

独董“返聘”现象的经济后果与影响因素

——来自我国 A 股上市公司的证据

郑志刚

中国人民大学财政金融学院和中国财政金融政策研究中心

郑建强

中国人民大学财政金融学院

胡波

中国人民大学财政金融学院和中国财政金融政策研究中心

黄继成

中国人民大学财政金融学院和中国财政金融政策研究中心

通讯作者：

郑志刚，中国人民大学财政金融学院教授

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号 100872

电子邮箱: zhengzhigang@ruc.edu.cn;

电话：82500638, 15901382947

作者感谢国家自然科学基金面上项目“独立董事激励机制的影响因素和激励效果——来自我国上市公司的证据”（项目批准号：71272159）和面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”（项目批准号：71472177）以及教育部“新世纪优秀人才支持计划”对本项研究的资助。

独董“返聘”现象的经济后果与影响因素

——来自我国 A 股上市公司的证据

内容摘要: 独立董事“返聘”现象指的是独董在任期届满后经历了与公司短暂的分离重新被返聘回原公司的现象。它是基于我国资本市场的制度背景形成的一种独特的独董更迭模式。基于我国 A 股上市公司的数据, 本文实证考察了独立董事“返聘”现象的经济后果及其影响因素, 从独董返聘现象这一新的视角构成了对社会连接相关文献的扩展和补充。本文的研究发现, 存在返聘独董现象的公司与不存在返聘独董现象的公司相比, 返聘独董后公司代理成本显著上升而业绩显著降低; 在董事长近年未发生变更、来源于内部晋升、在上市公司领薪以及独立董事从未发表否定意见的公司中更可能返聘独董; 以往任职期限更长的独董更容易被返聘。因而, 形式上看起来并没有违反监管当局关于独董任职期限与条件的相关规定的独董返聘现象很大程度削弱了独董的独立性与监督职能的有效履行, 一定程度上成为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。本文的讨论同时为改进独董任期设计带来丰富的政策含义。

关键词: 独董返聘 任人唯亲 董事会文化 公司治理

一、引言

从“既不独立又不懂事”的“花瓶”董事, 到同时兼任多家职务的“忙碌董事”, 再到不符合相关任职规定的“独立董事辞职潮”, 近年来围绕上市公司独立董事(以下简称独董)的相关媒体报道持续吸引着公众的眼球, 同时也引起学术界极大的研究兴趣¹。一种基于我国资本市场制度背景独特的独董更迭实践引起了我们的关注。在深市上市 Y 公司在 2011 年聘任 A 和 B 担任第 7 届独立董事, 而 A 和 B 都曾在该公司 2002 年至 2008 年担任第 4、5 届独立董事。类似地, 在沪市上市的 Z 公司, 曾在 2000 年至 2008 年任职第 1、2、3 届独董的 W, 离任两年后于 2010 年重新被返聘担任第 4 届独董。我们把上述现象概括为“独董返聘”现象。在本文所观察的从 2009 年到 2014 年的样本期间, 发生过独董返聘现象的公司占比超过 16%。“独董返聘”现象在形式上看起来并没有违反监管当局关于独董任职期限与条件的相关规定², 但独董返聘现象为上市公司究竟带来哪些直接的经济后果? 又是什么因素导致了独董返聘现象的发生? 由于独董返聘现象尚未引起理论与实务界的关注, 对于这些问题, 理论与实务界并未给出清晰的答案。

理论上, 独董返聘既可能由于上市公司对独董监督和咨询能力的信任, 但也有可能与任人唯亲董事会文化联系在一起。例如, 任期较长的董事更可能与管理层建立私人友谊, 产生

¹例如, 《深交所调研: 花瓶独立董事正沦为签字工具》, 《21 世纪经济报道》, 2008 年 6 月 4 日。来源: <http://finance.21cn.com/stock/2008/06/04/4802937.shtml>; 胡学文, 《花瓶独董贻害, 官符独董尤甚》, 《证券时报》, 2013 年 8 月 13 日。来源: <http://news.stcn.com/2013/0813/10671890.shtml>; 凌冲, 《最忙碌的独立董事》, 《京华时报》, 2012 年 3 月 5 日。来源: http://epaper.jinghua.cn/html/2012-03/05/content_767485.htm; 席大伟、唐强、熊玥伽, 《上市公司独立董事辞职潮调查》, 《每日经济新闻》, 2014 年 03 月 07 日。来源: <http://stock.hexun.com/2014-03-07/162796199.html>。

²根据中国证监会 2001 年 8 月 16 日发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(下称《指导意见》)的规定, “独立董事每届任期与该上市公司其他董事任期相同, 任期届满, 连选可以连任, 但是连任时间不得超过六年”; “最近一年内” “不得在上市公司或者其附属企业任职”。

偏袒管理层的倾向，延长的任期将以监督职能的消弱和投资者利益的损害为代价（Vafeas, 2003; Anderson et al., 2004; Berger et al., 2013）。而独董通过返聘的方式变相实现了任期的延长。监管当局对独董任期加以限制的初衷同样是防止独董与上市公司其他高管因任期过长而变得关系过于紧密，影响独董的独立性和监督的有效性。Brick et al. (2006)、郑志刚等（2012）提供的证据表明，任人唯亲的董事会文化使得 CEO 与董事之间互相发放超额薪酬，损害了股东的利益。

本文实证考察我国制度背景下上市公司独特的“独董返聘”现象的经济后果与影响因素。由于独董返聘现象的发生往往是弱的公司治理结构导致的，而返聘独董的独立性丧失又进一步弱化了上市公司的治理结构。上述反向因果以及可能受到其他缺失变量影响的内生性问题会削弱本文基于全样本 OLS 回归的结论。因此，本文采用基于配对模型的 DID 方法（Difference in difference）开展相关问题的考察。在控制了潜在影响因素和内生性问题后，本文的研究发现：第一，存在返聘独董现象的公司与不存在返聘独董现象的公司相比，返聘独董后公司代理成本显著上升而业绩显著降低；第二，在董事长近年未发生变更、来源于内部晋升、在上市公司领薪以及独立董事从未发表否定意见的公司更可能返聘独董；第三，以往任职期限更长的独董更容易被返聘。综合经济后果与影响因素的考察结果，我们看到，“独董返聘现象”很大程度削弱了独董的独立性与监督职能的有效履行，一定程度上成为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。

本文从以下几个方面构成了公司治理文献新的贡献。第一，从我国资本市场的制度背景出发，本文实证考察了我国上市公司中十分独特的“独董返聘”现象的经济后果与影响因素。就我们有限的知识，这是对独董返聘现象的首次经验考察。

第二，本文揭示了在我国制度背景下独董返聘成为任人唯亲董事会文化的一种特殊实现机制，补充和丰富了社会连接文献对任人唯亲文化实现机制的相关结论。以往研究表明，通过同学、同事、同乡和朋友可以建立广泛的社会连接（Social Tie）（McPherson et al., 2001; Kim & Cannella, 2008; Berger et al., 2013）。社会连接的建立一方面有助于降低信息不对称（Adams & Ferreira, 2007），便利公司间信息传播和行为决策上的相互学习和借鉴（Haunschild, 1993; Davis, 1991）；但另一方面则可能形成合谋和任人唯亲的文化（Fracassi & Tate, 2012; Chiu et al., 2013; Finkelstein & Hambrick, 1989; Hwang & Kim, 2009）。本文的研究则表明，同时作为董事会成员使独董与董事长建立起更为直接的社会连接，而上述社会连接则是导致独董返聘现象的发生，进而任人唯亲的董事会文化形成和加深的间接诱因。因而，本文研究基于独董返聘的证据为社会连接除了存在降低信息不对称等正效应还同时存在任人唯亲的文化等负效应提供了新的直接证据。

第三，本文从独董返聘现象这一新视角，讨论社会连接存在对董事会独立性的削弱，有助于理论和实务界形成对董事会独立性的全新认识，从而为文化影响公司治理提供了直接经验证据。以往文献通常采用外部（独立）董事占董事会成员的比例作为董事会独立性的指标。近年来社会网络文献开始注意到“并非所有的独立董事都能实施有效监督”（Hwang & Kim, 2009; Coles et al., 2014）。正如 Hwang & Kim (2009) 所指出的那样，以往关于董事会独立性的分析得出不一致结论的可能原因在于没有考虑到社会连接的因素。本文的研究则进一步表明，独董返聘现象已经成为我国上市公司任人唯亲董事会文化的一种特殊表征，因而返聘独董的独立性在很大程度上已经丧失。因此，以往文献所采用的外部（独立）董事占董事会成员的比例在存在独董返聘现象等任人唯亲的董事会文化氛围中并不能真实的刻画董事会独立性。如果确实需要在实证分析中引入反映董事会独立性的指标，本文研究带来的直接启发是，应该至少将返聘独董剔除。

第四，本文的相关结论可以与独董任期文献联系在一起，构成独董任期制度设计文献的有益补充和新的扩展。以往研究表明，董事长或 CEO 直接或变相（例如，CEO 转任监事会成

员) 延长任期往往容易培植任人唯亲的文化 (Lipton & Lorsch, 1992; Katz, 1982; Andres et al., 2014)。本文的研究发现, 独董返聘现象与任期延长的经济后果具有某种一致性, 因而通过返聘的方式独董变相实现了任期的延长。因而本文的讨论不仅为如何缓解“独董返聘”现象所带来的不利经济后果, 同时为监管当局在独董任期制度设计问题上带来丰富的政策含义。关于独董, 除了对任职资格和任期有明确限定外, 监管当局还应该对独董任期届满后被返聘的间隔期限做出必要规定, 以避免独董的独立性受到削弱, 从而最终避免股东的利益受到损害。

本文以下部分的内容组织如下。第 2 节在相关文献回顾的基础上提出待检验的研究假设。第 3 节实证考察独董“返聘”的经济后果。第 4 节分别从公司层面和独董层面考察独董“返聘”现象的影响因素。最后简单总结全文。

二、文献回顾与假设发展

近年来文化等非正式制度对公司治理的影响开始引起理论和实务界的重视 (Stulz & Williamson 2003; Dyck & Zingales, 2004)。除了经理人薪酬合约设计和董事会组织等正式制度设计和安排, 董事会文化被认为是影响独董能否有效履行监督职能的重要因素之一。Jensen (1993) 认为“以真理和坦率为代价的优雅殷勤般的礼貌”的董事会文化抑制冲突, 是导致董事会治理失败的部分原因。上述董事会文化登峰造极, 逐渐演变为任人唯亲的董事会文化。

这里所谓的任人唯亲董事会文化指的是基于之前或后来形成的社会连接, 在董事会成员之间建立相互“信任”和“忠诚”关系, 以至于董事会重要决策的制定不是依据商业规则, 而是受到成员之间亲疏关系的影响。Brick et al. (2006) 的研究以经理人超额薪酬为例表明, 任人唯亲董事会文化导致董事与 CEO 之间互相给对方发放高的薪酬, 导致经理人超额薪酬的出现。郑志刚等 (2012) 基于我国上市公司的数据发现, 我国上市公司出现的经理人超额薪酬现象同样可以从任人唯亲的董事会文化中得到部分解释。

对于本文关注的独董返聘问题, 一个自然的理解是, 通过返聘独董实现了任期的延长。因此我们可以从董事任期的相关研究寻求独董返聘相关效应的直觉。Vafeas (2003) 的研究表明, 董事的任期过长使管理层“一团和气”(management friendliness), 独董专业技能并没有得到有效发挥。Subrahmanyam (2008)、Fracassi & Tate (2012) 等的研究则发现, 一方面董事会成员与 CEO 之间存在社会网络连接将有助于董事会识别有能力的 CEO, 但同时会削弱董事会监督职能的履行。除非找到特别有能力的 CEO 为企业创造更大价值来抵消弱监督的不利影响, 否则董事会成员与 CEO 之间的社会网络连接将不利于公司价值的提升。Coles et al. (2014) 的研究进一步表明, 相比而言, 在 CEO 任内聘请的董事对 CEO 的监督要弱于之前聘请的董事。

独董返聘一方面通过变相实现任期的延长, 使得独董与监督对象的 CEO 或董事长建立稳定的社会连接; 另一方面被返聘的独董将对推荐他的 CEO 或董事长感恩戴德。上述两种因素的结合将会共同削弱独董监督职能的履行, 导致企业绩效的下降。如果说“优雅殷勤般的礼貌”(Jensen, 1993) 和“隔靴搔痒式的批评”(Brick et al., 2006) 仅仅是任人唯亲董事会文化的肇始, 那么独董返聘一定程度成为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊而且直接的表征。

基于以上分析, 我们有假设 1:

假设 1: 相对于不存在独董返聘现象的公司而言, 存在独董返聘现象的公司在返聘独董后公司的代理成本上升, 综合业绩下降。

通过对假设 1 的检验, 如果本文的证据支持独董返聘现象将导致企业代理成本上升以及综合绩效的下降, 因而独董返聘现象成为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。本文接下来要回答的问题是, 是什么因素导致独董返聘现象的发生? 我们将分别从公司层面与独董层面进行考察。

鉴于我国公司治理实践中逐步形成了以董事长为核心的内部人控制格局, 在公司层面的考察中, 我们将关注的重点集中到董事长个人特征。除了董事长的性别、年龄等基本个人特征外, 董事长任期的长短是其对公司影响力很好的度量。通常而言, 董事长任期越长, 对一个公司的影响力越大, 曾经是他同事的独董返聘的可能性越大。从同样的逻辑出发, 如果董事长是从公司内部晋升的, 则与曾在公司任职的独董共事的可能性更大, 因此反聘自己“认可的”曾经的同事来继续担任独董的可能性更大。因而我们预测任期更长的和内部晋升的董事长更倾向于返聘曾经共事的独董。

在我国国有企业的特殊制度背景下, 存在一类不在上市公司领薪的特殊董事长群体, 他们基于所完成的业绩在控股公司领薪。这种薪酬来源差异一定程度表征了两种不同的企业文化。通常而言, 没有控股公司的业绩考核和外束, 在上市公司领薪的董事长内部人控制色彩更加浓郁。郑志刚等 (2012) 关于经理人超额薪酬的研究表明, 不在上市公司领薪有助于打破任人唯亲的董事会文化, 进而抑制经理人超额薪酬。因而我们预测董事长在上市公司领薪的公司, 董事长的实际影响力更大, 更有可能返聘独董。

唐雪松等 (2010) 的研究表明, 独董发表否定意见后其离职的概率将增加。其原因是对董事会议案提出否定意见的独董往往被认为不配合工作, 在董事会中遭受排斥, 甚至被迫离职。可以想见的是, 一个曾经出具否定意见的独董甚至可能被迫离职, 怎么又可能得到返聘呢? 从公司层面看, 一个可以预见的结果是, 高度和谐一团和气的公司 (独董从未对董事会议案出具否定意见) 更有可能返聘独董。

基于以上分析, 本文提出围绕独董返聘公司层面影响因素的待检验假设 2。

假设 2: 董事长 6 年任期内未发生变更、来源于内部晋升、在上市公司领薪以及鲜有独董出具否定意见的公司返聘独董的可能性大。

除了从公司层面考察哪种类型的公司更可能返聘独董外, 本文接下来关注的问题是, 在那些发生过返聘独董行为的公司中, 哪种类型的独董更可能被返聘? 因此, 我们进一步在独董层面考察独董自身特征对被返聘可能性的影响。在考察和控制独董主要个体特征的基础上, 我们特别关注独董以往的任期长短。Fracassi & Tate (2012) 的研究表明, 在 CEO 比较强势的公司中, 更倾向于聘任与其有社会连接的董事。而在同一家公司董事会任职显然属于一种典型的社会连接, 而且这一社会连接随着共事时间的延长而得以加强 (Andres et al., 2014)。因此, 我们可以推测, 以往在公司任职年限较长的独董与公司联系更为紧密, 与董事会成员也更为熟悉, 被返聘的可能性更大。基于以上分析, 我们有待检验假设 3:

假设 3: 在发生独董返聘现象的公司中, 独董以往任职年限越长, 其被返聘的可能性越大。

三、独董返聘的经济后果

3.1 数据来源与样本选取

在考察独董返聘的影响因素之前, 我们首先考察独董返聘的经济后果, 以对独董返聘的

性质进行简单判断。本文研究数据涉及高管任期、董事会届次以及上市公司主要治理和财务指标等。其中，公司特征、财务指标及高管个人资料等直接来源于国泰安（CSMAR）数据库和 Wind 资讯金融客户端，高管任期、董事会届次等信息则来自新浪财经网站。独董的个人特征例如年龄、教育背景、居住地等信息则主要来源于国泰安数据库，部分个人资料缺失数据通过独董工作单位网站披露的信息手工收集补充。为了消除异常值的影响，本文所有连续变量经过 1%和 99%水平缩尾处理。

按照监管当局的相关规定，独董可以连任两届。这意味着两届以后才涉及返聘的问题。如果一个独董连任两届，加上中间的间隔期，从他首次出任该公司独董到再次返聘则至少需要经历 7-8 年的时间。我们以 2007 年上市的公司为例。一个独董在经历了 6 年两届任期后，还需要再加上至少 1 年的间隔期，等到 2015 年才有被返聘的机会。因此本文研究选择的样本主要集中在 2006 年前上市的公司。按照实证研究的通常做法，我们对以下数据进行了剔除：ST 类和金融类企业；在 2009 到 2014 年样本观察期间退市的公司；以及部分数据缺失的样本，最后共得到 1198 家样本公司作为分析的基础样本。其中存在独董返聘现象的公司有 196 家（占全部 1198 家样本公司的 16.36%），发生返聘事件 211 次，共返聘独董 228 人次。返聘独董事件具体年度分布见下表 1。从表 1 中返聘事件占当年换届公司的比例可以看出，返聘现象在观察的 2009 至 2014 年总体上呈上升趋势，在 2014 年换届的 838 家公司中，发生返聘独董事件的公司有 81 家，占比 9.67%。在行业分布中，制造业（C）、批发和零售业（F）以及房地产业（K）更为普遍。

由于独董返聘现象的发生往往是弱的公司治理结构所致，而返聘独董所导致的独立性丧失则进一步弱化了上市公司的治理结构。上述反向因果以及可能受到其他缺失变量影响的内生性问题会削弱本文基于全样本 OLS 回归的结论。因此，本文采用基于配对模型的 DID 方法（Difference_in_difference）开展相关问题的考察。在独董返聘的经济后果的分析中，我们对 196 家返聘公司采用 1:1 非重复样本配对寻找对照公司。配对样本的选择按以下标准进行：（1）被配对公司在 2009-2014 年间未返聘独董；（2）与返聘公司处于相同的行业；（3）与返聘公司在其返聘当年资产规模相近。若一家返聘公司一个换届年返聘多人按 1 次计算，在 2009-2014 年间发生多次的返聘事件，为了避免返聘前后样本重叠对经济后果考察的影响，取其中第 1 次返聘年份并进行配对。将 196 家返聘公司经过上述配对过程，我们共得到 392 家公司作为本节的分析样本。

表 1：独董返聘现象年份及行业分布

年份	换届公司	返聘事件	独董人次	返聘事件占比	行业分布												
					B	C	D	E	F	G	H	I	K	L	N	S	
2009	661	9	9	1.36%	0	6	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	
2010	860	18	19	2.09%	0	8	1	0	2	1	0	1	3	0	1	1	
2011	802	34	35	4.34%	2	20	2	0	1	0	1	1	7	0	0	0	
2012	678	35	37	5.16%	2	16	1	2	6	2	0	1	5	0	0	0	
2013	851	34	37	4.00%	1	18	2	1	4	3	0	2	3	0	0	0	
2014	838	81	91	9.67%	2	50	6	2	9	4	2	1	3	1	0	1	
总计	-	211	228	-	7	118	12	5	23	10	3	7	22	1	1	2	

注：行业门类按《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》统计。

3.2 模型设定、变量定义及数据描述

本节对返聘独董经济后果的考察采用双重差分（DID）分析框架。双重差分法通过剔除对照公司经济行为的时间趋势，可以较为清晰的比较是否发生独董返聘现象的公司在返聘独

董前后的行为差异。我们以样本公司发生返聘行为当年为观察点，检验了与不存在独董返聘现象的公司相比，存在独董返聘现象的公司在返聘事件发生后3年与前3年在代理成本和综合企业绩效指标上的平均差异。其中2014年返聘独董的公司返聘后续年份涉及2014和2015两个年份。

我们采用如下式所示的模型进行假设1的检验。

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 * RE + \beta_2 * After + \beta_3 * RE * After + \sum \gamma_i * 公司特征 + Industry + Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中，被解释变量（Performance）为综合类费用和业绩指标，包括衡量代理成本的销售费用率（SellExpRate）和销售期间费用率（PeriExpRate）；衡量会计绩效的营业净利率（ROS）和净资产收益率（ROE）。

双重差分模型关键解释变量为是否存在独董返聘现象的组间变量（RE）、返聘事件前后时间变量（After）、倍差变量（RE*After）。参考以往文献，我们对影响绩效的指标进行控制。为了消除上一期对当期的时序影响，参照Giannetti et al.（2015）的做法，对应回归中控制了营业净利率的滞后一期（ROS_{t-1}）以及净资产收益率的滞后一期（ROE_{t-1}）。公司高管持股会促使高管与股东利益趋于一致，对提升公司业绩具有正向影响，因此我们在模型中控制了公司高管持股（Excuhld）。Vafeas（1999）的研究表明董事会会议与企业绩效显著相关，我们在控制变量中特别引入年度董事会会议次数（Meeting）。文献中类似问题通常采用的其他潜在影响因素我们在回归模型中同时进行了控制，包括公司基本特征变量：公司的国有性质（State）、是否发行B股或H股（BH）、第1大股东持股比例（Top1）、第2-5大股东持股比例之和（Top2_5）、年初资产规模（Asset）、资产负债率（Leverage）、营业收入增长率（Growth）；公司治理变量：董事长是否兼任总经理（Duality）、董事会规模（Size）、董事会的独立性（Independence）。以上数量类控制变量在回归中采用自然对数形式。相关变量具体定义见下表2。

表2：返聘的经济后果变量定义

变量名称	变量说明
Panel A: 被解释变量	
SellExpRate	销售费用率=销售费用/营业收入
PeriExpRate	销售期间费用率=(销售费用+管理费用+财务费用)/营业收入
ROS	营业净利率=净利润/营业收入
ROE	净资产收益率=净利润/净资产
Panel B: 双重差分解变量	
RE	虚拟变量：该公司是否返聘独董，是取1，否则取0
After	虚拟变量：返聘公司在返聘前3年取0，返聘后3年取1（2014年返聘的公司返聘后2年取1）；对照公司对应类似设置。
RE*After	虚拟变量：上述RE与After的交叉项
Panel C: 控制变量	
Duality	虚拟变量，董事长是否兼任总经理，兼任取1，否则取0
Board_size	董事会规模，即董事会成员人数
Independence	董事会的独立性（独立董事占董事会成员的比例）
Meeting	年度董事会会议次数
Excuhldn	高管持股数量
Asset	资产规模

Leverage	资产负债率
State	虚拟变量，公司实际控制人性质为国有取 1，否则取 0
BH	虚拟变量，该公司是否发行 B 股或 H 股，发行取 1，否则取 0
Top1	第一大股东持股比例
Top2_5	股权制衡指标：第 2-5 大股东持股比例之和
Growth	营业收入增长率
ROS _{t-1}	上一年的营业净利率
ROE _{t-1}	上一年的净资产收益率

独董返聘经济后果分析所涉及的主要变量的数据描述性统计见下表 3。

表 3：返聘的经济后果变量数据描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
RE	2154	0.50	0.50	0	1
After	2154	0.46	0.50	0	1
RE*After	2154	0.23	0.42	0	1
SellExpRate	2154	0.06	0.08	0	0.46
PeriExpRate	2154	0.17	0.14	0.02	0.88
ROS	2154	0.08	0.13	-0.48	0.66
ROE	2154	0.07	0.12	-0.66	0.43
Duality	2125	0.14	0.36	0	1
Board_size	2125	9.28	1.82	5	15
Independence	2125	0.37	0.05	0.29	0.57
Meeting	2125	9.86	4.31	4	27
Excuhldn (百万)	2125	3.87	18.05	0	1305
Asset (亿元)	2125	123	169	4.63	879
Leverage	2125	0.54	0.19	0.09	1.10
State	2125	0.60	0.49	0	1
BH	2125	0.09	0.29	0	1
Top1 (%)	2125	38.81	14.78	8.80	72.63
Top2_5 (%)	2125	12.85	9.78	0.88	42.29
Growth	2125	0.22	0.62	-0.57	4.71

从表 3 我们看到，主要的绩效指标的统计特征与以往文献的相关指标保持一致，因而本文的研究结论与以往研究具有可比性。其中，作为被解释变量的销售费用率 (SellExpRate)、销售期间费用率 (PeriExpRate)、营业净利率 (ROS)、净资产收益率 (ROE) 的均值分别为 0.06、0.17、0.08、0.07；董事长兼任总经理 (Duality) 的均值为 14%，平均董事会规模 (Board_size) 约 9 人，平均独立董事占比 (Independence) 为 0.37，公司平均董事会会议次数 (Meeting) 约 10 次，最小为 4 次，最多为 27 次；样本中有 60% 的企业为国有性质 (State)，平均负债率 (Leverage) 为 0.54，约 9% 的公司发行 B 股或 H 股。第一大股东持股比例 (Top1) 均值为 38.81%，控股比例最大的超过 70%，第二至五大股东持股比例 (Top2_5) 均值为 12.85%，最小持股比例不到 1%。

3.3 实证结果

表 4 报告独董返聘现象的经济后果的 DID 实证结果。其中 Model_1 至 Model_4 为未加入控制变量的相关回归结果；Model_5 至 Model_8 为进一步加入控制变量的回归结果。DID 分析框架主要关注倍差解释变量 RE*After 的估计系数和统计显著性，在本节讨论中其含义为相对于不存在独董返聘现象的公司，存在独董返聘现象公司在返聘独董后 3 年年均费用和业绩指标与返聘前 3 年的平均差异。

从表 4 中我们看到，在没有加入公司层面控制变量的情况下，倍差解释变量 RE*After 的估计系数在 Model_1 中 5%水平显著为正，在 Model_2 中 10%水平显著为正，表明存在返聘现象的公司相对于其对照公司在独立董事被返聘后的 3 年中销售费用率和销售期间费用率比返聘前 3 年显著上升；在 Model_3 至 Model_4 中，RE*After 在 5%水平显著为负，表明存在独董返聘现象公司的营业净利润率和净资产收益率在返聘独立董事后显著降低。表 4 的 Model_5 至 Model_8 中，在控制了其他潜在影响因素后，我们得到与没有加入控制变量类似的结论。从表 4 我们看到，存在独董返聘现象的公司剔除对照公司的时间效应后，在返聘独立董事以后企业营业费用显著增加，综合绩效显著变差。这支持了假设 1。

从其他控制变量来看，反映高管持股的变量 (Excuhldn) 在 Model_5 和 Model_8 中显著为正，一定程度表明高管持股增加销售费用的同时对企业的绩效有正向的促进作用；资产规模 (Asset) 与公司综合费用率指标销售费用率 (SellExpRate) 和销售期间费用率 (PeriExpRate) 显著负相关，与综合业绩指标营业净利润率 (ROS) 和资产收益率 (ROE) 显著正相关。资产负债率 (Leverage) 与费用类和绩效类基本显著负相关；第二至第五大股东持股比例之和 (Top2_5) 的提高会显著提升企业综合绩效。此外，上一期的营业净利润率 ROS_{t-1} 和净资产收益率 ROE_{t-1} 估计系数显著为正，表明这两个指标具有时序上的惯性。这些结果与以往文献的结论基本保持一致。

表 4：返聘的经济后果实证结果

	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5	Model_6	Model_7	Model_8
	SellExpRate	PeriExpRate	ROS	ROE	SellExpRate	PeriExpRate	ROS	ROE
RE	-0.001 (-0.12)	-0.001 (-0.05)	0.016 (1.51)	0.024** (2.41)	-0.002 (-0.22)	-0.001 (-0.10)	0.008 (1.31)	0.018** (2.44)
After	-0.003 (-0.49)	-0.008 (-0.76)	0.013 (1.23)	0.011 (1.07)	-0.004 (-0.65)	-0.007 (-0.73)	0.013* (1.89)	0.011 (1.40)
RE*After	0.007** (2.02)	0.013* (1.71)	-0.025** (-2.59)	-0.023** (-2.16)	0.008** (2.00)	0.013* (1.71)	-0.016** (-2.15)	-0.018** (-2.08)
Duality					0.018 (1.49)	0.024 (1.43)	-0.002 (-0.29)	0.012 (1.51)
Board_size					0.015 (0.73)	0.025 (0.84)	-0.008 (-0.60)	-0.013 (-0.79)
Independence					0.035 (0.54)	0.057 (0.59)	0.039 (0.90)	-0.049 (-0.83)
Meeting					0.001 (0.08)	0.007 (0.59)	-0.004 (-0.73)	-0.013* (-1.94)
Excuhldn					0.001** (2.49)	0.000 (0.16)	0.001 (1.53)	0.001** (2.52)
Asset					-0.011** (-2.35)	-0.026*** (-3.05)	0.010*** (3.00)	0.018*** (4.33)

Leverage					-0.063** (-2.14)	-0.045 (-0.76)	-0.140*** (-6.22)	-0.092*** (-3.58)
State					-0.007 (-0.81)	-0.023* (-1.70)	-0.004 (-0.65)	-0.003 (-0.44)
BH					0.017 (1.03)	0.035 (1.62)	-0.010 (-1.13)	-0.013 (-1.13)
Top1					-0.000 (-0.75)	-0.001*** (-2.88)	0.000** (2.07)	0.000** (2.13)
Top2_5					0.000 (1.32)	-0.000 (-0.09)	0.001*** (2.86)	0.001*** (3.04)
Growth					-0.005 (-1.37)	-0.020*** (-3.88)	0.017*** (2.89)	0.040*** (7.22)
ROS _{t-1}							0.485*** (9.03)	
ROE _{t-1}								0.300*** (5.63)
Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Cons	0.023 (0.95)	0.086* (1.70)	-0.059* (-1.81)	0.033 (1.12)	0.225** (2.27)	0.615*** (3.69)	-0.220*** (-3.46)	-0.254*** (-2.86)
N	2154	2154	2154	2154	2125	2125	2125	2125
Adj. R ²	0.147	0.170	0.119	0.037	0.220	0.263	0.463	0.233

注：括号中的数字代表 T 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%统计水平下显著。为了消除公司间的异方差和组内相关性问题，本文所有回归结果均采用公司层面聚类（cluster）稳健标准误。本文后续回归表格含义相同。

表 4 的实证结果表明，存在独董返聘现象的公司相对于其对照公司，在返聘独董后费用类综合指标显著上升而业绩综合指标显著变差，体现在反映代理成本的销售费用率和销售期间费用率显著增加，而营业净利润率和净资产收益率显著减少。我们知道，能够提供来自外部的独立的监督是独董在公司治理中被寄予厚望的原因。然而由于作为监督者的被返聘独董与作为被监督者的董事会成员之间在经历独董返聘事件后形成的特殊的社会连接，一定程度使独董的独立性丧失，由此导致监督的有效性大打折扣。而监督有效性的减弱必然最终体现为企业业绩的下降和代理成本的上升。在上述意义上，我们可以把独董返聘现象一定程度理解为我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊而且直接的表征。

如果一个公司通过返聘独董建立和强化了任人唯亲的董事会文化，则该返聘独董将很少在董事会议案上提出否定意见。而按照监管当局的相关规定，独董需要在关联交易以及资产抵押担保等重大问题上发表独立意见。因此，一个可预期的结果是，在返聘独董的支持和纵容下，该公司未来会通过更多的关联交易和资产抵押担保事项议案，这无疑同样会带来股东利益的损害和公司价值的降低。

为了揭示被返聘的独董因为出于对关键管理层的感激心理而对董事会的议案更多的采取默许的态度而非提出质疑或富有建设性的建议，我们通过一个简单案例研究来揭示其背后实现机理。曾在 2013 年返聘独董 A 的某上市公司 2014 年欲就参股某消费金融公司的关联交易议案进行表决。有趣的是，4 位独董中出现了两类截然相反的表决。独董 B 对此议案明确表示“不同意”，其理由是“公司不满足《消费金融公司试点管理办法》第九条，关于非金

融企业作为消费金融公司一般出资人的条件。若投资，公司作为一般出资人需五年后才具备转让所持股权的基本条件，股权的流动性不足，参股比例小，对于公司未来财务状况和经营成果影响亦小；从财务投资的角度看理由不充分”。然而，被返聘的独董 A 和其他两位独董对此议案表示支持，其理由是“……程序合规，关联交易事项公平、公开、公正，没有损害公司中小股东利益。”这个议案最终获得通过。进入 2015 年年末，当很多消费金融公司纷纷跑路后，公司董事会和股东们才意识到独董 B 的远见卓识。应该说，在这个案例中，我们对被返聘的独董 A 投赞成票并不感到意外。该案例正是通过出具“反对”意见尽职尽责的独董 B，将其他几位支持通过问题议案的独董的敷衍塞责反衬出来。

综合实证结果与案例分析，以独董返聘为表征的任人唯亲的董事会文化将削弱独董的独立性，弱化独董监督职能的履行，他们的“默许”与“配合”使诸如存在可能损害股东利益的关联交易没有得到及时阻止，最终可能成为导致企业代理成本上升和综合业绩降低的实现路径之一。

四、独董返聘的影响因素

第 3 节的分析表明，独董返聘现象是我国上市公司存在任人唯亲董事会文化的一种特殊而且直接的表征。本文接下来分别从公司和独董两个层面考察是哪些因素导致独董返聘现象的发生。我们希望通过本节的讨论有助于理论界和实务界形成对影响独董返聘现象的因素的识别和认识，在公司治理实践中有针对性地提出减缓，甚至避免独董返聘现象发生的政策建议。

4.1 模型设定、变量定义及数据描述

为了从公司层面检验独董返聘的影响因素，我们设定了如（2）式所示的 logit 模型。

$$Re_employ = \beta_0 + \beta_1 * Change + \beta_2 * Internal_chair + \beta_3 * Salary_yes + \beta_4 * Compa_yes + \sum \theta_i * 其他董事长特征 + \sum \gamma_i * 公司特征 + Industry + Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中被解释变量为该公司是否返聘独董 (Re_employ)。主要解释变量包括董事长 6 年内是否发生变更 (Change)；董事长是否来源于内部晋升 (Internal_chair)；董事长是否在上市公司领薪 (Salary_yes)。对于一个公司历史上是否有独董曾提出过否定意见这一公司特征的刻画，本文采用公司历史上是否从未有独董提出过否定意见的虚拟变量 (Compa_yes)，如果是为 1，否则为 0。这一变量一定程度刻画了“一团和气”的董事会文化。控制变量除了表 2 Panel C 中的基本公司特征外，我们同时对公司上市年龄 (Firm_age) 和盈利状况等公司特征进行控制。其中公司盈利状况用公司前 3 年的资产收益率平均值 (AVG3_ROA) 进行刻画。理论上，公司的控制权是否发生变更也可能会影响独董返聘行为，在模型设定中我们同时将公司 6 年内控制权是否发生变更 (Contr_change) 进行控制。相关变量定义见表 5 Panel A 和 Panel C。

在独董返聘影响因素的独董层面的考察中，我们设定了如（3）式所示的 logit 模型。

$$Re_employed = \beta_0 + \beta_1 * Tenure + \sum \beta_i * 独董个人特征 + \sum \gamma_i * 公司特征 + Industry + Year + \varepsilon \quad (3)$$

其中，被解释变量为该独董是否被返聘 (Re_employed)。主要的解释变量为独董以往在公司任职的期限 (Tenure)。独董个人层面的控制变量则参考唐雪松等 (2010) 及以往文献，引入会计专长 (Accountant)、法律专长 (Lawyer)、性别 (Gender_in)、教育背景 (Education)、年龄 (Age_in) 等。Giannetti et al. (2015) 的研究表明，公司往往选聘居住在与公司所

在地相同的独董。由于沟通交流的便利，上市公司与该独董更容易建立稳定的社会连接。因此模型设定中我们同时将独董居住地是否与公司所在地一致（Location）进行控制。此外，考虑到独立董事参加董事会会议的到会率可能影响其被返聘的可能性，我们在模型中将其到会率（Attendance）一并控制。在公司层面考察过程中的公司基本特征变量以及公司董事长个人特征中对返聘有显著影响的因素我们在独董层面的考察中都作为公司层面的特征加以控制。独董层面相关的主要变量定义见表 5 Panel B。

表 5：独董返聘的影响因素分析变量定义

Panel A: 公司层面分析的主要变量	
变量名称	变量含义
Re_employ	该公司当年是否返聘独立董事
Change	虚拟变量，该公司 6 年内董事长是否发生变更，变更取 1，否则取 0
Internal_chair ³	虚拟变量，该公司董事长是否来源于公司内部，来源于公司内部取 1，否则取 0
Salary_yes	虚拟变量，董事长是否在上市公司领薪，领薪取 1，否则取 0
Gender_ch	虚拟变量，该董事长是否为女性，为女性取 1，否则取 0
Age_ch	董事长年龄
Compa_yes	虚拟变量，该公司自披露独董发表意见记录以来，从未被任何独董提出过否定意见 ⁴ 取 1，否则取 0（衡量“一团和气”的董事会文化）
Panel B: 独董层面分析的主要变量	
Re_employed	虚拟变量：该独董是否被返聘，是取 1，否则取 0。
Tenure	独董曾经在返聘公司任职的时间
Location	虚拟变量 ⁵ ：独董的居住地是否与公司所在地相一致，是取 1，否则取 0
Attendance	独董参加董事会会议的总体到会率=1-（委托出席+缺席次数）/总应到次数
Gender_in	虚拟变量：独董性别，男性取 1，女性取 0
Age_in	独董年龄
Education	独董教育背景：中专及以下为 1；大专为 2；本科为 3；硕士为 4；博士为 5。
Accountant	虚拟变量：独董是否具有会计类专长，是取 1，否则取 0
Lawyer	虚拟变量：独董是否具有法律专长，是取 1，否则取 0
Panel C: 公司特征控制变量	
AVG3_ROA	公司前 3 年的 ROA 平均值
Firm_age	公司上市年龄
Contr_change	虚拟变量：公司 6 年内控制权是否发生变更，变更取 1，否则取 0
其他公司特征变量参见表 2 Panel C	

在公司层面的分析中，在 1198 家公司中剔除部分行业没有发生返聘现象导致 logit 回归不能拟合的样本，最终回归样本为 1164 家公司从 2009 到 2014 年共 6 年中的 6984 个年度

³该变量来自以下两个方面。（1）来自 CSMAR 中国上市公司治理结构研究数据库中的董事长“继任来源”；（2）结合高管个人资料数据，以董事长是否为曾经的董事会成员来判断继任来源，如果时任董事长在就任前已经成为董事会成员，则认定该董事长来源于内部，按照此识别过程对（1）进行补充。

⁴《指导意见》要求独立董事对涉及重大事项的董事会议案发表独立意见，包括：“同意、保留意见及其理由、反对意见及其理由、无法发表意见及其障碍”，本文将“同意”以外的意见类型视为“否定”意见。同时，沪、深交所《股票上市规则》要求公司公告重大事项董事会议案情况。

⁵该变量通过查阅独董的个人简历，以其全工作地为居住地，并与上市公司的注册地址进行比较。例如公司注册地与居住地处相同的省份或者相同的直辖市被定义为地点一致。

观察值。在独董层面分析中，研究对象为存在独董返聘现象的 196 家公司中被返聘的独董及其曾经在相同届次离任的同事。这里所谓的“曾经在相同届次离任的同事”按照以下标准选取：（1）与被返聘独董曾经在所出任的董事会届次上有交集；（2）在曾经相同的届次离任；（3）但该独董未获得返聘。上述三个选取标准基本保证了该独董同样具有被返聘的可能（尽管最终没有被返聘），而把完全不具备返聘可能的独董观察值排除在外（例如，观察年份还在任的独董）。通过比较对照都具备返聘“条件”但有些独董获得返聘，有些独董却没有获得返聘的个体特征，我们一定程度可以识别影响独董返聘的独董层面的因素。我们进一步剔除了只有一位独董符合返聘条件⁶，因而无法选择潜在对照组的 15 家公司和遗漏信息的 18 位独董观察值，共得到 599 个独董层面观察值。从样本选取过程可以看出，我们借鉴了配对的思想，以便于所识别的样本更具有可比性。

本小节分析所涉及的样本描述性统计见下表 6。其中，Panel A 为公司层面分析变量的描述性统计，Panel B 为独董层面主要分析变量的描述性统计。

表 6：独董返聘的影响因素分析变量描述性统计

Panel A: 公司层面					
变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
Re_employ	6984	0.03	0.17	0	1
Change	6984	0.57	0.50	0	1
Internal_chair	6984	0.51	0.50	0	1
Salary_yes	6984	0.59	0.49	0	1
Compa_yes	6984	0.73	0.44	0	1
Gender_ch	6984	0.04	0.20	0	1
Age_ch	6984	51.99	6.55	37	69
Duality	6984	0.14	0.35	0	1
Top1	6984	35.48	15.68	8.11	75.92
Top2_5	6984	12.58	9.92	0.86	41.71
Board_size	6984	9.10	1.83	5	15
Independence	6984	0.37	0.05	0.30	0.57
State	6984	0.51	0.50	0	1
BH	6984	0.09	0.29	0	1
Leverage	6984	0.52	0.20	0.08	1.07
AVG3_ROA	6984	0.05	0.05	-0.08	0.26
Asset(亿元)	6984	100	186	1.50	1256
Firm_age	6984	13.43	3.85	5	21
Contr_change	6984	0.28	0.45	0	1
Panel B: 独董层面					
变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
Re_employed	599	0.34	0.47	0	1
Tenure	599	4.34	1.63	1	8
Location	599	0.65	0.48	0	1
Attendance	599	0.92	0.11	0.33	1
Gender_in	599	0.87	0.33	0	1

⁶ 这种较少的情形出现在某个相同的届次独立董事在不同的年份离任，比如相同届次离任的独立董事 A、B 和 C，A 在 3 年前离任因而具备返聘条件，而 B 和 C 的离任时间不足 1 年则不具备返聘条件。

Age	599	56.80	10.14	38	81
Education	599	3.95	0.94	2	5
Accountant	599	0.25	0.43	0	1
Lawyer	599	0.10	0.30	0	1

从表 6 Panel A 中变量的描述性统计我们看到，董事长 6 年内是否发生变更（Change）的均值为 0.57，表明观察样本公司中有超过 40% 的公司 6 年内董事长未曾发生变更。这意味着董事长与返聘独董存在共事几率极大，客观上为董事长与最终所返聘独董建立强的社会连接创造了条件。不仅如此，长期担任董事长在我国以董事会为内部控制中心格局的制度背景下，往往容易形成“家长制”的企业决策模式，对企业重要决策说一不二。因而这类董事长在返聘独董问题上具有重要影响力。而董事长来源于企业内部（Internal_chair）的占比超过一半，这意味着返聘独董与董事长交往的历史可以追溯到该董事长尚未担任董事长之前。从董事长是否在上市公司领薪（Salary_yes）来看，董事长在上市公司领薪的比例占近 60%。这意味着样本公司中很大比例公司董事长并不受上级控股公司绩效考核，从而不会受到相应约束，在返聘独董问题上拥有更大的权力。公司自有独董发表意见记录以来，从未有独董提出过否定意见（Compa_yes）的公司占比超过 70%。这一定程度表明主导我国上市公司董事会文化的依然是“一团和气”，而非“君子和而不同”。

从表 6 Panel B 的独董层面的变量的描述性统计中，我们看到，被返聘的独董占曾经共事的同事的 1/3，从侧面表明本文开展独董层面独董返聘影响因素分析的必要性。同样重要的是，基于配对思想的样本识别过程可以很好地开展具有相同返聘可能性的独董获得返聘和没有被返聘的原因比较。上述配对思想的借鉴和应用也使得公司治理实证研究中通常面临的内生性问题得到一定程度的减缓。而独董曾经在公司任职期限（Tenure）的统计数据表明，独董曾经在返聘公司任职时间平均为 4.34 年，最长达到 8 年。有 65% 的独董的居住地与公司所在地相同。独董平均到会率（Attendance）为 92%，但最小值仅为 33%。这些差异都可能是决定独董是否能被返聘的重要因素。

4.2 公司层面实证结果

表 7 报告基于公司层面的独董返聘的影响因素分析。从表 7 我们看到，在控制了公司层面的其他影响因素后，Model_1 中董事长在六年内是否发生变更（Change）在 1% 统计水平上显著为负。这意味着，与独董任期存在交叉的董事长更可能返聘曾经为同事的独董，而任职较短的“新任”董事长则较少发生类似的行为。在 Model_2 中，董事长是否来源于公司内部（Internal_chair）的回归系数在 10% 水平上显著。这意味着内部晋升的董事长相对于来源于外部的董事长更倾向于返聘独董。这与我们关于来自内部的董事长与返聘独董交往时间更长的预期一致。Model_3 中，董事长在上市公司领薪（Salary_yes）的公司比不在上市公司领薪的公司更容易返聘独董（在 5% 水平上显著）。这与郑志刚等（2012）所发现的不在上市公司领薪的董事长不会受到控股公司绩效考核从而相关约束的限制从而有助于打破任人唯亲的董事会文化的研究结论具有一致性。Model_4 中，Compa_yes 的回归系数在 5% 水平上显著为正，表明独董从未提出过否定意见的公司，即“一团和气”所主导的董事会文化中更倾向于返聘独董。从独董返聘影响因素公司层面的考察发现，独董返聘现象往往发生在董事长具有较大影响力，独董与董事长之间建立稳定的社会连接以及存在“一团和气”主导的董事会文化的公司中。因此，在未来如何减少独董返聘现象的政策建议中，不仅需要从董事长权力等制度设计上寻找答案，而且需要把营造“君子和而不同”董事会文化建设作为重要方向，以打破目前的“一团和气”的董事会文化。4.2 节公司层面的独董返聘影响因素分析结果支持了假设 2。

令人感到有趣的是,作为控制变量的性别(Gender_ch)的回归系数在Model_1至Model_5中在5%水平显著为正,表明女性董事长所在公司较为倾向于返聘独董。Huang & Kisgen (2013)分析了性别差异在公司金融决策中的差异,发现男性高管表现的更加自信,甚至过度自信,而女性高管则体现出一定的风险规避倾向。因而,出于风险规避的考量,类似于“衣不如新,人不如旧”的心理或许在女性中体现的更强,以往被“认可”的独董会在独董更迭中占据优势,最终往往获得返聘。

在Model_2至Model_4中,控制权是否发生变更(Contr_change)的回归系数显著为负。这表明控制权发生变化将打断以往建立的社会连接,使独董返聘现象发生的可能性降低。以往并购文献的研究结果表明,并购的协同效应往往来自不合时宜的合约的重新签订等(Grossman & Hart, 1980; Shleifer & Summers, 1988; 等)。而本文的研究则从新的视角揭示了协同效应新的产生来源,即打破了以往任人唯亲的董事会文化。

董事会规模大小(Board_size)的回归系数在1%水平显著为正,表明在其他条件不变的情况下,董事会规模较大的公司更倾向于返聘独董。这显然是由于董事会规模越大,在董事会换届时对独董的需求量也较大,并且以往可供返聘的候选独董数量也越多,从而客观上促使了独董返聘行为的发生。在Model_1至Model_4中,控股股东的国有性质(State)显著为负,表明相对于国有企业来说,民营企业更倾向于返聘独董。可能的原因是,相对来说民营企业的董事长任期更长,因而可以与返聘独董建立更加稳定的社会连接。在本文所分析的样本中,民营企业董事长任期均值为5.74年,国有企业平均任期4.67年,相差超过1年,而且二者的差异在统计上十分显著(T=13.61, p=0.00)。公司前3年的平均资产收益率(AVG3_ROA)与独董返聘行为正相关。这一定程度表明,在曾经业绩表现良好的氛围下,容易使管理层倾向保持现状而不愿意改变,同时业绩表现良好的氛围容易使董事长“包容”和“原谅”独董以往的“无所作为”。上述两个因素的综合最终促使独董返聘发生的可能性增加。

表 7: 独董返聘影响因素公司层面实证分析结果

	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5
	Logit	Logit	Logit	Logit	Logit
	Re_employ	Re_employ	Re_employ	Re_employ	Re_employ
Change	-0.532*** (-3.29)				-0.517*** (-3.16)
Internal_chair		0.269* (1.83)			0.291* (1.96)
Salary_yes			0.435** (2.52)		0.358** (2.07)
Compa_yes				0.412** (2.16)	0.410** (2.16)
Contr_change	-0.305 (-1.58)	-0.380** (-2.01)	-0.367* (-1.93)	-0.381** (-2.02)	-0.261 (-1.35)
Gender_ch	0.648** (2.49)	0.603** (2.26)	0.603** (2.31)	0.628** (2.43)	0.555** (2.19)
Age_ch	0.002 (0.14)	0.017 (1.55)	0.013 (1.24)	0.012 (1.15)	0.003 (0.23)
Duality	-0.069 (-0.34)	-0.063 (-0.30)	-0.166 (-0.79)	-0.030 (-0.14)	-0.150 (-0.73)

Top1	-0.001 (-0.21)	-0.003 (-0.64)	-0.000 (-0.06)	-0.003 (-0.56)	0.003 (0.50)
Top2_5	-0.003 (-0.42)	-0.005 (-0.66)	-0.005 (-0.68)	-0.004 (-0.57)	-0.000 (-0.05)
Board_size	1.443*** (3.57)	1.514*** (3.69)	1.505*** (3.63)	1.473*** (3.56)	1.420*** (3.55)
Independence	-0.250 (-0.16)	-0.049 (-0.03)	-0.124 (-0.08)	-0.020 (-0.01)	-0.140 (-0.09)
State	-0.265* (-1.65)	-0.360** (-2.28)	-0.273* (-1.73)	-0.336** (-2.13)	-0.244 (-1.53)
BH	-0.293 (-1.06)	-0.341 (-1.25)	-0.318 (-1.16)	-0.352 (-1.27)	-0.349 (-1.27)
Leverage	0.267 (0.71)	0.281 (0.74)	0.245 (0.65)	0.301 (0.80)	0.325 (0.84)
AVG3_ROA	2.174* (1.90)	2.744** (2.48)	2.186** (1.96)	2.634** (2.37)	2.228* (1.89)
Asset	0.126* (1.89)	0.125* (1.87)	0.138** (2.07)	0.126* (1.86)	0.109 (1.61)
Firm_age	-0.202 (-0.72)	-0.242 (-0.86)	-0.171 (-0.61)	-0.253 (-0.90)	-0.165 (-0.59)
Industry	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control
Cons	-10.683*** (-5.59)	-11.942*** (-6.44)	-12.298*** (-6.66)	-11.719*** (-6.28)	-11.202*** (-6.01)
N	6984	6984	6984	6984	6984
Pseudo R ²	0.082	0.077	0.079	0.079	0.089

4.3 独董层面实证结果

表 8 报告独董层面的独董返聘影响因素的回归结果。其中 Model_1 为所分析的独董是否被返聘 (Re_employed) 对其曾经在返聘公司任期长短 (Tenure) 的回归结果。Model_2 在 Model_1 的基础上进一步加入公司层面的控制变量, Model_3 在 Model_1 的基础上进一步加入独董其他个人特征, Model_4 则同时控制公司层面和独董层面其他潜在影响因素。以上各 Model 中均控制了行业和年份因素。

从表 8 我们看到, 在 Model_1 至 Model_4 中, 独董曾经在返聘公司任期长短 (Tenure) 的回归系数在 1%水平上显著为正, 表明以往任职时间较长将显著地提高该独董被返聘的机率。这支持了假设 3。容易理解, 曾经在返聘公司任职越长, 独董越容易与董事长建立稳定的社会连接, 使自己未来被返聘的可能性增加。

在独董个人特征方面, 作为控制变量, 教育背景 (Education) 的回归系数显著为正, 表明学历高的独董更容易被返聘。同时具有会计专长 (Accountant) 的独董更容易被返聘 (回归系数在 1%水平为显著正), 这或许与《指导意见》要求公司在独董聘任中“至少包括一名会计专业人士”有关。此外, 独董居住地与公司所在地相同 (Location) 和高到会率 (Attendance) 显著地促进其被返聘。这同样可以从有更多的与董事长接触机会, 从而建立相对稳定的社会连接得到解释。

总结独董层面的独董返聘影响因素的分析结果，我们看到，除了对具有会计背景、较高教育背景和稳定需求等合理因素外，独董是否获得返聘很大程度与是否与董事长建立稳定的社会连接有关。这从新的角度进一步支持了本文公司层面分析的相关结论。

表 8：独董层面实证结果

	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4
	Logit	Logit	Logit	Logit
	Re_employed	Re_employed	Re_employed	Re_employed
Tenure	0.319*** (6.41)	0.353*** (6.98)	0.310*** (5.53)	0.320*** (5.50)
Change		-0.294*** (-2.81)		-0.256** (-1.98)
Internal_chair		-0.146 (-1.26)		-0.033 (-0.24)
Salary_yes		-0.069 (-0.56)		0.020 (0.13)
Gender_ch		-0.479* (-1.65)		0.167 (0.67)
Compa_yes		-0.102 (-0.78)		0.064 (0.45)
State		0.097 (0.70)		0.037 (0.24)
BH		0.071 (0.48)		0.060 (0.34)
Independence		2.092 (1.54)		0.648 (0.44)
Top1		0.002 (0.37)		0.005 (0.82)
Top2_5		-0.009* (-1.73)		0.000 (0.05)
Leverage		-0.711 (-1.54)		-0.557 (-1.08)
Asset		0.006 (0.09)		0.047 (0.63)
AVG3_ROA		-1.117 (-0.83)		-1.354 (-0.82)
Gender_in			0.007 (0.02)	0.024 (0.07)
Age			-0.015 (-1.35)	-0.015 (-1.31)
Education			0.220* (1.77)	0.238* (1.86)
Accountant			0.784*** (2.98)	0.816*** (3.00)

Lawyer			0.037 (0.10)	0.067 (0.18)
Location			0.677*** (3.27)	0.636*** (2.90)
Attendance			2.327** (2.17)	2.402** (2.18)
Industry	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control
Cons	-1.858*** (-3.58)	-2.107 (-1.40)	-3.858** (-2.52)	-5.176** (-2.31)
N	617	617	599	599
Pseudo R ²	0.048	0.060	0.112	0.116

五、结论

本文实证考察了我国资本市场制度背景下十分独特的“独董返聘”现象的经济后果和影响因素。独董“返聘”现象指的是独董在任期届满后经历了与公司短暂的分离后又重新被返聘回原公司的现象。由于该现象尚未引起理论与实务界的关注，对于该现象为上市公司究竟带来哪些直接的经济后果以及是什么因素导致了独董返聘现象的发生等问题，理论与实务界并未给出清晰的答案。

本文基于配对模型的 DID 方法的考察发现：第一，相对于非返聘公司，返聘公司在独立董事返聘后企业代理成本显著上升而综合绩效显著降低。第二，从公司特征来看，在董事长近年未发生变更、来源于内部晋升以及在上市公司领薪的公司更容易发生独董返聘现象。同时，鲜有独董发表否定意见“一团和气”的公司更倾向于返聘独董。第三，从独董个人特征来看，以往任期更长的独董更容易被返聘。综合以上结论，独董返聘现象成为我国制度背景下任人唯亲董事会文化的一种特殊表征。

从研究意义而言，首先，本文的研究表明，同时作为董事会成员使独董与董事长建立起更为直接的社会连接，而上述社会连接则是导致独董返聘现象的发生，进而任人唯亲的董事会文化形成和加深的间接诱因。因而，本文研究基于独董返聘的证据为社会连接除了存在降低信息不对称等正效应还同时存在任人唯亲的文化等负效应提供了新的直接证据，补充和丰富了社会连接文献对任人唯亲文化实现机制的相关结论。

其次，本文的研究同时表明，由于独董返聘现象已经成为我国上市公司任人唯亲董事会文化的一种特殊表征，返聘独董的独立性在很大程度上已经丧失。因此，以往文献所采用的外部（独立）董事占董事会成员的比例在存在独董返聘现象等任人唯亲的董事会文化氛围中并不能真实的刻画董事会独立性。本文的讨论有助于理论和实务界形成对董事会独立性的全新认识，进而为文化影响公司治理提供了基于中国的经验证据。

最后，本文的研究发现，独董返聘现象与任期延长的经济后果具有某种一致性，因而通过返聘的方式独董变相实现了任期的延长。因而本文的讨论不仅为如何缓解“独董返聘”现象所带来的不利经济后果，同时为监管当局在独董任期制度设计问题上带来丰富的政策含义。关于独董，除了对任职资格和任期有明确限定外，监管当局还应该对独董任期届满后被返聘的间隔期限做出必要规定，以避免独董的独立性受到削弱，从而最终避免股东的利益受到损害。

参考文献

- 唐雪松、申慧、杜军, 2010: 《独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据》, 《管理世界》第9期: 138-149.
- 郑志刚、孙娟娟、O. Rui, 2012: 《任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题》, 《经济研究》第12期: 111-124.
- Adams, R.B. and D. Ferreira, 2007, "A Theory of Friendly Boards." *Journal of Finance*, 62(1): 217-250.
- Anderson, R.C., S.A. Mansi, and D.M. Reeb, 2004, "Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt." *Journal of Accounting & Economics*, 37(3): 315-342.
- Andres, C., E. Fernau and E. Theissen, 2014, "Should I Stay or Should I Go? Former CEOs as Monitors." *Journal of Corporate Finance*, 28: 26-47.
- Berger, A.N., T. Kick, M. Koetter, and K. Schaeck, 2013, "Does It Pay to Have Friends? Social Ties and Executive Appointments in Banking." *Journal of Banking & Finance*, 37(6): 2087-2105.
- Brick, I.E., O. Palmon, and J.K. Wald, 2006, "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?" *Journal of Corporate Finance*, 12(3): 403-423.
- Chiu, P.C., S.H. Teoh, and F. Tian, 2013, "Board Interlocks and Earnings Management Contagion." *Accounting Review*, 88(3): 915-944.
- Coles, J.L., N.D. Daniel, and L. Naveen, 2014, "Co-opted Boards." *Review of Financial Studies*, 27(6): 1751-1796.
- Davis, G.F., 1991, "Agents without Principles-The Spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network." *Administrative Science Quarterly*, 36(4): 583-613.
- Dyck, A. and L. Zingales, 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison." *The Journal of Finance*, 59(2): 537-600.
- Finkelstein, S. and D.C. Hambrick, 1989, "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes." *Strategic Management Journal*, 10(2): 14.
- Fracassi, C. and G. Tate, 2012, "External Networking and Internal Firm Governance." *Journal of Finance* 67(1): 153-194.
- Giannetti, M., G.M. Liao, X. Yu, 2015, "The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China." *Journal of Finance*, 70(4): 1629-1682.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart, 1980, "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and The Theory of The Corporation", *The Bell Journal of Economics*: 42-64.
- Haunschild, P.R., 1993, "Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity." *Administrative Science Quarterly*, 38(4): 564-592.
- Huang, J. and D. J. Kisgen, 2013, "Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives?" *Journal of Financial Economics*, 108(3): 822-839.
- Hwang, B.H. and S. Kim, 2009, "It pays to have friends." *Journal of Financial Economics*, 93(1): 138-158.
- Jensen, M.C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal." *Journal of Finance*, 3: 831-880.
- Katz, R. 1982, "Project Communication and Performance: An Investigation into the Effects of Group Longevity." *Administrative Science Quarterly*, 27: 81-104.
- Kim, Y.M. and A.A. Cannella, 2008, "Toward a social capital theory of director selection." *Corporate Governance An International Review*, 16(4): 282-293.
- Lipton, M. and J.W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance." *Business Lawyer*, 48(1): 59-77.
- McPherson, M., L. Smith-Lovin, and J.M. Cook, 2001, "Birds of a feather: Homophily in social networks." *Annual Review of Sociology*, 27: 415-444.
- Shleifer, A. and L. H. Summers, 1988, "Breach of Trust In Hostile Takeovers. Corporate Takeovers: Causes and Consequences", *University of Chicago Press*: 33-68.
- Stulz, R.M. and R. Williamson, 2003, "Culture, openness, and finance." *Journal of Financial Economics*, 70(3): 313-349.
- Subrahmanyam, A. 2008, "Social Networks and Corporate Governance." *European Financial Management* 14(4): 633-662.
- Vafeas, N., 1999, "Board meeting frequency and firm performance." *Journal of Financial Economics*, 53: 113-142.
- Vafeas, N., 2003, "Length of Board Tenure and Outside Director Independence." *Journal of Business Finance & Accounting*, 30: 1043-1064.

The Economic Consequences and Causes of the Independent Director Re-Employment : Evidence from China Listed Companies

Abstract: This paper empirically explores the economic consequences and causes of “the independent director re-employment” in China listed companies, which refers to the unique phenomenon that some independent directors are re-employed by the former company after leaving a company a couple of years for the legal restrictions. After controlling for the potentially influential factors and endogeneity, our paper shows that, compared with the treatment group, the firm agency costs increased but performance of the observation group gets worse significantly after the re-employment of the independent director happens. An internally promoted board chairperson with long tenure in a friendly board is more likely to re-employ the independent directors. And the independent directors with longer past tenure in the former company more likely be re-employed. Therefore, the independent director re-employment phenomenon reflects cronyism of board culture in China listed companies by alleviating the independence of directors and effectiveness of monitoring. This paper contributes the social ties literatures by showing the mechanism of the cronyism board culture in China listed companies from the perspective of the independent director re-employment phenomenon.

Keywords: Independent Director Re-employment; Cronyism; Board Culture; Corporate Governance.