

# 我国独立董事与高管薪酬的实证研究

## ——基于中小板上市公司数据

朱武琴

(安徽大学商学院,安徽合肥230601)

**【摘要】**高管薪酬激励问题一直是学术界研究的重点之一,也是公司治理中降低代理成本的有效手段。通过对我国中小板537家上市公司的数据分析,引入独立董事相关变量,实证研究了独立董事人数、独立董事参加董事会次数、独立董事报酬对高管薪酬的影响。独立董事作为监督管理层的角色,是否起到了有效的治理作用?研究结果表明:董事会独立性变量均与高管薪酬存在着显著的正相关关系,表明我国的独立董事制度仍待进一步完善。

**【关键词】**独立董事;高管薪酬;监督;治理

中图分类号:F270 文献标志码:A 文章编号:1673-8004(2020)02-0024-09

### 一、引言

根据委托代理理论,由于信息不对称、道德风险等问题的存在,高管可能会为了自身利益而损害股东的利益,因此,有必要对管理层进行有效的激励。高管薪酬激励是公司治理中重要的环节,同样也是公司治理的核心问题,颇受研究者的关注。高管薪酬设计得当,可以有效地降低代理成本,激发高管工作和创新的积极性,进而提高公司业绩和创新价值,公司价值的提高是高管薪酬激励

收稿日期:2018-09-08

基金项目:安徽大学区域经济与城市发展协同创新中心开放招标项目“家族亲缘关系与高管薪酬:基于代理理论视角的实证研究”(QYXT2017010)。

作者简介:朱武琴(1993—),女,安徽安庆人,硕士研究生,主要从事人力资源管理研究。

的直接体现,高管在追求自己利益的同时,能够实现股东利益的最大化。高管薪酬设计不当,可能会进一步增加股东和管理层的利益冲突。独立董事作为股东的代理人,起着监督管理者的作用,独立董事可以通过采取有效的监督活动来观察和控制 CEO 的行为,使得 CEO 不至于偏离股东利益最大化目标,从而至少解决部分代理问题。随着独立董事制度在我国的不断完善,独立董事在薪酬委员会中的人数和话语权都在不断增强,以降低高管通过自利行为来获取额外利益的可能性<sup>[1]</sup>。考虑到声誉成本和避免法律诉讼等问题,独立董事会对自己的行为有所规范,独立董事会把董事会作为提高其声誉的手段和工具,相比内部董事而言,独立董事对管理层的监督更强<sup>[2]</sup>。然而,在现有制度背景下,仍然存在着许多高管“超额薪酬”或“天价薪酬”的现象,杨蕾等研究发现我国的独立董事制度成为高管提升薪酬的工具<sup>[3]</sup>。本文手工收集和整理了巨潮资讯网站 2011 年 537 家上市公司年报数据样本,实证研究董事会独立性与高管薪酬的相关性,分析我国独立董事制度是否发挥了有效的治理作用。

由于 2001 年《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的发布和独立董事制度在我国的建立,大量的研究学者开始关注独立董事的治理效果,产生了大量优秀的研究成果。牛建波在考察董事会特征、股权结构与总经理长期激励之间的关系时发现,在董事会中独立董事的比例与总经理所持有的股份价值显著正相关<sup>[4]</sup>。张必武、石金涛实证研究了我国上市公司董事会治理结构对高管薪酬水平的影响。认为独立董事在董事会中的比例、薪酬委员会设置以及董事长与总经理二职兼任对高管薪酬水平有显著正向影响,从回归结果看出:企业中独立董事比例并没有降低高管的薪酬,反而与高水平薪酬有关<sup>[5]</sup>。肖继辉、杜胜利、翟艳玲也得出相同结果<sup>[6-7]</sup>。相反,李维安等人认为提高独立董事比例可以减少高管薪酬,但是研究结果并不显著。同样姜凌和许润发发现,独立董事的比例和高管薪酬负向相关,但是研究结果显示董事会成员的数量和高管薪酬正相关,当出现两职兼任的情况时,高管薪酬则会上涨<sup>[8]</sup>。邱茜选取 2009 年我国沪深上市的 A 股上市公司作为样本数据,研究董事会监督作用对高管薪酬的影响,结果表明独立董事比例、独立董事出席董事会次数和独立董事薪酬高低与高管薪酬没有显著的相关关系<sup>[9]</sup>。罗进辉首次根据百度搜索引擎得到的独立董事个人社会知名度数据,从高管薪酬和业绩敏感性的视角考察了独立董事的社会声誉机制的有效性,实证结果显示,聘请明星独立董事的民营上市公司给高管发放了显著更少的货币薪酬以避免外界对其履职情况的监督和曝光,如此一来,明星独立董事就更可能与高管合谋<sup>[10]</sup>。

国外对高管薪酬的研究已有很长的历史,Johnson 认为,董事会通过履行三种职能影响公司产出,包括监督代理、资源依赖和战略角色,而引入独立董事则会改善原董事会的履职效果<sup>[11]</sup>。Mehran、Borokhovichet、Cyert、Kang、Kumar、Hermalin、Weisbach 等人的研究指出,外部董事比例与高管报酬之间有显著的正相关关系,独立董事的比例越高,CEO 的报酬就越高<sup>[12-15]</sup>。Cordeiro、Veliyath 研究发现,独立董事占比与 CEO 现金报酬有较强的正相关关系,但与 CEO 总报酬之间却无此关系<sup>[16]</sup>。相反,Finkelstein、Hambric 研究发现总经理报酬与外部董事在董事会中的百分比无关<sup>[17]</sup>。薪酬委员会在高管薪酬制定的过程中起着重要的作用,因此学者也同样关注薪酬委员会中独立董事的特征情况,Conyon 等以 2001—2005 年中国上市公司为样本,发现薪酬委员会中独立董事比例越高,高管的固定薪酬和股权激励越高<sup>[18]</sup>。Charles 等通过实

证分析得出首席执行官的薪酬与外部独立董事的薪酬,特别是薪酬委员会的薪酬存在很强的相关性,如果薪酬委员会的成员自己的薪酬水平很高,根据社会比较理论,那么 CEO 也可能获得较高的薪酬水平<sup>[19]</sup>。Core 等研究发现,当董事会规模较大且很多外部董事由 CEO 任命时,CEO 的薪酬往往很高,但业绩却更差<sup>[20]</sup>。而 Hermalin 和 Weibach 的研究发现外部董事越多,高管薪酬会越低,敏感度也越高,外部董事在公司治理中发挥了有效的作用<sup>[21]</sup>。Boyd 在研究董事会控制和高管薪酬时发现董事会监督与经理人薪酬呈负相关<sup>[22]</sup>。

学者对高管薪酬和独立董事治理效果的研究已经产生了丰富的研究成果。随着研究的深入,仅凭独立董事比例来验证独立董事的治理效果已不符合发展趋势,相关学者开始关注独立董事的个体特征和社会背景。纵观现有的相关文献资料,并没有得出一致的结果,有的甚至完全相反。独立董事机制的有效性问题的,仍然是一个尚未得到充分检验的基本问题。

## 二、理论分析和研究假设

在现有文献中,对高管薪酬的研究主要基于代理理论。由于股权的日益分散,所有者会聘请职业经理人来管理公司的日常经营业务。然而作为理性经济人,管理层会以自身利益最大化为首要目标,相较股东而言,管理层由于参与企业的日常经营事务,可以接触更多真实有效的公司内部信息,利用自身的信息优势来损害股东的利益。股东有必要采取有效的治理结构来降低代理成本。从理论上来说,上市公司引入独立董事,可以更好地保证董事会运作的公正性和透明度,使高管薪酬与企业的业绩挂钩。独立董事独立于股东和管理层,能够对公司做出客观的评价,在一定程度上缓解了所有者和经营者之间的矛盾。根据 Adams 的研究发现独立董事对管理层监督的发挥,最重要的途径是对管理层特别是 CEO 的聘用、解聘和评价。包括监督 CEO 的行为、确定 CEO 的继任计划和薪酬水平等<sup>[23]</sup>。独立董事可以根据公司的实际经营情况,对高管薪酬进行适时适当的调整,从而有效降低公司的代理成本。

根据委托代理理论,由于所有权和控制权的分离,导致股东和管理层目标不一致,需要董事会代表股东监督管理层以降低代理成本,来约束 CEO 的自利行为。Baysinger 等认为董事会有效履行监督职能的首要前提是董事会具备较高水平的独立性<sup>[24]</sup>。外部董事与管理层没有直接的利益关系,可以对公司和高管的贡献做出客观的评价,从而更好地保证决策的独立性和科学性,降低高管通过与董事会成员合谋来获取高薪的可能性。独立董事人数越多,其在薪酬制定方面的话语权也会得到提高,对经理层的监督力度则会更大,就会相应减少高管的自私自利行为,更有利于抑制高管薪酬水平。因此提出:

假设 1:独立董事的人数与高管薪酬呈负相关关系。

独立董事参加董事会次数表明了独立董事参与公司事务的积极性和主动性,即独立董事是否能更好地为公司提供咨询和监督作用。独立董事出席董事会次数可以作为独立董事工作投入的重要变量。独立董事积极主动参与公司会议,发挥的监督作用会更大,可以通过发言、表决等提出独立性的异议,及时阻止高管不合理的自利行为,为股东利益提供保障,同时也可以有更多的机会参与到高管薪酬的制定程序,防止出现“超额薪酬”或“天价薪酬”现象。这就增加了减少 CEO 薪酬与职业经理人市场和行业标准一致的可能性<sup>[7]</sup>。因此认为,独立董事参

加董事会次数越多,就可以更好地改善公司的治理机制,提升公司的治理水平,根据以上分析,我们提出如下假设:

假设 2:独立董事参加董事会次数与高管薪酬呈负相关关系。

Bebchuk 研究认为 CEO 可以推动更高的董事薪酬,以获得董事的慷慨对待,进而 CEO 又可以通过他们的权力,利用资源回报合作的董事实现合谋,董事和 CEO“共享高薪”是合谋的重要方式<sup>[25]</sup>。朱滔从薪酬视角出发,对董事与 CEO 之间的关联关系进行了研究。结果表明,董事的监督薪酬和超额薪酬与 CEO 薪酬都呈正相关关系,兼具监督和合谋两种效应,但相较而言,合谋效应要强于监督效应<sup>[26]</sup>。特别是当公司业务更加复杂时,监督的难度更大,需要独立董事花费更多的时间和精力去监督经理层。同时,薪酬委员会的成员为了保住职位,倾向于为 CEO 制定较高的薪酬,而在我国制度背景下,薪酬委员会的成员大部分是独立董事。而且,根据社会比较理论,独立董事往往会根据自身的津贴来制定经理层的薪酬水平。

假设 3:独立董事的报酬与高管薪酬呈正相关关系。

### 三、实证研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选取深市 2011 年中小板上市公司为研究样本,选择中小板上市公司的原因在于:(1)中小板企业大多是成长迅速、科技含量高的中小企业,同质性较大;(2)中小板企业大多是通过 IPO 上市的公司。同时为了保证数据的有效性和准确性,我们建立了如下的筛选标准:(1)剔除 ST 类或者 PT 的公司样本;(2)剔除属于金融行业的公司;(3)剔除样本数据极端值类和主要研究变量缺失的公司样本。最后选出中小板上市公司 537 家。本文所采用的数据均通过手工收集和整理深市上市公司 2011 年的年报得来,年报均来自巨潮资讯网站(www.cninfo.cn),独立董事个人信息资料有缺失的,主要依托公司网站或财经新浪网上的搜索引擎进行整理补充。具体数据处理使用 SPSS 24.0 统计分析软件。

#### (二)变量说明和模型设定

##### 1. 变量构建

本文主要考察董事会独立性与高管薪酬的相关性,关于 CEO 薪酬的变量指标有很多,如基本工资、现金奖金、股票期权等。需要说明的是,由于难以获得高管薪酬中非现金薪酬得到量化价值的的数据,因此本文选取年报中所披露的上市公司高管的现金薪酬(LPAY1)作为被解释变量。同时在稳健性检验中将排名前三位高管的货币薪酬取自然对数(LPAY2)作为高管薪酬的衡量指标来进一步验证本文的实证结果。根据以上分析,本文选取独立董事人数、独立董事参加董事会次数以及独立董事薪酬作为解释变量来考察董事会独立性对高管薪酬的影响。借鉴王琨、徐艳萍的研究方法<sup>[27]</sup>,本文引入的控制变量包括:(1)总经理年龄。总经理年龄一定程度上代表了工作年限的长短,年龄越大,积累的经验 and 技能可能越丰富,人力资本和社会资本也越多,越有可能获得更高的薪酬。(2)总经理教育程度。总经理教育水平越高,代表知识和能力也越强,可以为公司做出正确的战略决策来提升企业业绩,因此也可能获得更高的薪酬水平。(3)董事长总经理兼任情况。设置为虚拟变量,当两职兼任时,提高了高管对薪酬的决定

权,减弱了董事会对高管的监督力度,高管可能会自定高薪。(4)公司资产负债率。债务与经理人薪酬之间存在“替代效应”,公司的资产负债在适当范围之内,可以更好地避免股东利益向高管转移,当资产负债率过高时,企业会面临较大的财务风险,高管的薪酬也会越低。(5)净资产收益率。净资产收益率越高,表明公司的业绩越好,因此高管也能获得相应较高的薪酬。具体的变量情况如表 1 所示。

表 1 变量说明

类型	变量代码	变量名称	变量含义说明
因变量	<i>LPAY1</i>	CEO 薪酬	CEO 现金薪酬取自然对数
	<i>LPAY2</i>	前三位高管平均薪酬	前三位高管的货币薪酬取自然对数
自变量	<i>ID_N</i>	独立董事人数	独立董事人数
	<i>ID_M</i>	独立董事参加会议次数	独立董事参加董事会会议次数的平均值
	<i>ID_P</i>	独立董事薪酬	独立董事年度薪酬或津贴的对数
控制变量	<i>AGE</i>	总经理年龄	年报中披露的总经理年龄
	<i>EDU</i>	总经理教育程度	学历分类编码
	<i>DUAL</i>	董事长总经理兼任	两任兼职取 1, 否则取 0
	<i>LEV</i>	公司资产负债率	公司年末总负债/年末总资产
	<i>ROE</i>	净资产收益率	净利润/股东权益

## 2. 模型设计

为了验证独立董事人数、独立董事参加董事会会议次数以及独立董事报酬对高管薪酬的影响对应的三个假设,本文构建多元线性回归模型:

$$LPAY = \alpha_0 + \alpha_1 ID\_N + \alpha_2 ID\_M + \alpha_3 ID\_P + \alpha_4 Control + \varepsilon$$

在模型中, $\alpha_i$  为回归系数, $\varepsilon$  为误差项,解释变量为 *ID\_N*、*ID\_M* 以及 *ID\_P*。当假设 1 和假设 2 成立时,模型中的系数  $\alpha_1$  和  $\alpha_2$  为负数,则独立董事人数越多或独立董事参加董事会次数越多时,高管薪酬水平越低。若假设 3 成立时,系数  $\alpha_3$  显著为正,表明独立董事的薪酬越高时,高管也获得了更高的薪酬。

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计分析

主要变量的描述性统计如表 2 所示。样本的 *LPAY1* 变量的均值、最小值、最大值分别是 13.02、10.59、15.04,还原为货币薪酬的金额分别为 565 201 元、39 800 元以及 3 403 800 元,不同公司之间高管薪酬差距较大。独立董事人数均值为 3.21,说明随着我国独立董事制度出台,规定上市公司董事会人数应该至少包括三分之一的独立董事,独立董事的人数在逐渐增加。独立董事参加董事会的会议次数均值是 9.44,领取薪酬的均值是 10.89,最小值为 9.21、最大值为 12.38,还原为货币金额分别为 57 442 元、10 000 元、238 100 元,不同公司独立董事的报酬差距也比较大。在本文的高管样本中,平均年龄在 48 岁左右,平均受教育程度为本科,且

大部分公司董事长和总经理没有同时兼任。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
LPAY1	537	13.02	13.04	0.66	10.59	15.04
LPAY2	537	12.99	12.97	0.61	11.40	14.90
ID_N	537	3.21	3.00	0.54	2.00	6.00
ID_M	537	9.44	9.00	2.83	3.00	23.00
ID_P	537	10.89	10.82	0.37	9.21	12.38
AGE	537	47.89	48.00	6.57	29.00	71.00
EDU	537	3.31	3.00	0.90	1.00	5.00
DUAL	537	0.39	0.00	0.49	0.00	1.00
LEV	537	0.33	0.30	0.19	0.01	0.93
ROE	537	0.10	0.09	0.09	-0.77	0.61

## (二)多元回归分析

我们用多元回归方法分析独立董事对高管薪酬的影响以检验本文提出的假设,以 CEO 薪酬为被解释变量,具体的回归结果如表 3 所示。

### 1.独立董事人数对高管薪酬的影响分析结果

表 3 显示,独立董事人数对高管薪酬的影响系数为正,表明独立董事人数越多,高管获取了更高的薪酬,且在 1%的水平下显著,回归结果与假设 1 相反。这说明,我国上市公司董事会的独立性较差,没有发挥有效的监督作用,甚至充当了更为精致的“花瓶”,独立董事制度流于形式。独立董事与经理团队之间可能存在着某种合作利益关系,高管可以通过影响独立董事来“合法地”提高自身的薪酬,或者说独立董事的建立更多是为了符合监管要求。

### 2.独立董事参加董事会的会议次数对高管薪酬的影响分析结果

独立董事参加董事会会议的次数与高管薪酬呈现显著的正相关,其系数为 0.027, $t$  值为 2.828,这与文中假设 2 不相符。虽然从某种程度上来说,独立董事参加董事会次数代表了独立董事参与监督的程度,可能会对高管薪酬水平起到一定的抑制作用。但是从以往文献可以看出,董事会会议日程是由经理层来安排的,并且大多是来讨论本公司的日常经营情况,这种程序化的会议安排不仅不利于独立董事监督效力的发挥,反而更有可能给经理层更多可乘之机来实施自利行为。

### 3.独立董事薪酬对高管薪酬的影响分析结果

从表 3 中可以看出,独立董事报酬的系数为 0.508,在 1%水平下显著为正( $t$  值为 7.185),表明独立董事的薪酬越高,高管薪酬也越高。特别是有些公司 CEO 兼任董事长,能够影响独立董事薪酬,而独立董事会因为自身利益给予高管相应的回报以达到互利互惠的效果。独立董事为高管制定高薪而放弃独立性的代价是相当小的,在经济利益的刺激下,往往会选择与高

管达成互相支持的心理倾向,为维护自身的董事地位和个人收益为高管制定较高的薪酬水平。这与本文的预期一致,假设 3 得到验证。

控制变量中,总经理的受教育程度和净资产收益率对高管薪酬在 1%水平下呈显著的正向影响,其他控制变量与高管薪酬水平之间没有显著关系。

表 3 变量回归结果

变量	LPAY1	LPAY2
C	6.034*** (7.376)	6.349*** (8.481)
ID_N	0.127*** (2.636)	0.112** (2.54)
ID_M	0.027*** (2.828)	0.018** (2.081)
ID_P	0.508*** (7.185)	0.512*** (7.902)
AGE	0.006 (1.518)	0.000 (0.056)
EDU	0.094*** (3.193)	0.107*** (3.973)
DUAL	0.089 (1.628)	-0.005 (-0.108)
LEV	-0.020 (-0.144)	0.090 (0.71)
ROE	1.555*** (5.226)	1.468*** (5.39)
Adj.R2	0.177	0.194
F 值	15.362	17.119
N	537	537

注:符号\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著

### (三)稳健性检验

本文稳健性检验利用排名前三位高管的货币薪酬取自然对数 (LPAY2) 替代 CEO 薪酬 (LPAY1) 作为被解释变量再进行多元回归分析,回归结果如表 3 所示,其相关性和显著性没有显著的差异,均不改变本文的主要结论。独立董事人数和独立董事参加董事会次数对高管薪酬的影响在 5%水平下正向相关,独立董事薪酬对高管薪酬的影响仍然在 1%水平下正向相关。回归结果表明,除了个别变量的显著性水平稍有差异,基本结论没有变化。因此以上结论的稳健性较好。

## 五、结论

高管薪酬激励是现代公司治理中的重要内容,但经理层往往有更多的机会利用其对信息的把握来获取高薪。引入独立董事制度是所有为了保护自身利益、降低代理成本的重要手段。本文主要采用独立董事人数、独立董事参加董事会次数以及独立董事薪酬三个方面来研究董事会独立性对高管薪酬的影响,从而在一定程度上了解我国独立董事制度发挥作用的的有效性。研究表明:独立董事人数、独立董事参加董事会次数、独立董事薪酬均与高管薪酬呈现显著的正相关关系,其中独立董事薪酬对高管薪酬影响的实证结果与本文假设一致,其他结论均与本文假设相反。我国独立董事制度有待进一步完善,需要为独立董事监督职能的有效发挥创造一个更加有利的治理环境,使独立董事在高管薪酬制定程序上实现实质上的独立,既能起到激励高管努力为公司创造价值的积极作用,又能防止高管“超额薪酬”现象的发生。

本文的创新之处在于:现有文献对高管薪酬的研究主要集中于公司绩效、盈余管理或信息披露质量等方面,研究独立董事与高管薪酬的文献较少。关于董事会独立性的特征大多采用独立董事的比例,但这不排除上市公司为了符合监管要求而设置的可能性,独立董事不仅形式上要达到规定的三分之一占比,同样更应该实现实质上的独立。因此本文加入独立董事人数、独立董事参加董事会次数以及独立董事薪酬变量,来进一步丰富相关研究。同时,本文也存在一些不足之处。首先,只涉及了2011年的相关资料,独立董事发挥效力可能需要一个时间段,没有考虑几年的数据变化情况,不能较全面识别和反映时间序列的影响效应。其次,只考虑了独立董事人数、独立董事参加董事会次数、独立董事薪酬指标,可能会遗漏一些重要的指标。

## 参考文献:

- [1] WEI SHEN. The dynamics of the CEO-board relationship: an evolutionary perspective [J]. *Academy of Management Reviews*, 2003(3): 466-475.
- [2] 王化成,王裕,胡静静,等.独立董事的海外背景与高管薪酬契约[J].*东南大学学报(哲学社会科学版)*, 2015(3): 67-75.
- [3] 杨蕾,卢锐.独立董事与高管薪酬——基于中国证券市场的经验证据[J].*当代财经*, 2009(9): 110-115.
- [4] 牛建波.董事会特征、股权结构与总经理的长期激励[C].*中国第三届实证会计国际研讨会论文集*, 2004.
- [5] 张必武,石金涛.董事会特征、高管薪酬与薪绩敏感性——中国上市公司的经验分析[J].*管理科学*, 2005(4): 32-39.
- [6] 肖继辉.有关经理报酬决定因素的实证研究[J].*当代财经*, 2005(5): 69-71.
- [7] 杜胜利,翟艳玲.总经理年度报酬决定因素的实证分析[J].*管理世界*, 2005(8): 114-120.
- [8] 李维安,刘绪光,陈靖涵.经理才能、公司治理与契约参照点[J].*南开管理评论*, 2010(2): 4-15.
- [9] 邱茜.董事会监督效力与高管薪酬——基于中国上市公司的实证研究[J].*学术论坛*, 2010(8): 112-116.
- [10] 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.
- [11] JOHNSON J L, DAILY C M, ELLSTRAND A E. Boards of directors: a review and research agenda[J]. *Journal of Management*, 1996(3): 409-438.
- [12] MEHRAN H. Executive compensation structure, ownership and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995(2): 163-184.
- [13] BOROKHOVICH K, PARRINO R, TRAPANI T. Outside directors and CEO selection[J]. *Journal of*



- Financial and Quantitative Analysis, 1996(3):337-355.
- [14] CYERT R, SOK-HYON KANG, KUMAR P. Corporate governance, takeovers and top-management compensation: theory and evidence[J]. Management Science, 2002(48):453-468.
- [15] HERMALIN B E, WEISBACH M S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature[J]. FRBNY Economic Policy Review, 2003(4):7-26.
- [16] CORDEIRO J, JAND VELIYATH R. Beyond pay for performance: a panel study of the determinants of CEO compensation[J]. American Business Review, 2003(1):11-56.
- [17] FINKELSTEIN S, HAMBRICK D C. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes[J]. Strategic Management Journal, 1989(2):121-134.
- [18] CONYON M J, HE L. Compensation committees and CEO compensation incentives in U.S. entrepreneurial firms[J]. Journal of Management Accounting Research, 2004 (1):35-56.
- [19] CHARLES A, O'REILLY III, BRIAN G. CEO compensation as tournament and social comparison: a tale of two theories[J]. Administrative Science Quarterly, 1998(2):257-274.
- [20] CORE J, HOLTHAUSEN R, LARKER D. Corporate governance, chief executive compensation and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999(51):371-406.
- [21] HERMALIN B E, WEISBACH M S. The determinants of board composition[J]. Rand Journal of Economics, 1988(4):589-606.
- [22] BOYD B K. Board control and CEO compensation[J]. Strategic Management Journal, 1994(5):335-344.
- [23] ADAMS R B, HERMALIN R E, WEISBACH M S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey[J]. Journal of Economic Literature, 2010(48):58-107.
- [24] BAYSINGER B, HOSKISSON R E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy[J]. Academy of Management Journal, 1990(1):72-87.
- [25] BEBCHUK L, FRIED J. Pay without performance: overview of the issues [J]. Journal of Corporation Law, 2005(4):647-673.
- [26] 朱滔.董事薪酬、CEO薪酬与公司未来业绩:监督还是合谋? [J]. 会计研究, 2015(8):49-56.
- [27] 王琨,徐艳萍.家族企业高管性质与薪酬研究[J]. 南开管理评论, 2015(4):15-25.

责任编辑:吴强,杨钊

## An Empirical Study on the Compensation of Independent Directors and Executive in China

—Based on the Data of SMEs Board of China

ZHU Wuqin

(Business School of Anhui University, Hefei Anhui 230061, China)

**Abstract:** The executive compensation incentive has always been one of the focuses of academic research and an effective means to reduce agency costs in corporate governance. Based on the data analysis of 537 listed companies in China's small and medium-sized boards, the number of independent directors, the number of independent directors participating in the board of directors and independent directors were empirically studied by introducing variables related to the independent directors. Does the role of independent directors as supervisors play an effective role in governance? The results show that there is a significant positive correlation between the variables of board independence and executive compensation, which indicates that the independent director system in China still needs to be further improved.

**Key words:** independent directors; executive compensation; supervision; governance