

【企业管理】

独立董事个人社会资本异质性的治理效应研究

高凤莲^{1,2}, 王志强²

(1. 南京审计大学会计学院, 江苏 南京 210029;

2. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 作为公司治理的核心要素, 独立董事制度能否降低以及如何降低委托—代理成本一直是理论界研究的焦点。现有独立董事治理效应的研究文献忽视了独立董事异质性对治理效应的影响, 本文研究独立董事个人社会资本对公司代理成本的影响。以2006—2013年沪深上市公司为样本, 基于委托—代理理论和社会资本嵌入性, 从横向、纵向和社会声誉三个维度构建综合指标体系衡量独立董事个人社会资本, 研究独立董事社会资本对公司委托—代理问题的影响。研究表明: 独立董事社会资本越丰富, 公司股东与管理者之间的第一类委托—代理成本以及控股股东与中小股东之间的第二类委托—代理成本则越低; 在法律保护环境比较薄弱的地区或地区信任水平偏低时, 独立董事社会资本在降低公司委托—代理成本方面的治理效应更为显著, 发挥了正向的替代效应。在中国不同省份法律与信任水平存在差异的背景下, 本文运用社会资本理论剖析独立董事制度的政策与治理效应, 拓宽了公司治理的分析视角。

[关键词] 独立董事; 社会资本; 代理成本; 法律; 信任

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)03-0146-15

一、问题提出

2003年, 中国证监会强制性要求上市公司董事会成员中独立董事比例不低于1/3。迄今为止, 70%以上的上市公司独立董事比例仍维持在30%左右。为了确保独立董事制度治理效应, 证监会要求独立董事成员中必须要有法律或财务会计等相关专业背景。截至2013年, 60%左右的独立董事薪酬集中在5万元至10万元之间, 独立董事在专业背景、结构比例与薪酬水平上呈现出越来越多的同质性, 这在一定程度上说明了独立董事制度更多地是为了满足“制度监管”并非纯粹“公司治理层面”的需要。因此, 单纯以独立董事比例或薪酬等指标来验证其独立性和治理效应忽略了独立董事个人社会资本的异质性, 可能会导致研究结论有失偏颇。

[收稿日期] 2016-01-03

[基金项目] 国家自然科学基金项目“财务灵活性与公司财务政策选择”(批准号71472160); 教育部高等学校博士学科点专项科研项目“资本结构动态调整的理论及实证研究”(批准号20120121110041); 江苏省高校哲学社会科学基金“嵌入性: 独立董事社会资本与公司信息披露的实证研究”(批准号2014SJB195)。

[作者简介] 高凤莲(1977—), 女, 江苏淮安人, 南京审计大学会计学院副教授, 厦门大学管理学院博士研究生; 王志强(1967—), 男, 福建漳州人, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师, 管理学博士。通讯作者: 高凤莲, 电子邮箱: gaofl77@aliyun.com。

作为“舶来品”,独立董事制度引入伊始就扎根于中国特殊的制度背景和文化“土壤”,其演变与发展早已深深烙上了中国风土人情和文化习俗的印迹。根据 Granovetter^[1]嵌入性理论,在中国“关系型”社会里,独立董事的行为规范和价值理念深深地内嵌于错综复杂的网络结构和社会关系中,形成颇具特色的个人社会资本。除人力资源和物质资本外,社会资本作为企业稳定发展的核心元素^[2],不仅可以增强组织内部的民主和谐气氛,还直接影响公司对经济政策和法律规范的贯彻落实力度,与正式司法体系相辅相成,不断影响公司治理水平^[3,4]。独立董事社会资本越丰富,在公司内外的凝聚力和公信力越高,越容易在董事会中形成董事智囊团,并能通过盘根多节的团队网络关系嵌入到公司“内幕交易”,拓展了信息获取渠道,使独立董事能更好地履行监督职责,降低了代理成本。

目前从社会嵌入性视角研究公司治理的文献相对较少,且主要聚焦于总经理或企业政治背景、融资关系或专业领域等社会资本,系统地从独立董事社会资本视角研究公司代理问题的文献还不多见,如陈运森^[5]研究独立董事距离网络中心位置对公司代理成本的影响。在中国特殊的制度和文化背景下,独立董事所嵌入的复杂网络关系和社会结构如何影响其行为规范和价值理念?独立董事社会资本的监督治理成效如何,能否有效地保护投资者,降低委托—代理成本?本文从行为个体社会资本视角另辟蹊径研究独立董事制度的作用机理。此外,另针对两种情况进行分析:一是中国幅员辽阔,不同省份间法律环境与执法效率等正式制度差异显著,独立董事社会资本声誉治理效应如何,能否弥补法律保护薄弱的缺陷?二是目前地区间信任水平差异对企业行为影响的研究文献较多,但鲜有文献研究独立董事个人社会资本与地区信任等非正式制度替代关系对代理成本的影响,尤其在信任程度较低地区,独立董事能否脱颖而出,发挥社会资本的正外溢性,弥补地区信任等非正式制度的缺陷?对该问题的深入剖析有助于解开独立董事制度治理效应的黑箱,完善独立董事聘任和考核机制,缓解委托—代理矛盾。

二、理论分析与研究假设

1. 独立董事社会资本与第一类代理成本

“社会资本”一词主要起源于社会学,其思想实质是组织或团体内部的信任、集体规范和网络关系,具体呈现为信息共享、互惠互利等形式^[2]。20世纪80年代,“社会资本”被引入经济领域,此后迅速成为一种与人力资本和物质资本相媲美的新式关键资本。中国是一个历史悠久的文明古国,风俗习惯、人情世故等非正式制度源远流长,社会关系网络错综复杂,“关系为王”的经营理念早已渗透到公司日常经营和战略规划中^[6]。在此背景下,企业契约是由公司高管、控股股东为核心的关系网络交错黏贴而成的,“关系”在企业内部的地位与作用犹如西方法律契约。“关系”的发展与维系也深深地嵌入到行为主体的道德规范中,社会资本自然而然地成为连接企业和个人的纽带,其主要效应表现在资源配置与非正式制度形成及发展等方面,有效地弥补了市场失灵;社会资本具有公共产品的外部辐射性,能够拓宽信息渠道、有效地控制风险、遏制公司高管或股东的投机倾向,促进组织内外的交流与合作^[7],降低企业交易摩擦成本。

在经济转轨过程中,由于基础制度建设比较薄弱,政府监督职能尚未完全到位,市场失灵使得公司契约难以至善至美。Shleifer and Vishny^[3]、LLSV^[4]、Claessens^[8]研究发现,在英美等发达国家公司的股权结构极其分散,中小股东持股比例小,但数量却十分庞大,中小股东往往偏好或迫于成本效益原则被迫免费“搭便车”,难以对高管实施有效的监督和约束,导致高管滥用职权、侵犯中小股东利益的代理问题频频发生^[9]。独立董事制度是构成公司治理的核心要素,肩负着监督管理层、保护中小股东和降低代理成本的神圣使命,是维系债权人、股东与经理契约关系的桥梁和纽带。独立董事

作为社会人,内嵌于中国“复杂关系型”社会,其道德规范和行为偏好深深地烙上了社会资本的印迹,并不断与其日常所接触和构建的网络关系息息相连^[1]。

那么独立董事社会资本治理效应如何? 独立董事社会资本是促进公司内外联系与沟通的粘合剂,拓宽了信息获取渠道,提高了信息透明度,减少了摩擦交易成本,有利于发挥人力资本与物质资本实际效用^[10],营造了“共存共荣”的多边格局。独立董事社会资本越高,对高管与控股大股东的治理效应会越明显,具体可以分为动力和条件两个层面。其中,监督动力源于声誉激励,而有效监督的前提条件是信息共享。

(1) 声誉激励效应。独立董事社会资本越高,其镶嵌于网络结构中的声誉激励回报越丰富^[11],会更有激情监督高管超额薪酬或控股股东掏空等投机行为。Fracassi^[12]研究发现社会资本越丰富,独立董事在团体内部的威望越高,内部成员间具有共同语言,其所享有和掌控的隐性稀缺资源和专有资产则越多,表明社会资本具有较强的传染效应。高管薪酬或大股东掏空等代理问题一直是新闻媒体、社会公众和监管机构的关注热点和监督重点,独立董事一旦玩忽职守受到司法制裁或媒体曝光,则会迅速激起社会公众的“烦感”,精心培育的社会网络关系和优质声誉也将转瞬即逝,并进一步制约其未来的职业发展和晋升机会。由于马太效应,社会资本贫瘠的独立董事择业水准往往较低,较容易受制于公司内部高管,缺乏较强的独立性。相反,独立董事忠于职守,社会公信度将不断提高,能够为独立董事谋求更多市场升迁机会和潜在席位^[13],此时,独立董事更容易超越高管和控股股东的控制,畅所欲言,发表独立客观的意见,形成制衡约束机制。

(2) 社会资本拓宽了信息渠道,能够提高治理透明度。社会资本是基于共同信念、准则,以及团体内部资源共享、互惠互利的理念而形成^[14],兼具社会属性和外部性。独立董事一般多为社会各界的学者精英,如高校知名教授、财务会计或法律界的知名人士、关联公司或行业协会领衔人物,来源于公司外部,相对于内部董事而言,其在公司的交流与沟通时间比较短暂,能否履行职责、有效地监督管理者在很大程度上取决于独立董事对公司内幕信息的知情权。独立董事社会资本较丰富时,更容易在任职公司董事会中构建“结构洞”、汇成“联系桥”,形成稠密马蜂窝状的社会网络结构,并通过镶嵌在网络结构洞中的“桥”迅速洞悉公司高管操控利润等内幕非法交易,获取稀缺的信息资源,进而强有力地制衡与约束内部管理者,降低代理成本。Davis and Greve^[15]研究美国 20 世纪 80 年代至 90 年代的“精英社会团体”网络结构时发现,董事社会资本越高,董事间相互嵌入的内置网络结构越稳定,越容易在董事周围形成以董事为核心,粘性超强的智慧小团体。受有限理性、信息不对称性和机会主义倾向等影响,在决策时很难事无巨细地系统调查研究或仔细揣摩,往往会根据所接触人群的闲言碎语提炼信息,主观臆断地进行指导与拍板决策^[16]。“兼听则明,偏听则暗”,嵌入于复杂社会中独立董事的社会资本越高,信息渠道越宽泛,越容易广开言路,强有力地监督管理者。Wesley and Vidal^[17],Bertoni and Randone^[18]的研究结果发现董事社会资本越丰富,越容易围绕董事凝聚成“董事团体”,极大地避免了独立董事在孤立无援情况下信息枯竭、沟通不畅以及监管不力等诸多弊端;独立董事社会声誉越高,以独立董事为核心的“小团体”规模将越大,团体内部成员间的凝聚力和可信性会更强。这种隐蔽的非正式团体可以让独立董事绕开公司内部管理者人为设置的种种信息传播障碍,及时获取高管违规操作的关键信息资源,有利于防微杜渐和惩前毖后,降低公司摩擦交易成本。Santella et al.^[19]通过研究德国、法国、意大利等国家 2008 年上市公司董事数据发现,当董事兼任多家公司时,董事会成为任职公司资源和信息联络点,促进了公司间信息交流和资源共享,降低了代理成本。Kim^[20]通过研究韩国大型上市公司发现,独立董事在公司内部的网络密度,以及与公司外部组织或成员频繁接触所形成的社会资本可增强其独立性,并有效地督促管理者

努力工作。由此可见,独立董事社会资本越高,越有利于拓宽信息获取渠道,适时监督管理者以缓解委托—代理过程中存在的问题。

综上所述,独立董事社会资本越高,获取信息渠道越多,玩忽职守所导致的社会资本机会成本会更高,为维护和提升自身社会公信力,独立董事将更加勤勉谨慎和忠于职守,并有效地遏制管理者滥用职权等代理问题。基于以上分析,本文提出:

假设1:独立董事社会资本越高,公司管理者与股东间的第一类委托—代理成本越低。

2. 独立董事社会资本与第二类代理成本

Claessens^[8]研究东亚经济体时发现,除日本外,2/3以上的公司存在控制性大股东,即在股权集中度较高的公司存在一个“一言九鼎”的控股大股东^[4,8]。实质上,股权高度集中也是由于股东无法取得国家层面的正式法律保护而采取合法“自保”的一种形式^[4],虽在一定程度上可以缓解股东与管理者之间的利益冲突,但高度集中的股权机构又滋生出第二类委托—代理成本,即控股大股东与中小股东之间的矛盾与冲突。随着股权不断集中,大股东在公司内部具有较强的现金驱动力,较容易通过错综复杂的交叉持股和金字塔式股权结构肆意分离现金流权和控制权,再通过与其拥有实质控制权的公司进行复杂的关联方交易,避开了资本市场监管^[21],把金字塔底层公司的资产和现金源源不断地输送到金字塔顶层控股股东手里^[22]。控股股东的这种“掏空”行为严重损害了中小股东的权益,扰乱了正常资本市场秩序,长此以往,将导致整个资本市场陷入萎缩状态。

独立董事作为中小股东利益的代言人,为了澄清市场,增强投资者信心,其独立性和监管职能发挥显得尤为重要。独立董事镶嵌在复杂网络关系中的社会资本越高,人们对其履行监督职责、控制大股东“掏空”行为所寄予的厚望将越高。根据马斯洛需求理论,独立董事社会资本越高,越容易超越单纯的物质激励,追求更高层次的尊重和自我价值实现,维持并增强社会公信度和社会声誉的动机也愈加强烈^[22],从而在经济上和精神上保持高度的独立性。一般受聘的独立董事大多为业界精英,往往集智慧、专业技能和关系网络于一身,其个人威信在任职公司具有较强的凝聚力和辐射影响力。此外,互联网让世界变成了“地球村”,迫于媒体曝光、舆论谴责和证监会的严惩厉罚,控股大股东的违规行为也会更加隐蔽和难以监督^[22]。相对低社会资本而言,高社会资本独立董事凭借自身的社会关系和网络结构较容易渗透到公司日常活动和重大决策中,更容易打破单纯垂直的行政层级命令和内部信息封锁,快捷便利地获取企业核心信息,对关联交易等重大事项拥有更多知情权,并依靠自身专业技能履行监督职责,行之有效地遏制大股东的道德风险和逆向选择行为,提高公司治理效应。基于以上分析,本文提出:

假设2:独立董事社会资本越高,控股股东与管理者间的第二类委托—代理成本越低。

3. 独立董事社会资本与法律环境的替代关系

法律作为一种正式制度的保护体系,是公司经营活动的外部根基,投资者法律保护体系的完善在很大程度上能有效地降低代理成本^[4]。任何国家或地区间市场化进程、政府干预或法律保护体系的不同,都会导致公司层面的治理结构和治理水平具有显著性差异。中国也不例外,尽管颁布了统一的法律规范体系,但由于幅员辽阔,历史文化和风俗习性的源远流长,导致地区间的法律环境和执法效率迥然不同。在法律体系较健全地区,市场奖惩机制泾渭分明,管理者徇私舞弊、侵犯中小股东利益的处罚成本和后续隐性的机会成本较高,可以有效地遏制管理者的投机倾向,缓解委托—代理问题^[22]。在法律环境比较薄弱的地区,较低信息透明度容易滋生权力寻租,控股大股东可以通过名目繁多的关联方交易等利益输送方式悄无声息地“掏空”上市公司,形成大股东“壕沟防御效应”^[4],如珠海恒通“掏空”棱光实业。在法律保护薄弱地区,地方政府插手干预公司内部事务的频率高、

强度大^[23], 对公司高管和控股大股东违法乱纪行为的监管缺乏事前预警和事后严惩的机制, 已成为公司外部治理环境的主要特征之一。

法律与社会资本相互渗透、相互协调, 才能相得益彰, 进而富有成效地降低组织内部的摩擦交易成本, 达到帕累托最优均衡状态。在执法效率较低、法律保护薄弱地区, 中小股东更加期待法律之外的声誉机制和权威名人效应, 更迫切地需要借助独立董事社会资本对管理者和控股大股东实施有效监督, 缓解公司委托—代理问题。显而易见, 在法律保护环境不太健全的地区, 独立董事社会资本对控股大股东和高管的监管和约束作用更大。基于以上分析, 本文提出:

假设 3: 在法律保护薄弱地区, 独立董事社会资本对缓解公司代理问题成效更为显著。

4. 独立董事社会资本与信任程度的替代关系

信任作为一种主观意念, 具有较强的风险和不确定性, 其产生根源是企业或个人交易往来的脆弱性和易伤害性。信任是企业契约产权的核心本质, 其形成与周围外部环境息息相关, 在组织团体中遵守习俗规范的人数越多, 对应地遵守此类规范的奖励就越高; 信任具有竞争和传染效应^[24], 可以使组织成员遵守共同的道德规范, 使得“集体惩罚”成为可能^[25]。在信任氛围较浓的区域, 人们更愿意遵循诚实守信的价值理念, 形成内在持久的约束效应, 并潜移默化地影响公司高管的价值理念和行为规范, 激励其更好地履行代理职责。法律与信任相辅相成, 在执法效率偏低的地区, 公司触犯了法律, 外部投资者依法“刨根问底”的执法成本较高, 此时, 信任等非正式制度一定程度上可以弥补法律等正式制度的不足, 对经济发展的积极促进作用远超过法律效应^[9]。

福山^[26]认为, 信任是产生于特定的历史文化和风俗习性之中, 并经过长期生活习性洗礼沉淀积累而成的社会资本。中国作为一个历史文明古国, 长期以来形成了以家族为中心的差异性序列格局^[27], 每个人都嵌入于由血缘、亲缘、熟人、朋友等交汇而成的网络关系中, 市场经济的发展进一步促进了陌生人之间的信任和交往。由于国内各地区间经济发展和人文环境的差异, 使得信任差异不仅存在于国家之间, 亦存在于中国的不同省份之间^[28]。在高信任地区, 信任的传染效应和声誉机制的奖惩作用尤为显著, 公司或个人投机违规行为的机会成本较高, 人们更倾向于通过遵守道德和行为约束进行长期稳定的合作, 有效地降低了公司代理成本。反之, 在信任程度比较薄弱的环境中, 人们之间彼此猜忌, 成员间日常的沟通与交流困难重重, 非正式组织活动基本处于瘫痪状态, 公司贪赃枉法的违约失信成本低廉, 高管和控股股东滥用职权谋取私利的动机也愈加强烈, 公司交易担保和摩擦成本较高, 经济增长所需要的投资项目往往由于相互猜疑而被“搁浅”, 导致地区陷入“低信任贫困”陷阱。较低的信任水平很容易引起资本市场的连锁“传染效应”, 带来整个市场监管失灵, 严重情况下会导致市场陷入萎缩的尴尬窘境。显而易见, 区域低水平的信任度人为地拉长了公司委托—代理链条, 相对于信任水平较高的地区, 外部投资者更期待依靠于独立董事社会资本在缓解代理问题中所起的替代效应。基于以上分析, 本文提出:

假设 4: 信任水平高的地区, 独立董事社会资本对公司代理问题的治理效应会明显降低。

三、研究设计

1. 数据来源

本文选取中国深圳证券交易所和上海证券交易所 A 股 2006—2013 年非金融类上市公司作为初始样本。剔除 ST、PT 上市公司样本, 删除独立董事个人资料或财务数据缺失的公司, 共获得样本观测值 8793 个。独立董事特征和财务数据主要来源于国泰安 (CSMAR) 数据库, 个别欠缺的独立董事资料通过上市公司网站或新浪财经网搜索引擎整理得到。

2. 变量定义

(1)第一类代理成本。代理成本主要分为管理者与股东间的第一类代理成本和控股股东与中小股东间的第二类代理成本。代理成本绝大部分是隐性的,难以估计和准确计量,现有文献中关于第一类代理成本的替代衡量指标主要有两类:一是期间费用率,用管理费用占销售额比例来衡量,该指标反映高管在职过度消费所导致的资源耗费,期间费用率越大,则代理成本越高^[28,29]。二是资产周转率,该指标用以衡量代理效率高,总资产周转率越高,说明资产利用效率越高,闲置资产越少^[29]。鉴于此,本文选取管理费用率($AgentC_1$)和资产周转率($AgentC_2$)度量第一类代理成本。

(2)第二类代理成本。第二类代理问题主要反映控股大股东与中小股东间的冲突与矛盾。随着第一大控股股东持股比例的不断攀升,大股东作为控股股东,对公司高管聘任具有更强的话语权,为了实现自我私利最大化,有动机也有能力操纵公司的战略规划和日常决策,影响中小股东的利益^[6]。第二类代理成本主要反映了大股东的“隧道挖掘行为”,本文参考郑国坚等^[20]的研究,选取其他应收款比率度量大股东占用资金率($AgentC_3$),用以表示第二类代理成本。

(3)独立董事社会资本($Scost$)。在中国复杂的社会网络关系中,个体可以通过组织内部成员间的社会关系和组织外的人际网络关系获取众多稀缺资源,诸如权力、地位、财富、信息等^[13]。本文借鉴 Coleman^[7]、边燕杰和丘海雄^[14]、游家兴和刘淳^[30]、高凤莲和王志强^[31]等的研究,将嵌入于中国特殊国情的社会资本概括为“关系+资源”,并依据关系资源理论对社会资本进行划分,将独立董事综合社会资本($Scost$)划分为独立董事在公司外部的横向关系($Scost_1$)、公司内部的纵向关系($Scost_2$)和社会声誉($Scost_3$)三个维度。其中, $Scost_M$ 和 $Scost_D$ 分别表示样本公司独立董事社会资本的均值和中位数。指标构建说明见表1。

(4)信任指标值($Trust$)。Uslaner^[32]的世界价值观调查结果发现,地区信任水平在较长一段时期内会保持相对稳定。为更好地验证结果的稳健性,检验不同省份信任差异对公司代理成本的影响程度,本文参照 Ang et al.^[28]和戴治勇^[33]等相关文献的做法,将张维迎和柯荣住^[25]对中国31个省份15000多家企业家问卷调查系统中整理出来的信用指数作为度量地区信任水平的指标。

(5)法律保护环境(Law)。参照游家兴和刘淳^[30]、高凤莲和王志强^[31]的实证研究,借鉴樊纲和王小鲁^[34],采用其研究中的指标“市场中介组织发育和法律制度环境”度量各省份的法律环境和执法效率。 Law 指数值越大,说明该地区的法律保护环境越好,投资者所享受的法律保护质量越高。

(6)控制变量。参照以往委托—代理方面的相关文献,设计了其他控制变量:资产取对数用以衡量公司规模($LNsize$);审计机构权威性($Audit$)为虚拟哑变量,如公司聘请四大事务所进行审计取1,否则为0;用第一大股东的持股比例表示股权集中度(H_1);用第一大股东与第二大股东的持股比例之比衡量股权制衡度(H_1/H_2);两职合一($DUAL$)表示董事长与总经理是否为一身兼任;以独立董事占董事会成员的比例衡量独立董事比例($Dirbl$);以董事会成员总数衡量董事会规模($BOARD$);股权结构特性($STATE$)根据第一大控股股东的性质设置虚拟变量;其余变量包括净资产收益率(ROE)、收入增长比(ING)、资产负债率(DAT)、上市年份($LIST$)、年份($YEAR$)和行业控制(IND)。

3. 模型构建

为验证假设1和假设2,构建模型(1),其形式为:

$$AgentC_{i(i=1,2,3)} = \alpha_0 + \alpha_1 Scost_j + \sum Contorls + \varepsilon \quad (1)$$

为验证假设3和假设4,构建法律保护和信任度与独立董事社会资本的交乘项,具体模型为:

$$AgentC_{i(i=1,2,3)} = \alpha_0 + \alpha_1 Scost_j + \alpha_2 Law(Trust) + \alpha_3 Law(Trust) \times Scost_j + \sum Contorls + \varepsilon \quad (2)$$

类型	衡量指标	定义	赋值
横向关系	政治联系	是否曾在政府部门、国有企业或者在公检法、科协、台联等准政府组织担任职务	中央赋值 5, 省、直辖市赋值 4, 市赋值 3, 县赋值 2, 乡镇赋值 1, 乡镇以下赋值为 0
	与商业融资机构关系	是否曾在银行、保险公司、投资公司等商业金融系统任职	中央赋值 5, 省、直辖市赋值 4, 市赋值 3, 县赋值 2, 乡镇赋值 1, 其余赋值为 0
	与其他公司关系 与行业主管部门关系	曾在其他公司有从业经历的企业数 是否参加了营利性或非营利性的行业协会	中央赋值 5, 省、直辖市赋值 4, 市赋值 3, 县赋值 2, 乡镇赋值 1, 其余赋值为 0
纵向关系	政治地位	是否为全国或地方人大代表或政协委员	中央赋值 5, 省、直辖市赋值 4, 市赋值 3, 县赋值 2, 乡镇赋值 1, 其余赋值为 0
	经济地位	在公司所获取的货币薪酬	高于中位数, 取 1; 否则, 取 0
	职业地位	是否在公司承担其他高级管理职务	虚拟变量, 是为 1; 否为 0
		职称与学历	职称按级别赋值, 高级为 3、中级为 2、初级为 1; 学历赋值: 高中或中专以下为 1、大专为 2、本科为 3、硕士为 4、博士为 5、博士后及其以上为 6
		财务会计专业与从业经验	虚拟变量, 是为 1; 否为 0
		理工科专业与从业经验	虚拟变量, 是为 1; 否为 0
		经济管理专业与从业经验	虚拟变量, 是为 1; 否为 0
社会声誉	荣誉称号	是否获得行业协会或专业认证机构等权威组织授予的先进个人、优秀工作者、英雄模范等荣誉称号	按照授予荣誉称号的单位级别赋值, 国务院、中央政府赋值 5, 省、直辖市赋值 4, 市赋值 3, 县赋值 2, 乡镇赋值 1, 乡镇以下赋值 0
	荣誉嘉奖	是否获得党政机关部门颁发的荣誉嘉奖证书	按照授予荣誉嘉奖的单位级别赋值, 国务院、中央政府赋值 5, 省、直辖市赋值 4, 市赋值 3, 县赋值 2, 乡镇赋值 1, 乡镇以下赋值 0
		在该公司担任现职的期限	虚拟变量, 大于中位数, 取 1; 否则, 取 0
		是否为高等院校和科研院所专业技术骨干	虚拟变量, 是为 1; 否为 0

资料来源: 作者整理。

四、实证研究结果与分析

1. 描述性统计分析

表 2 描述了样本公司特征变量的统计分析结果。主要变量中, 管理费用率($AgentC_1$)的均值为 0.8735, 中位数为 0.8740; 总资产周转率($AgentC_2$)的均值为 0.7148, 中位数为 0.5857; 大股东占用资金率($AgentC_3$)的均值为 0.0285, 中位数为 0.0112。独立董事社会资本($Scost_M$ 和 $Scost_D$)均值分别为 14.7952 和 12.8025, 标准差为 5.4138 和 6.1626, 以上指标不难看出独立董事个人社会资本存在一定程度的异质性。独立董事占董事会成员比例($Dirbl$)平均达到 0.3617, 标准差为 0.0524, 最大值为 0.8000, 最小值为 0.3333, 表明中国上市公司独立董事比例均围绕在法律规定的 1/3 底线波

动。上市公司第一大股东持股比例(H_1)均值为 37.3687%,且第一大股东与第二大股东持股比例的比率(H_1/H_2)均值为 19.9290。随着国有股减持工作的推进,股权性质为国有股的概率为 0.3820,在一定程度上缓解了中国上市公司“一股独大”、股权高度集中的现象。

表 2 变量的描述性统计分析

变量	观测值	均值	标准差	最小	25%	中位数	75%	最大
$AgentC_1$	8731	0.8735	0.0356	0.7303	0.8530	0.8740	0.8929	1.3627
$AgentC_2$	8793	0.7148	0.5890	0.0000	0.3659	0.5857	0.8878	10.0280
$AgentC_3$	8793	0.0285	0.0573	0.0000	0.0042	0.0112	0.0282	1.0990
$Scost_M$	8793	14.7952	5.4138	3.0000	10.8333	14.0000	18.0000	40.0000
$Scost_D$	8793	12.8025	6.1626	2.0000	9.0000	11.0000	15.0000	40.0000
Law	8793	0.3711	0.4831	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
$Trust$	8793	76.104	68.365	2.7000	14.4000	49.9000	117.2000	218.9000
DAT	8793	0.4868	0.2020	0.0000	0.3416	0.5012	0.6374	0.9990
$LNsize$	8793	21.7124	1.2517	13.0760	20.8455	21.5648	22.4060	28.4060
$Audit$	8793	0.0197	0.1389	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
H_1	8793	37.3687	15.7507	2.1970	24.8600	35.5200	49.4500	89.4100
H_1/H_2	8793	19.9293	45.5594	0.7200	2.0000	5.5300	18.035	864.9900
$STATE$	8793	0.3820	0.4859	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
$LIST$	8793	9.8700	5.0309	1.0000	6.0000	10.0000	14.0000	23.0000
$Dirbl$	8793	0.3617	0.0524	0.0910	0.3333	0.3333	0.3750	0.8000
$BOARD$	8793	9.2639	1.9014	3.0000	9.0000	9.0000	10.0000	19.0000
$DUAL$	8793	0.1436	0.3507	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
ING	8793	16.5896	1445.0790	-1.0000	0.0167	0.1596	0.3328	134607.1
ROE	8793	0.1127	2.7149	-10.9900	0.0318	0.0778	0.1346	241.0620

资料来源:作者计算整理。

2. 单变量分析

表 3 中分析了独立董事社会资本均值($Scost_M$)差异对公司两类代理成本的影响。结果发现,“独立董事社会资本高组”($Scost_M=1$)的管理费用率($AgentC_1$)和大股东占用资金率($AgentC_3$)的均值和中位数均在 1%的水平上显著小于“社会资本低组”($Scost_M=0$),而社会资本高组的总资产周转率($AgentC_2$)均值在 1%的水平上显著大于社会资本低组。表 3 的数据结果进一步验证了本文的假设 1 和假设 2。

考虑省份间法律保护差异,表 4 按照地区法律保护程度进行分组,然后再按照独立董事社会资本高低继续进行分组,最后对各组的代理成本差异进行单变量比较分析。表 4 结果发现,在投资者法律保护薄弱地区,独立董事社会资本与两类代理成本均在 1%的水平上显著相关,即独立董事社会资本越高,公司代理成本越低,与假设 3 相符。相反,在法律保护健全地区,除大股东占用资金率外,独立董事社会资本与代理成本 ($AgentC_1$ 和 $AgentC_2$) 均不显著相关。就大股东占用资金率 ($AgentC_3$)而言,法律保护薄弱地区,独立董事社会资本均值由低升高时, $AgentC_3$ 将降低 9%,远高于法律保护健全地区 3%的变化幅度,并在 1%统计水平上显著相关,验证结果证实了假设 3。

考虑省份间地区信任程度差异,本文按照地区信任水平分组进行单变量分析发现,在信任水平较低地区,独立董事社会资本与代理成本($AgentC_1$ 、 $AgentC_2$ 和 $AgentC_3$)在 1%的统计水平上显著相

关,即独立董事社会资本越高,显著地降低了公司第一类和第二类代理成本,与假设4相符。相反,在信任水平较高地区,除了大股东占用资金率外,独立董事社会资本对公司代理成本($AgentC_1$ 和 $AgentC_2$)影响均不显著。就大股东占用资金率($AgentC_3$)而言,信任水平较低的地区,独立董事社会资本均值由低升高时, $AgentC_3$ 将降低10.3%,远远高于高信任地区5.4%的变化幅度,且在1%的统计水平上呈显著相关性,验证结果证实了前面提出的假设4。为保证上述结果的稳健性,本文分别用独立董事社会资本中位数($Scost_D$)替代均值($Scost_M$)进行验证,结果基本一致。

表3 独立董事社会资本均值($Scost_M$)与代理成本的单变量分析

$Scost_M$	$AgentC_1$		$AgentC_2$		$AgentC_3$	
	1	0	1	0	1	0
样本量	3672	4859	3745	4939	3745	4939
平均值	0.8719	0.8747	0.7412	0.6947	0.0242	0.0318
差异	-0.0028		0.0465		-0.0076	
T value	-3.5857***		3.6449***		-6.0813***	
中位数	0.8737	0.8742	0.6057	0.5689	0.0102	0.0117
差异	-0.0005		0.0368		-0.0015	
Z value	-1.9880**		4.7160***		-4.3510***	

注:***、**、* 分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。

资料来源:作者计算整理。

表4 法律保护、独立董事社会资本均值($Scost_M$)与代理成本

	$AgentC_1$		$AgentC_2$		$AgentC_3$	
	法律薄弱地区	法律完善地区	法律薄弱地区	法律完善地区	法律薄弱地区	法律完善地区
社会资本高	0.8710	0.8734	0.7391	0.7308	0.0252	0.0224
社会资本低	0.8762	0.8722	0.6704	0.7578	0.0340	0.0254
差异	-0.0052***	0.0012	0.0687***	-0.0269	-0.009***	-0.0030*
T value	5.0861	1.0383	4.7323	-1.3529	-5.6606	1.9753

注:***、**、* 分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。

资料来源:作者计算整理。

3. 回归结果分析

(1) 独立董事社会资本对代理成本的影响。表6和表7分别反映了独立董事社会资本对股东与管理者的第一类代理以及控股股东与中小股东的第二类委托—代理问题的影响,表中 $Scost_M$ 、 $Scost_M_1$ 、 $Scost_M_2$ 和 $Scost_M_3$ 分别表示独立董事社会资本均值的综合指标、横向指标、纵向指标和社会声誉,以此类推独立董事社会资本中位数 $Scost_D$ 、 $Scost_D_1$ 、 $Scost_D_2$ 和 $Scost_D_3$ 。表6中,独立董事社会资本均值($Scost_M$)与管理费用率($AgentC_1$)的回归系数为-0.0002,且在5%的统计水平呈显著负相关;独立董事社会资本($Scost_M$)与资产周转率($AgentC_2$)回归系数为0.0025,且在5%的统计水平上显著正相关。由表7可知,独立董事社会资本均值($Scost_M$)的综合指标与大股东占用资金率($AgentC_3$)在1%的水平上呈显著负相关,且分项指标中,除 $Scost_D_1$ 外,社会资本的各分项指标均与大股东占用资金率($AgentC_3$)呈显著负相关。综上所述,表6和表7的结果充分证明了假设1和假设2,即独立董事社会资本越高,则对公司管理者与股东的第一类代理问题和控股大股东与中

表 6 独立董事社会资本与第一类代理成本 ($AgentC_1$ 和 $AgentC_2$)

	$AgentC_1$				$AgentC_2$			
	$Scost_M$	$Scost_M_1$	$Scost_M_2$	$Scost_M_3$	$Scost_M$	$Scost_M_1$	$Scost_M_2$	$Scost_M_3$
<i>Scost</i>	-0.0002** (-2.32)	-0.0004*** (-2.93)	0.0001 (0.65)	-0.0005** (-2.68)	0.0025** (2.21)	0.0027 (1.27)	0.0107*** (3.45)	0.0024 (0.81)
<i>DAT</i>	-0.0216*** (-10.33)	-0.0216*** (-10.33)	-0.0216*** (-10.30)	-0.0216*** (-10.31)	0.2790*** (8.10)	0.2790*** (8.09)	0.2800*** (8.13)	0.2790*** (8.08)
<i>LNsize</i>	-0.0053*** (-13.83)	-0.0053*** (-13.87)	-0.0054*** (-14.09)	-0.0053*** (-13.89)	0.0142** (2.27)	0.0149** (2.39)	0.0137** (2.18)	0.0151** (2.42)
<i>Audit</i>	0.0119*** (4.39)	0.0117*** (4.31)	0.0118*** (4.35)	0.0118*** (4.36)	0.1000** (2.24)	0.1020** (2.28)	0.0926** (2.07)	0.1010** (2.25)
H_1	-0.0002*** (-7.88)	-0.0002*** (-7.87)	-0.0002*** (-7.93)	-0.0002*** (-7.90)	0.0033*** (7.31)	0.0033*** (7.32)	0.0033*** (7.31)	0.0033*** (7.34)
<i>STATE</i>	0.0042*** (4.83)	0.0042*** (4.84)	0.0041*** (4.78)	0.0042*** (4.83)	0.0188 (1.32)	0.0191 (1.34)	0.0190 (1.33)	0.0192 (1.35)
<i>LIST</i>	0.0008*** (9.48)	0.0008*** (9.55)	0.0008*** (9.56)	0.0008*** (9.40)	0.0022 (1.59)	0.0022 (1.53)	0.0023* (1.61)	0.0022 (1.56)
<i>Dirbl</i>	0.0273*** (3.74)	0.0274*** (3.76)	0.0283*** (3.88)	0.0272*** (3.73)	-0.3200*** (-2.66)	-0.3270*** (-2.72)	-0.3170*** (-2.64)	-0.3280*** (-2.73)
<i>BOARD</i>	0.0008*** (3.76)	0.0008*** (3.82)	0.0008*** (3.74)	0.0008*** (3.73)	0.0065* (1.85)	0.0065* (1.83)	0.0068** (1.92)	0.0066* (1.87)
<i>DUAL</i>	0.0032*** (3.00)	0.0032*** (2.99)	0.0032*** (2.99)	0.0032*** (3.00)	-0.0243 (-1.38)	-0.0242 (-1.37)	-0.0244 (-1.39)	-0.0243 (-1.38)
<i>ING</i>	0.0000 (0.30)	0.0000 (0.32)	0.0000 (0.29)	0.0000 (0.34)	-0.0000 (-0.44)	-0.0000 (-0.43)	-0.0000 (-0.35)	-0.0000 (-0.43)
H_1/H_2	-0.0000 (-1.25)	-0.0000 (-1.19)	-0.0000 (-1.19)	-0.0000 (-1.21)	-0.0001 (-0.70)	-0.0001 (-0.73)	-0.0001 (-0.55)	-0.0001 (-0.72)
<i>ROE</i>	-0.0031*** (-7.49)	-0.0031*** (-7.52)	-0.0031*** (-7.55)	-0.0031*** (-7.51)	0.0249*** (3.64)	0.0252*** (3.67)	0.0245*** (3.57)	0.0252*** (3.67)
<i>CONST</i>	1.0020*** (112.49)	1.0010*** (112.49)	1.0000*** (111.38)	1.0010*** (112.45)	-0.0747 (-0.50)	-0.0593 (-0.39)	-0.1320 (-0.87)	-0.0589 (-0.39)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 值	0.1303	0.1306	0.1298	0.1305	0.1346	0.1342	0.1353	0.1341
Adj R ²	42.68***	42.80***	42.50***	42.75***	44.31***	44.19***	44.57***	44.15***
N	8624	8624	8624	8624	8637	8637	8637	8637

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著。

资料来源:作者计算整理。

小股东的第二类委托—代理问题的监督成效越显著。

(2)独立董事社会资本与法律环境 (*Law*) 的替代关系。本文进一步检验了独立董事在监督公司代理问题过程中, 独立董事社会资本与法律环境的替代关系限于篇幅, 下文中均省略列示回归结

表 7 独立董事社会成本 (*Scost*) 与第二类代理成本 (*AgentC₃*)

	<i>AgentC₃</i>							
	<i>Scost_M</i>	<i>Scost_M₁</i>	<i>Scost_M₂</i>	<i>Scost_M₃</i>	<i>Scost_D</i>	<i>Scost_D₁</i>	<i>Scost_D₂</i>	<i>Scost_D₃</i>
<i>Scost</i>	-0.0003*** (-3.09)	-0.0004* (-1.78)	-0.0010*** (-3.25)	-0.0008*** (-2.65)	-0.0003*** (-2.71)	-0.0002 (-1.12)	-0.0010*** (-3.80)	-0.0004* (-1.80)
<i>DAT</i>	0.0539*** (16.53)	0.0539*** (16.54)	0.0538*** (16.50)	0.0540*** (16.55)	0.0540*** (16.53)	0.0540*** (16.54)	0.0537*** (16.49)	0.0540*** (16.55)
<i>LNsize</i>	-0.0090*** (-14.81)	-0.0089*** (-15.00)	-0.0088*** (-14.80)	-0.0089*** (-14.95)	-0.0089*** (-14.90)	-0.0090*** (-15.06)	-0.0088*** (-14.84)	-0.0089*** (-15.04)
<i>Audit</i>	0.0023 (0.54)	0.0021 (0.49)	0.0030 (0.70)	0.0022 (0.51)	0.0023 (0.54)	0.0022 (0.51)	0.0030 (0.69)	0.0023 (0.53)
<i>H₁</i>	-0.0002*** (-3.48)	-0.0002*** (-3.51)	-0.0002*** (-3.51)	-0.0002*** (-3.51)	-0.0002*** (-3.50)	-0.0002*** (-3.52)	-0.0002*** (-3.52)	-0.0002*** (-3.52)
<i>STATE</i>	-0.0020 (-1.49)	-0.0021 (-1.51)	-0.0021 (-1.52)	-0.0021 (-1.50)	-0.0020 (-1.46)	-0.0021 (-1.50)	-0.0021 (-1.51)	-0.0020 (-1.49)
<i>LIST</i>	0.0010*** (7.39)	0.0010*** (7.48)	0.0010*** (7.41)	0.0010*** (7.34)	0.0010*** (7.42)	0.0010*** (7.49)	0.0010*** (7.35)	0.0010*** (7.41)
<i>Dirbl</i>	0.0325** (2.82)	0.0335** (2.91)	0.0328*** (2.85)	0.0328*** (2.84)	0.0321*** (2.78)	0.0336** (2.91)	0.0323** (2.8)	0.0329** (2.85)
<i>BOARD</i>	-0.0010** (-2.80)	-0.0010** (-2.78)	-0.0010*** (-2.88)	-0.0010*** (-2.83)	-0.0010*** (-2.89)	-0.0010*** (-2.83)	-0.0010*** (-2.96)	-0.0010*** (-2.87)
<i>DUAL</i>	0.0024 (1.43)	0.0024 (1.43)	0.0024 (1.44)	0.0024 (1.44)	0.0024 (1.41)	0.0024 (1.42)	0.00238 (1.41)	0.00241 (1.43)
<i>ING</i>	-0.0000 (-0.48)	-0.0000 (-0.48)	-0.0000 (-0.56)	-0.0000 (-0.45)	0.0000 (-0.48)	0.0000 (-0.49)	0.0000 (-0.60)	0.0000 (-0.45)
<i>H₁/H₂</i>	0.0001 (0.49)	0.0000 (0.54)	0.0000 (0.37)	0.0000 (0.54)	0.0000 (0.46)	0.0000 (0.52)	0.0000 (0.34)	0.0000 (0.51)
<i>ROE</i>	0.0012*** (5.83)	0.0012*** (5.85)	0.0012*** (5.79)	0.0012*** (5.86)	0.0012*** (5.85)	0.0012*** (5.86)	0.0012*** (5.8)	0.0012*** (5.87)
<i>CONST</i>	0.1880*** (13.55)	0.1860*** (13.42)	0.1930*** (13.75)	0.1860*** (13.40)	0.1880*** (13.54)	0.1870*** (13.42)	0.1930*** (13.79)	0.1870*** (13.43)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 值	53.01***	52.77***	53.05***	52.91***	52.93***	52.69***	53.20***	52.77***
Adj R ²	0.1566	0.1560	0.1567	0.1564	0.1564	0.1558	0.1571	0.1560
N	8684	8684	8684	8684	8684	8684	8684	8684

注: 括号内的数值为 t 检验值, ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。

资料来源: 作者计算整理。

果。结果显示, 社会资本 (无论是综合指标还是分项指标) 均与法律环境单变量都与管理费用率 (*AgentC₁*)、大股东占用资金率 (*AgentC₃*) 在 1% 的统计水平上呈显著负相关, 但两者的交乘项 *Scost* × *Law* 却与 *AgentC₁*、*AgentC₃* 在 5% 和 10% 的统计水平上呈显著正相关; 而社会资本或法律环境单变

量都与资产周转率($AgentC_2$)在1%的统计水平上呈显著正相关性,但两者的交乘项 $Scost \times Law$ 却与 $AgentC_2$ 在5%的统计水平上呈显著负相关性。这一结果表明,独立董事社会资本与法律保护对公司代理成本的影响是相互渗透和相互替代的,在较低的法律治理保护薄弱区域,独立董事社会资本对降低公司代理成本的作用会明显增强,这一验证结果支持了研究假设3。

(3)独立董事社会资本与信任水平($Trust$)的替代关系。本文进一步检验了在独立董事社会资本对代理成本的影响过程中,社会资本与信任水平的替代关系。结果显示,社会资本或信任水平单变量均与 $AgentC_1$ 、 $AgentC_3$ 在1%的统计水平上呈显著负相关,但两者的交乘项 $Scost \times Trust$ 却与 $AgentC_1$ 、 $AgentC_3$ 在1%和10%的统计水平上呈显著正相关;而社会资本或信任单变量都与资产周转率($AgentC_2$)在1%的统计水平上呈显著正相关性,但两者的交乘项 $Scost \times Trust$ 却与 $AgentC_2$ 在5%的统计水平上呈显著负相关。这一结果表明,独立董事社会资本与地区信任水平对公司代理成本的影响是相互渗透和相互替代的,在信任水平较低的地区,独立董事社会资本对降低公司代理成本的作用会明显增强,这一验证结果支持了研究假设4。

4. 稳定性检验

为了保证结果的稳定性,本文分别按照法律保护 and 信任水平高低分成高低两组,进行对比回归分析,结果发现在法律保护薄弱或信任度较低地区,独立董事社会资本在监督公司委托—代理方面更有成效,符合假设3和假设4。为进一步验证结果,本文还按照独立董事社会资本中位数($Scost_D$)对上述假设重新验证一番,结果与前面独立董事社会资本均值($Scost_M$)结果一致。

5. 内生性检验

根据上述分析,独立董事社会资本越高,越有利于缓解公司股东与管理者、控股股东与中小股东之间的委托代理问题。然而,经营效率较高的绩优股上市公司会偏好聘请高社会资本的独立董事,提高公司市场价值,独立董事社会资本具有信号传递功能;同时,社会资本高的独立董事更愿意到绩效好、内部控制完善的优质公司去任职,提高自身声誉,降低自身职业风险。为了克服上述内生性问题,本文采用两阶段最小二乘法估计(2SLS)方法,进一步验证独立董事社会资本对公司委托—代理问题的影响。

参照已有文献研究,采用独立董事性别($GENDER$)、未领薪的独立董事比例($WLXDIR$)和流通股比例($LIUGBL$)作为三个工具变量:①独立董事性别($GENDER$)。独立董事的性别是与生俱来的,不受公司治理特征和经营绩效等因素的影响。②流通股比例($LIUGBL$)。流通股多数是由外部的中小股东和专业的机构投资者构成,随着流通股比例的提高,基于自我利益的最大化考虑,上市公司对董事会的独立性要求更加强烈,更青睐于独立性强和知名度独立董事;同时,随着其持股比例不断提高也有能力参与并提名有较高社会声誉的候选人。③未领薪的董事人数($WLXDIR$)。未领薪董事在公司没有聘请独立董事之前就已经存在,其对独立董事的聘请需求和偏好要明显低于其他公司。董事会中没有从任职公司领取薪酬的董事人数,公司聘请不领薪的董事人选,摆脱了聘用成本之困扰,更多的是基于董事人选自身的专业技能和社会资本等客观因素考虑,而非单纯地拘泥于公司治理和绩效等法规束缚。

2SLS回归结果中,独立董事社会资本均值($Scost_M$)与代理成本($AgentC_1$ 和 $AgentC_3$)在1%的统计水平呈现显著负相关,而代理效率($AgentC_2$)在1%的统计水平呈现显著正相关。这进一步说明,在考虑内生性影响因素之后,上市公司聘请社会资本高的独立董事确实能提高公司总资产运营效率,降低公司期间费用率,并能够有效地控制大股东占用资金现象,降低公司代理成本,进一步验证了本文假说。

五、结论与启示

1. 结论

本文选取中国沪深两市上市公司为研究样本,探讨了独立董事社会资本对公司股东与管理者以及控股股东与中小股东间的两类委托代理问题的治理作用。在 OLS 回归和控制内生变量的 2SLS 回归结果中发现:①社会资本高的独立董事能有效地缓解股东与管理者之间的委托—代理问题,提高公司整体资产的周转效率;②随着独立董事社会关系网络的不断丰富与拓展,可以抑制控股股东肆意占用巨额资金等掏空行为,缓解控股股东与管理者间的第二类代理问题;③考虑省份之间法律执行效率和信任水平的差异,实证结果发现,外部治理环境与独立董事社会资本在缓解代理问题方面存在替代效应。在法律保护或信任水平偏低的地区,独立董事利用自身社会资本更容易广泛地收集“内幕”信息,一定程度上能够弥补法律保护与信任水平的不足,抑制公司管理者和控股股东的逆向选择和道德风险问题,提高公司经营效率。

2. 启示

代理问题是公司治理的核心和关键,实证结果发现,中国引入的独立董事制度在很大程度上降低了代理成本、具有较强的政策治理效应。随着社会资本的不断丰富与提高,独立董事玩忽职守的机会成本也就越高,迫于外在声誉市场的强大舆论压力,独立董事可能会对兼任公司的重大事项和经营决策进行更为有效地引导和监督,及时制止公司高管和控股股东等内部人侵占行为的发生,这在一定程度上说明了声誉激励机制渐起成效。根据上述研究结论,本文分析得出以下政策启示:

(1) 监管当局应当积极引导和鼓励上市公司聘任社会声誉好、专业声望高等已经积累了较高个人社会资本的社会精英担任公司独立董事。在声誉机制的作用下,这些独立董事更有动机、也更有能力行使独立董事的职责,帮助公司提升治理水平。联想到中共中央组织部在(2013)18号文件中提出的党政机关处级以上干部不得兼任独立董事的政策,本文认为,尽管政策制定者的初衷可能是为了杜绝独立董事选聘过程中的腐败和寻租行为,其出发点是好的。但根据本文的理论逻辑,在中国目前事业单位去行政化远未完成的背景下,政策的实施可能会导致一大批社会声誉好、职业操守高等社会资本高的社会精英被排除在独立董事的任职门槛之外,导致独立董事总体平均的社会资本水平下降,损害独立董事制度的治理效率。因此,本文的实证研究证据对该政策并不提供理论支持。

(2) 提高独立董事个人信息透明度。本文实证结果发现,包含政治关系或政治身份的独立董事社会资本在监督公司两类代理成本方面均发挥着正面的积极作用。提高独立董事的信息透明度不仅可以加大独立董事渎职的机会成本,也可避免独立董事利用政治权力非法寻租对其职责履行带来负面影响。社会资本中的政治关系、专业技能、社会声誉和权力地位等均息息相通,过度袒护或抑制某一方面都将会影响综合社会资本效用的发挥。实际上,微信(博)、新闻、互联网等媒体迅猛发展,使信息传播迅速、影响范围广泛,具有很强的社会影响力和关注度,对独立董事社会监督和约束力日益增强,只要加强信息披露,公司就很难通过选聘担任一定行政职务的独立董事来达到其寻租目的;再加上,中央反腐倡廉力度的持续加大,独立董事借助政治身份进行权力寻租的成本较高,寻租范围逐渐缩小。随着媒体披露遍布社会,中央反腐倡廉的重拳出击,社会资本声誉机制在中国已日渐生效。对于社会资本治理效应,应遵循“吸取精华,剔除糟粕”。政治清明和信息透明是激活社会资本正面效应最好的“引擎”,完善独立董事在兼职公司和任职行政部门等个人信息披露机制,建立面向社会公众的快捷便利独立董事信息披露网站。

(3) 积极完善法律和信任等外部治理环境,只有健全外部治理环境与完善独立董事制度“双管

齐下”时,才能富有成效地推进和系统地解决公司委托—代理矛盾与冲突,进而提升独立董事制度的治理效应。所以,还要持之以恒地改进宏观外部治理环境;不断完善投资者法律保护体系,加快促进政府由“职能型”向“服务型”的角色转变,切实提高政府监管机构的执法效率,为降低代理成本营造客观公正的法律环境;维护和推动市场中介机构的独立性,对政府权力寻租行为形成制约监督机制;加强精神文明建设和社会人文关怀,提高地区信任水平,增强社会公众的幸福感和集体归属感,营造彼此信任、开诚布公的良好氛围。

[参考文献]

- [1]Granovetter, M. Economic action and Social Structure: The Problem of Embeddedness [J]. American Journal of Sociology, 1985,(91):481-510.
- [2]Putnam, R. D. Making Democracy Work: Civic Tradition in Modern Italy [M]. Princeton: Princeton University Press, 1993.
- [3]Shleifer, A., and R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 1997, 2(52): 737-783.
- [4]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-520.
- [5]陈运森. 独立董事的网络特征与公司代理成本 [J]. 经济管理, 2012, (10): 67-76.
- [6]Peng, M. W. Outside Directors and Firm Performance During Institutional Transitions [J]. Strategic Management Journal, 2004, (25): 453-471.
- [7]Coleman, J. Social Capital in the Creation of Human Capital [J]. American Journal of Sociology, 1988, (94): 95-120.
- [8]Claessens, S., S. Djankov, and H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58): 81-112.
- [9]Jensen, M., and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 4(3): 305-427.
- [10]Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales. The Role of Social Capital in Financial Development [J]. Working Paper, 2001.
- [11]Fama, E., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics, 1983, (26): 301-325.
- [12]Fracassie, C. Corporate Finance Policies and Social Networks [C]. AFA 2011 Denver Meetings Paper, 2012.
- [13]Cashman, G. D., S. L. Gillan, and R. Whitby. Expertise, Connections and the Labor Market for Corporate Directors, is it What You Know or Who You Know [R]. Working Paper, 2010.
- [14]边燕杰, 丘海雄. 企业的社会资本及其功效 [J]. 中国社会科学, 2000, (2): 87-99.
- [15]Davis, G., and H. Greve. Corporate Elite Networks and Governance Change in the 1980s [J]. American Journal of Sociology, 1997, (10): 103-137.
- [16]Ellison, G., and D. Fudenberg. Rules of Thumb for Social Learning [J]. Journal of Political Economy, 1995, (101): 612-632.
- [17]Wesley, M. N., and J. M. Vidal. Small World of Board Members in Brazilian Capital Market [R]. Working paper, 2010.
- [18]Bertoni, F., and P. A. Randone. The Small World of Italian Finance and Ownership Interconnections and Board Interlocks amongst Italian Listed Companies [R]. Working Paper, 2006.
- [19]Santella, P., C. Drago, A. Pole, and E. Gagliardi. A Comparison of the Director Networks of the Main Listed Companies in France, Germany, Italy, The United Kingdom and The United States [R]. Working Paper, 2008.

- [20] Kim, Y. Board Network Characteristic and Firm Performance in Korea[J]. *Corporate Governance An International Review*, 2005, (6): 800-808.
- [21] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. *管理世界*, 2013, (5): 157-168.
- [22] Dyck, A., and L. Zingales. Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, (16): 51-72.
- [23] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. *经济研究*, 2005, (5): 40-51.
- [24] 王永钦, 刘思远, 杜巨澜. 信任品市场的竞争效应与传染效应: 理论和基于中国食品行业的事件研究[J]. *经济研究*, 2014, (2): 141-146.
- [25] 张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. *经济研究*, 2002, (10): 59-70.
- [26] 福山. 信任: 社会美德与创造经济繁荣[M]. 海南: 海南人民出版社, 2002.
- [27] 费孝通: 乡土中国[M]. 香港: 凤凰出版社, 1948.
- [28] Ang, J., Y. Cheng, and C. Wu. Social Capital, Cultural Biases, and Foreign Investment in Innovation: Evidence from China[J]. Florida State University Working Paper, 2009.
- [29] 罗炜, 朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露[J]. *经济研究*, 2010, (10): 143-154.
- [30] 游家兴, 刘淳. 嵌入性视角下的企业家社会资本与权益资本成本——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2011, (6): 109-119.
- [31] 高凤莲, 王志强. “董秘”社会资本对信息披露质量的影响研究[J]. *南开管理评论*, 2015, (4): 60-71.
- [32] Uslander, E. M. The Moral Foundations of Trust[R]. SSRN Working Paper, 2002.
- [33] 戴治勇. 法治、信任与企业激励薪酬设计[J]. *管理世界*, 2014, (2): 102-110.
- [34] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011, (34).

Research on Governance Effects of Independent Directors' Social Capital Heterogeneity

GAO Feng-lian^{1,2}, WANG Zhi-qiang²

(1. School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 210029, China;
2. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: As the core element of corporate governance, whether the independent director system can reduce and how to reduce the agency costs have been the focus of the theory research. Considering the heterogeneity of independent directors, the paper studies how independent directors' social capital affects corporate agency costs. Based on the data of Shanghai and Shenzhen listed companies from 2006 to 2013, in view of the principal agent theory and the embedding theory, we design a comprehensive index system from three aspects (horizontal, vertical and social reputation) to measure the individual social capital of independent directors and to verify the influence of the social capital on the principal-agent problem. The results show that independent director's social capital is richer, the agent costs are lower. In the areas with weak law protection or low trust level, the role of independent directors' social capital to reduce company agency costs is more significant. This article based on social capital theory analyses law protection and trust level of China's different provinces, and provides analysis for the application and governance effect of the independent director system.

Key Words: independent directors; social capital; agency costs; law; trust

JEL Classification: M10 M20 G38

[责任编辑: 马丽梅]