

中国上市公司应如何为独立董事制定薪酬激励合约

郑志刚， 梁昕雯， 黄继承

[摘要] 以往的公司治理研究更多关注经理人的薪酬制定问题，对为经理人制定薪酬的独立董事的薪酬制定问题并没有给予应有的重视。本文以 2003—2012 年中国沪深两市 A 股上市公司为样本，实证考察了独立董事薪酬水平、薪酬差异与企业绩效改善的关系，并进一步揭示了相应的影响路径和实现机制。研究发现：在控制了潜在影响因素和内生性问题后，高的独立董事薪酬水平能够显著改善上市公司绩效；而独立董事薪酬差别化带来的效应仅在其平均薪酬水平较高时才会显现。上述结果的出现，一方面与激励充分的独立董事将通过合理制定经理人薪酬来显著提高经理人的薪酬绩效敏感性，进而形成对经理人的有效激励有关；另一方面，受到充分薪酬激励的独立董事将通过更加积极参加会议并向董事会议案出具否定意见的方式来履行监督职能。本研究的开展将有助于公司治理理论与实务界对中国上市公司独立董事未发挥预期作用的内在原因形成全新认识，同时为完善中国制度背景下独立董事薪酬设计相关制度提供政策建议。

[关键词] 独立董事； 薪酬激励； 企业绩效； 公司治理

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)02-0174-19

一、问题提出

相比于内部董事，独立董事（以下简称独董）由于其外部人属性，在履职过程中因发动变革而向经理人挑战所付出的成本较小。通常认为，独董作为董事会中的重要成员，在公司中扮演了非常重要的角色（Baysinger and Butler, 1985; Byrd and Hickman, 1992; Rosenstein and Wyatt, 1990; Cotter et al., 1997; Weisbach, 1988）。在公司治理领域中，长期以来更为关注经理人的薪酬制定问题，而忽视了作为薪酬委员会主要成员并参与经理人薪酬制定的独董的激励问题。实际上，在以往关于经理

[收稿日期] 2016-11-10

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“独立董事激励机制的影响因素和激励效果——来自我国上市公司的证据”（批准号 71272159）；国家自然科学基金面上项目“任人唯亲的董事会文化与独立董事更迭的‘逆淘汰’”（批准号 71472177）。

[作者简介] 郑志刚（1970—），男，山西大同人，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心教授，博士生导师，经济学博士；梁昕雯（1987—），女，甘肃兰州人，中国人民大学财政金融学院博士研究生；黄继承（1984—），男，四川绵阳人，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心讲师，管理学博士。通讯作者：郑志刚，电子邮箱：zhengzhigang@ruc.edu.cn。作者感谢第十一届管理学年会、第十三届金融学年会、第十六届经济学年会参会学者对本文的有益评论。感谢匿名审稿人和编辑部的建设性意见和建议，当然文责自负。

人薪酬的文献中,一个重要前提是独董有激励履行其监督职能,并为经理人制定激励相容的最优薪酬合约。独董在产生之初,就是为了解决两权分离下经理人与股东之间的利益冲突。但由于独董自身也存在代理问题 (Bebchuk and Fried,2003;Bebchuk and Fried,2005),使其站在股东的立场上“像股东一样思考”变得尤为重要。Perry(2000)的研究表明,董事会的监督水平受到其薪酬激励的影响。当给予独董充分的薪酬激励时,不良业绩导致 CEO 更迭的可能性更大。Ryan and Wiggins(2004)进一步指出,庞大的董事会、内部董事、两职兼任的 CEO 等都使得董事会不够独立、监督效率低下,成为形成公司治理有效机制的障碍。但这些不利因素带来的影响会被董事获得的薪酬激励合同所抵消,故董事的薪酬设计是公司治理的强化机制。因此,在公司治理研究中还需要更加关注独董自身的薪酬激励问题。

从中国上市公司的治理实践看,围绕独董监督有效性进行的研究所得到的结论并不一致。李常青和赖建清(2004)的研究表明,董事会独立性与企业绩效负相关。而袁萍等(2006)发现,董事会独立性与会计绩效正相关,但与市场绩效表现出微弱的负相关关系。白重恩等(2005)基于市场绩效的公司治理研究发现,董事会独立性与企业市场绩效显著正相关。王跃堂等(2006)则发现,即使在控制董事会独立性的内生性后,董事会独立性与公司会计绩效仍显著正相关。郑志刚和吕秀华(2009)的研究则表明,尽管董事会独立性的直接公司治理效应并不明显,但通过与其他公司治理机制的交互影响能够为完善公司治理发挥重要作用。因此,董事会独立性的公司治理效应不是以直接形式发挥作用,而是通过与其他治理机制的交互影响而间接发挥作用。一些媒体甚至把独董与“花瓶”联系在一起。事实上,对中国上市公司独董监督有效性全面客观公正的评价同样离不开独董激励是否充分这一前提条件的满足。在以往的研究和对独董履职行为的批评中,隐含的前提假设同样是独董的激励是充分的。因此,提供关于独董薪酬激励效果的相关证据,并依此判断独董薪酬设计是否合理,将有助于理论界和实务界形成对中国上市公司独董制度有效性的客观公正的评估。

综合上述理论和实践对独董薪酬设计问题的现实需要,本文提出的问题是,独董薪酬提高能够带来预期的激励效果吗?据此间接回答中国上市公司应该如何为独董制定薪酬合约的问题。利用2003—2012年中国上市公司数据,本文实证考察了独董薪酬水平、薪酬差异与企业绩效改善之间的关系,为在中国上市公司中如何制定独董薪酬合约提供了相关经验证据和可能的政策含义。本文的研究发现,虽然企业成本会因独董薪酬的提高而增加,但激励充分的独董将有助于改善企业绩效水平,进而提高股东收益;而差别化的独董薪酬政策并非总能奏效,只有在独董激励相对充分(高的平均薪酬)时才发挥作用。独董薪酬激励增强带来企业绩效改善的原因在于:一是独董积极参与制定经理人薪酬契约,提高薪酬绩效敏感性以加强经理人激励,进而改善企业业绩;二是激励充分的独董将更为勤勉地参加董事会会议,并提高针对董事会议案发表否定意见的可能性,以此来积极履行监督职能。本文的讨论将为中国公司治理实践中如何制定独董薪酬激励合约提供一定的政策建议。

本文利用近年来中国上市公司独董薪酬设计出现变化的独特样本,实证检验了上市公司独董薪酬的激励效果,为合理评价中国上市公司独董薪酬制度提供了经验证据。自2001年中国资本市场正式推出独董制度起,其薪酬形式长期与固定津贴联系在一起。由于缺乏时间序列维度的变化,围绕中国上市公司独董薪酬的激励效果并没有形成直接且令人信服的证据,研究大多集中在理论分析上(董志强和蒲勇健,2006;孙泽蕤和朱晓妹,2005)。近年来,中国一些上市公司从自身的公司治理实践需求出发,陆续推出与独董风险承担和努力付出挂钩的独董薪酬激励计划。郑志刚等(2016)的案例研究表明,自2007年开始,民生银行独董的薪酬构成除了固定津贴外,还存在变动薪

酬。这一部分变动薪酬与独董参加会议和办公调研所付出的努力程度相关,同时也体现了独董担任不同专业委员会委员和主席职务的风险分担。上述变化为本文提供了检验中国上市公司独董薪酬激励效果和实现机制的线索。

从中国上市公司独董薪酬设计的现状出发,本文考察了独董薪酬总体水平与差别化薪酬之间的关系,进一步讨论了差别化薪酬设计的有效范围。按照相关规定,中国上市公司并不能像一些成熟市场经济国家一样向独董提供股权激励计划。从提高独董的激励效果出发,中国一些上市公司在固定津贴的基础上进一步推出了针对独董努力程度与风险分担的变动薪酬方案。本文的研究表明,对于独董这一注重外部市场声誉的社会精英群体,单纯像激励普通雇员一样推出差别化的薪酬政策并不能实现预期的激励效果,而是需要依赖一定的条件。只有在独董激励相对充分(高的平均薪酬)时,差别化的独董薪酬设计才会发挥预期的激励作用。因而差别化薪酬很大程度上只是锦上添花的性质,而提高独董的平均薪酬水平成为改善中国上市公司独董薪酬激励现状的关键。本文较早尝试识别差别化独董薪酬政策的作用条件,构成独董薪酬激励相关研究新的扩展。

本文不仅对独董薪酬激励效果和差别化薪酬作用条件进行了讨论,而且在此基础上进一步考察了独董薪酬激励带来企业绩效改善的内在原因和作用机制。研究表明,独董薪酬激励增强带来企业绩效改善通过以下两个途径实现:①激励充分的独董通过积极参与评价和制定经理人的薪酬契约,提高薪酬绩效敏感性以加强经理人激励;②激励充分的独董将更为勤勉地参加董事会会议,并提高针对董事会议案发表否定意见的可能性,以积极履行监督职能。上述作用机制和实现路径的考察有助于厘清独董薪酬激励与企业绩效之间相互作用的逻辑链条,揭示独董薪酬激励发挥作用的内在原因,因而形成对公司治理特别是独董薪酬研究的进一步扩展。

二、制度特征、理论分析与研究假设

1. 中国独董薪酬制度的发展历程

2001年8月21日,《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》)的颁布,标志着中国上市公司独董制度的建立。《指导意见》规定,自2003年6月30日起,独董在公司董事会成员中至少占1/3,其中至少有1名为会计专业人员;上市公司应当给予独董适当的津贴,津贴标准由董事会制定预案,股东大会审议通过,并在年报中进行披露。2002年1月,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)发布的《上市公司治理准则》,除了对董事会的构成、职责、议事规则、独董的义务以及专门委员会的职责等进行规定外,还对董事报酬事项作了明确规定。按照该准则,“董事报酬的数额和方式由董事会提出方案报请股东大会决定;在董事会或薪酬与考核委员会对董事个人进行评价或讨论其报酬时,该董事应当回避”。2004年12月,证监会进一步发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》。该规定一方面强调独董与其他董事享有同等的知情权,同时指出独董应当通过按时出席董事会会议等来独立履行监督职责。上述准则和规定成为中国上市公司制定独董薪酬的政策依据。从上市公司年报中披露的独董薪酬数据看,固定的年度津贴成为独董薪酬发放的主要形式;部分公司同时根据独董参会情况发放一定数量的参会津贴,而其他参会费用则实报实销。中国上市公司协会在2014年9月12日发布了《上市公司独立董事履职指引》。该指引进一步明确规定了独立董事每年为公司有效工作的时间不少于15个工作日,而到公司现场工作的时间不应少于10个工作日。这是对以往关于独董履职相关规定过于笼统表述的补充。

中国上市公司独董薪酬设计实践与美国等成熟市场经济国家最大的差异在于,股权激励能否

成为独董薪酬的发放方式。证监会于2005年颁布的《上市公司股权激励管理办法》(试行)中第八条明确规定,“激励计划的激励对象可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人员、核心技术(业务)人员,以及公司认为应当激励的其他员工,但不应当包括独立董事”^①。而在世界500强企业中,50%以上企业向独董发放股权激励,甚至有5%企业的独董收入全部来自股票。近年来,针对部分央企,国务院国有资产监督管理委员会先后出台了《关于整体上市中央企业董事及高管人员薪酬管理的意见》(2008年)和《董事会试点中央企业董事报酬及待遇管理暂行办法》(2009年)等来规范央企中的独董薪酬制度。按照上述规定,独董年度薪酬分为年度基本报酬、董事会会议津贴和董事会专门委员会会议津贴3项。例如,根据中国水利水电建设股份有限公司在2012年发布的关于董事薪酬方案的公告,该公司独董的年度基本报酬为8万元;如公司独董同时担任董事会专门委员会主任,其年度基本报酬为10万元;出席董事会和董事会专门委员会会议则分别按照每次3000元和2000元的标准领取会议津贴。上述新规定虽细化了独董薪酬制定的标准,但同样没有突破禁止向独董发放股权激励计划的限制。

2. 理论分析与研究假设

(1)理论基础。在新古典经济学理论中,工资是劳动力(人力资本)的价格,取决于劳动力市场需求与供给双方的均衡情况。如果雇员(劳动力)的供给大于需求,会导致雇员工资下降;而当供给小于需求时,工资则会上升。在新古典经济学的价格形成机制中,信息是完全的。而信息不完全是现实中存在的更为普遍的情况,由于无法直接观察雇员所付出的努力,由此产生的道德风险和逆向选择问题不可避免地成为雇主关注的重点。基于可证实的指标作为雇员努力程度的评价标准而形成的激励合约,不仅包含由供求关系决定的人力资本的补偿,也包含了对拥有私人信息的雇员努力工作的激励因素(郑志刚,2016)。回到公司治理实践中,引入独董的初衷是为了解决两权分离下股东和经理人的利益冲突,但由于独董和股东之间本身存在信息不对称,进而产生了新的代理问题。如独董是否有激励监督经理人,而不是与经理人合谋共同损害股东利益(Brick et al.,2006)。因此,合理制定独董的薪酬就成为了解决此类代理问题的一个重要机制。

在目前围绕独董薪酬设计的相关理论中,主要存在以下两种代表性的理论:一是Linn and Park(2005)发展的“独董效率理论”。他们认为,独董薪酬政策设计的主要目的在于:吸引那些边际生产率与公司投资机会相互作用产生最大收益,同时能显著降低代理成本的董事。因此,为了激励独董以股东的利益行事,公司对独董所采用的方法与激励CEO的方法类似(Smith and Watts,1992;Gaver and Gaver,1993,1995;Bryan et al.,2000),即独董的薪酬实践与(经理人)最优契约理论的预期相一致。二是Hermalin and Weisbach(1988,1998)和Bebchuk et al.(2002)发展的“独董寻租理论”。Hermalin and Weisbach(1988,1998)的研究发现,董事的独立性是董事相对于CEO议价优势的结果。随着CEO职业生涯的发展,会增加内部董事,进而导致独董的比例降低;而当经理人具有议价优势时,会通过俘获的董事制定有利于自身利益的薪酬方案。Bebchuk et al.(2002)在Hermalin and Weisbach(1988)的基础上进一步指出,由于经理人权力的存在,所谓最优合约设计往往被扭曲了,现有的经验证据更加支持讨价还价模型,而不是最优合约模型。Ryan and Wiggins(2004)从经理人力权理论出发,进一步讨论了经理人和独董权力制衡的过程。他们的分析表明,具有议价优势的一方有能力影响到其自身的薪酬大小和结构。可以看到,无论从“独董效率理论”出发为了提高效率,还是从“独董寻租理论”出发减少独董的寻租,都需要关注以薪酬合约设计为特征的独董激励问题。

^① 证监会于2016年颁布的《上市公司股权激励管理办法》中同样规定独董无法获得股权激励。

(2)研究假设。作为最大的新兴市场国家,中国法律对投资者的权利保护不足(Allen et al., 2005)。法律制度环境等外部治理机制无法像成熟市场经济国家一样发挥重要的公司治理作用,因此完善独董制度等公司内部治理机制变得尤为重要(Liu et al., 2015)。以往基于中国上市公司的证据从公司业绩、监督职能履行、投资决策等多个方面来评价独董制度的有效性,但得到的结论不尽相同。一些研究表明,独董有利于提高股东的价值,如有助于改善公司业绩(Baysinger and Butler, 1985;白重恩等,2005;王跃堂等,2006;Liu et al., 2015),更换业绩较差的 CEO(Weisbach, 1988),带来正的异常收益(Rosenstein and Wyatt, 1990),以及获得更有利的并购溢价(Cotter et al., 1997),等等。而另一些研究则表明,董事会独立性与企业未来绩效改善之间并不存在显著的相关关系,甚至是负相关(Mehran, 1995; Bhagat and Black, 2001; Clarke, 2006; Agrawal and Knoeber, 1996; Ford, 1988; 李常青和赖建清, 2004)。然而,上述结论不尽相同的研究共同隐含了一个重要的前提假设,即独董的激励是充分的。作为股东的代理人,董事在解决经理人第一类代理问题的同时,其自身同样存在代理问题和激励问题(Bebchuk and Fried, 2003; Bebhuk and Fried, 2005)。根据以往的研究(Ryan and Wiggins, 2004; Perry, 2000),科学合理的独董薪酬设计不仅能够缓解独董自身的代理问题,还有助于解决经理人的代理问题。

当讨论经理人的薪酬合约设计时,参与约束(Individual Rationality)和激励相容(Incentive Compatibility)是经理人充分激励需要满足的前提条件。逻辑上,如果希望独董受到充分的激励,同样离不开这两个前提条件的满足。例如,上市公司向独董提供的薪酬至少是竞争性的,足以补偿其履职所付出的辛劳,并使独董发自内心愿意从股东的立场出发监督经理人。除了激励相容的货币薪酬外,职业关注的声誉所形成的隐性激励构成独董货币薪酬的重要补充,甚至存在一定程度的替代(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983)。然而,目前中国并没有形成成熟的独董市场,独董很大程度上是在上市公司实际控制人“朋友”或“朋友的朋友”中产生。另有研究同时表明,对董事会议案提出质疑的独董在一年内离职的可能性提高(唐雪松等, 2010; 陈睿等, 2015)。上述逆淘汰机制的存在进一步使得中国资本市场独董外部声誉机制对独董的隐性激励作用变得有限。

在讨论如何科学设计独董薪酬合约之前,首先需要对中国上市公司独董薪酬合约设计的有效性进行评价。如同评价经理人薪酬设计的激励效果,本文同样采用体现股东价值最大化原则的企业业绩作为标准进行评估。除了关注独董激励充分后通过职能履行可能带来的短期绩效改善外,这里同时关注对未来长期绩效的作用。基于以上分析,本文提出:

假设 1: 给定其他条件相同,向独董提供高的薪酬激励能够改善企业未来业绩表现。

在对中国上市公司独董薪酬合约设计的有效性进行评估后,本文需要进一步了解激励加强的独董是通过何种实施路径和影响机制来实现企业未来绩效改善的。容易理解,上述路径中一个十分重要的制度环节是激励充分的独董将显著提高独董制度的有效性。董事会下属的薪酬专业委员会作为制定经理人和公司高管薪酬的主要机构,成员大多来自独董,因而评价公司业绩和制定经理人薪酬计划是独董履行监督职能的重要体现(Adams, 2003)。Firth et al.(2007)的研究表明,独立性较强的董事会更愿意向 CEO 支付与业绩挂钩的薪酬,从而使 CEO 薪酬绩效敏感性提高。杨青等(2011)认为,董事会监督职能的履行是通过改善 CEO 以及其他高管的薪酬激励来间接实现改善公司业绩的目的。罗进辉(2014)检验了独董社会声誉激励对公司高管薪酬绩效敏感性的影响。上述文献共同表明,独董发挥公司治理作用的一个重要途径是通过积极参与评价和制定经理人的薪酬契约来实现的。而与业绩挂钩的薪酬激励合约设计是公司治理实践中激励经理人的重要手段。薪酬绩效敏感性越高,经理人的激励越充分,企业绩效改善则越明显。

给定董事会独立性(独董占董事会全体成员的比例)近似的公司^①,如何使独董积极参与评价和制定经理人的薪酬契约呢?这显然与独董自身的激励问题是否得到满足有关。正如 Bebchuk and Fried(2003,2005)所指出的,董事(包括独董)在解决经理人代理问题的同时,其作为股东的代理人同样存在代理问题和相应的激励问题。一个激励充分的独董将积极参与经理人绩效评估和薪酬制定,使经理人薪酬绩效敏感性提高;而受到充分激励的经理人将带来企业未来绩效的改善。基于以上讨论,本文提出:

假设 2:给定其他条件相同,向独董支付高的薪酬激励将提高经理人的薪酬绩效敏感性。

由于无法直接观察到董事的履职行为,在公司治理实证研究中,通常需要寻找适当的代理变量来对独董薪酬激励的效果进行间接评估。Adams and Ferreira(2008)采用独董会议出勤率来反映独董的工作态度和监督职责履行的努力程度,以此来评价独董薪酬的激励效果。他们的研究发现,董事会的会议津贴越高,董事缺席会议的可能性越低。周建等(2016)认为,增加独董的参会次数(工作时间),有助于独董与公司内部人沟通,进而降低信息不对称性,提高独董的监督效率。可以预期,向独董提供较高的薪酬激励能够提高其预期收益水平。在其参会机会成本不变的情况下,随着独董参会积极性的提高,独董积极参与并履行职责的可能性增加,最终带来企业未来绩效的改善。从目前中国上市公司披露的信息看,绝大部分公司并未采用参会津贴的方式作为独董参加会议的直接激励。因此,本文利用中国上市公司的数据检验独董所获的固定性基本薪酬与参会次数的关系,以此来间接评价薪酬水平提高所带来的独董履职行为的改变(Adams and Ferreira,2008)。基于以上分析,本文提出:

假设 3:给定其他条件相同,独董薪酬越高,其参会次数越多。

长期以来,独董监督职能的实际履行过程对公司治理理论界和实务界而言是一个巨大的“黑匣子”。利用中国上市公司披露的独董对董事会议案意见发表的独特数据,学术界开始逐步打开独董履行监督职能的“黑匣子”(Jiang et al.,2016;唐雪松等,2010;赵子夜,2014;叶康涛等,2011)。Jiang et al.(2016)的研究表明,独董质疑可以改善公司治理和市场透明度。通过研究独董如何对董事会议案出具否定意见,可以直接观察独董在公司决策形成中的参与情况(叶康涛等,2011)。从独董声誉角度,Jiang et al.(2016)、叶康涛等(2011)解释了独董向管理层决策提出质疑的合理性。但由于中国尚无成熟的独董外部聘用市场,声誉作为重要的选聘标准和隐性激励方式,其对独董影响作用十分有限。因此,独董薪酬激励成为了目前制度背景下的替代性选择。提高独董薪酬激励一方面增强了独董向股东负有诚信义务的意识,另一方面无形中提高了独董的机会成本。本文预期,随着独董薪酬水平的提高,独董更可能对不尽合理的董事会议案说“不”,以此来积极履行监督职能。基于以上讨论,本文提出:

假设 4:给定其他条件相同,高的独董薪酬激励能够提高其出具否定意见的可能性。

三、数据说明与变量设定

1. 样本选择与数据来源

本文以 2003—2012 年沪深两市 A 股上市公司为样本,按以下步骤进行筛选处理:剔除创业板上市公司;剔除样本区间曾被 ST 或 PT 的公司;剔除金融行业的公司;将在年底更迭的独董换为当年实际发挥作用的独董;剔除独董任职不足一个完整会计年度的样本;剔除独董薪酬为零或空的样本;根据上市公司的年报信息,手工核对部分独董薪酬数据存在异常的样本,并补齐独董参会次数

^① 例如,监管当局要求独董占董事会全体成员的比例不少于 1/3。

等相关信息。最终得到符合上述标准的上市公司共 1671 家,11727 个公司一年份的观测值,31236 个公司一年份—独董的观测值。其中,控股股东性质、独董和经理人的个人特征数据(任期、年龄、性别和教育程度等)来自 Wind 数据库,其他数据均来自 CSMAR 数据库及手工整理。

表 1 报告了独董薪酬按年度分布的情况。可以看到,独董薪酬呈现逐年递增的整体趋势。人均水平从 2003 年的 37889.55 元上升到 2012 年的 70330.15 元,增幅达 85.62%。从年度增长率看,独董薪酬的增长率在 5% 的水平小幅波动,其中,2007 年、2008 年增幅较大,达到 13.53% 和 15.69% 的峰值。而从 2009 年起迅速下落,恢复到 5% 左右的平均增长水平。2007 年和 2008 年独董薪酬出现大幅增加的态势,本文认为,这与中国证监会 2007 年颁布的《开展加强上市公司治理专项活动有关事项的通知》有关,上市公司自查整改其内部绩效评价体系是该通知的重要内容之一。这一举措促使上市公司开始着手完善独董薪酬制度,导致独董薪酬呈现上述变化。

对于独董的差异化薪酬,目前国家只针对试点央企出台了相关的管理办法,其他类型的公司并没有推出类似举措。表 2 统计了公司层面观测值存在差异的情况。由表 2 可知,中国上市公司中独董薪酬存在差异的观测值占比很低。2003 年存在差异的观测值仅占当年全部观测值的 1.67%,2005 年之后这一比例长期徘徊在 3% 左右。从样本整体看,在 10749 个公司一年份的观测值中,仅有 330 个观测值的独董薪酬存在差异,占全部观测值的 3%。由此可知,在中国上市公司中,独董薪酬主要以津贴性质的固定薪酬为主,差别化的薪酬目前没有普遍推行。方芳和李实(2015)的研究表明,中国高管薪酬差距在 2005—2012 年的波动主要来自金融类企业高管薪酬水平的波动。郑志刚等(2016)基于民生银行的案例研究也在一定程度上表明,金融类企业中确实存在向独董支付差别化薪酬的现象。但由于剔除了金融类企业,因而推出独董差别化薪酬的上市公司在本文研究中就显得“凤毛麟角”。

表 1 独董薪酬按年度分布情况

年份	2003	2004	2005	2006	2007
薪酬(元)	37889.55	40070.84	43226.45	43946.64	49890.91
数量	1473	2550	2669	2713	2843
占比(%)	4.72	8.16	8.54	8.69	9.10
增长率(%)		5.76	7.88	1.67	13.53
年份	2008	2009	2010	2011	2012
薪酬(元)	57720.5	60429.88	62659.54	66767.94	70330.15
数量	2770	3191	3953	4420	4654
占比(%)	8.87	10.22	12.66	14.15	14.90
增长率(%)	15.69	4.69	3.69	6.56	5.34

资料来源:作者计算整理。

表 2 独董薪酬差异按年份分布情况

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	合计
存在差异	11	11	27	28	25	36	38	47	48	59	330
不存在差异	647	826	844	866	940	962	1071	1306	1453	1504	10419
合计	658	837	871	894	965	998	1109	1353	1501	1563	10749
差异占比(%)	1.67	1.31	3.10	3.13	2.59	3.61	3.43	3.47	3.20	3.77	3.07

资料来源:作者计算整理。

2. 主要变量定义和描述性统计

本文考察独董薪酬激励对企业未来绩效改善的影响,研究中主要用下一年的总资产收益率($ROA_{i,t+1}$)来反映企业绩效。同时采用未来三年总资产收益率的平均(ROA_avg)、权益资产收益率及其平均($ROE_{i,t+1}$ 、 ROE_avg)开展稳健性检查。平均收益率一定程度上可以剔除年度效应带来的变化,反映企业未来绩效改善的趋势。在采用公司层面数据进行检验时,将第*i*家公司第*t*年聘任的所有独董的薪酬进行平均,得到当年独董的平均薪酬($Meanpay_{it}$),将其作为主要解释变量。若独董第*t*年的现金薪酬不等于该年公司独董的平均薪酬,则认为公司该年聘任独董的薪酬之间存在差异(Gap_{it}),变量为“1”,否则为“0”。在采用独董个体层面的数据开展检验时,以独董个人薪酬(Pay)作为主要解释变量,同时控制独董年龄(Age)、任期($Tenure$)、性别($Gender$)以及教育程度($Education$)等个人特征。无论是公司层面还是独董个体层面的考察,本文都控制了可能影响企业绩效的公司特征和公司治理特征。主要包括公司规模($Size$)、增长机会($Growth$)、资产负债率($Leverage$)、两职兼任($Duality$)、董事会规模($Boardsize$)、董事会独立性($Independenceratio$)、国有性质($State$)、同时发行H股和B股(HB)、第一大股东持股比例($Top1$)、第二大股东至第十大股东持股比例($Top2_10$)。此外,回归模型中同时控制年度和产业固定效应的影响^①。为消除异常值的影响,在实证检验中对主要连续变量在1%和99%水平上进行Winsorize处理。

表3报告了主要变量的描述性统计结果。可以看到,中国上市公司中独董的年平均薪酬为55123元,中位数为50000元,但差异较大。在本文的研究样本中,独董年平均薪酬最高为45万元,最低仅为2000元。平均而言,样本上市公司中CEO兼任董事长的比例为15.7%,董事会平均人数超过9人,独董占董事会总人数比例的均值达35.9%,中位数为33.3%。可以看出,中国上市公司中已经建立了符合监管要求的独立董事制度,独董人数占董事会人数的1/3。此外,大股东在上市公司的平均持股比例仍然较高,达38.5%;国有企业的占比也超过样本的1/2,说明中国上市公司中一股独大、国有企业占主导的格局依然存在。

按照独董的平均薪酬($Meanpay$)是否高于其中位数,将样本分为高平均薪酬组($Highmeanpay$)和低平均薪酬组($Lowmeanpay$),考察两组样本中主要的财务指标、公司特征和公司治理特征是否存在差异。以此在一定程度上揭示不同独董薪酬水平下,激励效果可能存在的差异。表4报告了主要变量均值差异检验的结果。由表4可知,独董平均薪酬较高组与较低组相比:①公司的会计业绩水平显著较高,其业绩水平比低平均薪酬组高约0.8%,且在统计上显著;②企业的规模较大(表3和表4中 $Size$ 单位为亿元)、杠杆水平较高,但国有企业占比较小,这可能与国有企业薪酬水平受到管制,而非国有企业更倾向于给独董支付市场化的薪酬有关;③企业的公司治理水平相对较好,主要表现在同时发行H股和B股的公司较多、董事会独立性较高,大股东和机构投资者的持股比例也较高等。

四、实证结果与分析

1. 独董薪酬对企业未来绩效的影响

本文采用如(1)式所示的回归模型来考察独董薪酬水平对企业未来绩效改善的影响。其中, $Performane$ 为企业绩效,用公司下一年的 ROA ($ROA_{i,t+1}$)来度量; $\ln Meanpay$ 代表公司当年独董的平均薪酬,为主要解释变量; $FirmCharacteristics$ 和 $GovernanceFeatures$ 为反映企业特征和公司治理特

① 主要变量定义说明及相关数据可登陆《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)下载。

表 3 主要变量的描述性统计

变量名称	样本数	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
<i>ROA_{i,t+1}</i>	10053	0.0479	0.0402	0.0533	0.4770	-0.3850
<i>ROA_avg</i>	7017	0.0479	0.0396	0.0465	0.3230	-0.1410
<i>Meanpay</i>	10749	55123.0000	50000.0000	34468.0000	450000.0000	2000.0000
<i>Size</i>	11727	90.9359	23.1109	507.0249	21688.4000	1.8224
<i>Leverage</i>	11726	0.4560	0.4700	0.1910	0.9570	0.0070
<i>Growth</i>	11723	0.2330	0.1250	0.4460	10.5100	-0.6270
<i>Duality</i>	11727	0.1570	0.0000	0.3630	1.0000	0.0000
<i>Boardsize</i>	11635	9.3910	9.0000	1.9490	18.0000	3.0000
<i>Independenceratio</i>	11635	0.3590	0.3330	0.0537	1.0000	0.0000
<i>HB</i>	11727	0.0822	0.0000	0.2750	1.0000	0.0000
<i>Top1</i>	11727	0.3850	0.3710	0.1580	0.8850	0.0362
<i>State</i>	11727	0.5650	1.0000	0.4960	1.0000	0.0000
<i>Top2_10</i>	11727	0.2020	0.1830	0.1360	0.6600	0.0036

资料来源：作者计算整理。

表 4 主要变量的均值差异检验

	(1) 低平均薪酬	(2) 高平均薪酬	样本数	P 值	t 值	差异(2)-(1)
<i>ROA_{i,t+1}</i>	0.0450	0.0528	9183	0.0000***	-6.7417	0.0079
<i>ROA_avg</i>	0.0458	0.0538	6325	0.0000***	-6.0033	0.0080
<i>Size</i>	37.2684	181.5390	10749	0.0000***	-14.0404	144.2706
<i>Leverage</i>	0.4487	0.4709	10748	0.0000***	-5.8760	0.0222
<i>Growth</i>	0.2295	0.2327	10746	0.7221	-0.3557	0.0032
<i>HB</i>	0.0439	0.1403	10749	0.0000***	-18.0887	0.0964
<i>Duality</i>	0.1525	0.1664	10749	0.0548*	-1.9204	0.0139
<i>Boardsize</i>	9.3729	9.4537	10662	0.0376**	-2.0800	0.0808
<i>Independenceratio</i>	0.3548	0.3676	10662	0.0000***	-12.0149	0.0128
<i>Top1</i>	0.3817	0.3887	10749	0.0276**	-2.2032	0.0069
<i>State</i>	0.5777	0.5421	10749	0.0003***	3.6234	-0.0357
<i>Top2_10</i>	0.1972	0.2083	10749	0.0000***	-4.0988	0.0111

资料来源：作者计算整理。

征的控制变量;*Industry* 和 *Year* 分别表示产业固定效应和年度固定效应, ε 为残差项。

$$Performance_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \ln Meanpay_{it} + \sum \mu FirmCharacteristics_{it} + \sum \gamma GovernanceFeatures_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

表5报告了基于(1)式回归的计量结果。其中,第(1)、(2)列基于全样本分别报告了不控制与控制相关企业特征和公司治理特征时,独董平均薪酬对企业绩效的影响;第(3)、(4)列则进一步报告了把样本区分为独董薪酬存在差异($Gap=1$)和不存在差异($Gap=0$)的两组分样本,研究独董平均薪酬对企业绩效的影响。表5的回归结果表明:①充分的独董薪酬激励有助于实现企业未来绩效改善,这表现为所有模型中 $\ln meanpay$ 的系数均在1%的水平上显著为正,支持了假设1。②无论独董之间薪酬是否存在差异,独董薪酬激励提高对企业未来绩效改善作用显著。对于薪酬存在差异的组,独董薪酬激励提高对企业未来绩效改善的作用更加明显。

本文进一步控制了独董平均薪酬水平,在配对样本中考察了独董薪酬差异对企业业绩的作用效果^①,采用如(2)式所示的回归模型。其中, Gap 为独董薪酬之间是否存在差异的虚拟变量,其他控制变量与(1)式相同。表6报告了基于(2)式回归的计量结果。其中,第(1)—(3)列考察在配对样本中薪酬差异对企业绩效的影响;第(4)、(5)列分别在高平均薪酬组和低平均薪酬组的两个子样本中对(2)式进行检验。

$$Performance_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \ln Meanpay_{it} + \beta_2 Gap_{it} + \sum \mu FirmCharacteristics_{it} + \sum \gamma GovernanceFeatures_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

表6的回归结果表明:①独董薪酬差异虽然能够在一定程度上起到改善企业绩效的作用,但不显著(第(1)列 Gap 的系数为正但不显著)。②相比独董薪酬差异,独董的平均薪酬水平仍起主导性作用(第(3)列 $\ln Meanpay$ 的系数显著为正,而 Gap 的系数不显著)。③当独董平均薪酬激励水平较高时(高于平均薪酬的中位数),其薪酬差异能够发挥改善企业绩效的作用(第(4)列 Gap 的系数显著为正);而当企业给予独董的平均薪酬激励水平较低时(低于平均薪酬的中位数),提供差别化的薪酬激励并没有对企业绩效起到改善作用(第(5)列 Gap 的系数不显著)。因此,对于独董这一注重外部市场声誉的社会精英群体,单纯像激励普通雇员一样推出差别化的独董薪酬政策并不能实现预期的激励效果,而是需要依赖一定的条件。只有在独董激励相对充分(高的平均薪酬)时,差别化的独董薪酬设计才会发挥预期的激励作用。因而差别化薪酬在很大程度上只是“锦上添花”的性质,而提高独董的平均薪酬水平成为改善中国上市公司独董薪酬激励现状的关键。

2. 独董薪酬提高改善企业未来绩效的实现机制

(1)独董薪酬与经理人薪酬绩效敏感性。经理人的薪酬绩效敏感性是用来衡量经理人激励是否充分的常用公司治理指标。通常而言,薪酬绩效敏感性越高,意味着经理人未来将从通过努力付出实现的企业未来绩效改善中获得的报酬越多,因而经理人愿意付出更多的努力,同时尽可能减少偷懒等道德风险行为。高的薪酬绩效敏感性也表明向经理人提供的激励越充分,为经理人制定的薪酬合约也越有效。作为经理人薪酬合约的设计者,制定并实施最优薪酬契约是独董职责之一,也是其监督职能履行的体现。而经理人薪酬绩效敏感性的提高,往往伴随着企业绩效的改善。因而,若通过增强独董薪酬激励来间接提高经理人薪酬的有效性,最终将带来企业绩效的改善。

本文用(3)式考察独董薪酬激励对经理人薪酬绩效敏感性的影响。为了一定程度上减缓内生性

① 根据描述性统计的结果,可以看出独董薪酬存在差异的样本占比很少。因此,本文按照行业、年份、企业性质、资产规模对存在薪酬差异的样本和不存在薪酬差异的样本进行配对,以控制其他噪音对结果的影响。

表 5 独董薪酬对企业未来绩效的影响

	(1) 全样本	(2) 全样本	(3) 存在薪酬差异	(4) 不存在薪酬差异
变量	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$
<i>lnMeanpay</i>	0.0086*** (7.735)	0.0055*** (4.777)	0.0136*** (2.607)	0.0055*** (4.594)
<i>State</i>		-0.0025** (-2.270)	0.0065 (0.904)	-0.0028** (-2.522)
<i>lnsize</i>		0.0051*** (8.628)	0.0024 (0.978)	0.0053*** (8.735)
<i>Leverage</i>		-0.0829*** (-26.249)	-0.0687*** (-4.338)	-0.0838*** (-25.999)
<i>Growth</i>		0.0094*** (6.605)	0.0223** (2.357)	0.0088*** (6.151)
<i>Duality</i>		-0.0001 (-0.064)	-0.0164 (-1.497)	0.0002 (0.153)
<i>lnBoardsize</i>		0.0002 (0.066)	0.0023 (0.145)	0.0007 (0.283)
<i>Independenceratio</i>		-0.0112 (-1.119)	-0.0871* (-1.740)	-0.0089 (-0.858)
<i>HB</i>		-0.0048** (-2.399)	-0.0130* (-1.683)	-0.0036* (-1.714)
<i>Top1</i>		0.0438*** (11.969)	0.0538** (2.466)	0.0444*** (11.907)
<i>Top2_10</i>		0.0607*** (14.475)	0.0882*** (2.990)	0.0614*** (14.319)
<i>Constant</i>	-0.0513*** (-4.245)	-0.1199*** (-8.210)	-0.1772** (-2.529)	-0.1244*** (-8.227)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
Observations	9183	9093	268	8825
Adjusted R ²	0.062	0.194	0.209	0.196

注：括号内的数值为经过异方差修正的 t 统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

资料来源：作者计算整理。

表 6 独董薪酬差异对企业未来绩效的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	配对样本	配对样本	配对样本	高平均薪酬组	低平均薪酬组
变量	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$
<i>lnMeanpay</i>		0.0045 (1.266)	0.0080** (1.983)	0.0050 (0.628)	0.0077 (0.864)
<i>Gap</i>	0.0061 (1.462)	0.0052 (1.239)	-0.0001 (-0.023)	0.0125* (1.724)	-0.0091 (-1.432)
<i>FirmCharacteristics</i>	NO	NO	YES	YES	YES
<i>GovernanceFeatures</i>	NO	NO	YES	YES	YES
<i>Year & Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	418	418	413	214	199
Adjusted R ²	0.033	0.034	0.155	0.140	0.214

注:括号内的数值为经过异方差修正的 t 统计量;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。
资料来源:作者计算整理。

问题对结论的影响和强调激励方案的长期性,本文使用公司业绩 ROA_{it} 作为经理人下一年薪酬 $CEOpay_{i,t+1}$ 制定的标准。其中, $CEOCharacteristics$ 为表示经理人个人特征的变量,主要包括经理人年龄、任期、性别、教育程度; $FirmCharacteristics$ 和 $GovernanceFeatures$ 为反映企业特征和公司治理特征的变量; $Highmeanpay$ 为表示高的独董平均薪酬的虚拟变量,当平均薪酬高于其中位数时, $Highmeanpay$ 为 1; $Industry$ 和 $Year$ 分别表示产业固定效应和年度固定效应, ε 为残差项。

$$\ln CEOpay_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Performance_{it} + \beta_2 Performance_{it} \times Highmeanpay_{it} + \sum \delta CEOCharacteristics_{it} + \sum \mu FirmCharacteristics_{it} + \sum \gamma GovernanceFeatures_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

表 7 报告了基于(3)式的相关检验结果。由第(1)、(2)列可知, ROA 的系数在 1%的水平上显著为正,这在一定程度上表明中国上市公司目前已建立了经理人薪酬和企业绩效挂钩的激励机制,经理人的薪酬水平与企业经营业绩的好坏密切相关。在第(3)、(4)列中加入了企业绩效和高独董平均薪酬的交叉项($ROA \times Highmeanpay$)之后,交叉项的系数在 1%的水平上显著为正。这在一定程度上说明,激励充分的独董将更加积极地参与制定经理人薪酬契约,通过提高经理人薪酬绩效敏感性这一途径,最终带来企业绩效的改善。回归结果支持了假设 2。

(2)独董薪酬与参会次数。独董出席董事会会议是其履行职能最为直接的途径,因而参会次数可以在一定程度上反映独董努力的付出程度。如果独董激励充分,反映在其行为特征上,主要表现为他有更强的意愿参加董事会。这里用(4)式来设定独董薪酬激励对其参会次数影响的计量回归模型,并采用独董个体层面的数据开展这一问题的研究。独董参会次数分别用严格意义上和非严格意义上的两类指标来刻画。第一类指标为实际出席的董事会会议次数($Actualattendance1$),为应参会次数减去委托出席次数和缺席次数(回归时取自然对数),它构成严格意义的独董参会次数;第二类指标为包含委托出席董事会会议次数($Actualattendance2$),为应参会次数减去缺席次数(回归时取自然对数),它构成非严格意义的独董参会次数。 $\ln Pay$ 为主要解释变量,表示独董个人的薪酬水平;

表 7 独董薪酬对经理人薪酬绩效敏感性的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnCEOpay _{i,t+1}	lnCEOpay _{i,t+1}	lnCEOpay _{i,t+1}	lnCEOpay _{i,t+1}
ROA	5.5786*** (12.144)	5.8232*** (10.769)	3.9301*** (6.949)	4.3940*** (6.922)
ROA×Highmeanpay			3.8006*** (6.271)	3.2611*** (5.423)
CEOCharacteristics	NO	YES	NO	YES
FirmCharacteristics	NO	YES	NO	YES
GovernanceFeatures	NO	YES	NO	YES
Year & Industry	YES	YES	YES	YES
Observations	9137	8885	8423	8191
Adjusted R ²	0.057	0.076	0.064	0.080

注：括号内的数值为经过异方差修正的 t 统计量，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。
资料来源：作者计算整理。

DirectorCharacteristics 为表示独董个人特征的变量，这里主要包括独董的年龄、任期、性别、教育程度；*FirmCharacteristics* 和 *GovernanceFeatures* 为反映企业特征和公司治理特征的控制变量；*Industry* 和 *Year* 分别表示产业固定和年度固定效应， ε 为残差项。

$$\ln Actualattendance_{ij,t+1} = \alpha + \beta_1 \ln Pay_{ijt} + \sum \delta DirectorCharacteristics_{ijt} + \sum \mu FirmCharacteristics_{ijt} + \sum \gamma GovernanceFeatures_{ijt} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

表 8 报告了基于(4)式的计量检验结果。可以看到：①lnpay 的系数在 1% 的统计水平上均显著为正，说明无论参会次数采取何种统计口径，独董薪酬激励水平越高，其参会次数越高。上述证据表明，受到充分激励的独董更倾向于参与公司经营管理活动，积极履行相关职能，提高了公司未来业绩改善的可能性，这支持了假设 3。②从分组检验的结果看，无论独董薪酬是否存在差异，其薪酬水平的提高依然给独董参加会议提供了直接激励。

(3)独董薪酬与否定意见发表。如果说独董出席董事会次数仅仅反映了其愿意积极发挥监督职能的主观愿望，那么针对董事会议案发表否定意见则一定程度反映了独董履行职能的实际努力。提高独董薪酬激励一方面增强了独董向股东负有诚信义务的意识，另一方面则提高了独董的机会成本。因而，本文预期，随着独董薪酬水平的提高，独董更可能对不尽合理的董事会议案说“不”，以此来积极履行监督职能。本文进一步采用(5)式来设定独董薪酬激励对其否定意见发表的影响的计量回归模型。这里同样采用独董个体层面的数据开展研究。其中，被解释变量 $Pr(Negativeopinion=1)$ 为独董发表否定意见的可能性。借鉴叶康涛等(2011)，本文将独董否定意见定义为除“同意”之外的所有意见^①。lnPay 为主要解释变量，表示独董个人薪酬水平；*DirectorCharacteristics* 表示独董个人特征的变量，主要包括独董的年龄、任期、性别、教育程度；*FirmCharacteristics* 和 *GovernanceFeatures* 为反

① 在中国公司治理实践中，独董对董事会议案发表的意见类型包括“赞成”、“反对”、“弃权”、“保留意见”、“无法发表意见”、“提出异议”和“其他”等多种。而叶康涛等(2011)指出，独董出具其他类型的独立意见虽没有明确反对或弃权，但也能起到一定的监督作用，因此归类为异议(否定)意见。

表 8 独董薪酬对其参会次数的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	全样本	全样本	存在 薪酬差异	不存在 薪酬差异	全样本	全样本	存在 薪酬差异	不存在 薪酬差异
	lnActualattendance _{1,t+1}				lnActualattendance _{2,t+1}			
lnPay	0.0622*** (10.045)	0.0463*** (6.781)	0.0774*** (2.662)	0.0445*** (6.335)	0.0695*** (11.850)	0.0457*** (7.077)	0.0830*** (3.065)	0.0433*** (6.510)
DirectorCharacteristics	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES
FirmCharacteristics	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
GovernanceFeatures	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year & Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	21584	20619	726	19893	21584	20619	726	19893
Adjusted R ²	0.138	0.169	0.268	0.170	0.126	0.158	0.290	0.157

注:括号内的数值为经过异方差修正的 t 统计量,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。
资料来源:作者计算整理。

映企业特征和公司治理特征的控制变量;Industry 和 Year 分别表示产业固定效应和年度固定效应,ε 为残差项。

$$\Pr(Negativeopinion=1)_{ij}=\alpha+\beta_1 \ln Pay_{ij}+\sum \delta DirectorCharacteristics_{ij}+\sum \mu FirmCharacteristics_{ij}+\sum \gamma GovernanceFeatures_{ij}+Industry+Year+\varepsilon_{ij} \quad (5)$$

表 9 报告了基于(5)式的计量检验结果。可以看到,独董薪酬激励越充分,其发表否定意见的可能性越高。这一结论与一些学者担心独董领取高额薪酬将丧失独立性,所谓“吃人嘴软,拿人手短”的结论并不一致。而独董薪酬的增加显然是增强其声誉损失潜在机会成本的重要途径。因此,一个激励充分的独董将有更强的愿望履行监督职能,进而使企业未来业绩表现更好。

五、稳健性检验

1. 内生性问题

为了更好地识别独董薪酬激励与公司未来业绩改善之间的因果关系^①,本文采用除该公司外同行业其他公司支付给独董的平均薪酬(lnIndustrymeanpay)作为该公司独董平均薪酬(lnMeanpay)的工具变量(IV)^②,并使用两阶段最小二乘法(2SLS)重新估计(1)式。表 10 报告了基于 IV 的两阶段最小二乘法(2SLS)的回归结果。可以看出,在第一阶段,独董平均薪酬(lnMeanpay)与工具变量(lnIndustrymeanpay)之间存在显著的相关关系,工具变量满足相关性假设。此外,由于独董的行业平

① 限于篇幅,稳健性检验的部分结果未列示,可登陆《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。
② 这一工具变量的合理性在于:受到产业竞争效应的影响,同行业其他公司独董的整体薪酬水平显然会影响本公司独董的薪酬;但由于同行业其他公司支付给独董的平均薪酬已不再包含该公司的相关信息,因而不会必然影响该企业的未来绩效。

表 9 独董薪酬对其否定意见发表的影响

变量	(1) <i>Negativeopinion</i>	(2) <i>Negativeopinion</i>
<i>lnPay</i>	0.2408** (2.558)	0.2281** (2.375)
<i>DirectorCharacteristics</i>	NO	YES
<i>FirmCharacteristics</i>	YES	YES
<i>GovernanceFeatures</i>	YES	YES
<i>Year & Industry</i>	YES	YES
<i>Observations</i>	30428	30356
Pseudo R ²	0.237	0.238

注：括号内的数值为经过异方差修正的 z 统计量，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

资料来源：作者计算整理。

均薪酬将通过标尺竞争影响该公司支付给独董薪酬这一路径，进而影响公司业绩，所以该工具变量也同时满足外生性假设。

在使用工具变量控制了内生性以后，独董平均薪酬依然对企业业绩有显著的正向影响作用，且边际效应增长显著（见第二阶段的回归结果）。表 10 得到的结论与表 5 保持一致，从而进一步支持了假设 1，结论依然稳健。特别地，相比于表 5，表 10 第(5)列中平均薪酬的系数变得不显著。可能的原因在于，此时独董的差别化薪酬起了主导作用，使得平均薪酬的激励作用不明显。

由于独董薪酬与其参会次数之间也存在一定的互为因果的内生性问题，这里按照(4)式的模型设定，仍使用除该公司外同行业其他公司支付给独董的平均薪酬(*lnIndustrymeanpay*)作为该公司独董平均薪酬(*lnMeanpay*)的工具变量，使用两阶段最小二乘法(2SLS)重新估计。研究发现，当控制内生性问题后，向独董支付较高的薪酬能够显著提高其参会意愿，且边际效应增长显著。本文的结论依然稳健。

2. 考虑独董个人特征的因素

在第四部分中，本文主要在公司层面检验了独董薪酬激励对企业未来绩效改善的影响。考虑到独董个体特征的差异，这里进一步在独董个体层面开展类似的检验。除了以独董自身所获得的实际薪酬 *lnPay* 为主要解释变量外，同时在模型中控制了独董个人特征（任期、年龄、教育程度和性别）。当考虑独董个人特征时，其薪酬激励对改善企业绩效的作用依然显著，与第四部分的结论一致。在控制了内生性以后，结论保持稳健，支持假设 1。

3. 其他度量指标

(1)业绩指标。在前文的讨论中，对企业绩效的度量主要采用公司下一期的总资产收益率($ROA_{i,t+1}$)。为了避免可能的变量度量误差并反映企业绩效改善的动态过程，本文同时采用权益资产收益率($ROE_{i,t+1}$)、三年平均的企业长期业绩(ROA_avg 、 ROE_avg)，进行类似于第四部分的考察，得到和前文一致的结论。在控制了内生性以后，结论保持不变。

(2)高管薪酬指标。在前文中，本文使用经理人的薪酬绩效敏感性来反映独董薪酬激励的作用途径。独董作为薪酬委员会的主要成员，其不仅监督制定经理人的薪酬合约，也能够影响高管薪酬

表 10 独董薪酬对企业未来绩效的影响(控制内生性)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	全样本	全样本	全样本	存在差异	不存在差异
	Stage 1	Stage 2	Stage 1	Stage 2	Stage 2	Stage 2
变量	$\ln Meanpay$	$ROA_{i,t+1}$	$\ln Meanpay$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+1}$
$\ln Industry meanpay$	0.5336*** (11.922)		0.2686*** (6.960)			
$\ln Meanpay$		0.0215** (2.389)		0.0487*** (2.622)	0.0141 (0.426)	0.0598*** (2.652)
<i>Firm Characteristics</i>	NO	NO	YES	YES	YES	YES
<i>Governance Features</i>	NO	NO	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	NO	NO	NO	NO	NO	NO
Observations	9173	9173	9083	9083	268	8815
R-squared	0.169	0.012	0.312	0.057	0.249	

注:括号内的数值为经过异方差修正的t统计量,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。
资料来源:作者计算整理。

的制定。此外,由于经理人个人薪酬信息披露时间较晚,缺失值较多,因而在许多研究中用前三高管的薪酬作为经理人薪酬的替代变量。故在稳健性检验中,采用前三高管的薪酬($\ln Top3exepay$)代替经理人薪酬($\ln CEOpay$)进行类似于(3)式的考察,结果与表7保持一致。

六、结论与政策建议

1. 结论

本文考察了独董薪酬激励带来的经济效果,以及薪酬激励发挥作用的内在原因和作用机制;并以此评估中国独董制度的有效性,尝试讨论如何为上市公司独董设计薪酬合约。主要得到以下结论:①多年来中国上市公司已逐步建立并完善了独董制度,独董薪酬激励在上市公司中发挥着重要作用。虽然企业成本会因独董薪酬的提高而增加,但激励充分的独董将有助于改善企业绩效水平,进而提高股东收益。②一些公司近年来针对独董参与公司经营活动所付出努力程度和风险承担的不同,推出与其付出相挂钩的薪酬激励计划,即差别化薪酬政策。相比较而言,独董差别化的薪酬政策存在一定作用条件,只有在独董平均薪酬水平较高,激励相对充分时,差别化薪酬才能发挥作用。因而作为基本薪酬的一个补充形式,采取差别化的薪酬政策只能起到“锦上添花”的作用。③独董薪酬激励增强带来企业绩效改善的原因在于:一是由于独董积极参与制定经理人的薪酬契约,通过制定与企业绩效联系更为紧密的薪酬合约以提高经理人的激励;二是薪酬激励还能直接提高独董的参会次数,并且使其更愿意站在股东的角度,针对董事会议案发表否定意见。上述两种机制共同作用导致了企业绩效的改善。

2. 政策建议

(1)独董作为公司治理机制的一个重要组成部分,要充分发挥独董的作用,解决好其激励问题

依然是当前完善上市公司治理结构的重要环节。在独董制度产生初期,学术界围绕“独立性悖论”的争论一直存在,争论焦点主要集中在给予独董薪酬是否会影响其独立性。而本文的经验证据则表明,给予独董充足的激励有助于其更好地履行监督职能,最终将带来企业未来绩效的改善。因此,制定合理的独董薪酬激励标准,采用适当的薪酬激励方式以完善公司治理结构,或许是公司治理理论界与实务界应该关注的重要问题。

(2)中国上市公司目前并不允许给予独董股权激励,独董薪酬激励的方式仍以津贴性质的货币薪酬为主,并报销一些合理的费用。独董薪酬的增加除了直接提高其激励强度,同时将增强其声誉损失潜在的机会成本。一个激励充分的独董将有更强的愿望履行监督职能,进而使企业未来业绩表现更好。因此,提高独董的平均薪酬水平是改善中国上市公司独董激励强度的关键。

(3)结合中国的制度背景,探索多样化的独董激励方式。目前部分上市公司已经开始尝试给独董提供差别化的薪酬激励,将其个人的薪酬水平与其努力程度联系在一起。但这一差别化激励方式的效果依赖于独董的平均薪酬水平,只有当独董的平均薪酬水平较高时,差别化薪酬才能发挥作用。在独董股权激励受限的情况下,为其提供的差别化薪酬正是基于中国特殊制度背景下的有益探索。因此,一个合理的政策建议是,在保障独董平均薪酬激励水平的基础上,适当丰富其薪酬结构,提供多样化的薪酬激励方式。

[参考文献]

- [1]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[J]. 经济研究, 2005,(5):81-91.
- [2]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.
- [3]董志强,蒲勇健. 掏空、合谋与独立董事报酬[J]. 世界经济, 2006,(6):71-83.
- [4]方芳,李实. 中国企业高管薪酬差距研究[J]. 中国社会科学, 2015,(8):47-67.
- [5]李常青,赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗[J]. 金融研究, 2004,(5):64-77.
- [6]罗进辉. 独立董事的明星效应:基于高管薪酬—业绩敏感性的考察[J]. 南开管理评论, 2014,(3):62-73.
- [7]孙泽蕊,朱晓妹. 上市公司独立董事薪酬制度的理论研究及现状分析[J]. 南开管理评论, 2005,(1):21-29.
- [8]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.
- [9]王跃堂,赵子夜,魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效[J]. 经济研究, 2006,(5):62-73.
- [10]杨青,薛宇宁, Yurtoglu Besim Burcin. 我国董事会职能探寻:战略咨询还是薪酬监控[J]. 金融研究, 2011,(3):165-183.
- [11]叶康涛,祝继高,陆正飞,张然. 独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J]. 经济研究, 2011,(1):126-139.
- [12]袁萍,刘士余,高峰. 关于中国上市公司董事会、监事会与公司业绩的研究[J]. 金融研究, 2006,(6):23-32.
- [13]赵子夜. “无过”和“有功”:独立董事意见中的文字信号[J]. 管理世界, 2014,(5):131-141.
- [14]郑志刚. 中国公司治理的理论与证据[M]. 北京:北京大学出版社, 2016.
- [15]郑志刚,吕秀华. 董事会独立性的交互效应和中国资本市场独立董事制度政策效果的评估[J]. 管理世界, 2009,(7):133-144.
- [16]郑志刚,张婕好,赵锡军. 上市公司独立董事差别化薪酬的激励效果——基于中国民生银行的案例研究[R]. 中国人民大学财政金融学院工作论文, 2016.
- [17]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.
- [18]Adams, R. B. What Do Boards Do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data[R]. University of Queensland Working Paper, 2003.
- [19]Adams, R. B., and D. Ferreira. Do Directors Perform for Pay[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008,

- 46(1):154–171.
- [20]Agrawal, A., and C. R. Knoeber. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996,31(3):377–397.
- [21]Allen, F., J. Qian, and M. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(1):57–116.
- [22]Baysinger, B. D., and H. N. Butler. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition[J]. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1985,(1):101–124.
- [23]Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. Executive Compensation as An Agency Problem[J]. *The Journal of Economic Perspectives*, 2003,17(3):71–92.
- [24]Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. Pay without Performance: Overview of the Issues [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005,17(4):8–23.
- [25]Bebchuk, L. A., J. M. Fried, and D. I. Walker. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[J]. *The University of Chicago Law Review*, 2002,(69),751–846.
- [26]Bhagat, S., and B. S. Black. The Non–correlation between Board Independence and Long–term Firm Performance[J]. *Journal of Corporation Law*, 2001,(27):231–273.
- [27]Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald. CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006,12(3):403–423.
- [28]Bryan, S. H., L. S. Hwang, A. Klein, and S. Lilien. Compensation of Outside Directors: An Empirical Analysis of Economic Determinants[R]. NYU Working Paper, 2000.
- [29]Byrd, J. W., and K. A. Hickman. Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992,32(2):195–221.
- [30]Clarke, D. C. The Independent Director in Chinese Corporate Governance [J]. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2006,31(1),125–228.
- [31]Cotter, J. F., A. Shivdasani, and M. Zenner. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers[J]. *Journal of Financial Economics*, 1997,43(2):195–218.
- [32]Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. *Journal of Political Economy*, 1980,88(2):288–307.
- [33]Fama, E. F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. *The Journal of Law and Economics*, 1983,26(2):301–325.
- [34]Firth, M., P. M. Y. Fung, and O. M. Rui. How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China’s Listed Firms[J]. *Journal of Business Research*, 2007,60(7):776–785.
- [35]Ford, R. H. Outside Directors and the Privately–owned Firm: Are They Necessary [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1988,13(1):49–57.
- [36]Gaver, J. J., and K. M. Gaver. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1993,16(1):125–160.
- [37]Gaver, J. J., and K. M. Gaver. Compensation Policy and the Investment Opportunity Set [J]. *Financial Management*, 1995,(10):19–32.
- [38]Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. The Determinants of Board Composition [J]. *The RAND Journal of Economics*, 1988,50(3):589–606.
- [39]Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO[J]. *American Economic Review*, 1998,(5):96–118.
- [40]Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao. Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual

- Director Voting[J]. *Review of Financial Studies*, 2016,29(3):655-696.
- [41]Linn, S. C., and D. Park. Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2005,11(4):680-715.
- [42]Liu, Y., M. K. Miletkov, Z. Wei, and T. Yang. Board Independence and Firm Performance in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015,(30):223-244.
- [43]Mehran, H. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995,38(2):163-184.
- [44]Perry, T. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover[R]. Arizona State University Working Paper, 2000.
- [45]Rosenstein, S., and J. G. Wyatt. Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990,26(2):175-191.
- [46]Ryan, H. E., R. A. Wiggins. Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004,73(3):497-524.
- [47]Smith, C. W., and R. L. Watts. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992,32(3):263-292.
- [48]Weisbach, M. S. Outside Directors and CEO Turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20):431-460.

How Should Chinese Listed Companies Set Incentive Compensation Contract for Independent Directors

ZHENG Zhi-gang^{1,2}, LIANG Xin-wen¹, HUANG Ji-cheng^{1,2}

(1. School of Finance, Renmin University of China,

Beijing, 100872, China;

2. China Financial Policy Research Center, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

Abstract: For a long time, theorists and practitioners in corporate governance pay more attention to the compensation design of CEOs instead of that of independent directors, who are responsible for making compensation contract for CEOs. Based on the sample of Chinese A share listed companies in Shanghai and Shenzhen from the year 2003 to 2012, this study empirically examines the relationship between the level and the gap of independent directors' compensation and firm performance, and further reveals the corresponding influencing pathway and mechanism. After controlling for the potential influencing factors and endogeneity issues, this paper finds that high compensation of independent directors will significantly improve firm performance, while the enhancement effect of compensation gap will only appear when the average independent directors' compensation is high enough. There are two reasons for the above findings. Firstly, fully motivated independent directors will increase the CEOs' pay-performance sensitivity by making reasonable compensation contract, hence, forming effective incentive for CEOs. Besides, because of high compensation incentive, independent directors will prefer to actively attend more board meetings and be more likely to perform their monitoring roles by giving negative opinions on board proposals. This research will help theorists and practitioners forming a new perspective to understand the reason why independent directors don't function well in Chinese listed companies. It will also shed light on the compensation design of independent directors' based on Chinese institutional background.

Key Words: independent directors; compensation incentive; corporate performance; corporate governance

JEL Classification: G30 J33 M52

[责任编辑:马丽梅]