

独立董事独立性、关联交易与公司价值

——基于沪深两市上市公司的经验证据

徐高彦

(南京大学 会计与财务研究院, 江苏 南京 210093)

[摘要] 要求独立董事对关联交易进行监管政策的出台, 创造了基于关联交易研究独立董事监督职能的机会。基于此, 在研究独立董事独立性对公司异常关联销售和公司价值的影响后发现, 独立董事独立性的提高有助于抑制异常关联销售的发生。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》颁布以后, 异常关联销售的比率降低, 且更为“干净”。独立董事独立性对异常关联销售的抑制不仅是政策作用的直接结果, 而且确实有助于提高经济效益。

[关键词] 异常关联销售; 独立董事; 独立性; 公司价值; 关联交易; 上市公司

[中图分类号] F230 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2011)04-0077-08

一、引言

企业集团的关联交易作为内部市场的一种交易方式, 能够使子公司通过内部交易弥补外部市场所无法实现的机能^[1]。例如, 它有助于减少交易的不确定性, 降低交易成本, 从而有利于集团公司的整体战略。然而, 关联交易也可能被用于实现资金和利润的转移而损害公司和股东利益^[2-4]。本文中, 我们称这类交易为异常关联交易。在中国, 异常关联交易可能会成为大股东掏空企业价值和经理层进行盈余管理的工具。为此监管者制定了一系列的监管政策和相关的法律法规, 以减少这一机会主义行为。其中, 2001年8月16日颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(下文简称《指导意见》)将关联交易与公司内部治理联系在一起。该意见明确了独立董事作为公司治理中来自外部的力量在关联交易中应起的作用。有关该项政策的作用, 学术界实证研究甚少^[5-6]。

独立董事制度是我国从西方国家引入的一项重要制度。该制度设立的初衷是制约内部控股股东, 规范经理人行为, 提高公司治理水平, 缓解“一股独大”所导致的股权制衡问题。然而, 独立董事在我国上市公司中能否相对独立地发挥监管作用, 学术界对此问题的看法并不一致。

本文基于《指导意见》的政策监管要求, 抛开以往实证研究中过于偏激的假设(即认为关联交易是常见的利润操纵手段之一, 会引发严重的代理问题, 损害企业价值), 从能否抑制异常关联销售的角度, 考察独立董事独立性是否有助于完善公司治理结构进而提高经济效益。

本文其余部分安排如下: 第二部分是有关关联交易及独立董事独立性方面的文献回顾; 第三部分是相关制度背景介绍、理论分析及研究假设; 第四部分是样本选择及数据说明; 第五部分是实证分析、检验结果及分析; 第六部分是本文的结论及研究局限。

[收稿日期] 2010-11-25

[基金项目] 国家自然科学基金(71002026)

[作者简介] 徐高彦(1983—), 女, 江苏扬州人, 南京大学管理学院博士研究生, 从事财务会计研究。

二、文献回顾

(一) 关联交易的相关研究

1. 关联交易与公司价值

关联交易的相关研究表明,正常的关联交易大大降低了非关联交易过程中必须发生的搜寻、比较、谈判等交易费用,提高了交易的稳定性,避免了外部不利市场环境的影响。王跃堂、涂建明认为关联交易是集团公司内部整合资源的手段,是内部市场优化资源配置的基本途径^[7]。肖星、王琨的研究提供了中国企业集团成员企业的价值显著优于同行业的经验证据^[8]。我们可以推论,企业集团的内部市场提升了成员企业的价值,企业集团的经营行为是理性的。高雷等提出了“效率增强观”,即在信息充分的条件下关联交易通过资源的共享与再分配减少融资约束,进而降低交易风险^[9]。因此,基于企业集团内部市场发生的关联交易,从理论上和实践中,都具有提高企业经济效益和提升企业价值的作用。

另一方面,关联交易可能会损害公司价值。Johnson(约翰逊)等人的研究显示,拥有控制权的大股东侵占其他股东利益所形成的利益冲突会夺取上市公司的发展机会,在集团公司内部交易中转移上市公司的利润会严重损害其他股东的利益^[10-11]。许多经验证据都提供了在集团公司内部大股东利用关联交易实施掏空行为的证据,这种利益冲突和掏空行为会对企业价值造成破坏^[12-13]。与上述关联交易掏空观相对的是关联交易的盈余管理观。这种观点认为关联交易的动机不是单纯地提高效率或者破坏企业价值,而是调节利润的手段之一。

2. 异常关联交易的判别:比重观和内外市场观

如果大股东的机会主义行为可能通过关联交易给公司带来价值减损,那么如何识别这类异常关联交易呢?已有的文献给出了两种观点:比重观和内外市场观。

比重观认为,关联交易是支持“效率增强观”还是“掏空盈余观”取决于关联交易所占的比重大小。上市公司向其关联方的商品销售达到较大比重时,其报告的会计盈余数据具有较低的价值相关性。关联购销份额较小时,它依然可以通过高派现或直接占用资金达到利益输送的目的,此时关联购销的发生更可能出于正常的决策安排^[2]。只有当关联交易的比重上升、交易额规模巨大时,外部投资者对大股东或者管理层可能利用关联交易进行盈余操纵等机会主义行为的担忧才会随之上升。

内外市场观认为,对于企业及其关联方构成的企业集团而言,内部市场销售应与外部市场保持平衡,超过非关联购销增长的关联购销量可以被保守地认为是异常量。这一异常量的驱动力不是源于企业集团或上市公司的价值最大化,而更可能是基于盈余报告目的的利益驱动。

(二) 独立董事的相关研究

1. 独立董事的独立性

大量文献表明独立董事要充分发挥其监督效力,首先需要成为董事会决策行为的主体。独立董事仅能通过声明或辞职向其他利益相关者报警,因此董事会的人员构成是决定董事会运作效率的重要因素之一。研究表明,独立董事比例高的董事会比较容易摆脱外界干预,因而能够提供更加透明的财务信息^[14-15]。提高独立董事的比例有助于减少控股股东和中小股东之间的信息不对称,提高控股股东的机会主义成本,将中小股东由于信息不对称造成的损失降到最低^[15]。因此,要提高董事会的独立性、切实发挥制约控股股东的效力,就必须扩大独立董事在董事会中所占的比重。

独立董事人品、专业知识和能力是其更好地履行监督职责的重要保障。外部董事与内部董事之间信息获取能力的替代程度会影响到公司治理的效率。为了提高公司的治理效率,遏制大股东操纵财务数据,公司必须聘请具有专业知识背景的独立董事。研究表明,聘请具有行业专长的独立董事能够抑制管理层的机会主义行为。例如,聘请具有法律背景的独立董事能够约束公司管理层的违法行

为,减少公司面临的信息披露诉讼风险。聘请具有会计背景的独立董事有助于发现财务舞弊,加强财务报告的可靠性,减少盈余管理行为^[16]。除了独立董事的专业知识外,行业“声誉”也是衡量独立董事能力和品质的重要机制。独立董事为了提高自己在职业市场上的声誉资本,会在监督的过程中努力维持高“声誉”,以增加被雇用的机会和薪酬^[17-18]。唐清泉的研究表明,在上市公司与独立董事动机的相互作用下,独立董事具有花瓶效应、决策效应和风险回避效应^[6]。

2. 独立董事与关联交易

从已有的文献来看,独立董事制度与关联交易的实证研究较少,并且这些研究在理论和模型设计方面存在诸多问题^[5-6]。关联交易的重要组成部分是关联销售。在关联销售的研究中,对于异常关联销售并无统一的计算方法。以关联销售额为例,一般的做法是将样本年限分为两段:计算前一时间段的关联销售占关联交易的比率,认为此比率是正常的比率;将后一时间段的实际关联销售额与关联交易和前一比率的乘积之差定义为异常关联销售额。具体计算公式为:异常关联销售额 = 实际关联销售额 - 实际关联交易额 × 比率^[2]。

本文认为上述方法在我国并不适用。从时间序列上看,随着法规的建立和交易环境的完善,关联交易更为规范。以前期交易情况为基础计算的比率,合理性反而较后期低。因此,以不规范的比率作为基准计算异常关联销售,可信度将大大下降。

根据上述分析,本文选择比重观,即上市公司向关联方的商品销售达到较大比重时,其报告的会计盈余数据具有较低的价值相关性。市场对较低比例的关联交易似乎比较认可,因为较低比例的关联交易并不影响盈余数据的价值相关性^[19]。通过超过 300 万元的大额关联销售来刻画异常关联销售,可以降低主观性和噪音影响。因此,本文以大额关联销售为研究变量刻画异常关联销售。这也切合《指导意见》中独立董事对大额关联交易的监督要求。

三、制度背景、理论分析和研究假设

我国特殊的政治经济制度及尚待完善的市场经济是关联交易形成的客观基础。有部分上市公司是由原国有企业剥离重构而来,这使得上市公司和原来的母体或母系成员之间维持着大量的内部市场交易。此外,关联交易具有隐蔽性,在内部交易中缺乏讨价还价的价值公允性。

从内部结构来看,我国特有的公司治理特征成为大量异常关联交易被不合理利用的内在原因。由于历史原因,我国的股权集中度较高,中小投资者的利益容易受到大股东和大股东集团的侵占。在重大关联交易中,大股东常以不合理的高价将其产品或劣质资产出售或置换给上市公司,换取上市公司的现金或优良资产,或者以不合理的低价从上市公司购买产品或资产,甚至不支付价款,致使上市公司应收账款不断增加、资金被长期占用,严重影响了上市公司正常的生产经营,损害了公司价值。

另外,我国评估和审计等中介机构尚不发达。这些中介机构对关联交易有效监督的缺乏助长了不合理关联交易的滋生。

尽管上市公司存在利用关联交易进行盈余管理和侵害中小股东利益的行为,但在这一过程中,随着市场经济的发展,不规范的关联交易呈现减少的趋势。尤其是法律法规的完善对关联交易具有显著的抑制作用。

具体来看,2001 年 8 月 16 日颁布的《指导意见》规定,上市公司拟与关联人达成的总额高于 300 万元或高于上市公司最近经审计净资产的 5% 的关联交易,应得到独立董事的认可;上市公司的股东、实际控制人及其关联企业上市公司现有或新发生的总额高于 300 万元或高于上市公司最近经审计净资产的 5% 的借款或其他资金往来,独立董事应发表独立意见。这是监管机构对独立董事履行职责的明确规定,根据这一规定,公司有无重大关联交易成为独立董事需要关注的重点。

此外,2004 年 9 月 27 日中国证监会发布的《关于加强社会公众股股东合法权益保护的若干规定

(征求意见稿)》中有一段重要表述,“证监会将用独立董事的良知与公信,去呵护小股民的弱势,防止关联交易……独董们拥有特别职权”。在重大关联交易的问题上,应有 1/2 以上的独立董事同意后,方可提交董事会讨论。这也说明独立董事有充分的集体话语权来监督重大关联交易。

独立董事如果能站在客观公正的立场上保护股东利益,满足资本市场监管者的要求,他就会通过自身的专业特长识别公司经营的危险信号,对公司的违规或不正当行为提出警告。本文认为独立董事出于对声誉、专业能力的维护,仍可能独立于利益集团,在监督公司经营管理、提高公司绩效和保护股东权益等方面发挥作用。

《指导意见》这一强制性经济制度对经济行为的影响,具体可以从两个方面进行考量。对独立董事而言,考虑到潜在的法律后果,他会对 300 万元以上的关联销售给予更多的关注。同时,制度变革对企业也存在一定的影响。经理层或控股股东为避免超过 300 万元关联销售引起独立董事的关注,可能会将大额销售分拆化小。因此,董事、经理层或控股股东的行为决策都有可能受到《指导意见》的影响。这一影响可能使政策变革前后关联销售表现出不同的特征。

通过上述分析,我们就独立董事独立性的三个方面与大额关联销售的关系提出假设 1。

假设 1:独立董事独立性的提高将抑制大额关联销售的发生。

假设 1a:独立董事的声誉越高,越有可能抑制上市公司大额关联销售的发生。

假设 1b:独立董事的专长越强,越有可能抑制上市公司大额关联销售的发生。

假设 1c:独立董事的比例越高,越有可能抑制上市公司大额关联销售的发生。

同时,如果 2001 年《指导意见》之后的独立董事对关联销售的监管更为规范,经理层利用大额关联销售进行盈余管理或达到其他目的的行为就可能受到抑制,那么独立董事的独立性也可能会有利于公司价值的增加。据此,我们提出假设 2。

假设 2:独立董事的独立性能够有效抑制异常关联销售的发生,提升公司价值。

假设 2a:独立董事的声誉与上市公司价值呈正相关关系。

假设 2b:独立董事的专长与上市公司价值呈正相关关系。

假设 2c:独立董事的比例与上市公司价值呈正相关关系。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据说明

本文的研究对象为 2001 年—2007 年沪深两市证券交易所非金融保险行业的 A 股上市公司。研究所需的财务数据以及市场数据来源于深圳国泰君安信息技术有限公司开发的中国股票上市公司数据库(简称 CSMAR),而独立董事人数及其背景资料则来源于手工搜集,剔除独立董事背景、模型变量缺失以及资不抵债的公司,关联销售的相关数据以各公司年报中关联交易信息披露进行核对与补充,不一致之处以年报为准进行调整。

(二) 研究方法与模型

为检验独立董事的独立性是否会抑制大额关联销售,我们建立模型 1:

$$\begin{aligned} \text{Percent}_{t,i} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Indep}_{t,i} + \alpha_2 \text{Size}_{t,i} + \alpha_3 \text{Lev}_{t,i} + \alpha_4 \text{Roe}_{t,i} + \alpha_5 \text{Sh}_{t,i} + \\ & \alpha_6 \text{Dual}_{t,i} + \alpha_7 \text{Group}_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \end{aligned} \quad (1)$$

$\text{Percent}_{t,i}$ 为 t 年度 i 公司超过 300 万元关联销售笔数占关联销售总笔数的比例。 $\text{Indep}_{t,i}$ 为 t 年度 i 公司独立董事的独立性。具体选取三个指标:(1)独立董事的声誉 $\text{Reput}_{t,i}$,取公司平均每名独立董事任职公司数。独立董事的声誉越高,违规行为带来的成本就越高,他越有动机抑制大额关联销售。(2)独立董事的专业背景 $\text{Index}_{t,i}$ 。公司聘请的独立董事中有行业专家、注册会计师或法律专家时, $\text{Index}_{t,i}$ 取 1,否则取 0。独立董事的专业背景越好,识别和抑制大额关联交易背后隐藏盈余操纵动机的概率越大。

(3)独立董事人员的比例 $Comp_{t,i}$ 。独立董事占董事会成员的比例越高,话语权越大,越有权利抑制大额关联销售的发生。三种不同指标的选取分别形成模型 1~1,1~2,1~3。我们参考以往关联交易的相关研究,选取下列控制变量:Size_{t,i}为 t 年度 i 公司规模,取总资产的自然对数。Lev_{t,i}为 t 年度 i 公司的资产负债率。Roe_{t,i}为 t 年度 i 公司净资产收益率。Sh_{t,i}为 t 年度 i 公司第一大股东持股比例^①,比例越大,大股东利用大额关联销售满足自身目的的可能性越大。Dual_{t,i}为虚拟变量,表示董事长和总经理是否两职合一,两职合一取 1,否则取 0。两职合一意味着约束机制的弱化,大额关联销售被用来进行盈余操纵的可能性很大。Group_{t,i}为虚拟变量,上市公司属于某一企业集团时,取值为 1,否则取值为 0。当上市公司为企业集团时,交易双方可能服从一致目的,大额关联销售发生的可能性更大。

为检验独立董事的独立性与公司价值的相关性,本文建立模型 2:

$$TQ_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 Indep_{t,i} + \alpha_2 Indep_{t,i} \times PerDum_{t,i} + \alpha_3 Size_{t,i} + \alpha_4 Lev_{t,i} + \alpha_5 Roe_{t,i} + \alpha_6 Sh_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (2)$$

TQ_{t,i}为 t 年度 i 公司的托宾 Q 值,其计算方法为:TQ = (每股市场价格 × 流通股数 + 每股账面净资产 × 非流通股数 + 负债的账面价值)/总资产的账面价值。Indep_{t,i}为 t 年度 i 公司独立董事的独立性。具体选取的三个指标同上,分别构成模型 2~1,2~2,2~3。其余变量选取及处理同上。值得关注的是,本文利用 Indep_{t,i} × PerDum_{t,i}来深入考察大额关联销售所占比重的大小在独立董事发挥独立性的情况下是如何影响公司的市场价值的。PerDum_{t,i}为虚拟变量,本文设计 t 年度 i 公司超过 300 万元关联销售笔数占关联销售总笔数的比例低于样本中位数值时取值为 1,否则取值为 0。根据前文的理论分析,我们预计系数 α_2 显著为正,即如果独立董事能够发挥其独立性,抑制大额关联销售的发生,并且市场能够有效识别这些信息,那么大额关联销售所占比重较低企业的公司价值就较高。

五、实证分析和检验结果

1. 主要变量描述性统计

对模型涉及的主要变量进行描述性统计,结果见表 1。由 Percent_{t,i}的均值和中位数可以看出,大多数观测值的大额关联销售的比例处于 50% 或以下的水平,但也有部分企业的大额关联销售比例较高,从而使得大额关联销售的比例达到了 55%。独立董事的声誉 Reput_{t,i}也有着与 Percent_{t,i}类似的特点,而表示独立董事

表 1 模型主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差
Percent _{t,i}	5385	0.55	0.50	0.37
TQ _{t,i}	8952	1.34	1.08	0.94
Reput _{t,i}	4750	2.18	1.67	1.57
Index _{t,i}	4882	0.39	0.00	0.47
Comp _{t,i}	5337	0.30	0.33	0.11
Size _{t,i}	5385	21.35	21.24	1.04
Lev _{t,i}	5385	0.53	0.49	1.71
Roe _{t,i}	5385	0.13	0.06	6.58
Sh _{t,i}	8914	0.40	0.38	0.17
Dual _{t,i}	5350	0.11	0.00	0.31
Group _{t,i}	5384	0.85	1.00	0.36

独立性的另外两个变量 Index_{t,i}和 Comp_{t,i}却刚好相反。这说明少数上市公司倾向于选择声誉高的人担任独立董事,而并不十分注重独立董事的专业背景;独立董事人员比例主要集中在 1/3,还有少部分企业未达到这一比例。Dual_{t,i}的均值和中位数表明两职合一的现象尽管存在,但比重较小,约占 1/10。Group_{t,i}的均值和中位数表明我国上市公司属于企业集团的现象还在一定范围内存在,这也是我国关联销售比较复杂的原因之一。Roe_{t,i}的均值和中位数相差较大,对应的标准差也较大,说明不同企业不同年份的收益波动差异较大,这可能对模型拟合产生一定影响。

2. 假设 1 的回归结果

上述数据分析显示出独立董事的独立性对大额关联销售的抑制作用。这是从时间序列角度而言的。研究年限中,独立董事的独立性呈现增强趋势。从横向角度来看,独立董事的独立性是否对大额

^①为使统计结果有意义,调节量纲,对 Sh_{t,i}作除以 100 处理。

关联销售具有抑制作用呢? 我们利用模型 1~1, 1~2, 1~3 对假设 1 进行检验。回归结果如表 2 所示。

模型 1~1 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Reput_{t,i}$; 模型 1~2 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Index_{t,i}$; 模型 1~3 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Comp_{t,i}$ 。
模型 1~1 中 $Reput_{t,i}$ 的系数在 1% 水平下显著, 为 -0.01; 模型 1~2 中 $Index_{t,i}$ 的系数为 -0.00, 不显著; 模型 1~3 中 $Comp_{t,i}$ 的系数为 -0.40, 在 1% 水平下显著。

表 2 假设 1 回归分析结果

变量	预测符号	Percent _{t,i} 1~1		Percent _{t,i} 1~2		Percent _{t,i} 1~3	
		系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	?	-1.30***	-11.36	-1.29***	-11.52	-1.22***	-11.63
Indep _{t,i}	-	-0.01***	-2.90	-0.00	-0.12	-0.40***	-8.92
Size _{t,i}	+	0.09***	15.89	0.09***	16.07	0.09***	17.49
Lev _{t,i}	?	-0.07**	-2.21	-0.06*	-1.92	-0.05*	-1.72
Roe _{t,i}	?	-0.00	-0.36	-0.01	-0.71	-0.00	-0.45
Sh _{t,i}	+	-0.03	-0.73	-0.02	-0.65	-0.03	-0.83
Dual _{t,i}	+	-0.03	-1.57	-0.02	-1.44	-0.03	-1.64
Group _{t,i}	+	0.01	0.46	0.01	0.52	0.01	0.40
N			4648		4775		5223
Adjust-R ²			0.05		0.05		0.07
F 值			38.85		40.11		53.93

注: *** 表示 1% 水平下显著, ** 表示 5% 水平下显著, * 表示 10% 水平下显著。

该结果表明, 独立董事的声誉和独立董事人员的比例对大额关联销售的发生有显著的抑制作用。《指导意见》颁布后, 独立董事考虑到潜在的法律后果, 可能会对大额关联销售予以更多的关注, 从而抑制大额关联销售的发生。同时, 管理层为避免异常的关联销售引发独立董事的关注, 也会主动减少大额关联销售。专业性的不显著可能由于独立董事能够通过其专业知识鉴别出大额关联销售背后的盈余操纵动机, 同时确保继续留存的大额关联销售不会引发自身的法律风险。

在控制变量中, $Size_{t,i}$ 的系数显著为正, 这表明公司规模越大, 大额关联销售笔数发生比率越高, 其原因可能是规模较大的公司所从事的单笔销售的金额也相应越大。Lev_{t,i} 的系数显著为负, 表明公司的资产负债率越高, 大额关联销售笔数发生比率越低, 其原因可能在于负债率较高的公司容易引起监管部门和证券市场的关注。因此, 即使存在大额关联销售, 经理层也尽量将其分拆化小。其他控制变量并不显著。总体而言, 独立董事的独立性对大额关联销售具有抑制作用。

3. 假设 2 的回归结果

假设 1 的检验结果表明, 独立董事的独立性对大额关联销售的发生有显著的抑制作用。那么, 这一抑制作用对公司价值有何影响呢? 利用模型 2~1, 2~2, 2~3 对假设 2 进行检验。回归结果如表 3 所示。

模型 2~1 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Reput_{t,i}$; 模型 2~2 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Index_{t,i}$; 模型 2~3 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Comp_{t,i}$ 。
 $Reput_{t,i}$ 和 $Index_{t,i}$ 的系数均在 1% 水平下显著为正, 这表明独立董事的声誉越高, 公司价值越大, 同时独立董事专业背景对公司价值有显著的正向作用。而 $Comp_{t,i}$ 的系数为 -0.33, 在 1% 水平下显著, 表明当独立董事占董事会成员比例较高时, 有可能影响公司的决策效率, 降低公司的价值。与预

表 3 假设 2 回归分析结果

变量	预测符号	TQ _{t,i} 2~1		TQ _{t,i} 2~2		TQ _{t,i} 2~3	
		系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	?	3.88***	15.73	3.72***	15.64	3.89***	18.05
Indep _{t,i}	+	0.06***	7.26	0.07***	3.92	-0.33***	-3.32
Indep _{t,i} × PerDum _{t,i}	+	-0.02***	-3.47	-0.06***	-3.74	-0.08***	-2.73
Size _{t,i}	-	-0.11***	-9.33	-0.10***	-8.90	-0.11***	-10.76
Lev _{t,i}	?	0.11*	1.67	0.15**	2.23	0.14**	2.21
Roe _{t,i}	+	0.12***	5.88	0.11***	5.38	0.11***	5.69
Sh _{t,i}	-	-0.91***	-12.82	-0.90***	-12.90	-0.84***	-12.95
N			4675		4804		5260
Adjust-R ²			0.077		0.067		0.069
F 值			66.37		58.22		65.55

注: *** 表示 1% 水平下显著, ** 表示 5% 水平下显著, * 表示 10% 水平下显著。

期不一致的地方在于 $Indep_{t,i} \times PerDum_{t,i}$ 的系数均显著为负,且在 1% 水平下显著,即大额关联销售比重高的公司,公司价值反而较大。这表明 2001 年《指导意见》要求独立董事对关联销售进行监管是有一定成效的,独立董事的声誉和比例越高,越会抑制大额关联销售的发生。因此,如果经理层担心盈余管理动机下的大额关联销售会被独立董事高度关注,就会将其分拆化小,以降低被独立董事识别的可能性。真正能继续存在的大额关联销售可能本身就含有较少盈余操纵的信息含量,在市场上就会表现为独立董事的声誉越高、比重越大、专业性越强时,大额关联销售比率的提高反而会被识别为好的信息,从而提升企业价值。

总体来看,在独立董事发挥其独立性的条件下,假设 1、假设 2 的结果得到了相互印证。独立董事的独立性对大额关联销售的发生有显著的抑制作用,且有助于提升公司价值。

4. 敏感性测试

为加强结果的稳定性,本文选用股价 $Price_{t,i}$ 作为公司价值的替代变量对假设 2 进行了敏感性测试。 $Price_{t,i}$ 为 i 公司 t 年 12 月 31 日股票收盘价。结果如表 4 所示:

模型 3 ~ 1 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Reput_{t,i}$; 模型 3 ~ 2 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Index_{t,i}$; 模型 3 ~ 3 中 $Indep_{t,i}$ 为 $Comp_{t,i}$ 。

表 4 中 $Reput_{t,i}$ 的系数为 0.48,在 1% 水平下显著; $Index_{t,i}$ 的系数为 0.42,在 5% 水平下显著。这与表 3 的检验结果一致,即独立董事的声誉越高,专业性越强,则公司价值越大。 $Comp_{t,i}$ 的系数为负值,且在 1% 水平下显著。 $Indep_{t,i} \times PerDum_{t,i}$ 的系数均为负值,这与表 3 结果基本一致,即大额关联销售比重高的公司价值较大。独立董事的独立性有助于公司价值的提升。

总体而言,敏感性测试结果进一步支持了本文的研究结论。

表 4 假设 2 敏感性测试

变量	预测符号	Price _{t,i} 3 ~ 1		Price _{t,i} 3 ~ 2		Price _{t,i} 3 ~ 3	
		系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
Intercept	?	-20.81***	-6.44	-16.98***	-5.79	-14.26***	-5.30
Indep _{t,i}	+	0.48***	4.61	0.42**	2.05	-4.82***	-3.92
Indep _{t,i} × PerDum _{t,i}	+	-0.35***	-3.00	-0.40	-1.59	-1.62*	-1.96
Size _{t,i}	-	1.50***	9.46	1.37***	9.55	1.33***	10.09
Lev _{t,i}	-	-4.41***	-5.01	-4.53***	-5.60	-4.38***	-5.74
Roe _{t,i}	+	1.54***	5.69	1.36***	5.58	1.46***	6.15
Sh _{t,i}	-	-1.53*	-1.64	-1.92**	-2.23	-2.18***	-2.69
N		4673		4801		5257	
Adjust-R ²		0.04		0.03		0.03	
F 值		34.55		28.27		29.92	

注:***表示 1% 水平下显著,**表示 5% 水平下显著,*表示 10% 水平下显著。

$Comp_{t,i}$ 的系数为负值,且在 1% 水平下显著。 $Indep_{t,i} \times PerDum_{t,i}$ 的系数均为负值,这与表 3 结果基本一致,即大额关联销售比重高的公司价值较大。独立董事的独立性有助于公司价值的提升。

六、研究结论

独立董事制度是公司治理结构的重要组成部分。独立董事制度的效率问题一直是理论界、实务界关注的焦点。本文研究独立董事独立性与异常关联销售的关系,并进一步考察其对公司价值的影响。实证结果表明:一是独立董事的声誉、专业背景和独立董事人员的比例对大额关联销售有显著的抑制作用;二是独立董事的独立性有助于提升公司价值。不过这种价值的提升可能并不是简单地通过抑制大额关联销售实现的,市场在某些情况下似乎并未能有效识别大额关联销售比例下降带来的企业价值的提升。

本文的研究还存在许多不足。独立董事的独立性包含很多方面,本文选取的其中三个指标并不能概括独立董事的独立性。独立董事相关的其他指标对关联销售甚至整个关联交易的影响是后续的研究方向。

参考文献:

[1] Khanna T, Palepu K. Why focused strategy may be wrong in emerging markets[J]. Harvard Business Review, 1997, 75

(4): 41 - 51.

- [2] Wong T J, Jian M. Propping through related party transaction[J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(1): 70 - 105.
- [3] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自中国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. *会计研究*, 2004(12): 3 - 13.
- [4] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2005(1): 95 - 105.
- [5] 罗党论, 唐清泉. 独立董事制度实施效果分析——基于上市公司关联交易的证据[J]. *南方经济*, 2006(9): 65 - 74.
- [6] 唐清泉, 罗党论, 王莉. 大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据[J]. *中国会计评论*, 2005(3): 63 - 86.
- [7] 王跃堂, 涂建明. 集团公司与上市公司: 掏空、支持, 抑或是价值最大化? [J]. *中国会计评论*, 2006(4): 119 - 124.
- [8] 肖星, 王琨. 企业集团特征与成员企业价值[J]. *中国会计评论*, 2006(4): 1 - 14.
- [9] 高雷, 宋顺林, 薛云奎. 关联交易、企业价值与公司特征——来自上市公司 2000—2004 年的经验证据[J]. *中国会计与财务研究*, 2007(9): 53 - 82.
- [10] Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Legal determinants of external finance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): 1131 - 1150.
- [11] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90(2): 22 - 27.
- [12] Bae K H, Kang J K, Kim J M. Tunneling or value added? [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2695 - 2740.
- [13] Bertrand M. Ferreting out tunneling [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117(1): 121 - 148.
- [14] Strickland D, Wiles K W, Zenner M. Is small shareholder monitoring effective? [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 40(2): 319 - 338.
- [15] Charu G, Raheja C. Determinants of board size and composition[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005, 40(2): 283 - 306.
- [16] 王跃堂, 朱林, 陈世敏. 董事会独立性、股权制衡与财务信息质量[J]. *会计研究*, 2008(1): 55 - 62.
- [17] Fama E F, Jensen M C. Separation of Ownership and Control [J]. *Journal of Law and Economic*, 1983, 26(2): 301 - 325.
- [18] Cotter J F, Shivdasani A, Zenner M. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 43(2): 195 - 218.
- [19] 洪剑峭, 方军雄. 关联交易和会计盈余的价值相关性[J]. *中国会计评论*, 2005(3): 87 - 98.

[责任编辑: 马志娟]

Independence of Independent Directors, Related Party Sale and Firm Value: Evidence from the China Stock Market

XU Gaoyan

(Institute of Accounting and Finance, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: With the release of the policy concerning independent directors' supervision over related transaction, we find an opportunity to study the supervision function of independent directors based on the related transaction. Based on this, after studying the impact of the independence of independent directors on the company's irregular related sales and firm value, we find such enhanced independence is helpful to prevent the occurrence of the irregular related transaction. After the release of Guiding Opinions on the Establishment of Independent Directors System, the irregular related sales decreases and such sales also become “cleaner”. The restraint from the independence of independent directors on the irregular related party sale in China is not only the direct result of the policy's impact, but also it can promote the economic efficiency.

Key Words: irregular related party sale; independent directors; independence; firm value