景、从政经历的人士，以及来自权力中心（如北京）^①的董事；“好远”是指倾向于聘任时任工作地（来源地）与任职公司注册地不在同一省份的董事（后文称“异地董事”）。^②截至2011年，有1599名政府官员在A股上市公司中兼职或任职^③，就董事会成员而言，直至2013年，沪深两市5760名独立董事中，近44.6%的人有从政背景。^④一些研究表明，公司聘任具有政治经历的董事体现了CEO的偏好，即如果CEO具有政治背景，那么他们则倾向于聘请有政治关联的董事（Fan

① 参考杨瑞龙（1993）的研究，权力中心是对国家制度安排具有最后决定权的机构，例如党中央和国务院，因此，本书用我国政治经济文化的中心城市北京（京城）代理权力中心这一概念。

② 参考孙亮和刘春（2014）的研究，笔者将跨省的董事界定为异地董事。

③ 2015年5月21日《法制日报》文章《用正义为官员独立董事释疑》，作者：李劲强，网址：http://www.jerb.com/opinion/fygc/201505/t20150521_1507992.html。

④ 数据源于同花顺和中青网对独立董事的统计，来源于2013年9月9日中国新闻网文章《近半独董有从政背景》，记者：陈璐，网址：<http://business.sohu.com/20130909/n386172956.shtml>。

et al., 2007: 330 - 357), 这一定程度体现了“关系型经济体”的特点 (Rajan and Zingales, 1998: 40 - 48)。具有从政背景的人士加入董事会能够扮演“政治角色”, 他们可以在公司与政府部门往来过程中提供有益建议, 这些建议也有可能影响行政部门的决策 (Agrawal and Knoeber, 2001: 179 - 198)。反之, 如果公司董事当选政党成员也会显著促进公司价值, 因此, 聘任具有政治经历的董事使得董事会具备了除监督与咨询之外的第三种功能, 即为公司建立政治关联 (Goldman et al., 2009: 2331 - 2360)。在我国, 由于中央和地方财政分权, 因此董事会中若有相当比例的人士与当地地方政府具有关联, 则可以为公司带来更多的政府补助 (陈冬华, 2003: 15 - 21)。

2013年10月30日, 中央组织部印发的《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》(即“18号文”), 禁止现任及尚未办理离职手续的党政领导干部在企业兼职任职。这一“禁令”让分布在各个上市公司中的政治关联董事纷纷浮出水面。文件颁布后几个月, 我国资本市场就掀起了大规模的董事辞职潮, 这些辞职的董事中不乏级别较高的重要官员, 如中国石化的李勇武、崔俊慧和刘鸿儒, 中天城投的唐朝礼等。^① 据笔者的统计, 截至2014年10月30日, 沪深两市上市公司的董事中共有1579人/次辞职, 这些董事中很多都在辞职公告中明确表示辞职原因是“18号文”, 而其他一些董事虽然只写了“个人原因”等类似字样, 但经查阅其简历后, 我们发现他们之中不少人的真实辞职原因也是“18号文”。

根据笔者的进一步统计, 2004~2013年, 聘任了异地董事的上市公司占当年所有上市公司的比例大都超过了60%, 而异地董事为京城董事的公司所占比例的年度均值也在20%左右。^②

既然政治关联董事在我国上市公司中普遍存在, 又由于董事会是公司

① “18号文”出台后, 很多媒体报道了资本市场中关联董事的离职潮, 如2014年3月24日, 《新文化报》文章《“独董辞职潮”大起底》, 作者: 孙宪超, 新浪网转载, 网址: <http://news.sina.com.cn/c/2014-03-24/020029774954.shtml>; 2014年6月20日, 中国经营网报道《官员独董江湖正在迅速离场》, 编辑: 艾昀, 和讯网转载, 网址: <http://stock.hexun.com/2014-06-20/165879461.html>。

② 相关数据的统计分布图见本书第五章图5-1。

治理的核心机制 (Fama and Jensen, 1983: 301 - 325), 因此探讨政治关联董事的问题对我国上市公司治理问题具有重要意义。另外, 异地董事在我国上市公司中也数量众多, 这一现象与国外探讨地理特征与经济决策的学者所发现的“就近原则”的地缘偏好 (Coval and Moskowitz, 1999: 2045 - 2073; Ivkovic and Weisbenner, 2005: 267 - 306) 结论并不一致, 由此表明这可能也是具有中国特色的现象, 值得深入探讨。

关于企业政治关联的问题, 很多学者从企业家、CEO、董事长等高管的政治关联角度作了广泛探讨, 但截至目前结论不尽一致。一些学者的研究支持“资源论”。根据资源依赖理论, 企业生存发展依赖其能够从周围环境获取的资源。在转型经济体或腐败程度较高的国家, 正式制度不完善, 政治对经济干预较大 (Shleifer and Vishny, 1994: 995 - 1025, 1997: 737 - 783; Rajan and Zingales, 2003: 15 - 20; Faccio, 2006: 369 - 386), 政府对资源分配具有绝对控制权, 这就使公司为维持和发展其经营努力从非正式制度的途径寻求重要资源, 而政治关联是重要的非正式途径之一 (Allen et al., 2005: 57 - 116)。支持“资源论”的学者研究表明, 政治关联作为正式制度的补充 (余明桂和潘红波, 2008: 9 - 21; 陈凌和王昊, 2013: 130 - 141) 能够帮助企业获得更多融资优势 (Fan et al., 2008: 343 - 364; Li et al., 2008: 283 - 299; 余明桂和潘红波, 2008: 9 - 21)、获得上市资格 (Fan et al., 2007: 330 - 357) 并获得较高的 IPO 定价 (Francis et al., 2009: 696 - 719)、减轻税负 (吴文锋等, 2008: 130 - 141)、获取财政补贴 (Faccio et al., 2006: 2597 - 2635; Claessens et al., 2008: 554 - 580; 唐清泉和罗党论, 2007b: 149 - 163) 等, 从而提高企业的长期绩效 (田利辉和张伟, 2013: 71 - 86)。

与“资源论”的观点相反, 另一派的学者则支持政治关联的“诅咒论”。他们认为政治关联会有损企业价值, 例如, 企业为维系政治联系而支持政界人士选举常常造成冗员问题, 并且也需要支付更多的职工薪酬, 由此导致了公司运营的低效 (Shleifer and Vishny, 1994: 995 - 1025)、政府补助运营低效 (Faccio, 2006: 369 - 386), 也加剧了政府对企业的干预 (游家兴等, 2010: 128 - 143)、恶化了企业特别是国企的过度投资问题 (杜兴强等, 2011: 93 - 110), 或者造成企业过分热衷于维系政治关联而

忽略自身能力建设（杨其静等，2011：54 - 94），降低会计信息质量（Chaney et al., 2011：58 - 76），在中长期内降低企业的创新能力、弱化技术创新与企业绩效之间的敏感性（袁建国等，2015：139 - 155）等，更有甚者，Siegel（2007）认为政治关联具有“阴暗面”，有时甚至还会成为企业的一种负债。

可见，目前国内外由于样本选择、制度背景等因素的不同，对政治关联的作用尚未得到一致结论，特别是我国的研究，一方面结论尚不统一，另一方面对董事政治关联问题关注较少。而且，以往学者在研究企业政治关联问题时，对宏观环境因素考虑不足，例如市场风险。虽然国内有研究表明企业家政治身份能在政治不确定性较高的年份对这种不确定性有所弱化（钱先航和徐业坤，2014：1437 - 1460），但尚无学者直接探讨政治关联董事对缓解市场风险的作用。

基于以上分析，本书将重点探讨以下问题：规避市场风险是不是上市公司聘任政治关联董事的重要动机之一？上市公司聘任政治关联董事的经济后果如何？上市公司从“千里之外”和“权力中心”聘任董事是不是其寻求政治关联董事的重要途径之一？其中，公司行业管制特征、产权性质等因素又如何对上述问题的结果产生影响？

然而，考察上述问题不可避免地会受到一定的内生性问题的影响。因此，在考察政治关联董事聘任动机这一问题时，我们选用2008年金融危机为研究场景，用双重差分（Difference - in - Difference）研究方法，并且采取了一系列计量处理以降低内生性对本书研究问题的干扰。而对于从公司价值表现考察政治关联董事聘任后果的问题，“18号文”的出台为我们提供了天然的实验环境，从而极大程度地缓解了研究董事会问题时面临的内生性问题。

本书研究发现：（1）上市公司聘任政治关联董事确实具有规避市场风险的动机，表现为公司面临的市场风险越高，越倾向于增加政治关联董事的聘任；（2）区分上市公司所属行业是不是管制行业后发现，上市公司面临市场风险增加，而增加聘任政治关联董事的效应在管制行业中更为明显；（3）以2008年金融危机为研究场景，运用倾向得分匹配（PSM）和双重差分方法的研究结果表明，在重大市场风险发生后，政治关联董事对

企业业绩确实具有提振作用；(4) 对政治关联董事聘任经济后果的考察发现，“18 号文”公布前后，聘有政治关联董事的上市公司价值显著下跌，根据事件研究方法采取市场调整模型计算的“18 号文”公布前后 3 天和前后 5 天的累计超额收益率下跌幅度从 2.60% 到 3.22%；(5) “18 号文”公布后，董事实际辞职时，即其辞职公告公布前后 3 天和前后 5 天，聘有政治关联董事的公司，董事辞职导致公司价值下跌了 1.75% 和 1.72%；(6) “18 号文”公布前后，管制行业公司和非管制行业公司的价值均显著下跌，而管制行业公司价值下跌更显著；(7) 比起国有企业，非国有企业的公司价值下跌程度更显著；(8) 董事长/CEO 没有政治关联的公司，政治关联董事的辞职导致公司价值显著下跌，而在董事长/CEO 有政治关联的公司，政治关联董事的辞职对公司价值没有显著影响；(9) 政治关联董事具有高校或科研院所领导干部（副处及以上）任职经历的，他们的离职不会导致公司价值的显著下跌；进一步分析的结论表明，公司价值下跌确实是由于关系流失，而非由于失去董事咨询功能（人才流失）所致；(10) 对政治关联董事聘任来源的考察发现，相比本地董事，辞职后异地董事的政治关联等级对公司价值下跌的影响更显著；相比非京城董事，辞职后京城董事的政治关联等级对公司价值下跌的影响更显著；相比其他董事，辞职后异地且来自京城董事的政治关联等级对公司价值下跌的影响更显著；不考虑政治背景因素，异地董事与京城董事对公司价值没有显著影响，以上表明异地或权力中心是上市公司寻求政治关联董事的重要来源之一，从而支持了“关系假说”的预期。

二 研究意义

（一）理论意义

本书的研究对补充和拓展相关理论具有重要意义。

首先，本书依托资源依赖理论及公司治理相关理论，以我国沪深两市 A 股上市公司中董事会任期内的所有董事为研究对象，并将宏观环境中的市场风险因素、董事来源地特征、权力中心等概念纳入政治

关联问题研究体系，研究结论支持了董事政治关联对公司行为的“资源效应”，并且发现这种效应随着公司行业特性、产权性质、董事政治关联在企业内的相对重要程度、组织是否参与政治资源分配以及董事的地域特征的不同而不同，因而从“资源相对重要性”的角度对资源依赖理论等有所延伸。

其次，本书首次在关于政治关联的研究，特别是董事政治关联的研究框架中加入了“权力中心”的概念，由此为公司董事政治关联的相关研究开辟了新的研究视角。

再次，本书对政治关联董事的公司价值表现的研究以“18号文”公布及其引起的董事大规模政策性辞职为研究场景，从而很大程度上克服了研究公司政治关联相关问题时存在的内生性问题，为我国政治关联董事对公司缓解风险、提升价值的因果关系提供了现实的证据，由此拓展和丰富了相关文献。

最后，本书从规避市场风险的角度探索了政治关联董事选聘的动机，由此对董事选聘的相关理论研究也有所启示。

（二）现实意义

除了对相关理论和文献有所拓展和丰富外，本书的研究结论还对投资者、企业以及政府都具有现实的启示意义。

首先，对投资者而言，进行投资时需要关注目标公司的行业性质，投资管制行业的公司需要格外关注针对产业调整方面的政策，也需要分析这些公司董事会成员的构成，如果董事会中有政治关联的董事，那么可以预期在重大市场风险来临时其股票收益率不至于大幅波动；对于投资国际资本市场的投资者来说，需要关注投资目标国的制度背景，如果目标国家与我国类似，即政治与经济的关联度较高，那么该国上市公司股票价值可能面临较高的政策相关性风险，即政府某一政策的出台可能对股价产生显著影响，因此投资时需要注意采取其他措施以对冲类似风险。

其次，对于企业方面，本书的研究表明，“18号文”的出台和随后的政治关联董事被迫辞职，使得公司价值显著下跌，这意味着，在“后18号文”时代，企业切实加强自身建设、积极改善经营战略、增强创新能力、着力

提升自己的“硬实力”才是促进企业价值稳步增长的长效机制。

最后，本书的研究结论表明，具有政治背景的人士进入上市公司决策机制（董事会）有利于帮助企业规避市场风险，特别是重大的市场风险。那么，对政府而言，应当建立与企业沟通的公开、公正、透明的信息交流平台以减少双方之间的信息不对称，这样一定程度上可以降低企业经营环境中的不确定因素，降低风险。另外，对于管制行业的企业，由于它们对于政策很敏感，因此如何完善市场避险机制，使得管制行业企业能够寻求更多有效避险的途径，是今后相关政策制定方面需要考虑的方向。

第二节 研究内容、逻辑架构与研究方法

一 研究内容

本书基于我国上市公司政治关联董事普遍存在的现实及相关文献的空白，以资源依赖理论、管制理论及公司治理中董事会的相关理论为基础，旨在探索几方面的内容：其一，从风险规避的角度探讨上市公司聘任政治关联董事的动机；其二，以“18号文”的出台为契机，从这一外生事件及由此引致的政治关联董事的政策性辞职出发，以公司价值的市场表现探索公司聘任政治关联董事的后果；其三，从异地、权力中心角度探讨政治关联董事的聘任来源。具体内容安排如下。

本书共分六章。第一章为绪论，从我国的现实背景及相关文献背景出发引出本书的研究问题，并对研究意义、可能的贡献及创新、研究思路、研究方法及逻辑结构等内容进行系统阐述，同时，本章也对全书所依托的重要相关理论和文献进行了综述，包括资源依赖理论、管制理论等以及政治关联、公司治理与公司价值，董事会规模、结构与董事聘任、董事辞职问题相关研究，制度、风险与公司治理等方面的研究文献。

第二章为制度背景分析。每一个现象背后都有深层次的制度背景因素，我国政治关联董事的普遍存在与我国经济发展过程中的一系列制度