
上市公司独立董事薪酬制度研究

——基于浙江上市公司数据

陈 云

(浙江财经学院会计学院 浙江 杭州 310018)

【摘要】本文以浙江上市公司作为样本数据，对其独立董事薪酬进行了分析。结果发现：不同上市公司薪酬水平差异很大，区分度比较明显，独立董事薪酬水平受公司高管水平制约，公司高管平均薪酬水平越高，独立董事薪酬越多。并提出了完善独立董事薪酬制度的建议。

【关键词】独立董事；薪酬制度；上市公司；浙江

一、引言

独立董事制度作为公司治理中的重要组成部分，在现代企业的发展中，发挥越来越大的作用：建立和完善上市公司独立董事制度不仅有助于提高董事会的决策水平，有利于公司的专业化运作和公司战略的科学化，而且有利于减轻内部人控制，完善公司治理，加强内部制衡；不仅有利于维护公司整体利益和保护中小股东利益，而且也有利于树立公司形象，增加公司价值。自中国证监会于 2001 年 8 月 16 日发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》（下称《指导意见》）以来，关于独立董事制度的研究就从未停止过，特别是致力于公司治理角度，研究独立董事制度与企业业绩的相关性，然而，却无法得出统一的结论。笔者认为，独立董事的薪酬问题是独立董事发挥“独立性”作用的“灵魂”。设想：独立董事的薪酬制度设计必须在保证独立董事的独立性的前提下，更好地促使独立董事们尽职尽责。不可否认，研究独立董事的薪酬制度能够为完善中国上市公司独立董事制度奠定坚实的基础。目前，关于上市公司独立董事薪酬制度的理论成果十分丰富，但大多数学者均将考虑重点放在独立董事的激励机制方面，包括报酬激励、声誉激励等。笔者认为，独立董事的薪酬可以分为两类：基本薪酬和激励薪酬。下面将就这两大类在国内外的理论方面予以论述。

二、独立董事薪酬制度理论分析

（一）独立董事基本薪酬

独立董事基本薪酬可以理解为人力资本的必要支付从三方面讨论。

（1）是否应该给予基本薪酬。从实践上来看，大部分国家对该问题持肯定态度。我国规定：上市公司应当给予独立董事适当的津贴；美国的独立董事基本薪酬可以包括：董事津贴和会议费、委员津贴和委员会会议费，公司如果设立专业委员会，则可以得到委员津贴和委员会会议费；根据英美特例法规则，除非公司章程对董事的报酬作有规定，否则，董事无权取得任何报酬。然而，该原则是以公司章程未对董事的报酬作出规定为条件，也以公司与董事之间没有订立董事取得报酬的服务契约为条件。如果公司章程对董事规定了报酬，则董事有权要求公司对自己担任的公司职位支付报酬。值得说明的是，独立董事与公司虽无

作者简介：陈 云（1987-），女，浙江宁波人，浙江财经学院会计学院硕士研究生

雇用契约，一般却有服务契约，而且一般是有酬劳条款的。可见，对独立董事们的劳力支出，英国同样承认其中的基本薪酬支付。笔者同意大多数专家的观点，即应该给予独立董事基本薪酬。虽然独立董事因为专业技能与身份地位的原因可能并不差钱，但是，这不可以成为不支付其基本薪酬的借口。其实所有关于独立董事的薪酬支付争议都是针对激励薪酬，而非基本薪酬。支付基本薪酬只是为了让其正常工作，而不支付的可能后果就是无法正常工作，更不用说预期目标的实现。也许有人认为，某些独立董事品德高尚或者是为了实现自身价值最大化，以至于可以接受零报酬的待遇，然而，这样实施起来也是困难重重。毕竟不是所有的独立董事都不需要养家糊口，而且这种差异化的薪酬制度在信息不对称的情况下是很难得到各方理解的。而带来的负面效应可能是始料未及的。

（2）基本薪酬的标准。薪酬标准的制定必须有一个合理的参考依据，既要保证独立董事薪酬差距不宜过大；也要考虑薪酬的激励作用，总之应兼顾各公司的具体状况。我国《指导意见》规定：津贴的标准应当由董事会制订预案，股东大会审议通过，并在公司年报中进行披露。而目前各家上市公司公布的独立董事制度中，很少制定明确的薪酬标准。有公司认为，由于个人责任重大，独立董事每工作日的津贴标准应略高于现有执行董事的日平均工资水平，但却并未对高出多少作出进一步的说明。从实践中来看，世界各国都对独立董事支付数额不等的薪酬。中国独立董事基本薪酬一般在 3-5 万之间，各行业，各区域差别较大。

（3）基本薪酬的支付方式。此处，支付方式包括支付形式和由谁支付。对于支付形式，一般以现金每月支付为主。由谁支付涉及到支付者和实际承担者之间的关系。其中有以下几方面观点：其一应该由中小股东来担当此任，因为这样一来独立董事就代表了中小股东的利益，而不会对大股东损害中小股东的决议案投赞成票。这种观点的出发点主要是针对独立董事保护股东，特别是中小股东的利益出发的。其二应该由上市公司直接支付。其三应该由中介机构支付。引入市场中介机构作为对独立董事进行经济激励的实施主体，所有进入上市公司的独立董事的津贴不直接从上市公司领取，改由协会向上市公司收取管理费，其中一部分发放给任职独立董事。笔者认为，基本薪酬作为最基本的劳务支出，对独立性影响甚微，故从上市公司直接领取即可。

（二）独立董事激励薪酬

薪酬激励是除了上述基本薪酬外还包括以下影响：

（1）是否应该给予激励薪酬。实践中各国对此的态度差别很大。我国《指导意见》规定：除津贴外，独立董事不应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。可见，我国不赞成激励薪酬，公司年报中反映的独立董事的薪酬水平均有固定薪酬。英国 Cadbury 报告：报酬应该体现非执行董事的贡献；为确保独立董事的独立性，本文认为非执行董事不参加股票期权和养老金计划。美国 1969 年《特拉华州普通公司法》规定，公司有权“支付年金并为其董事、官员和雇员们以及其下属公司的董事实施年金、利润分配、股票买卖特权、股票购入、股票分红、退休金、激励和补偿计划、信托和还赎等制度”。美国执行董事中流行的报酬方式，即股票期权与股票选择权。德国公司治理准则（GCGG）规定，监事会成员不得接受股票期权或类似的与股票的市场价格相联系的报酬，以保证能与管理董事会所采取的管理措施保持必要的距离。理论界争论的实质主要是“独立性”与工作积极性的平衡。赞成独立董事领薪钟朋荣（2001）认为独立董事作为人力资本属于企业家。独立董事也应该索酬，以提高其工作的积极性。反对独立董事向上市公司领薪魏杰（2001）认为独立董事领薪不符合独立董事的要求，因为独立性体现在不是公司的雇员。Fama 和 Jensen 也反对独立董事领薪，而这是基于完备市场机制的考虑。笔者认为，应该给予独立董事激励薪酬。独立董事存在普遍缺席董事会的情形，而背后的原因大多是董事们投入与薪酬不成比例。因此，必须在保障独立性的前提下，注重独立董事积极性的提高。但薪酬的标准和薪酬的支付方式等都不可照搬西方国家的经验。

（2）激励薪酬的标准。我国目前并不提倡激励薪酬，故无相应标准可言。然而，通过学习西方国家的激励薪酬标准，可以完善我国上市公司独立董事薪酬制度。美国向独立董事提供股票期权，但该期权方案不同于向一般员工提供的普通股票期权方案。其一般的做法是：固定津贴之外支付股票期权。在外部董事当选时，能够一次性地获得一定数量的非法定股票期权；以每

年赠予一定数量的非法定股票期权来替代每年支付给外部董事的固定津贴，固定收入转变为浮动收入。另外，有些公司规定独立董事可以参与延期支付计划，即将独立董事固定津贴的一部分（通常是 25%）存入延期支付户头，在独立董事退休或离职时以公司普通股票形式支付。笔者认为，激励薪酬的标准在不妨碍独立董事的独立性同时，可以给予上市公司更多的发挥空间。

（三）激励薪酬支付方式

独立董事报酬激励可以采用现金形式，也可以采用股票或股票期权的形式。一般来说，独立董事可以年薪和会议费的形式获得常规董事会工作的现金报酬，如果是委员会成员的话，还可以得到委员会成员费或委员会会议费或二者兼得。而对于由谁支付同基本薪酬一样，可以由上市公司直接支付或者由中介机构支付。笔者认为，如果该中介机构不独立于上市公司，其支付给独立董事的薪酬从根本上仍然由上市公司承担，则从中介机构领取激励薪酬并不能解决独立性问题。不难发现，我国《指导意见》虽然规定我国上市公司独立董事只能领取基本薪酬，但是基本薪酬的标准却是无法统一的。另外，目前各家上市公司公布的独立董事制度中，很少制定明确的薪酬标准。因此，这无疑赋予各上市公司极大的空间。因此研究独立董事薪酬的影响因素、独立董事薪酬与企业业绩的相关性有着举足轻重的作用。笔者的实证研究也将在这方面入手。

三、研究设计

（一）研究假设

独立董事薪酬影响因素可考虑的角度很多，总结前人研究经验，提出以下研究假设：

假设 1：独立董事薪酬与企业资产规模正相关

首先，企业资产规模越大，就意味着独立董事要花费更多的精力，可能要参加更多的董事会，对更多的重大事项发表独立意见。其次，公司资产规模越大，企业对独立董事本身的工作经验、知识技能等有更高的要求，这在一定程度上提高了独立董事的薪酬水平。

假设 2：独立董事薪酬与企业业绩存在正相关关系

在其他相同条件下，企业业绩的上升与独立董事的薪酬存在正相关关系。首先，独立董事薪酬的水平提高，调动了独立董事们工作的积极性，他们可能更好地履行其职责，从而提高了企业的业绩。其次，从信号传递的角度来看，良好的企业业绩条件下，独立董事薪酬水平一般来说是不会低的。企业业绩可供选择的指标很多，笔者选择了营业收入、每股收益两个指标。

假设 3：独立董事薪酬与公司高管平均薪酬正相关

在其他相同条件下，公司高管薪酬越高，独立董事的薪酬水平越高。这主要是基于独立董事与公司高管在很大程度上有很大的可比性而考虑的。

（二）变量选取

根据上述分析和研究假设，指标和变量选择如表（1）所示。

（三）样本选取和数据来源

表 1 指标和变量选择	
被解释变量	变量
	总资产
	营业收入
	每股收益
解释变量	公司高管平均薪酬
	独立董事薪酬

表 2 独立董事薪酬描述性统计		
	独立董事领取报酬数(元)	
	本届	上届
最大值	80000	100000
最小值	0	0
平均值	44484.9	41862.79
方差	3.3E+08	2.81E+08
标准差	18157.35	16771.82

本文以我国在上交所上市的浙江上市公司（共 46 家）作为研究对象，选择最近连续两届独立董事任职为样本研究区间。其中，本届数据均来自 2008 年年报，鉴于每个上市公司独立董事换届时点不一，其资料来源跨度较大，所以上届数据一般来自 2005 年至 2007 年年报。另外，笔者还剔除了数据缺失和数据混乱的公司，最后得到每届样本量的总数均为 43 个。所使用的数据全部来自上海证券交易所 <http://www.sse.com.cn>。

四、实证检验分析

（一）描述性统计

本文的研究主要是针对独立董事薪酬、独立董事薪酬与高管薪酬的关系，相关描述性统计如下：（1）独立董事薪酬描述性统计。在 EXCEL2002 中利用 MAX、MIN、AVERAGE、VAR、SQRT 函数容易得到样本的描述性统计结果如表（2）。可以看到，本届独立董事薪酬水平最大值为 80000，最小值为 0，平均值为 44484.9，标准差为 18157.35。所以，不同上市公司薪酬水平差异很大，区分度比较明显。观察上届独立董事薪酬水平，大体也能得到相同结论。这为下文的独立董事薪酬与企业业绩相关性提供了一定的数据支持。在 EXCEL2002 中利用 AVERAGE 函数及两轴线折线图，容易得到图（1）结果：可以看到，一般来说，公司高管平均薪酬水平越高，独立董事薪酬越多。这与研究假设 3 是一致的。因此，独立董事的薪酬制度设计可以将公司高管薪酬水平作为参照物之一，从而避免独立董事薪酬太高或太低的情形。

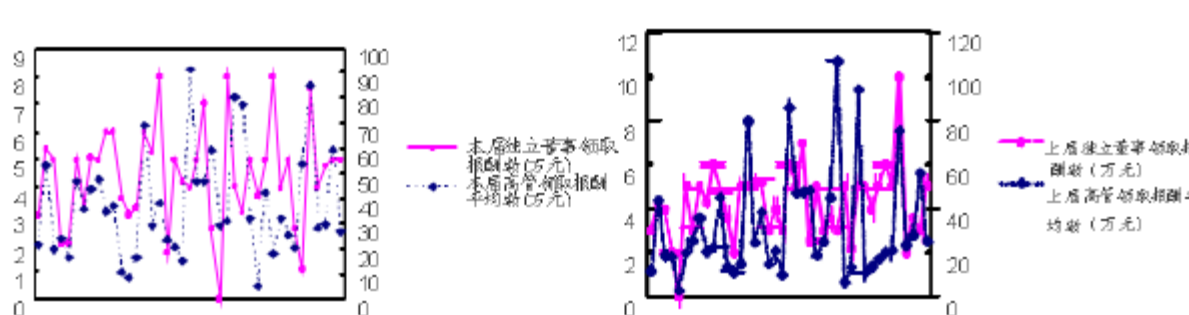


图 1 独立董事薪酬与公司高管薪酬关系折线图

(二)相关性分析

本文分析了独立董事薪酬与企业业绩的相关性。在 EXCEL2002 中用 CORREL 函数容易计算样本的相关系数,得到结果如表(3)所示。相关系数作为用以反映变量之间相关关系密切程度的统计指标,根据著名统计学家片尔·皮尔逊设计的二级划分法可知:独立董事薪酬与资产规模、营业收入及每股收益均有一定的低度线性正相关关系,相关性由强至弱依次为资产规模、营业收入和每股收益。本届独立董事薪酬与总资产的相关系数为 0.357,上届独立董事薪酬与总资产的相关系数数为 0.4。这与假设 1 一致。说明独立董事薪酬与资产规模有一定的正相关关系。本届独立董事与营业收入的相关性为 0.24,上届独立董事与营业收入的相关性为 0.225;本届独立董事与每股收益的相关性为 0.09,上届独立董事与营业收入的相关性为 0.16。这与假设 2 一致。说明独立董事薪酬在一定程度上履行了应尽地职责,即更好地监督企业运营,提高了企业业绩,保护了股东权益。

表 3 本届独立董事薪酬与业绩指标相关性计算表

		总资产	每股收益	营业收入
本届	与独立董事薪	0.356975788	0.094298719	0.239234943
上届	酬的相关系数	0.399723065	0.161212282	0.224634326

(三)回归分析

为了更好地与前述相关性进行验证,此处研究本届独立董事薪酬与总资产、营业收入及每股收益的线性回归方程。用 EXCEL2007LINEST 函数做线性回归,返回对应结果如表(4)所示。

表 4 EXCEL2007LINEST 函数线性回归返回对应结果

M 3	M 2	M 1	B
Se3	Se2	Se1	seb
R 2	sev	#N/A	#N/A
F	df	#N/A	#N/A
ssreg	ssresid	#N/A	#N/A

主要考察:第一,独立董事薪酬 $y=m1*总资产+m2*每股收益+m3*营业收入+b$,其中 $m1, m2, m3$ 为正数,则反映是正相关。数值的大小与相关性强弱无关。第二, R^2 :判定系数。 y 的估计值与实际值之比,范围在 0 到 1 之间。如果为 1,则样本有很好的相关性, y 的估计值与实际值之间没有差别。相反,如果判定系数为 0,则回归公式不能用来预测 y 值。第三,意外出现较高 F 值的概率= $FDIST(F, 样本数-df-1, df)$,较小说明可以通过回归方程来预测 y 值。上述返回对应值如表(5)和表(6)所示。

表 5 EXCEL2007LINEST 函数线性回归返回本届样本计算结果

2.71817E-07	965.05	2.28786E-06	38,175.07
1.12813E-06	6,674.06	1.25346E-06	4,328.61
0.155703847	17,552.86	#N/A	#N/A
2.274495078	37.00	#N/A	#N/A
2102335896	11399808968	#N/A	#N/A

表 6 EXCEL2007LINEST 函数线性回归返回上届样本计算结果

-1.072E-06	4119.585577	4.42E-06	32379.98539
1.5942E-06	6477.021297	1.96E-06	4101.591344
0.17963493	15764.34815	#N/A	#N/A
2.84660352	39	#N/A	#N/A
2122268229	9692072236	#N/A	#N/A

可以发现：（1）本届独立董事薪酬=（2.28786E-06）*本届总资产+965.05*本届每股收益+（2.71817E-07）*本届营业收入+38,175.07；上届独立董事薪酬=（4.42E-06）*本届总资产+4119.585577*本届每股收益+（-1.072E-06）*本届营业收入+32379.98539；这可以表明独立董事薪酬与总资产、每股收益和营业收入均有正相关关系，与假设一致。（2）本届 $R^2=0.155703847$ ，意外出现较高 F 值的概率=FDIST（F，样本数-df-1，df）=0.04；上届 $R^2=0.17963493$ ，意外出现较高 F 值的概率=FDIST（F，样本数-df-1，df）=0.0499。综合考虑两组数据，粗略说明回归方程有一定的拟合度，但是程度较低，企业业绩及资产规模只能在一定程度上影响上市公司独立董事薪酬，这与前述研究结果的低度相关相一致。

五、结论与建议

（一）研究结论

独立董事薪酬制度作为上市公司公司治理的重要组成部分，由于其“独立性”与工作积极性的两难选择，因而一直备受国内外关注。从样本的描述性统计来看，不同上市公司薪酬水平差异很大，区分度比较明显。独立董事薪酬水平受公司高管平均水平制约，公司高管平均薪酬水平越高，独立董事薪酬越多。从相关性分析来看，独立董事薪酬与资产规模、营业收入及每股收益均有一定低度线性正相关关系，相关性由强到弱依次为资产规模、营业收入和每股收益。从回归分析来看，独立董事薪酬与资产规模、营业收入及每股收益的回归方程有一定的拟合度，但是拟合度较低。可见，独立董事薪酬水平受众多因素的共同影响。本文实证研究表明，独立董事薪酬水平受公司高管平均水平制约，公司高管平均薪酬水平越高，独立董事薪酬越多；独立董事薪酬与资产规模、营业收入及每股收益均有一定的低度线性正相关关系。因此，提出围绕独立董事薪酬制度的建议为完善中国上市公司独立董事制度奠定扎实的基础。然而，考虑到本文的较大局限性，独立董事薪酬制度仍然需要更多的实践。

（二）政策建议

结合研究结果提出以下建议。（1）借鉴美国的经验，扩展独立董事基本薪酬的范围。美国的经验表明，独立董事的固定薪酬可以包括董事津贴和会议费、委员津贴和委员会议费，公司如果设立专业委员会，则可以得到委员津贴和委员会议费。这虽然没有与企业的业绩直接相关联，但是，其中的津贴包括固定津贴和额外津贴，而会议费是根据出席的会议情况来定的，会议开得频繁可能使独立董事掌握更多企业信息，从而间接地提高了公司业绩。另外，从实证研究的结果来看，公司业绩的确与独立董事的薪酬水平的确有一定的相关性。（2）加强独立董事激励薪酬的实践。西方国家独立董事激励薪酬的理论与实践显示，独立董事激励薪酬确实能够在一定程度上发挥监督功能，并提高企业业绩，保护股东权益。此种西方国家的经验是可供借鉴的宝贵资源。我国引入独立董事制度的时间不长，缺少相关的实践经验，这就要求我国学习西方的独立董事薪酬制度，扬长避短，适时推出相应激励试点。如果无法从理论上预见独立董事激励薪酬制度是否可以实现本土化，但是可以期待相应的激励薪酬可以在我国实施，而这必须要通过实践的检验才能知道。（3）薪酬制度的设计要统一——建立独立董事市场化机制。值得说明的是，这里的薪酬包括基本薪酬和固定薪酬。从上市公司目前的实践来看，薪酬标准披露地很少，这在一定的范围内给予上市公司们很多权限。各上市公司普遍的做法是：公司董事会薪酬与考核委员会根据股东大会及董事会决议，按照公司《董事会薪酬与考核委员会实施细则》的有关规定，拟定独立董事的薪酬，报公司董事会或股东大会审议。而在公司年报中很难看到其中的规则是如何制定的，这就有可能大大损害了独立董事的“独立性”要求。独立董事市场化机制，指通过市场的作用将独立董事职业

化，如构建行业准则、成立类似于会计师事务所的独立董事协会和独立董事事务所。首先，制定独立董事法，构建执业准则。明确的权利和义务是独立董事制度有效运行的前提。通过制定单独的《独立董事法》，对独立董事的各方面：如独立董事的选任、职能和权利、激励机制、与监事会的关系，法律责任等进行约束。其次，成立独立董事协会和独立董事事务所。通过成立独立董事协会，可以制定内部惩戒措施，规范独立董事执业行为。如制定具体执业准则，明确独立董事执业责任等。通过成立独立董事事务所，可以使事务所直接出面对独立董事的行为加以约束，承担相应的损失赔偿责任，还可以防止独立董事同时在有竞争关系或有利益冲突的公司之间任职，保证其客观上的“独立性”。另一方面，独立董事协会和独立董事事务所可以增加市场透明度，使股东对独立董事的信息更加透明化，便于股东寻求最适合企业的独立董事。我国要真正建立独立董事市场化机制，仍需要更多的实践。

本文研究存在局限性：首先，研究假设的局限性。研究假设独立董事薪酬与企业资产规模正相关。值得说明的是，这种假设可能忽略了行业和地区的差别。不同行业、不同地区风险差异很大。这可能意味着即使是在相同资产规模情形下，独立董事在高风险行业和区域花费的时间和精力要远大于低风险行业和区域。其次，本文可能混淆了独立董事薪酬与其影响因素影响与被影响的关系。因此利用回归分析模型有很大的局限性。其中的事实可能是：我国引入了上市公司独立董事制度，给予独立董事薪酬越多，使得独立董事们更加努力工作，有效地发挥了监督权，一定程度上提升了公司业绩，保护了股东的权益。最后，样本选择过少。

参考文献：

- [1] 北京市法学会经济法研究会：《独立董事的理论和实践》，机械工业出版社 2004 年版。
- [2] 刘晓青：《独立董事制度研究》，江西人民出版社 2007 年版。
- [3] 官欣荣：《独立董事与公司治理：法理实践》，中国检察出版社 2003 年版。
- [4] 向锐、戴鹏：《财务独立董事、公司治理与经营业绩关系》，《太原理工大学学报》2008 年第 4 期。
- [5] 孙敬水：《独立董事制度：公司治理的创新与革命》，安徽大学出版社 2003 年版。
- [6] 马更新：《独立董事制度研究》，知识产权出版社 2004 年版。
- [7] 王天习：《公司治理与独立董事研究》，中国法制出版社 2005 年版。
- [8] 毛志宏：《独立董事制度与会计透明度相关性的实证研究》，经济科学出版社 2007 年版。
- [9] 张宗益：《公司治理热点透视与实证分析》，法律出版社 2006 年版。
- [10] 陈艳：《独立董事激励机制：理论和实践的国际比较》，《经济经纬》2006 年第 2 期。
- [11] Rosenstein S. and JG. Wyatt. Outside Directors, Board. Independence and Shareholder Wealth. Journal of Financial Economics, 1990.