

独立董事薪酬激励对非效率投资的影响研究

胡礼文, 刘子青, 贺 湘

(江西师范大学 财政金融学院, 江西 南昌 330022)

摘要:独立董事薪酬对非效率投资的影响存有争议。以2008—2018年间中国A股上市公司为研究样本,基于激励、心理契约等理论,将薪酬激励区分为激励过度与激励不足,同时提出竞争性假设,分析独立董事薪酬激励与非效率投资间的关系。研究表明,薪酬激励过度是对独立董事能力与努力的补偿,能调动他们的履职积极性,抑制非效率投资;而薪酬激励不足会使独立董事觉得不公,弱化行权意愿,加剧非效率投资。进一步的研究发现,无论是激励过度还是激励不足,独立董事都主要作用于投资过度行为,进而对非效率投资产生影响;独立董事的治理作用还受到产权性质的制约,薪酬激励不足的独立董事对非效率投资的加剧作用在非国有企业表现更为显著。

关键词:独立董事;薪酬激励;非效率投资;产权性质

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2021)01-0041-12

一、引言

身居董事会而又处于“局外人”身份的独立董事,在公司治理中起着不可或缺的作用^{[1][2]}。因企业内部执行董事的利益与经理人休戚相关,且经理人在公司任职时间越长,越容易对董事会达成控制^[3],所以作为橡皮图章的内部董事成员很可能没有起到真正的监督作用。而独立董事在董事会中的外部人属性,使其与管理层间的关联更为独立,发表公正决策和与经理人抗衡产生的成本也相对较低,故他们能更严格地对企业内部经理人的行为进行监督约束。但以往研究表明,独立董事与股东之间也同样存在代理问题和相应的激励问题^{[4][5]}。独立董事的激励主要有声誉激励和薪酬激励,由于中国的独立董事市场还未得到完善,大部分CEO倾向于聘请与自己有友好关系的人员任职独立董事^[6],且CEO权力越大该现象越明显^[7],故隐性声誉激励对独立董事的影响十分有限,因此,薪酬激励成了目前中国资本市场下激励独立董事发挥治理作用的替代性选择。

长期以来,经理人的薪酬契约问题得到学术界的广泛关注,但参与制定经理人薪酬契约的独立董事的薪酬激励问题却相对被忽视,而摆脱长期存在的“独立性悖论”的主观条件是独立董事具备充分的行权意愿。一方面,独立董事获得高薪酬能维护董事会的独立性,也能激励独立董事更加严格的对经理进行监督^{[4][8]},但过高的薪酬激励也可能加强独立董事与经理人的联系,从而降低他们向经理人挑战的可能性^[9]。另一方面,过低的货币薪酬激励可能会对独立董事产生内在激励作用,但也可能会让他们觉得不公,削弱他们的行权意愿,进而促成与CEO的合谋^[4]。因此,独立董事的薪酬激励程度直接影响着独立董事的履职意愿,作用于公司的治理效应。如何为独立董事制定合适的薪酬激励契约,对提高独立董事的履职效率,降低代理成本,保护全体股东尤其是中小股东的利益具有现实意义。

投资决策是公司经营的逻辑起点,经理人不愿承担项目风险使资金闲置,造成投资不足致使公司成长缓慢,或经理人在自利动机的驱使下滥用公司现金流投资非盈利项目^[10],造成投资过度从而掏空公司利益。这两种形式都助长了公司的非效率投资,侵害了股东权益。独立董事的主要职能是监督和约束经理人的决

收稿日期:2020-12-07

基金项目:江西省教育厅研究生创新基金项目“独立董事薪酬激励对非效率投资的影响研究”(YC2020-S145)

作者简介:胡礼文(1965-),男,江西兴国人,硕士,教授,研究方向为企业战略管理。

策行为,而资源配置是公司决策的关键一环,故独立董事薪酬激励程度对其治理作用的影响也能相应体现在公司的非效率投资程度上。

本文利用 2008 - 2018 年中国 A 股上市公司数据,对上述问题提出了竞争性假设并进行了实证研究。结果表明:薪酬激励过度的独立董事与公司的非效率投资间呈显著负相关,薪酬激励不足的独立董事与公司的非效率投资间呈现显著正相关。进一步的研究表明,独立董事薪酬激励过度并不会使公司投资不足的现象减少,但能显著减少投资过度行为,且薪酬激励不足的独立董事对非效率投资的加剧作用也主要作用于公司的投资过度行为。此外,不同薪酬激励程度的独立董事与公司非效率投资间的关系在一定程度上还受到产权性质的影响,薪酬激励过度的独立董事对非效率投资的抑制作用不受产权性质的区分,但薪酬激励不足的独立董事对非效率投资的加剧作用在非国有企业样本中体现得更为明显。

与以往的研究相比较,本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,以往文献主要从高阶理论出发,研究独立董事比例、特征等对公司投资效率的影响,立足于独立董事薪酬激励角度的研究相对较少,尤其是尚未有研究从薪酬激励不足与激励过度两个维度探讨独立董事与公司非效率投资之间的关系。其次,在公司治理领域中,薪酬激励一直是学术界研究的热门话题,然而长期以来,学者们主要考察的是企业内部经理人的薪酬激励问题,而参与制定内部经理人薪酬政策的独立董事却容易受到忽视,本文的研究有助于认知对独立董事进行不同程度的薪酬激励给公司非效率投资带来的影响,也为如何提高公司的投资效率提供了新的证据。最后,本文的研究也结合了中国独特的产权性质,为如何让独立董事在不同产权性质的公司发挥更好的治理作用提供了参考意义。

二、文献综述与研究假设

(一) 独立董事薪酬激励

独立董事发挥治理作用的前提是确保独立董事的独立性,完善薪酬机制是根本。理论上,合理的薪酬激励契约有利于独立董事监督与咨询功能的发挥。但在经验证据上,关于独立董事薪酬机制对其独立性及治理作用的影响,结论产生了分歧。例如,郑志刚等(2017)的研究发现,薪酬激励充分的独立董事会更加勤勉尽责地参与到公司治理中,提高内部控制有效性^[11],最终带来公司未来绩效的提高^[8]。且从信号传递理论来看,外部投资者倾向于投资年报披露中独立董事薪酬更高的公司,因为独立董事薪酬越高,往往代表着该公司业绩越好^[12]。但也有部分学者认为,赋予独立董事高薪酬容易导致激励过度,会削弱独立董事的独立性,降低他们对内部经理人的监督效果。刘汉民等(2020)基于激励理论和寻租理论考察了独立董事薪酬激励的有效性,结果表明,过高的薪酬激励水平会增加独立董事与经理人之间的联系,为二者的寻租行为提供契机,促进经理人超额薪酬;而薪酬激励不足却能对独立董事产生内在激励作用^[13],抑制经理人超额薪酬^[14]。而 Yermck(2004)的研究却表明,薪酬激励不足会降低独立董事的履职成效,降低高管更换的可能^[9],不利于公司未来绩效的提升^[15]。也有学者认为,过高与过低的薪酬激励水平都不利于独立董事治理作用的发挥,过高的薪酬使得独立董事为了迎合管理层,不太可能对公司重大事项提出否定意见,而过低的薪酬则削弱了其参与公司治理的积极性,减少与会次数,这两种情况都会降低公司的盈余信息质量^[9],也不利于减少公司信息披露违规行为^[16]。

(二) 独立董事与非效率投资

有关独立董事对投资效率的影响,大部分文献都主要从独立董事性别、年龄、比例、地缘性等背景特征的角度展开。陈运森等在 2011 年基于社会网络理论的研究发现,独立董事所处的董事网络中心度越高,投资效率越好,且这一作用在非国有企业中表现更甚^[17]。郑立冬等(2013)基于高层梯队理论研究独立董事与投资效率间的关系,结果发现,独立董事个体特征及专业背景与投资效率间存在显著相关性,独立董事平均年龄越大,对过度投资的抑制作用越明显^[18],也越有利于提升企业绩效^[19]。姜蕾(2016)将内部控制质量作为中介机制,来检验独立董事独立性与公司非效率投资间的关系,结果表明,独立董事比例越高,公司的内部控制效果越好,通过内部控制改善公司非效率投资的结果也越理想^[20]。此外,也有学者关注了独立董事任职距离与投资效率间的关系。Alam 等(2015)等的研究结果发现,独立董事的任职距离与投资效率间存在显著相关关系,距离任职公司近的独立董事有更富余的时间与精力去参与公司治理,实施监督与咨询功能,提高经理人的决策质量,促进投资效率的提升^[21]。周泽将和刘中燕(2016)在采用投资现金流敏感度模型分析时也发现,独立董事本地任职更有利于提高投资效率^[22]。

最后,也有少数研究对独立董事薪酬与公司投资效率间的关系给予了关注。程珂等(2012)的研究发现独立董事薪酬对改善公司整体投资效率间的关系并不显著^[23],但李冰(2016)对技术独立董事的考察结果表明,提高薪酬能对独立董事产生明显激励作用,利于提升投资效率^[24]。

综合以上研究,现有关于独立董事对公司投资效率影响的文献比较丰富,但相关研究主要集中在独立董事的个人特征、专业背景、任职距离等方面,而对独立董事薪酬水平、薪酬激励与非效率投资间关系的研究较少。而且,已有关于独立董事薪酬影响公司非效率投资的研究结论存在分歧。最后,这类文献并未对独立董事薪酬机制进行激励过度与激励不足的区分。

(三)理论分析与研究假设

基于心理契约理论,独立董事的职位尽责度与薪酬满意度有关,独立董事可能会因获得正向额外薪酬而加强对经理人决策行为的监督,优化公司经营治理效果。更具竞争力与吸引力的薪酬政策不仅能招揽优秀的独立董事,且会激励他们履行监督公司运行管理的职责,有利于促进企业绩效水平的提升^[25],提高经营效率^[26]。郑志刚等(2017)的研究表明,给予独立董事高权力薪酬激励并不会影响其独立性,相反地,它还有助于改善公司的业绩水平和提高股东收益,而这主要通过提高独立董事参与制定经理人的薪酬政策和与会积极性来实现^[8]。李冰(2016)在研究技术独立董事时也发现,独立董事薪酬增加能有效减少公司的投资不足行为^[24]。也就是说,独立董事获得正向额外薪酬或许是对其能力与风险的补偿^[27],若公司为独立董事制定的薪酬合约能以激励为基础,则该薪酬合约便有助于提高独立董事的履职意愿,激励他们努力工作获取风险收益^[28],更积极地监督经理人的决策行为^[29],提高决策质量,降低公司的非效率投资程度。

然而,当独立董事获得的薪酬超过合理水平,亦即薪酬激励过度时,他们或许也会因为一己私利而不愿得罪经理人,降低独立董事的独立性。本质上,独立董事与经理人相似,与股东间存在同样的代理问题和薪酬激励问题,他们可能会为了共同的目标合谋,以保障自身利益,如提升薪酬水平等^[30]。互惠关系强化了独立董事与经理人之间的利益关系,降低了独立董事的独立性,减弱了独立董事对经理人决策行为的监督效果。有研究发现,独立董事所获的正向额外薪酬与经理人的盈余管理程度之间存在正向相关性^[31],经理人通过盈余操纵来影响投资效率,且独立董事薪酬激励过度会促进经理人的超额薪酬^[14],不利于提升企业业绩。因此,如果对独立董事的薪酬激励达到甚至超过了他们的心理预期,他们从公司获得的薪酬在个人收益中的所占比重会增加,这或许会引发他们的寻租行为,他们也就无法勤勉尽责的监督和约束经理人攫取私利的行为,不利于提高经理人的决策质量,进而加剧非效率投资。

基于上述分析,本文提出以下竞争性假设:

H1a:独立董事薪酬激励过度会抑制公司的非效率投资。

H1b:独立董事薪酬激励过度会加剧公司的非效率投资。

基于期望理论,对独立董事实施的激励措施与激励效果与独立董事的心理偏差有着紧密关联。在不同的薪酬激励制度下,独立董事与公司非效率投资间关系的强弱和方向都可能存在差异。独立董事薪酬激励不足或许能抑制公司的非效率投资,原因在于:一方面,低薪酬激励政策能有效确保独立董事的“独立性”,减弱与经理人合谋的可能,使其更可能位于股东的立场行事,提高经理人决策质量;另一方面,独立董事的薪酬水平与努力程度、对企业的贡献息息相关,如果独立董事获得负向额外薪酬,亦即薪酬激励不足时,为了争取更高的薪酬水平,他们或许会提高当期努力程度,更加勤勉尽责,如积极出席会议、增加否定意见的发表次数、加强对经理人行为的监督等,当期履职积极性的提高也有助于提高未来薪酬水平^[13];此外,独立董事拥有更高的声望意味着获取更多董事席位的潜在可能性更大^[32],而独立董事勤勉尽责有助于提升在外部董事市场中的声望^[33]。因此,独立董事获得负向额外薪酬或许会对独立董事产生内在激励,为了争取更高的社会知名度与更高的薪酬水平,他们会更积极地参与公司治理,监督经理人的决策行为,降低公司的非效率投资程度。

然而,薪酬激励不足也可能让独立董事丧失行权意愿与动力。首先,从委托代理理论来看,“理性经济人”假设下的高管以谋求自身利益为前提作出决策,受股东委托的独立董事也如是。公司聘请的独立董事一般都是社会精英群体,他们有着高学历、高知名度,也有着更高的机会成本与时间成本。当独立董事治理公司需要耗费大量的时间与精力,而股东赋予独立董事的报酬又较低时,会存在激励不足问题,不利于调动独立董事履职的积极性^[32]。此外,根据社会比较理论,独立董事薪酬过低会影响独立董事的心理公平程度,使独立董事消极怠工。曾俊等(2011)的研究发现,从总体上来看,我国上市公司赋予独立董事的薪酬水

平不足以达到激励程度,需进一步提高薪酬标准^[34]。张天舒等(2018)的研究也发现,当独立董事薪酬激励不足时,公司高管变更与经营业绩的敏感性下降,出席董事会会议的可能性也更低,公司盈余管理行为增多^[9]。由此可以预期,如果独立董事获得了负向额外薪酬,即薪酬激励不足,独董“不作为”的可能性更大,从而加剧公司的非效率投资,降低企业的投资效率。

基于上述分析,本文提出以下竞争性假设:

H2a:独立董事薪酬激励不足会抑制公司的非效率投资。

H2b:独立董事薪酬激励不足会加剧公司的非效率投资。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

因财政部规定 2007 年 1 月 1 日起上市公司开始执行新会计准则,而本文非效率投资的衡量还需使用滞后一期的财务数据,故本文选取了 2008 年—2018 年中国 A 股上市公司数据为研究样本。本文的研究样本皆源于 CSMAR 数据库,并对样本作了如下处理:剔除曾被 ST 的公司;剔除金融与保险业公司;剔除极端值与数据缺失样本;对主要连续变量在 1%~99% 的水平上进行缩尾处理。

(二)变量和模型

1. 独立董事薪酬激励不足与激励过度

本文参考 Dah 等(2017)^[13]和郑志刚等(2017)^[8]的研究,从独立董事个人因素(学历、任期、年龄)和企业经济因素(资产收益率、公司规模、企业成长机会)构建如下回归模型,以衡量独立董事的薪酬激励程度。

$$\ln(\text{Comp}_t) = a_0 + a_1 \text{edu} + a_2 \text{tenure}_t + a_3 \ln \text{age}_t + a_4 \text{roa}_t + a_5 \text{roa}_{t-1} + a_6 \text{Size}_t + a_7 Q_t + \varepsilon_1 \quad (1)$$

上式中,t 代表年度。 $\ln(\text{comp})$ 是公司独立董事薪酬,等于当年年末独立董事货币薪酬总额的自然对数;edu 为独立董事的学历水平,本科及以上取 1,否则为 0;tenure 为独立董事截止当年年末在该公司的任职时长;age 为独立董事年龄的自然对数;roa 衡量公司的盈利能力,等于公司的资产回报率;Size 为公司规模变量,等于公司总资产的自然对数;Q 代表公司成长机会,等于所有者权益市场价值除以所有者权益账面价值。

该模型回归后,得到的残差为正代表独立董事获得正向额外薪酬,即薪酬激励过度(comp_exs);得到的残差为负代表独立董事获得负向额外薪酬,即薪酬激励不足,对该部分为负的残差取绝对值,用 comp_les 表示,其值越大,独立董事薪酬激励不足的程度越高。

2. 非效率投资

本文参照辛清泉等(2007)^[35]的方法,借鉴 Richardson(2006)^[36]的投资模型,衡量非效率投资。具体模型如下:

$$\text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Age}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Ret}_{i,t-1} + \beta_7 \text{INV}_{i,t-1} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

上式中,Inv 代表公司的投资水平,等于固定资产、无形资产、在建工程以及长期投资的净值变化量之和除以平均总资产;Q 代表公司成长机会,等于所有者权益市场价值除以所有者权益账面价值;Cash 代表现金持有量,等于货币资金除以总资产;Age 代表公司上市年龄,等于公司截止当年的上市年数的自然对数;Size 为公司规模变量,等于公司总资产的自然对数;Lev 为资产负债率,等于总负债除以总资产;Ret 代表股票收益率,等于公司的年度股票回报率;最后,Industry 和 Year 分别代表行业和年度哑变量。

其中,i 代表公司,t 代表年度。该模型回归后,残差为正代表投资过度,用 over 表示;残差为负代表投资不足,对负残差取绝对值,用 under 表示,绝对值越大,说明公司投资不足的行为越严重。同时对所有残差取绝对值以衡量非效率投资,用 absinv 表示,绝对值越大,说明该公司的非效率投资程度越高,投资越无效。

3. 独立董事薪酬激励与非效率投资

本文采用如下模型检验研究假设 1、研究假设 2:

$$\text{absinv}_{i,t} = r_0 + r_1 \text{comp_res}_{i,t} + r_2 \text{Size}_{i,t} + r_3 \text{lev}_{i,t} + r_4 \text{CFO}_{i,t} + r_5 \text{roa}_{i,t} + r_6 \text{Age}_{i,t} + r_7 \text{board}_{i,t} + r_8 \text{ind}_{i,t} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_3 \quad (3)$$

该模型中,comp_exs 和 comp_les 统一用 comp_res 表示。当检验独立董事薪酬激励过度与非效率投资间的关系时,模型中的 comp_res 值等于 comp_exs;当检验独立董事薪酬激励不足与非效率投资间的关系时,模型中的 comp_res 值等于 comp_les。其他变量定义见表 1。

表 1 模型(3)的变量定义和说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	非效率投资	absinv	模型(1)残差的绝对值,绝对值越大,公司的非效率投资程度越高
	投资不足	under	模型(1)回归得到的负残差的绝对值,绝对值越大,公司投资不足的行为越严重
	投资过度	over	模型(1)回归得到的正残差,绝对值越大,公司投资不足的行为越严重
解释变量	薪酬激励过度	comp_exs	模型(2)回归得到的正残差,值越大,独董薪酬激励过度的程度越高
	薪酬激励不足	comp_les	模型(3)回归得到的负残差的绝对值,绝对值越大,独董薪酬激励不足的程度越高
控制变量	公司规模	size	公司总资产的自然对数
	资产负债率	lev	总负债/总资产
	经营活动现金流	CFO	经营活动现金净流量/总资产
	资产回报率	roa	公司的资产回报率
	董事会规模	board	董事会成员的数量
	独立董事比例	Ind	独董人数/董事会人数
	公司年龄	Age	公司截止当年的上市年数的自然对数
	行业	Industry	若观测值属于该年度,取值为 1,否则为 0
	年度	Year	若观测值属于该年度,取值为 1,否则为 0

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

表 2 是变量的描述性统计结果。从表中可以看出,样本公司的 absinv(非效率投资)为 0.0551,中位数为 0.0365,其中 over(过度投资)的样本有 3356 个,under(投资不足)的样本有 3331 个,表明我国上市公司资本配置效率不高的现象仍普遍存在。从独立董事薪酬激励的情况来看,尽管 comp_exs(激励过度)的样本(4166 个)要多于 comp_les(激励不足)的样本(2521 个),但薪酬激励不足最高达到了 2.5370,最低仅为 0.000046;薪酬激励过度最高达到了 1.5632,最低为 0.000139,说明当前上市公司对独立董事的薪酬激励程度不均,且激励不足的程度要远高于激励过度的程度。此外,从反映公司的短期偿债能力指标和经营指标来看,lev(资产负债率)的均值为 0.3458,CFO(经营活动现金流)的均值为 0.0438,表明样本公司的总体负债水平较低,所持货币现金流也偏低,这或许是因为公司将大量的资金用于投资。从 board(董事会规模)和 ind(独董比例)来看,公司的董事会平均由 9 人构成,独立董事在董事会的占比均值(中位数)为 37.87%(36.36%),可发现当前上市公司中独立董事的比例并不是很高,约占董事会的 1/3,也在一定程度上表明,独立董事可能没有像预期那样发挥积极的治理作用。

表 2 描述性统计

变量	N	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
absinv	6687	0.0551	0.0365	0.0715	0.000034	1.2856
under	3331	0.0569	0.0367	0.0696	0.000697	0.9785
over	3356	0.0532	0.0364	0.0733	0.000034	1.2855
comp_les	2521	0.5690	0.4001	0.5490	0.000046	2.5370
comp_exs	4166	0.3194	0.2710	0.2363	0.000139	1.5632
size	6687	21.6850	21.5658	0.9397	19.567700	26.9445
lev	6687	0.3458	0.3225	0.1650	0.148552	0.7506
CFO	6687	0.0438	0.0411	0.0589	-0.157916	0.4748
roa	6687	0.0522	0.0486	0.0501	-0.249664	0.2380
Age	6687	4.1700	4	1.2203	2	8
board	6687	8.35412	9	1.5701	4	15
ind	6687	0.3787	0.3636	0.0561	0.250000	0.6667

(二) 回归结果与分析

表3 模型(3)的回归结果

因变量: absinv	激励过度		激励不足	
	(1)	(2)	(3)	(4)
comp_exs	-0.0210*** (-4.27)	-0.0178*** (-3.69)		
comp_les			0.0026** (1.99)	0.0029** (2.31)
size		0.0271*** (11.11)		0.0247*** (8.41)
lev		0.0359*** (3.24)		0.0436*** (3.27)
CFO		0.0953*** (5.50)		-0.0375* (-1.74)
roa		-0.1267*** (-5.34)		-0.1222*** (-3.71)
Age		-0.0050*** (2.81)		-0.0025 (0.92)
board		-0.0013 (-1.01)		0.0036** (2.28)
ind		0.0040 (0.14)		-0.1537*** (-3.97)
Constant	0.1139*** (4.28)	-0.4639*** (-7.64)	0.1360*** (2.94)	-0.3273*** (-4.10)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
observations	4166	4166	2521	2521
Adjusted R ²	0.0757	0.0891	0.1690	0.1718

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

表3的(1)(2)列显示了独立董事薪酬激励过度与公司非效率投资之间的关系。在第(1)列中,本文只将 comp_exs 作为自变量,并控制行业和年份固定效应,对模型(3)进行回归,结果显示,comp_exs 的系数为 -0.0210,在1%的水平上显著,表明在不考虑其他因素的影响下,独立董事薪酬激励过度与公司非效率投资间呈显著负相关。在第(2)列的回归中,添加了一系列控制变量,同时仍控制行业和年份固定效应,comp_exs 的回归系数为 -0.0178,仍在1%的水平上显著,表明独立董事薪酬激励过度能在一定程度上抑制公司的非效率投资。这意味着,高权力薪酬激励或许是对独立董事能力与努力的额外补偿,它会对独立董事产生正向激励作用,增强他们对经理人的监督意愿,提高经理人的决策质量,从而降低公司的非效率投资程度,该结论为假设1a提供了支持。在控制变量方面, size(公司规模)、lev(资产负债率)与 CFO(经营活动现金流)均与 absinv(非效率投资)在1%的水平上呈显著正相关,说明公司规模越大、负债水平越高、经营活动现金流越多,公司的非效率投资程度越高。

表3的(3)(4)列显示了独立董事薪酬激励不足与公司非效率投资之间的关系,是分别在不加控制变量与加入控制变量后针对模型(3)的回归结果。从表中可得知,第(3)列中,comp_les 的回归系数为 0.0026,在5%的水平上显著为正,说明独立董事薪酬激励不足会加剧公司的非效率投资程度;在第(4)列中,控制了其他因素的影响后,comp_les 的系数为 0.0029,仍在5%的水平上显著,说明激励不足与公司的非效率投资之间呈显著正相关关系。这意味着,负向额外薪酬并不会对独立董事产生内在激励作用,反而会影响独立董事的履职积极性与努力程度,降低对经理人决策质量的监督,从而加剧公司的非效率投资,该结论为假设2b提供了支持。在控制变量方面, roa(企业盈利能力)与 absinv(非效率投资)在1%的水平上呈显著负相关关系,说明企业盈利能力越高,公司的投资决策行为越趋于合理;此外, ind(独立董事比例)与 absinv(非效率投资)也在1%的水平上呈显著负相关,说明提高独立董事在董事会的所占比例能显著降低公司非效率投资程度,提高资本配置效率。

(三) 进一步研究

1. 薪酬激励程度与投资不足、投资过度的关系。为进一步探讨独立董事薪酬激励程度与公司非效率投

资之间的关系,本文将非效率投资区分为 over(投资过度)和 under(投资不足),分别与 comp_exs(薪酬激励过度)和 comp_les(薪酬激励不足)进行回归。

在表4中,第(1)列的因变量是 absinv(非效率投资),第(2)列的因变量是 under(投资不足),第(3)列的因变量是 over(投资过度),而每一列的自变量都是 comp_exs(薪酬激励过度),对模型(3)进行回归。值得注意的是,在控制年份和行业固定效应后,第(2)列的 comp_exs(薪酬激励过度)与 under(投资不足)之间并未呈现显著的负向相关性,说明薪酬激励过度的独立董事并不能减少公司的投资不足行为,但第(3)列的 comp_exs 系数在 5% 的水平下显著为负,说明薪酬激励过度并不会促进独立董事的寻租行为,反而能使独立董事积极发挥监督作用,监督经理人的投资行为趋于理性,改善公司投资过度现象。这或许是因为,相对于投资过度,公司投资不足行为的产生,可能是企业现金流不足、信息不对称,抑或是外界因素多造成,而在这几方面,独立董事能发挥的治理作用有限,故独立董事薪酬激励过度对投资过度的抑制作用要强于对投资不足的抑制作用。

表4 薪酬激励过度对投资不足与投资过度的回归结果

	absinv (1)	under (2)	over (3)
comp_exs	-0.0178*** (-3.69)	0.0070 (1.26)	-0.0161** (-2.43)
size	0.0271*** (11.11)	0.0348*** (10.49)	0.0167*** (4.33)
lev	0.0359*** (3.24)	-0.0847*** (-5.69)	0.1601*** (9.53)
CFO	0.0953*** (5.50)	-0.0295 (-1.24)	0.1483*** (5.86)
roa	-0.1267*** (-5.34)	-0.0803** (-2.31)	0.0873** (2.21)
Age	-0.0050*** (2.81)	-0.0056** (-2.31)	-0.0061** (-2.17)
board	-0.0013 (-1.01)	0.0006 (0.32)	-0.0047*** (-2.61)
ind	0.0040 (0.14)	-0.0168 (-0.39)	-0.1533*** (-3.89)
Constant	-0.4639*** (-7.64)	-0.4672*** (-5.10)	-0.2139** (-2.25)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
observations	4166	2053	2113
Adjusted R ²	0.0891	0.1897	0.0328

此外,在控制变量方面,第(3)列的 lev(资产负债率)和 CFO(经营活动现金流)的系数均显著为正,说明经营活动现金流高的公司更可能出现投资过度现象,甚至于举债投资;roa(企业盈利能力)与 under(投资不足)在 5% 的水平上呈显著负向关,与 over(投资过度)在 5% 的水平上呈显著正相关,表明独立董事薪酬激励过度时,企业盈利能力越高,越不可能出现投资不足的现象,但更可能出现投资过度的现象;ind(独立董事比例)的系数在 1% 的水平上显著为负,说明提高独立董事比例能显著降低公司的投资过度行为,也进一步证明了独立董事的确能在公司的投资行为上发挥积极的治理作用。总的来说,表4的结果表明,薪酬激励过度的独立董事主要通过改善公司的投资过度现象,进而减少公司的非效率投资,提高资本配置效率。

在表5中,第(1)列是 comp_les(薪酬激励不足)与 absinv(非效率投资)的回归,第(2)列是 comp_les(薪酬激励不足)与 under(投资不足)的回归,第(3)列是 comp_les(薪酬激励不足)与 over(投资过度)的回归。从表中可知,在控制行业 and 年度固定效应后,第(2)列的 comp_les 的系数为正但并不显著,这意味着,独立董事薪酬激励不足可能会加剧公司的投资不足行为,虽然这一作用并不明显;第(3)列的 comp_les 的系数为 0.0017,在 10% 的水平上显著,这一结果表明,薪酬激励不足会加剧公司的投资过度现象。获得负向额外薪酬会使独立董事产生懈怠心理,不太愿意去干涉经理人的决策,对于经理人利用公司冗余资金肆意投资的行为,他们可能“不太作为”甚至于“不作为”。

表 5 薪酬激励不足对投资不足与投资过度的回归结果

	absinv (1)	under (2)	over (3)
comp_les	0.0029 ** (2.31)	0.0014 (1.14)	0.0017 * (1.79)
size	0.0247 *** (8.41)	0.0300 *** (8.26)	0.0171 *** (4.36)
lev	0.0436 *** (3.27)	0.1354 *** (8.01)	-0.0474 *** (-2.90)
CFO	-0.0375 * (-1.74)	-0.0945 *** (-3.78)	0.0709 *** (2.98)
roa	-0.1222 *** (-3.71)	-0.1282 *** (-3.23)	-0.1767 *** (-3.98)
Age	-0.0025 (0.92)	-0.0049 (-1.24)	-0.0032 (-1.04)
board	0.0036 ** (2.28)	-0.0023 (-1.08)	0.0025 (1.54)
ind	-0.1537 *** (-3.97)	-0.0751 (-1.53)	-0.0114 (-0.29)
Constant	-0.3273 *** (-4.10)	-0.4641 *** (-4.40)	-0.2411 ** (-2.41)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
observations	2521	1278	1243
Adjusted R ²	0.1718	0.3716	0.6024

在控制变量方面,CFO(经营活动现金流)与 under(投资不足)呈显著负相关,与 over(投资过度)呈显著正相关,说明经营活动现金流充足时,公司出现投资不足的行为会比较少,但容易出现投资过度现象;roa(企业经营能力)与 under(投资不足)、over(投资过度)皆在 1% 的水平上呈显著负相关,表明独立董事薪酬激励不足时,企业盈利能力越高,公司出现投资不足与投资过度的行为越少。总而言之,表 5 的结果显示,薪酬激励不足时,独立董事对投资不足的加剧作用不太明显,但却能显著加剧投资过度行为,从而提高公司的非效率投资程度。

2. 区分产权性质。本文按照上市公司实际控制人性质,将 6687 个样本区分为国有企业与非国有企业,并分别回归模型(3),以进一步分析在不同产权性质下,独立董事薪酬激励过度与激励不足对公司非效率投资的影响。

表 6 区分产权性质的回归结果

absinv	国有企业		非国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
comp_exs	-0.0936 *** (-4.27)		-0.0212 *** (-4.32)	
comp_les		0.0176 (1.29)		0.0021 * (1.79)
size	0.0108 ** (2.09)	-0.0619 (-1.35)	0.0299 *** (12.04)	0.0316 *** (11.48)
lev	-0.2150 *** (-6.17)	-0.1154 (-0.70)	0.0367 *** (3.29)	0.0473 *** (3.64)
CFO	-0.0918 (-0.92)	-0.1204 (-0.55)	0.1069 *** (6.20)	-0.0451 ** (-2.20)
roa	-0.2536 ** (-2.43)	1.6242 *** (2.68)	-0.1299 *** (-5.47)	-0.2123 *** (-6.85)
Age	-0.0050 (-1.44)	0.0315 *** (2.73)	-0.0053 *** (-2.89)	-0.0042 (-1.29)
board	0.0011 (0.45)	0.0287 *** (2.78)	-0.0008 (-0.001)	0.004 *** (2.89)

absinv	国有企业		非国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ind	-0.0906 (-0.88)	0.2097 (0.61)	0.0212 (0.69)	-0.1080*** (-3.08)
Constant	-0.0897 (-0.72)	1.0218 (1.22)	-0.5277*** (-8.50)	-0.5015*** (-6.53)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
observations	133	76	4270	2516
Adjusted R ²	0.6573	0.9957	0.0375	0.1640

表6的第(1)(2)列报告了国有企业样本中独立董事薪酬激励程度对非效率投资的影响,从数据中可发现,comp_exs(薪酬激励过度)与absinv(非效率投资)在1%的水平上呈显著负相关,表明国有企业给予独立董事的薪酬激励越充分,对非效率投资的抑制作用越明显;而comp_les(薪酬激励不足)与absinv(非效率投资)间的相关性为正但并不显著,其原因可能是基于国有企业独特的产权性质,独立董事不仅受到“国家股东”的监督,更受到社会的关注,故即使独立董事的薪酬激励不充分,爱惜羽毛的他们仍会兢兢业业的监督经理人的决策行为。表6的第(3)、(4)列报告了非国有企业样本中独立董事薪酬激励与非效率投资的回归结果,从表中可看出,comp_exs(薪酬激励过度)与absinv(非效率投资)在1%的水平上显著为负,说明在非国有企业中,薪酬激励过度能对独立董事形成监督激励,提高其履职意愿,有利于提高公司投资效率;而独立董事获得负向额外薪酬会削弱他们的监督意愿,使他们采取更消极的态度来监督经理人的决策行为,降低决策质量,对非效率投资的加剧作用也更明显。

(四)稳健性检验

为进一步验证上述结论的可靠性,本文运用了如下方法对研究结果进行稳健性检验与内生性检验:

第一,变更独立董事薪酬激励的衡量。参照张天舒等(2018)^[9]的做法,使用独立董事年平均薪酬代替独立董事个人薪酬,亦即 $\ln(\text{comp})$ 等于公司该年向所有独立董事支付的薪酬总和除以独立董事总人数的自然对数,并以企业经济因素(公司规模size、上市年龄age、资产负债率lev、企业成长机会Q、资产收益率roa)、董事会组成因素(董事会人数board、独立董事比例ind、独立董事平均年龄avg_age)构建回归模型(4)。

$$\ln(\text{Comp}_{i,t}) = \lambda_0 + \lambda_1 \text{comp_res}_{i,t} + \lambda_2 \text{size}_{i,t} + \lambda_3 \text{Age}_{i,t} + \lambda_4 \text{lev}_{i,t} + \lambda_5 Q_{i,t} + \lambda_6 \text{roa}_{i,t} + \lambda_7 \text{board}_{i,t} + \lambda_8 \text{ind}_{i,t} + \lambda_9 \text{age_avg}_{i,t} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + u_{i,t} \quad (4)$$

模型回归后,得到的正残差用comp_exs表示,代表薪酬激励过度;得到的负残差对其取绝对值,用comp_les表示,代表薪酬激励不足。将comp_exs和comp_les分别代入模型(4),检验薪酬激励程度对非效率投资的影响。结果如表7所示,回归结果与表5基本保持一致。

第二,变更样本的选择范围。给予独立董事不同薪酬激励会对非效率投资程度产生影响,在此对激励不足和激励过度进行了缩尾处理,只保留1%~99%之间的样本,所得回归结果与表5基本保持一致。第三,内生性问题。为了控制研究中可能存在的内生性问题,本文使用固定效应模型验证独立董事薪酬激励过度与薪酬激励不足对公司非效率投资程度的影响,所得研究结果与上述结论基本一致,仍支持假设,由此确保了本文研究的稳健性。

表7 以独立董事年均薪酬代替个人薪酬进行回归的稳健性检验结果

因变量:absinv	激励过度		激励不足	
	(1)	(2)	(3)	(4)
comp_exs	-0.0136*** (-3.24)	-0.0128*** (-2.95)		
comp_les			0.0153*** (4.72)	0.0131*** (4.39)
size		0.0275*** (11.64)		0.0570*** (17.98)
Age		-0.0039** (-2.18)		-0.0035 (-0.99)
lev		0.0211** (1.97)		0.0487*** (3.57)

因变量: absinv	激励过度		激励不足	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Q		-1.6375*** (-4.40)		3.9292*** (8.55)
roa		0.0163 (0.66)		-0.1462*** (-4.39)
board		0.0004 (0.21)		0.0037** (2.27)
ind		0.0030 (0.73)		-0.0122*** (-2.83)
ave_age		0.0004 (1.44)		-0.0021*** (-5.64)
Constant	0.1109*** (4.31)	-0.4255*** (-6.99)	0.1319** (2.19)	-0.9617*** (-10.80)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
observations	3843	3843	3314	3314
Adjusted R ²	0.1501	0.1277	0.0361	0.0577

五、结论

上文基于薪酬激励、心理契约等理论,考察了不同薪酬激励程度下,独立董事对公司非效率投资的影响,并以2008—2018年中国A股上市公司为样本,进行了实证研究。研究表明:薪酬激励过度的独立董事与非效率投资间存在显著负相关性,说明正向额外薪酬是对独立董事才能的补偿,它不会引发寻租行为,反而能强化独立董事的监督意愿,抑制公司的非效率投资;而薪酬激励不足的独立董事与非效率投资间存在显著正相关性,说明负向额外薪酬无法对独立董事产生内在激励作用,反而使他们更消极地行权,降低经理人决策质量,加剧非效率投资。

进一步的,本文将非效率投资区分为投资不足与投资过度,考察不同薪酬激励程度下,独立董事与哪种行为关联以影响非效率投资。实证结果发现,薪酬激励过度的独立董事主要通过减缓投资过度行为来降低非效率投资,而薪酬激励不足的独立董事也同样作用于投资过度进而加剧非效率投资。同时,本文考虑了样本公司的所有权性质,发现不同薪酬激励程度下的独立董事与非效率投资间的关系在一定程度上会受到产权性质的制约。对薪酬激励过度的独立董事来说,无论是在国有企业还是非国有企业,他们获得的正向额外薪酬越多,越能勤勉尽责的监督经理人行,提高决策质量,减少非效率投资;但对薪酬激励不足的独立董事而言,在国有企业中,他们对非效率投资的加剧作用并不显著,这或许是因为国有企业接受的社会关注更多,注重声誉的独立董事承受着更大的监督压力,故即使他们得到的薪酬激励不充分,也不会选择“不作为”,而在非国有企业中,独立董事薪酬激励越不充分,对非效率投资的加剧作用越明显。

本文拓展了我国有关独立董事与投资效率方面的研究,以及独立董事薪酬激励方面的研究。关于独立董事“有效观”与“无效观”的争议一直存在,而本文认为,薪酬激励是影响独立董事能否有效发挥公司治理作用的重要因素。给予高薪酬激励程度虽然能增加独立董事的履职积极性,促使其监督经理人的决策行为提高决策质量,降低非效率投资程度,但同时也要警惕,过高的薪酬激励程度也很可能带来独立董事的寻租行为,尤其是当独立董事从公司所获的薪酬占个人收入比重较大时,寻租行为发生的可能性也更高;过低的薪酬则会降低独立董事的履职意愿,从而导致独立董事的“不太作为”甚至于“不作为”,也不利于公司治理。

基于上述分析,提出如下建议:

1. 上市公司应重视并审慎制定独立董事的薪酬激励制度。独立董事治理作用的发挥与薪酬激励程度息息相关,公司为其制定薪酬合约时,应把握激励的度,在考虑企业经济层面的因素时,也应把独立董事的学历、声望等机会成本,处理公司事务需花费的精力等时间成本,及为公司所做贡献、参会次数等努力程度充分考虑在内,确定合理有效的激励方案,充分发挥独立董事的治理作用。

2. 上市公司在制定薪酬激励合约时应结合产权性质。薪酬激励程度对独立董事治理作用的影响会因产权性质的不同而有所区别,独立董事薪酬激励不足所引发的负面治理效果在非国有企业体现的更为明显。建议公司为独立董事制定薪酬时,参照行业平均薪酬水平标准的同时,也了解一下不同产权性质企业独立董

事的薪酬水平。

3. 推动独立董事市场的发展和完善。外部董事市场的不完善,限制了声誉对独立董事的激励和约束作用。发展外部董事市场,相应地会促进合理机制的形成与成熟,有助于约束独立董事的寻租行为,能一定程度上抵消薪酬激励合约的不足。

参考文献:

- [1] Baysinger, B. D., Butler H. N. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition[J]. Journal of Law Economics & Organization, 1985, 1(1): 101 - 124.
- [2] Rosenstein, S., Wyatt J. G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(2): 175 - 191.
- [3] Bebchuk, L. A., et al. Lucky CEOs and Lucky Directors. Social Science Electronic Publishing[J]. 2010, 65(6): 2363 - 2401.
- [4] Perry, T. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover[D]. Arizona State University Working Paper, 2000.
- [5] Bebchuk, L. A., Fried J. M. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. The Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3): 71 - 92.
- [6] Kin, E. Han, Lu, Yao. The Independent Board Requirement and Executives Suites[D]. SSRN Working Paper, 2011.
- [7] 刘诚, 杨继东, 周斯洁. 社会关系、独立董事任命与董事会独立性[J]. 世界经济, 2012, 35(12): 83 - 101.
- [8] 郑志刚, 梁昕雯, 黄继承. 中国上市公司应如何为独立董事制定薪酬激励合约[J]. 中国工业经济, 2017(2): 174 - 192.
- [9] 张天舒, 陈信元, 黄俊. 独立董事薪酬与公司治理效率[J]. 金融研究, 2018(6): 155 - 170.
- [10] Jensen, M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Social Science Electronic Publishing, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [11] 李育红. 公司治理结构与内部控制有效性——基于中国沪市上市公司的实证研究[J]. 财经科学, 2011(2): 69 - 75.
- [12] 谭劲松, 李敏仪, 黎文靖, 郑珩, 吴剑琳, 梁羽. 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 + 135.
- [13] Dah, M. A., Frye M. B. Is Board Compensation Excessive? [J]. Journal of Corporate Finance, 2017(45): 566 - 585.
- [14] 刘汉民, 薛丽娜, 齐宇. 独董薪酬激励对经理人超额薪酬的影响: 促进或抑制[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2020, 40(6): 32 - 46.
- [15] Yermack, D. Remuneration, Retention and Reputation Incentives For Outsides Directors[J]. Journal of Finance, 2004(59): 2281 - 2308.
- [16] 朱杰. 独立董事薪酬激励与上市公司信息披露违规[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(2): 77 - 86.
- [17] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界, 2011(7): 113 - 127.
- [18] 郑立东, 程小可, 姚立杰. 独立董事背景特征与企业投资效率——“帮助之手”抑或“抑制之手”? [J]. 经济与管理研究, 2013(8): 5 - 14.
- [19] 张爱平, 凌定胜. 独立董事个体特质与公司绩效的相关性研究[J]. 江西社会科学, 2010(3): 192 - 196.
- [20] 姜蕾. 独立董事、内部控制与投资效率[J]. 经济研究参考, 2016(21): 91 - 95.
- [21] Alam, Z. S., et al. Does the Location of Directors Matter? Information Acquisition and Board Decisions[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2015, 49(1).
- [22] 周泽将, 刘中燕. 独立董事本地任职提升了企业投资效率吗——基于中国资本市场 A 股上市公司 2007 - 2013 年的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(6): 64 - 74.
- [23] 程柯, 陈志斌, 赵卫斌. 产权性质、独立董事机制与投资效率——来自中国 A 股非金融类上市公司的经验证据[J]. 技术经济, 2012, 31(3): 103 - 109.

- [24] 李冰. 技术独立董事对投资效率的影响研究[D]. 济南: 山东财经大学, 2016.
- [25] Adams R. B., Ferreira D. A. Theory of Friendly Boards[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(1): 217 – 250.
- [26] Hermalin, B. E., Weisbach M. S. The Determinants of Board Composition[J]. *Rand Journal of Economics*, 1988, 19(4): 589 – 606.
- [27] Ting, H. I. Why Do Board Members Receive Excess Compensation? [J]. *Managerial and Decision Economics: The International Journal of Research and Progress in Management Economics*, 2016, 37(8): 552 – 562.
- [28] Hermalin, B. E., Weisbach M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO [J]. *the American Economic Review*, 1998(3): 69 – 102.
- [29] 冯根福, 赵珏航. 管理者薪酬、在职消费与公司绩效——基于合作博弈的分析视角[J]. *中国工业经济*, 2012(6): 147 – 158.
- [30] Ye, K. Independent Director Cash Compensation and Earnings Management[J]. *Journal of accounting & Public Policy*, 2014, 33(4): 391 – 400.
- [31] Fama, E. F., Jensen M. C. Separation of Ownership and Control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301 – 325.
- [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] Salmon, W. Crisis Prevention: How to Gear up Your Board[J]. *Harvard Business Review*, 1993, 71(1): 68 – 75.
- [34] 曾峻, 陈共荣. 激励不足还是损害独立性? ——独立董事薪酬对其行为影响的实证研究[J]. *财会通讯*, 2011(24): 80 – 82.
- [35] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. *经济研究*, 2007(8): 110 – 122.
- [36] Richardson, S. Over – Investment of Free Cash Flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159 – 189.

Research on the Influence of Independent Directors' Compensation Incentive on Inefficient Investment

HU Liwen, LIU Ziqing, HE Xiang

(School of Finance, Jiangxi Normal University, Nanchang, Jiangxi 330022, China)

Abstract: The influence of independent directors' compensation on inefficient investment is controversial. Taking Chinese A – share listed companies from 2008 to 2018 as research samples, based on theories of incentive and psychological contract, the compensation incentive is divided into excessive incentive and insufficient incentive. Meanwhile, the competitive hypothesis is proposed to analyze the relationship between independent directors' compensation incentive and inefficient investment. The study found that excessive incentives compensates the ability and efforts of independent directors, arouses their enthusiasm to perform their duties, and inhibits inefficient investment, while insufficient incentives makes independent directors feel unfair, weakens their willingness to exercise rights, and aggravates inefficient investment. The further study found that whether the incentive is excessive or insufficient, independent directors mainly act on excessive investment behavior, which in turn has an impact on inefficient investment. Finally, we found that the governance role of independent directors is also restricted by the nature of property rights, and the aggravation of inefficient investment by independent directors with insufficient incentive is more significant in non – state – owned enterprises.

Key words: Independent directors; Compensation incentives; Inefficient investment; Nature of property rights

(责任编辑: 黎 芳)