

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2014.06.010

独立董事的声誉资本对公司治理效率的影响

申云

(重庆大学 人文学部,重庆 400044)

摘要:本文运用我国上市公司2010~2012年的年报数据实证分析独立董事对公司治理效率的影响,研究结果表明,独立董事的实践经验、薪酬比重、参与公司会议的次数以及声誉资本对上市公司的绩效和公司治理效率具有不同程度的显著性影响。独立董事的声誉资本作为一种激励与约束相容的方式能够有效提升上市公司的治理水平,对公司绩效提高产生积极的作用。因此,在聘请独立董事时,把握好独立董事的贡献与薪酬关联的“度”以及充分利用好独立董事的声誉资本对于完善公司治理结构和提升公司治理水平至关重要。

关键词:独立董事;公司治理效率;声誉资本

中图分类号:F271.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2014)06-0068-08

一、引言及文献综述

随着我国证券市场20多年的发展,上市公司的数量不断增多,业务也日益多元化和复杂化。然而,从2010年开始,中国股市整体处于低迷状态,相比欧美发达国家股市基本接近其最高股指时期的水平,上证综指仍处于最高股指时的1/3水平,中国股市的低迷与经济的较快增长背道而驰,人们开始重新寻思上市公司自身的原因以及相关政策制度的症结。国外发达国家的实践证明,单纯依靠公司内部监管很难对“内部人”形成约束和控制,^[1]因此,以独立董事为代表的外部监管职能被寄予厚望。独立董事制度已经成为现代公司治理体系中的重要组成部分。然而,这种外部监管机制是否会受到内部控制人的同化从而丧失独立性进而降低公司治理效率呢?对这一问题的研究具有重要的理论和现实意义。

国外对独立董事和公司治理方面的研究相对较早,Fama和Jensen(1983)分析委托代理问题时指出,独立外部董事在降低管理层与股东之间的利益冲突和维护公司利益方面更能客观和有效地行使

监督职能,从而降低委托代理成本。此后,相关研究不断得到深化。Weisbach认为,外部独立董事拥有丰富的商业经验和驾驭市场的管理水平以及相应的行业技术专长,有利于协助构建公司战略和帮助管理层解决经营中存在的突出矛盾问题。^[2]Bhagat等通过对董事会的构成分析得出内部董事比例和公司未来的绩效有一定的正相关性。^[3]Perry,T的研究认为,美国的上市公司中绩效越好的公司对独立董事的依赖性相对越低,^[4]该结论也得到了Anup Agrawal和Charles R的证实,他们研究得出独立董事的依赖性与以托宾Q为衡量指标的公司绩效之间存在显著的负相关性。^[5]

国内对独立董事与公司治理方面的研究也非常丰富。于东智、王化成认为中国目前实行的独立董事制度没有发挥实质性的作用,独立董事对公司治理水平的提升没有显著的帮助作用。^[6]王跃堂认为公司是否设立独立董事主要受到股权结构、现金分红能力以及关联交易等因素的影响,独立董事制度对于公司财报的可信度有较大的帮助。^[7]谭劲松等透过中国上市公司独立董事的基本特征、独立董

收稿日期:2014-10-18

基金项目:国家自然科学基金项目(71263025);重庆市社会科学规划项目(2013YBJJ031)

作者简介:申云(1986-),男,江西吉安人,重庆大学讲师,经济学博士,主要从事金融经济、农村财政金融研究。

事占比以及独立董事薪酬制度等对公司绩效的影响,发现独立董事与董事总数量的占比与公司绩效之间存在一个倒“U”型的曲线关系,而且我国独立董事存在薪酬激励不足、独立性不强的现象。^[8]王跃堂等利用中国资本市场数据检验了独立董事独立性与公司绩效之间的关系,发现独立董事比例显著正向影响公司绩效,但受到公司大股东的制约,此外,独立董事的声誉也对公司绩效产生积极的影响。^[9]陈宏辉、贾生华也采用公司治理效率这一指标来判断独立董事在公司中发挥作用的程度。^[10]罗进辉等对中国 A 股上市公司中明星独董和普通独董实证分析发现,相比聘请普通独董,聘请明星独董的上市公司具有显著更高的双重代理成本和显著更低的经营业绩及市场价值。^[11]

综观国内外的相关文献,学界对独立董事的研究在不断深入,研究的视角和分析的数据也各有千秋,但更多地集中于独立董事制度和其独立性方面。本文基于独立董事的声誉资本这一视角,以 2010~2012 年我国上市公司的年报数据为基础,通过公司财务指标构建评价体系来得出公司治理效率的综合得分,然后以涉及独立董事独立性的相关变量来测度独立董事对公司治理效率的影响。其中纳入独立董事的声誉资本来进行分析,这也是本文的主要创新点之一。本文后续内容分为:第二部分为数据来源、研究方法 with 变量设计,主要介绍了数据筛选的标准和模型构建的方法以及相关变量;第三部分为实证结果分析,通过构建独立董事对公司治理效率和公司绩效(托宾 Q)的对比分析,找出其影响因素,然后根据结果做进一步的深入探讨;第四部分为本文结论。

二、数据来源、研究方法 with 变量设计

(一)数据来源

本文的研究针对 2010~2012 年我国沪深证券交易所上市公司,其中样本的选取采用以下标准:(1)对独立董事背景、财务数据缺失的公司进行剔除;(2)对独立董事连续 3 年内进行过变动或者非正常辞职的公司也予以剔除;(3)考虑到金融行业上市公司财务数据的行业特征与其他行业存在较大的差异,本文也予以剔除;(4)剔除 2010 年之后上市的创业板公司以及 ST,*ST,S*ST 等上市公司。根据以上标准,最后得出有效样本公司数为 1347 家。研究所需的财务数据及市场数据主要来自于国泰君安 CSMAR 数据库,而独立董事的相关资料则来

自于手工搜集。其中部分独立董事的信息通过百度关键词搜索得到,当样本中一旦出现一名独立董事的信息缺失,则该样本界定为无效样本。

(二)研究方法

为考察独立董事独立性对公司治理效率以及公司治理绩效的影响,借鉴 McConnell 和 Servaes (2003)研究公司绩效与股权结构的方法,构建模型如下:

$$Result = \beta_0 + \sum_{i=1}^{10} \beta_i X_i + \sum_{j=1}^2 \beta_j Z_j + \varepsilon_i$$

其中 β_0 为截距项, $\beta_i(i=1,2,\dots,10)$ 为回归系数, X_i 为解释变量, $\beta_j(j=1,2)$ 为控制变量系数, Z_j 为控制变量, ε_i 为残差项。具体的变量说明见表 4。

(三)变量设计

由于市场业绩相关指标对市场的有效性要求较高,考虑到公司治理效率对公司业绩会产生较大的影响,通过单一指标的衡量很难测度公司治理效率水平。为此,本文选取反映公司经营业绩的 6 个方面的 12 个财务指标,透过主成分分析法计算的得分来综合衡量上市公司的治理效率水平,选取的指标及其经济含义如表 1 所示。

表 1 样本变量的描述性说明

评价角度	指标	经济含义
偿债能力	资产负债率 M_1	总负债/总资产
	流动比率 M_2	流动资产/流动负债
	速动比率 M_3	速动资产/流动负债
盈利能力	总资产收益率 M_4	净利润/期末总资产
	净资产收益率 M_5	净利润/股东期末余额
营运能力	流动资产周转率 M_6	主营业务收入净额/平均流动资产总额
发展能力	总资产周转率 M_7	主营业务收入净额/平均总资产
	主营业务增长率 M_8	本年主营业务收入增长额/上年主营业务收入
股东获利能力	总资产增长率 M_9	本年总资产增长额/年初资产总额
	市净率 M_{10}	每股市值/每股净资产
风险管理水平	每股收益 M_{11}	净利润/总股数
	财务杠杆系数 X_{12}	主营业务利润/(总利润+财务费用)

表 2 描述了样本变量的主要统计结果,其中总资产收益率为-0.097,而净资产收益率为 0.094,两者存在较大的差异的主要原因是因为上市公司存

在会计盈余调节的作用,这也侧面反映出通过个别指标来衡量上市公司治理效率是不恰当的。

表2 样本变量的描述性统计

评价角度	指标	最小值	最大值	均值	标准差
偿债能力	资产负债率 M_1	0.026	0.869	0.316	0.035
	流动比率 M_2	0.126	6.325	1.697	0.562
	速动比率 M_3	0.015	2.468	0.923	0.056
盈利能力	总资产收益率 M_4	-0.097	0.439	0.106	0.051
	净资产收益率 M_5	0.094	0.756	0.152	0.069
营运能力	流动资产周转率 M_6	0	0.359	0.164	0.062
	总资产周转率 M_7	0	0.162	0.051	0.043
发展能力	主营业务增长率 M_8	-0.165	0.484	0.126	0.092
	总资产增长率 M_9	-0.902	4.235	0.093	0.025
股东获利能力	市净率 M_{10}	-0.852	2.543	0.037	0.029
	每股收益 M_{11}	0	3.64	0.291	0.153
风险管理水平	财务杠杆系数 M_{12}	-26.84	36.54	1.468	0.097

为解释上市公司治理效率水平,采用主成分分析法,最后得出7个主成分的因子载荷量。利用因子载荷量数据,通过综合因子载荷的线性组合方程可计算得出上市公司经营业绩的得分。具体计算公式如下:

$$C_n = \sum A_n B_{nm}, \text{其中 } n \in (1, 2, \dots, 7), m \in (1, 2, \dots, 12)$$

式中 C_n 代表7个主成分, A_n 代表7个分析指标, B_{nm} 代表12行7列的因子载荷矩阵。通过主成分的特征值和解释率计算出各综合因子的线性组合结果(见表3)。公式如下:

$$Result = 0.2131 C_1 + 0.1934 C_2 + \dots + 0.0525 C_7$$

表3 上市公司治理效率水平主成分的特征值与解释率

因子	总计	初始特征值		主成分特征值	
		方差解释率(%)	累计解释率(%)	方差解释率(%)	累计解释率(%)
1	2.5572	21.31	21.31	21.31	21.31
2	2.3208	19.34	40.65	19.34	40.65
3	1.95	16.25	56.90	16.25	56.90
4	1.4772	12.31	69.21	12.31	69.21
5	1.1352	9.46	78.67	9.46	78.67
6	0.7644	6.37	85.04	6.37	85.04
7	0.63	5.25	90.29	5.25	90.29
8	0.3252	2.71	93.00	-	-
9	0.2568	2.14	95.14	-	-
10	0.2304	1.92	97.06	-	-
11	0.1884	1.57	98.63	-	-
12	0.1644	1.37	100	-	-

表3综合得分结果反映出上市公司治理效率水平的程度,为了更好地反映其效果,本文还借助公司治理绩效作为其对照因变量进行对比分析。具体变量说明如下:

因变量。根据以往相关文献研究,公司治理效率的高低也会影响到公司绩效的好坏,为此,把公司绩效与公司治理效率进行对比检验更为恰当。目前衡量公司绩效高低的指标主要有市场价值指标如托宾Q值、总资产收益率(ROA)、主营业务收益率和每股收益等。为了更好地考察独立董事在上市公司治理效率方面的影响,考虑到传统的指标对衡量公司整体效率不太客观,目前国际常用托宾Q值作为衡量企业盈利能力、成长能力和投资价值等方面的综合性指标,为此,本文选取托宾Q值作为公司治理绩效的衡量指标,作为公司治理效率综合得分的稳健性检验因变量。

自变量。为了考察独立董事的独立性对公司治理效率的整体影响,本文分别从独立董事的个人特征、个人业务水平、参与公司治理的频率、独立董事的薪酬比例以及独立董事的声誉资本等方面来进行考察。具体变量包括独立董事的年龄、学历水平、实践经验、在董事会中的比例、薪酬比重、每年参加公司会议次数、是否在别的公司兼任董事、第一大股东持股比例、股权集中度以及独立董事的声誉资本等。

控制变量。为防止其他未考虑到的因素对公司治理效率产生影响,本文选择公司规模和代表公司财务杠杆的资产负债率指标来加以控制,具体变量如表4所示。

从表4中公司治理效率评价得分这项来看,我国上市公司的公司治理效率水平参差不齐,上市公司之间也表现出较大的差异,有些公司亏损较大而有些公司增长速度非常快。衡量公司业绩的指标托宾Q值最小的为0.78,最大的为14.53,平均值为3.49。这一方面说明有些行业和有些公司相对轻有形资产而重无形资产,导致无形资产比重过大;另一方面,有可能市场对这些公司的价值过于高估,没有真实体现其股票市场价值。

从解释变量来看,独立董事的年龄基本上都处于50~60岁之间,平均值为51.68岁,这也说明一方面上市公司看重这个年龄段的独立董事年富力强,另一方面独立董事在这个年龄段基本上事业有成,

阅历丰富,能够较好地为公司服务。独立董事的学历水平方面,基本上本科和研究生各占一半。独立董事的实践经验的平均值为 0.398,说明有 39.8%的独立董事有一定的公司实践经验或者涉及到该行业的相关业务,对相关行业较为熟悉。独立董事在董事会中的比重反映了公司治理结构是否完善,从表 4 中可以看出,独立董事基本上占据了董事会三分之一的比重。独立董事的薪酬比重主要反映独立董事在公司治理方面能否积极协助公司提高治理水平,一般物质上的激励往往对独立董事的行为会有较大的促进作用,¹⁰从表 4 中可以发现,独立董事的平均薪酬只为公司前三高管平均薪酬的 24.8%,但各公司之间还存在较大的差异,有些公司独立董事薪酬占比较大,最高达到 87.3%。独立董事每年参加会议次数反映了独立董事在公司中是否真正起作用。一般参会次数越多,独立董事越会积极参与到公司的治理当中来,目前每个独立董事平均每年参加会议次数为 6.5 次,最高的达到每年 35 次。独立董事是否在别的公司担任兼职董事主要反映独立董事的市场认可度和知名度,一般来说,越是知名的独立董事在市场上越被认可,兼任其他公司的概率也越高,从表 4 中可以看到目前有 62.5%的独立董事有在其他公司兼职的情况。第一大股东持股比例平均值为 27%左右,比国外 18%的水平¹¹相对高点,标准差为 23.9%,说明各公司差距相差不大。股权集中度反映其他公司股东对第一大股东的制

衡能力,在样本公司中,股权集中度平均为 28.1%,基本上与第一大股东持平,这对于完善公司治理结构具有较大的帮助。最后,本文采用一个全新的指标——独立董事的声誉资本来对独立董事的能力及社会反响进行量化,一般来说,独立董事在社会上的反响越好,越容易得到上市公司的青睐,两者互相支持互相约束。一方面,独立董事声誉越好则越容易提升公司的知名度,为公司赢得更好的社会口碑;另一方面,越注重公司治理的上市公司越希望聘请声誉资本高的独立董事来进一步提升公司的治理水平,在资本市场上获得更多的认可。从表 4 中可以看出,目前独立董事任职公司数平均为 1.587,说明越来越多的上市公司聘请相同的独立董事作为公司治理方面的专家顾问,这也从侧面说明现有的独立董事人才相对紧缺,优秀的独立董事相对较少。

三、实证结果分析

(一)模型检验

首先,通过对样本变量进行 Bartlett 球度检验,得到的效度检验指标 KMO 值为 0.63,其检验的概率小于 1%的显著水平。一般来说,KMO 值在 0.6 以上的水平则适合于主成分分析,满足主成分分析的基本条件。其次,为了检验自变量之间的共线性情况,分别对各变量进行多重共线性检验,发现各变量的方差膨胀因子(VIF)都小于 10,因此,可以认为各变量之间不存在共线性的关系。

表 4 样本变量定义及变量的描述性统计说明

	变量	变量说明	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
因变量	Result(综合评价得分)	—	6.87	23.14	-53.5	7.25	83.56
	托宾 Q 值	(股票市值+总负债)/总资产	3.49	2.34	0.78	7.21	14.53
自变量	年龄(X ₁),单位:岁	—	51.68	8.531	34	49	61
	学历水平(X ₂)	研究生学历=1;否=0	0.446	0.512	0	0	1
	实践经验水平(X ₃)	有实践经验=1;否=0	0.398	0.325	0	0	1
	独立董事占董事会人数的比重(X ₄),单位:%	—	34.9	5.8	9.3	32.5	100
	独立董事的薪酬比重(X ₅)	独立董事平均薪酬/公司前三高管平均薪酬	0.248	0.436	0.012	0.267	0.873
	独立董事每年参加会议次数(X ₆)	独立董事平均参加会议次数	6.5	3.15	1	6	35
	是否在别的公司兼任董事(X ₇)	是=1;否=0	0.625	0.216	0	1	1
	第一大股东持股比例(X ₈)	第一大股东持股量/总股份	0.27	0.239	0	1	1
	股权集中度(X ₉)	第一至第五大股东持股比例集中度	0.281	0.136	0.005	0.192	0.792
	独立董事的声誉资本(X ₁₀)	用平均每名独立董事任职公司数来衡量 ^①	1.587	0.056	1	2	6
控制变量	公司规模(Z ₁)	公司资产的自然对数	21.37	1.361	19.39	22.61	27.64
	资产负债率(Z ₂)	负债/总资产	0.37	0.213	0.02	0.47	0.98

注:该说明方式采用 Bushman et al(2004)年的做法。^[12]

利用多元线性回归分析得出,模型一的F值为17.25,模型二的F值为26.43,都通过了1%的显著水平,两个模型分别能解释59.3%的公司绩效因素和61.2%的公司治理效率因素,具有较为显著的检验效果。

表5 独立董事的独立性与公司治理效率的回归结果分析

变量	模型一(托宾Q值)		模型二(Result得分)	
	系数	t值	系数	t值
常数项	19.37***	2.34	5.34**	1.39
年龄(X ₁)	3.67	0.79	0.35	0.38
学历水平(X ₂)	2.15	0.97	0.68	1.24
实践经验水平(X ₃)	3.64**	2.51	0.75***	1.69
独立董事占董事会人数的比重(X ₄)	3.82	1.71	1.35	2.33
独立董事的薪酬比重(X ₅)	0.89***	1.24	0.24**	0.67
独立董事每年参加会议次数(X ₆)	1.03**	0.87	0.29**	0.46
是否在别的公司兼任董事(X ₇)	-3.45*	-1.49	-1.34	-1.59
第一大股东持股比例(X ₈)	2.69	1.68	1.54	1.07
股权集中度(X ₉)	1.52	1.39	1.27*	1.98
独立董事的声誉资本(X ₁₀)	0.91***	1.38	0.35***	1.95
公司规模(Z ₁)	0.518***	2.31	0.19**	1.62
资产负债率(Z ₂)	-4.21***	-1.05	-0.62	-1.18
Adjust-R ²	0.593		0.612	
-2log-likelihood	449.68		467.32	
F	17.25***		26.43***	

注:***、**、*分别代表1%、5%、10%的显著水平。

(二)实证结果分析

从表5模型一中可以看出,独立董事的实践经验水平对托宾Q值在5%的水平呈显著状态,说明独立董事具有较强的实践经验和财务水准,能提升公司的治理绩效,在公司运营和决策方面起到较大的作用。独立董事的薪酬比重在1%的显著水平影响到托宾Q值。独立董事的薪酬比重越高,能从物质上满足独立董事的需求,同时我国目前较少采取像国外那样的股票及股票期权的模式来进行激励,固定薪酬激励的作用显得更重要。独立董事参与公司会议的次数多少也会影响到托宾Q值,说明独立董事参与公司会议的次数越多,越有利于促进上市公司治理绩效的提高。此外,独立董事的声誉资本也在1%的显著水平影响到托宾Q值,一般来说,独立董事越知名越会注重个人声誉形象,对公司的治理和公司内部管理也会更加用心,这也说明了现在越来越多的上市公司更倾向于聘请知名的独立董

事参与公司治理和监管方面的工作。

此外,独立董事的年龄结构、学历水平这些代表独立董事个人特征的变量对公司治理绩效不产生显著影响,说明独立董事不一定年龄越大、学历越高就越能促进公司业绩提升,这些只能是提升治理水平的充分条件,不一定是必要条件。独立董事占董事会人数的比重、第一大股东持股比例以及股权集中度对托宾Q值不产生显著影响,说明我国独立董事制度在国内运行多年之后,对公司治理结构产生的效果还不是很明显。比如很多行业和公司独立董事的选举和任命都受到控股股东的制约,反映了控股股东的意志,独立董事形同虚设,只是为了满足证监会的要求而虚拟设置的岗位。^[13]

从表5模型二中可以发现,独立董事的实践经验在1%的水平上显著影响上市公司的治理效率,说明独立董事具备相关行业经验和理论知识对完善公司治理结构、优化公司治理效率具有重要的推动作用。独立董事一方面可以通过自身的财务水准和行业经验,对完善公司的财务和经营提出相应的措施,另一方面可以通过自身积累的行业经验帮助公司改善和提升业绩,不断强化公司内部治理结构,推动公司治理效率的提高。

独立董事的薪酬比重和每年参加会议的次数在5%的显著水平影响到上市公司治理效率的提升,这说明独立董事收入占比越高,越有动力参与到完善公司内部管理的事务当中来,这方面的激励作用已经得到了包括Black、Jang和Kim、^[14]Chen和X. Su^[15]等相关学者的证实。

独立董事每年参加会议的次数代表了独立董事对上市公司所耗费的时间和精力是否足够,是否存在“花瓶”独立董事的现象。从表中可以看出,独立董事出席公司各种会议次数越多,越有利于公司治理效率的提高。一方面,独立董事通过参与公司会议了解公司的基本运营状况,及时得到最新的公司情况并对存在的问题提出改善建议;另一方面,独立董事经常参与公司内部会议也有利于防范公司大股东操纵公司的整体运行(Fama & Jensen, 1983),从而保护中小股东的权益。

独立董事的声誉资本对公司治理效率的提升具有显著的正向影响,在1%的显著水平得到检验。这说明聘请知名度越高的独立董事更能促进公司治理效率的提高。一般来说,声誉资本作为独立董

事的社会信誉形成的人力资本,会像物质资本一样成为独立董事自身的财富,这些知名人士为了维护自己的声誉往往会更认真工作,达到完善公司治理的目的。虽然声誉激励和经济激励一样都是激励独立董事更加努力为公司工作,但这两者还是存在一定的区别,薪酬激励如果成为公司最主要的激励成分,一旦与业绩挂钩,有可能导致独立董事不够“独立”,甚至出现独立董事与公司管理人员串谋操纵公司业绩以获利。^[8]

此外,控制变量中公司规模和资产负债率对模型一都存在显著影响,而公司规模对模型二在5%的水平也显著,说明上市公司的规模越大,在一定程度上越能促进公司绩效和治理效率的提升。

(三)关于声誉资本的进一步讨论

在现有的研究中,独立董事的薪酬水平经常受到争议。独立董事薪酬太低则会导致其消极怠慢,没有动力去行使职权;报酬太高,又担心独立董事会缺乏足够的独立性,从而与公司高管串谋。为了更好地发挥独立董事的监督作用,应该从制度上对独立董事的激励与约束进行界定。目前对于独立董事约束和激励的方式主要有3种:法律保证;声誉保证;经济激励。^[16]

上市公司设立独立董事制度的目的在于让独立董事保持其独立性而达到对公司进行监督和保护中小股东权利的作用。为了保持其独立性,一方面不能让独立董事产生对公司的依赖心理而缺乏独立性;另一方面也不能让其独立性过大,从而对公司治理的提升造成妨害。因此,把握独立董事薪酬的“度”非常关键。经济激励的另一面是声誉激励,用声誉机制激励和约束独立董事被认为是一种非常有效的手段,一旦独立董事在公司治理中表现出较好的独立性,无形中就提高了他的声誉和社会认可度,从而增加了其人力资本的价值。这也不难解释为什么上市公司越来越青睐于聘请知名专家学者和公司退休高管作为独立董事,因为这些独立董事会珍惜自己的声誉而为公司尽心竭力。从表6中可以看出,从2010年到2012年这三年间,独立董事社会声誉为1的公司数有逐年递减的趋势,而社会声誉为2的独立董事比例有小幅度的上升,从2010年的39.48%上升到2012年的40.29%,说明目前上市公司通过用脚投票的方式选择这些社会声誉好、能力强的人作为公司的独立董事,而且这种

趋势仍在不断强化。

表6 独立董事的社会声誉

社会声誉	2010年 公司数	比例 (%)	2011年 公司数	比例 (%)	2012年 公司数	比例 (%)
≤1	386	28.65	359	26.63	357	26.51
(1,2]	532	39.48	538	39.94	543	40.29
[3,4]	302	22.42	312	23.17	309	22.94
(4,5]	119	8.82	127	9.45	128	9.51
≥5	8	0.63	11	0.81	10	0.75
合计	1347	100	1347	100	1347	100

注:社会声誉为1则代表独立董事在一家上市公司任职,社会声誉为2代表该独立董事在两家上市公司任职,以此类推。

从表7中可以看出,上市公司独立董事的薪酬主要分布在5~10万这一阶层,占总比例的29.16%,薪酬处于0~5万和10~15万的也不少,分别占比为15.45%和18.64%。地区分布方面,独立董事薪酬低的基本上处于西部省份和经济条件较差的省份,而薪酬高的基本上处于经济发达的地区,特别是金融相对发达的地区,说明独立董事的薪酬水平与上市公司的分布存在较大的关系。地区薪酬的差异也会产生独立董事的攀比进而造成人员的不稳定,这也导致目前很多上市公司存在独立董事非正常辞职的现象。^[17]目前我国独立董事基本上都采用固定薪酬制,他们的收入往往缺乏较大的激励成分。如前文所述,担任独立董事的基本上都是知名度较高的学者或公司前任高管等,他们自身收入也不低,如何把握这个薪酬的“度”成为关键,本文尝试想通过独立董事的薪酬占其个人总财富的比重来衡量,但相关数据很难获取。为此,本文采用独立董事平均薪酬与公司前三位高管平均薪酬的比值来作为衡量的标准,这一比值再与国际通用的标准进行比较来作为评价经济激励高低的一个重要参数。从表4中可以发现,这一比值在上市公司之间也存在非常大的差异,最小的只占1.2%的水平,最高的达到87.3%,这种经济激励上的差异对公司治理效率的影响还有待深入研究。此外,在经济激励方面,除了固定的薪酬激励外,很多上市公司也开始尝试实行有限制条款的股票及股票期权来代替聘金和参与“会议费”的费用(Salmon, 2001)。这种方法在一定程度上使得激励和约束并重,强化了独立董事的独立性和公司治理效率和公司绩效的关联度,不失为一种较好的方式。

表7 上市公司独立董事薪酬分布及主要地区分布

纯A股样本薪酬分布			主要地区分布
薪酬 (万元)	人数 (人)	比例 (%)	
0~5	523	15.45	西藏、青海、甘肃、宁夏、黑龙江、云南、陕西
5~10	987	29.16	贵州、安徽、河南、江西、海南、山西、广西
10~15	631	18.64	湖南、湖北、重庆、吉林、内蒙古、新疆、辽宁、河北
15~20	264	7.80	山东、江苏、浙江、福建、天津、广东
20以上	86	2.54	上海、北京、深圳

四、结论及启示

本文通过对2010~2012年间我国上市公司的财务报表公开数据,选取12个公司财务指标构建评价指标体系计算出公司治理效率的综合得分,作为衡量公司治理效率水平的重要指标。同时,采用多元回归模型分析了独立董事的独立性对公司治理效率和公司绩效的影响因素。研究发现,独立董事的实践经验、薪酬比重、参与公司会议的次数以及声誉资本对上市公司的绩效(以托宾Q值衡量)和公司治理效率都会产生不同程度的显著性影响。独立董事的声誉资本作为一种激励与约束相兼容的方式能够有效地提升上市公司的治理水平,提高公司经营绩效。这其中,如何界定独立董事经济激励和约束的“度”成为公司治理机制优化的重点。同时处理好独立董事对上市公司的贡献以及独立董事声誉资本对公司治理水平提高这个“度”的标准非常关键,也是本文后续研究的重心。根据研究结论,本文提出两点启示:

一是把握好独立董事“激励”与“约束”范畴的度。虽然独立董事自身的声誉资本对公司治理效率的提升有一定的帮助,但也存在不稳定因素。知名的独立董事往往受到较多上市公司股东的青睐,会非正常离职。同时,知名独立董事本身经济收入和物质保障都相对较好,大多是集中于高校及研究机构的专家学者或者金融行业的专业人士,本身工作比较忙,如何激励知名独立董事积极地为上市公司出谋划策也非常重要。因此,在物质激励较低的情况下(这一现象中西部地区上市公司比较突出),可以加强独立董事的声誉资本使其获得更高的满意度和成就感,防止其非正常离职。比如,实行独立董事协会制度评价标准,定期或者不定期地对上市公司独立董事进行量化评价,采取积分制,表现优异的加分,较差的扣分,然后进行排名公布,作为独立

董事的履职档案进行保存,以保证独立董事积极履职,降低其非正常离职的概率。

二是完善对独立董事的聘任制度。独立董事的核心作用在于其独立性,而独立董事的聘任却存在较大的制度缺陷。比如控股股东控制着独立董事的聘任,控股股东往往会聘请与自身关系较好的人来担任独立董事,这种利害关系很难保证管理层和监管层以及外部第三方监督有效性的发挥。为此,在聘任独立董事时,可以赋予中小股民一定的提名权和网络投票权,约束控股股东与独立董事的互相寻租空间;或者成立全国性的独立董事协会来对各上市公司独立董事进行审查、考核及评价,建立独立董事人才库。

参考文献:

- [1] Hermalin, Benjamin E., Weisbach, Michael S. Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO, *American Economic Review* [J]. 2008, (88): 96-118.
- [2] Weisbach, M.S. Outside Directors and CEO Turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, (20): 192-203.
- [3] Bhagat, S., Rosenstein, S., Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis[J]. *Financial Review*, 2005, (33): 126-145
- [4] Perry, T., Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover[R]. Working Paper, 2009.12-18.
- [5] Anup Agrawal, Charles R. Kneiber. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholder [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, (31): 156-167.
- [6] 于东智, 王化成. 独立董事与公司治理: 理论、经验与实践 [J]. *会计研究*, 2003, (8): 8-13.
- [7] 王跃堂. 独立董事制度的有效性: 基于初步设立独立董事行为的初步评价[J]. *经济科学*, 2003, (2): 87-97.
- [8] 谭劲松. 独立董事“独立性”研究[J]. *中国工业经济*, 2003, (10): 64-73.
- [9] 王跃堂, 赵子夜, 魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效? [J]. *经济研究*, 2006, (5): 62-73.
- [10] 陈宏辉, 贾生华. 信息获取、效率替代与董事会职能的改进[J]. *中国工业经济*, 2002, (2): 79-85.
- [11] 罗进辉, 黄震, 李莉. 明星独董也是“花瓶”吗? ——基于双重代理成本的视角[J]. *山西财经大学学报*, 2014, (1): 76-90.
- [12] Bushman, R., Chen, Q, Engel, E., Smith, A., *Financial Accounting Information, Organizational Complexity*

- and Corporate Governance Systems [J].Journal of Accounting and Economics,2004,(37):167-201.
- [13] Byrd, J. W., Hickman, K. A., Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tenderoffer Bids[J]. Journal of Financial Economics,1992,(32):195-222.
- [14] Black,F.,Jang, Kim M.,The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Journal of Political Economy, 2002,(81):637-654.
- [15] Chen, J., S. Chen, X. Su, Is Accounting Information Value -Relevant in the Emerging Chinese Stock Market? [J].Journal of International Accounting,2011,(10):1-22.
- [16] 谭劲松,李敏仪,黎文婧.我国上市公司独立董事制度若干特征分析[J].管理世界,2003,(9):110-121.
- [17] 朱丹.中国上市公司独立董事非正常辞职行为的影响因素研究[D].西南财经大学硕士论文,2013.

(责任编辑:卢君)

Study on the Independent Director's Reputation Capital Effect on the Efficiency of Corporate Governance

SHEN Yun

(Faculty of Arts and Humanities, Chongqing University; Chongqing 400044,China)

Abstract: This article through to 2010~2012 years China's listing Corporation's annual report data, empirical analysis of the influence of independent directors on corporate governance efficiency. The analysis results show that, the independent director experience, salary proportion, participate in meetings and reputation capital to the listing Corporation's performance (measured value to Tobin Q) and the efficiency of corporate governance (evaluation index score measure) significant impact would produce different degrees of. Independent director's reputation capital as an incentive and constraint compatibility mode can effectively improve the level of management of listing Corporation and on corporate performance have a positive role to improve. Therefore, in the recruitment of independent directors, associated with a good grasp of the independent directors and the remuneration of the "degree" and make good use of independent director's reputation capital to perfect the corporate governance structure and enhance the level of corporate governance is essential.

Key words: independent directors; corporate governance efficiency; reputation capital