



# “追名”还是“逐利”： 独立董事履职动机之探究

全怡<sup>1</sup>, 郭卿<sup>2</sup>

1 中南财经政法大学 会计学院, 武汉 430073

2 中国人民银行 常州市中心支行, 江苏 常州 213001

**摘要:**经营权与控制权分离引发的代理问题是催生独立董事这一群体的制度根源。引入独立董事制度,维护公司整体利益,尤其是关注中小股东的合法权益不受损害,是监管机构改善公司治理结构的重要举措。独立董事在本质上也是剩余索取者的代理人,与股东之间同样存在代理问题。如何构建独立董事激励机制,使其与中小股东建立有效受托责任关系,是监管部门和实务界面临的一大难题。

以2002年至2015年沪、深两市A股主板上市公司为样本,使用手工配对法、Logit回归和OLS回归,采用进一步分析和一系列稳健性检验,从个人特征、公司特征和制度环境3个层面考察零薪酬独立董事的影响因素,并从“追名”和“逐利”两个角度对独立董事履职动机进行探讨。

研究结果表明,从个人特征看,零薪酬更可能出现在独立性较强的董事中;从公司特征看,零薪酬更可能出现在违规风险较低的公司;从制度环境看,零薪酬更可能出现在市场化程度较高的地区。零薪酬独立董事在出席董事会时也更加勤勉,以上结论与“追名”动机逻辑一致。进一步研究发现,会计背景为零薪酬独立董事能进一步甄别出财务风险更高的公司;由于存在自选择,零薪酬独立董事任职公司的治理水平更高,其并未出具更多的否定意见。

研究结果说明经济和声誉两种激励方式在不同独立董事个体间发挥的作用差异较大。一方面,为独立董事零薪酬现象提供了合理解释,说明上市公司应当根据自身所处的制度环境、风险水平以及每位独立董事的具体特征等设定差异化的薪酬水平;另一方面,也对监管部门完善独立董事激励机制、培育独立董事人才市场具有现实的指导意义。

**关键词:**独立董事;零薪酬;履职动机;“追名”;“逐利”

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **doi:**10.3969/j.issn.1672-0334.2017.04.001

**文章编号:**1672-0334(2017)04-0003-14

## 引言

独立董事制度的出现,源于早期公司治理措施的失败,特别是董事会职能的失效。建立独立董事制度的初衷是在股权高度分散的情况下可以让独立董事代表全体股东对上市公司的经理人进行监督,以减少因为经理人的机会主义行为导致的代理问

题<sup>[1]</sup>。本质上讲,独立董事也是剩余索取者的代理人,与股东之间同样存在委托代理关系。解决代理问题的根本在于是否存在一个合理的激励补偿机制,使代理人与委托人的利益尽可能一致<sup>[2]</sup>。遗憾的是,迄今为止几乎还未建立正式的关于独立董事薪酬激励的相关理论。自2001年正式实施独立董事

**收稿日期:**2017-02-19 **修返日期:**2017-06-08

**基金项目:**国家自然科学基金(71602191)

**作者简介:**全怡,管理学博士,中南财经政法大学会计学院讲师,研究方向为高管特征与行为、分析师跟踪和注册会计师审计等,代表性学术成果为“多席位独立董事的精力分配与治理效应——基于声誉与距离的角度”,发表在2016年第12期《会计研究》,E-mail:quanyi88888@163.com

郭卿,中国人民银行常州市中心支行助理工程师,研究方向为数据挖掘和软件体系结构等,代表性学术成果为“基于软件体系结构的Web应用自适应”,发表在2011年第8期《小型微型计算机系统》,E-mail:guoqing84@gmail.com

制度以来,中国上市公司对独立董事一直试行固定津贴,维持独立性是监管部门实施固定薪酬的根本出发点。然而,独立董事作为经济个体往往需要激励报酬来强化其履责行动<sup>[3]</sup>。FAMA et al.<sup>[11]</sup>认为,独立董事受到人力资本市场的激励或约束,具有良好的履职表现向外界传递声誉的动机。

担任公司独立董事,可以同时获得经济收益和声誉激励<sup>[4]</sup>。由于教育水平、性别、工作背景、社会资源、任职距离等个体间差异,很难通过比较经济收益的多寡来判断独立董事履职到底是出于经济动机还是声誉动机。然而,零薪酬独立董事这一特殊样本为区分以上动机提供了天然场景。以2002年至2015年沪、深两市A股主板上市公司为样本,本研究首先尝试从个人特征、公司特征和制度环境3个层面考察零薪酬独立董事的影响因素。在个人特征层面,主要从独立董事最核心的属性独立性切入;在公司特征层面,主要从履职风险切入;在制度环境层面,主要从市场化程度切入。然后,从“追名”和“逐利”两个视角对独立董事履职动机进行探讨,以期对监管部门完善独立董事激励机制、培育独立董事人才市场提供借鉴。

## 1 相关研究评述

### 1.1 独立董事薪酬

自2001年正式实施独立董事制度以来,中国上市公司对独立董事一直试行固定津贴。由于个体间薪酬差异较小,专门针对独立董事薪酬的研究并不普遍。在影响因素方面,杜胜利等<sup>[5]</sup>研究发现,独立董事薪酬受公司业绩、规模、第一大股东持股比例、独立董事工作时间和相对规模等因素影响;沈艺峰等<sup>[6]</sup>认为,在不考虑绩效的情况下,无论是在一定地理范围内、同行业里或一定规模上,上市公司在决定外部独立董事薪酬时均存在显著的“互相看齐”效应,即出现向地理上的中间距离、同一或相关行业和中等规模公司看齐的现象。在经济后果方面,现有研究大多认为薪酬多寡会对独立董事的监督行为产生影响。具体来说,唐雪松等<sup>[7]</sup>研究发现,出于避免席位丢失或规避财富损失的动机,独立董事兼职的上市公司家数越少或从公司获得的薪酬越高时,独立董事说“不”的可能性越低;叶康涛等<sup>[8]</sup>认为,独立董事兼任的公司职位越多,担任独立董事职位获得的平均薪酬越高,越倾向于对有问题的董事会议案提出公开质疑;郑志刚等<sup>[9]</sup>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能显现;江伟等<sup>[10]</sup>却发现,薪酬委员会成员的平均薪酬对总经理薪酬业绩敏感性并不存在影响。

### 1.2 高管零薪酬

针对与天价薪酬相对的零薪酬或一元薪酬现象,LOUREIRO et al.<sup>[11]</sup>认为,愿意领取一美元薪酬的CEO,往往可以通过其他方式(如股票期权)弥补这

一损失;HAMM et al.<sup>[12]</sup>认为,CEO愿意接受一美元薪酬,更多是向市场传递其对公司发展前景的信心或愿意与公司共度时艰的决心;曹廷求等<sup>[13]</sup>针对中国样本的研究发现,CEO领取零薪酬既不是为了掩饰其谋求私有收益的真实动机,也不是通过零薪酬来表明其与公司共度难关的决心,而是一种对自己薪酬计划的理性选择。领取零薪酬的CEO的权力往往较大且通常过度自信,所在公司的资产负债率更高且专业委员会数量更少,而且零薪酬计划在短期内对公司绩效具有显著的负面影响。曹廷求等<sup>[13]</sup>认为,领取零薪酬虽然是CEO的理性选择,但对公司而言并不是一个很好的选择。

本研究的独立董事零薪酬与已有研究中对董事长或总经理零薪酬或一元薪酬的考察存在较大差异。①零薪酬的董事长或总经理通常拥有公司一定的股权,货币化薪酬往往不是他们从任职公司获取报酬的唯一途径<sup>[11]</sup>。而监管部门明确规定,除领取固定津贴外,独立董事不应从该上市公司及其主要股东或有利害关系的机构和人员取得额外的、未予披露的其他利益。因此,独立董事并不存在与董事长或总经理类似的其他激励机制。②董事长或总经理零薪酬更多是向市场传递其对公司发展前景的信心或愿意与公司共度时艰的决心<sup>[12]</sup>,是一种随公司当前处境调整的阶段现象。③董事长和总经理任期不存在时间限制,使这一回报可以“来日方长”,但中国监管部门明确规定独立董事的连任时间不得超过6年。以上3个方面差异进一步凸显了本研究的必要性和创新性。

## 2 理论分析和假设提出

### 2.1 个人独立性与独立董事零薪酬

宁向东<sup>[14]</sup>从普遍意义上概括了担任独立董事的两种收益,即精神上的收益和物质上的收益,分别体现为认同和金钱。认同,可以是公众的广泛认同,那就是声誉;也可以是少数人的肯定,称之为关系认同<sup>[14]</sup>。对于零薪酬独立董事来说,由于并不存在物质收益,从而只可能获得精神激励,即声誉和关系认同。如果独立董事的履职动机为获取声誉,独立董事更可能选择在能更好地发挥其治理作用的公司任职。独立董事最核心的属性即为独立性<sup>[15]</sup>,独立性不仅被视为公司治理的灵魂<sup>[16]</sup>,同时也一直被学术界和政策制定者视为衡量董事会质量的最重要指标之一<sup>[1]</sup>,声誉机制能够激励独立董事维持其独立性<sup>[17]</sup>。出于获取声誉的目的,独立性更强的上市公司更可能成为零薪酬独立董事的目标任职公司。如果独立董事的履职动机为获取关系认同,独立董事更可能选择在与自己存在关联关系的公司任职,如距离更近,或独立董事全职工作单位所在地,或籍贯所在地的上市公司。出于获取关系认同的目的,独立性更弱的上市公司更可能成为零薪酬独立董事的目标任职公司。基于以上分析,本研究从独立董事最核心的属性独立性这一个人特征层面提出假设。



H<sub>1</sub> 其他条件一定的情况下,出于获取声誉的动机,零薪酬独立董事更可能出现在独立性较强的董事中;出于获取关系认同的动机,零薪酬独立董事更可能出现在独立性较弱的董事中。

## 2.2 公司风险与独立董事零薪酬

董事的任职成本分为两类,一是时间和精力投入,二是声誉损失或失败成本,并以第二类为重<sup>[14]</sup>。随着中国证券市场的逐步规范,监管部门对资本市场违规行为的处罚机制也日趋完善。独立董事承担着与其他董事相同的法律义务,对整个董事会做出的错误决策也担负着同等责任。由于未能对任职公司的失当行为尽到勤勉尽责义务,而使独立董事受到监管处罚的现象时有发生。辛清泉等<sup>[18]</sup>研究表明,在2003年至2010年,中国沪、深A股市场共有302人次的独立董事因任职公司虚假陈述而受到监管处罚;QUAN et al.<sup>[19]</sup>研究结果表明,在2003年至2013年,中国沪、深A股主板市场共有458人次的独立董事因任职公司信息披露违规而受到证监会或交易所的处罚。一般来说,能够被聘请担任独立董事的人,大多是在某一领域有较为成功的业绩或影响的专业人士<sup>[20]</sup>,如果因为上市公司的问题使其受到连带影响,个人声誉受损,则得不偿失<sup>[21]</sup>。于是,风险自然成为独立董事在接受聘任邀请时的首要考量因素。在理性人假设下,独立董事任职具有规避风险的特征<sup>[22]</sup>,独立董事不可能接受一个毫无任何经济回报但充满风险的职务。他们或者追求高风险、高报酬,或者追求低风险、低报酬<sup>[23]</sup>。根据“低风险、低收益”的投资理念,如果独立董事主动放弃经济收益,则更可能选择低风险公司任职。基于以上分析,本研究从履职风险这一公司特征层面提出假设。

H<sub>2</sub> 其他条件一定的情况下,零薪酬独立董事更可能出现在履职风险较低的公司。

## 2.3 制度环境与独立董事零薪酬

现代经济社会中,任何交易的完成都需要契约(显性的或隐性的)的支撑,契约主要通过基于法律的第三方公开执行机制或声誉的私人执行机制实施<sup>[24]</sup>。《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》)规定了独立董事应当享有的权利和需要履行的义务,这一规定如同独立董事与任职公司之间达成的一项契约。关于享有的权利,《指导意见》明确规定,上市公司应当给予独立董事适当的津贴。可以说,经济收益是独立董事最直观且最具确定性的收益<sup>[4]</sup>,并且通过法律的第三方公开执行机制(显性契约)实现。如果独立董事主动放弃这一收益,仅选择声誉激励,则需要通过声誉的私人执行机制(隐性契约)实施。这种隐性契约的稳定性、一致性、强度、存在的时长以及变化的方向取决于其所处环境中的其他约束条件,如法律环境、社会伦理以及反复博弈导致的信息不对称程度变化等<sup>[25]</sup>。董志强等<sup>[3]</sup>通过建立全体股东-独立董事-大股东3层代理模型,考察独立董事与试图掏空企业资产的大股东之间潜在的合谋对独立董事

薪酬合约的影响,认为在既没有完善的独立董事市场、也没有强有力的投资者法律保护的中国,有必要对独立董事支付激励报酬。换言之,如果制度环境较为完善,同时存在良好的声誉市场,则没有必要对独立董事支付激励报酬,甚至可以只进行声誉激励。基于以上分析,本研究从市场化程度这一制度环境层面提出假设。

H<sub>3</sub> 其他条件一定的情况下,零薪酬独立董事更可能出现在市场化程度较高的地区。

## 2.4 “追名”还是“逐利”：独立董事履职动机之探究

给予独立董事报酬是激励独立董事努力工作、发挥良好治理作用的重要手段,合理与否直接影响独立董事的履职积极性<sup>[26]</sup>,这一观点同样得到其他学者的证实。ADAMS et al.<sup>[27]</sup>、MASULIS et al.<sup>[28]</sup>和全怡等<sup>[29]</sup>研究发现,薪酬可以在一定程度上激励独立董事投入更多精力。而周繁等<sup>[4]</sup>和宁向东<sup>[14]</sup>却持相反观点,周繁等<sup>[4]</sup>认为,片面地强调独立董事的薪酬并不能达到对独立董事的激励效果,声誉机制更能实现对独立董事的激励约束作用;宁向东<sup>[14]</sup>同样认为,对于相当数量的独立董事来说,通过其他渠道挣到董事薪金的可能性是很大的。所以,金钱报酬并不是吸引他们的主要动力,他们接受董事聘请的动力主要来自于精神层面,来自于对工作价值的满足感和声誉上的考虑。如果独立董事的履职动机为“逐利”,零物质回报将会大大削弱其履职积极性;如果独立董事的履职动机为“追名”,零物质回报并不会对其履职产生太大影响。基于以上分析,本研究提出假设。

H<sub>4</sub> 其他条件一定的情况下,出于“追名”动机,零薪酬独立董事履职更加勤勉;出于“逐利”动机,零薪酬独立董事履职更不勤勉。

## 3 研究设计

### 3.1 研究样本和数据来源

本研究以证监会强制要求上市公司聘请独立董事的首年(2002年)为样本起点,取2015年为样本终点,使用的独立董事个人信息和地址数据通过百度手工收集整理得到,其他数据均来自国泰安CSMAR数据库,部分缺失数据由作者根据年报补充。样本筛选步骤如下:①筛选出任职期限超过1年,且任职期间未领取任何报酬(包括货币化报酬和股票期权)的462人次独立董事样本。②剔除在金融行业任职的零薪酬独立董事样本35人次、存在其他数据缺失的样本6人次。③在剩余的421人次样本中,对于130人次在当前任职公司未领取报酬的样本,使用其在其他公司领取报酬的307人次样本作为配对;对于291人次在所有任职公司均未领取报酬的样本,根据相同年份、相同兼任个数、相同性别、相同年龄以及当前任职背景最接近原则进行配对,在配对样本的选取中剔除在同一公司任职期间有些年份领取薪酬、有些年份未领取薪酬的样本。最终得到1 019人次独立董事观测值。为避免极端值影响,对所有连

续变量上下两侧各1%的观测值进行 Winsorize 处理, 使用 Stata 计量分析软件处理数据。

### 3.2 模型设定和变量定义

模型1: 检验零薪酬独立董事影响因素的多元回归模型为

$$Zero\_rem = a_0 + a_1 Independent + a_2 Risk + a_3 Market + a \sum Control + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其中, *Control* 为相应的控制变量;  $a_0$  为截距项;  $a_1 \sim a_3$  为各解释变量的估计系数, 分别测量独立性、履职风险和制度环境对独立董事选择零薪酬的影响;  $a$  为控制变量的估计系数;  $\varepsilon_1$  为残差, 表示不能被解释变量解释的部分。

模型2: 检验零薪酬独立董事履职勤勉度的多元回归模型为

$$Meeting1/Meeting2/Meeting12 = b_0 + b_1 Zero\_rem + b \sum Control + \varepsilon_2 \quad (2)$$

其中,  $b_0$  为截距项;  $b_1$  为解释变量的估计系数;  $b$  为控制变量的估计系数;  $\varepsilon_2$  为残差, 表示不能被解释变量解释的部分。

模型涉及的主要变量定义如下:

#### (1) 被解释变量

① 零薪酬独立董事。若独立董事在同一公司所有任职期间均未领取任何报酬(包括货币化报酬和股票期权), *Zero\_rem* 取值为1, 否则取值为0。由于中组部规定党政领导干部在企业兼职不得领薪, 该定义较好地排除了这一规定的影响。

② 履职勤勉度。参考谭劲松等<sup>[30]</sup>、MASULIS et al.<sup>[28]</sup>、QUAN et al.<sup>[31]</sup> 和全怡等<sup>[29]</sup> 的研究, 本研究使用未亲自出席董事会比例这一负向指标测量独立董事履职勤勉度, 进一步将该指标分解为委托出席董事会比例和缺席董事会比例, 得到的值越大, 履职勤勉度越低。

#### (2) 解释变量

① 独立董事独立性。使用独立董事全职工作单位与任职公司总部是否位于同一城市 (*Indep\_same\_city*) 和对两地之间的空间距离取对数 (*Indep\_distance*) 测量独立董事的独立性。若位于同一城市, 独立性弱; 空间距离越大, 独立性越强<sup>[32]</sup>。

② 履职风险。已有研究发现, 企业违规会给独立董事带来严重的负面影响, 如董事职位数量明显下降等<sup>[18]</sup>。使用违规风险 (*Risk\_violation*) 作为测量独立董事履职风险的第1个指标, 若任职公司当年出现违规, *Risk\_violation* 取值为1, 否则取值为0; 同时, 参考周繁等<sup>[4]</sup> 的研究, 使用公司盈余管理程度<sup>[33]</sup> (*Risk\_DA*) 作为测量独立董事履职风险的第2个指标, 该指标是经当年行业中值调整后的修正的 Jones 模型计算的, 盈余管理程度越高, 会计信息风险越大, 履职风险也越大。

③ 制度环境。使用樊纲等<sup>[34]</sup> 和王小鲁等<sup>[35]</sup> 的

各省份市场化指数总体评分测量上市公司总部所在地区的制度环境。具体来说, 如果上市公司所在省份的市场化指数总体评分大于当年所有上市公司得分中值, *Market* 取值为1, 否则取值为0。按照以上定义, *Market* 取值为1的组为制度环境相对好组, *Market* 取值为0的组为制度环境相对差组。

以上3个变量均为(1)式的解释变量, 分别检验独立董事独立性、履职风险和制度环境对独立董事选择零薪酬的影响。(1)式的被解释变量零薪酬独立董事同时也是(2)式的解释变量, 用以检验零薪酬对独立董事履职勤勉度的影响。

#### (3) 控制变量

参考 ADAMS et al.<sup>[27]</sup>、MASULIS et al.<sup>[28]</sup> 和全怡等<sup>[29]</sup> 的相关研究, (1)式的控制变量包括独立董事教育水平、公司规模、财务杠杆、盈利能力、成长能力、产权性质、两职合一、大股东持股、公司年限; (2)式的控制变量包括制度环境、独立董事当年应参加董事会次数、独立董事教育水平、独立董事性别、独立董事年龄、独立董事兼任个数、独立董事独立性的同城哑变量、公司规模、财务杠杆、盈利能力、成长能力、产权性质、两职合一、大股东持股、公司年限。为控制年份和行业固定效应, 在所有模型中均加入行业和年份哑变量, 对所有模型在年份层面进行 cluster, 用以控制相同年份间的组内相关性。具体变量定义见表1。

## 4 实证结果分析

### 4.1 样本描述性统计

表2给出零薪酬独立董事的年度分布情况。由表2可知, 零薪酬独立董事在各年度间分布较为均匀, 且存在逐年增长趋势。2015年样本偏少, 可能是因为本研究在样本筛选过程中删除了任期不满一年且未领取任何报酬的样本。表中未列示的统计结果表明, 从地区看, 零薪酬独立董事主要集中在广东(占17.968%)、北京(占13.642%)、江苏(占13.423%)和上海(占11.258%)等市场化水平较高的地区, 这一分布特征一方面与声誉在市场化水平较高地区的激励更有效相吻合, 另一方面也与以上地区对独立董事的需求更大相一致。从籍贯看, 零薪酬独立董事主要集中在江苏(26.812%)、安徽(12.001%)、山东(10.004%)和浙江(9.218%)等经济或教育水平较高的地区。从行业看, 零薪酬独立董事分布于38个不同行业, 主要集中在S90综合(14.074%)、K70房地产业(11.257%)、C38电气机械和器材制造业(10.391%)以及C39计算机、通信和其他电子设备制造业(10.388%)。从教育背景看, 零薪酬独立董事的平均教育水平为3.784, 略低于整体独立董事的平均教育水平3.881。从职业背景看, 零薪酬独立董事主要集中在学者(30.954%)、退休政府官员(27.917%, 以财政、审计部门居多)、其他公司高管(12.546%)和金融机构从业人员(11.687%)中。从性别看, 零薪酬独立董事中约17.971%为女性, 略高于整体独立董事的女

表1 变量定义  
Table 1 Definition of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	零薪酬独立董事	<i>Zero_rem</i>	若独立董事在同一公司所有任职期间均未领取任何报酬(包括货币化报酬和股票期权)取值为1,否则取值为0
	履职勤勉度	<i>Meeting1</i>	独立董事委托出席董事会比例
		<i>Meeting2</i>	独立董事缺席董事会比例
		<i>Meeting12</i>	独立董事未亲自出席董事会比例
解释变量	独立董事独立性	<i>Indep_same_city</i>	独立董事全职工作单位与任职公司总部是否位于同一城市
		<i>Indep_distance</i>	独立董事全职工作单位与任职公司总部之间的距离取自然对数
	履职风险	<i>Risk_violation</i>	若任职公司当年出现违规取值为1,未出现违规取值为0
		<i>Risk_DA</i>	经当年行业中值调整后的修正的 Jones 模型计算的公司盈余管理程度
制度环境	<i>Market</i>	若所在省份市场化指数总体评分大于当年所有上市公司得分中值取值为1,否则取值为0	
控制变量	独立董事教育水平	<i>Education</i>	博士取值为5,硕士取值为4,本科取值为3,大专取值为2,其他取值为1
	公司规模	<i>Lnsiz</i>	公司年末总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	$\frac{\text{期末总负债}}{\text{期末总资产}}$
	盈利能力	<i>Roa</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{期末总资产}}$
	成长能力	<i>Growth</i>	$\frac{\text{期末总资产} - \text{期初总资产}}{\text{期初总资产}}$
	产权性质	<i>Soe</i>	国有企业取值为1,否则取值为0
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理两职合一取值为1,否则取值为0
	大股东持股	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	公司年限	<i>List_age</i>	公司上市年限
	董事会次数	<i>Meeting</i>	独立董事当年需要参加的董事会次数加1取自然对数
	独立董事性别	<i>Gender</i>	女性取值为1,男性取值为0
	独立董事年龄	<i>Indir_age</i>	独立董事年龄
	独立董事兼任个数	<i>Boardlock</i>	当年兼任上市公司独立董事的席位数
	行业影响	<i>Industry</i>	根据 CSRC2012 标准设置行业虚拟变量
	年份影响	<i>Year</i>	年度虚拟变量

表2 零薪酬独立董事年度分布  
Table 2 Annual Distribution of Zero Remuneration Independent Directors

年份	样本	比例/%	年份	样本	比例/%	年份	样本	比例/%
2002	13	2.814	2007	30	6.494	2012	41	8.874
2003	17	3.680	2008	25	5.411	2013	48	10.390
2004	20	4.329	2009	36	7.792	2014	59	12.771
2005	26	5.628	2010	40	8.658	2015	34	7.359
2006	32	6.926	2011	41	8.874	合计	462	100

表3 变量的描述性统计结果  
Table 3 Descriptive Statistics Results for Variables

变量	样本量	均值	标准差	最小值	上4分位数	中值	下4分位数	最大值
<i>Zero_rem</i>	1 019	0.413	0.491	0	0	0	1	1
<i>Meeting1</i>	962	0.059	0.122	0	0	0	0.077	0.667
<i>Meeting2</i>	962	0.009	0.046	0	0	0	0	0.333
<i>Meeting12</i>	962	0.071	0.147	0	0	0	0.100	0.750
<i>Indep_same_city</i>	1 019	0.401	0.490	0	0	0	1	1
<i>Indep_distance</i>	1 017	4.836	2.317	0.232	2.599	5.037	7.068	7.765
<i>Risk_violation</i>	1 019	0.111	0.314	0	0	0	0	1
<i>Risk_DA</i>	991	-0.003	0.099	-0.414	-0.044	-0.001	0.045	0.310
<i>Market</i>	1 019	0.524	0.500	0	0	1	1	1
<i>Education</i>	1 019	3.773	0.915	1	3	4	5	5
<i>Lnsizes</i>	1 019	22.212	1.568	18.725	21.231	22.084	23.043	25.937
<i>Lev</i>	1 019	0.533	0.251	0.081	0.382	0.518	0.683	1.867
<i>Roa</i>	1 019	0.030	0.075	-0.375	0.008	0.034	0.065	0.215
<i>Growth</i>	1 019	0.110	0.251	-0.604	-0.013	0.080	0.196	1.252
<i>Soe</i>	1 019	0.627	0.484	0	0	1	1	1
<i>Dual</i>	1 019	0.154	0.361	0	0	0	0	1
<i>Top1</i>	1 019	0.358	0.163	0.069	0.232	0.321	0.477	0.758
<i>List_age</i>	1 019	11.310	5.371	0	7	12	15	24
<i>Meeting</i>	962	2.120	0.435	0.693	1.792	2.079	2.398	3.091
<i>Gender</i>	962	0.206	0.405	0	0	0	0	1
<i>Indir_age</i>	962	55.970	9.196	34	49	56	64	73
<i>Boardlock</i>	962	1.567	0.964	1	1	1	2	5

性比例13.144%。从年龄看,零薪酬独立董事平均约57岁,略高于整体独立董事的平均年龄52岁。

#### 4.2 变量描述性统计

表3给出变量的描述性统计结果。由于上市公司从2004年才开始披露独立董事出席会议情况,因此(2)式涉及变量的样本量为962个;样本期内有两名独立董事无法确定工作坐标信息,因此*Indep\_distance*的样本量为1 017个;部分公司计算操控性应计的变量缺失,因此*Risk\_DA*的样本量为991个。由表3可知,样本期内,共有41.315%的独立董事未领取任何报酬;独立董事未亲自出席董事会的比例为7.068%,且以委托出席为主,委托出席和缺席董事会的比例为5.861%和0.911%;有40.127%的独立董事与任职公司位于同一城市;独立董事与任职公司的平均距离约为125.962( $e^{4.836}$ )公里,最近1.258( $e^{0.232}$ )公里,最远2 356.673( $e^{7.765}$ )公里;平均有11.131%的上市公司出现违规;独立董事的平均教育水平介于本科与硕士之间;平均年龄约为56周岁;独立董事兼任个数平均为1.567;有20.634%为女性独立董事;上市公司的财务杠杆水平差异较大,平均为0.533,最小为0.081,最大1.867;超过 $\frac{3}{4}$ 的上市公司盈利能力为正,

超过 $\frac{1}{4}$ 的上市公司成长能力为负;有62.726%的上市公司为国有企业;有15.406%的上市公司董事长与总经理由一人担任;第一大股东平均持股比例为35.829%,最小为6.917%,最大为75.809%;公司平均上市年限为11.310年,最短不满1年,最长达24年。

#### 4.3 单变量检验

按照是否领取薪酬,表4将全样本划分为零薪酬独立董事组和非零薪酬独立董事组,分组对(1)式和(2)式进行单变量检验。在全样本中,零薪酬独立董事样本为411人次,非零薪酬独立董事样本为608人次。由表4可知,在零薪酬独立董事组,*Indep\_same\_city*的均值和中位数显著小于非零薪酬独立董事组,且在5%的水平上显著;*Indep\_distance*的均值和中位数显著大于非零薪酬独立董事组,且至少在10%的水平上显著;*Risk\_violation*的均值和中位数显著小于非零薪酬独立董事组,且在5%的水平上显著;*Market*的均值和中位数显著大于非零薪酬独立董事组,且在1%的水平上显著。以上结果说明,非零薪酬独立董事的全职工作地点更可能与任职公司总部位于同一城市、与任职公司总部之间的空间距离更近、履职风险更高、所在地区的制度环境也更差。以上单变



表4 单变量检验结果  
Table 4 Univariate Test Results

变量	Zero_rem = 1			Zero_rem = 0			均值 t 检验	中值 z 检验
	样本量	均值	中值	样本量	均值	中值		
<i>Indep_same_city</i>	411	0.358	0	608	0.431	0	-2.344**	-2.339**
<i>Indep_distance</i>	409	5.002	5.286	608	4.724	4.957	1.884*	2.406**
<i>Risk_violation</i>	411	0.083	0	608	0.130	0	-2.359**	-2.353**
<i>Risk_DA</i>	396	0.001	0.002	595	-0.006	-0.002	1.181	1.647*
<i>Market</i>	411	0.572	1	608	0.492	0	2.514***	2.507***
<i>Meeting1</i>	400	0.050	0	562	0.065	0	-1.516	-3.793***
<i>Meeting2</i>	400	0.013	0	562	0.006	0	2.984***	1.108
<i>Meeting12</i>	400	0.070	0	562	0.071	0	0.064	-3.099***

注：\*为10%显著性水平，\*\*为5%显著性水平，\*\*\*为1%显著性水平，双尾检验，下同。

量检验结果初步证实了本研究 $H_1 \sim H_3$ 的观点。中值的z检验结果表明，零薪酬独立董事未亲自出席和委托出席董事会的比例显著更低；均值的t检验结果表明，零薪酬独立董事缺席董事会的比例显著更高。出现这一结果的可能原因是，当零薪酬独立董事由于个人事务而不能出席董事会会议时，可能更不容易找到委托人。本研究 $H_4$ 还需要进一步的多元回归结果来验证。未报告的变量间相关系数表明，除了盈利能力与财务杠杆之间的Pearson相关系数为-0.445以外（稳健性测试中去掉其中任何一个变量，不改变结果），其他各变量间相关系数的绝对值均不超过0.400，不存在高度相关性。

#### 4.4 假设检验

##### 4.4.1 个人特征、公司特征、制度环境与零薪酬独立董事

表5给出(1)式的回归结果，检验独立董事独立性、履职风险和制度环境对独立董事选择零薪酬的影响，被解释变量为零薪酬独立董事。第2列用*Indep\_same\_city*测量独立性、用*Risk\_violation*测量独立董事履职风险，样本量为1019个；第3列用*Indep\_distance*测量独立性、用*Risk\_violation*测量独立董事履职风险，样本量为1017个；第4列用*Indep\_same\_city*测量独立性、用*Risk\_DA*测量独立董事履职风险，样本量为991个；第5列用*Indep\_distance*测量独立性、用*Risk\_DA*测量独立董事履职风险，样本量为989个。回归结果表明，用违规风险测量独立董事履职风险时，同城哑变量与零薪酬独立董事在1%的水平上显著负相关，空间距离与零薪酬独立董事在1%的水平上显著正相关，说明零薪酬独立董事更可能出现在独立性较强的董事中，印证了声誉动机。违规风险与零薪酬独立董事均在1%的水平上显著负相关，制度环境与零薪酬独立董事在5%的水平上显著正相关。说明从公司特征看，零薪酬更可能出现在违规风险较低的公司；从制度环境看，零薪酬更可能出现在市场化水平较高的地区。 $H_2$ 和 $H_3$ 得到验证。当使用会计信

息风险测量独立董事履职风险时，同城哑变量与零薪酬独立董事在10%的水平上显著负相关，空间距离与零薪酬独立董事在5%的水平上显著正相关，会计信息风险与零薪酬独立董事负相关但不显著，制度环境与零薪酬独立董事仍然维持在5%的水平上显著正相关。综合以上回归结果说明，零薪酬独立董事可以较好地识别出违规风险较低的上市公司，但却不能进一步甄别出会计信息风险较高的上市公司。

控制变量的回归结果表明，盈利能力与零薪酬独立董事至少在5%的水平上显著正相关，说明零薪酬独立董事更可能出现在盈利能力较强的上市公司中，与“追名”动机逻辑一致。第一大股东持股比例与零薪酬独立董事显著负相关，说明零薪酬独立董事更可能出现在股权集中度相对较低的上市公司。

##### 4.4.2 “追名”还是“逐利”：独立董事履职动机之探究

表6给出(2)式的回归结果，检验零薪酬对独立董事履职勤勉度的影响。由于上市公司从2004年才开始披露独立董事出席会议情况，因此表6仅有962个观测值。第2列~第4列的被解释变量依次为未亲自出席董事会比例、委托出席董事会比例和缺席董事会比例。回归结果表明，零薪酬独立董事与委托出席董事会比例显著负相关，与未亲自出席董事会比例和缺席董事会比例正相关但不显著。这一回归结果说明，零薪酬独立董事委托出席董事会的比例显著更低，履职更加勤勉，与“追名”动机逻辑一致。周繁等<sup>[4]</sup>认为不应片面强调薪酬对于独立董事的激励作用，而应该更多地注重声誉对独立董事的激励和约束作用，本研究结果与这一观点一致。

同城哑变量与未亲自出席董事会比例在10%的水平上显著负相关，说明与任职公司位于同一城市的独立董事更可能亲自出席董事会。制度环境与未亲自出席和委托出席董事会比例均在5%的水平上显著正相关，表明制度环境较好地区的公司信息透明度也较高，沟通更为便利，因此更不需要亲自出席

表5 个人特征、公司特征、  
制度环境与零薪酬独立董事Table 5 Personal Characteristics, Firm  
Characteristics, Institutional Environment and  
Zero Remuneration Independent Directors

变量	Zero_rem			
<i>Indep_same_city</i>	-0.348*** (-2.763)	-0.243* (-1.818)		
<i>Indep_distance</i>	0.070*** (2.888)		0.051** (2.171)	
<i>Risk_violation</i>	-0.941*** -0.938*** (-3.701) (-3.609)			
<i>Risk_DA</i>	-0.785 -0.779 (-0.868) (-0.856)			
<i>Market</i>	0.304** (2.246)	0.314** (2.251)	0.298** (2.179)	0.304** (2.125)
<i>Education</i>	-0.024 (-0.298)	-0.027 (-0.323)	0.0003 (0.003)	-0.001 (-0.013)
<i>Lsize</i>	-0.101 (-1.350)	-0.104 (-1.441)	-0.062 (-0.750)	-0.063 (-0.787)
<i>Lev</i>	0.257 (0.587)	0.232 (0.536)	-0.033 (-0.053)	-0.059 (-0.094)
<i>Roa</i>	3.591** (2.112)	3.563** (2.129)	4.649*** (2.520)	4.616*** (2.513)
<i>Growth</i>	-0.987*** (-2.609)	-0.998*** (-2.661)	-0.816 (-1.605)	-0.817 (-1.608)
<i>Soe</i>	-0.035 (-0.169)	-0.025 (-0.115)	0.027 (0.122)	0.035 (0.151)
<i>Dual</i>	0.472* (1.840)	0.462* (1.816)	0.362 (1.325)	0.356 (1.303)
<i>Top1</i>	-1.273*** (-4.409)	-1.311*** (-4.572)	-1.463*** (-4.622)	-1.486*** (-4.681)
<i>List_age</i>	-0.001 (-0.073)	-0.002 (-0.139)	0.015 (0.845)	0.014 (0.803)
截距项	5.084*** (3.422)	4.688*** (3.084)	3.565** (2.126)	3.264** (1.944)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
样本量	1 019	1 017	991	989
调整 R <sup>2</sup>	0.144	0.142	0.136	0.134
卡方值	198.436	196.010	181.344	180.367

注:括号内数据为估计系数的t值,下同。

董事会。独立董事教育水平与未亲自出席、委托出席和缺席董事会比例均在1%的水平上显著正相关,表明零薪酬独立董事学历越高,闲暇时间越少,与QUAN et al.<sup>[31]</sup>的结论一致。公司规模与未亲自出席、委托出席和缺席董事会比例显著负相关,表明大规

表6 “追名”还是“逐利”:独立董事履职动机

Table 6 Fame or Fortune:  
Incentives for Independent Directors

变量	<i>Meeting12</i>	<i>Meeting1</i>	<i>Meeting2</i>
<i>Zero_rem</i>	0.002 (0.109)	-0.015* (-1.826)	0.009 (1.346)
<i>Indep_same_city</i>	-0.020* (-2.020)	-0.012 (-1.517)	-0.005 (-1.420)
<i>Market</i>	0.022** (2.168)	0.017** (2.448)	0.005 (1.295)
<i>Education</i>	0.025*** (4.321)	0.018*** (3.788)	0.005*** (3.438)
<i>Lsize</i>	-0.014** (-2.241)	-0.008* (-1.814)	-0.005* (-2.079)
<i>Lev</i>	0.123*** (3.077)	0.075** (2.804)	0.033* (1.804)
<i>Roa</i>	0.124 (0.860)	0.154 (1.452)	-0.018 (-0.299)
<i>Growth</i>	0.004 (0.165)	-0.017 (-0.925)	0.012 (0.798)
<i>Soe</i>	0.015 (1.380)	0.013 (1.673)	0.0003 (0.072)
<i>Dual</i>	0.053** (2.329)	0.036* (1.985)	0.012** (2.403)
<i>Top1</i>	0.060 (1.589)	0.036 (1.046)	0.003 (0.308)
<i>List_age</i>	-0.002* (-1.919)	-0.001 (-1.576)	-0.0003 (-0.869)
<i>Meeting</i>	-0.044*** (-2.928)	-0.041** (-2.533)	0.001 (0.165)
<i>Gender</i>	-0.031*** (-3.049)	-0.023** (-2.694)	-0.004 (-1.620)
<i>Indir_age</i>	0.001 (1.288)	0.0005 (0.782)	0.0003** (2.605)
<i>Boardlock</i>	-0.007 (-1.536)	-0.007 (-1.696)	0.002 (1.229)
截距项	0.352*** (2.887)	0.276** (2.715)	0.063 (1.629)
年度/行业	控制	控制	控制
样本量	962	962	962
调整 R <sup>2</sup>	0.165	0.131	0.110
F值	5.227	4.215	3.636

模公司可以为独立董事提供更大的知名度和声望<sup>[4-5,27,36]</sup>、更高的薪酬<sup>[37-38]</sup>、更多获取其他董事席位的机<sup>[39-40]</sup>,因此独立董事未亲自出席大规模公司董事会的概率显著更低。应出席会议次数与未亲自出席和委托出席董事会比例显著负相关,可能是



因为在构造未亲自出席和委托出席董事会比例变量时,本研究使用应出席会议次数进行了标准化处理。独立董事性别与未亲自出席和委托出席董事会比例显著负相关,说明女性独立董事履职更加勤勉。

4.5 稳健性检验

为了进一步提高研究结论的可靠性,本研究进行稳健性检验,限于篇幅,本部分结果未予列示,如需查看可向作者索要。①改变解释变量的度量方法。使用独立董事籍贯与任职上市公司总部是否位于同一城市测量独立董事的独立性,重新对H<sub>1</sub>进行检验。②剔除任期不满2年且未领取任何报酬的样本。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》明确规定,独立董事每届任期与该上市公司其他董事任期相同,任期届满,连选可以连任,但是连任时间不得超过6年。一般董事1届任期为3年,为了防止独立董事任期未满对本研究结论产生影响,本研究剔除任期不满2年且未领取任何报酬的56人次样本,重新对假设进行检验。③保留全样本的检验。前文采取对零薪酬独立董事进行配对的方法对假设进行检验,为防止配对可能导致的问题,保留全样本重新对假设进行检验。以上稳健性检验结果与前文结果并无实质性差异,说明本研究结论较为稳健。

5 进一步探讨和研究

5.1 个人特征、公司特征、制度环境与零薪酬会计背景独立董事

对462人次零薪酬独立董事专业背景的统计结果表明,有93人次独立董事(占20.130%)具有会计从业背景。而表5使用会计信息风险测量独立董事履职风险的回归结果表明,零薪酬独立董事并不能甄别出会计信息风险较高的上市公司。唐清泉<sup>[23]</sup>认为,独立董事对风险的取向与他们具有的认知能力相关。那么,具有会计从业背景的零薪酬独立董事是否可以进一步识别出任职公司的会计信息风险。为了回答这一问题,本研究构建零薪酬会计背景独立董事哑变量Zero\_rem\_acc,若零薪酬独立董事具有会计从业背景取值为1,否则取值为0。表7给出个人特征、公司特征、制度环境与零薪酬会计背景独立董事的检验结果,样本量中删除零薪酬非会计背景独立董事样本,保留的零薪酬非会计背景独立董事样本的回归结果大体保持一致,但显著性有所削弱。第2列用Indep\_same\_city测量独立性、用Risk\_violation测量独立董事履职风险,第3列用Indep\_distance测量独立性、用Risk\_violation测量独立董事履职风险,第4列用Indep\_same\_city测量独立性、用Risk\_DA测量独立董事履职风险,第5列用Indep\_distance测量独立性、用Risk\_DA测量独立董事履职风险。检验结果表明,与保留零薪酬非会计背景独立董事样本的回归结果大体保持一致,但显著性有所削弱。由于样本结构发生变化,表7中制度环境变量不再显著。

回归结果表明,当使用Risk\_violation测量独立董事履职风险时,独立董事独立性和违规风险仍然在

表7 个人特征、公司特征、制度环境与零薪酬会计背景独立董事

Table 7 Personal Characteristics, Firm Characteristics, Institutional Environment and Zero Remuneration Independent Directors with Accounting Background

变量	Zero_rem_acc			
Indep_same_city	-0.483*** (-3.105)		-0.402** (-2.393)	
Indep_distance		0.076*** (3.046)		0.069*** (2.458)
Risk_violation	-1.289*** (-2.705)	-1.269*** (-2.654)		
Risk_DA			-2.759** (-2.081)	-2.753** (-2.072)
Market	-0.037 (-0.167)	-0.041 (-0.177)	-0.052 (-0.226)	-0.060 (-0.248)
Education	-0.147 (-1.330)	-0.154 (-1.287)	-0.110 (-1.009)	-0.117 (-1.015)
Lnsize	-0.139 (-1.118)	-0.145 (-1.196)	-0.064 (-0.573)	-0.066 (-0.616)
Lev	-0.063 (-0.116)	-0.115 (-0.206)	-0.251 (-0.364)	-0.280 (-0.400)
Roa	2.934 (1.525)	2.887 (1.533)	5.232*** (3.047)	5.211*** (3.058)
Growth	-2.387*** (-2.623)	-2.392*** (-2.637)	-2.410*** (-2.550)	-2.419*** (-2.555)
Soe	-0.133 (-0.488)	-0.132 (-0.471)	-0.087 (-0.302)	-0.084 (-0.291)
Dual	1.153*** (2.795)	1.126*** (2.746)	0.917* (1.885)	0.895* (1.836)
Top1	-1.727** (-2.136)	-1.784** (-2.282)	-2.232*** (-2.632)	-2.273*** (-2.754)
List_age	0.031 (0.831)	0.031 (0.854)	0.052 (1.283)	0.051 (1.287)
截距项	5.199** (1.984)	4.796* (1.842)	2.995 (1.332)	2.614 (1.212)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
样本量	620	620	604	604
调整R <sup>2</sup>	0.256	0.253	0.227	0.225
卡方值	123.904	123.982	104.424	105.971

1%的水平上显著,且违规风险变量的回归系数较表5有所增大。当使用Risk\_DA测量独立董事履职风险时,独立董事独立性回归系数的大小和显著性较表5均有所提高,会计信息风险变量由表5不显著变为在5%的水平上显著负相关。综合以上回归结果说明,零薪酬会计背景独立董事不仅能较好地识别出违规风险较低的上市公司,同时可以进一步甄别出会计

信息风险较高的上市公司。

### 5.2 零薪酬独立董事与独立意见

在公司治理实践中,对董事会议案出具否定性意见是独立董事履行监督职能最具代表性的行为<sup>[41]</sup>。唐雪松等<sup>[7]</sup>研究发现,出于规避财富损失的动机,独立董事从任职公司获取的报酬越高时,说“不”的可能性越低。沿着这一逻辑,由于并无任何财富可以损失,零薪酬独立董事说“不”的可能性最大。为了检验这一设想,表8给出零薪酬独立董事与独立意见之间的多元回归结果,被解释变量为独立董事意见哑变量 *Opinion*。本研究共收集到4 831人次独立董事意见观测值,CSMAR数据库提供的独立董事意见类别包括同意、保留意见、反对意见、无法发表意见、弃权、提出异议和其他。本研究将同意定义为肯定意见并取值为0,将保留意见、反对意见、无法发表意见、弃权和提出异议定义为否定意见并取值为1。表8的第2列中,将意见类别为其他的样本归为否定意见并取值为1;第3列中,直接删除意见类别为其他的样本;第4列中,将意见类别为其他的样本归为同意并取值为0。

回归结果表明,零薪酬独立董事与独立意见之间的相关性并不显著,即零薪酬独立董事并未出具更多的否定意见。这一结果与独立董事不存在通过说“不”向人力资本市场传递监督声誉动机的观点<sup>[7]</sup>相吻合。出现这一结果,一方面可能是因为中国独立董事很少出具否定意见。在4 831个样本中,仅有1名非零薪酬独立董事出具了保留意见、1名零薪酬独立董事出具了反对意见、2名非零薪酬独立董事弃权、15名独立董事(其中5名为零薪酬)意见类型为其他。这也是导致表8的第2列与第3和第4列回归结果差异较大的原因。另一方面则可能是因为零薪酬独立董事任职公司的治理水平本身就较好,独立董事更独立、违规风险更小、市场化水平更高等。

### 5.3 零薪酬独立董事与公司治理绩效

由于存在自选择,零薪酬独立董事任职公司的治理水平更高,其并未出具更多的否定意见。那么,零薪酬独立董事任职后公司治理水平是否得到改善。为了深入了解零薪酬独立董事的治理绩效,下面对零薪酬独立董事任职前后的公司治理水平进行比较。具体方法如下:①保留聘请了零薪酬独立董事公司的所有年度样本;②将聘请零薪酬独立董事之前年份定义为“聘请前”,聘请当年定义为“聘请时”;③分别比较“聘请前”和“聘请时”任职公司的治理水平。为了消除时间趋势的差异,本研究对所有公司治理变量使用当年行业中值进行标准化处理。其中,机构持股(*Instihold*)使用机构持股比例测量;审计质量(*Big4*)使用是否聘请四大会计师事务所测量;CEO超额薪酬(*Extra\_rem*)采用管理层薪酬决定模型,用分行业、分年度的回归残差测量;资金占用(*Tunnelling*)使用经规模调整后的关联交易产生的应收与应付项目之差测量;其他变量测量方法与前文一致。表9给出零薪酬独立董事任职前后公司治

表8 零薪酬独立董事与独立意见

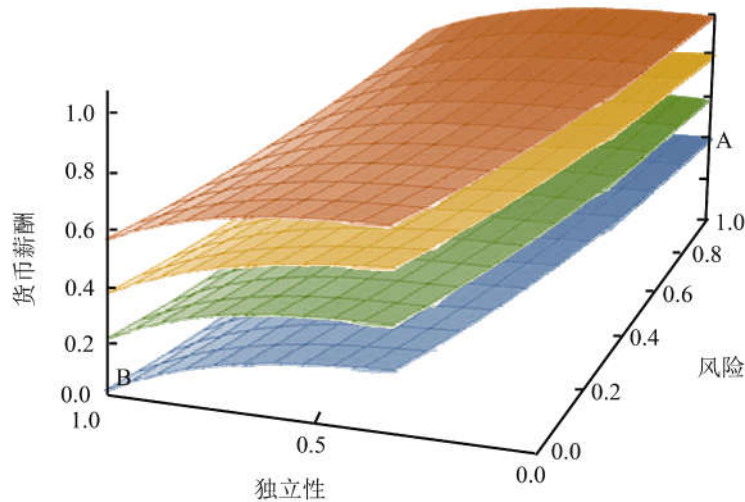
Table 8 Zero Remuneration Independent Directors and Independent Opinions

变量	<i>Opinion</i>		
<i>Zero_rem</i>	-0.079 (-0.107)	-2.313 (-0.959)	-2.308 (-0.959)
<i>Indep_same_city</i>	0.286 (0.369)	-1.222 (-0.900)	-1.231 (-0.899)
<i>Risk_DA</i>	-4.750 (-1.327)	-9.036 (-1.134)	-8.993 (-1.123)
<i>Education</i>	-0.810*** (-2.921)	3.348* (1.661)	3.366* (1.656)
<i>Lsize</i>	-0.242* (-1.679)	-0.012 (-0.012)	-0.003 (-0.003)
<i>Lev</i>	-3.376 (-1.217)	-1.650 (-1.340)	-1.659 (-1.348)
<i>Roa</i>	-3.113* (-1.717)	-10.086 (-1.541)	-10.175 (-1.554)
<i>Growth</i>	0.440 (0.299)	-6.825 (-0.750)	-6.827 (-0.751)
<i>Soe</i>	0.843** (1.938)	4.602 (1.584)	4.614 (1.582)
<i>Dual</i>	-0.697 (-0.416)	3.147** (2.441)	3.168** (2.441)
<i>Top1</i>	-5.456 (-1.339)	6.747 (0.986)	6.761 (0.985)
<i>List_age</i>	-0.100* (-1.729)	-0.300*** (-2.751)	-0.301*** (-2.739)
<i>Meeting</i>	-0.276 (-0.640)	3.061*** (3.535)	3.049*** (3.515)
<i>Gender</i>	0.090 (0.209)	2.185 (0.800)	2.183 (0.796)
<i>Indir_age</i>	-0.088*** (-4.026)	-0.151 (-0.957)	-0.151 (-0.960)
<i>Boardlock</i>	0.115 (0.626)	0.189 (0.260)	0.189 (0.259)
截距项	11.832** (2.438)	-25.453 (-0.770)	-25.687 (-0.775)
样本量	4 831	4 816	4 831
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.189	0.471	0.471
沃尔德卡方	46.906	30.492	30.489

理水平的单变量检验结果。由表9可知,除大股东持股比例在“聘请时”显著低于“聘请前”外,其他治理指标并未发生显著改善。“聘请时”CEO超额薪酬反而略高。这说明单凭零薪酬独立董事的一己之力并不能带来公司治理水平的显著提高。

**表9 零薪酬独立董事任职前后的公司治理水平比较**  
**Table 9 Comparison of Corporate Governance before and after Resumption of Zero Remuneration Independent Directors**

变量	聘请前			聘请时			均值 t 检验	中值 z 检验
	样本量	均值	中值	样本量	均值	中值		
<i>Instihold</i>	418	0.058	0.009	245	0.050	0.009	0.763	-0.085
<i>Top1</i>	572	0.027	0.021	295	-0.004	-0.006	2.429**	2.531***
<i>Dual</i>	572	0.178	0	295	0.200	0	-0.777	-0.777
<i>Big4</i>	572	0.079	0	295	0.081	0	-0.139	-0.062
<i>Extra_rem</i>	376	-0.112	-0.106	237	-0.019	-0.001	-1.609	-1.717*
<i>Tunnelling</i>	572	-0.015	-0.005	295	-0.020	-0.004	0.744	-0.158
<i>Risk_violation</i>	572	0.161	0	295	0.125	0	0.959	0.703



**图1 独立董事等效用曲面图**

**Figure 1 Equivalent Surface of Independent Directors**

**6 讨论**

零薪酬独立董事现象说明在中国资本市场中存在一个声誉市场,并且这一市场能够对零薪酬独立董事产生足够的激励。遗憾的是,这一激励并不足以对所有独立董事产生影响,其作用大小取决于声誉本身带来的效用,也因独立董事不同而存在差异。本研究虽然在一定程度上论证了独立董事固定薪酬存在弊端,但也并不呼吁对所有独立董事实行零薪酬。独立董事也是现实的“经济人”,在缺乏其他激励措施的情况下,期待他们恪尽职守未免过于严苛<sup>[42]</sup>。对于绝大多数领取固定薪酬的独立董事,一定是“追名”和“逐利”同时兼顾的,虽然可能存在权重上的差异。图1为独立董事等效用曲面图,反映了货币薪酬、独立性和风险三因素在同效用下的此消彼长关系。本研究将公司无法决定的制度环境视为外生变量,并将货币薪酬、独立性和风险的取值界定在0~1之间。以A点和B点所在曲面为例,如果任

职公司的风险较大、独立性较弱,则需要将货币薪酬设定在较高点才能维持独立董事的效用水平(A点);如果任职公司的风险较小、独立性较强,零薪酬同样可以使独立董事效用维持在同等水平(B点)。等效用曲面图说明,上市公司应当根据自身所处的制度环境、风险水平以及每位独立董事的具体情况,对不同独立董事设定出差异化的薪酬水平。

**7 结论**

本研究以2002年至2015年沪、深两市A股主板上市公司为样本,从“追名”和“逐利”两个角度对独立董事零薪酬现象进行探讨。研究结果表明,从个人特征看,零薪酬更可能出现在独立性较强的董事中;从公司特征看,零薪酬更可能出现在违规风险较低的公司;从制度环境看,零薪酬更可能出现在市场化水平较高的地区。零薪酬独立董事在出席董事会时也更加勤勉,以上结论与“追名”动机逻辑一致。进



一步研究发现,会计背景的零薪酬独立董事能进一步甄别出财务风险更高的公司;由于存在自选择,零薪酬独立董事任职公司的治理水平更高,其并未出具更多的否定意见。

本研究结论对理论分析者、资本市场参与者和监管部门均具有重要的现实意义。对于理论分析者而言,本研究结论不仅为独立董事零薪酬现象提供了合理解释,丰富了薪酬领域相关研究,同时也为声誉激励在影响独立董事履职中发挥的作用提供了直接的经验证据。对于资本市场参与者而言,本研究结论有助于投资者甄别违规风险低、会计信息质量高的上市公司,从而优化投资组合,降低投资损失。对于监管部门而言,本研究结论对完善独立董事激励机制、培育独立董事人才市场具有现实的指导意义。

不可否认,本研究也存在一定不足。除“追名”和“逐利”外,独立董事候选人还可能出于获取学习经验、增加工作阅历等动机而选择接受零薪酬,而上市公司也可能通过其他替代方式给零薪酬独立董事支付薪酬,这些因素可在后续研究中继续探讨。

#### 参考文献:

- [1] FAMA E F, JENSEN M C. Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 1983, 26(2): 301-325.
- [2] 邵少敏, 吴沧澜, 林伟. 国外独立董事研究. *世界经济*, 2003, 26(4): 67-78.  
SHAO Shaomin, WU Canglan, LIN Wei. Research on foreign independent directors. *The Journal of World Economy*, 2003, 26(4): 67-78. (in Chinese)
- [3] 董志强, 蒲勇健. 掏空、合谋与独立董事报酬. *世界经济*, 2006, 29(6): 71-83.  
DONG Zhiqiang, PU Yongjian. Tunneling, collusion and independent director compensations. *The Journal of World Economy*, 2006, 29(6): 71-83. (in Chinese)
- [4] 周繁, 谭劲松, 简宇寅. 声誉激励还是经济激励: 独立董事“跳槽”的实证研究. *中国会计评论*, 2008, 6(2): 177-192.  
ZHOU Fan, TAN Jinsong, JIAN Yuyin. Reputation incentive or economic incentive: an empirical study on job-hopping behaviors of independent directors. *China Accounting Review*, 2008, 6(2): 177-192. (in Chinese)
- [5] 杜胜利, 张杰. 独立董事薪酬影响因素的实证研究. *会计研究*, 2004(9): 82-88.  
DU Shengli, ZHANG Jie. An empirical study on the influencing factors of independent directors allowance. *Accounting Research*, 2004(9): 82-88. (in Chinese)
- [6] 沈艺峰, 陈旋. 无绩效考核下外部独立董事薪酬的决定. *南开管理评论*, 2016, 19(2): 4-18.  
SHEN Yifeng, CHEN Xuan. The determination of non-performance related outside director compensation. *Nankai Business Review*, 2016, 19(2): 4-18. (in Chinese)
- [7] 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. *管理世界*, 2010(9): 138-149.  
TANG Xuesong, DU Jun, SHEN Hui. The motive of independent directors in monitoring. *Management World*, 2010(9): 138-149. (in Chinese)
- [8] 叶康涛, 祝继高, 陆正飞, 等. 独立董事的独立性: 基于董事会投票的证据. *经济研究*, 2011, 46(1): 126-139.  
YE Kangtao, ZHU Jigao, LU Zhengfei, et al. The independence of independent directors: evidence from board voting behavior. *Economic Research Journal*, 2011, 46(1): 126-139. (in Chinese)
- [9] 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. *中国工业经济*, 2017(2): 174-192.  
ZHENG Zhigang, LIANG Xinwen, HUANG Jicheng. How should Chinese listed companies set incentive compensation contract for independent directors. *China Industrial Economics*, 2017(2): 174-192. (in Chinese)
- [10] 江伟, 刘丹, 李雯. 薪酬委员会特征与高管薪酬契约: 基于中国上市公司的经验研究. *会计与经济研究*, 2013, 27(3): 3-17.  
JIANG Wei, LIU Dan, LI Wen. Compensation committee characteristics and executive compensation contract: empirical research based on Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 27(3): 3-17. (in Chinese)
- [11] LOUREIRO G R, MAKHIJA A K, ZHANG D. *The rise of a one-dollar CEO salary*. Braga, Portugal: University of Minho, 2014.
- [12] HAMM S J W, JUNG M J, WANG C. Making sense of one dollar CEO salaries. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(3): 941-972.
- [13] 曹廷求, 李晋. CEO零薪酬: 示好还是作秀. *山西财经大学学报*, 2014, 36(7): 81-90.  
CAO Tingqiu, LI Jin. ¥0 CEO: a good will or a show. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2014, 36(7): 81-90. (in Chinese)
- [14] 宁向东. 为什么要当独立董事. *IT 经理世界*, 2009(8): 88.  
NING Xiangdong. Why to be an independent director. *CEO-CEO China*, 2009(8): 88. (in Chinese)
- [15] 全怡. 中国制度背景下的上市公司独立董事研究. 北京: 经济科学出版社, 2016: 5.  
QUAN Yi. *Independent directors of listed companies in China's institutional context*. Beijing: Economic Science Press, 2016: 5. (in Chinese)
- [16] 李维安, 李晓琳, 张耀伟. 董事会社会独立性与CEO变更: 基于违规上市公司的研究. *管理科学*, 2017, 30(2): 94-105.  
LI Weian, LI Xiaolin, ZHANG Yaowei. Board social independence and CEO turnover: based on research of illegal listed company. *Journal of Management Science*, 2017, 30(2): 94-105. (in Chinese)
- [17] 黄海杰, 吕长江, 丁慧. 独立董事声誉与盈余质量: 会计专业独董的视角. *管理世界*, 2016(3): 128-143.  
HUANG Haijie, LV Changjiang, DING Hui. The reputation of independent directors and earnings quality: analysis from the perspective of independent directors with financial background. *Management World*, 2016(3): 128-143. (in Chinese)

- nese)
- [18] 辛清泉, 黄曼丽, 易浩然. 上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚: 基于独立董事个体视角的分析. *管理世界*, 2013(5): 131-143, 175.  
XIN Qingquan, HUANG Manli, YI Haoran. The listed-company's fraud in statement and the supervision and penalty of independent directors: an analysis from the perspective of the individual independent director. *Management World*, 2013(5): 131-143, 175. (in Chinese)
- [19] QUAN Y, LI S. Are academic independent directors punished more severely when they engage in violations?. *China Journal of Accounting Research*, 2017, 10(1): 71-86.
- [20] 谭劲松, 李敏仪, 黎文靖, 等. 我国上市公司独立董事制度若干特征分析. *管理世界*, 2003(9): 110-121, 135.  
TAN Jinsong, LI Minyi, LI Wenjing, et al. Analysis on the characteristics of independent director system of listed companies in China. *Management World*, 2003(9): 110-121, 135. (in Chinese)
- [21] 宁向东, 崔弼洙, 张颖. 基于声誉的独立董事行为研究. *清华大学学报: 哲学社会科学版*, 2012, 27(1): 129-136.  
NING Xiangdong, CUI Bizhu, ZHANG Ying. On reputation and behavior of independent directors. *Journal of Tsinghua University: Philosophy and Social Sciences*, 2012, 27(1): 129-136. (in Chinese)
- [22] 唐清泉. 上市公司作用下独立董事任职的动机与作用: 基于上海证券交易所的实证研究. *管理科学*, 2005, 18(4): 8-13.  
TANG Qingquan. Motivations and functional roles in Chinese independent director systems: based on China's Shanghai securities market. *Journal of Management Science*, 2005, 18(4): 8-13. (in Chinese)
- [23] 唐清泉. 独立董事对报酬与风险的取向: 基于深交所的实证研究. *财经理论与实践*, 2006, 27(1): 51-55.  
TANG Qingquan. Independent director's compensation and risk taking: an empirical study based on Shenzhen stock exchange. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2006, 27(1): 51-55. (in Chinese)
- [24] 全怡, 姚振晔. 法律环境、独董任职经验与企业违规. *山西财经大学学报*, 2015, 37(9): 76-89.  
QUAN Yi, YAO Zhenye. Law environment, independent directors experience type and violation. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2015, 37(9): 76-89. (in Chinese)
- [25] 陈冬华, 章铁生, 李翔. 法律环境、政府管制与隐性契约. *经济研究*, 2008, 43(3): 60-72.  
CHEN Donghua, ZHANG Tiesheng, LI Xiang. Law environment, government regulation and implicit contract: empirical evidence from the scandals of Chinese listed companies. *Economic Research Journal*, 2008, 43(3): 60-72. (in Chinese)
- [26] 罗党论, 徐璇, 封焜. 独立董事报酬形成机制研究: 以中国上市公司为例. *管理科学*, 2007, 20(2): 46-53.  
LUO Danglun, XU Xuan, FENG Yu. The forming mechanism of independent director: a case study of the Chinese listed companies. *Journal of Management Science*, 2007, 20(2): 46-53. (in Chinese)
- [27] ADAMS R B, FERREIRA D. Do directors perform for pay?. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46(1): 154-171.
- [28] MASULIS R W, MOBBS S. Independent director incentives: where do talented directors spend their limited time and energy?. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(2): 406-429.
- [29] 全怡, 陈冬华. 多席位独立董事的精力分配与治理效应: 基于声誉与距离的角度. *会计研究*, 2016(12): 29-36.  
QUAN Yi, CHEN Donghua. Energy distribution and governance effect of multiple-board independent directors: based on the reputation and geographic proximity. *Accounting Research*, 2016(12): 29-36. (in Chinese)
- [30] 谭劲松, 郑国坚, 周繁. 独立董事辞职的影响因素: 理论框架与实证分析. *中国会计与财务研究*, 2006, 8(2): 119-162.  
TAN Jinsong, ZHENG Guojian, ZHOU Fan. Determinants of the resignation of independent directors: a theoretical framework and empirical study. *China Accounting and Finance Review*, 2006, 8(2): 119-162. (in Chinese)
- [31] QUAN Y, CHEN D. Effort allocation and governance effect of multiple-board independent directors: evidence from reputation and geographic proximity. *China Journal of Accounting Studies*, 2016, 4(3): 287-307.
- [32] KNYAZEVA A, KNYAZEVA D, MASULIS R W. The supply of corporate directors and board independence. *The Review of Financial Studies*, 2013, 26(6): 1561-1605.
- [33] KOTHARI S P, LEONE A J, WASLEY C E. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163-197.
- [34] 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. 北京: 经济科学出版社, 2011: 265.  
FAN Gang, WANG Xiaolu, ZHU Hengpeng. *NERI index of marketization of China's provinces 2011 report*. Beijing: Economic Science Press, 2011: 265. (in Chinese)
- [35] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告 (2016). 北京: 社会科学文献出版社, 2017: 214-215.  
WANG Xiaolu, FAN Gang, YU Jingwen. *Marketization index of China's provinces: NERI report 2016*. Beijing: Social Science Academic Press, 2017: 214-215. (in Chinese)
- [36] SHIVDASANI A. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16(1/3): 167-198.
- [37] RYAN H E, Jr, WIGGINS R A, III. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(3): 497-524.
- [38] 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. *南开管理评论*, 2005, 8(1): 21-29.  
SUN Zerui, ZHU Xiaomei. The theoretical study and analysis on the independent director's compensation system in Chinese listed corporations. *Nankai Business Review*, 2005, 8(1): 21-29. (in Chinese)
- [39] YERMACK D. Remuneration, retention, and reputation incen-

- tives for outside directors. *The Journal of Finance*, 2004, 59(5): 2281–2308.
- [40] FICH E M. Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms. *The Journal of Business*, 2005, 78(5): 1943–1972.
- [41] 郑志刚, 李俊强, 黄继承, 等. 独立董事否定意见发表与换届未连任. *金融研究*, 2016(12): 159–174. ZHENG Zhigang, LI Junqiang, HUANG Jicheng, et al. Independent director of adverse opinion and reelection. *Journal of Financial Research*, 2016(12): 159–174. (in Chinese)
- [42] 顾功耘, 罗培新. 论我国建立独立董事制度的几个法律问题. *中国法学*, 2001(6): 65–75. GU Gongyun, LUO Peixin. On several legal problems of establishing independent director system in China. *China Legal Science*, 2001(6): 65–75. (in Chinese)

## Fame or Fortune: Incentives for Independent Directors

QUAN Yi<sup>1</sup>, GUO Qing<sup>2</sup>

1 School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China

2 Changzhou Central Sub-branch, People's Bank of China, Changzhou 213001, China

**Abstract:** The agency problem caused by the separation of management and ownership is the institutional source that leads to the birth of independent directors. Introducing the independent director system and protecting the whole corporate benefits, especially preventing legitimate rights and interests of minority shareholders from damage, is important for regulators to improve corporate governance. Because independent directors are the agent of the residual claimants in nature, the agency problem also exists between them and shareholders. For that reason, it is a challenge for regulators and practitioners to construct a rational incentive mechanism for independent directors and to establish effective fiduciary duties between directors and minority shareholders.

In this paper, we select the A-share listed firms from 2002 to 2015 as our samples and use manual matching method, Logit regression and OLS regression as our main research methods. Meanwhile, we also conduct further analysis and a series of tests for robustness. In general, this paper examines the influences which cause independent directors to accept zero remuneration from the levels of personal characteristics, firm characteristics and institutional environment. Furthermore, the paper discusses the resumption incentives of independent directors from the perspectives of “fame” and “fortune”.

Based on our results, when we examine their personal characteristics, we find that the more independent an independent director is, the more likely he will accept zero remuneration. As for firm characteristics, the results show that the zero remuneration independent director (ZRID) is more likely to resume in firms with lower violation risks. In addition, as for institutional environment, zero remuneration is more likely to occur within higher marketization levels. Then, in consistence with the logic of fame incentives, ZRID is also more diligent when he attends board meetings. Further research finds that the ZRID with accounting background can further identify firms which have higher financial risks. And due to self-selection, the corporate governance level of firms with ZRIDs is better and that ZRIDs do not voice more negative opinions.

According to our results, the roles that fortune incentives and fame incentives play vary obviously in different independent directors. On the one hand, this study provides a reasonable explanation for the phenomenon of ZRID, indicating that firms should set differentiated remuneration plan according to their own institutional environment, risk level and personal characteristics of each independent director. On the other hand, this study provides important implications for regulatory authorities to improve the incentive mechanism and foster the talent resources market of independent directors.

**Keywords:** independent director; zero remuneration; incentives; fame; fortune

**Received Date:** February 19<sup>th</sup>, 2017      **Accepted Date:** June 8<sup>th</sup>, 2017

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China(71602191)

**Biography:** QUAN Yi, doctor in management, is a lecturer in the School of Accounting at Zhongnan University of Economics and Law. Her research interests cover executive characteristics and behaviors, analysts coverage and certified public accountant auditing. Her representative paper titled “Energy distribution and governance effect of multiple-board independent directors: based on the view of reputation and geographic proximity” was published in the *Accounting Research* (Issue 12, 2016). E-mail: quanyi88888@163.com

GUO Qing, is an assistant engineer in the Changzhou Central Sub-branch at People's Bank of China. His research interests include data mining and software architecture. His representative paper titled “Software architecture-based approach to self-adaption of web applications” was published in the *Journal of Chinese Computer Systems* (Issue 8, 2011). E-mail: guoqing84@gmail.com □