

本地独立董事监督了吗？

——基于国有企业高管薪酬视角的考察*

罗进辉 向元高 林筱勋

(厦门大学管理学院/财务管理与会计研究院 361005)

【摘要】利用中国A股国有控股上市公司2005-2013年的7,346个年度观察数据,本文试图从国有企业高管薪酬视角考察本地独立董事(简称“本地独董”)的监督作用。结果发现,国有控股上市公司董事会中的本地独董越多,其高管的薪酬水平越低,同时高管的薪酬业绩敏感性也越低,而且本地独董对国有企业高管的薪酬业绩敏感性的负向影响在垄断行业和政府补助较多的企业中表现得更强。进一步研究发现,高管的超额薪酬仅与“运气”业绩相关,而与“非运气”业绩无关,本地独董在降低高管超额薪酬的同时,也降低了超额薪酬与“运气”业绩之间的敏感性。这些结果意味着,地理邻近的本地独董具有信息优势,监督能力更强,进而能更有效地约束高管获取超额薪酬的代理行为,同时也约束了高管利用业绩中的“运气”成分来为超额薪酬做辩护。

【关键词】本地独董; 高管薪酬; 国有企业; 薪酬业绩敏感性; 超额薪酬

一、引言

独立董事制度作为一项重要的公司治理机制,其设立目的之一便在于监督高管的薪酬问题。特别是在国有企业中,“真实”所有者缺位和长期存在的内部人控制现象导致高管薪酬契约中的代理问题更为严重(权小锋等,2010),更需要独立董事发挥其监督功能。然而,在中国特殊的社会背景下,独立董事常常因“不作为”、“不懂事”而饱受诟病。一个值得注意的现象是,大多数中国上市公司都聘请了来自异地的独立董事(以下简称“异地独董”)。据本文统计,聘请了异地独董的国有控股上市公司占比高达68.4%,而完全聘请来自本地的独立董事(以下简称“本地独董”)的国有控股上市公司则不到1/3。这不禁让人好奇:地理距离是否是导致独立董事“不作为”、“不懂事”的重要原因?本地独董和异地独董对高管薪酬和业绩考核方面的监督效果是否存在区别?

已有文献表明,上市公司“舍近求远”聘请异地独董更多是为了获取其咨询功能(Masulis等,2012;孙亮和刘春,2014;刘春等,2015)。这是因为异地独董不仅在其关联异地具有特殊的人际关系网络,能够帮助企业降低异地市场的进入壁垒,而且对其关联异地的经营环境和社会文化更为了解,有助于企业制定和实施更加有效的经营策略(孙亮和刘春,2014)。与此相对应的是,异地独董的监督

能力可能会弱化。由于地理距离和时间成本的阻碍,异地独董难以经常参加董事会会议,平时走访企业了解实际经营情况的机会自然更少,因而无法对上市公司进行充分有效的监督(Alam等,2014;曹春方和林雁,2017;罗进辉等,2017)。但已有研究多从异地并购、异地经营、过度投资等角度研究地理距离对独立董事监督与咨询职能的影响,而对高管薪酬这一根本性的代理问题却未曾涉及。

基于此,本文手工收集了上市公司独立董事的主要工作地信息,根据工作地与上市公司注册地之间的地理关系将独立董事划分为本地独董和异地独董,并从国有企业高管薪酬视角考察了本地独董的监督作用。具体地,本文以中国A股国有控股上市公司2005-2013年的7,346个年度观察数据为研究样本,分别从薪酬水平和薪酬业绩敏感性两个维度检验了本地独董对国有企业高管的监督作用。结果发现,国有控股上市公司的董事会中本地独董占比越高,高管的薪酬水平越低,同时薪酬业绩敏感性也越低,且这种负向影响关系主要体现在垄断行业国有企业和政府补助高的国有企业中。进一步分析发现,高管薪酬中的超额部分仅与“运气”业绩相关,而董事会中本地独董占比越高,高管的超额薪酬水平越低,且超额薪酬与“运气”业绩之间的敏感性也越低。这些结果表明,独立董事对高管薪酬代理问题的监督会受地理距离因素的影响。地理距离

* 本文受到国家自然科学基金面上项目(71572160)和重大项目(71790602)的资助。

降低了独立董事在公司治理过程中的参与程度,增加了监督过程中的信息成本,进而弱化了其对高管薪酬中潜在代理问题的监督能力。因此,相比异地独董,本地独董更能约束高管的超额薪酬,同时防止高管利用与自身能力和努力程度无关的业绩来为其超额薪酬进行辩护。特别是在企业业绩中“外生”成分更大的垄断行业国有企业和政府补助较多的国有企业中,本地独董的监督作用更明显。简言之,本文发现相对异地独董,本地独董的监督效果更好。

本文可能的研究贡献或创新之处在于:(1)现有研究主要从异地并购、异地经营、过度投资等视角检验了地理距离对独立董事监督和咨询职能的影响,并发现相比本地独董,异地独董更多体现为咨询作用而无监督作用。本文则基于国有企业高管薪酬视角进行考察,相关研究结果进一步证实本地独董的监督效果更好,从而拓展和丰富了独立董事与地理区位特征经济影响的相关研究。(2)国有企业由于其天然的政府背景,长期享受着政府在政策、资源和市场等方面给予的照顾和支持,这使得高管对国有企业业绩的贡献变得模糊,相关的代理问题也由此产生。而本文的结果表明,本地独董是一种有效的监督机制,能够缓解国企高管薪酬与业绩考核中的相关代理问题。因此,本文的研究结论对于中国国有企业如何优化董事会结构以及如何科学评价高管薪酬契约的有效性都具有重要的政策启示与实践价值。

二、理论分析与研究假设

高管薪酬问题不仅是委托代理理论的根本问题,也是所有权与经营权分离背景下企业实现价值最大化的基础问题(Bebchuk和Fried, 2003; Jensen和Murphy, 1990; Murphy, 1985)。在国有企业中,所有者缺位与内部人控制导致高管薪酬问题更加突出。尽管作为实际控制人的中央和地方各级政府出台了相应的制度来约束和监督高管薪酬,但薪酬乱象、管理层自定薪酬等现象仍时有发生(权小锋等, 2010)。原因在于政府在面对众多国有企业时天然处于信息劣势,特别是在国有企业金字塔式的复杂控制结构下,政府难以低成本地观察高管的代理行为,因而很难在事前与高管签订有效的薪酬激励契约,在事后实施有效的监督(陈冬华等, 2005)。因此,国有企业高管薪酬问题除了需要制度约束,还有赖于公司治理机制的有效运行,特别是作为公司治理核心的董事会应当发挥更核心的监督作用。

独立董事作为董事会的核心组成部分,其重要职责之一便是监督高管薪酬契约的订立和实施。例如,《上市公司治理准则》明确规定,上市公司若设立薪酬与考核委员会,独立董事应当占多数并担任召集人,薪酬与考核委员

会负责研究和审查高管薪酬方案,并制定相应的标准对高管进行考核。因此,在法律形式上,独立董事在监督高管薪酬时具有重要的话语权。特别是在国有企业中,独立董事的选聘往往受政府干预,是政府对国企内部管理者权力的制衡工具,因而扮演了更强的监督角色(曲亮等, 2014; 谢志明和易玄, 2014)。但制度上赋权并不能保证独立董事监督效果的自发形成,独立董事监督是否有效还与其在公司治理过程中的参与程度、对企业经营情况的了解、对高管代理行为的掌握等监督活动相关。

显然,独立董事的上述监督活动会受其与上市公司间地理距离这一客观条件影响。一方面,地理距离的增加使得独立董事在参加董事会各项会议时需要付出更多的时间和精力,进而更可能缺席董事会会议,或者以其他非现场形式参加董事会会议。相比本地独董,这种不佳的参会表现不可避免地减少了异地独董的监督频率与力度,使其无法对高管薪酬与业绩考评形成实质性的监督。特别是在国有企业长期存在内部人控制的背景下,管理层会蓄意隐藏其直接或间接的薪酬操控行为,这就更需要独立董事时常关注高管的代理行为,本地独董显然具有这方面的优势,因而更能约束高管薪酬中潜在的“猫腻”行为,抑制高管获取与自身贡献不符的薪酬。另一方面,地理距离的增加恶化了独立董事的信息环境,使其失去了监督的基础。尽管国有企业有着严格的薪酬管制政策,但这些政策在实际执行中常常被“绕行”^①。监督高管的此类代理行为显然需要独立董事对公司内部情况有着充分的了解和掌握。由于地理上的便利性,本地独董拥有更多的机会和更少的时间成本和经济成本进行实地走访上市公司,了解公司的内部情况和管理层的决策行为,因此更能对高管的真实绩效与薪酬进行准确评估,防止高管获取超额的薪酬。据此,本文提出假设H1:

假设H1:国有企业董事会中本地独董越多,高管薪酬水平越低。

由于政企之间的信息不对称以及来自监管部门的监督力度不足,国有企业管理层自定高薪的现象屡见不鲜(辛宇和吕长江, 2012)。为了维持甚至继续提升薪酬水平,高管必须为其高薪提供合理解释,否则不断攀升的薪酬会引发媒体和公众的关注与质疑,进而引起政府的重视和介入。当高管有为薪酬正当性辩护的需求时,最直接的办法便是提升薪酬与企业业绩之间敏感性,业绩表现越好,高管获取超额薪酬也就越不容易引起外界质疑(谢德仁等, 2012; 罗宏等, 2014)。但业绩表现好并不必然是高管个人能力与努力的结果,而很可能是诸多高管能力控制范围之外的因

^① 例如,2015年6月国家审计署公布的央企财务收支审计报告显示(<http://www.audit.gov.cn>),中粮集团等14家央企为管理层及员工超标准发放奖金、补贴、津贴等薪酬福利8.57亿元人民币。在薪酬监管更为严格的央企都尚且如此,地方国企中“加薪”现象可能更加普遍。

素所导致的,如经济形势好转、产业政策调整等等,这些外部“幸运因素”所导致的业绩往往成为高管“揩油”的借口(沈艺峰和李培功,2010;杨青等,2014)。特别是在国有企业长期享受行业垄断、政府补贴等制度优势的背景下,企业赚取的利润中有相当部分来源于政策支持,不能反映高管对企业的贡献,但却为高管进行租金攫取提供了空间。基于前文分析,本地独董由于地理距离上的优势,除了对公司战略决策与执行、生产经营与投资等方面的情况更加熟知,还有更多的机会实地调研管理层的工作情况,了解高管的个人能力与勤勉尽责程度。因此,在对国有企业高管进行业绩考核时,本地独董更有能力评估公司业绩中的高管贡献成分,挤走其中的“水分”,防止高管通过“搭经济便车”的方式来为自己谋求高薪,从而降低国企高管与企业总体业绩间的敏感性。据此,本文提出假设 H2:

假设 H2: 国有企业董事会中本地独董越多,高管的薪酬业绩敏感性越低。

正如假设 H2 中指出的,行业垄断是国企高管获得幸运业绩和幸运薪酬的重要来源之一。垄断国企通过对稀缺自然资源的垄断,或对关系国计民生极为重要的产品或服务进行垄断经营,获得了远超非垄断国企的利润。显然,垄断利润与高管的管理能力和努力程度无关,但它为管理层获取超额薪酬提供了极为有利的借口,使得高管薪酬与企业业绩之间的敏感度被放大,管理层被“过度激励”。简单地将国企高管薪酬与企业绩效挂钩显然并非最优的薪酬契约,容易夸大垄断国企中高管的个人贡献。因此,本文预期,本地独董在对高管进行监督和考核时,更容易发现垄断国企中高管利用垄断利润获取高薪的现象,也能更正当通过制定合理的薪酬政策来缓解垄断国企高管被“过度激励”的现象。据此,本文提出假设 H3:

假设 H3: 本地独董对国企高管薪酬业绩敏感性的降低效果在垄断行业更明显。

在中国,政府补助是国企高管获得幸运业绩和幸运薪酬的另一个重要来源。国有企业作为政府直接或间接控制的经济实体,常获得政府补助以实现特定的政治或经济目的。然而,政府补助也常沦为高管增加薪酬的工具(步丹璐和王晓艳,2014;罗宏等,2014),政府补助力度不同,高管薪酬中的“水分”则不同。政府补助作为政府对资源再分配的方式,其目的是为了提高企业效率和社会效益,但大部分的政府补助并没有明确的法律规范,使用也缺乏严格的限制,从而为管理层谋取私利提供了空间(余明桂等,2010)。政府补助越多,高管寻租的空间越大,这也导致了近年来高管与普通职工之间不断加大的薪酬差距(步丹璐和王晓艳,2014;佟爱琴和陈蔚,2017)。但与此同时,政府补助也直接或间接地提升了企业业绩。这种外生的业绩改善与高管的个人能力及努力程度无关,是企业业

绩中的噪音,但它却为高管增加薪酬提供了极为有力的辩护。政府补助越多,高管越能利用这种外生的业绩来为自己加薪进行辩护。因此,本文预期本地独董对高管薪酬的监督作用在政府补助多的国有企业中会更加明显,并据此提出假设 H4:

假设 H4: 本地独董对国企高管薪酬业绩敏感性的降低效果在政府补助多的企业更明显。

三、实证研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取沪深 A 股国有控股上市公司 2005-2013 年的年度观察数据作为研究对象。本文得到的初始样本共计 8,602 个,为了避免异常样本的不利影响,本文对初始样本依次进行了如下的筛选过程:(1)剔除 ST 和 *ST 公司年度观察样本 650 个;(2)剔除金融类公司年度观察样本 202 个;(3)剔除资不抵债公司年度观察样本 23 个;(4)剔除相关数据缺失的公司年度观察样本 381 个。最终,本文得到的有效公司年度观察样本为 7,346 个。本文使用的独立董事的地理位置数据系作者手工收集整理得到,上市公司的财务数据和公司治理数据则来自于 CSMAR 数据库,而制度环境指数来自于樊纲等(2011)所编制的中国各地区市场化指数。

(二) 模型设定与变量定义

为了检验本地独董对高管薪酬及薪酬业绩敏感性的经验影响关系,本文借鉴 Firth et al. (2006)、辛清泉和谭伟强(2009)等文献的做法,分别构建了如下的计量回归模型:

$$\begin{aligned} Salary_i = & \beta_0 + \beta_1 LOCAL_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEV_i \\ & + \beta_5 ADMIN_i + \beta_6 INAST_i + \beta_7 MTB_i + \beta_8 TOP1_i \\ & + \beta_9 BOARD_i + \beta_{10} INDIR_i + \beta_{11} DUALITY_i \\ & + \beta_{12} CENTRAL_i + \beta_{13} AGE_i + \beta_{14} MKT_i + \sum YEAR \\ & + \sum INDUSTRY + \sum PROVINCE + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Salary_i = & \beta_0 + \beta_1 LOCAL_i + \beta_2 LOCAL_i \times ROA_i + \beta_3 ROA_i \\ & + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 ADMIN_i + \beta_7 INAST_i \\ & + \beta_8 MTB_i + \beta_9 TOP1_i + \beta_{10} BOARD_i + \beta_{11} INDIR_i \\ & + \beta_{12} DUALITY_i + \beta_{13} CENTRAL_i + \beta_{14} AGE_i \\ & + \beta_{15} MKT_i + \sum YEAR + \sum INDUSTRY \\ & + \sum PROVINCE + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

模型(1)用于检验假设 H1,即本地独董与国企高管薪酬之间的影响关系。其中,被解释变量 *Salary* 代表高管的货币薪酬,本文以高管前三名薪酬总额的自然对数进行度量。在稳健性检验中,本文还采用了“董事、监事和高管前三名薪酬总额”的自然对数和“董事、监事和高管薪酬总额”的自然对数来衡量高管的薪酬水平。

主要解释变量 *LOCAL* 为本地独董变量。借鉴孙亮和刘春(2014)以及曹春方和林雁(2017)的方法,本文以省际边界作为划分本地和异地的标准,当独立董事主要工作

单位与上市公司注册地处于同一省份或直辖市时,本文将界定为本地独董。度量方法上,本文采用了本地独董人数占独立董事总人数的比例来衡量本地独董的构成。稳健性测试中,本文也采用了本地独董绝对人数进行检验。独立董事的主要工作单位地点信息由作者手工收集整理而得。具体地,本文首先从CSMAR数据库中下载了所有国有控股上市公司的独立董事名单,然后相应地从新浪财经门户网站(www.finance.sina.com.cn)的“公司资料—公司高管”栏目中查找独立董事的简历(若新浪财经网站中简历缺失,则利用凤凰财经、问问财经、公司年报、百度搜索等途径进行补充),并通过逐一阅读简历识别出独立董事的主要工作单位,最后通过百度搜索确定该单位所在省市。根据本文的假设H1,本地独董代理变量(LOCAL)的系数(β_1)应该显著为负,即国有企业董事会中本地独立董事越多,高管薪酬水平越低。

模型(2)用于检验假设H2,即本地独董与国企高管薪酬业绩敏感性之间的影响关系。对于业绩指标ROA,现有研究认为,净利润中所包含的非经常性损益项目往往是上市公司进行盈余管理的对象(魏涛等,2007;蒋大富和熊剑,2012)。因此,本文借鉴方军雄(2009)的研究,以扣除非经常性损益后的净利润率来反映公司的真实业绩。在稳健性检验中,本文还采用了未扣除非经常性损益的净利润率作为业绩水平的替代衡量指标。根据本文的假设H2,本地独董代理变量与公司业绩的交乘项(LOCAL×ROA)的系数(β_2)应该显著为负,即国有企业董事会中本地独立董事越多,高管的薪酬业绩敏感性越低。

进一步,为了检验假设H3和H4,本文对模型(2)按垄断行业与非垄断行业、以中位数划分的高政府补助与低政府补助分别进行分组检验,其中我们把采掘业、石油化学塑胶塑料业、金属非金属业、电力煤气及水的生产和供应业、交通运输仓储业、信息技术业等涉及国家安全的行业、自然垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业以及支柱产业和高新技术产业界定为政府行政管制的垄断

行业。根据假设H3和H4的理论预期,本地独董代理变量与公司业绩的交乘项(LOCAL×ROA)的系数(β_2)在垄断行业与高政府补助的分组中会更加显著为负,即本地独董对高管薪酬业绩敏感性的负向影响在垄断国企与政府补助多的国企中会更为明显。

此外,本文还控制了企业规模(SIZE)、负债水平(LEV)、管理费用率(ADMIN)、无形资产比例(INAST)、市值账面比(MTB)、第一大股东持股比例(TOP1)、董事会规模(BOARD)、独立董事比例(INDIR)、二职合一(DUALITY)、控制人层级(CENTRAL)、市场化指数(MKT)、企业成立年限(AGE)、以及年度(YEAR)、行业(INDUSTRY)和省份(PROVINCE)等因素的潜在影响。同时,本文对所有连续变量都进行了上下1%的Winsorize缩尾处理。

四、实证结果分析与讨论

(一) 描述性统计结果

表1汇报了本文主要变量的描述性统计结果。(1)通过对数转换后可知,样本国有企业中高管前三名薪酬总额(Salary)的均值为96.511万,其中最低薪酬水平为12.057万,最高薪酬水平为664.915万,最高薪酬约为最低薪酬的55倍,意味着不同国有企业之间高管的薪酬水平存在着较大的差异,同时存在着“零薪酬”和“天价薪酬”的极端现象。(2)样本国有上市公司中,本地独董占比(LOCAL)平均约为61.9%,说明聘请本地独董在国有企业中是非常普遍的现象。(3)从行业属性看,垄断行业(MON)的国有企业占比达到了43.2%。(4)政府补助占总资产的比例(SUB)平均为0.5%,最高达到了5.1%,考虑到国有企业资产规模普遍较大,政府补助水平在绝对数额上并不低。(5)扣除非经常性损益后的净利润率(ROA)均值为2.7%,中位数为2.5%,但标准差达到了5.3%,说明不同企业之间的经营表现差异较大。此外,其他控制变量的取值分布情况(限于篇幅省略汇报)都不存在明显的异常值问题。

表1 主要变量的描述性统计分析结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
Salary	7,346	13.780	0.794	11.700	13.300	13.820	14.300	15.710
LOCAL	7,346	0.619	0.344	0.000	0.333	0.667	1.000	1.000
MON	7,346	0.432	0.495	0	0	0	1	1
SUB	5,790 ^②	0.005	0.008	0.000	0.000	0.002	0.005	0.051
ROA	7,346	0.027	0.053	-0.173	0.005	0.025	0.051	0.185

② 由于CSMAR所披露的政府补助数据在2007年之前缺失较多,为保证研究数据的稳定性与可靠性,本文仅采用了2007年及之后的政府补助数据,因此政府补助(SUB)的样本量相对较少。

(二) 多元回归分析结果

表2汇报了检验研究假设的OLS多元回归分析结果。其中,模型1列示了本地独董与高管薪酬间影响关系的回归结果。可以看到,模型1中本地独董代理变量(LOCAL)的回归系数在1%的统计水平下显著为负,意味着在聘请了越多本地独董的国有上市公司中,高管的薪酬水平越低,即本地独董约束了高管获取过高新酬的代理行为,从而支持了本文的假设H1。在此基础上,模型2进一步汇报了本地独董与国企高管薪酬业绩敏感性的回归结果,其中本地独董代理变量与公司业绩的交乘项(LOCAL×ROA)得到了在1%的统计水平下显著的负回归系数,说明国有企业中本地独董越多,高管的薪酬业绩敏感性越低,即本地独董降低了国有企业高管的薪酬业绩敏感性,进而支持了本文的假设H2。

表2 多元回归分析结果

	高管薪酬 (Salary)					
	全样本	全样本	垄断行业	非垄断行业	高政府补助	低政府补助
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
LOCAL	-0.175*** (-7.960)	-0.173*** (-7.863)	-0.142*** (-4.229)	-0.203*** (-7.055)	-0.121*** (-3.507)	-0.188*** (-5.365)
LOCAL×ROA		-1.046*** (-2.617)	-1.840*** (-3.132)	-0.451 (-0.850)	-1.852*** (-2.748)	-0.388 (-0.598)
ROA	3.575*** (22.949)	3.582*** (22.870)	3.855*** (17.475)	2.923*** (13.448)	3.574*** (14.165)	3.547*** (13.834)
SIZE	0.225*** (29.382)	0.225*** (29.357)	0.192*** (17.629)	0.263*** (24.887)	0.255*** (21.461)	0.213*** (18.329)
LEV	0.032 (0.750)	0.033 (0.751)	0.120* (1.871)	-0.113* (-1.923)	-0.236*** (-3.337)	0.167** (2.365)
ADMIN	0.248** (2.083)	0.248** (2.072)	1.079*** (6.090)	-0.360** (-2.313)	0.265 (1.371)	0.059 (0.300)
INAST	-0.542*** (-4.720)	-0.546*** (-4.741)	-0.217 (-1.317)	-0.909*** (-5.364)	-0.539*** (-2.618)	-0.428*** (-2.630)
MTB	0.033*** (4.357)	0.032*** (4.257)	0.037*** (3.191)	0.038*** (3.779)	0.030*** (2.636)	0.028*** (2.600)
TOP1	-0.006*** (-12.642)	-0.006*** (-12.648)	-0.006*** (-9.335)	-0.005*** (-7.835)	-0.005*** (-7.577)	-0.005*** (-6.649)
BOARD	0.003 (1.211)	0.003 (1.198)	0.006 (1.552)	0.004 (1.015)	-0.006 (-1.562)	0.011*** (2.699)
INDIR	0.081 (0.743)	0.088 (0.812)	0.341** (2.034)	-0.130 (-0.903)	0.178 (1.147)	-0.167 (-1.045)

续表

	高管薪酬 (Salary)					
	全样本	全样本	垄断行业	非垄断行业	高政府补助	低政府补助
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
DUALITY	0.071*** (3.175)	0.069*** (3.099)	0.072** (2.108)	0.065** (2.237)	0.049 (1.511)	0.107*** (2.879)
CENTRAL	0.081*** (5.310)	0.080*** (5.276)	0.135*** (6.105)	0.038* (1.732)	0.075*** (3.308)	0.099*** (4.015)
AGE	-0.004** (-2.453)	-0.004** (-2.524)	-0.003 (-1.078)	-0.005* (-1.958)	-0.004 (-1.374)	-0.007*** (-2.765)
MKT	-0.039 (-1.397)	-0.038 (-1.371)	-0.077* (-1.792)	-0.023 (-0.652)	-0.035 (-0.413)	-0.073 (-1.024)
截距	8.359*** (32.566)	8.353*** (32.585)	9.190*** (23.723)	7.700*** (23.229)	8.141*** (11.719)	9.146*** (14.958)
年度/行业/省份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7,346	7,346	3,173	4,173	2,895	2,895
调整R ²	0.577	0.577	0.565	0.605	0.551	0.527
F值	147.941	145.840	71.406	113.861	55.268	48.250

注: (1) ***、**、* 分别代表1%、5%、10%的统计显著水平; (2) 括号内数字为经异方差调整后的T统计量。

模型3-4汇报了本地独董对高管薪酬业绩敏感性的影响在垄断行业与非垄断行业中的差异。在垄断性行业中,本地独董代理变量与公司业绩的交乘项得到了在1%的统计水平下显著的负回归系数,而在非垄断性行业中,该交乘项的回归系数虽然为负,但并不显著,说明相对非垄断国企,垄断国企中本地独董对高管薪酬业绩敏感性降低作用更强,从而支持了本文的假设H3,即本地独董的监督作用在高管薪酬“水分”更高的垄断国企中更为明显。

模型5-6则汇报了本地独董对高管薪酬业绩敏感性的影响与政府补助之间的关系。当国有企业获得的政府补助较高时,本地独董代理变量与公司业绩的交乘项得到了在1%的统计水平下显著的负回归系数,而当政府补助较低时,该交乘项的回归系数为负但并不显著,意味着本地独董对高管薪酬业绩敏感性的降低作用主要体现在政府补助高的国有企业中,从而支持了本文的假设H4,即本地独董能够抑制国企高管利用政府补助对业绩的改善来获取过高新酬,这种约束作用在政府补助多的国有企业中更加明显。

(三) 稳健性测试

为了增强研究结论的可靠性,本文进行了如下几个方

面的稳健性测试：(1) 内生性问题的检验。本文采用了两阶段最小二乘法 (2SLS) 控制可能的回归偏误，其中工具变量为年度各省或直辖市所有上市公司中本地独董比例的均值；(2) 本地独董效应的滞后性检验。本文借鉴以往研究使用未来一期的高管薪酬作为因变量；(3) 变量度量方法的稳健性检验。本文还分别使用未扣除非经常性损益的净利润率作为业绩的衡量指标、使用“董事、监事和高管前三名薪酬总额”以及“董事、监事和高管薪酬总额”作为高管薪酬的替代性指标、使用本地独董人数作为本地独董的替代性指标、使用独立董事与公司间的球面地理距离来刻画独立董事的地理区位邻近性。本文发现，上述稳健性测试的结果仍然支持了本文的主要结论。

(四) 进一步分析

基于前文的分析，本文预期，本地独董对高管薪酬的监督作用主要体现在降低高管的超额薪酬，约束高管利用业绩中的“运气”成分来获取超额薪酬的行为。为具体验证本文的理论逻辑，本文进一步对本地独董与高管超额薪酬以及超额薪酬与幸运业绩间敏感性的影响关系进行了检验。借鉴 Core et al. (1999)、吴联生等 (2010)、杨德明和赵璨 (2012) 等文献的做法，本文采用下式 (3) 的薪酬决定模型来估计高管的合理薪酬，该模型的回归残差即为高管的超额薪酬水平 ($Overpay_t$)。

$$Salary_t = \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 MTB_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 AGE_t + \beta_7 DUALITY_t + \beta_8 BOARD_t + \beta_9 INDIR_t + \beta_{10} CENTRAL_t + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \sum PROVINCE + \varepsilon_t \quad (3)$$

同时，参照沈艺峰和李培功 (2010)、杨青等 (2014) 等文献的做法，本文采用两阶段最小二乘法 (2SLS) 来分析超额薪酬与幸运业绩之间的敏感性。具体地，在第一阶段中，本文首先用反映“运气”的工具变量对公司业绩进行回归，估计出公司的“运气业绩” (ROA_Luck)，进而分离出“非运气业绩” ($ROA_Nonluck$)。借鉴现有文献中的通常做法，本文采用行业平均 ROA (剔除企业自身) 作为运气的工具变量。第二阶段中，本文采用下述模型 (4) 来检验超额薪酬与“运气业绩”和“非运气业绩”之间的敏感性，以及本地独董对这些敏感性关系的影响。据此得到的分析检验结果如表 3 所示。

表 3 进一步分析的回归结果

	高管超额薪酬 ($Overpay_t$)	
	模型 1	模型 2
$LOCAL$	-0.184*** (-9.035)	-0.182*** (-8.959)
ROA_Luck	3.675*** (2.876)	3.652*** (2.860)
$ROA_Nonluck$	0.173 (1.190)	0.168 (1.160)

续表

	高管超额薪酬 ($Overpay_t$)	
	模型 1	模型 2
$LOCAL \times ROA_Luck$		-2.035*** (-3.898)
$LOCAL \times ROA_Nonluck$		0.198 (0.457)
控制变量	控制	控制
截距	1.317*** (3.137)	1.305*** (3.110)
年度/行业/省份效应	控制	控制
样本量	7,194	7,194
调整 R^2	0.031	0.033
F 值	4.197	4.301

注：(1) ***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的统计显著水平；(2) 括号内数字为异方差调整后的 T 统计量。

$$Overpay_t = \beta_0 + \beta_1 LOCAL_t + \beta_2 ROA_Luck_t + \beta_3 ROA_Nonluck_t + \beta_4 LOCAL_t \times ROA_Luck_t + \beta_5 LOCAL_t \times ROA_Nonluck_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ADMIN_t + \beta_9 INAST_t + \beta_{10} MTB_t + \beta_{11} TOP1_t + \beta_{12} BOARD_t + \beta_{13} INDIR_t + \beta_{14} DUALITY_t + \beta_{15} CENTRAL_t + \beta_{16} AGE_t + \beta_{17} MKT_t + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \sum PROVINCE + \varepsilon_t \quad (4)$$

从表 3 可以看到，(1) 模型 1 中本地独董代理变量 ($LOCAL$) 得到了 1% 水平下显著为负的回归系数，意味着本地独董抑制了高管的超额薪酬水平。(2) 模型 1 中“运气业绩” (ROA_Luck) 得到了 1% 水平下显著为正的回归系数，但“非运气业绩” ($ROA_Nonluck$) 没有得到统计显著的系数，意味着国企高管获得超额薪酬主要是通过“运气业绩”而非“非运气业绩”。(3) 模型 2 中，本地独董代理变量与“运气业绩”的交乘项 ($LOCAL \times ROA_Luck$) 得到了 1% 水平下显著为负的回归系数，而与“非运气业绩”的交乘项 ($LOCAL \times ROA_Nonluck$) 的系数并不显著，说明本地独董主要是降低了国企高管薪酬与“运气业绩”之间的敏感性。因此，进一步分析结果表明，本地独董对国企高管薪酬的监督作用主要在于降低了国企高管的超额薪酬水平，约束国企高管利用业绩中与自身能力与努力程度无关的“运气”成分来获取超额薪酬的行为。

五、研究结论与实践启示

本文手工收集了 2005-2013 年中国 A 股国有控股上市公司独立董事的主要工作地信息，根据独立董事工作地与上市公司之间的地理关系将独立董事划分为本地独董和异地独董，相关的实证研究发现，国有企业董事会中来自本地的独立董事越多，高管的薪酬水平越低，且薪酬业绩敏感性也越低，同时本地独董与高管薪酬业绩敏感性间的负

向影响关系主要存在于垄断国有企业和政府补助高的国有企业中。进一步分析表明, 国企高管薪酬中的超额部分仅与“运气”业绩相关, 而董事会中本地独董越多, 国企高管的超额薪酬水平越低, 同时超额薪酬与“运气”业绩之间的敏感性也越低。本文的发现意味着, 地理距离是影响独立董事监督作用的重要因素。本地独董在履行监督职能时拥有更完备的信息环境和更低的监督成本, 因此更能约束高管获取超额薪酬的代理行为。与此同时, 国有企业由于长期以来享受政府特别的保护和支持, 企业业绩中与高管个体因素无关的成分更多, 这为高管获取超额薪酬提供了条件和借口, 而本地独董的信息优势能使其更有效地约束高管的此类薪酬辩护行为。

本文的研究结论具有重要的实践启示: 首先, 国有企业特别是地方国有企业在聘任独立董事时, 应该适当考虑独立董事的来源地, 更多地聘请来自本地的独立董事有助于提高董事会的监督能力, 从而制定出更具有激励作用的高管薪酬契约。其次, 国有企业的董事会以及相关的国资监管部门在评价高管的薪酬契约有效性时应该剔除业绩中的“噪音”, 防止高管被“过度激励”。这在外界仅对国企高管的绝对薪酬水平感兴趣的情况下更是应该如此。最后, 外部投资者等利益相关者在判断上市公司的治理水平以及高管的薪酬合理性时, 可以将显性的独立董事来源地信息作为一个合适的决策参考因素。

需要指出的是, 本文仅从高管薪酬视角检验了本地独董和异地独董在监督效果方面的差异, 后续研究可以从代理成本、盈余管理、公司违规等方面对本文的研究结论进行扩展检验。此外, 民营企业聘请本地独董的动机以及本地独董的影响作用也有待未来的研究探索。

主要参考文献

曹春方, 林雁. 2017. 异地独董、履职职能与公司过度投资. 南开管理评论, 1: 16~29

陈运森, 谢德仁. 2012. 董事网络、独立董事治理与高管激励. 金融研究, 2: 168~182

刘春, 李善民, 孙亮. 2015. 独立董事具有咨询功能吗? ——异地独董在异地并购中功能的经验研究. 管理世界, 3: 124~136

罗宏, 黄敏, 周大伟等. 2014. 政府补助、超额薪酬与薪酬辩护. 会计研究, 1: 42~48

罗进辉, 黄泽悦, 朱军. 2017. 独立董事地理距离对公司代理成本的影响. 中国工业经济, 8: 100~119

沈艺峰, 李培功. 2010. 政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究. 中国工业经济, 11: 130~139

孙亮, 刘春. 2014. 公司为什么聘请异地独立董事? 管理世界, 9: 131~142

谢德仁, 林乐, 陈运森. 2012. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验. 管理世界, 1: 121~140

辛宇, 吕长江. 2012. 激励、福利还是奖励: 薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析. 会计研究, 6: 67~75

Alam, Z. S., M. A. Chen, C. S. Ciccotello, H. E. Ryan. 2014. Does the Location of Directors Matter? Information Acquisition and Board Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (1): 131~164

Bebcuk, L. A., J. M. Fried. 2003. Executive Compensation as An Agency Problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17 (3): 71~92

Bertrand, M., S. Mullainathan. 2001. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals are. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (3): 901~932

Firth, M., P. M. Y. Fung, O. M. Rui. 2006. Corporate Performance and CEO Compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12 (4): 693~714

Do Locally Based Independent Directors Fulfill Their Supervision Role? Evidence from the Perspective of Managerial Compensation in State-Owned Enterprises

Luo Jinhui et al.

Abstract: Using a data set of 7,346 firm-year observations of Chinese A-share state-owned listed companies during 2005 to 2013, we attempt to investigate local independent directors' supervision effect from the perspective of managerial compensation. We find that when state-owned firms have more local independent directors in the board, managers have significantly lower pay as well as lower pay-performance sensitivity. Moreover, local independent directors' negative effect on managerial pay-performance sensitivity is more pronounced in monopolized industries and highly subsidized industries. Further analyses reveal that managerial overpayment is only related to firm performance that is not caused by managers, and that local independent directors not only lower managerial overpayment, but also lower overpayment-for-luck-performance sensitivity. These results suggest that local independent directors, due to close geographic proximity, have more information and supervision advantages, thus are more capable of constraining managers from obtaining overpay or getting paid for performance which is result of lucky factors.

Key Words: Locally Based Independent Directors; Managerial Compensation; State-Owned Enterprises; Pay-for-Performance Sensitivity; overpayment