

有關係是加分還是扣分： 淺談社會聯結之優劣

文·圖／張景宏

你或許聽過這麼一句玩笑話：有關係沒關係。乍聽之下，這意味著朋友越多越好；認識不同的人應該可以為我們帶來好處。然而是不是認識越多人越好、越有利或是真的越沒關係呢？如果延伸到公司或其他機構單位的層面上，是否也能帶來意想不到的收穫呢？這樣的「關係」沒有任何負面的隱憂嗎？

我們先約略定義「社會網絡」在這個議題裡的意涵。在社會、經濟或是財務領域裡，人與人之間的互動關係（例如一起參與過同一個社團、組織等），可統稱為「社會網絡」或「社會聯結」，代表著人與人之間聯繫與溝通的橋樑。顯而易見地，社會網絡存在我們周遭並對生活的經濟環境造成影響。在財務的世界裡，社會網絡以許多不同面向呈現並影響著資本市場。一方面透過人與人之間的聯繫，社會網絡可增加資訊流動、意見交換，進而降低彼此資訊不對稱與公司治理產生的問題。另一方面，聯結可能發生人與人的勾結、互利，過多也可能受到不必要的訊息干擾，或僅代表一個認識很多人的經理人處於過度忙碌的社交狀態，進而衍生出嚴重的代理人問題。因此，社會網絡對於公司或金融機構的利與弊，或許不是那麼直觀且容易判定的。

網絡提升資訊效率

哈佛大學經濟系教授Stein在其2003年的文章中提到，資訊不對稱與代理人問題顯著違背了Modigliani與Miller(1958)所提出的「完美資本市場假設」。從Stein的論述出發，加州大學聖地牙哥分校的Engelberg教授與其團隊將社會網絡對公司融資問題做了結合。他們發現，由於融資成本根本上取決於資訊不對稱與可能的代理人問題，因此，若借方公司的經理人、董事們與貸方銀行職員存在社會聯結，例如：曾經任職於同一家公司、畢業於同一所學校，這樣的關係可以消弭借貸雙方的資訊不對稱性，讓貸方銀行取得更多訊息以監督借方公司產生違約及道德風險。因此，公司的貸款利率可進一步降低，貸方甚至可排除合約中作保證約定的動作，或是就算有保證約定，其約定事項也相對較少，貸款額度也獲得提升。當然，這樣低廉優惠的借款條件，讓人很自然地聯想到公司經營者與銀行管理階層雙方私利互惠的可能性。然而，研究卻發現，在公司借款後，公司未來的信用評鑑與股價都提升了。這樣的檢驗，讓我們了解到人與人之間的互動，確實可以讓資訊有效率地流通，進而增強監督的機制。另外，在公司重要的併購交易上，有研究發現，當併購買賣雙方有共同的聯結關

係存在時，如一位董事同時在買賣雙方公司任職、或是雙方董事都在另一個公司擔任董事職位，那併購方的收購溢價將降低，且併購後其公司價值將提升。

上述公司對外融資與併購的利多實證，讓我們了解到與公司以外的人熟識，對公司與市場之間的訊息傳遞是很有助益的。類似的研究也發現，當公司董事與共同基金經理人，或證券分析師與公司管理高層有某種形式的社會聯結，都能降低雙方的資訊不對稱性，進而提升基金投資與分析師預測的表現。在應用於其他地方，如創業投資產業，當創投公司本身有較強、較完善的溝通網絡時，其選擇投資的對象通常能為創投公司帶來更高的報酬。

至於公司內部本身的社會網絡，新加坡南洋理工大學Kang教授和其團隊發現，雖然研發能讓公司在市場上獲取競爭優勢，但由於研發是一連串探索的過程、具有極高的不確定性，同時伴隨著相當的公司特殊性，因此每一個階段、環節都需要眾人的合作與腦力激盪。在這個情況下，如果公司執行長與獨立董事們都畢業於同一所學校或是進入同一個社會團體，如：扶輪社、高爾夫球俱樂部等，這樣情況下所產生的聯結有助於建立雙方的互信與忠誠。這一層「友善」關係，一方面促使執行長願意與董事們分享公司投資研發的狀況與瓶頸，相對地，董事們也願意且適時給予建議。有這類關係的公司其專利權及專利引用數目相較其他無此關係的公司更高。

關係真的有好無壞？

透過關係促使訊息有效率的流動，的確

讓我們更能了解彼此，而這樣的感覺彷彿是告訴我們認識越多人越好、越方便。然而，這樣的關係時常伴隨著互相圖利、利益勾結的負面社會事件。例如，曾經發生過魚市場裡的拍賣員與承銷商之間透過工作往來，互相勾結賺取私利，以非現撈魚貨充當現撈漁獲來拍賣。

在實證研究上，有研究發現當公司執行長與部門經理有社會連結時，這些部門單位容易被分配更多的資源，這些部門經理們也較容易升遷，但也因此造成公司整體投資無法達到效率最佳化。研究進一步發現，公司高層分配資源的考量中，有沒有「關係」的因素，更勝於該部門經理的資歷與能力。而掌握任用實權的CEO(執行長)透過個人的社會網絡，找尋熟識的人擔任公司董事時，該董事可能降低對公司決策方針的監督，因此可能產生較多對公司價值有損害的併購活動，也因此市場對於這樣的公司給予較低評價。另外，當CEO與其董事們透過學歷（如上過同一所大學或是參加同一個社團組織）而形成的連結，該公司財務報告欺詐的機率會增加。

針對這樣的現象，2002年的沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)及其衍生的法規強化了公司財務報告、治理、監管、獨立董事比例等結構機制。研究發現，在沙賓法案通過後，因CEO與董事有社會連結而造成公司財務報告欺詐的機率顯著降低。值得一提的是，隨後相關的法規中增加了獨立董事的比例，在實證作法上，可以將獨立董事進一步分成兩大類，其一是沒有在公司任職、並未擔任重要業務或專業聯繫的一般獨立董事；另一種獨立董事則有更嚴謹的定義，獨

立董事與公司經理人不得參加相同的社團活動，獨董必須擁有「社團獨立性(socially independent)」。研究發現，擁有「社團獨立性」的獨立董事會提升公司的監督效果，造成CEO的薪資降低、汰換率增加，提升公司價值。當然，當一個人如公司的董事認識很多人，一方面代表他能夠傳遞有用的資訊，作為公司對外的橋樑。另一方面，可能也代表該董事忙碌奔波於不同的公司、場合，因此忽略身為董事對於公司監督的職責。

結語：廣結善緣，讓1+1>2

綜上所述，我們不難發現人與人之間的聯繫除了改變個人行為，也能對公司各種政策造成不可小覷的後續效果，進而影響股東權益。從上述實證研究可知，社會連結大都以曾在同一所學校就讀、曾在同一個公司組織工作亦或參與社團組織活動等累加式地衡量。然而，社會連結的構成型態可以有各種不同的程度或變化，例如，可以利用統計方法來定義一個人社會網絡的強度，依其與他人在網絡的位置或重要性作區別，來了解認識的人裡面，有多少人具有相對高的重要性或參考性，即連結的價值度。也可以將連結分成不同的類別，例如：是否認識民主黨或是共和黨的黨員，並探討其對於公司價值或是公司投資、現金政策、財務槓桿的影響。總之，社會網絡本身對於資訊的傳播一定有其

正面的助益，不管在生活中或公司組織，若能妥善運用人與人之間的聯繫，定能為彼此加分。（本專欄策畫／工商管理學系郭佳瑋教授）

參考資料：

- [1] Cohen, L., Frazzini, A., & Malloy, C. (2010). Sell - side school ties. *Journal of Finance*, 65(4), 1409-1437.
- [2] Duchin, R., & Sosyura, D. (2013). Divisional managers and internal capital markets. *Journal of Finance*, 68(2), 387-429.
- [3] Engelberg, J., Gao, P., & Parsons, C. A. (2012). Friends with money. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 169-188.
- [4] Fracassi, C., & Tate, G. (2012). External networking and internal firm governance. *Journal of Finance*, 67(1), 153-194.
- [5] Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- [6] Ishii, J., & Xuan, Y. (2014). Acquirer-target social ties and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 344-363.
- [7] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48(3), 261-297.
- [8] Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 111-165). Elsevier.

張景宏小檔案

臺大財務金融學系暨研究所助理教授，亞利桑那州立大學財務金融博士，亞利桑那大學財金碩士，密蘇里哥倫比亞大學企管碩士。主要研究領域為公司財務、公司現金政策、公司投資創新政策、董事會組織以及社會網絡。教學課程包含財務管理、財務金融研討、財務程式設計等。