

代理成本、机构投资者监督与 独立董事津贴^{*}

谢德仁, 黄亮华

(清华大学 经济管理学院, 北京 100084)

摘要:文章运用我国上市公司2002—2010年间的研究公司代理成本和独立董事津贴之间的关系,以及机构投资者的监督对两者关系的影响。研究结果显示,独立董事津贴与独立董事所在公司代理成本之间存在正相关关系,机构投资者监督强化了这一正相关关系,且这两种关系主要出现在代理成本相对较低的公司。文章研究结果意味着,独立董事已在一定程度上认知和重视公司的代理成本,且可能要求不同程度的津贴水平为其面临的代理问题寻求风险补偿,而机构投资者的监督促进了独立董事重视所在公司的代理成本,从而进一步提高其风险补偿。

关键词:独立董事;津贴;风险;代理成本;机构投资者

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)02-0092-11

一、引言

2001年8月,中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求上市公司引入独立董事,把独立董事制度视作“提高上市公司管理水平,改善上市公司治理结构,促进上市公司规范运作”的一项重要制度安排。自2002年起,我国上市公司的董事会结构发生了较大变化,到2003年,上市公司独立董事已占全体董事的1/3左右。我国的独立董事不仅“具有公司法和其他相关法律、法规赋予董事的职权”,还被要求就“聘任或解聘高级管理人员,公司董事、高级管理人员的薪酬,以及可能损害中小股东权益的事项”等向董事会或股东大会发表独立意见,而且“上市公司应当将独立董事的意见予以公告”。这些事项都与公司的代理问题有着千丝万缕的联系,可见独立董事在降低公司代理成本、提升公司治理水平方面被赋予了相当的权力和期望。依照证监会前述文件,“为了保证独立董事有效行使职权,上市公司应当为独

收稿日期:2012-10-30

基金项目:国家自然科学基金资助项目(71172010)

作者简介:谢德仁(1972—),男,安徽徽州人,清华大学经济管理学院教授,博士生导师;

黄亮华(1981—),男,湖北潜江人,清华大学经济管理学院博士研究生。

立董事提供必要的条件:上市公司应当给予独立董事适当的津贴;除上述津贴外,独立董事不应该从上市公司及其主要股东或有利害关系的机构和人员取得额外的、未予披露的其他利益”。独立董事津贴成为独立董事能够从公司合法获取的唯一货币性报酬。

然而,经过我国近 10 年的独立董事实践,该制度的有效性却颇有争议,独立董事被认为“不独立、不懂事”,是“花瓶”的言论也常见诸报端。^①但我们相信,独立董事虽然在降低公司代理成本方面的作用有限,但其在与公司高管接触、参与董事会及其专业委员会的运作和收集了解公司信息的过程中,会对公司代理问题有较深入的了解。如有研究发现,在公司的盈余管理很严重、业绩变差等情况下,独立董事会“发表反对意见”或“离职”(支晓强和童盼,2005;叶康涛等,2011),这表明独立董事对公司的盈余管理和经营状况等有一定的了解。既然独立董事能够了解公司代理问题的严重程度,那么,独立董事是否会要求不同的津贴水平为其面临的代理问题寻求风险补偿?机构投资者股东是否会为促进独立董事发挥治理作用而使独立董事的风险补偿进一步提高?本文将利用我国上市公司 2002—2010 年的数据对此展开研究。

二、研究假说

(一)相关文献简要回顾

有关独立董事的研究文献已有很多,本文着重回顾有关独立董事薪酬激励的相关文献。早期的国外文献主要关注独立董事薪酬结构的差异及其影响。如 Perry(2000)发现,如果赋予独立董事股票期权等激励性薪酬,当公司的业绩变差时,更换 CEO 的概率更高。Ryan 和 Wiggins(2004)发现,外部董事比例越高,股票报酬在董事津贴中的比例越高,当 CEO 有掏空的动机或两职兼任时,现金在董事津贴中的比例更高。随着强调独立董事作用的相关制度建设,在同一公司中任职的独立董事薪酬水平相同的情况正在发生变化。如 Engel 等(2010)发现,萨班斯奥克斯法案实施后,作为审计委员会成员的外部董事的报酬有所提高,而且这部分津贴与公司的审计费用正相关。我国学者也对独立董事津贴展开了初步研究,独立董事的激励水平是否合理是中心问题,但对这一问题未达成共识。如赵武德等(2008)认为,年度津贴并没有对独立董事起到足够的激励作用,独立董事薪酬对公司会计盈余稳健性的影响很小。谢德仁 and 黄亮华(2012)发现,水平模型上所存在独立董事津贴与公司业绩的正相关关系仅仅是业绩较好的公司支付给独立董事津贴较高而已,独立董事津贴没有发挥激励作用。而王兵(2007)则发现,独立董事津贴过高,会对公司盈余质量造成负面影响;唐雪松等(2010)运用 2005—2007 年的数据发现,独立董事从公司获得的报酬越高时,独立董事说“不”的可能性越低,这意味着存在独立董事激励过度的可能,过度激励降低了独立董事的独立性,独立

董事没有实施有效的监督。

(二) 研究假说

上述研究都没有考虑独立董事的津贴是否反映了独立董事对公司代理问题可能带来的风险补偿要求。无疑,对于担任代理问题比较严重,从而代理成本比较高的公司独立董事会通过要求相对较高水平的津贴来获得风险补偿。当然,这取决于独立董事信息获取能力以合理评估将任职公司的代理问题可能隐含的风险及其自身的风险厌恶程度、谈判地位等因素。

如果独立董事候选人是谨慎的,那么,其在接受任职邀请之前就会主动通过多种方式了解拟任职公司的代理问题,从而可以合理评估其将要面临的独立董事职业风险。此时,独立董事的策略无非是两类:一类是评估后接受邀请。一方面意欲通过自身参与公司治理来适度控制公司的代理成本以降低自身面临的风险;另一方面要求适度的津贴以补偿自身的潜在风险,此时我们可观察到,独立董事津贴与代理成本正相关。另一类是评估后放弃任职机会。当然,不同的独立董事候选人因自身特征差异(包括信息获取和风险评估能力、私人财富、声誉价值、风险厌恶程度以及独立董事任职动机等)而要求的风险补偿也不相同。如唐清泉(2006)的研究显示,有较高认知能力的独立董事不仅获得了更高的报酬,也更具有规避风险的能力。独立董事津贴还会受独立董事市场竞争因素的影响,独立董事候选人和公司会基于同一行业公司独立董事津贴的平均水平进行协商。此外,我们并不排除某些首次接受某一公司邀请担任独立董事的人士可能并不完全了解任职公司的代理问题,但其在担任独立董事一年之后一般应该比较了解,进而会在独立董事津贴中体现出其对代理问题的风险补偿要求,或在任职期未满时辞职,或至少不会续任第二个聘期,代理问题严重的公司将不得不提高独立董事津贴才能聘任到符合监管层要求数量的独立董事。

按照上述分析,就独立董事群体而言,我们可以观察到,上市公司的代理问题越严重,代理成本越高,独立董事会要求越高的风险补偿,公司也越愿意给予独立董事更高津贴以试图诱惑独立董事适度不独立,故两者呈现出正相关关系。基于此,我们提出以下待检验的研究假说。

假说 1: 独立董事津贴与所在公司代理成本正相关。

虽然我们在假说 1 的推理中判断独立董事会针对公司代理成本和风险要求获取风险补偿,但现有文献发现,独立董事津贴和公司业绩不相关,独立董事津贴激励不足(如赵德武等,2008;谢德仁和黄亮华,2012),以及目前我国上市公司独立董事所面临的风险还只是声誉损失风险,而基本没有出现因公司损害股东利益而引起的诉讼风险,故独立董事候选人也可能对持续经营中的企业代理成本及其风险缺乏足够的敏感(主观上重视程度和风险补偿要求不足),或者由于有些独立董事因自身主要任职的收入水平和其社会地位及社

交网络层次不高,而很看重独立董事的津贴收入和社会地位及社交网络关系资源,因此,其缺乏谈判优势,进而对公司较高代理成本的风险认识不够或不能予以重视。这些都会导致独立董事并没有针对较高代理成本寻求合适的风险补偿。若此,则我们就难以观察到假说1中的关联关系,选择高代理成本公司任职的独立董事就更可能对代理成本及其风险不敏感。这是因为:第一,现有的独立董事津贴平均水平与因公司代理成本高而带来的独立董事声誉价值损失以及失去独立董事任职资格潜在损失等相比较,前者难以补偿后者;第二,就我国现有的董事会结构,独立董事不太可能大幅度改进公司治理和降低其面临的风险;第三,既然市场上存在一些因看重独立董事津贴和社交网络关系资源等而对公司高代理成本不太敏感的独立董事候选人,公司也就大可不必支付高昂的独立董事津贴对独立董事进行风险补偿。若给定独立董事的信息获取和风险认知能力,选择低代理成本公司任职的独立董事对代理成本及风险更敏感,他们更会要求风险补偿;另一方面,由于低代理成本公司的风险补偿金额较低,这类公司也更易满足独立董事候选人的风险补偿要求。为此,若假说1中的独立董事津贴与代理成本正相关关联存在,则更可能在低代理成本公司中观察到。为此,我们在假说1的基础上进一步提出下面的研究假说。

假说2:相比高代理成本公司,独立董事津贴与所在公司代理成本的正相关关联更可能出现在低代理成本公司之中。

在我国社会公众投资者中,切实关注公司代理成本且能对公司治理产生影响的是机构投资者。随着我国资本市场的发展,机构投资者已渐居主导地位,促进了公司治理水平和资本市场有效性的提升。如机构投资者持股比例越高的公司盈余管理程度越低(程书强,2006),信息环境越好,会计信息质量越高,公司内外部之间信息不对称程度也越低。此外,机构投资者持股比例越高,公司股票价格对公司特有信息的反映程度也越高(侯宇和叶冬艳,2008)。机构投资者持股比例较高的公司较少陷入财务困境和发生债务重组(谢德仁和张高菊,2007)。当然,这些证据也可能源自机构投资者更倾向于和更有能力选择治理质量较高和业绩较好的公司。即使如此,这也是一个积极的信号,公司为吸引机构投资者也会有动力改进治理。无论机构投资者是直接抑或间接发挥了公司治理作用,都会促进董事会改进公司治理。因此,机构投资者持股比例较高,公司与投资者之间的信息不对称程度较低,包括独立董事在内的董事面临的监督较强,股东要求的公司治理水平也较高,同等程度的代理问题给董事带来的潜在风险变成现实的概率也较高,独立董事为此会要求更高的津贴以做风险补偿。当然,在此情形下,独立董事需要更努力地参与公司治理以降低公司代理成本。总之,相对于机构投资者持股较低的公司,机构投资者持股比例较高公司的独立董事津贴与公司代理成本之间的正相关关系更强。

为此,我们进一步提出以下待检验的研究假说。

假说 3:机构投资者持股比例越高,独立董事津贴和公司代理成本之间的正相关关系越强。

当然,按照假说 2 的推理逻辑,我们也不排除假说 3 中的情况主要存在于低代理成本公司,但为保持此假说的独立性,在研究假说中我们不予以细分,而是在研究设计中加以控制。

三、研究设计和样本

基于前文的分析,我们在检验中把所有样本观测值分为两组,即高代理成本公司组(用 AC_H 来表示)和低代理成本公司组(用 AC_L 来表示),然后分别对各个假说进行检验。我们将样本中的各个公司某年度的代理成本与同年同行业所有公司代理成本的中位数进行比较,高于中位数的界定为高代理成本公司,低于中位数的界定为低代理成本公司。

我们采用模型(1)和模型(2)检验假说。其中,代理成本(AAC)选用经行业中位数调整的“支付其他和经营活动有关的现金/营业收入”来衡量,因为公司经理人的在职消费和控股股东对公司的掏空行为等都体现在公司支付的其他和经营活动有关的现金中,故我们采用此指标衡量公司的代理成本,并除以营业收入去除公司规模影响。在模型(1)和模型(2)中,因变量均为 $t+1$ 年的独立董事津贴($LnCOMP$)。模型(1)中的解释变量为公司 t 年经行业中位数调整后的代理成本(AAC),若 AAC 的系数 β_1 显著为正,则假说 1 通过检验(我们也会用未经行业调整的代理成本进行回归)。若 β_1 仅在低代理成本公司组中显著为正,或者在高低代理成本公司组中都显著,但在低代理成本公司组中更显著,则假说 2 通过检验。模型(2)中的解释变量为 AAC 以及 AAC 与机构投资者持股比例(INSHR)的交叉项,若交叉项的回归系数 β_3 显著为正,则假说 3 通过检验。在模型(1)和模型(2)中,控制变量包括 t 年的公司业绩(ROA)总资产报酬率、公司规模(SIZE)为年末总资产的自然对数、财务杠杆(LEV)、董事会规模(BOARDN)、独立董事比例(INDIR)、第一大股东持股比例(FSHR)、股权制衡度(SHBAL)为年末第一大股东持股比例除以第 2—第 5 大股东持股比例之和、董事长和总经理两职兼任(DUAL)、是否国有控股(SOE)、公司所处地区(AREA)以及年份(YEAR)和行业(IND)等。

$$\begin{aligned} LnCOMP_{t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 AAC_t + \beta_2 INSHR_t + \beta_3 CROWTH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t \\ & + \beta_6 BOARDN_t + \beta_7 INDIR_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 DUAL_t + \beta_{10} SOE_t + \\ & \sum_K \varphi_K AREA + \sum_L \gamma_L IND + \sum_P \varphi_P YEAR \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} LnCOMR_{t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 AAC_t + \beta_2 INSHR_t + \beta_3 AAC_t \times INSHR_t + \beta_4 CROWTH_t \\ & + \beta_5 SIZE_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 BOARDN_t + \beta_8 INDIR_t + \beta_9 ROA_t \end{aligned}$$

$$+\beta_{10}DUAL_t+\beta_{11}SOE_t+\sum_K\varphi_KAREA+\sum_L\gamma_LIND+\sum_P\varphi_PYEAR \quad (2)$$

本文使用 2002—2010 年我国 A 股上市公司的数据,其中,年报数据源自国泰安数据库(CSMAR),机构投资者持股比例数据源自锐思数据库(RESSET)。由于年报中披露的是所有在任和不在任独立董事当年领取的津贴,或是新旧津贴水平的混合,为了消除这些计量上的瑕疵,我们手工翻阅了公司的年报和与独立董事津贴变更相关的董事会公告,统一计算选取年底时最新的年均津贴水平。此外,本文还剔除了在同一家公司任职却领取不同津贴而又缺乏解释的观测值,最后挑选了所有独立董事津贴相同的公司作为样本,同时剔除了金融业和 ST 公司,并对所有连续变量进行了上下 1%的 winsorize 处理。

四、检验结果与分析

(一)描述性统计

描述性统计显示,^②平均的独立董事津贴均值为 4 万元左右(其自然对数为 10.6),最高的为 14 万元,最低的 1 千元。公司的代理成本变量(支付其他和经营活动有关的现金/营业收入)均值为 14.8%。在其他变量中,独立董事比例(INDIR)的均值为 31.1%,中值为 30.77%,均达到了 30%以上,恰好满足证监会发布的《上市公司治理准则》的要求;机构投资者持股比例的均值为 21.6%,可见机构投资者确实已成为我国上市公司有影响力的重要股东。

(二)检验结果与分析

表 1 的第(1)列和第(2)列是对假说 1 的检验结果。第(1)列是未经行业中位数调整的代理成本(AC)对独立董事津贴的回归结果,两者正相关,并在 10%的水平上显著。这表明 t-1 年公司代理成本越高,t 年独立董事津贴也越高。第(2)列是经同年同行业中位数调整的代理成本(AAC)对独立董事津贴的回归结果,独立董事津贴和 AAC 也是在 10%的水平上显著正相关。第(1)列和第(2)列的回归结果说明,独立董事津贴与所在公司代理成本之间存在正相关关系,假说 1 通过检验。从控制变量来看,业绩好、规模大、董事会规模大、独立董事比例高和经济发达地区的公司的独立董事津贴更高,而第一大股东持股比例越高,独立董事津贴越低,国有控股上市公司的独立董事津贴较低,这些结果和现有文献的发现基本一致。

表 1 的第(3)列和第(4)列是对假说 2 的检验结果。结果显示:在高代理成本公司组(AC_H)中,独立董事津贴与公司代理成本之间的相关系数为 -0.0215,t 值为 -0.81,缺乏统计显著性,表明两者不存在显著的正相关关系;而在低代理成本公司组(AC_L)中,两者之间的系数为 0.8610,且在 1%水平上显著(t 值为 3.86),显示两者显著正相关。为提高假说 2 回归结果的稳

健性,我们还将各年度公司按照调整后的代理成本(AAC)高低分成 9 组,去除接近于中位数的公司观测值(即 AAC 分组中的第 5 组),剩余观测值被重新分类为高代理成本公司组和低代理成本公司组,其回归结果见表 1 的第(5)列和第(6)列。结果显示,对于高代理成本公司组,独立董事津贴和 AAC 的相关系数为-0.0257,t 值为-0.94,两者不存在显著关系;而对于低代理成本公司组,两者之间的相关系数为 0.8870,并在 1%的水平上显著(t 值为 3.67)。

表 1 独立董事津贴与所在公司代理成本关系检验结果

变量/参数	(1)	(2)	(3) AC_H	(4) AC_L	(5) AC_H	(6) AC_L	(7)
AC	0.0422* (1.82)						
AAC		0.0450* (1.94)	-0.0215 (-0.81)	0.8610 *** (3.86)	-0.0257 (-0.94)	0.8870 *** (3.67)	0.7360 *** (3.70)
H							0.0228 * (1.85)
H×AAC							-0.7570 *** (-3.74)
INSHR	0.1240 *** (5.05)	0.1230 *** (5.05)	0.1270 *** (3.68)	0.1200 *** (3.42)	0.1250 *** (3.40)	0.1180 *** (3.17)	0.1200 *** (4.89)
ROA	0.0066 *** (7.32)	0.0066 *** (7.34)	0.0057 *** (4.99)	0.0082 *** (5.44)	0.0054 *** (4.57)	0.0089 *** (5.65)	0.0066 *** (7.28)
GROWTH	-0.0001 (-0.71)	-0.0001 (-0.70)	-0.0000 (-0.23)	-0.0001 (-0.59)	-0.0000 (-0.21)	-0.0002 (-1.34)	-0.0001 (-0.61)
SIZE	0.1390 *** (24.71)	0.1390 *** (24.72)	0.1280 *** (16.13)	0.1540 *** (18.77)	0.1260 *** (14.86)	0.1460 *** (16.77)	0.1410 *** (24.96)
LEV	-0.0001 (-0.33)	-0.0001 (-0.33)	0.0004 (0.83)	-0.0005 (-1.16)	0.0004 (0.88)	-0.0002 (-0.39)	-0.0001 (-0.26)
BOARDN	0.0058 *** (4.72)	0.0058 *** (4.72)	0.0042 *** (2.50)	0.0070 *** (3.86)	0.0050 *** (2.76)	0.0082 *** (4.27)	0.0058 *** (4.69)
INDIR	0.0017 *** (3.22)	0.0017 *** (3.22)	0.0025 *** (3.40)	0.0009 (1.15)	0.0025 *** (3.14)	0.0009 (1.11)	0.0017 *** (3.14)
FSHR	-0.1520 *** (-4.32)	-0.1520 *** (-4.32)	-0.1100 ** (-2.25)	-0.1910 *** (-3.74)	-0.1090 ** (-2.09)	-0.1870 *** (-3.44)	-0.1380 *** (-3.91)
SHBAL	-0.0002 (-0.65)	-0.0002 (-0.66)	-0.0009 *** (-2.60)	0.0001 (0.31)	-0.0007* (-1.90)	0.0001 (0.22)	-0.0003 (-1.43)
DUAL	0.0191 (1.39)	0.0191 (1.38)	0.0383 ** (2.07)	-0.0020 (-0.10)	0.0400 ** (2.05)	-0.0091 (-0.41)	0.0202 (1.46)
SOE	-0.0744 *** (-6.53)	-0.0742 *** (-6.51)	-0.0749 *** (-4.90)	-0.0819 *** (-3.43)	-0.0819 *** (-5.05)	-0.0634 *** (-3.45)	-0.0691 *** (-6.05)
AREA1	0.0971 *** (7.94)	0.0972 *** (7.94)	0.1130 *** (6.96)	0.0906 *** (4.81)	0.1150 *** (6.67)	0.0842 *** (4.20)	0.1010 *** (8.24)
AREA2	-0.0065 (-0.45)	-0.0064 (-0.45)	0.0040 (0.20)	-0.0073 (-0.34)	0.0028 (0.13)	-0.0133 (-0.58)	-0.0046 (-0.32)
cons	7.2680 *** (63.51)	7.2710 *** (63.81)	7.6620 *** (47.58)	7.1300 *** (43.04)	7.5150 *** (43.57)	7.1900 *** (40.73)	7.3660 *** (63.67)
N	9 456	9 456	4 707	4 658	4 208	4 176	9 365
adj. R ²	0.258	0.258	0.268	0.264	0.268	0.262	0.261
F	79.37	79.38	42.11	40.72	37.73	36.23	76.12

检验 AAC+H×AAC=0: F(1, 9320)=0.69;Prob>F=0.4078

注:括号内为 t 值,*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1%水平上显著,下表同。

考虑到将全样本依据是否大于行业中位数划分成两个样本组可能存在截断误差:低估调整后代理成本为正的一组的回归系数,而高估调整后代理成本为负的一组的回归系数,为此,我们引入了区分这两种状态的虚拟变量 H(其中低代理成本公司为 0,否则为 1),回归结果见表 1 的第(7)列。结果显示,对于低代理成本公司,独立董事津贴和 AAC 的相关系数为 0.7360,t 值为 3.70,表明两者存在显著的正相关关系;而当代理成本高于行业平均水平时,两者的相关系数为-0.0210(0.7360-0.7570),表格底部的 F 检验值为 0.69,表明两者

之间不存在显著的相关关系。这些结果说明，独立董事津贴和所在公司代理成本之间的正相关关系主要存在于低代理成本公司中。假说 2 通过检验。

表 1 对假说 1 和假说 2 的检验结果显示，独立董事津贴和所在公司代理成本总体上正相关，但选择任职代理问题较严重、代理成本较高的公司的独立董事可能因为对风险不是很敏感等原因而未要求更高的风险补偿，其津贴水平和代理成本之间不存在正相关关系，而任职于低代理成本公司的独立董事津贴则与公司代理成本显著正相关。

表 2 是对假说 3 的检验结果。结果显示：第(1)列为全样本的回归结果，独立董事津贴和 AAC 没有显著关联，且代理成本和机构投资者持股比例的交叉项($AAC \times INSHR$)也不显著，假说 3 不能通过检验。但当把样本区分为高代理成本公司组和低代理成本公司组分别进行检验时，高代理成本公司组(见第(2)列)代理成本与机构投资者持股比例的交叉项($AAC \times INSHR$)对独立董事津贴的回归系数为-0.0012，t 值为-0.01，表明独立董事津贴与代理成本之间的相关度没有受到机构投资者持股比例的影响；而对于低代理成本公司组(见第(3)列)，独立董事津贴和 AAC 显著正相关，且代理成本和机构投资者持股比例的交叉项($AAC \times INSHR$)对独立董事津贴的回归系数为 1.8880，在 5%水平上显著(t 值为 2.27)，表明机构投资者持股比例越高，独立董事津贴与所在公司代理成本之间的正相关关系越强，假说 3 可以通过检验。与对假说 2 的检验类似，我们进一步把样本观测值按照 AAC 分 9 组，剔除第 5 组后重新分成高代理成本公司组和低代理成本公司组，然后对模型(2)进行回归。结果显示，对于高代理成本公司组(见第(4)列)，假说 3 不能通过检验；而对于低代理成本组(见第(5)列)，假说 3 通过检验。

模型(2)的回归结果显示，机构投资者监督有助于提升独立董事对公司代理成本及其风险的关注，独立董事会通过独立董事津贴来要求更高的风险补偿，但这还要受独立董事是否主观上重视代理成本的影响，从而使机构投资者监督对独立董事津贴与代理成本之间正相关关系的影响主要出现在低代理成本公司。

表 2 机构投资者持股比例影响独立董事津贴与公司代理成本关系的检验结果

变量/参数	(1)		(2)AC_H		(3)AC_L		(4)AC_H		(5)AC_L	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
AAC	0.0366	1.34	-0.0214	-0.69	0.5690**	2.21	-0.0297	-0.93	0.6040**	2.20
AAC×INSHR	0.0616	0.58	-0.0012	-0.01	1.8880**	2.27	0.0296	0.24	1.9630**	2.17
INSHR	0.1220***	4.92	0.1270***	3.44	0.1900***	4.07	0.1220***	3.06	0.1980***	3.78
ROA	0.0066***	7.33	0.0057***	4.99	0.0081***	5.42	0.0054***	4.57	0.0088***	5.61
GROWTH	-0.0001	-0.71	-0.0000	-0.23	-0.0001	-0.55	-0.0000	-0.22	-0.0002	-1.32
SIZE	0.1390***	24.73	0.1280***	16.12	0.1540***	18.78	0.1260***	14.86	0.1460***	16.80
LEV	-0.0001	-0.32	0.0004	0.83	-0.0006	-1.20	0.0004	0.89	-0.0002	-0.45
BOARDN	0.0058***	4.71	0.0042**	2.50	0.0069***	3.84	0.0049***	2.75	0.0081***	4.25
INDIR	0.0017***	3.22	0.0025***	3.40	0.0008	1.11	0.0025***	3.14	0.0009	1.07
FSHR	-0.1520***	-4.33	-0.1100**	-2.25	-0.1890***	-3.68	-0.1100**	-2.09	-0.1850***	-3.40
SHBAL	-0.0002	-0.66	-0.0009***	-2.60	0.0001	0.32	-0.0007*	-1.90	0.0001	0.25
DUAL	0.0192	1.40	0.0383**	2.07	-0.0027	-0.13	0.0400**	2.05	-0.0098	-0.44

续表 2 机构投资者持股比例影响独立董事津贴与公司代理成本关系的检验结果

变量/参数	(1)		(2)AC_H		(3)AC_L		(4)AC_H		(5)AC_L	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
SOE	-0.0740***	-6.49	-0.0749***	-4.89	-0.0602***	-3.50	-0.0818***	-5.04	-0.0649***	-3.53
AREA1	0.0974***	7.95	0.1130***	6.96	0.0906***	4.81	0.1150***	6.68	0.0841***	4.20
AREA2	-0.0062	-0.43	0.0040	0.20	-0.0071	-0.33	0.0029	0.14	-0.0130	-0.57
cons	7.2700***	(63.79)	7.6620***	(47.57)	7.1160***	(42.94)	7.5150***	(43.57)	7.1710***	(40.60)
N	9 456		4 707		4 658		4 208		4 176	
adj. R ²	0.258		0.268		0.264		0.268		0.262	
F	77.54		41.12		39.93		36.84		35.53	

(三)稳健性检验

为了保证本文结论的稳定性,我们还进行了如下检验:③

(1)基于董事会换届数据的检验。通过阅读上市公司涉及调整独立董事津贴的相关公告可以发现,我国公司董事会一届任期通常为 3 年,绝大多数公司按照独立董事的届次来确定津贴水平,据此在该届任期内按月或按季度支付,独立董事的津贴在同一届任期内发生变化的情况并不常见。在使用本年的独立董事津贴和上一年的代理成本进行回归时,可能由于本年董事会并没有换届,独立董事及津贴都没有进行调整,从而因变量的变动频率不如自变量,这会影响回归结果。为此,我们挑选企业董事会换届的数据进行进一步的检验,即用换届前一年的代理成本和新一届董事会一个完整年度的独立董事津贴进行回归,结果显示假说 1 不能通过检验,但假说 2 和假说 3 通过检验。

(2)基于差分模型的检验。根据前述水平模型的回归结果,我们无法完全断定代理成本与独立董事津贴间的相关关系源自公司间差异还是公司自身。如果公司根据自身代理成本的变化调整了独立董事津贴水平而导致两者正相关,则该正相关可能源自对独立董事监督行为的激励或收买,而不完全是对独立董事接受职位所需风险补偿的回应。反之,如果正相关主要源自公司间差异,则说明即使独立董事被动地接受津贴合约,也会通过在不同公司间选择来获得风险补偿。为此,我们运用换届数据的差分模型进行检验,用上一届董事会最后一年的代理成本变化(ΔAC_{i-1})对新一届独立董事津贴的变化($\Delta \ln COMP_i$)进行回归。结果显示,公司并没有基于自身代理成本的变化调整独立董事津贴,说明因变量和解释变量之间的正相关关系主要源自公司间的差异,而不是公司依据自身代理成本的变化对独立董事津贴进行的调整。各个公司独立董事津贴的差异更可能是对独立董事所面临的代理问题的风险补偿,这支持了本文的研究假说。检验结果显示假说 3 依然通过检验。

(3)其他稳健性检验。鉴于本文采用的代理成本度量指标可能不精确,我们还采用了管理费用率等作为替代变量,回归结果与现有结论基本一致。依据同年同行业中位数来判断代理问题是否严重可能有些武断,我们选择了同年同行业均值作为判断标准,或者沿用分组的方法,回归结果也与现有结论基本一致。

五、结 论

本文基于 2002—2010 年独立董事津贴和公司代理成本的数据研究后发现,对于代理成本较高的公司,代理成本和独立董事津贴不存在显著相关关系,而对于代理成本较低的公司,两者存在正相关关系,并且机构投资者持股比例越高,两者之间的正向关联度越高。本文的研究结果表明,独立董事对于公司代理问题的风险已有一定程度的认知,并通过要求更高的独立董事津贴来寻求风险补偿,而且机构投资者持股比例越高,独立董事认为自身承担的相关风险越高,要求的津贴水平也越高。独立董事并非媒体所报道的“独立董事不懂事”,而且公司外部投资者对企业内部信息的需求程度对独立董事具有影响。要促进独立董事制度更有效地发挥作用、降低公司代理成本,如何促使独立董事披露自身知道的信息可能是未来努力的一个方向。

* 本文还得到教育部高等学校博士学科点专项科研基金(20100002110060)资助。感谢匿名审稿人的建设性意见,使本文更加充实,当然文责自负。

注释:

- ①如《人民日报(海外版)》在 2012 年 5 月 5 日发表报道《上市公司独立董事已沦为特权阶层福利》,认为独立董事为“花瓶”。
- ②限于篇幅,各个变量值的描述性统计及它们之间的相关系数检验予以省略。
- ③限于篇幅,相关表格备索未列示,仅报告结果。

主要参考文献:

- [1]程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界,2006,(9):129—136.
- [2]侯宇,叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据[J]. 金融研究,2008,(4):131—145.
- [3]唐清泉. 独立董事对报酬与风险的取向——基于深交所的实证研究[J]. 财经理论与实践,2006,(1):51—55.
- [4]唐雪松,杜军,申慧. 独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J]. 管理世界,2010,(9):138—149.
- [5]王兵. 独立董事监督了吗? ——基于中国上市公司盈余质量的视角[J]. 金融研究,2007,(1):109—121.
- [6]谢德仁,张高菊. 金融生态环境、负债的治理效应与债务重组:经验证据[J]. 会计研究,2007,(12):43—50.
- [7]谢德仁,黄亮华. 独立董事津贴与公司业绩正相关:信号显示抑或激励? [R]. 清华大学工作论文,2012.
- [8]叶康涛,祝继高,陆正飞,等. 独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J]. 经济研究,2011,(1):126—139.
- [9]支晓强,童盼. 盈余管理、控制权转移与独立董事变更——兼论独立董事治理作用的发

- 挥[J]. 管理世界, 2005, (11): 137—144.
- [10] 赵德武, 曾力, 谭莉川. 独立董事监督力与盈余稳健性——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2008, (9): 55—63.
- [11] Engel E, Hayes R M, Wang X. Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 49(1—2): 136—154.
- [12] Perry T. Incentive compensation for outside directors and CEO turnover[EB/OL]. <http://ssrn.com/abstract=236033>, 2000-7-24.
- [13] Ryan H E, Wiggins R A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(3): 497—524.

Agency Costs, Institutional Investors' Supervision and Independent Directors' Allowances

XIE De-ren, HUANG Liang-hua

(School of Economics and Management, Tsinghua University,
Beijing 100084, China)

Abstract: Based on the data of listed companies in China from 2002 to 2010, this paper studies the relationship between agency costs and independent directors' allowances, and the effect of institutional investors' supervision on the relationship. It shows that there is a positive relationship between independent directors' allowances and agency costs of companies which the independent directors belong to, which is strengthened by institutional investors' supervision, especially in companies with low agency costs. The results mean that independent directors have emphasized the agency costs to a certain extent, and might ask for allowances to cover the agency risks; the institutional investors' supervision can promote the emphasis on the agency costs, thereby further increasing the risk compensation of independent directors.

Key words: independent director; allowance; risk; agency cost; institutional investor

(责任编辑 金 澜)