独立董事与农业上市公司企业价值关系研究

卞琳琳(博士)

(上海第二工业大学经济管理学院 上海 201209)

【摘要】我国从2001年起在上市公司引入独立董事制度,至今已经推行上十年。本文以农业上市公司为研究样本,实证检验独立董事制度是否有助于提高企业价值,结果表明:独立董事比例与农业上市公司价值呈U型关系;独立董事参加董事会会议频率与农业上市公司价值负相关;独立董事薪酬与农业上市公司价值不相关。

【关键词】独立董事制度 农业上市公司 企业价值

2001年8月,证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,明确规定上市公司应当建立独立董事制度,并规定在2003年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一的独立董事。这标志着我国开始强力推行独立董事制度。时至今日,独立董事制度已经推行上十年,它的成效究竟如何?本文以农业上市公司为例,实证检验独立董事制度是否有助于提高上市公司企业价值。

一、文献综述和研究假设

按照Baysinger和Butle(1985)对公司董事会成员的划分,董事会成员分为内部董事(又称执行董事)和外部董事(又称非执行董事)。内部董事是指身份为企业雇员或前雇员的董事,这些董事通常被认为无法独立于公司经理层。外部董事是指不具有企业雇员身份的董事,他们往往是其他企业的CEO或其他领域的专业人才。外部董事中又分两种情况:一部分董事通常与企业有长期密切的个人或商业关系,往往被称为"关联董事";另一部分董事与企业没有任何商业联系(除了董事身份),因而是纯粹的外部董事。一般认为,只有纯粹的外部董事才具有较强的独立性,因此他们又被称为独立董事。独立董事不像内部董事那样直接受制于控股股东和公司经理层,因而有利于董事会对公司事务的独立判断,所以在一些发达市

利分配的能力并未增强。对于该部分利润能否进行分配,证监会会计部在《对"会计问题征询函"的复函》(会计部函[2008]30号)中表示:以公允价值计量的相关资产,其公允价值变动形成的收益,暂不得用于利润分配。这会导致企业出现账面利润高而分配的红利少的情况。如果将来政策变动允许该部分收益进行分配,则会给管理当局带来更大的压力,是否有足够的现金用于分配是管理层考虑的一大问题。这也是上市公司选择成本模式而放弃公允价值模式的主要原因之一。

6. 公允价值计量模式对会计信息质量的影响。据证监会公布的上市公司执行企业会计准则财务分析和监测报告,采用公允价值模式计量的上市公司对投资性房地产的公允价值确定方法多数采用了中介机构提供的房地产评估价格,部分上市公司参照同类房地产市场的交易价格,个别上市公司按照第三方调查报告确定公允价值。从信息披露看,大部分公司能够结合自身情况披露公允价值的应用,还有部分公司未披露公允价值的相关信息。目前投资者对上市公司公布的公允价值是否合理还有质疑,认为其存在一定程度的盈余管理,这也削弱了上市公司采用公允价值模式计量的动机。

五、研究结论与不足之处

从以上分析可以得出,客观因素并不能很好地解释为什么目前管理层偏好选择成本模式计量投资性房地产。管理层对投资性房地产计量模式的选择主要基于对会计政策经济后果的考虑。在众多的经济后果中,当企业在某一方面的需求特别强烈时,如果此时选择公允价值计量模式的收益会远远大于采用成本模式,则管理层会有动机选择公允价值计量。

限于样本数据的不足,本文只能用个别案例或间接证据来分析管理层对投资性房地产后续计量选择成本模式而非公允价值模式的原因,分析结果虽有一定的参考意义,但是否具有普遍性还有待以后样本数量足够多时加以验证。

六、未来展望

尽管目前只有少数上市公司采用公允价值计量模式,但公允价值在提供决策信息相关性方面有其独特的优势,特别是随着资本市场的日益发展、投资者对公允价值相关信息需求的增加、会计准则的进一步完善、中介机构的进一步规范,一些房地产上市公司会积极地对投资性房地产采用公允价值计量模式,这也是会计准则国际趋同的必然趋势。

主要参考文献

1. 财政部.企业会计准则2006.北京:经济科学出版社,2006

2. 刘永泽,马妍.投资性房地产公允价值计量模式的应用困境与对策.当代财经,2011;8

3. 熊军,叶建平.关于投资性房地产公允价值计量模式的思考——以深圳中航地产为例.财会学习,2010;6

4. Gordon M.J.. Optimal Investment and Financing Policy. Journal of Finance,1963;18

场经济国家的公司中,独立董事在董事会中的人数比例较高,其监督职能能得到较好的发挥。

然而,各国公司的董事会并没有向更独立的方向发展,这说明独立董事是有成本的。如果公司管理人员本身能够全面合作,则董事会可以退居于辅助决策的地位,并致力于保证公司行权的连续性和经营战略的顺利实施,此时,新的独立监督方的进入会产生额外的监督成本,致使公司在紧急决策时需要花费更多的时间进行协调,从而降低了决策效率。而董事会行权的连续性一旦遭到破坏,则独立董事对公司绩效的影响就可能是负面的。因此我们提出如下假设:

假设1:农业上市公司企业价值和独立董事比例呈倒U型的曲线关系。

董事会会议是独立董事执行决策监督功能的主要方式,独立董事按时参加董事会会议,可以及时了解企业的经营情况,参与董事会的各项决议,发挥监督制衡的作用。但是,以Jensen(1993)为代表的学者却认为,董事会会议往往只是走走形式而已,对公司的生产经营并不能起多大促进作用,因为董事们并没有用这有限的会议时间在他们中间或与管理层之间进行有价值的交流与沟通。作为企业外部人的独立董事,其所掌握的企业信息相当有限。在我国公司正常的经营过程中,董事会召开的次数往往较少,董事会成员只是按部就班地履行他们的职责。但是在企业经营出现问题、企业市场价值下降时,董事会的活动往往会忽然频繁,以对公司生产经营中的重大问题进行决策。因此我们提出如下假设:

假设2:农业上市公司企业价值和独立董事参与董事会会议频率呈倒U型的曲线关系。

根据经济学原理,作为理性经济人的独立董事,因其付出的劳动和承担的责任,有理由从任职公司要求相应的回报,因此薪酬支付势必影响独立董事监督职能的发挥。从监督职能上讲,独立董事被认为与企业无直接的利害关系,能从中立的立场发挥监督作用,如果薪酬支付过高,会强化独立董事与被监督公司之间的利益关系,降低董事独立性和监督效果,影响公司市场价值的提升;但如果薪酬支付过低,独立董事便没有足够的利益动机去进行监督,同样不利于上市公司市场价值的提升。因此我们提出如下假设:

假设3:农业上市公司企业价值和独立董事薪酬呈U型的曲线关系。

二、研究设计

1. 变量选取。本文设计了如下变量来实证检验独立董事制度和农业上市公司企业价值的关系:

(1)因变量企业价值。本文采用以市场价值为基础的Tobin´s Q(托宾Q)值来衡量企业价值。Tobin´s Q值被定义为企业总资产的市场价值与账面价值之比。以往学者通过实证研究发现,Tobin´s Q值指标对企业的各种信息具有较好的解释力,具有客观性且能够反映新兴市场特点。

(2)解释变量包括独立董事比例(Ratio)、独立董事参加董事会会议的频率(Frequency)和独立董事薪酬(Pay)。根据有关调查数据,我国上市公司独立董事大多能按时出席董事会会议,所以独立董事参加董事会会议的频率直接取决于上市公司每年召开董事会会议的频率。而独立董事薪酬在我国上市公司以独立董事津贴形式发放。

(3)控制变量。本文引入了三个控制变量:董事长和总经理(首席执行官)两职兼任变量(Duality)、总资产变量(Size)和资产负债率变量(Debt)。两职设置是影响董事会治理效率的重要因素,总资产变量反映了公司规模,资产负债率则反映了企业对财务杠杆的利用。

以上各变量的定义见表1:

表1　　回归变量的选取及定义

指标类型	变量	变量定义
因变量	Tobin´s Q	公司市值/公司重置成本(即总资产的账面价值)
自变量	Ratio	独立董事的比例,独立董事人数/董事会人数,以百分数表示
	Frequency	独立董事参加董事会会议的频率
	Pay	独立董事津贴
控制变量	Duality	董事会主席和总经理是否两职合一,为虚拟变量,两职合一取值为1,两职分离取值为0
	Size	公司规模,公司总资产的自然对数
	Debt	公司资产负债率,总负债与总资产的比例,以百分数表示

2. 样本数据说明。本文选取的样本来自沪深两市发行A股的农业上市公司,具体筛选标准如下:

(1)本文研究的区间为2007~2009年,为了保持研究的持续性和行业的单一性,选取在这一期间持续上市且主营业务一直为农林牧副渔业的上市公司。在本文用到的主要数据库色诺芬(CCER)中,这样的公司共计37家。本文的行业划分依据为证监会公布的《上市公司行业分类指引》。

(2)本文从37家农业上市公司2007~2009年三年中共选取111个样本数据,其中Tobin´s Q值缺失的有8个,剔除相关数据后有效样本量为103个。

除员工人数数据来源于国泰安研究服务中心(CSMAR)中国上市公司治理结构研究数据库外,其余数据皆来源于中国经济研究服务中心色诺芬数据库(CCER)。

3. 回归模型的建立。为检验农业上市公司企业价值和独立董事特征的关系,本文建立了如下多元回归模型:

$$Q = c + b_1Ratio + b_2Ratio^2 + b_3Frequency + b_4Frequency^2 + b_5Pay + b_6Pay^2 + b_7Duality + b_8Size + b_9Debt + \varepsilon$$

模型中,c为截距,b_i(i=1,2,…,9)分别为各自变量的回归系数,系随机扰动项。

三、回归结果分析

运用Eviews5.0分析软件,我们将样本数据代入模型,得到了表2的回归结果。从表2可以看出,模型中解释变量与被解释变量之间关系的F检验值是44.565 1,相应的置信度水平是0.000 0,说明农业上市公司企业价值和独立董事特征之间存在可信度很高的函数关系;D-W值是1.975 1,说明模型不存在自相关关系,模型测量的结果是可靠的。

表 2　　回归结果

变量	回归系数	T值
c	17.513 7***	5.213 2
Ratio	−34.177 4**	−2.394 6
Ratio^2	44.652 4**	2.337 9
Frequency	−0.228 1***	−4.082 7
Frequency^2	0.007 5***	4.130 0
Pay	−0.283 6	−1.221 1
Pay^2	0.023 9	0.813 6
Duality	0.090 1	0.620 2
Size	−0.343 0***	−3.615 0
Debt	0.455 5**	1.976 7
N	103	
Adjust R^2	0.991 7	
D−W stat	1.975 1	
F值	44.565 1	
Prob	0.000 0	

注：**、***分别表示参数 F 检验值在 1%、5%的置信度水平上显著。

1. 变量 Ratio 和 Ratio^2 以 5%的置信度水平通过了检验，但是 Ratio^2 的回归系数为正，说明独立董事比例与农业上市公司企业价值呈 U 型而非倒 U 型关系，假设 1 不成立。

独立董事比例与农业上市公司企业价值呈 U 型关系，说明存在一个拐点，当农业上市公司企业价值在超过该点后会逐渐上升。从模型测量的结果来看，这个比例是 38.27%，低于该比例时两者负相关，独立董事的引入成本高于其收益；高于该比例时两者正相关，独立董事的引入成本将低于其收益。从 2007～2009 年农业上市公司独立董事设置的情况来看，样本公司独立董事比例平均值是 37.33%，已经接近拐点，我们应该进一步扩大独立董事的比例，使 U 型曲线尽快进入右半部，以早日实现独立董事制度对上市公司的正面影响。

独立董事能否发挥作用，很大程度上依赖于其是否具备胜任能力。与其他行业相比，农业是国民经济的一个基础性产业，它的进入壁垒相对较低，学习和掌握农业技术比较容易，正因为如此，农业专业人才并不缺乏，这使得农业上市公司在独立董事的人选方面有较大的选择空间，其所聘任的独立董事不仅多数能胜任自己的工作，而且能保持相对的独立性，这是独立董事得以充分发挥作用的一个关键条件。另外，鉴于我国目前对上市公司的市场监控机制还不完善，而独立董事可以起到一定的促进作用，所以在公司治理机制方面应该逐步提高非执行董事的比例，因为他们是企业的智囊团与咨询专家，通过他们可以加强对上市公司的外部监督，使上市公司的运作更加规范。独立董事的存在还在一定范围内减少了企业的盈余管理，从而有助于公司价值的提升。

2. 变量 Frequency 和 Frequency^2 以 1%的置信度水平通过了检验，但是 Frequency^2 的回归系数为正，说明独立董事参加董事会会议的频率与农业上市公司企业价值呈 U 型而非倒 U 型关系，假设 2 不成立。但是从回归结果来看，这个 U 型曲线的拐点是 15.21，远远高于 2007～2009 年我国农业上市公司董事会会议平均频率 9.2，且在研究有效期内，农业上市公司董事会会议频率超过 15.21 的样本仅 8 个，占样本总数的 7.77%，说明现阶段独立董事参加董事会会议的频率与农业上市公司企业价值实际上呈负相关关系。

参与董事会会议是独立董事行使职权的重要方式。在企业正常的经营过程中，董事会会议一般例行召开，但当公司经营出现问题或突发事件时，董事会召开的次数往往会增加，以对公司重大问题行使表决权，这就使得过高的董事会会议频率成了企业价值下降的一种表现形式。

3. 变量 Pay 和 Pay2 没有通过检验，说明独立董事薪酬与农业上市公司价值不相关。在我国，独立董事的薪酬一般由固定的津贴和参加董事会会议的费用补贴构成，与公司绩效无关。实际上，如果独立董事的薪酬直接与绩效挂钩，有可能削弱独立董事的独立性，因为此时如果独立董事利益与企业绩效直接相关，则其公正性势必大打折扣。在当前制度下，独立董事薪酬与农业上市公司价值不相关，这是很正常的。

四、结论

通过对 37 家农业上市公司的实证分析可知，在我国现阶段，农业上市公司独立董事比例与企业价值呈 U 型关系，这说明独立董事制度对提升上市公司价值具有积极的促进作用。为了进一步发挥独立董事的作用，促进农业上市公司企业价值的提升，应该逐步提高农业上市公司独立董事的比例，使 U 型曲线早日进入右半部上升区间。

董事会会议是独立董事履行职责的主要方式，然而当公司经营出现问题时，过高频率的董事会会议反而成了企业价值下降的一种表现形式，因此应当提高董事会会议的效率。

独立董事薪酬制度与农业上市公司价值不相关，这说明现行的独立董事津贴制度有助于维持独立董事的独立性，因此应当保持以津贴的形式发放独立董事的薪酬。

【注】 本文系上海第二工业大学校基金项目“上市公司治理结构与竞争力研究”(项目编号：A20XQD21016)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Baysinger B., H. Butler. Corporate Governance and the Board of Dircetors. The Journal of Law, Economics & Organization, 1985；1

2. Douglass, Lizabeth, Karen Kaplan, James S. Graanelli. Global Crossing Hurt by Board´s Cronyism. Los Angeles Time, 2002；2

3. 张思宁. 我国上市公司盈利水平与市场价值关系的实证检验.证券市场导报，2006；6

4. 吴淑琨，刘忠明，范建强.非执行董事与公司绩效的实证研究.中国工业经济，2001；9

5. 张逸杰，王艳，唐元虎，蔡来兴.上市公司董事会特征和盈余管理关系的实证研究.管理评论，2006；3

6. 白重恩，刘俏，陆洲，宋敏，张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究.经济研究，2005；2