

独立董事地理距离对公司代理成本的影响

罗进辉, 黄泽悦, 朱 军

[摘要] 本文通过手工收集 2004—2013 年中国 A 股上市公司独立董事的主要工作所在地信息,实证检验了独立董事地理距离对公司代理成本的经验影响关系。本文发现,独立董事地理距离与公司的双重代理成本均呈现显著的 U 型曲线关系,意味着独立董事距离任职公司太远或太近都不利于其发挥监督职能,这种影响在国有企业和欠发达地区企业中表现得更为明显,说明地理距离对独立董事监督职能的影响会因公司的产权性质和外部的制度环境而存在强弱差异。此外,本文进一步发现独立董事与任职公司间的地理距离越远,其越可能缺席公司的董事会会议,从而提供了地理距离影响独立董事监督职能的直接履职行为证据。本文的研究既丰富了独立董事监督职能影响因素的研究文献,也把关于地理区位特征影响经济主体行为的研究扩展到了独立董事领域,相关研究结论能够帮助投资者和监管机构根据独立董事的地理区位特征更好地识别上市公司代理问题的严重性,也有助于加深理解和科学评价中国独立董事的治理行为及其治理效果。

[关键词] 独立董事; 地理距离; 代理成本; 产权性质; 制度环境

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)08-0100-20

一、问题提出

在股份制公司中,地理距离与公司治理一直存在着千丝万缕的联系——设立董事会的原因之一就是解决散布在各地的股东无法经常共同决议的问题,提高公司的决策效率。然而,在中国资本市场的上市公司中,独立董事由于交通和时间等客观原因缺席董事会会议的现象却屡见不鲜,董事会内部成员的共同决议再次被蒙上了不确定性的阴影。为了在一定程度上保证独立董事亲自参与会议,“通讯表决”甚至逐渐成为了主流趋势,但这显然不符合《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)”对独立董事的勤勉尽责要求(马连福和石晓飞,2014)。因此,过多的董事会通讯会议也引起了相关监管机构的关注与重视。在这一背景下,本文发现中国 A 股上市公司在聘请独立董事时表现出了明显不同的地理区位偏好:一方面,许多上市公司倾向于聘请

[收稿日期] 2017-05-24

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“上市公司聘请社会名人和退休官员担任独立董事的动机与后果”(批准号 71572160)。

[作者简介] 罗进辉(1983—),男,福建连城人,厦门大学管理学院会计系副教授,博士生导师;黄泽悦(1991—),女,山东东营人,厦门大学管理学院博士研究生;朱军(1994—),男,安徽阜阳人,厦门大学管理学院硕士研究生。通讯作者:罗进辉,电子邮箱:jinhuiluo@xmu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

本地独立董事,尤其是在京津冀和江浙沪一带,独立董事与上市公司呈现出集聚特征;而另一方面,尽管面临着高昂的交通成本、时间成本以及可能的决策效率损失,仍然有不少公司聘请了异地独立董事^①。根据笔者初步统计,自2003年以来,中国A股资本市场中80%以上的上市公司存在跨省独立董事,70%以上的上市公司拥有距离公司150公里以外的独立董事。那么,地理距离在独立董事履行职能的过程中究竟扮演着怎样的角色?不同距离的独立董事又将在缓解公司的委托—代理冲突中发挥怎样的监督作用呢?

为了对上述问题进行深入探讨,本文将从三个方面展开研究:①通过手工收集2004年1月1日至2013年12月31日在中国A股上市公司任职的11609位独立董事的主要工作所在地信息,把独立董事的监督职能同其与任职公司之间的地理距离联系起来,理论分析和实证检验独立董事的地理距离对公司代理成本的影响;②由于国有企业和非国有企业拥有的资源、经营的目标以及公司治理的主要矛盾点等方面存在明显的不同,而地处不同市场化程度地区的公司面临着不同的制度和信息环境,本文将进一步分析和检验独立董事地理距离对公司代理成本的影响关系在国有企业和非国有企业、发达地区企业和欠发达地区企业之间的可能差异;③从独立董事个体层面尝试探索地理距离影响独立董事履行监督职能的具体表现,如董事会会议出席情况、投票表决情况等,从而为地理距离影响独立董事履职行为提供直接证据。

与以往文献不同,①本文综合考虑和分析了地理距离对独立董事独立性和认知判断以及信息获取能力的双重影响,并且实证发现了独立董事地理距离同公司的双重代理成本之间都呈现出显著的U型曲线关系而不是简单的线性关系,相关观点和结论在逻辑上更加全面,具有较好的新颖性和创新性。②本文在手工收集独立董事主要工作地信息的基础上,利用经纬度距离对独立董事地理距离进行了更加科学的估计,为独立董事地理距离与公司代理成本之间非线性关系的发现提供了度量基础,也为异地独立董事的界定提供了新方法。③以往研究在评价独立董事制度有效性的过程中,通常只关注影响独立董事履职的某一种因素,导致实证结论有较大分歧。本文以独立董事地理距离为引线,在考虑自然地理距离影响的同时,串联起由地理距离衍生出的社会距离、认知多样性等多种影响路径,从而对独立董事监督职能的履行进行较为全面的认识和检验。

本文的研究工作具有重要的理论和现实意义。在理论层面上:本文的研究既丰富了独立董事监督职能影响因素的研究文献,也把关于地理区位特征影响经济主体行为的研究扩展到了独立董事领域,促进了交叉学科理论的发展;本文引入社会心理学相关理论对独立董事地理距离与公司代理成本的关系进行解释,并将近距离带来的独立性损失和认知判断同质性在董事会治理中的不利影响,提升到与远距离带来的信息劣势和社会资源优势同等重要的地位,并发现了独立董事地理距离与公司代理成本之间的U型关系,使得独立董事地理区位的相关理论更加完善,弥补了现有文献的不足。在实践层面上:本文的相关研究结论能够帮助投资者和监管机构根据公司独立董事的地理区位特征来判断和识别上市公司代理问题的严重性,从而提高他们决策的效率与效果;本文的相关研究结论还有助于更加深刻理解和科学评价中国独立董事制度的有效性,为规范独立董事的治理行为以及完善中国的独立董事制度设计提供决策参考。

二、文献综述

独立董事问题一直是学术界长期关注和研究的重要问题。近年来,随着地理区位对经济主体影

^① 在本文中,为了便于称呼和理解,异地独立董事主要指距离上市公司较远的独立董事,而本地独立董事主要指距离上市公司较近的独立董事,是一个相对的定性概念。

响的研究不断涌现,地理距离逐渐在公司治理中受到关注。相关研究发现,经济主体之间的地理邻近性能够使审计师拥有更高的审计质量(Choi et al.,2012;刘文军,2014),帮助分析师进行更准确的盈利预测(Bae et al.,2008),使投资者更好地发挥监督职能并获得更高的收益(Coval and Moskowitz,2001;Chhaochharia et al.,2012),增强本地银行的垄断(Agarwal and Hauswald,2010),也使得邻近监管机构的公司更加“守规矩”(Kedia and Rajgopal,2007)。关于独立董事这一内部治理机制的参与者,地处海外的独立董事作为其中的特殊群体吸引了学者们的注意。由于信息获取劣势以及对任职公司所在国规章制度的陌生,海外独立董事的监督能力很可能偏弱而加剧了公司的代理冲突(Masulis et al.,2012)。但是,来自发达国家的独立董事也可能为欠发达国家和地区的公司带来先进的治理经验而改善公司的内部治理环境(Oxelheim and Randøy,2003;Giannetti et al.,2015)。基于资源依赖理论,海外独立董事的知识能力和社会网络也能帮助公司更好地进行国际化经营(Miletkov et al.,2017)。同海外独立董事的研究有些不同的是,由于较少存在语言、正式制度和文化等方面的差异,现有关于一国之内异地独立董事的研究主要关注于交通和沟通不便带来的信息劣势以及异地关系网能为公司带来的资源优势。Knyazeva et al.(2011)研究发现,独立董事在邻近地区的上市公司任职能够方便其收集公司的“软信息”,履职成本更低,更容易建立起本地声誉,因而本地独立董事有更好的治理效果。孙亮和刘春(2014)最先把中国独立董事的治理作用与地理区位联系起来,研究发现,异地独立董事由于较远的地理距离而处于信息获取劣势,是一类典型的弱监督能力者,并由此成为管理层为自己“松绑”的合理方式之一。此外,异地独立董事的关系网能够帮助公司在异地经营时疏通政府关系,其对常驻文化地了解能够帮助公司更高效地实施营销战略,进行异地并购(刘春等,2015)。进一步地,现有研究还发现异地独立董事的监督职能会受到内外部治理环境的影响。例如,Knyazeva et al.(2011)发现制度不完善的公司对本地独立董事市场的依赖性更强;孙亮和刘春(2014)则发现市场化程度越高或者代理冲突越明显,管理层越倾向于聘请异地独立董事来弱化监督;董红晔(2016)则认为,市场化程度越高,市场机制的作用也越突出,本地和异地独立董事的优劣势将变得不明显。

由此可见,地理距离对经济主体的影响已经引起了越来越多的研究关注。一方面,地理距离的邻近能够帮助经济主体通过非正式渠道、花费更低的成本获取更多并且更有效的信息,降低经济主体之间的信息不对称(刘文军,2014);另一方面,虽然距离较远的双方可能因为沟通成本较高而处于信息劣势,但由此带来的异地关系网能够帮助一方冲破地方保护主义和制度文化壁垒(孙亮和刘春,2014;刘春等,2015),获得更多扩张的机会和可能。

然而,在中国这样一个典型的“人情社会”中,如果忽视“圈子”、“面子”等非正式制度对正式制度造成的冲击,那么对社会和经济现象的研究结论难免会有失偏颇。但现有文献却较少关注由于地理邻近性带来的认知同质性,以及更多的交流和人际交往可能造成的独立性丧失;熟稔的双方在顾全关系和面子的考虑下,更不倾向于提出反对意见(张凡,2003),或者更容易发生合谋行为(裴红梅和杜兴强,2015),因此也更容易丧失独立性,这些由地理距离带来的影响不应被忽视或者一带而过,对于强调独立性的独立董事而言更是如此。在现有研究中,刘文军(2014)、李奇凤和宋琰纹(2007)、董红晔(2016)提出了这方面的担忧,但都缺乏深入的探讨。另外,目前国内关于独立董事地理区位的研究全都使用独立董事与其所任职上市公司是否处于同一行政区域作为对独立董事地理距离的衡量,这种粗略的、定性的度量方法是已有文献无法兼顾和科学检验地理距离可能带来的信息获取劣势和保持独立性优势等两种竞争效应的主要原因之一。因此,本文拟综合考虑地理邻近性可能带来的信息优势、认知同质性和独立性劣势的两面性,以上市公司注册地与独立董事主要工作

所在地之间的经纬度距离为度量基础,更加全面地考察和检验独立董事地理距离对公司代理成本的影响。

三、理论框架与假设提出

1. 独立董事地理距离与公司的双重代理成本

独立董事制度作为一种“舶来品”,是制衡公司内部人(包括大股东和管理层)以强化公司治理的重要监督制度之一,然而其有效性在中国却一直饱受争议(郑志刚等,2017)。理论上,独立董事的监督效果是其监督能力和独立性的联合函数(孙亮和刘春,2014;周建等,2016)。在影响独立董事监督效果的诸多因素中,独立董事地理距离既会影响独立董事的监督能力和动机,又会影响其独立性和认知同质化程度,同时存在两种相互竞争的影响关系。

(1)地理距离的增加会削弱独立董事的监督能力。地理距离的增加会削弱经济主体的信息获取能力,增加信息不对称程度(Coval and Moskowitz,2001;孙亮和刘春,2014;Jensen et al.,2015)。由于面对面的交谈可以不拘泥于官方辞令并且相对不易受制于法律约束(Frankel et al.,1999),独立董事更可能从中获得公司不愿披露的一些私人信息(孔东民等,2015),更容易捕获到管理层决策的动机以及管理的能力(Barker,1998),也更能了解公司管理层的发展规划和疑虑担忧。另外,通过实地考察和切身感受,独立董事能够更准确地了解和评估公司所在地的市场状况和发展前景(Coal and Moskowitz,2001),并且这种“只可意会不可言传”的私人信息通常比市场上的公开信息更有效和更有前瞻性(白雪莲等,2015)。因此,面对面的交流能够促进信息,特别是“软信息”的获取。而由于地理距离上的疏远,异地独立董事与公司的管理层、员工、供应商的面对面交谈以及实地访查的频率将会大大降低(Coal and Moskowitz,2001),甚至会更频繁地缺席董事会会议(Masulis et al.,2012),所以异地独立董事处于天然的信息劣势,这将损害其监督能力;并且由于“软信息”难以随着技术的发展进行传递和转移(Agarwal and Hauswald,2010),这种信息劣势难以被科技的发展和媒体报道所消除,这在中国注重非正式交流的文化背景下更是如此。因此,异地独立董事存在明显的信息获取劣势而导致其监督能力减弱。

(2)地理距离的增大也可能会削弱独立董事的监督动机。一方面,声誉机制是独立董事发挥作用的首要机制(Fama and Jensen,1983)。然而由于距离较远和地区分隔,异地独立董事更不易在上市公司所在地建立声誉(Knyazeva et al.,2011),换言之,在异地没有很好地履行职能也不会严重影响独立董事在常驻地已有的声誉。这种激励的缺乏和惩罚的缺失可能会减弱声誉机制对异地独立董事的激励和约束作用,继而削弱其监督动机。与此同时,缺乏声誉的激励也可能使得异地独立董事对所任职的上市公司投入更少的时间和精力(Masulis and Mobbs,2014),进而减弱了监督效果。另一方面,独立董事对公司进行监督需要花费时间和精力等现实成本(唐清泉等,2006),对于异地独立董事而言,参与董事会的活动需要提前安排行程,甚至需要花费时间适应公司所在地的环境,进而影响其监督动机和决策效率(Masulis et al.,2012;董红晔,2016)。

(3)地理距离的增大有利于增强独立董事的独立性,进而增强其监督的效果。独立性是独立董事制度的核心和灵魂,其实质是要求独立董事与公司、管理层及其主要利益相关方之间的重要关系不足以影响独立董事的客观判断与科学决策(谭劲松,2003)。但这种关系并不仅限于《指导意见》中列举的,其中之一就体现在地理距离上。如果距离任职公司较近,独立董事与管理层的文化理念和处事方式就可能存在较多的共性,从而导致独立董事与管理层之间更加“友善”而影响独立董事监督职能的发挥(嵇尚洲等,2015)。有研究发现这种隐性的社会关系会降低公司管理层的薪酬—业绩

敏感性,引致更高的代理成本(Hwang and Kim,2009)。更进一步,独立董事与公司间的关系是动态的(谭劲松,2003;沈维涛和叶小杰,2012),相对异地独立董事,本地独立董事即使在任职之初与管理层不存在任何交往,但地理邻近也会为其在任职期间内逐渐交好提供便利(马海涛等,2012),进而成为同一个“圈子”的人,削弱其独立性,造成更严重的代理问题。

(4)地理距离的增大一定程度上有利于规避独立董事与公司大股东或管理层之间认知的同质性,使独立董事更容易从认知的冲突中发现问题,带来更好的监督效果。董事会成员特征的多样性能够激发异议,从更深入的交流中推动决策的完善(Rao and Tilt,2016),降低由于股东和管理层利益不一致引致的剩余损失;而同质性的认知过程则可能导致决策中的重要问题被忽略。与地理邻近性相伴随的是一系列相近的非正式制度,如习俗、惯例等(马海涛等,2012)。当本地独立董事与公司大股东或管理层长期处于相似的环境中时,董事会内部将变得越来越同质化,本地独立董事可能对于自己所处的这一群体产生更多的社会认同,而给予其更多正面的评价(周建和李小青,2012)。这种群体内部的“去个性化”可能在本地独立董事的潜意识中削弱了其监督能力。

综上所述,独立董事既需要从显性层面和认知层面独立于所任职的公司,又不能太超脱于公司而缺乏对其的了解(谭劲松,2003)。而在中国“人情社会”和较强的非正式制度环境下,信息的传递和交流更主要通过人际关系网络来进行(谢永珍等,2015),异地独立董事既可能因为独立性优势而强化对公司内部代理人的监督,也可能因为信息获取劣势或较弱的监督能力而给公司的代理人带来更大的机会主义行为空间。这种信息劣势和独立性优势的此消彼长决定了独立董事地理距离与公司的代理成本之间不是一种简单的线性关系。基于上述分析,本文提出:

假设 1:限定其他条件,独立董事与上市公司之间的距离太近(本地独立董事)或太远(异地独立董事)都将不利于独立董事发挥监督职能,从而会加剧公司的代理成本,即独立董事地理距离与公司的代理成本之间存在非线性的 U 型关系。

2. 产权性质的调节作用

产权性质在中国的企业成长中扮演了重要的角色。在中国相对集中的股权结构下,公司的代理冲突包括股东与管理层之间的第一类代理冲突和大股东与中小股东之间的第二类代理冲突,这使得公司普遍面临双重代理成本(罗进辉,2012),而不同产权性质下公司代理冲突的主要矛盾点不同(Lei et al.,2013),独立董事监督的重点也不同。在国有企业中,由于出资人本质上的“缺位”,加之政府对于国有企业高管薪酬的限制使得国有企业的管理层长期缺乏有效激励,管理层更容易“偷懒”或有更强的动机通过在职消费等非货币的替代性手段获取私利(陈信元等,2009;罗进辉等,2014),因此,国有企业面临的最主要代理问题是股东与管理层之间的第一类代理问题。此外,国有企业在实现经营目标之外,还或多或少承担着带动社会就业、提供医疗保障、促进社会公平等多重的非经营目标(罗进辉,2012),这增加了科学考核国有企业管理者的难度,也为国有企业的经营不善以及管理层的机会主义行为提供了辩护或归因的渠道(谢德仁等,2012)。并且为了掩盖对利润最大化目标的偏离,国有企业更有可能将信息隐藏在公司内部而加大了公司内外部的信息不对称程度(高雷和宋顺林,2007)。这种高度的信息不对称和多重目标评价体系对独立董事了解公司管理层的决策和行为动机提出了更高的要求,异地独立董事由于处于信息劣势很可能在国有企业中更无益于缓解第一类代理问题。与此同时,国有企业独立董事的选聘具有较浓厚的政府干预色彩(谢志明和易玄,2014),其管理层通常也由政府选聘,对于国有企业的本地独立董事而言,独立董事与管理层之间的联结可能比在非国有企业中更强,独立性更差,监督的效果也更加有限,因此也更有可能导致第一类代理成本的产生。

在非国有企业中,普遍的金字塔控股结构下控制权与现金流权的分离为非国有控股股东的掏空行为提供了动机和便利(Johnson et al.,2000;李寿喜,2007),持有超额控制权的控股股东经常通过关联交易侵占或占用上市公司的资产和利润,严重损害了中小股东的利益(马磊和徐向艺,2007;Jiang et al.,2010)。这意味着,中国的非国有上市公司主要面临着大股东与中小股东之间的第二类代理问题。因而异地独立董事的弱监督动机和能力以及本地独立董事的弱独立性也将更明显地体现在第二类代理成本中。基于上述分析,本文认为地理距离对独立董事监督职能的重要影响将因不同产权性质公司的主要代理问题不同而对不同类型的代理成本产生差异化的作用。因此,本文提出:

假设2:限定其他条件,在国有企业中,独立董事地理距离主要与第一类代理成本之间呈现非线性的U型曲线关系;而在非国有企业中,独立董事地理距离主要与第二类代理成本呈现非线性的U型曲线关系。

3. 市场化环境的调节作用

尽管面对着相同的基本经济制度和政治体制,但中国地区之间的制度发展仍然很不均衡。因此,作为一种外部治理机制,地区的市场化环境可能会对公司的内部治理产生替代保护效应(李延喜等,2012;邓晓飞等,2016),进而影响到独立董事作用的发挥。具体地,①在市场化程度较高的地区,公司的运行更多地遵循市场化规则,公司将更倾向于披露更多有价值的特质信息,降低与外部利益相关者间的信息不对称程度,从而便于其获得银行贷款和降低资本成本等(唐松等,2011)。②根据制度经济学的理论,市场化程度越高,经济主体在制度执行中节约交易成本的效果就越明显(方军雄,2006;姜英兵和严婷,2012)。③在较发达的市场化环境中,对产权和投资者的保护程度更强,市场中介组织的发育也更完善,以证券分析师为代表的中介机构将更有动机挖掘公司的信息,提升公司的信息透明度(高雷和宋顺林,2007),从而能够缓解异地独立董事的信息获取劣势并增强其对公司的监督能力。与之相对应,位于欠发达的市场化环境中的公司可能因为更加依赖非正式的“关系”资源进行经营而更少对外披露公司的特质信息(唐松等,2011),使得异地独立董事获取公司异质信息的渠道更加闭塞,减弱其监督能力,导致更高的代理成本。从本地独立董事的角度看,由于较高的市场化程度通常会伴随着更有效的内外部治理机制(沈维涛和叶小杰,2012),本地独立董事弱独立性引致较高代理成本的负面作用将会在一定程度上被削弱。因此,较高的市场化程度将能够缓解异地独立董事的弱监督能力和本地独立董事的弱独立性。④基于此,本文提出:

假设3:限定其他条件,相对于欠发达的市场化环境,发达的市场化环境会减弱独立董事地理距离与公司代理成本之间的非线性U型影响关系。

以上3个假设的理论逻辑框架如图1所示。随着独立董事地理距离的增大,独立董事获取所任职公司信息的劣势和独立性受损的程度将呈现此消彼长的趋势,二者综合影响着独立董事的监督效果,进而对公司的代理成本产生非线性的U型影响关系。在此过程中,由于不同产权性质公司代理问题的主要矛盾点不同,并且不同地区的市场化制度环境存在差异,产权性质和市场化环境将对这一影响关系产生重要的调节作用。

① 需要指出的是,市场化环境还有可能从另一方面影响异地独立董事对公司的监督效果,即处于良好的制度环境下的独立董事可能为弱制度环境中的公司带来更好的治理机制(Oxelheim and Randøy,2003;Miletkov et al.,2017),降低公司的代理成本。但在中国特定的制度背景下,公司对强监督传递出良好公司治理信号的需求较弱(孙亮和刘春,2014),即使独立董事有能力强化对任职公司的监督,公司聘请异地独立董事以加强公司治理的可能性也较低。

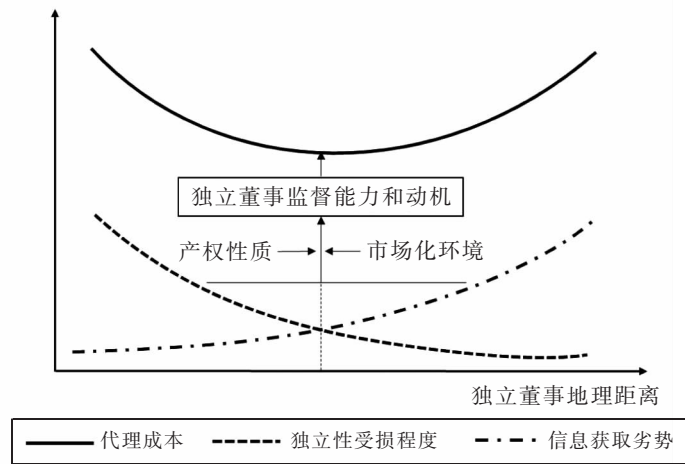


图 1 研究假设的逻辑与框架

注：图中纵轴分别表示代理成本、独立性受损程度、信息获取劣势，具体参见图例。
资料来源：作者绘制。

四、实证研究设计

1. 样本选取与数据来源

根据 2001 年《指导意见》的要求，中国的独立董事制度于 2003 年建成并步入正轨，而中国共产党中央委员会组织部在 2013 年 10 月 19 日发布的《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》，引发了独立董事的大规模离职潮。为此，本文将研究样本的期间设置为 2004 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日，并选取这十年间所有的 A 股上市公司作为研究对象。独立董事的主要工作所在地数据系笔者通过公司年报、新浪财经、凤凰财经、问问财经等途径手工收集所得^①，公司的财务报告和治理数据来自 CSMAR 数据库，公司注册地信息来自 Wind 数据库，其所属地区的市场化程度分组使用樊纲等(2011)编制的中国市场化指数作为分组基础，市场化环境的影响使用手工收集计算的政府干预变量来控制。据此，本文得到了 18480 个年度—公司观测值作为初始样本。为了避免异常数据的影响，本文对初始样本进行了筛选。具体地，①剔除样本期间内曾被 ST、*ST 的公司；②剔除资不抵债的公司；③剔除金融行业公司；④剔除同时发行 B 股或 H 股的公司；⑤剔除数据缺失的样本。最终，本文得到的有效观察样本共计 11301 个。

2. 研究设计

(1)代理成本的度量。本文关注独立董事地理距离对公司代理成本的影响，因变量为公司的两类代理成本。参照 Ang et al.(2000)、李寿喜(2007)、罗进辉(2012)的度量方法，本文使用经营费用率(*Agency_cost1*)来衡量公司的第一类代理成本。具体地，经营费用率是管理费用和销售费用之和与主营业务收入之比，主要捕捉和反映了公司管理层在职消费等代理行为产生的代理成本，经营费用率越高，表明股东与管理层之间的第一类代理成本越高。借鉴姜国华和岳衡(2005)、王克敏等(2009)、罗进辉(2012)等文献的做法，本文采用其他应收款占总资产的比率(*Agency_cost2*)作为第二类代理成本的衡量变量。这是由于以“暂借款”的名义存在于其他应收款中的资金占用款项具有较强的隐蔽性，但却是大股东占用上市公司资金的重要组成部分和主要形式（姜国华和岳衡，

^① 具体的收集方法和过程，可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

2005)。因此,其他应收款占总资产的比率越高,则可能意味着公司大股东与中小股东之间的第二类代理问题越严重,相应的代理成本也就越高。

(2)独立董事地理距离的衡量。参考刘文军(2014)和 Jensen et al.(2015)对审计师与公司地理距离的衡量方法,本文采用独立董事主要工作地所在地级市的行政中心与上市公司注册地的经纬度距离(D)作为独立董事地理距离的代理变量。具体的计算方法如公式(1)所示:

$$D=6371.04 \times A \arccos(C) \times \frac{\pi}{180}$$

$$C=\cos(\text{latitude}_i) \times \cos(\text{longitude}_i) \times \cos(\text{latitude}_j) \times \cos(\text{longitude}_j) + \cos(\text{latitude}_i) \times \sin(\text{longitude}_i) \times \cos(\text{latitude}_j) \times \sin(\text{longitude}_j) + \sin(\text{latitude}_i) \times \sin(\text{latitude}_j) \quad (1)$$

选取每家上市公司每年所有独立董事距离的均值作为公司层面的独立董事地理距离变量($DISTANCE$),即如果A公司2004年度有3位独立董事,其主要工作所在地与公司注册地之间的经纬度距离分别为 D_a 、 D_b 、 D_c ,则 $DISTANCE$ 等于 $(D_a+D_b+D_c)/3$ 。最后,为了缩小变量数值量级上的差距,本文对独立董事地理距离进行对数变换,得到最终的自变量 $Distance$ 。

(3)产权性质和市场化环境的度量。本文设置了公司的产权性质($State$)和地区市场化程度($Developed$)作为调节变量。具体地,若公司实际控制人为国有单位或国有法人,则 $State$ 取值1,否则为0;若公司注册地的市场化指数大于当年所有地区市场化指数的中位数,则 $Developed$ 取值1,否则取值为0。

(4)控制变量。借鉴现有对独立董事和公司代理成本的研究(姜国华和岳衡,2005;罗进辉,2012),本文控制了第一大股东持股比例($Top1$)、股权制衡结构($Blocks$)、机构投资者持股比例($Institution$)、董事会规模($Boardsize$)、独立董事比例($Indboard$)、管理层持股比例($Mshare$)、高管薪酬($Compensation$)、CEO与董事长两职兼任情况($Duality$)、是否聘请“四大”会计师事务所($Big4$)、上市公司所在地外部市场环境(Mkt)等公司治理变量,以及公司规模($Size$)、负债水平($Leverage$)、固定资产比例($Tangible$)、成长机会($Growth$)和上市年限($Firm_age$)等公司特征变量可能对公司代理成本产生的系统性影响。^①此外,本文还通过引入行业和年度虚拟变量来控制行业效应和时间效应的相关影响。

(5)计量回归模型设计。为了检验前文提出的研究假设,本文构建了如下计量模型(2):

$$Agency_cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Distance_{i,t-1} + \beta_2 Distance_{i,t-1}^2 + \sum \beta_j Control_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Agency_cost_{i,t}$ 为因变量,代表公司的两类代理成本; β_0 为截距项; $Distance_{i,t-1}$ 为独立董事地理距离变量; $Distance_{i,t-1}^2$ 代表距离变量的平方项。为了降低多重共线性带来的潜在影响,本文对距离的平方项进行了中心化处理。 $\sum Control_{i,t-1}$ 代表相关的控制变量。为了在一定程度上控制当期的影响,本文对所有的自变量和控制变量均进行了滞后一期处理。同时,为了消除异常值的影响,本

① 控制变量的具体度量方法,可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。由于本文数据时间跨度较长,独立董事的个人特征资料缺失较多,这将导致样本整体数据缺失较多而增加估计的偏差;同时,本文的研究主要集中在公司层面而非独立董事个人层面,故此处的控制变量没有考虑独立董事的个人特征变量。但考虑到可能出现的遗漏变量问题,本文在稳健性检验部分增加了控制独立董事背景的特征变量。

文对所有连续变量都进行了上下 1%的 Winsorize 缩尾处理。特别地,由于本文使用的是一个典型的面板数据,为了有效控制面板数据可能存在的截面异方差和时间序列自相关问题,本文使用了从年度和公司两个层面进行双重聚类调整的 Petersen 稳健回归估计方法。

为了初步观察独立董事地理距离同公司代理成本之间的关系,本文基于样本数据,按照独立董事地理距离对代理成本进行了分组统计。从图 2 可以直观地看出,独立董事地理距离与两类代理成本的衡量指标之间都呈现出近似的 U 型曲线关系,初步支持了本文的主假设。

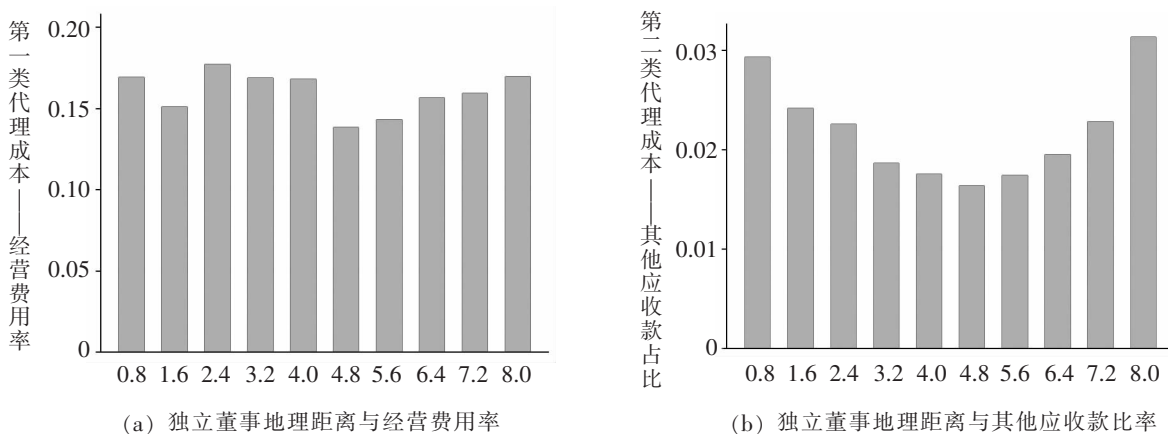


图 2 独立董事地理距离与两类代理成本

注:图中横坐标按照独立董事与公司平均距离(km)的自然对数对公司进行分组,组距为 0.8;各类代理成本的度量使用组内的均值。

资料来源:作者使用统计软件 Stata 13.1 绘制。

五、实证结果分析与讨论

1. 描述性统计

表 1 列示了主要变量的描述性统计结果^①。从表 1 可以看出,①样本公司的平均经营费用率(*Agency_cost1*)为 15.76%;样本公司平均的其他应收款占总资产的比重(*Agency_cost2*)为 2.10%,最高达到 20.23%。②样本公司独立董事与任职公司之间的平均距离(*DISTANCE*)为 462.88 公里;最小距离为 1.55 公里,最大距离为 2093.19 公里,意味着独立董事地理距离在不同公司中存在较大差异。③样本公司中,国有企业(*State*)占 51.66%;第一大股东持股比例(*Top1*)平均为 36.84%,达到相对控股程度;56.71%的样本公司第二大股东持股比例(*Blocks*)超过 5%;机构持股比例(*Institution*)平均达到 31.19%;这些结果说明公司存在一定程度的内外部制衡和监督机制。④样本公司中,平均的董事会规模(*Boardsize*)为 9.06 个席位,其中独立董事占比(*IndBoard*)平均为 36.39%,第一个四分位数和中位数均为 1/3,说明“九人董事会”在中国上市公司中非常普遍,独立董事的比例很好地迎合了《指导意见》的要求。此外,其他控制变量均不存在异常情况。

^① 其他控制变量的描述性统计结果,可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

表 1 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
<i>Agency_cost1</i>	11301	0.1576	0.1267	0.0154	0.0764	0.1232	0.1945	0.7278
<i>Agency_cost2</i>	11301	0.0210	0.0322	0.0002	0.0038	0.0096	0.0228	0.2023
<i>Distance_{t-1}</i>	11301	5.2190	1.8052	0.4497	4.2881	5.8597	6.5202	7.6383
<i>DISTANCE</i>	11301	462.8844	467.1678	1.5542	72.8311	350.6253	678.7452	2093.192
<i>Top1_{t-1}</i>	11301	0.3684	0.1512	0.09087	0.2449	0.3517	0.4819	0.743
<i>Blocks_{t-1}</i>	11301	0.5671	0.4955	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>Institution_{t-1}</i>	11301	0.3119	0.2386	0.0001	0.9025	0.2839	0.4998	0.8468
<i>Boardsize_{t-1}</i>	11301	9.0636	1.7761	5.0000	8.0000	9.0000	9.0000	15.0000
<i>Indboard_{t-1}</i>	11301	0.3639	0.0497	0.2727	0.3333	0.3333	0.375	0.5556
<i>State_{t-1}</i>	11301	0.5166	0.4997	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>Mkt_{t-1}</i>	11301	10.8649	3.1791	5.3092	9.0970	10.6278	12.6715	21.9900

资料来源:作者整理。

2. Pearson 相关系数分析

本文主要变量的 Pearson 相关系数分析结果表明^①:①独立董事地理距离(*Distance_{t-1}*)与经营费用率(*Agency_cost1*)之间的相关性不显著,同其他应收款占比(*Agency_cost2*)在 5%水平下显著正相关,意味着异地独立董事可能会导致上市公司更多的大股东资金占用,即更高的第二类代理成本;而地理距离的平方项(*Distance_{t-1}²*)与经营费用率(*Agency_cost1*)和其他应收款占比(*Agency_cost2*)均在 1%的水平下显著正相关,与假设 1 的预期吻合,即独立董事地理距离同公司代理成本之间呈 U 型曲线关系。②产权性质(*State*)和地区市场化程度(*Developed*)与独立董事地理距离(*Distance_{t-1}*)显著负相关,说明非国有企业和位于较低市场化地区的公司更倾向于聘请异地独立董事。③第一大股东持股比例(*Top1*)、机构投资者持股比例(*Institution*)、“四大”审计(*Big4*)都与经营费用率(*Agency_cost1*)和其他应收款占比(*Agency_cost2*)显著负相关,说明这些内外部治理机制能够有效遏制两类代理问题;而 CEO 和董事长两职合一(*Duality*)则可能带来更高的代理成本。除了地理距离变量与其平方项之间的相关系数大于 0.5 以外,其他变量的相关系数大都远小于 0.5,意味着引入回归模型不会引起严重的多重共线性问题。

① 详细的 Pearson 相关系数结果,可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

3. 假设 1 的检验

表 2 列示了独立董事地理距离与两类代理成本之间的多元回归分析结果。在模型 1 和模型 4 中,本文分别以经营费用率($Agency_cost1$)和其他应收款占比($Agency_cost2$)作为因变量,仅引入全部控制变量作为基准回归模型;当引入地理距离变量($Distance_{t-1}$)进行回归后发现,地理距离变量与经营费用率($Agency_cost1$)正相关,但统计上并不显著。除此之外,地理距离变量还与其他应收款占比($Agency_cost2$)在 5%的水平下显著正相关(模型 5: $\beta_1=0.0007, p<0.05$),说明独立董事与公司的距离越远,公司的第二类代理成本越高。这与孙亮和刘春(2014)的结论一致。当本文进一步将地理距离的平方项($Distance_{t-1}^2$)加入回归模型,表 2 的模型 3 结果显示,地理距离平方项的回归系数为 0.0019,统计显著性水平为 1%,意味着独立董事地理距离与公司的第一类代理成本之间呈现非线性的 U 型关系。类似地,表 2 的模型 6 中,地理距离平方项的回归系数也在 1%的水平下显著为正(模型 6: $\beta_2=0.0007, p<0.01$),意味着独立董事地理距离与公司的第二类代理成本之间也呈现非线性的 U 型关系。此外,回归模型解释力 R^2 变化的检验结果表明,模型 3 和模型 6 的解释力都分别高于模型 2 和模型 5,说明与线性模型相比,非线性的曲线模型是更好的回归拟合模型。进一步,借鉴 Haans et al.(2016)关于 U 型曲线关系的检验方法,本文计算发现 U 型曲线顶点 95%的置信区间处在本文的数据区间内,从而再次确认了独立董事地理距离与公司两类代理成本之间的 U 型曲线影响关系。综上所述,地理距离在独立董事的监督作用中存在两面性,太近或太远的地理距离都会妨碍独立董事监督职能的发挥,从而使公司承担更高的双重代理成本。因此,本文的假设 1 得到了经验证据的支持。

4. 假设 2 的检验

为了检验不同产权性质下独立董事地理距离对公司双重代理成本的影响是否存在差异,本文将全样本分为国有子样本($State=1$)和非国有子样本($State=0$)。表 3 列示了对两个子样本分别进行多元回归分析的结果。模型 1—2 显示,在国有子样本中,独立董事地理距离的平方项($Distance_{t-1}^2$)得到了显著为正的回归系数(模型 1: $\beta_2=0.0022, p<0.01$),而地理距离平方项($Distance_{t-1}^2$)在非国有子样本中没有获得统计显著的回归系数。这意味着独立董事地理距离与公司第一类代理成本之间的 U 型曲线影响关系主要反映在国有企业中。而在以其他应收款占比($Agency_cost2$)为因变量的模型 3—4 中,地理距离的平方项($Distance_{t-1}^2$)都得到了显著为正的回归系数,而 Chow 检验表明在国有子样本中的回归系数显著更大(模型 3: $\beta_2=0.0009, p<0.01$; 模型 4: $\beta_2=0.0004, p<0.10$, Chow Chi2_Dis2=7.33),说明虽然国有企业和非国有企业中独立董事地理距离与第二类代理成本都存在显著的 U 型曲线关系,但是这一影响关系仍然在国有企业中表现得更强。本文认为,由于许多国有企业集团在集中优质资产剥离上市的过程中,非核心资产被留在了母公司而使得母公司业绩较差,国有企业控股股东和地方政府有动机从上市国有企业中转移利润以支持集团公司的存续以及地方的发展(李增泉等,2004)。因此,国有企业大股东具有很强的动机通过国有上市公司“输血”,从而严重侵害中小股东的利益。综上所述,本文的假设 2 得到了较好的支持。

5. 假设 3 的检验

本文按照樊纲等(2011)对各省级行政区进行评估的市场化指数,将样本公司划分为发达地区子样本($Developed=1$)和欠发达地区子样本($Developed=0$),并分别进行多元回归分析以检验假设 3,结果如表 4 所示。在以 $Agency_cost1$ 为因变量的回归中,虽然独立董事地理距离平方项($Distance_{t-1}^2$)都得到了正回归系数,但该系数仅在欠发达地区子样本中统计显著(模型 1: $\beta_2=0.0007, p>0.10$;模型 2:

表 2 独立董事地理距离与双重代理成本的多元回归分析结果

	因变量					
	Agency_Cost1			Agency_cost2		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
<i>Distance_{t-1}</i>		0.0005 (0.3938)	0.0036** (2.1097)		0.0007** (2.4359)	0.0019*** (4.5174)
<i>Distance_{t-1}²</i>			0.0019*** (3.0070)			0.0007*** (4.3460)
<i>Size_{t-1}</i>	-0.0222*** (-7.8180)	-0.0222*** (-7.8020)	-0.0219*** (-7.7054)	-0.0024*** (-3.2298)	-0.0024*** (-3.2493)	-0.0023*** (-3.1195)
<i>Leverage_{t-1}</i>	-0.1112*** (-5.7297)	-0.1113*** (-5.7685)	-0.1114*** (-5.8198)	0.0288*** (6.4188)	0.0286*** (6.4312)	0.0286*** (6.5072)
<i>Tangible_{t-1}</i>	-0.0318* (-1.9182)	-0.0316* (-1.9074)	-0.0302* (-1.8269)	-0.0278*** (-7.3980)	-0.0276*** (-7.3880)	-0.0271*** (-7.3054)
<i>Growth_{t-1}</i>	-0.0194*** (-2.9908)	-0.0194*** (-2.9793)	-0.0197*** (-3.0511)	-0.0040*** (-2.6269)	-0.0041*** (-2.6515)	-0.0042*** (-2.7176)
<i>Firm_age_{t-1}</i>	0.0107*** (2.8485)	0.0107*** (2.8489)	0.0095** (2.5520)	0.0039*** (2.7424)	0.0039*** (2.7368)	0.0035** (2.4761)
<i>Top1_{t-1}</i>	-0.0676*** (-4.7728)	-0.0675*** (-4.7759)	-0.0689*** (-4.8733)	-0.0125*** (-3.7177)	-0.0124*** (-3.6777)	-0.0129*** (-3.8300)
<i>Blocks_{t-1}</i>	0.0044 (0.9488)	0.0043 (0.9325)	0.0036 (0.8053)	0.0004 (0.2273)	0.0003 (0.1665)	0.0000 (0.0193)
<i>Institution_{t-1}</i>	0.0109 (1.3368)	0.0110 (1.3563)	0.0110 (1.3555)	-0.0097*** (-2.9988)	-0.0095*** (-2.9627)	-0.0096*** (-2.9317)
<i>Boardsize_{t-1}</i>	0.0018 (1.3696)	0.0018 (1.3261)	0.0019 (1.3960)	-0.0001 (-0.3279)	-0.0002 (-0.5541)	-0.0002 (-0.4701)
<i>Indboard_{t-1}</i>	0.0826** (2.4558)	0.0812** (2.4531)	0.0812** (2.4487)	0.0086 (1.0418)	0.0067 (0.8224)	0.0067 (0.8413)
<i>Mshare_{t-1}</i>	0.0146 (1.0856)	0.0149 (1.1050)	0.0166 (1.2412)	-0.0031 (-1.3339)	-0.0028 (-1.1989)	-0.0021 (-0.9248)
<i>Compensation_{t-1}</i>	0.0005 (0.1388)	0.0005 (0.1336)	-0.0001 (-0.0158)	-0.0023*** (-2.7780)	-0.0024*** (-2.8212)	-0.0026*** (-3.0851)
<i>Duality_{t-1}</i>	0.0080* (1.6927)	0.0080* (1.6930)	0.0080* (1.6908)	-0.0009 (-0.9746)	-0.0009 (-0.9773)	-0.0009 (-0.9887)
<i>Big4_{t-1}</i>	0.0299** (2.1498)	0.0299** (2.1464)	0.0286** (2.0476)	0.0014 (0.8360)	0.0014 (0.7945)	0.0009 (0.5032)
<i>State_{t-1}</i>	-0.0118** (-2.2102)	-0.0116** (-2.2302)	-0.0115** (-2.2208)	-0.0039*** (-3.2027)	-0.0036*** (-3.0022)	-0.0036*** (-2.9765)
<i>Mkt_{t-1}</i>	-0.0006 (-0.8118)	-0.0007 (-0.8840)	-0.0006 (-0.7828)	0.0003 (1.2112)	0.0002 (0.9146)	0.0002 (1.0463)
截距	0.6924*** (8.9246)	0.6915*** (8.9627)	0.6680*** (8.9542)	0.1173*** (5.9057)	0.1162*** (5.9224)	0.1071*** (5.7927)
年度和行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	11301	11301	11301	11301	11301	11301
F 值	97.7652***	95.6938***	94.1826***	32.5545***	31.9544***	31.5553***
调整 R ²	0.3001	0.3001	0.3021	0.1956	0.1968	0.2013
ΔR ²		0.0000	0.0020***		0.0012***	0.0046***

注：***、**、* 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%；括号内数字为经过异方差调整的 t 值。
资料来源：作者计算。

表 3 产权性质调节作用的多元回归分析结果

	因变量: <i>Agency_cost1</i>		因变量: <i>Agency_cost2</i>	
	<i>State=1</i>	<i>State=0</i>	<i>State=1</i>	<i>State=0</i>
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>Distance_{t-1}</i>	0.0026 (1.3381)	0.0023 (0.9486)	0.0020*** (3.6276)	0.0016*** (2.6540)
<i>Distance_{t-1}²</i>	0.0022*** (3.1695)	0.0005 (0.5320)	0.0009*** (4.1866)	0.0004* (1.7007)
控制变量	控制	控制	控制	控制
截距	0.6078*** (7.5063)	0.6206*** (6.6053)	0.0695*** (2.8520)	0.1233*** (4.7014)
年度和行业	控制	控制	控制	控制
样本量	5838	5463	5838	5463
F 值	48.6909***	48.1064***	17.3962***	17.5839***
调整 R ²	0.2777	0.3122	0.1956	0.2189
Chow Chi2_Dis	0.0292		0.7003	
Chow Chi2_Dis ²	6.9301***		7.3273***	

注: ***, **, * 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; Chow Chi2_Dis、Chow Chi2_Dis² 分别表示距离变量 *Distance* 的一次项和平方项的回归系数的组间差异的 Chow 检验卡方值; 括号内数字为经过异方差调整的 t 值。

资料来源:作者计算。

$\beta_2=0.0020, p<0.05$), 而且 Chow 检验表明回归系数在两个子样本中存在显著差异, 说明独立董事地理距离与公司第一类代理成本间的 U 型曲线影响关系主要反映在欠发达地区的样本公司中。同样地, 以 *Agency_cost2* 为因变量的回归分析也得到了相似的结果, 表明相比地处发达地区的上市公司, 独立董事地理距离与第二类代理成本间的 U 型曲线关系在欠发达地区的上市公司中表现得更强。综上所述, 本文的假设 3 也得到了较好的经验支持。

6. 稳健性测试

(1) 内生性问题检验。本文的主要目的是从地理距离影响独立董事监督能力和动机的角度, 考察独立董事地理距离对公司代理成本的影响关系, 但前文得到的回归分析结果主要表明二者之间存在相关关系, 结论还可能受到互为因果的内生性问题的困扰。鉴于此, 本文采用了工具变量的 2SLS 回归方法进行了稳健性检验。具体地, 由于邻近潜在在独立董事聚集地的公司更可能聘请本地独立董事 (Knyazeva et al., 2011), 并且在中国上市公司独立董事大部分由高校教师、行政官员或具有财务或法律专长的专家担任 (沈烈, 2012), 因此, 本文选用的 3 个工具变量分别为所在省份二本及以上高校的数量 (*College*)、所在省份上市公司的数量 (*Firm_concentration*) 以及公司注册地是否为金融中心或省会城市 (*Main_city*)。利用工具变量组进行回归后的结果如表 5 所示。从表 5 的模型 1 可以看到, 独立董事地理距离同 3 个工具变量高度相关: *College*、*Firm_concentration* 和 *Main_city* 都

表 4 市场化程度调节作用的多元回归分析结果

	因变量: <i>Agency_cost1</i>		因变量: <i>Agency_cost2</i>	
	<i>Developed=1</i>	<i>Developed=0</i>	<i>Developed=1</i>	<i>Developed=0</i>
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>Distance_{t-1}</i>	0.0009 (0.4292)	0.0032 (1.4096)	0.0008** (2.1802)	0.0023*** (3.2032)
<i>Distance_{t-1}²</i>	0.0007 (0.9108)	0.0020** (2.3279)	0.0002 (1.5175)	0.0010*** (3.6742)
控制变量	控制	控制	控制	控制
截距	0.5427*** (6.7390)	0.7236*** (7.7350)	0.0714*** (3.3733)	0.1085*** (5.2950)
年度和行业	控制	控制	控制	控制
样本量	6114	5187	6114	5187
F 值	59.4332***	44.0082***	18.0405***	19.6301***
调整 R ²	0.3131	0.3220	0.1633	0.2383
Chow Chi2_Dis	1.8586		9.5547***	
Chow Chi2_Dis ²	4.0072**		15.8777***	

注: ***, **, * 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; Chow Chi2_Dis、Chow Chi2_Dis² 分别表示距离变量 *Distance* 的一次项和平方项的回归系数的组间差异的 Chow 检验卡方值; 括号内数字为经过异方差调整的 t 值。

资料来源: 作者计算。

得到了 1% 统计显著的负回归系数, 意味着在高校、上市公司集中的城市以及在金融中心和省会城市, 独立董事与其任职上市公司之间的地理距离普遍较近, 符合 Knyazeva et al. (2011) 对“独立董事池”的观点, 从而印证了工具变量的选取是有效和合理的。更为重要的是, 利用第一阶段得到的距离估计值 ($P_Distance_{t-1}$) 进行第二阶段的回归分析, 发现该变量的平方项 ($P_Distance_{t-1}^2$) 都得到了 1% 统计显著的正回归系数, 这些结果与表 2 的结果保持高度一致, 说明互为因果的内生性问题没有对本文的主结果产生实质影响, 此前的相关研究结论是可靠的。

(2) 其他多个方面的稳健性检验^①。①区分北上广深样本的稳健性检验。考虑到不同地区在独立董事选聘的约束条件或路径依赖方面存在较大差异, 比如北京、上海、广州和深圳等地区经济发达、高校密集, 独立董事的适任人选更多, 更容易遴选到距离较近的合适人选, 本文进一步区分北上广深样本和非北上广深样本后分析发现, 独立董事地理距离与代理成本之间的 U 型关系主要反映在非北上广深地区的公司中。②独立董事距离变量度量方法的稳健性检验。除了上文使用的地理距离均值, 本文还尝试使用一家公司某一年度所有独立董事与公司距离的中位数作为独立董事地理距

① 相关稳健性检验的详细结果, 可在《中国工业经济》网站 (<http://www.ciejournal.org>) 下载。

表 5 工具变量的 2SLS 回归分析结果

	第一阶段	第二阶段	
	$Distance_{t-1}$	$Agency_cost1$	$Agency_cost2$
	模型 1	模型 2	模型 3
<i>College</i>	-0.6132*** (-15.3129)		
<i>Firm_concentration</i>	-0.0992*** (-3.0985)		
<i>Main_city</i>	-0.7061*** (-20.0886)		
$P_Distance_{t-1}$		0.0140*** (5.3225)	0.0045*** (6.4981)
$P_Distance_{t-1}^2$		0.0130*** (9.4902)	0.0031*** (8.4606)
其他控制变量	控制	控制	控制
截距	4.1507*** (8.1515)	0.5542*** (15.1914)	0.0747*** (7.7173)
年度和行业	控制	控制	控制
样本量	11301	11301	11301
F 值	49.6738***	-	-
调整 R ²	0.1764	0.2180	0.1470

注：***、**、* 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%；括号内数字为经过异方差调整的 Z 值。
资料来源：作者计算。

离的代理变量,相关回归结果仍然支持本文的主要研究结论。③代理成本度量方法的稳健性检验。考虑到两类代理成本的衡量可能会受到行业因素的影响,本文进一步通过扣除公司所属行业的均值后重新计算并定义了衡量两类代理成本的新指标——异常经营费用率和异常其他应收款占比,据此得到的回归结果同样支持本文的主要结论。④样本筛选的稳健性检验。考虑到海外独立董事是异地独立董事的一种特例(Oxelheim and Randøy,2003;Miletkov et al.,2017),本文将海外独立董事样本剔除,新样本回归结果仍然很好地支持了本文的主要结论。⑤控制独立董事背景特征的稳健性检验。由于独立董事的背景特征、经验及时间因素是影响独立董事监督能力的重要因素,本文尝试增加了董事会中具有财务背景独立董事比例变量、具有法律背景独立董事比例变量、董事会中所有独立董事兼任其他上市公司独立董事席位数量的均值变量等控制变量,由此得到的回归结果表明本文的相关研究结论仍然没有受到实质影响。

7. 进一步分析

前文关于独立董事地理距离对公司代理成本影响关系的探讨中,地理距离是“因”,代理成本是“果”,二者之间还应该“有缘”,即独立董事地理距离如何作用于独立董事的履职行为进而影响公司的代理成本,而独立董事主要通过出席董事会会议并进行投票表决来影响董事会决策以履行其职责(马连福和石晓飞,2014),因此,在接下来的部分,本文将分别从独立董事是否亲自出席董事会会

议(*InD_absence*)和是否对董事会议案存在异议(*InD_opinion*)两个方面,尝试从个体层面探索地理距离影响独立董事履行监督职能的具体渠道。具体地,若某独立董事没有亲自出席董事会会议(包含缺席和委托出席两种情形),*InD_absence* 赋值为 1,否则为 0;参照唐雪松等(2010)的做法,若独立董事意见类型为“保留意见”、“提出异议”、“无法表示意见”、“弃权”、“反对意见”或者“其他”,*InD_opinion* 赋值为 1,若为“同意”则赋值为 0。表 6 报告了独立董事地理距离是否影响独立董事的参会及其投票表决情况的 Logit 回归结果^①。在模型 1 中,独立董事地理距离得到了 1%显著水平的正相关系数($\beta=0.0728, p<0.01$),意味着独立董事与任职公司相距越远,独立董事就越可能缺席董事会会议,这与 Masulis et al.(2012)的研究发现一致,说明尽管交通已经非常便利,地理距离仍然是影响独立董事参会的重要因素之一,因而独立董事的地理区位应该引起有关方面的足够关注。鉴于董事会会议是独立董事收集信息、了解和监督管理层最重要且性价比最高的渠道(Adams and Ferreira, 2008),可以推断,较多缺席董事会会议的异地独立董事对于公司非例行、无强制要求的实地考察频率将更有限,从而直接支持了本文的假设分析逻辑。从模型 2 的结果可以看到,地理距离并没有显著影响独立董事的意见表决情况($\beta=0.0161, p>0.10$),说明异地独立董事也不倾向于公然向董事会提出异议。这与本文的预期不符,本文分析认为这主要是与中国“熟人”社会的特征,“和为贵”、“家和万事兴”的传统(孙亮和刘春,2014)以及中国独立董事市场缺乏有效的声誉奖惩机制(陈睿等,2015)等制度背景有关,也与外国学者提出的“管家理论”(Stewardship Theory)相一致(Muth and Donaldson, 1998)。

六、研究结论与政策启示

传统中国社会是建立在血缘和地缘关系上的乡土社会,尽管科技的发展淡化了时空距离的概念,但地理距离的影响仍然表现在社会生活的方方面面,在公司治理中也是如此。为了深入探究独立董事地理距离对上市公司代理成本的影响,本文以 2004 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日之间的 11301 个公司—年度观察数据为研究样本,实证研究发现,独立董事距离任职公司太近或太远都会加剧公司的代理成本——包括股东与管理层间的第一类代理成本和大股东与中小股东间的第二类代理成本,并且这种影响关系在国有企业和欠发达地区表现得更为明显。进一步的经验证据还表明,异地独立董事更可能因为地理距离较远而缺席董事会会议,这从侧面说明异地独立董事在一定程度上会被隔离在及时有效的信息网络之外,面临更严重的信息不对称问题,进而使其对任职公司的监督变弱,为本文的理论逻辑和研究结论提供了进一步的直接证据。

本文的研究结论具有重要的实践和政策启示:①投资者可以根据公司独立董事的地理区位特征来判断和识别上市公司代理问题的严重性,从而提高决策的效率与效果。投资者与上市公司之间存在较大的信息不对称,大多数投资者通常是通过公司的信息披露获得公司经营信息而难以直接观察到公司的治理状况,一定程度上给投资者的投资决策带来了困难。本文的研究结论表明,独立董事地理距离具有反映公司代理问题的信号作用,这为投资者提供了一种间接识别上市公司代理问题的方法。关注公司治理质量的投资者可以通过查阅公司独立董事的简历,了解独立董事常驻地与上市公司的地理区位,并将其作为判断投资标的治理质量的因素之一,帮助提高其决策效率。②缓解上市公司的代理问题,保护中小投资者的利益,需要监管机构规范独立董事的遴选和聘任制度,从上市公司内部改善治理环境。本文从独立董事地理距离与公司代理成本关系的角度证明了地

^① 更详细的回归分析结果(特别是控制变量的回归结果),可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

表 6 独立董事地理距离与独立董事履行监督职能的方式

	<i>InD_absence</i>	<i>InD_opinion</i>
	模型 1	模型 2
<i>Distance_{t-1}</i>	0.0728*** (10.9954)	0.0161 (0.4448)
控制变量	控制	控制
截距	-3.0690*** (-8.6170)	-2.2162 (-1.0486)
年度和行业	控制	控制
样本量	27898	27512
Wald Chi2	1135.8008***	492.4602***
Pseudo R ²	0.0383	0.1651

注:***、**、* 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%;括号内数字为经过异方差调整的 Z 值;模型 2 中,由于存在 386 条数据与模型的拟合度不够,因此,在 Logit 回归估计时计量软件自动将其剔除。

资料来源:作者计算。

理距离是削弱独立董事监督效果的重要因素之一。因此,监管机构需要对代理冲突较严重、内部治理机制不健全的公司进行重点关注,在其聘任异地独立董事时重点考察拟聘任独立董事是否有足够的时间和精力跟进公司的动态以便有效履行其监督职能;同时,监管部门应该密切关注本地独立董事与上市公司关系的动态变化,重点关注独立董事的独立性问题。③从政策层面帮助上市公司强化公司治理,需要加强正式制度建设,降低独立董事的监督成本。在中国正式制度建设尚不健全的环境下,“软信息”在独立董事监督中的价值更大,异地独立董事面临的信息壁垒更强;但拥有更多信息的本地独立董事又可能因为与公司更密切的人际关系而丧失独立性,因而独立性和丰富的信息似乎如“鱼”与“熊掌”一样不可兼得。本文的研究结论证明,在信息透明度较高、监管较严格的市场化发达地区,地理距离在公司代理冲突中的负面作用会被显著削弱。因此,进一步加强正式制度建设,如完善上市公司信息披露制度,使公司的运作更加透明,能够帮助独立董事更加容易地了解任职公司,降低其收集信息的成本;也能够使外部利益相关者更准确地获取独立董事的履职信息,对独立董事做出更加客观公正的评价。

此外,本研究也存在一些不足。本研究主要考察的代理成本是一个比较宽泛的概念,未来的研究可以从一些更具体的角度展开,比如公司违规、高管薪酬—业绩敏感性等;另外,限于篇幅和研究主题,本文没有进一步考察产权性质和市场化环境以外其他因素(例如股权结构因素)可能存在的调节效应,未来的研究可以从这一方面继续深入探索。

[参考文献]

[1]白雪莲,张俊瑞,刘彬. 地理距离能够影响基金持股的治理效应吗?——基于上市公司股利政策的研究[J]. 中央财经大学学报, 2015, (8):54-63.
 [2]陈信元,陈冬华,万华林. 地区差异,薪酬管制与高管腐败[J]. 管理世界, 2009, (11):130-143.

- [3]陈睿,王治,段从清. 独立董事“逆淘汰”效应研究——基于独立意见的经验证据[J]. 中国工业经济, 2015,(8): 145-160.
- [4]邓晓飞,辛宇,滕飞. 官员独立董事强制辞职与政治联系丧失[J]. 中国工业经济, 2016,(2):130-145.
- [5]董红晔. 财务背景独立董事的地理邻近性与股价崩盘风险[J]. 山西财经大学学报, 2016,(3):113-124.
- [6]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [7]方军雄. 市场化进程与资源配置效率的改善[J]. 经济研究, 2006,(5):50-61.
- [8]高雷,宋顺林. 公司治理与公司透明度[J]. 金融研究, 2007,(11):28-44.
- [9]嵇尚洲,陈伟,晋涵. 独立董事地缘关系与企业董事会决策[J]. 上海对外经贸大学学报, 2015,(3):45-56.
- [10]姜国华,岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J]. 管理世界, 2005,(9):119-126.
- [11]姜英兵,严婷. 制度环境对会计准则执行的影响研究[J]. 会计研究, 2012,(4):69-78.
- [12]孔东民,刘莎莎,陈小林. 个体沟通,交易行为与信息优势:基于共同基金访问的证据[J]. 经济研究, 2015,(1): 106-119.
- [13]李奇凤,宋琰纹. 事务所地域与其对盈余管理的抑制能力[J]. 中国会计评论, 2007,(1):83-94.
- [14]李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 经济研究, 2007,(1):102-113.
- [15]李延喜,陈克兢,姚宏,刘伶. 基于地区差异视角的外部治理环境与盈余管理关系研究——兼论公司治理的替代保护作用[J]. 南开管理评论, 2012,(4):89-100.
- [16]李增泉,孙铮,王志伟. “掏空”与所有权安排[J]. 会计研究, 2004,(12):3-13.
- [17]刘春,李善民,孙亮. 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[J]. 管理世界, 2015,(3):124-136.
- [18]刘文军. 审计师的地理位置是否影响审计质量[J]. 审计研究, 2014,(1):79-87.
- [19]罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012,(10):153-166.
- [20]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.
- [21]马海涛,周春山,刘逸. 地理、网络与信任:金融危机背景下的生产网络演化[J]. 地理研究, 2012,(6): 1057-1065.
- [22]马连福,石晓飞. 董事会会议“形”与“实”的权衡——来自中国上市公司的证据[J]. 中国工业经济, 2014,(1): 88-100.
- [23]马磊,徐向艺. 中国上市公司控制权私有收益实证研究[J]. 中国工业经济, 2007,(5):56-63.
- [24]裴红梅,杜兴强. 审计师—公司地理邻近性、监管强度与审计质量[J]. 当代会计评论, 2015,(2):1-23.
- [25]沈烈. 企业独立董事制度:现状解析与创新思考——基于沪深上市公司相关数据的分析[J]. 经济管理, 2012,(5):56-66.
- [26]沈维涛,叶小杰. 市场化程度,独立董事独立性与公司价值——基于独立董事辞职公告的实证检验[J]. 经济管理, 2012,(12):100-110.
- [27]孙亮,刘春. 公司为什么聘请异地独立董事[J]. 管理世界, 2014,(9):131-142.
- [28]谭劲松. 独立董事“独立性”研究[J]. 中国工业经济, 2003,(10):64-73.
- [29]唐清泉,罗党论,王莉. 上市公司独立董事辞职行为研究——基于前景理论的分析[J]. 南开管理评论, 2006,(1):74-83.
- [30]唐松,胡威,孙铮. 政治关系,制度环境与股票价格的信息含量——来自我国非国有上市公司股价同步性的经验证据[J]. 金融研究, 2011,(7):182-195.
- [31]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.
- [32]王克敏,姬美光,李薇. 公司信息透明度与大股东资金占用研究[J]. 南开管理评论, 2009,(4):83-91.
- [33]谢德仁,林乐,陈运森. 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[J]. 管理世界, 2012, (1):121-140.
- [34]谢永珍,张雅萌,张慧. 董事会正式,非正式结构对董事会会议频率的影响——非正式沟通对董事会行为强度的调节作用[J]. 外国经济与管理, 2015, (4):15-28.
- [35]谢志明,易玄. 产权性质,行政背景独立董事及其履职效应研究[J]. 会计研究, 2014, (9):60-67.
- [36]张凡. 关于独立董事制度几个问题的认识[J]. 管理世界, 2003, (2):90-98.
- [37]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.
- [38]周建,李小青. 董事会认知异质性对企业创新战略影响的实证研究[J]. 管理科学, 2012, (6):1-12.
- [39]周建,罗肖依,张双鹏. 独立董事个体有效监督的形成机理——面向董事会监督有效性的理论构建[J]. 中国工业经济, 2016, (5):109-126.
- [40]Adams, R. B., and D. Ferreira. Do Directors Perform for Pay[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46(1):154-171.
- [41]Agarwal, S., and R. Hauswald. Distance and Private Information in Lending [J]. *Review of Financial Studies*, 2010,23(7):2757-2788.
- [42]Ang, J. S., R. A. Cole, and J. Lin. W. Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Finance*, 2000, 55(1):81-106.
- [43]Bae, K. H., R. M. Stulz, and H. Tan. Do Local Analysts Know More? A Cross-country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,88(3):581-606.
- [44]Barker, R. G. The Market for Information: Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers[J]. *Accounting and Business Research*, 1998,29(1):3-20.
- [45]Chhaochharia, V., A. Kumar, and A. Niessen-Ruenzi. Local Investors and Corporate Governance[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012,54(1):42-67.
- [46]Choi, J. H., J. B. Kim, and A. A. Qiu. Geographic Proximity between Auditor and Client: How Does It Impact Audit Quality[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2012,31(2):43-72.
- [47]Coval, J. D., and T. J. Moskowitz. The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices[J]. *Journal of Political Economy*, 2001,109(4):811-841.
- [48]Fama, E. F., and M. C. Jensen. Agency Problems and Residual Claims [J]. *The Journal of Law and Economics*, 1983,26(2):327-349.
- [49]Frankel, R., M. Johnson, and D. J. Skinner. An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium[J]. *Journal of Accounting Research*, 1999,37(1):133-150.
- [50]Giannetti, M., G. Liao, and X. Yu. The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China [J]. *Journal of Finance*, 2015,70(4):1629-1682.
- [51]Haans, R. F. J., C. Pieters, and Z. L. He. Thinking about U: Theorizing and Testing U-and Inverted U-Shaped Relationships in Strategy Research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016,37(7):1177-1195.
- [52]Hwang, B. H., and S. Kim. It Pays to Have Friends[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009,93(1):138-158.
- [53]Kedia, S., and S. Rajgopal. Geography and the Incidence of Financial Misreporting [R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [54]Knyazeva, A., D. Knyazeva, and R. W. Masulis. Effects of Local Director Markets on Corporate Boards[R]. SSRN Working Paper, 2011.
- [55]Jensen, K., J. M. Kim, and H. Yi. The Geography of US Auditors: Information Quality and Monitoring Costs by Local versus Non-local Auditors[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2015,44(3):513-549.
- [56]Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience[J].

- Journal of Financial Economics, 2010,98(1):1-20.
- [57]Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-Silanes, and A. Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000,90(2):22-27.
- [58]Lei, Q., B. Lin, and M. Wei. Types of Agency Cost, Corporate Governance and Liquidity [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013,32(3):147-172.
- [59]Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie. Globalizing the Boardroom—The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012,53(3):527-554.
- [60]Masulis, R. W., and S. Mobbs. Independent Director Incentives: Where Do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy[J]. Journal of Financial Economics, 2014,111(2):406-429.
- [61]Miletkov, M. K., A. B. Poulsen, and M. B. Wintoki. Foreign Independent Directors and the Quality of Legal Institutions[J]. Journal of International Business Studies, 2017,48(2):267-292.
- [62]Muth, M., and L. Donaldson. Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach [J]. Corporate Governance: An International Review, 1998,6(1):5-28.
- [63]Oxelheim, L., and T. Randøy. The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value[J]. Journal of Banking & Finance, 2003,27(12):2369-2392.
- [64]Rao, K., and C. Tilt. Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making[J]. Journal of Business Ethics, 2016,138(2):327-347.

Influence of Independent Directors' Geographic Distance on Corporate Agency Costs

LUO Jin-hui, HUANG Ze-yue, ZHU Jun

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: In this study, we manually collect the working place of independent directors in Chinese A-share listed firms from 2004—2013 to investigate the influence of independent directors' geographic distance on corporate agency costs. We find that there is a U-shaped relationship between them, which indicates that it may go against the supervision duty of independent directors if their geographic distance is too large or too small. In addition, compared with non-state-owned enterprises (NSOEs) and firms in developed areas, this U-shaped relationship is more pronounced in state-owned enterprises (SOEs) and firms in underdeveloped areas, suggesting that the influence strength of independent directors' geographic distance on their supervision duty is contingent to the nature of property right and institutional environment. Furthermore, we find a lower attendance rate of distant independent directors, which provides a direct evidence of duty execution behavior for the influence of independent directors' geographic distance on their supervision duty. This study enriches the literature on the determinants of independent directors' supervision duty, and expands the research boundary regarding the influence of geography on economic entities to independent directors. Meanwhile, our findings can help investors and policymakers better recognize the severity of corporate agency conflicts through independent directors' geographic distance. Finally, our findings can also help us understand and evaluate the governance behavior and effectiveness of independent directors more deeply and scientifically.

Key Words: independent directors; geographic distance; agency costs; property right character; institutional environment

JEL Classification: G32 G34 G38

[责任编辑:王燕梅]