

# 董事多重兼任对创业企业 IPO 绩效的影响\*

——从提供合法性到缓解资源依赖

王理想, 姚小涛

(西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049)

**内容提要:**创业型 IPO 企业缺乏被认可的合法性和发展所需的资源, 而 IPO 企业董事会中普遍存在的董事多重兼任作为董事会声誉和能力的标志, 能为企业提供合法性的背书并缓解资源依赖。本文通过实证考察不同类型的董事兼任对创业板 IPO 企业发行抑价和财务绩效的影响, 对董事兼任的“信号价值”和“实质价值”进行研究和比较。结果发现, 外来的独立董事所具有的多重兼任成为 IPO 企业具有合法性的重要信号, 无论其在上市或非上市公司的兼任都有助于降低发行抑价, 而内部董事的兼任没有此作用。董事的多重兼任能给企业带来实质的资源和帮助, 无论独立董事还是内部董事的兼任, 都有助于提高企业上市后的财务绩效, 但这种价值仅限于有较高可利用性的在非上市公司的董事兼任。所以, 不同类型的董事兼任具有不同的资本和价值, 董事兼任的微观特点会影响“董事兼任资本”转化为企业资本的有效性。企业在不同情境下对董事会资本的不同需求, 使得对董事兼任的认知评价(信号价值)与其实际作用(实质价值)之间存在一定程度的偏离, IPO 市场更看重兼任背后的社会声誉, 而董事因兼任积累的实务能力在企业运营的过程中更加重要。

**关键词:**董事多重兼任; 发行抑价; 企业绩效; 创业板

**中图分类号:**F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)08—0042—18

## 一、引言

创业企业的成长是一个国家经济发展的重要动力, 它们所面临的困境也得到社会各界的广泛关注。在管理学研究中, 一般把创立时间在 8 年或 10 年以内的企业或在创业板块 IPO 的企业作为创业企业(Zahra, 1993; 龙静, 2016; 吴翠凤等, 2014)。例如, 中国创业板的设立针对的就是尚达不到主板的上市条件、具有高成长性的创业型中小企业, 由于它们具有较高的不确定性和信息不对称等特点, 在创业板 IPO 的企业也成为创业研究关注的重要对象(许昊等, 2016)。获得首次公开发行的机会是创业企业发展的重要里程碑, 既能帮助企业筹集发展所需的资金、使原始股东实现投资收益, 还能提高企业的知名度(Ritter & Welch, 2002)。但是, 对于尚处于创业期的企业来讲, 由于成立的时间相对较短、规模较小、知名度较低, 并存在较高的信息不对称和不确定性(马如静等, 2015), 它们在上市后面临两个备受关注的困境。既面临市场新进入者缺陷(Liability of Market Newness, Certo, 2003), 缺乏被投资机构认可的合法性, 发行的抑价较高(Ibbotson 等, 1988); 还面临中小企业缺陷(Liability of Smallness, Brudersl & Schussler, 1990), 缺乏持续发展所需的资源和能力, 上市后的业绩很难像预期的那样持续快速增长(孙建华, 2015)。

收稿日期: 2017-05-13

\* 基金项目: 国家自然科学基金项目“网络制度视角下高管团队企业合法性行动网络及与组织学习能力关系研究”(71272136); 陕西高校人文社会科学青年英才支持计划“组织理论与战略管理”(首批)。

作者简介: 王理想(1990-), 男, 山东郯城人, 博士研究生, 研究领域是组织理论和公司治理, E-mail: wlxxjtu@163.com; 姚小涛(1970-), 男, 陕西西安人, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 研究领域是组织理论和战略管理, E-mail: yxt@mail.xjtu.edu.cn。通讯作者: 王理想。

董事会是公司治理和战略领导的核心,尤其是对创业企业来讲,董事会的良好构成对于获得外界的积极评价和促进企业的持续发展都非常重要(Hillman & Dalziel, 2003)。虽然多数创业板 IPO 企业的董事会建立的时间并不长,但很多董事(至少从表面上看)都是在商界具有较多经验和一定知名度的人士,表现为很多董事拥有多重兼任,即同时在多家企业担任董事职位并在企业间形成了连锁董事关系(Mizruchi & Stearns, 1988)。IPO 企业不仅会在招股说明书中对董事的兼任情况进行详细的介绍,还会在上市前几年的准备过程中积极地引进有多重兼任的董事<sup>①</sup>。身兼数职已经成为董事会成员具有声誉和能力的重要标志(Jiraporn 等, 2009)。那么,这些拥有多重兼任的董事们能否帮助创业型 IPO 企业获得合法性从而降低发行抑价呢? 又是否能缓解企业的资源依赖从而提高企业的财务绩效呢?

对董事多重兼任以及连锁董事的研究<sup>②</sup>已经成为近年来董事会研究的热点(李留闯, 2013)。本文将已有对董事兼任价值的研究概括为两类:一是“信号价值”。即董事的多重兼任作为个人及董事会能力和声誉的象征(Jiraporn 等, 2009),成为外界判断企业价值和合法性的重要标准和信号,能帮助企业获得外界积极的认知和评价(Filatovchev & Bishop, 2002)。例如, Sullivan & Tang(2013)的研究发现,拥有董事兼任或连锁董事的企业具有更高的吸引力和关注度,更容易建立研发联盟。二是“实质价值”。即有多重兼任的董事由于积累了丰富的社会资本(Cashman 等, 2012),能为企业带来更多的资源、经验和机会,对提升企业的业绩有实际的帮助(田高良等, 2011)。然而,已有对董事兼任价值的研究仍存在积极、消极和无影响等相互矛盾的结论(Peng 等, 2001),其中有两个主要原因:一是已有研究没有区分和关注企业发展的具体情境,尤其是较少有针对董事兼任对具有高信息不对称、高不确定性的创业型企业价值的研究,也缺少对 IPO 情境下的研究;二是不同类型或特点的董事兼任具有不同的内涵,已有研究没有区分研究不同董事兼任的不同影响。

而创业型 IPO 企业在上市前后的表现为同时研究和比较董事兼任的信号价值和实质价值提供了一个很好的情境。企业的 IPO 绩效可以分为两个阶段:一是上市之前的发行定价;二是上市之后的财务表现。在定价的过程中, IPO 企业(尤其是创业型 IPO 企业)的发行价格往往会低于市场可能达到的价格(上市首日的收盘价),从而会产生抑价(Ibbotson 等, 1988)。发行抑价产生的最主要原因是 IPO 企业和投资机构之间存在的信息不对称,投资者很难获得作为资本市场新进入者的 IPO 企业在质量和潜力等方面真实、全面的信息(Certo 等, 2009)。已有对抑价的研究的主要依据信号理论认为, IPO 企业可以通过招股说明书等途径积极主动地披露信息(Westphal 等, 2010),向机构投资者发送企业具有较高的质量和潜力并且满足法规、规范和认知等各方面合法性要求的信号,从而改善投资者的印象和估值、降低发行抑价(如图 1 所示)。企业的董事会具有仪式性、符号性的功能,是企业合法性的重要来源(Pfeffer & Salancik, 2003),董事会的构成应该是投资者关注的重点(Burton 等, 2004; Filatovchev 等, 2016)。如果 IPO 企业展示出的董事会构成能得到外界的赞同和认可,则有助于提高企业的合法性并降低抑价。已有对发行抑价的研究虽然关注到了董事会构成的信号作用,但多是采用董事的教育水平、职能背景、持股比例等基本的人口统计学指标(Certo, 2003; Filatovchev & Bishop, 2003),很少关注董事的多重兼任这一涉及董事会能力和声誉、成为企业合法性重要标志的指标的影响。

从企业上市后的财务绩效来看,很多创业型 IPO 企业在上市之后都面临保持业绩持续增长的压力,导致出现了经营业绩(如 ROA、利润率等)显著下降的“IPO 效应”(孙建华, 2015; Jain & Kini, 1994)。已有研究多是关注了企业上市前的各种行为(如财务粉饰行为、发行时机选择和企业的代理问题等),对上市后业绩

<sup>①</sup>企业在上市前诸如引进有经验的管理人才或知名的独立董事和让来自风险投资或财务机构的董事进入董事会等完善董事会构成的做法,都会造成或增加董事的多重兼任情况。

<sup>②</sup>董事的多重兼任和连锁董事在本质上是一致的,是一个事物的两个方面,前者侧重于把它当作董事的个人属性,而后者侧重于强调因为兼任形成的企业间关系。

产生的负面影响(Loughran & Ritter, 1997; 闫甜、李峰, 2014) 缺少关注。然而, IPO 企业难以维持良好的业绩, 在根本上是因为它们面临中小企业缺陷, 缺乏发展所需的资源和能力。而根据资源基础观和资源依赖理论, 董事会是企业独特的能力和竞争优势的来源, 还能缓解企业的资源依赖, 董事会为企业创造价值的作用对刚上市不久的中小企业尤为重要(Lynall 等, 2003)。所以, 对 IPO 企业上市后的财务绩效的研究应该更加关注其董事会的构成, 有必要考察董事的多重兼任对创业型 IPO 企业保持绩效的作用。

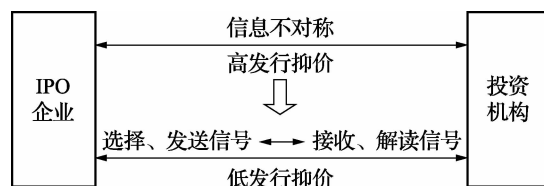


图 1 信号互动对发行抑价的影响

资料来源: 本文绘制

本文聚焦董事兼任对创业型 IPO 企业的价值, 在区分不同类型的董事兼任的基础上, 对其在 IPO 之前和 IPO 之后两个情境下的信号价值和实质价值进行比较研究。主要包括以下三个方面, 一是创业板 IPO 企业的董事兼任情况能否在 IPO 定价的过程中发挥合法性信号的作用, 通过改善投资者对企业的评价从而降低发行抑价? 二是董事的兼任情况能否超越改善印象的阶段, 给企业带来实质的资源和能力从而提高上市后的财务绩效? 三是在同一情境下, 不同类型的董事兼任的价值是否有区别? 而同一种类型的董事兼任在不同情境下的信号价值或实质价值之间又是否存在偏离?

## 二、理论分析与研究假设

近年来, 对董事会的研究主张超越规范的结构主义、关注企业所处的具体情境因素和董事会内部的微观特点(Pugliese 等, 2009)。本文也将从这两个角度推进对董事兼任价值的研究。首先, 由于企业不同情境下面临不同的问题, 对董事会资本的需求不同(Lynall 等, 2009), 研究董事兼任要区分其在不同情境下的不同价值。信号价值凸显于充满信息不对称的企业接受外部评价的过程中, 根据合法性理论, 如果董事的多重兼任能在 IPO 定价的过程中改善外界对企业合法性的认知, 则具有降低发行抑价的信号作用。实质价值则凸显于资源和能力缺乏的创业型企业持续发展的过程中, 根据资源依赖理论, 如果董事兼任能给企业带来实际的能力、资源和机会, 则对提高企业的财务绩效有实际影响。其次, 由于不同的董事兼任具有不同的内涵(Hambrick 等, 2015), 研究董事兼任的价值还要区分不同类型和特点的兼任: 一是要区分董事的类型, 因为不同类别的董事(如内部董事或独立董事<sup>①</sup>)具有不同的社会角色和定位, 其兼任的价值也会有区别; 二是要区分董事兼任的企业类型, 因为归属于不同企业(如上市或非上市公司)的兼任赋予其董事职位的知名度、经验积累和影响力等都有很大的区别。总之, 不同类型的董事兼任不仅给企业带来的资源不同, 投资机构对这些兼任的信号解读和判断也不相同(Certo 等, 2009)。

所以, 为了厘清“董事兼任资本”<sup>②</sup>转化为企业资本的有效性及其影响因素, 解决已有研究中的矛盾, 有必要对不同类型的董事兼任在不同情境下的价值进行比较研究。只有当某种董事兼任所具有的董事兼任资本和特定情境下企业对董事会资本的需求能够“匹配”时, 才能发挥应有的作用。具体地, 当董事兼任能为企业提供外部合法性的背书时, 才能有助于降低抑价; 当董事兼任能为企业提供可以利用的资源时, 才能有助于提高企业的财务绩效。本文的理论框架如图 2 所示。

<sup>①</sup>为了行文方便, 本文将中国上市公司的董事会中不是独立董事的董事(包括内部董事和一些公司股东的代表等有关关系的外部灰色董事)统一称作内部董事。

<sup>②</sup>类似于郑方(2011)、王理想等(2016)提出的“连锁董事资本”, 本文将董事的多重兼任背后蕴含的声誉、信息、资源和机会等统称为“董事兼任资本”。

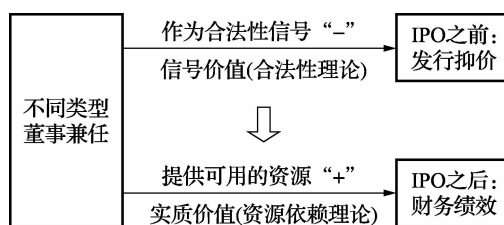


图2 本文的理论框架

注:括号内为所依据的理论基础

资料来源:本文绘制

### 1. 董事兼任降低抑价的信号价值

如上文所述,创业型 IPO 企业展示其具有的、能说明其合法性的信号是降低发行抑价的重要途径。董事的多重兼任情况是衡量董事会能力和经验、社会地位和声誉的一个重要且常用的指标(Chahine 等,2011)。如果企业中很多董事具有多重兼任的情况,一方面,董事会的治理和决策水平会受到一定的影响(Masulis & Mobbs,2014);另一方面,这些董事及其兼任的组织可能会成为企业质量和潜力的背书。所以,董事的兼任情况成为外界评价企业合法性的一个重要线索和标准(Podolny,2001)。投资机构会关注并解读不同类型的董事兼任并判断其含金量,只有那些得到投资机构信任和重视的董事兼任,才会成为企业具有合法性的信号,影响它们对企业投资价值的判断(Certo 等,2009)。

(1) 内部董事与独立董事多重兼任的信号价值。创业板 IPO 企业的内部董事一般都是这些中小型企业的创立者,在资本市场上的声誉和经验积累两方面都比较欠缺。虽然有很多内部董事同时在其他企业兼任董事,但是,在已经上市的公司兼任董事的情况极少(仅有 5.0% 的内部董事拥有),基本上都是在未上市公司的兼任。首先,未上市公司的董事职位的社会知名度是相对较低的,何况这些董事兼任多集中在 IPO 企业的股东公司、兄弟公司或子、分公司等,相比 IPO 企业本身来讲并没有特殊声誉的关联企业(占 79.38%),而且在这些关联企业的兼任还会让外界质疑其独立性、关联交易等公司治理问题(魏明海等,2013)。其次,这些缺乏在上市公司任职经验的内部董事还会被认为缺乏处理上市相关事务的经验,在制度化、规范化管理发展迅速的上市公司方面面临挑战(Wang & Song,2016)。所以,创业板 IPO 企业内部董事具有的兼任很难满足投资者对董事会能力和声誉的期待,难以起到合法性信号的作用。

既然内部董事兼任难以成为令投资者信服的有利信号,企业亟需引进具有合法性的独立董事来弥补原有董事团队的不足并改善董事会的构成(Chahine 等,2011)。绝大多数的创业板企业在准备上市之前并没有独立董事,在上市准备阶段引入有声誉的独立董事正是企业提高董事会合法性的绝佳机会(Chen & Mohan,2002)。IPO 公司会“装扮高雅”地争相聘请知名人士担任独立董事(Chen & Mohan,2002;罗进辉,2014),目的就是使企业获得更好的青睐和发行收益。声誉和能力是 IPO 企业选择独立董事的重要标准(Withers 等,2012),而兼任董事的数量正是独立董事声誉和能力的绝佳反映。如果企业能聘请到兼任多个董事职位的独立董事,就能向投资机构传达出企业的治理结构和战略领导团队具有合法性的信号(Burton 等,2014)。一方面,因为独立董事的选聘是相互的,独立董事也会根据企业的质量和潜力等因素决定是否担任该企业的独立董事,所以,聘请到有较多董事兼任的知名独立董事,可以认为是该企业的合法性得到了他们、甚至是他们背后组织的认证和背书(Kroszner & Strahan,2001),企业会被认为具有较好的质量和潜力;另一方面,有多重兼任的独立董事积累了丰富的人力和社会资本,能弥补企业发展对董事会资本的需求,可以更好地履行战略决策和监督的职能(Masulis & Mobbs,2014),对于保证企业顺利上市和提升企业的绩效都有积极的帮助,因此,能得到投资者的信任和青睐。所以,IPO 企业中独立董事的董事兼任数量成为企业具有合法性的信号,有助于提高投资者对企业的印象并做出合理的估值。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>: 创业板 IPO 企业中独立董事的兼任数量有助于降低发行抑价,而内部董事的兼任数量没有明显的作用。

(2)来自上市公司与非上市公司的董事兼任的信号价值。董事兼任引起的企业间关系具有“多棱镜”的作用,成为推断企业质量的信息线索,能折射出企业自身的合法性(Podolny,2001)。由于不同公司赋予其董事职位的涵义不同,投资者对来自不同公司的兼职信息的解读和判断也不相同。基于兼任企业在资本市场上的知名度和与 IPO 业务的相关性,本文分别讨论董事在上市公司和非上市公司的兼任在 IPO 过程中的信号作用。

显然,独立董事在上市公司的兼任具有明显的信号价值,这是因为,上市公司的董事在资本市场上是公开的,具有较高的知名度;加之独立董事在上市公司的兼任大多也是独立董事,已经具有了担任独立董事的合法性;而且他们在上市公司的工作经验对 IPO 过程有直接的帮助(马如静等,2015)。与内部董事兼任的非上市公司多是集团内部的关联企业不同,独立董事兼任董事的非上市公司一般都是专业的投资、财务或科技型企业。首先,这些兼任是独立董事固有的职业积累,是独立董事具有丰富职业经验和较高社会声誉的表现(宁向东等,2012);其次,这些专业性的企业在业界往往具有一定的知名度和影响力,并经常和上市公司合作,董事们掌握的信息和资源也会被认为对 IPO 企业的上市和发展至关重要(Mizruchi & Stearns, 1988)。所以,独立董事在这些专业性的非上市公司的兼任一定程度上满足了投资者对 IPO 企业独立董事具有专业的背景和能力的期待,也具有提高估值的信号价值。

创业板 IPO 企业的内部董事虽然总体上的知名度和认可度不高,缺少上市相关的经验并在公司治理方面容易被质疑,但和独立董事在上市公司的兼任类似,内部董事在已上市公司的兼任由于具有较高的知名度并被认为有一定的管理上市公司的经验,应该也有一定的信号价值<sup>①</sup>。如上文所述,内部董事在非上市公司的兼任多是在并没有特殊声誉的关联企业,很难成为 IPO 企业的认证和背书。而且信号应该是有成本的、难以被低质量者模仿的,在关联公司兼任董事职位对上市公司董事来讲是很常见、很自然的事情(Keister, 1998),董事并不需要付出额外的成本,所以,很难给董事个人的声誉加分。因此,内部董事在非上市公司的兼任难以提升投资者对企业合法性的印象,并不具有信号价值。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:创业板 IPO 企业中独立董事在上市公司和非上市公司的兼任都有助于降低发行抑价;而内部董事只有在上市公司的兼任才有助于降低抑价。

## 2. 董事兼任提高绩效的实质价值

回顾信号理论研究中最经典的例子:在就业市场中,求职者的学历作为信号会影响用人单位对其作出评价,用人单位更青睐学历较高、毕业院校较知名的求职者,并据此给予求职者工作机会和报酬(Spence, 1973)。然而,这些拥有高学历和名校的标签、在招聘时得到青睐的求职者是否(或在多大程度上)能在以后的工作中表现得更好呢?从理论上讲,被重视的合法性信号是否真的具有实质的影响呢?同理,本文提出的问题是,在 IPO 时有信号价值的董事兼任(如独立董事的兼任)能否超越作为 IPO 企业的光环、改善投资者印象的初始阶段,在企业上市后给企业带来实质的资源和帮助,从而提高企业的财务绩效呢?而那些并没有受到重视的董事兼任(如内部董事在非上市公司的兼任)是否对提高企业绩效就没有实际的意义呢?

(1)内部董事与独立董事的多重兼任的实质价值。无论是独立董事的兼任,还是内部董事的兼任都对企业上市后的财务绩效有积极的影响。董事兼任背后蕴含的知识、技能和经验等人力资本,以及社会关系、地位和声誉中的社会资本,使得董事兼任成为缓解企业外部资源依赖的重要方式(Geletkanycz & Boyd, 2011)。他们作为企业边界的跨越者,不仅成为资源流动的导管,能促进企业间资金、技术等资源的交换和支持(Mizruchi & Stearns, 1988),还成为沟通交流的渠道,能促进企业之间的商业协调和合作(Podolny, 2001),而且能对商业环境中的各种信息进行扫描和收集,把其他企业的经验和做法带到本企业,帮助企业紧跟时代的步伐,学习新的创新和战略(Cai 等,2014)。所以,董事的多重兼任弥补了企业缺乏资源、信息和经验的劣势,使他们成为企业出色的建议者和有发现问题能力的监督者(Field 等,2013),增强了整个董事会决策与监督的能力和效果,有利于提高企业绩效。

<sup>①</sup>据统计,内部董事在已上市公司兼任董事的情况其实比较少,从董事个人来看只有 5.0%,但从企业层面来看有 24.2%的企业具有这种情况,所以,验证此假设仍是有意义的。

董事兼任提升企业绩效的实质价值对在中国创业板刚刚上市的企业更加凸显。从制度层面看,董事的兼任或连锁关系有助于弥补中国转型过程中的市场失灵和制度不健全(Xin & Pearce, 1996),能帮助企业应对经营环境的不确定、降低市场交易成本。从企业层面看,创业型上市企业面临中小企业缺陷,企业需要董事会在信息、战略管理专长、外部资源等方面给予更多的支持(Filatotchev, 2016)。相比稳定的大型企业,董事兼任带来的实质价值对刚刚上市的、成长型的企业作用更大。从团队层面来看,董事兼任积累的声誉和经验可以弥补新上市企业董事团队的不完备(Tuschke, 2014),能提高团队的整体水平,使得董事会为年轻的IPO企业创造更多的价值。因此,董事兼任成为创业板IPO企业独特的资源和优势。

另外,对于董事的多重兼任,Ferris等(2003)和Harris & Shimizu(2004)提出了忙碌董事和过度董事会的观点,认为董事个人的精力和时间都是有限的,兼任过多的董事疲于应对多家企业的工作任务和压力,会降低他们对每家企业的参与和投入,从而损害董事会决策和监督的效率、效果乃至企业的绩效(Fich & Shivdasani, 2006)。但是,由于创业板IPO企业董事同时兼任董事的数量并不算太多,很少能达到忙碌董事的标准<sup>①</sup>。所以,对董事会成员因为兼职过多、过于忙碌而损害董事会效率和效果的担忧在中国并不明显,不至于损害企业的绩效。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>: 创业板IPO企业中独立董事的兼任和内部董事的兼任都会对上市后企业的财务绩效有积极影响。

(2)来自上市公司与非上市公司的董事兼任的实质价值。董事在其他企业的董事兼任能否给本企业带来实质的价值,也会受到所兼任的企业和职务特点的影响。如上文所述,有兼任的董事可以在企业之间发挥资源支持、经验传递和促进沟通合作的作用,但是,这种企业间影响的有效发挥应该具备两个条件:一是兼任的企业之间在业务上要有一定的相关性,这样,董事才能积累相关的知识和经验,也会更有意愿、更有效地发挥作用(Clements等, 2015),否则,董事更倾向于保持无为和沉默(郑方, 2011);二是董事要对任职的企业有一定的影响力,由于独立董事和内部董事具有不同的角色和定位,对企业的了解和影响程度存在很大的差别,兼任的董事类型也会影响其给企业带来的实质价值(Chiu, 2010)。只有那些有能力提供相关资源的董事兼任,才能有效地提高企业的绩效。

从创业板IPO企业中独立董事的兼任看,他们在其他已上市公司的兼任基本上仍是独立董事。由于独立董事并不在上市公司担任管理职务,也没有利害关系,每年只需出席几次会议,投入的时间和精力很少,他们不仅很难深入了解企业的具体情况,对企业实质的影响也有限(任海云, 2011)。所以,他们很难将其他企业的价值(如资源和经验)有效地传递到IPO企业中去,况且独立董事兼任的企业之间在业务上不会存在相关关系。可以说,他们带给IPO企业的价值来自于自身能力和经验的固有积累,而不是从一个常常被称作“花瓶”的职位(罗进辉, 2014)和不相关的企业直接得到并传递的价值。与此相反,独立董事在非上市公司的兼任基本上都是负有实际掌管责任的内部董事,而且这些公司都是专业的投资、财务或科技型公司。这些公司掌握的信息和机会对创业板IPO企业的发展非常重要(Mizuchi & Stearns, 1988),独立董事也有能力把在这些公司掌握的信息和机会通过咨询和建议的职能传递到IPO公司(Hillman & Dalziel, 2003)。所以,相比在上市公司担任独立董事这种比较“务虚”的兼任,独立董事在非上市公司实务性的兼任才真正地对IPO企业的绩效有所帮助。

从内部董事的兼任看,超过半数的内部董事都会在多个非上市公司兼任董事职位。这些企业绝大多数都是IPO企业的股东公司、兄弟公司或子、分公司,虽然这些公司并不具有较高的声誉,但是,它们和IPO企业的运营和发展密切相关。这些在商业集团内部企业之间因相互持股、互派代表形成的兼任关系的背后是所有权和权威,能增进企业间的信任和团结,促进了企业间的沟通、协调和合作(Maman, 1994)。不仅能加强对资源流动的管理,降低交易成本;还能促进先进技术、市场机会、战略创新等在企业间的获取和共享,能有效地提高各个企业乃至整个集团的绩效(Keister, 1998)。所以,内部董事在非上市公司的兼任对于IPO企

<sup>①</sup>据统计,除本企业的董事职位外,创业板IPO企业中所有董事的人均兼任只有1.39个;剔除没有兼任的董事,有兼任的董事的人均兼任也只是2.66个。而忙碌董事会的标准一般是有3个及以上兼任的董事占到董事会人数的一半以上。

业的发展有很大的帮助。与独立董事在上市公司的兼任类似,内部董事兼任的上市公司和 IPO 企业不仅很少属于同一个企业集团,缺乏密切的联系,而且由于同业竞争的限制,兼任的上市公司之间也不会属于同一个细分行业,企业间知识的相关性较低。所以,内部董事在上市公司的董事兼任跨企业的实质影响并不明显。因此,本文提出如下假设:

H<sub>4</sub>:创业板 IPO 企业中董事兼任对上市后企业财务绩效的积极影响仅限于在非上市公司的兼任,在上市公司的董事兼任的影响作用并不明显。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文选取 2009—2012 年在中国创业板 IPO 的 355 家企业作为研究样本,起止时间的确定是由于 2009 年 10 月创业板启动,2012 年 11 月暂停了新股发行,直到 2014 年 1 月才重启。据统计,在创业板 IPO 的企业平均成立年限为 8.73 年,有 70.42% 的企业年龄在 10 年以内,总体上符合创业板针对“创业型中小企业”的定位。同时,创业板 IPO 企业有着较高的信息不对称和发展的不确定性,既具有较高的投资风险,上市后业绩的下滑也经常发生(孙建华,2015),采用其作为研究样本符合上文对创业型 IPO 企业特点的界定。

本文使用的企业 IPO 情况和财务表现的数据来自于万德(WIND)和国泰安(CSMAR)数据库。董事兼任的数据则手工摘取自 IPO 企业的招股说明书,并按照董事的种类(内部或独立董事)和兼任企业的特点(是否是上市公司)进行了分类统计。如表 1 所示,董事的多重兼任在创业板 IPO 企业中是一个非常普遍的现象,98.03% 的公司、52.32% 的董事存在兼任其他公司董事的情况,76.06% 的公司、14.98% 的董事有在其他上市公司的兼任,96.62% 的公司、45.10% 的董事有在非上市公司的兼任。同时,不同的董事兼任具有不同的特点,有在上市公司兼任董事的主要是独立董事,而且他们在其他上市公司的兼任基本上都还是独立董事(占 97.32%),内部董事有在上市公司兼任的数量极少(占 5.0%);无论是独立董事还是内部董事,都有较多的在非上市公司的兼任,但是,兼任企业的类型并不相同,内部董事的兼任大多是在与本公司密切相关的股东公司、兄弟公司或子、分公司(占 79.38%),而独立董事的兼任多集中在投资、财务或科技等专业型公司(占 83.41%)。

表 1 创业板企业 IPO 时董事兼任情况

统计项目	总数	有兼任的数量	有在上市公司兼任的数量	有在非上市公司兼任的数量
公司(家)	355	348(98.03%)	270(76.06%)	343(96.62%)
董事(人)	2978	1558(52.32%)	446(14.98%)	1343(45.10%)
独立董事	1086(36.47%)	535(49.26%)	351(32.32%)	342(31.49%)
内部董事	1892(63.53%)	1032(54.55%)	95(5.02%)	1001(52.91%)

注:括号中的数字为对应的比例

资料来源:本文根据招股说明书等资料整理

#### 2. 研究模型设定

为了验证假设,本文建立以下多元线性回归模型。其中,模型(1)和模型(2)是为了研究董事兼任对发行抑价的影响,对应假设 H<sub>1</sub> 和假设 H<sub>2</sub>;模型(3)和模型(4)是为了研究董事兼任对企业上市后财务绩效(ROA)的影响,对应假设 H<sub>3</sub> 和假设 H<sub>4</sub>。

$$Uprice = \alpha_0 + \alpha_1 OutDMD + \alpha_2 InDMD + \alpha_3 Firmsize_0 + \alpha_4 Age_0 + \alpha_5 Bod + \alpha_6 Teamshare + \alpha_7 ROA_0 + \alpha_8 Leverage_0 + \alpha_9 VC + \alpha_{10} Underwriter + \alpha_{11} Expense + \alpha_{12} AllocatRate + \alpha_{13} Turnover + \alpha_{14} Monthly + Industry\ fixed\ effects + Year\ fixed\ effects + \varepsilon \quad (1)$$

$$Uprice = \alpha_0 + \alpha_1 OutDMD\_L + \alpha_2 OutDMD\_U + \alpha_3 InDMD\_L + \alpha_4 InDMD\_U + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROA_1 = \alpha_0 + \alpha_1 OutDMD + \alpha_2 InDMD + \alpha_3 Firmsize_1 + \alpha_4 Age_1 + \alpha_5 Bod + \alpha_6 Teamshare + \alpha_7 ROA_0 + \alpha_8 Leverage_1 + \alpha_9 VC + \alpha_{10} Underwriter + Industry\ fixed\ effects + Year\ fixed\ effects + \varepsilon \quad (3)$$

$$ROA_1 = \alpha_0 + \alpha_1 OutDMD\_L + \alpha_2 OutDMD\_U + \alpha_3 InDMD\_L + \alpha_4 InDMD\_U + Controls + \varepsilon \quad (4)$$

### 3. 变量定义

(1) 因变量。模型(1)和模型(2)的因变量是发行抑价(*Uprice*),这是 IPO 研究中最常用的指标(Certo 等,2009)。由于创业板 IPO 的抑价比较高,本文采取首日收盘价相对于发行价的收益率的自然对数来衡量 IPO 抑价(陈胜蓝,2010)。模型(3)和模型(4)的因变量是企业上市后的财务绩效(*ROA<sub>1</sub>*),采用企业上市后第一年的资产收益率指标来衡量,这是相关研究中衡量企业财务绩效最常用指标。*Uprice* 的计算公式如下:

$$Uprice = \ln\left(1 + \frac{\text{首日收盘价} - \text{发行价}}{\text{发行价}}\right) \quad (5)$$

(2) 自变量。模型的自变量是各种类型的董事兼任的数量<sup>①</sup>。其中,模型(1)和模型(3)的自变量是独立董事的兼任(*OutDMD*)和内部董事的兼任(*InDMD*),分别是企业在 IPO 时独立董事和内部董事人均在其他企业兼任董事职位的数量。模型(2)和模型(4)的自变量是独立董事在上市公司、非上市公司的兼任(*OutDMD\_L*、*OutDMD\_U*),分别是独立董事人均在上市公司和非上市公司兼任董事职位的数量,以及内部董事在上市公司、非上市公司的兼任(*InDMD\_L*、*InDMD\_U*),分别是内部董事人均在上市公司和非上市公司兼任董事职位的数量。

(3) 控制变量。模型(1)和模型(2)的控制变量如下:因为规模和年龄较大的企业信息量较多、被更多地认知,可能会降低抑价程度(Cheung,2009),本文控制了企业规模(*FirmSize<sub>0</sub>*)和企业年龄(*Age<sub>0</sub>*)。公司治理方面,控制了董事会规模(*Bod*)和高层持股比例(*Teamshare*)。由于 IPO 企业之前的财务表现会影响市场的需求和发行表现(Wang & Song,2016),本文控制了上市前的公司绩效(*ROA<sub>0</sub>*)和资产负债率(*Leverage<sub>0</sub>*)。由于风投机构和承销商等中介机构对 IPO 企业有筛选和认证作用,还能为企业上市提供专业的建议和支持(Chen & Mohan,2004;Beatty & Ritter,1986),本文控制了风投家数(*VC*)、承销商声誉(*Underwriter*);还使用发行费用率(*Expense*)来控制企业的上市成本和中介机构所做出的努力。由于抑价和一级市场上的供给情况与二级市场上的投资者情绪导致的溢价密切相关(邹高峰,2012),本文采用中签率(*AllocatRate*)来控制中国证券市场供求失衡的情况;用首日换手率(*Turnover*)来控制上市当日市场的投机情绪对价格的影响;并用当月发行家数(*Monthly*)来控制发行市场的冷热。另外,根据已有研究,还控制了企业所属的行业(*Industry*)和发行年份(*Year*)的差异。

根据已有关于上市公司治理情况与财务绩效关系的研究(Arend 等,2014),模型(3)和模型(4)控制了与上文同样的董事会规模(*Bod*)、高层持股(*Teamshare*)、上市前公司绩效(*ROA<sub>0</sub>*)、风投家数(*VC*)、承销商声誉(*Underwriter*)、行业(*Industry*)和年份(*Year*),还相应地控制了上市后第一年的企业规模(*FirmSize<sub>1</sub>*)、企业年龄(*Age<sub>1</sub>*)和资产负债率(*Leverage<sub>1</sub>*),具体原因不再赘述。以上所有变量的具体含义如表 2 所示。

表 2 变量定义

变量类型	变量名	符号	变量含义
因变量	发行抑价	<i>Uprice</i>	首日收盘价相对于发行价的收益率的自然对数
	上市后财务绩效	<i>ROA<sub>1</sub></i>	企业上市后第一年的资产收益率
自变量	独立董事兼任	<i>OutDMD</i>	企业 IPO 时独立董事、内部董事人均在其他企业兼任董事职位的数量
	内部董事兼任	<i>InDMD</i>	
	独立董事在上市公司兼任	<i>OutDMD_L</i>	企业 IPO 时独立董事人均在上市公司、非上市公司兼任董事职位的数量
	独立董事在非上市公司兼任	<i>OutDMD_U</i>	
	内部董事在上市公司兼任	<i>InDMD_L</i>	企业 IPO 时内部董事人均在上市公司、非上市公司兼任董事职位的数量
	内部董事在非上市公司兼任	<i>InDMD_U</i>	

<sup>①</sup>本文采用董事兼任的数量指标而不是网络指标是因为:首先,成为信号的首要前提是可见性,只有兼任数量才是直观可见的,董事连锁网络并不能被投资者观察到,不满足信号理论的前提要求;其次,兼任数量可以考察董事在所有公司(包括上市公司和非上市公司)的兼任情况,能弥补仅限于上市公司群体的网络构建对整体的割裂。而且,网络指标以企业为节点还会掩盖不同董事兼任的具体特点。所以,兼任数量指标对本文更加适合。



变量类型	变量名	符号	变量含义
控制变量	企业规模	$Firmsize_{0,1}$	企业 IPO 前一年、IPO 后第一年总资产的自然对数
	企业年龄	$Age_{0,1}$	截止 IPO 时、IPO 后一年企业成立年数的自然对数
	董事会规模	$Bod$	IPO 时董事会人数
	高层持股比例	$Teamshare$	IPO 时企业董事、监事和高管持有股份占总股份的比例
	上市前绩效	$ROA_0$	上市前一年企业的资产收益率
	资产负债率	$Leverage_{0,1}$	上市前一年、后一年企业的资产负债率
	风投家数	$VC$	上市前投资企业的风投机构家数
	承销商声誉	$Underwriter$	企业上市前一年该承销商 IPO 承销家数和承销金额的综合排名,前 10 名取 1、其他取 0
	发行费用率	$Expense$	公司支付给承销商等中介机构的费用与募集资金的比值
	中签率	$AllocatRate$	企业股票上网发行的中签率
	首日换手率	$Turnover$	企业股票 IPO 首日的换手率
	当月发行家数	$Monthly$	企业上市当月同时在创业板市场发行的企业数量
	行业	$Industry$	企业所属的行业,用 WIND 行业分类标准的二级分类
	年份	$Year$	企业发行的年份

资料来源:本文整理

#### 四、实证分析

##### 1. 描述性统计与相关性分析

表 3 展示了主要变量的描述性统计和相关系数表。根据描述性统计,创业板企业平均的发行抑价率是 34.41% (对应  $Uprice$  为 0.2626),既高于同期的主板市场,也远高于欧美各成熟的股票市场;上市后第一年的  $ROA$  平均为 9.92%<sup>①</sup>。独立董事人均在其他公司兼任董事的数量为 1.1327 个,其中,在上市公司兼任 0.5955 个,在非上市公司兼任 0.5364 个;内部董事人均在其他公司兼任董事的数量为 1.6895 个,其中,在上市公司兼任 0.0631 个,非上市公司兼任 1.6266 个。根据相关系数, $Uprice$  和  $OutDMD$ 、 $OutDMD\_L$  和  $OutDMD\_U$  三个自变量显著负相关,和  $InDMD$ 、 $InDMD\_U$  两个变量负相关但不显著,这和假设  $H_1$ 、 $H_2$  基本一致; $ROA_1$  和  $OutDMD$  和  $OutDMD\_U$  显著正相关,和  $InDMD$ 、 $InDMD\_U$  正相关但不显著,这和假设  $H_3$ 、假设  $H_4$  部分一致。每个模型里的自变量及其控制变量之间相关系数大都小于 0.3,不存在严重的多重共线性问题(模型的 VIF 检验也说明不存在此问题)。

表 3 描述性统计和相关性分析(皮尔森系数)

变量	Mean	S. D.	Min	Max	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) $Uprice$	0.2626	0.2504	-0.1824	1.1305	1						
(2) $ROA_1$	9.9166	3.6488	0.77	27.5	0.1220 **	1					
(3) $OutDMD$	1.1327	0.9358	0	5	-0.1889 ***	0.1245 **	1				
(4) $InDMD$	1.6895	1.7412	0	9	-0.0386	0.0209	0.0945 *	1			
(5) $OutDMD\_L$	0.5955	0.6346	0	3.33	-0.1605 ***	-0.0305	0.7194 ***	0.0165	1		
(6) $OutDMD\_U$	0.5364	0.651	0	5	-0.1155 **	0.2086 ***	0.7360 ***	0.1202 **	0.0593	1	
(7) $InDMD\_L$	0.0631	0.1328	0	0.75	0.0055	-0.0129	-0.0306	0.2089 ***	-0.0798	0.0336	1

<sup>①</sup> 上市后第一年的平均  $ROA$  (9.92%) 低于上市前的平均  $ROA$  (20.94%),但由于上市发行会导致企业总资产较大幅度的增加,二者的比较并不准确。本文统计了上市后 1~3 年的平均  $ROA$ ,分别为 9.92%、6.45% 和 5.46%,可见,创业板 IPO 企业上市后业绩表现不佳,面临保持增长的压力。

变量	Mean	S. D.	Min	Max	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(8) <i>InDMD_U</i>	1.6266	1.7182	0	9	-0.0395	0.0222	0.0980 *	0.9971 ***	0.0228	0.1192 **	0.1343 **
(9) <i>Firmsize<sub>0</sub></i>	19.4712	0.588	18.0426	21.7794	-0.2754 ***	-0.2899 ***	0.1218 **	0.2774 ***	0.1696 ***	0.0103	0.0281
(10) <i>Age<sub>0</sub></i>	1.9812	0.7096	0	3.1781	-0.0488	-0.0303	0.1204 **	-0.0317	0.0758	0.0991 *	-0.0041
(11) <i>Bod</i>	8.3887	1.4305	5	14	-0.0223	-0.1113 **	-0.0685	-0.0803	-0.0435	-0.056	0.0252
(12) <i>Teamshare</i>	0.3695	0.2325	0	0.891	0.0547	0.1467 ***	-0.0311	-0.3286 ***	-0.0319	-0.0134	-0.0561
(13) <i>ROA<sub>0</sub></i>	20.937	9.6303	5.8536	67.089	0.0116	0.5801 ***	0.0801	-0.0799	-0.0543	0.1676 ***	-0.0247
(14) <i>VC</i>	1.3268	1.591	0	8	-0.0238	-0.1369 ***	0.1341 **	0.1507 ***	0.0882 *	0.1072 **	0.2365 ***
(15) <i>Underwriter</i>	3.8732	1.4549	1	5	-0.1622 ***	0.0365	0.0597	0.052	0.0301	0.0561	0.0422
(16) <i>Expense</i>	0.0631	0.0218	0.0158	0.1331	-0.0659	0.0178	0.0451	-0.0929 *	-0.0085	0.0731	0.0178
(17) <i>AllocatRate</i>	0.012	0.015	0.0029	0.1869	-0.2764 ***	0.06	0.1865 ***	0.0295	0.1477 ***	0.1243 **	-0.0273
(18) <i>Turnover</i>	0.7104	0.1886	0.18	0.96	0.7108 ***	0.1345 **	-0.1080 **	-0.0628	-0.1005 *	-0.0578	-0.0609
(19) <i>Monthly</i>	12.3296	5.7042	1	28	0.3966 ***	0.0889 *	0.0293	0.0287	0.041	0.0026	-0.0178
(8) <i>InDMD_U</i>	1										
(9) <i>Firmsize<sub>0</sub></i>	0.2790 ***	1									
(10) <i>Age<sub>0</sub></i>	-0.0318	0.0743	1								
(11) <i>Bod</i>	-0.0833	0.2399 ***	0.0494	1							
(12) <i>Teamshare</i>	-0.3287 ***	-0.2997 ***	-0.0677	-0.1818 ***	1						
(13) <i>ROA<sub>0</sub></i>	-0.079	-0.4303 ***	-0.0960 *	-0.0737	0.2032 ***	1					
(14) <i>VC</i>	0.1344 **	0.1856 ***	0.0487	0.1116 **	-0.1720 ***	-0.0862	1				
(15) <i>Underwriter</i>	0.0494	0.0636	0.0267	0.0808	-0.0878 *	0.0354	0.1375 ***	1			
(16) <i>Expense</i>	-0.0956 *	-0.2044 ***	0.1994 ***	-0.1388 ***	0.0791	-0.0687	0.0077	0.1508 ***	1		
(17) <i>AllocatRate</i>	0.032	0.2464 ***	0.0946 *	0.0092	-0.0111	0.0651	-0.0375	-0.0231	0.0454	1	
(18) <i>Turnover</i>	-0.0589	-0.2372 ***	-0.0008	-0.025	0.1256 **	-0.0129	-0.086	-0.1593 ***	0.0626	-0.1538 ***	1
(19) <i>Monthly</i>	0.0305	-0.1020 *	-0.0486	0.0878 *	-0.0327	0.0526	0.0435	-0.0623	-0.2220 ***	-0.001	0.1086 **

注: \*\*、\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著  
资料来源:本文用 STATA 软件统计

## 2. 董事兼任与 IPO 抑价程度的回归结果分析

表 4 中的模型(1)和模型(2)检验了董事兼任对 IPO 抑价的影响。由模型(1)的结果可知,独立董事的兼任数量 (*OutDMD*) 和发行抑价 (*Uprice*) 显著负相关,有助于降低发行抑价;而内部董事的兼任数量 (*InDMD*) 和抑价没有显著的关系,假设  $H_1$  得到了支持。由模型(2)可知,无论独立董事在上市公司的兼任 (*OutDMD\_L*) 还是在非上市公司的兼任 (*OutDMD\_U*) 都和抑价负相关,有助于降低抑价;而内部董事的两种类型的兼任 (*InDMD\_L*、*InDMD\_U*) 都没有显著的作用,假设  $H_2$  得到了部分支持。所以,独立董事的董事兼任具有信号价值,并且无论其兼任的企业是否是上市公司,都具有信号价值;而内部董事的各种兼任都不具有信号价值,没能得到投资者积极的评价。因此,从企业外部新引进的董事可以有效地弥补企业固有董事合法性的不足,对企业的成功上市具有积极作用。另外,从控制变量来看,董事会规模 (*Bod*) 和抑价负相关;中签率 (*AllocatRate*) 和抑价负相关,说明严重的供小于求(平均中签率仅有 0.25%) 会显著地抬高股价;首日换手率 (*Turnover*)、当月发行家数 (*Monthly*) 都和抑价的正相关,说明投机情绪和市场热度也会抬高二级市场上的股票价格。值得注意的是,承销商的声誉 (*Underwriter*) 和风投家数 (*VC*) 并没能有效地降低抑价率,可见,承销商和风投机构的筛选和认证作用在中国创业板市场并不存在,印证了已有研究的结论(曾江红、杨开发,2010;Chen & Bangassa,2011)。

表 4 模型 1 ~ 模型 8 的回归结果

变量名称	模型 1 发行抑价	模型 2 发行抑价	模型 3 $ROA_1$	模型 4 $ROA_1$	模型 5 调整抑价	模型 6 调整抑价	模型 7 $ROE_1$	模型 8 $ROE_1$
独立董事兼任	-0.0288 *** (-3.2891)		0.3926 ** (2.2066)		-0.0255 *** (-2.8930)		0.3679 ** (2.5205)	
内部董事兼任	0.0010 (0.2011)		0.2433 ** (2.2061)		0.0009 (0.1653)		0.1888 ** (2.0840)	
独立董事在上市公司兼任		-0.0276 ** (-2.2120)		0.1373 (0.5370)		-0.0261 ** (-2.0744)		0.1802 (0.8587)
独立董事在非上市公司兼任		-0.0286 ** (-2.2984)		0.6479 ** (2.5434)		-0.0233 * (-1.8657)		0.5416 *** (2.6022)
内部董事在上市公司兼任		0.0747 (1.2564)		0.1723 (0.1399)		0.0878 (1.4682)		-0.4228 (-0.4185)
内部董事在非上市公司兼任		-0.0002 (-0.0317)		0.2267 ** (2.0050)		-0.0007 (-0.1282)		0.1871 ** (2.0138)
企业规模	-0.0108 (-0.5540)	-0.0098 (-0.5024)	-0.2350 (-0.6561)	-0.1890 (-0.5254)	-0.0076 (-0.3837)	-0.0064 (-0.3234)	-0.4316 (-1.4432)	-0.3984 (-1.3264)
企业年龄	0.0022 (0.1954)	0.0024 (0.2173)	0.1667 (0.7175)	0.1579 (0.6795)	0.0031 (0.2789)	0.0034 (0.2992)	0.3308 * (1.7334)	0.3245 * (1.6989)
董事会规模	-0.0107 * (-1.8248)	-0.0110 * (-1.8718)	-0.0538 (-0.4437)	-0.0606 (-0.4991)	-0.0091 (-1.5379)	-0.0095 (-1.6042)	-0.0297 (-0.2982)	-0.0321 (-0.3215)
高层持股	-0.0345 (-0.9266)	-0.0363 (-0.9746)	0.7455 (0.9684)	0.7367 (0.9556)	-0.0343 (-0.9151)	-0.0366 (-0.9757)	0.9523 (1.5047)	0.9558 (1.5078)
上市前绩效	-0.0011 (-1.0157)	-0.0010 (-0.9602)	0.1856 *** (9.0064)	0.1821 *** (8.7586)	-0.0009 (-0.7882)	-0.0008 (-0.7355)	0.0538 *** (4.9688)	0.0529 *** (4.8718)
资产负债率	-0.1215 (-1.5452)	-0.1180 (-1.4895)	-0.0452 ** (-2.3370)	-0.0454 ** (-2.3357)	-0.1196 (-1.5097)	-0.1136 (-1.4247)	0.0484 *** (3.4701)	0.0486 *** (3.4725)
风投家数	0.0066 (1.2423)	0.0053 (0.9791)	-0.2695 ** (-2.5011)	-0.2717 ** (-2.4779)	0.0051 (0.9565)	0.0036 (0.6561)	-0.2482 *** (-2.7919)	-0.2399 *** (-2.6494)
承销商声誉	-0.0032 (-0.5767)	-0.0031 (-0.5695)	0.1052 (0.9475)	0.1043 (0.9390)	-0.0041 (-0.7360)	-0.0040 (-0.7259)	0.1503 (1.6468)	0.1497 (1.6399)
发行费用率	-0.5950 (-1.4803)	-0.5948 (-1.4769)			-0.4406 (-1.0882)	-0.4446 (-1.0972)		
中签率	-1.9909 *** (-3.5481)	-1.9945 *** (-3.5519)			-2.4258 *** (-4.2919)	-2.4317 *** (-4.3034)		
首日换手率	0.8443 *** (19.1763)	0.8474 *** (19.1888)			0.7646 *** (17.2398)	0.7679 *** (17.2801)		
当月发行家数	0.0130 *** (9.0706)	0.0130 *** (9.0922)			0.0115 *** (7.9484)	0.0115 *** (7.9932)		
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距	0.0300 (0.0769)	0.0071 (0.0182)	7.4144 * (1.7739)	7.0852 * (1.6922)	0.0257 (0.0654)	-0.0009 (-0.0023)	8.3384 ** (2.4199)	8.0477 ** (2.3296)
调整 $R^2$	0.6840	0.6836	0.3654	0.3653	0.6407	0.6410	0.1684	0.1677
$F$ 值	24.8767 ***	23.4303 ***	8.2372 ***	7.7527 ***	20.6733 ***	19.5379 ***	3.5452 ***	3.3649 ***
样本数	354	354	353	353	354	354	353	353

注:括号中的数字为  $t$  值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:本文用 STATA 软件计算

### 3. 董事兼任与上市后企业绩效的回归结果分析

表4中的模型(3)和模型(4)检验了董事兼任对上市后企业财务绩效的影响。由模型(3)的结果可知,无论独立董事还是内部董事的兼任数量(*OutDMD*、*InDMD*)都和上市后的财务绩效( $ROA_1$ )正相关,都有助于提高企业的绩效,假设  $H_3$  得到了支持。由模型(4)可知,独立董事和内部董事在非上市公司的兼任(*OutDMD\_U*、*InDMD\_U*)和  $ROA$  正相关,而他们在上市公司的兼任(*OutDMD\_L*、*InDMD\_L*)都和  $ROA$  没有显著的关系,说明董事兼任对企业绩效的积极影响仅限于在非上市企业的兼任,假设  $H_4$  得到了支持。所以,无论独立董事还是内部董事的兼任,都具有提升企业的财务绩效的实质价值,但仅限于在非上市公司的兼任。值得注意的是,独立董事兼任的边际作用要显著地大于内部董事兼任的边际作用,可见,独立董事在专业性企业任职积累的信息和经验对 IPO 企业的发展有着重要意义<sup>①</sup>。另外,从控制变量来看,上市后的财务绩效和上市前的绩效( $ROA_0$ )正相关,可见,企业的发展有一定的惯性;风投家数(*VC*)和企业绩效显著地负相关,承销商声誉(*Underwriter*)对绩效的影响不显著,可见,它们不仅没能帮助 IPO 企业降低发行抑价,也没能有效地通过监督、建议等方式改善企业的财务绩效,甚至有负向选择的可能(孙建华,2015;Tan 等,2013)。

### 4. 稳健性检验

(1) 替换因变量进行测试。首先,由于企业的发行抑价会受到股票市场上整体股价变化的影响,为了剔除市场情况的影响(刘煜辉、熊鹏,2005),本文采用经过市场收益率调整后的发行抑价(*Uprice\_A*)来替代模型(1)和模型(2)中的发行抑价(*Uprice*)。回归结果如表4中的模型(5)和模型(6)所示,结果并没有发生明显的变化。其次,本文用上市后第一年的净资产收益率( $ROE_1$ )替换模型(3)和模型(4)中的  $ROA_1$  进行了回归,结果如表4中的模型(7)和模型(8)所示,发现董事兼任的实质价值也是稳健的。*Uprice\_A* 的计算公式如下:

$$Uprice\_A = \ln \left[ 1 + \left( \frac{\text{首日收盘价} - \text{发行价}}{\text{发行价}} - \text{当天市场指数收益率} \right) \right] \quad (6)$$

(2) 控制技术创新情况和公司治理情况。另外,由于创业板 IPO 企业多属于快速增长的新兴产业,又基本上都是民营企业,技术创新情况和公司治理水平对投资者评价企业的质量和企业自身的持续发展都非常重要。所以,本文还进一步控制了 IPO 企业的创新情况(如研发支出占主营业务收入的比重)和更多的反映公司治理水平的变量(如董事会中独立董事所占比例、两职合一情况等)(Certo 等,2009),研究结果仍是稳健的。

## 五、讨论

本文在关注董事兼任的微观特点和外部情境的基础上,对不同类型的董事兼任进行了区分,研究了其在不同情境的信号价值或实质价值,研究结果如表5所示。本文将据此比较不同类型和不同情境下董事兼任价值的差异,分析产生差异的原因,从而获得更多理论上的启示。

表5 各种董事兼任的信号价值和实质价值分类比较

董事类型	兼任企业类型	信号价值	实质价值
独立董事	所有公司	√	√
	上市公司	√	×
	非上市公司	√	√
内部董事	所有公司	×	√
	上市公司	×	×
	非上市公司	×	√

注:√代表具有,×代表不具有

资料来源:本文根据模型结果整理

<sup>①</sup>已有研究对独立董事的作用颇有微词,但从本文的结论来看,独立董事作为“花瓶”自然有“花瓶”的价值,他们的声誉能提高企业的美誉度和吸引力;而具有丰富实务经验的独立董事也能明显地提高企业的财务绩效。所以,为了厘清中国独立董事的真实作用,今后对独立董事的研究应该采用更加富有内涵的指标(而不是只用独立董事的比例等指标),并结合企业发展的具体情境进行研究。

### 1. 从微观特点的视角看董事兼任的价值

纵向观察表 5 可知,不同类别董事的兼任、在不同类型企业的兼任对创业型 IPO 企业的价值有较大的差别。从信号价值来看,只有从外部聘请的独立董事的多重兼任在 IPO 过程中能给企业的形象“增光添彩”、提高企业的合法性;而内部董事的兼任由于声誉有限,并且是企业固有的、无需企业付出额外的成本,难以获得投资者的重视。从实质价值来看,董事在非上市公司的兼任积累了较多的实务经验,对提高企业绩效有积极作用<sup>①</sup>;而在已上市公司的兼任虽然具有较高的社会声誉,但受限于个人的影响力和企业间的相关性,很难带来直接且实际的帮助。所以,实质价值直接来自于董事兼任积累的实务能力而非虚名。由此可见,董事兼任资本转化为企业资本的有效性受到董事兼任微观特点的影响,由于不同类型的董事兼任蕴含着不同的董事兼任资本,决定了它们具有不同的价值。已有对董事兼任价值的研究出现矛盾的结论就是因为只关注了董事兼任的存在而没有重视不同特点的董事兼任所具有的不同内涵、资本和价值。

(1) 内部董事和独立董事之间身份和角色的不同是他们的兼任价值有所差别的重要原因。根据身份理论,身份是由个体扮演的角色或在群体中的归属所决定的(Tajfel, 1974),身份不仅会影响个人的行为方式,也会影响外界对其认知和评价。内部董事的兼任和独立董事的兼任之间的差别主要体现在信号价值方面,只有独立董事的兼任具有合法性信号的作用。这是因为,独立董事的身份是企业从外部聘请的提供监督和咨询的专家,他们的外来性可以为企业的合法性提供认证和背书。尤其是对缺乏合法性的创业型企业来讲,获得外部的合法性信号是弥补自身缺陷的重要途径。而内部董事作为企业固有的一分子,哪怕他们的兼任积累了一定的经验和声誉,其合法性信号的作用也难以和独立董事的兼任相比。这是因为,对于投资者来讲,已经被具有合法性的第三方“拣选”过的企业显然更值得青睐。

(2) 关系中的资源是否具有可利用性是来自不同类型企业兼任的价值出现差别的重要原因。来自上市公司或非上市公司的董事兼任之间的差别主要表现在他们提供资源的实质价值。董事要想在企业之间发挥传递资源的导管作用,兼任关系中有资源是不足够的,还要关注关系中资源的可利用性。一方面,企业之间要存在一定的相关性(如业务相关或同属于一个企业集团),保证一方的信息和资源可以较为方便地为另一方所使用;另一方面,在特定类型企业兼任的职务要有一定的影响力,保证他们对企业有足够的了解并有能力促进企业间的合作。可以说,董事兼任的实质价值应该是关系中资源的数量和资源的可利用性的乘积。

### 2. 从外部情境的视角看董事兼任的价值

信号价值取决于外界对某个指标的认知和评价,而实质价值则是该指标本身实际的作用,信号价值和实质价值二者之间是保持一致还是存在偏离是研究的空白。而 IPO 之前和 IPO 之后两个阶段为系统地研究和比较董事兼任的信号作用和实际影响提供了一个很好的情境。横向观察表 5 可以发现,同一种类型的董事兼任在两种情境下分别具有的信号价值和实质价值并没有完全保持一致。有信号价值的可能并没有实质价值,即它们并不一定像预期的那样具有直接而显著的实际作用。所以,有的信号在长期来看并不值得信赖(如独立董事在上市公司的兼任)。与此相反,没有信号价值的却可能有实质价值,即有的指标(如内部董事在非上市公司的兼任)对提高企业的业绩表现有直接而实质的帮助,但是,它们在特定的时期和情境下(即 IPO 阶段)并没有受到外界的关注和重视,没有被当作是有价值的信号。

(1) 董事兼任在前后两个时期的价值出现差别是由企业在不同情境下面临不同的问题、对董事会资本的需求不同(Lynall 等, 2003)决定的。信号价值凸显于充满信息不对称的企业接受外部评价的过程中。在 IPO 市场上,企业面临外界对其董事会合法性的评判,此时企业更需要、投资者更看重的是董事会的社会声誉。所以,有更高知名度的独立董事的兼任成为降低抑价的重要信号。实质价值则体现在

<sup>①</sup>本文发现,董事在非上市公司的兼任对企业有重要的价值,而已有对董事兼任或连锁董事的研究由于数据获取的困难,基本上都只关注了在上市公司的兼任,而忽视了在非上市公司的兼任,今后的研究应该加强对董事在非上市公司兼任给企业带来价值的研究。

亟需资源和能力的创业型企业持续发展的过程中。企业在上市后的实际运营中更需要的是董事成员带来的实务经验和实际资源,在这种情况下,董事在非上市公司实质性的兼任更能有效地提高企业的绩效。

(2)对信号的评价与其实际作用之间产生的偏差和特定时期的认知情境密切相关。本文发现的董事兼任在不同情境下的信号价值和实质价值存在较大部分的不一致,实际上是认知结果偏离了实际情况。根据信号理论,信号作用的产生是信号发送方和接收方双方互动的结果,信号的接收方不仅要观测到信号,还要对信号进行理解和判断(Spence,1973),这取决于特定时期的认知情境。首先,从认知水平来看,在有限的时间内,投资者难以对所有的信号进行深入的解读。存在信息不对称的双方之间的交流只能依赖一些直接、显现又独特的信号。所以,投资者没能深入理解各种董事兼任在企业中发挥作用的细节和程度,导致了外显的声誉相比内在的能力更容易获得良好的评价。其次,从认知的标准来看,投资者对IPO企业的估值可能只是对企业合法性进行评价的结果,而不是以理性和效率为中心的投资决策(Filatotchev,2016)。由于合法性对企业的生存和发展有着重要的意义(Suchman,1995),拥有高社会声誉的董事兼任更容易被外界赞同和认可。这导致有合法性的兼任存在就是价值,投资者甚至没有必要了解其发挥作用的具体情况;而有实际作用却没有较高声誉的兼任往往在被理解之前就被忽略掉了。正是特定认知情境下信号接收方的认知水平和认知标准的局限性,导致了认知的偏差即信号价值与实质价值之间的偏差。

综上,董事兼任对创业企业IPO绩效的影响取决于具体的董事兼任特点和所处的情境。只有当某种类型的董事兼任所具有的董事兼任资本和企业特定情境下对董事会资本的需求相匹配时,才能发挥其应有的作用。具体地,当董事兼任能为企业提供外来的合法性背书时,才能有助于降低抑价;当董事兼任能为企业提供可以利用的资源时,才能有助于提高企业的财务绩效。

## 六、研究结论与政策建议

### 1. 结论

本文通过实证考察创业板IPO企业的董事多重兼任对发行抑价和上市后企业绩效的影响,研究了董事兼任的信号价值和实质价值。结果表明:(1)独立董事的兼任能够发挥信号的作用,无论其在上市公司或非上市公司的兼任都有助于改善投资者对企业合法性的评价、降低发行抑价;而内部董事的兼任没有降低抑价的信号作用。(2)无论独立董事还是内部董事的兼任都具有实质价值,能给企业运营带来实质的资源和优势从而提高企业上市后的财务绩效,但是,这种积极作用仅限于在非上市公司的兼任。(3)由于蕴含的董事兼任资本不同,不同类型的董事兼任的价值有很大区别。合法性信号的外来性、兼任背后资源的可利用性会影响董事兼任资本转换为企业资本的有效性。(4)由于企业在不同情境和阶段下对董事会资本的需求不同,同一种类型的董事兼任在两种情境下所具有的信号价值和实质价值也并不完全一致。这种认知结果与实际情况的偏离和特定认知情境下信号接收方的认知水平和认知标准的局限性有关。

### 2. 政策建议

(1)创业型IPO企业要充分认识和重视董事的多重兼任对企业的价值,并根据自身的需求选聘董事会成员。在上市的准备阶段,企业可以付出一定成本从外部聘请有较多董事兼任的独立董事并加强宣传,用以弥补原有董事会成员合法性的不足,使他们成为企业质量和潜力的背书,以获得投资机构较好的评价,提高融资效率。在企业发展过程中,要积极挖掘和发挥董事的多重任职及其连锁关系背后潜在的资源、信息和合作机会,并使之为企业所用。尤其要重视一些有较高可利用性的关系资源,比如董事在同行业、同企业集团或专业性公司的兼任。当然,董事多重兼任的信号价值和实质价值对企业都有重要意义,只是发挥作用的情境不同,企业应该注重董事团队的构成与企业不同发展阶段的具体需求相契合(Lynall等,2003),从而发挥董事会资本的最大价值。

(2) 投资机构要认识到拥有知名独立董事背书的 IPO 企业会受到较多的青睐,发行定价会比较合理;但长期来看,企业的发展还是要依靠董事兼任积累的实务经验,要关注身兼数职的董事是否能真正地给企业带来可用的资源和优势。所以,在不同的阶段,投资者对 IPO 企业的关注点大体上要经历从名声到实际的转变。同时,投资机构还要注意到它们在短期内做出的预期和评价与实际情况之间可能会有一定程度的偏离。从根本上讲,还是要加强对企业质量和潜力更深层次的了解,并注意根据实际情况及时调整自己对企业的认识和评价的标准。

(3) 对于监管机构来讲,首先,要引导通过市场机制来实现董事的有效配置(王理想等,2016),注重人才的培养并选择有经验、有声誉的独立董事建立独立董事人才库,帮助企业能够聘请到优秀的独立董事。其次,要促进董事价值的发挥,既要建立董事的声誉机制和完善的激励措施,又要加强对董事尽责履职的规范引导、法律约束和社会监督,防止把董事仅仅当作摆设或花瓶,还要防范渎职和违规行为的发生,从而保护广大投资者的利益。最后,监管机构要加强对 IPO 企业信息披露的规范和管理,缓解信息不对称,从而提高资本市场的融资效率,并努力让投资尽量回归经济效率和理性。

#### 参考文献:

- [1] Arend R J, Patel P C, Park H D. Explaining post-IPO Venture Performance through a Knowledge Based View Typology[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35, (3): 376 – 397.
- [2] Beatty R P, Ritter J R. Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15, (1): 213 – 232.
- [3] Bruderl J, Schussler R. Organizational Mortality: The Liability of Newness and Adolescence[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35, (3): 530 – 547.
- [4] Burton B, Helliar C, Power D. The Role of Corporate Governance in the IPO Process: A Note[J]. *Corporate Governance: an International Review*, 2004, 12, (3): 353 – 360.
- [5] Cai Y, Dhaliwal D S, Kim Y, Et Al. Board Interlocks and the Diffusion of Disclosure Policy[J]. *Review of Accounting Studies*, 2014, 19, (3): 1086 – 1119.
- [6] Cashman G D, Gillan S L, Jun C. Going Overboard? On Busy Directors and Firm Value[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36, (12): 3248 – 3259.
- [7] Certo S T, Holcomb T R, Holmes Jr R M. IPO Research in Management and Entrepreneurship: Moving the Agenda forward[J]. *Journal of Management*, 2009, 35, (6): 1340 – 1378.
- [8] Certo S T. Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures[J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28, (3): 432 – 446.
- [9] Chahine S, Filatotchev I, Zahra S A. Building Perceived Quality of Founder-Involved IPO Firms: Founders' Effects on Board Selection and Stock Market Performance[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2011, 35, (2): 319 – 335.
- [10] Chen C R, Mohan N J. Underwriter Spread, Underwriter Reputation, and IPO Underpricing: A Simultaneous Equation Analysis[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2002, 29, (3&4): 521 – 540.
- [11] Chen S, Bangassa K. The Impact of Underwriter Reputation on Initial Returns and Long-Run Performance of Chinese IPOs[J]. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 2011, 21, (5): 760 – 791.
- [12] Cheung Y L, Ouyang Z, Tan W. How Regulatory Changes Affect IPO Underpricing in China[J]. *China Economic Review*, 2009, 20, (4): 692 – 702.
- [13] Chiu P C, Teoh S H, Tian F. Board Interlocks and Earnings Management Contagion[J]. *Accounting Review*, 2010, 88, (3): 915 – 944.
- [14] Clements C, Neill J D, Wertheim P. Multiple Directorships, Industry Relatedness, and Corporate Governance Effectiveness[J]. *Corporate Governance*, 2015, 15, (5): 590 – 606.
- [15] Ferris S P, Jagannathan M, Pritchard A C. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Ap-

pointments[J]. *Journal of Finance*,2003,58,(3):1087-1111.

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

[17] Field L, Lowry M, Mkrtychyan A. Are Busy Boards Detrimental? [J]. *Journal of Financial Economics*,2013,109,(1):63-82.

[18] Filatotchev I, Bishop K. Board Composition, Share Ownership, and ‘Underpricing’ of UK IPO Firms[J]. *Strategic Management Journal*,2002,23,(10):941-955.

[19] Filatotchev I, Chahine S, Bruton G D. Board Interlocks and Initial Public Offering Performance in the United States and the United Kingdom: An Institutional Perspective[J/OL]. *Journal of Management*,2016 online.

[20] Geletkanycz M A, Boyd B K. CEO Outside Directorships and Firm Performance: A Reconciliation of Agency and Embeddedness Views[J]. *Academy of Management Journal*,2011,54,(2):335-352.

[21] Hambrick D C, Misangyi V F, Park C A. The Quad Model for Identifying a Corporate Director’s Potential for Effective Monitoring: Toward a New Theory of Board Sufficiency[J]. *Academy of Management Review*,2015,40,(3):323-344.

[22] Harris I C, Shimizu K. Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors[J]. *Journal of Management Studies*,2004,41,(5):775-798.

[23] Hillman A J, Dalziel T. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives[J]. *Academy of Management Review*,2003,28,(3):383-396.

[24] Ibbotson R G, Sindelar J L, Ritter J R. Initial Public Offerings[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*,1988,1,(2):37-45.

[25] Jain B A, Kini O. The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms [J]. *The Journal of Finance*,1994,49,(5):1699-1726.

[26] Jiraporn P, Singh M, Lee C I. Ineffective Corporate Governance: Director Busyness and Board Committee Memberships[J]. *Journal of Banking & Finance*,2009,33,(5):819-828.

[27] Keister L A. Engineering Growth: Business Group Structure and Firm Performance in China’s Transition Economy [J]. *American Journal of Sociology*,1998,104,(2):404-440.

[28] Kroszner R S, Strahan P E. Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability[J]. *Journal of Financial Economics*,2001,62,(3):415-452.

[29] Loughran T, Ritter J R. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings[J]. *The Journal of Finance*,1997,52,(5):1823-1850.

[30] Lynall M D, Golden B R, Hillman A J. Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View[J]. *Academy of Management Review*,2003,28,(3):416-431.

[31] Maman D. Research Note: Interlocking Ties within Business Groups in Israel—A Longitudinal Analysis, 1974—1987[J]. *Organization Studies*,1999,20,(2):323-339.

[32] Masulis R W, Mobbs S. Independent Director Incentives: Where do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy? [J]. *Journal of Financial Economics*,2014,111,(2):406-429.

[33] Mizruchi M S, Stearns L B. A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates[J]. *Administrative Science Quarterly*,1988,33,(2):194-210.

[34] Peng M W, Au K Y, Wang D Y L. Interlocking Directorates as Corporate Governance in Third World Multinationals: Theory and Evidence from Thailand[J]. *Asia Pacific Journal of Management*,2001,18,(2):161-181.

[35] Pfeffer J, Salancik G R. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*[M]. Stanford University Press,2003.

[36] Podolny J M. Networks as the Pipes and Prisms of the Market[J]. *American Journal of Sociology*,2001,107,(1):33-60.

[37] Pugliese A, Bezemer P, Zattoni A, Et Al. Boards of Directors’ Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda. [J]. *Corporate Governance: An International Review*,2009,17,(3):292-306.

[38] Ritter J R, Welch I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations [J]. *The Journal of Finance*,2002,57,(4):



1795 – 1828.

- [39] Spence M. Job Market Signaling[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1973, 87, (3) : 355 – 374.
- [40] Sullivan B N, Tang Y. Which Signal to Rely on? The Impact of the Quality of Board Interlocks and Inventive Capabilities on Research and Development Alliance Formation under Uncertainty[J]. Strategic Organization, 2013, 11, (4) : 364 – 388.
- [41] Suchman M C. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches[J]. Academy of Management Review, 1995, 20, (3) : 571 – 610.
- [42] Tajfel H. Social Identity and Intergroup Behaviour[J]. Social Science Information/Sur Les Sciences Sociales, 1974, 13, (2) : 65 – 93.
- [43] Tan Y, Huang H, Lu H. The Effect of Venture Capital Investment——Evidence from China's Small and Medium-Sized Enterprises Board[J]. Journal of Small Business Management, 2013, 51, (1) : 138 – 157.
- [44] Tuschke A, Sanders W M, Hernandez E. Whose Experience Matters in the Boardroom? The Effects of Experiential and Vicarious Learning on Emerging Market Entry[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35, (3) : 398 – 418.
- [45] Wang T, Song M. Are Founder Directors Detrimental to New Ventures at Initial Public Offering? [J]. Journal of Management, 2016, 42, (3) : 644 – 670.
- [46] Westphal J D, Graebner M E. A Matter of Appearances: How Corporate Leaders Manage the Impressions of Financial Analysts about the Conduct of Their Boards[J]. Academy of Management Journal, 2010, 53, (1) : 15 – 44.
- [47] Withers M C, Hillman A J, Cannella A A. A Multidisciplinary Review of the Director Selection Literature[J]. Journal of Management, 2012, 38, (1) : 243 – 277.
- [48] Xin K K, Pearce J L. Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support[J]. Academy of Management Journal, 1996, 39, (6) : 1641 – 1658.
- [49] Zahra S A. A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior: A Critique and Extension[J]. Entrepreneurship: Theory and Practice, 1993, 17, (4) : 5 – 22.
- [50] 陈胜蓝. 财务会计信息与 IPO 抑价[J]. 北京: 金融研究, 2010, (5).
- [51] 李留闯. 连锁董事对公司业绩和 CEO 薪酬的影响——基于网络视角的研究[D]. 西安交通大学, 2013.
- [52] 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价[J]. 北京: 经济研究, 2005, (5).
- [53] 龙静. 创业关系网络与新创企业绩效——基于创业发展阶段的分析[J]. 北京: 经济管理, 2016, (5).
- [54] 罗进辉. 独立董事的明星效应: 基于高管薪酬—业绩敏感性的考察[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (3).
- [55] 马如静, 蒙小兰, 唐雪松. 独立董事兼职席位的信号功能——来自 IPO 市场的证据[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (4).
- [56] 宁向东, 崔弼洙, 张颖. 基于声誉的独立董事行为研究[J]. 北京: 清华大学学报(哲学社会科学版), 2012, (1).
- [57] 任海云. 公司治理对 R&D 投入与企业绩效关系调节效应研究[J]. 哈尔滨: 管理科学, 2011, (5).
- [58] 孙建华. IPO 后公司经营业绩下滑的实证——基于风险投资视角[J]. 成都: 财经科学, 2015, (8).
- [59] 田高良, 李留闯, 齐保全. 连锁董事、财务绩效和公司价值[J]. 哈尔滨: 管理科学, 2011, (3).
- [60] 王理想, 姚小涛, 吴瀚. 从连锁董事资本到企业资本的转化: 机制、动机与影响因素[J]. 北京: 经济管理, 2016, (6).
- [61] 魏明海, 黄琼宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J]. 北京: 管理世界, 2013, (3).
- [62] 吴翠凤, 吴世农, 刘威. 风险投资介入创业企业偏好及其方式研究——基于中国创业板上市公司的经验数据[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (5).
- [63] 许昊, 万迪昉, 徐晋. 风险投资改善了新创企业 IPO 绩效吗? [J]. 北京: 科研管理, 2016, (1).
- [64] 闫甜, 李峰. 中国上市公司 IPO 后经营业绩下滑之谜: 文献综述[J]. 北京: 经济与管理研究, 2014, (2).
- [65] 郑方. 治理与战略的双重嵌入性——基于连锁董事网络的研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2011, (9).
- [66] 曾江洪, 杨开发. 风险资本对 IPO 抑价的影响——基于中国中小企业板上市公司的实证研究[J]. 北京: 经济与管理研究, 2010, (5).
- [67] 邹高峰, 张维, 徐晓婉. 中国 IPO 抑价的构成及影响因素研究[J]. 天津: 管理科学学报, 2012, (4).

**The Influence of Directors' Multiple Directorships on Entrepreneurial Firms' IPO Performance:  
From Provide Legitimacy to Relieve Resources Dependence**

WANG Li-xiang, YAO Xiao-tao

(School of Management of Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710049, China)

**Abstract:** Entrepreneurial IPO firms face the liability of market newness and smallness. They lack the legitimacy appreciated by investors and the resources needed for development, which lead to high IPO underpricing and slow growth after IPO. As the symbol of board's capability and reputation, directors' multiple directorships, which are very common in IPO firms, could provide an endorsement of legitimacy for enterprises and ease their resource dependence. So, could directors' multiple directorships exert "signal value" and "substantial value" to help IPO firms to overcome their liabilities? This paper empirical examine different kinds of multiple directorships' influence on IPO underpricing and firms' financial performance after IPO to answer this question.

At the beginning of the research, different kinds of multiple directorships are classified for the study of their signal and substantial value. Firstly, for the signal value, as legitimacy signals from outside of firms, independent directors' multiple directorships, including both their directorships in listed and unlisted firms, are helpful for improving investors' valuation and reducing IPO underpricing as they have high reputation or related experience. While insider directors' multiple directorships have no effect on that as their most directorships are from unlisted and intragroup firms which are quite common for IPO firms and lack enough reputation and experience. Secondly, directors' multiple directorships, both from independent and inside directors, could bring substantial resources and advantages for firms, which are quite important and complementary for young firms and teams, are helpful for improving firms' financial performance after IPO. But only directorships in unlisted firms like finance firms or affiliated firms have this substantial value as they can bring more related resources and experience to IPO firms and they are more influential to deliver that to IPO firms.

Based on above findings, this paper compare different values for different kind of multiple directorships and under different contexts. On the one side, different types of multiple directorships, classified by independent or dependent and from listed or unlisted firms, have different capitals and values. Therefore, micro-characteristics of multiple directorships could affect the effectiveness of the transformation from directorships capital to corporate capital. For the signal value, signals from outside are quite important as they could be endorsement for firms' legitimacy. For the substantial value, the usability of resources form relation are very important. Multiple directorships holding influential positions and from related companies would provide more substantial value. On the other side, firms' have different needs of board capital under different contexts, social reputation behind directorships are highly valued in the IPO market while the practical capabilities acquired from directorships are much more important in business operation process. This difference cause deviations between the cognitive evaluation (signal value) and the actual impact (substantial value) of multiple directorships to some extent, which means one kind of directorships may not have persistent value under all contexts. The limitation of cognition standard and competence under specific context are related to the deviation.

This research focus on the value of multiple directorships to entrepreneurial enterprise which have high information asymmetry and uncertainty. The conclusions of this paper are helpful to understand the controversy of the researches on the value of multiple directorships and have some implications for signalling theory. For the practice of management, IPO firms should select directors and make up a board according for their needs and development stage and contexts, investors should deepen their understanding of IPO firms' signals, quality and potential to make good decision, and the regulatory authority should establish a market mechanism for selection of directors and supervise their works more carefully especially to those who have multiple directorships.

**Key Words:** multiple directorships; IPO underpricing; firm performance; growth enterprise market

(责任编辑:文 川)