

独立董事内部薪酬差距与异议行为*

李世刚 蒋煦涵 蒋尧明

(江西财经大学会计学院,江西 南昌 330013)

内容提要:本文以2004—2015年A股公司为样本,实证检验了独立董事内部薪酬差距对异议行为的影响,实证结果发现,独立董事的内部薪酬差距显著提高了异议意见的概率和数量,而企业的内部控制显著降低了内部薪酬差距与异议行为之间的关系强度,公司的诉讼风险正向调节了独立董事薪酬差距与异议行为之间的关系强度。进一步研究表明,独立董事薪酬差距与异议行为在薪酬差距呈梯次分布和最低薪酬多的组内显著正相关,在行业薪酬差距低的组内显著正相关;通过规模、声誉分组检验发现,在资产规模较大、独立董事声誉高的组内,内部薪酬差距越大,但出具异议意见的概率和数量更低。上述结论表明内部薪酬差距有利于独立董事更好地发挥履职作用,但过高的独立董事薪酬差距抑制了薪酬差距对独立董事履职行为的促进作用。这对既要发挥独立董事薪酬差距的激励作用,又要防止独立董事内部薪酬差距过大,同时在一定范围内扩大独立董事内部薪酬差距提供了理论和经验证据的支持,也为独立董事薪酬契约的制定提供了重要参考。

关键词:内部薪酬差距 独立董事异议行为 内部控制 公司诉讼风险

中图分类号:F24 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)03—0124—17

一、引言

独立董事作为董事会的重要成员,在公司决策中扮演重要的角色(Weisbach,1988)^[1],能够有效约束控股股东和管理层的机会主义,降低代理成本(祝继高等,2015)^[2],对公司治理具有显著的辅助作用(Hermalin和Weisbach,2001^[3];沈艺峰等,2016^[4])。为发挥独立董事在董事会中权力制衡与监督对公司治理的积极作用,中国于2001年引入了独立董事制度,并从制度上规范了独立董事制度的运行。但从实际情况来看,人们经常用“人情董事”“花瓶董事”等词汇,来表达对独立董事有效发挥职权的质疑(沈艺峰等,2016)^[4],因此,如何激励独立董事发挥作用成为目前社会关注的热点话题。在现有的独立董事监督机制文献中,一个重要的假设前提是独立董事能够行使监督职能,能够监督经理人的代理问题,缓解股东和经理人员的利益冲突,并且要求独立董事要像股东一样思考(Bebchuk和Fried,2005^[5];郑志刚等,2017^[6]),但独立董事本身也会存在代理问题(全怡和郭卿,2017)^[7],需要对独立董事进行激励(Ryan和Wiggins,2004)^[8],因此,如何设计有效激励机制、促进独立董事履行职责尤其是独立董事意见的出具则是一个需要关注的话题。但从目前对独立董事异议行为的研究来看,主要关注公司业绩(Huang等,2008^[9];叶康涛等,2011^[10])、代理问题(Duchin等,2010^[11];Tang等,2013^[12])、私人关系(宁向东和张颖,2012^[13];郑志刚等,2017^[14])、声

收稿日期:2018-11-05

* 基金项目:国家自然科学基金项目“社会网络关系与审计行为:基于审计师与客户双边视角的研究”(71762015)。

作者简介:李世刚,男,讲师,会计学博士,工商管理博士后,研究领域为资本市场会计与财务,电子邮箱:shigangli001@163.com;蒋煦涵,男,会计学博士研究生,研究领域为资本市场审计,电子邮箱:1311767914@qq.com;蒋尧明,男,教授,博士生导师,研究领域为证券市场会计信息披露及监管,电子邮箱:jianghym@163.com。通讯作者:蒋煦涵。

誉机制(唐雪松等,2010)^[15]、产权性质(祝继高等,2015^[2];Ma等,2013^[16])、个人背景(Jiang等,2016^[17];杜兴强等,2017^[18];杜巨澜等,2012^[19])及对独立董事异议行为的影响,鲜有文献涉及独立董事的激励尤其是独立董事的薪酬激励问题,更没有涉及独立独立董事内部薪酬差距问题。

和内部董事和高级管理人员不同,根据现有规定,上市公司基本上不向独立董事提供股权激励,独立董事薪酬形式长期与固定津贴联系在一起,这就意味着,不仅其薪酬水平影响独立董事履职行为和异议意见(郑志刚等,2017)^[6],其内部薪酬差距同样也有可能对独立董事异议行为产生影响。而现有文献将视角集中在高管-高管之间、高管-员工和垂直层级的薪酬差距上,较少研究独立董事内部的薪酬差距问题。从独立董事薪酬差距的现实情况来看,根据本文掌握的数据显示,同一家公司的独立董事最高薪酬和最低薪酬相差50万元,这种巨大的薪酬差距引起了社会公众对独立董事内部薪酬差距对独立董事履职行为影响的关注。

综合上述独立董事研究现状和独立董事激励的现实需要,本文以2004—2015年中国所有A股上市公司数据,实证检验了独立董事内部薪酬差距与独立董事异议行为之间的关系,回答了独立董事的内部薪酬差距是否影响其对董事会议案出具异议意见的问题及其适用性问题,为发挥独立董事内部薪酬差距对独立董事履职行为的促进作用提供了相关经验证据和可能的政策建议。相对以往文献,本文可能存在以下创新点:一是现有文献主要关注独立董事的监督和咨询职能对公司治理各维度的影响,鲜有文献涉及独立董事的薪酬激励对独立董事履职行为的影响,郑志刚等(2017)^[6]只关注了独立董事平均薪酬水平对董事会议案出具异议意见的影响,忽视了独立董事内部薪酬差距对异议意见的作用,而本文的研究则填补了该空缺,为进一步认识独立董事履行职责的影响因素提供了内部薪酬差距方面的增量的经验证据的支持。二是现有文献研究内部薪酬差距集中在高管-员工之间(夏宁和董艳,2014^[20];张蕊和管考磊,2016^[21])、高管-高管之间(张兴亮和夏成才,2017^[22];侯静茹和黎文靖,2017^[23])和垂直层级间(杨婵等,2017^[24];魏芳和耿修林,2018^[25]),本文首次将研究视角集中在独立董事的内部薪酬差距上,扩展了薪酬差距的研究视野,这对深入研究独立董事薪酬契约的制定、发挥薪酬契约对独立董事履职的激励作用具有重要的意义,这为现有的内部薪酬差距研究提供独立董事薪酬方面的增量的文献贡献。三是从现实意义来看,目前很多上市公司的独立董事薪酬不存在差距,而本文的研究结论发现,独立董事的薪酬差距能够显著促进独立董事发挥履职行为,促进了异议行为,因此,本文的研究对于今后进一步有效制定独立董事的薪酬提供了经验证据的支持。

二、理论分析与假设提出

1. 独立董事内部薪酬差距与异议行为

独立董事对董事会议案提出异议,是独立董事履行监督职责的表现,也是权衡收益风险的理性选择结果,因此,对独立董事薪酬激励至关重要,而独立董事的薪酬差距是独立董事薪酬激励的重要形式。

根据薪酬差距的锦标赛理论,企业应在组织内设置不同层级的薪酬结构(Rosen,1986)^[26],不同层级对应着不同的薪酬水平,员工只有竞赛晋升到更高层级上才能享受该层级的薪酬,在这个竞赛机制下,组织层级中某一阶层的薪酬水平能够同时激励本层次和更低一层的员工(Lin和Xu,2009)^[27],这就会促使员工为了获得较高层级的薪酬而做出更大努力,因此,组织各层级之间的薪酬差距可以有效激励员工,提供了员工在晋升竞赛中企图获胜的强烈诱因,从而提高劳动生产率(黎文靖和胡玉明,2012)^[28]。独立董事的薪酬差距同样影响着独立董事的异议行为,与普通员工不同的是,独立董事不具有业绩考核压力(沈艺峰和陈旋,2016)^[29],也不存在职位的高低,这就使得独立董事薪酬差距缺乏职位晋升的薪酬激励。另外,从独立董事薪酬制定制度规定来看,现有股

权激励制度^①明确规定了股权激励计划的激励对象不包括独立董事,这就说明了独立董事缺乏有效的股权激励,使得货币性薪酬成为影响独立董事履职行为的重要影响因素(郑志刚,2016)^[30]。上述的业绩考核和职位晋升及股权激励的缺乏,使得独立董事的货币性薪酬激励在独立董事的激励中占据主导地位,也使得独立董事的内部薪酬差距在促进独立董事履职行为方面具有更加重要的作用。根据薪酬差距的锦标赛理论,薪酬差距能够激励员工更加积极地工作以获取较高的薪酬,而独立董事激励的特殊性使得独立董事薪酬差距能够促进独立董事更好地发挥其公司治理机制作用,对董事会议案独立发表意见,能够更加有效的发挥独立的监督职能(Adams,2003)^[31],比如独立董事可以识别并且抑制控股股东恶意占用资金的行为(叶康涛等,2011)^[10]及减少过度投资、提高公司价值(祝继高等,2015)^[2],从而获得履行职责的差距薪酬激励。因此,独立董事之间的薪酬差距可以作为独立董事履职行为的奖励,如果独立董事能够提高履职行为,那么根据锦标赛理论,可以获得高一层级的薪酬作为奖励,从而激发独立董事履职的积极性,而独立董事履职的直接表现就是独立董事对重大事项发表意见,向董事会议案独立出具异议是独立董事履行监督职责的体现,也是独立董事发挥公司治理作用的体现(郑志刚等,2016)^[30]。因此,独立董事的内部薪酬差距能够促进独立董事积极履行职责,从而促进独立董事对董事会议案发表异议意见的出具。因此,本文提出如下假设:

H₁:独立董事内部薪酬差距提高了独立董事对董事会议案发表异议意见的概率和数量。

2. 内部控制、独立董事内部薪酬差距与异议行为

高质量的内部控制可以通过缓解委托代理问题和减轻信息不对称的程度降低企业的代理成本,根据现有文献,内部控制对于降低企业真实盈余管理、提高企业投资效率、降低企业的特质风险和特有风险具有重要意义,可以降低公司内部的舞弊行为和腐败行为(周美华等,2016)^[32],促进企业信息质量的提高(雷英等,2013)^[33],是一种有效的内部治理机制,那么内部控制应该也会对外独立董事薪酬差距与独立董事异议意见之间的关系强度产生影响。具体到独立董事内部薪酬差距与异议意见关系上,根据薪酬差距的锦标赛理论,独立董事的薪酬差距能够刺激独立董事更加勤勉地履行职责,高质量的内部控制会优化控制环境,降低特定风险,统筹控制活动,保持信息的沟通,提高内部的监督和制衡力度,有助于降低企业发生舞弊的概率、改善企业的经营管理,就会降低上市公司舞弊的概率,从而降低独立董事出具异议意见的基础。因此,在限定独立董事内部薪酬差距不变的情况下,内部控制降低了独立董事异议意见的出具基础,从而降低了独立董事薪酬差距与异议行为之间的关系强度。另外,由于有效的内部控制能够抑制上市公司舞弊行为,就会使得独立董事在抑制上市公司舞弊行为的强度降低,从而就会降低独立董事内部薪酬差距促使独立董事在企业舞弊识别等方面所产生的激励强度,进而降低通过出具异议意见等表达履职行为的强度,也会降低独立董事薪酬差距对异议行为的关系强度。综上所述,高质量的内部控制能够降低独立董事内部薪酬差距引起的异议意见的出具,降低独立董事内部薪酬差距与异议行为的关系强度,因此,本文提出如下假设:

H₂:内部控制对独立董事内部薪酬差距与异议行为的关系强度具有负向的调节作用。

3. 诉讼风险、独立董事内部薪酬差距与异议行为

近年来,公司诉讼越来越成为影响公司生存的重要因素,严重影响了企业的生产经营,不仅需要花费高昂的诉讼费用,往往还导致企业的声誉受到损害,被认为是一种解决冲突的次优方案(王

^① 2016年7月13日,中国证监会发布的《上市公司股权激励管理办法》(证监会[第126号])第八条明确规定,“激励对象可以包括上市公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员,以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工,但不应当包括独立董事和监事”。

彦超等,2008^[34];赵康生等,2017^[35])。同时,公司诉讼也会产生强烈的经济后果,会增加企业外部融资难度(Autore等,2014)^[36],也会严重影响研发等非刚性项目的投资(潘越等,2015)^[37]。当然,这种诉讼风险也会对独立董事的内部薪酬差距与异议意见产生影响。从独立董事薪酬差距的锦标赛理论来看,独立董事内部薪酬差距会促使独立董事更好地履行监督职能,而公司诉讼风险这种不确定因素的增加正是独立董事发挥监督职能的有效对象。公司诉讼风险的增加使得独立董事承担的履职风险加大,独立董事可以通过发表异议意见来应对这种诉讼风险带来的影响,从而规避法律风险或声誉风险(唐清泉和罗党论,2006)^[38]和积累良好声誉(李俊强和徐丹,2016)^[39]。因此,公司诉讼风险越大,独立董事自身应对风险的意识越强,在独立董事薪酬差距一定的情况下,公司诉讼风险越大,独立董事越可能出具异议意见,从而提高独立董事薪酬差距与异议行为之间的关系强度。另外,公司诉讼风险的提高也能够强化独立董事薪酬差距对独立董事履职行为的促进作用,因为在公司诉讼风险较高的情况下,独立董事的薪酬差距会促使独立董事更加有效的履行职责,以获取在风险较高情况下的履行职责薪酬,从而促进独立董事发表更多的异议意见,进而促进独立董事薪酬差距与异议行为的关系强度。因此,公司诉讼风险越高,独立董事薪酬差距越能促进独立董事对董事会议案出具异议意见。本文提出如下假设:

H₃:公司诉讼风险越大,内部薪酬差距更能引起独立董事对董事会议案发表异议意见。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

由于2004年以后才披露较完整的高管简历,因此,本文选取2004—2015年深圳证券交易所与上海证券交易所的所有A股上市公司为初选样本,样本选择时剔除了金融保险类公司观测值,并剔除了财务数据和简历缺失的观测值、净资产为负的观测值、处于ST、PT状态的观测值和交叉上市公司的观测值,最终得到19576个观测值。诉讼风险数据来源于万德数据库,并通过手工整理而得,内部控制数据来源于迪博(DIB)内部控制与风险管理数据库,最终控制人性质数据来源于色诺芬数据库,有关关键高管政治关联、关键高管行业协会、独立董事背景数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,缺少部分手工从上市公司年报或者公司网站整理而得,其他数据直接来源于国泰安(CSMAR)数据库。

2. 模型及变量说明

为了检验假设H₁,本文构建以下模型:

$$DIFF_{OP_{i,t}} = \vartheta_0 + \vartheta_1 GAP_{i,t} + \vartheta_2 EXC_{i,t} + \vartheta_3 PC_{i,t} + \vartheta_4 PLU_{i,t} + \vartheta_5 BDNUM_{i,t} + \vartheta_6 INDR_{i,t} + \vartheta_7 DLDUMY_{i,t} + \vartheta_8 FEMALE_{i,t} + \vartheta_9 AGE_{i,t} + \vartheta_{10} SIZE_{i,t} + \vartheta_{11} GROWTH_{i,t} + \vartheta_{12} LEV_{i,t} + \vartheta_{13} FIRST_{i,t} + \vartheta_{14} ROA_{i,t} + \vartheta_{15} STATE_{i,t} + \vartheta_{16} MKT_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设H₂,本文构建以下模型:

$$DIFF_{OP_{i,t}} = \mu_0 + \mu_1 GAP_{i,t} + \mu_2 EXC_{i,t} + \mu_3 GAP_{i,t} * INDEX_{i,t} + \mu_4 INDUC_{i,t} + \mu_5 PC_{i,t} + \mu_6 PLU_{i,t} + \mu_7 BDNUM_{i,t} + \mu_8 INDR_{i,t} + \mu_9 DLDUMY_{i,t} + \mu_{10} FEMALE_{i,t} + \mu_{11} AGE_{i,t} + \mu_{12} SIZE_{i,t} + \mu_{13} GROWTH_{i,t} + \mu_{14} LEV_{i,t} + \mu_{15} FIRST_{i,t} + \mu_{16} ROA_{i,t} + \mu_{17} STATE_{i,t} + \mu_{18} MKT_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设H₃,本文构建以下模型:

$$DIFF_{OP_{i,t}} = \pi_0 + \pi_1 GAP_{i,t} + \pi_2 LITIG_{i,t} + \pi_3 GAP_{i,t} * LITIG_{i,t} + \pi_4 EXC_{i,t} + \pi_5 PC_{i,t} + \pi_6 PLU_{i,t} + \pi_7 BDNUM_{i,t} + \pi_8 INDR_{i,t} + \pi_9 DLDUMY_{i,t} + \pi_{10} FEMALE_{i,t} + \pi_{11} AGE_{i,t} + \pi_{12} SIZE_{i,t} + \pi_{13} GROWTH_{i,t} + \pi_{14} LEV_{i,t} + \pi_{15} FIRST_{i,t} + \pi_{16} ROA_{i,t} + \pi_{17} STATE_{i,t} + \pi_{18} MKT_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

其中,为独立董事异议行为变量,采用独立董事异议意见虚拟变量(*DLOP*)和独立董事异议意见的数量(*DLOPSUM*)表示。*GAP*为独立董事内部薪酬差距变量,采用独立董事是否存在内部薪酬差距(*ABSDUMY*)和独立董事最大薪酬与最小薪酬的差额(*ABS*)衡量。*INDEX*为内部控制质量,采用迪博的内部控制信息披露指数的对数表示。*LITIG*为公司诉讼风险变量,借鉴潘越等(2015)^[37]的研究,采用上市公司是否被起诉(*RISKDUMY*)和上市公司被起诉次数的自然对数(*RISK*)进行衡量。

在控制变量方面,借鉴杜兴强等(2017)^[18]的做法,本文控制了企业的行业影响(*EXC*)、独立董事的政治关联(*PC*)、董事长和总经理两职情况(*PLU*)、董事会总人数(*BDNUM*)、独立董事占董事会人数比重(*INDR*)、独立董事是否具有国际化背景(*DLDUMY*)、女性独立董事占独立董事总人数的比重(*FEMALE*)、独立董事平均年龄(*AGE*)、公司资产规模(*SIZE*)、营业收入增长率(*GROWTH*)、资产负债率(*LEV*)、盈利能力(*ROA*)、第一大股东持股比例(*FIRST*)、所有权性质(*STATE*)和公司注册地的市场化指数(*MKT*)。具体的变量定义如表1所示。

表1 变量定义及说明:

变量	变量定义
<i>DLOP</i>	独立董事异议意见虚拟变量,如果独立董事发表“保留意见”“反对意见”“无法发表意见”“弃权”“提出异议”及“其他”意见,取1,否则取0
<i>DLOPSUM</i>	独立董事发表发表“保留意见”“反对意见”“无法发表意见”“弃权”“提出异议”及“其他”意见数量
<i>DXOP</i>	独立董事异议虚拟变量,如果独立董事出具“反对意见”“提出异议”或“弃权”意见,则赋值为1,否则取0
<i>DXOPSUM</i>	独立董事出具“反对意见”“提出异议”或“弃权”三种意见的数量
<i>ABS</i>	<i>GAP</i> 变量之一,以独立董事最大薪酬与最小薪酬的差除以10000来表示
<i>ABSDUMY</i>	<i>GAP</i> 变量之二,如果独立董事内部薪酬存在差距,取1,否则取0
<i>INDEX</i>	内部控制信息披露指数的自然对数
<i>RISK</i>	<i>LITIG</i> 的指标之一,采用上市公司被起诉的次数+1的自然对数表示
<i>RISKDUMY</i>	<i>LITIG</i> 的指标之一,采用上市公司是否被起诉的虚拟变量表示,如果被起诉,取值为1,否则为0。
<i>EXC</i>	公司的行业协会影响,以是关键高管是否在行业协会任职虚拟变量表示,如果在行业协会任职,取1,否则取0
<i>PC</i>	独立董事政治关联变量,以独立董事是否在或者曾经在人大、政协、政府任职虚拟变量表示,如果存在上述情况,取1,否则取0
<i>PLU</i>	两职合一虚拟变量,如果董事长和总经理两职合一,取1,否则取0
<i>BDNUM</i>	董事会规模,以董事会人数表示
<i>INDR</i>	独立董事独立性,以独立董事/董事会规模表示
<i>DLDUMY</i>	独立董事的国际化背景虚拟变量,如果独立董事存在境外学历学习经历或者境外工作经历取1,否则取0
<i>FEMALE</i>	独立董事女性比例,以女性独立董事人数/独立董事总人数
<i>AGE</i>	独立董事平均年龄
<i>SIZE</i>	公司规模,以公司资产总额的自然对数表示
<i>GROWTH</i>	公司发展水平,以公司营业收入增长率表示
<i>LEV</i>	公司负债水平,以公司负债/资产总额表示

续表 1

变量	变量定义
<i>FIRST</i>	股权集中度,以第一大股东持股比例表示
<i>ROA</i>	公司盈利水平,以净利润/资产总额表示
<i>STATE</i>	最终控制人性质,如果最终控制人为国有,取 1,否则取 0
<i>MKT</i>	采用公司注册所在地的市场化指数表示

资料来源:本文整理

3. 变量的描述性统计

从表 2 可以发现,*DLOP* 的 75% 分位数为 0,均值为 0.028,说明超过 75% 的上市公司的独立董事没有出具异议意见,平均有 2.8% 的上市公司独立董事出具异议意见;*DLOPSUM* 的最大值为 10,表明上市公司独立董事出具异议意见的数量为 10 次;*ABS* 的均值为 0.163,最大值为 50,表明独立董事最高薪酬与最低薪酬平均差距为 1630 元($0.163 \times 10000 = 1630$),最高相差 500000 元($50 \times 10000 = 500000$),表明独立董事薪酬之间的确存在差距,平均达到 1630 元,最高相差 500000 元;*ABSDUMY* 的 75% 分位数为 1,表明超过 25% 的上市公司存在内部薪酬差距;*INDEX* 的最小值为 2.299,最大值为 6.905,表明上市公司内部控制质量相差较大;*RISKDUMY* 的均值为 0.176,表明平均有 17.6% 的样本公司存在被诉讼;*RISK* 的最大值为 4.433. 最小值为 0,表明上市公司之间诉讼风险差异较大。

表 2 变量的描述性统计

变量	观测值	最小值	p25	均值	标准差	中位数	p75	最大值
<i>OPDUMY</i>	19576	0	0	0.028	0.167	0	0	1
<i>OPSUM</i>	19576	0	0	0.057	0.420	0	0	10
<i>ABS</i>	19576	0	0	0.163	0.465	0	0.250	50
<i>ABSDUMY</i>	19576	0	0	0.325	0.463	0	1	1
<i>INDEX</i>	19576	2.290	6.426	6.496	0.178	6.520	6.570	6.905
<i>RISKDUMY</i>	19576	0	0	0.176	0.381	0	0	1
<i>RISK</i>	19576	0	0	0.186	0.467	0	0	4.433
<i>EXC</i>	19576	0	0	0.219	0.469	0	0	3
<i>PC</i>	19576	0	0	0.318	0.465	0	1	1
<i>PLU</i>	19576	0	0	0.193	0.395	0	0	1
<i>BOARD</i>	19576	3	8	9.001	1.874	9	9	19
<i>INDR</i>	19576	0.083	0.333	0.365	0.054	0.333	0.400	0.800
<i>DLDUMY</i>	19576	0	0	0.132	0.338	0	0	1
<i>FEMALE</i>	19576	0	0	0.528	0.699	0	1	5
<i>AGE</i>	19576	32.667	48.333	52.507	6.115	52.250	56.400	76.333
<i>SIZE</i>	19576	18.859	20.834	21.742	1.261	21.616	22.444	25.476
<i>GROW</i>	19576	-0.690	-0.033	0.214	0.614	0.117	0.294	4.502
<i>LEV</i>	19576	0.046	0.307	0.468	0.211	0.476	0.628	0.964
<i>FIRST</i>	19576	9.003	24.209	36.667	15.471	34.542	48.177	89.985
<i>ROA</i>	19576	-0.310	0.011	0.033	0.071	0.032	0.061	0.206
<i>STATE</i>	19576	0	0	0.519	0.499	0	1	1
<i>MKT</i>	19576	-0.300	6.360	7.592	1.800	7.780	9.080	10.920

资料来源:本文整理

在控制变量方面, *EXC* 的均值为 0.219, 表明在样本公司中有 21.9% 的上市公司关键高管存在行业影响; *PC* 的 75% 分位数为 1, 表明超过 25% 的上市公司独立董事存在政治关联; *PLU* 的均值为 0.193, 表明样本中董事长和总经理两职合一的比例为 19.3%; *BDNUM* 的均值为 9.001, 说明上市公司董事会平均有 9.001 个董事成员; *INDR* 的 25% 的分位数为 0.333, 说明独立董事比例在 1/3 左右; *DLDUMY* 的 75% 分位数为 0, 说明低于 25% 的上市公司独立董事存在国际化背景; *FEMALE* 的均值为 0.528, 说明女性独立董事的比例超过 50%, 达到 52.8%; *AGE* 的最小值、最大值为 32.667、76.333, 说明独立董事的平均年龄的最小值为 32.667 岁, 最大平均年龄为 76.333 岁; *SIZE* 的最小值为 18.859, 最大值为 25.476, 说明样本公司的规模差异较大; *GROW* 的中位数为 0.117, 说明超过 50% 的上市公司营业收入增长率为正; *LEV* 的最小值为 0.046, 最大值为 0.964, 说明样本公司中资产负债率差距较大; *FIRST* 的均值为 36.667, 说明样本公司中第一大股东的持股比例平均达到 36.667%; *ROA* 的 25% 的分位数为 0.011, 说明超过 75% 的公司有着正的盈利水平; *STATE* 的均值为 0.519, 说明在样本公司中, 国有企业所占的比例达到 51.9%; *MKT* 的最小值和最大值分别为 -0.300 和 10.920, 表明公司注册所在地的市场化指数差异较大。

4. 分组的描述性统计

表 3 列示了主要变量的分组统计结果, 可以发现, 无论采用哪一种方式衡量独立董事异议意见指标, 在独立董事内部薪酬存在差距的组和不存在差距的组之间, 独立董事发表异议意见的概率和数量均在 5% 以上水平上显著差异, 说明在存在薪酬差距的组内, 独立董事发表异议意见的概率和数量显著高于不存在薪酬差距组, 这在一定程度上说明独立董事薪酬差距与异议意见的正向关系。另外, 内部控制质量和公司诉讼风险在存在内部薪酬差距组内均显著高于不存在独立董事内部薪酬差距的组。

表 3 主要变量的分组统计结果

变量	薪酬存在差距组		薪酬不存在差距组		T/Z 检验	
	均值	中位数	均值	中位数	T 值	Z 值
<i>DLOP</i>	0.027	0	0.018	0	2.46 **	2.47 **
<i>DLOPSUM</i>	0.055	0	0.037	0	2.32 **	2.48 **
<i>DXOP</i>	0.015	0	0.007	0	3.43 ***	3.43 ***
<i>DXOPSUM</i>	0.026	0	0.010	0	3.21 ***	3.42 ***
<i>INDEX</i>	5.934	6.507	5.783	6.412	5.302 ***	5.313 ***
<i>RISKDUMY</i>	0.116	0	0.106	0	2.37 **	2.38 **
<i>RISK</i>	0.121	0	0.111	0	1.76 *	2.29 **

注: **、*、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平

资料来源: 本文整理

5. 主要变量的 Pearson 相关性分析

表 4 列示了主要变量的 Pearson 相关系数检验结果, 可以发现, *ABS* 与 *DLOP*、*DLOPSUM*、*DXOP* 均在 10% 以上水平上显著正相关, *ABSDUMY* 与 *DLOP*、*DXLOPSUM* 均在 10% 以上水平显著正相关, 表明独立董事之间的薪酬差距能够提高独立董事发表异议意见的概率。 *INDEX* 与 *DXLOPSUM* 在 10% 水平上显著负相关, 表明上市公司内部控制质量能够显著降低独立董事发表异议意见的数量和概率; *RISK*、*RISKDUMY* 与 *DLOP*、*DLOPSUM*、*DXLOP*、*DXLOPSUM* 均在 1% 水平上显著正相关, 表明公司诉讼风险越高, 独立董事越可能出具异议意见或提高异议意见的数量。当然, 上述仅仅是单变量的相关性分析, 独立董事内部薪酬差距与异议意见之间的关系需要通过下文的多元回归来

提供。另外,除了独立董事薪酬差距、异议意见变量之间的相关系数超过 0.7 外,其他各变量之间的相关系数均不超过 0.3,说明多重共线性问题不严重,从而保证回归结果的可靠性。

表 4 主要变量的皮尔逊(Pearson)相关性分析结果

变量	<i>DLOP</i>	<i>DLOPSUM</i>	<i>DXOP</i>	<i>DXOPSUM</i>	<i>ABS</i>	<i>ABSDUMY</i>	<i>INDEX</i>	<i>RISKDUMY</i>	<i>RISK</i>
<i>DLOP</i>	1								
<i>DLOPSUM</i>	0.792***	1							
<i>DXOP</i>	0.650***	0.480***	1						
<i>DXOPSUM</i>	0.506***	0.608***	0.779***	1					
<i>ABS</i>	0.014**	0.010*	0.001*	0.001	1				
<i>ABSDUMY</i>	0.010*	0.002	0.007	0.013**	0.509***	1			
<i>INDEX</i>	-0.003	-0.006	-0.001	-0.012*	0.026***	0.036***	1		
<i>RISKDUMY</i>	0.055***	0.049***	0.078***	0.077***	0.010	0.016**	-0.028***	1	
<i>RISK</i>	0.066***	0.064***	0.088***	0.086***	0.007	0.012*	-0.055***	0.863***	1

注:***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

四、回归结果分析

1. 独立董事内部薪酬差距与异议行为

表 5 列示了独立董事内部薪酬差距与异议行为的 Logit 和 Order-Logit 回归结果,各模型整体显著。从第 2~3 列的回归结果来看,独立董事内部薪酬差距(*ABS*)与异议意见(*DLOP*)在 1% 水平上显著正相关(0.0835, $Z = 2.66$),表明内部薪酬差距金额越高,独立董事对董事会议案出具异议意见的概率越大;从第 4~5 列的回归结果来看,独立董事内部薪酬差距的虚拟变量(*ABSDUMY*)与独立董事异议意见(*DLOP*)在 1% 水平上显著为正(0.2891, $Z = 2.84$),表明相对不存在内部薪酬差距的公司,存在薪酬差距的公司的独立董事内部薪酬差距的金额越大,独立董事出具异议意见的概率越大;第 6~7 列列示了独立董事内部薪酬差距(*ABS*)与独立董事发表异议的数量(*DLOPSUM*) 在 1% 水平上显著为正(0.0850, $Z = 2.70$),说明独立董事内部薪酬差距越高,独立董事发表异议意见的数量越多;第 8~9 列列示了独立董事内部薪酬差距的虚拟变量(*ABSDUMY*)与独立董事异议意见数量(*DLOPSUM*) 在 1% 水平上显著正相关(0.2988, $Z = 2.90$),表明相对不存在内部薪酬差距的公司,存在内部薪酬差距的公司的独立董事越可能发表较多的异议意见。表 5 的第 2~9 列的联合结果表明,独立董事的内部薪酬差距促进了独立董事的异议行为,假设 H_1 得到经验证据的支持。

表 5 独立董事内部薪酬差距与独立董事异议行为回归结果

变量	<i>DLOP</i>				<i>DLOPSUM</i>			
	<i>GAP = ABS</i>		<i>GAP = ABSDUMY</i>		<i>GAP = ABS</i>		<i>GAP = ABSDUMY</i>	
	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
<i>GAP</i>	0.0835***	2.66	0.2891***	2.84	0.0850***	2.70	0.2988***	2.90
<i>EXC</i>	-0.1854	-1.57	-0.1860	-1.57	-0.1663	-1.37	-0.1664	-1.37
<i>PC</i>	0.1287	1.29	0.1214	1.21	0.1313	1.30	0.1236	1.22
<i>PLU</i>	0.0157	0.13	0.0217	0.18	0.0193	0.15	0.0241	0.19
<i>BOARD</i>	0.0451*	1.74	0.0419	1.61	0.0452*	1.71	0.0421	1.59
<i>INDR</i>	-0.1021	-0.10	-0.3259	-0.32	-0.1089	-0.10	-0.3398	-0.33

续表 5

变量	DLOP				DLOPSUM			
	GAP = ABS		GAP = ABSDUMMY		GAP = ABS		GAP = ABSDUMMY	
	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
<i>DLDUMMY</i>	0.1305	0.98	0.1294	0.97	0.1347	1.00	0.1308	0.97
<i>FEMALE</i>	-0.1791 **	-2.54	-0.1871 ***	-2.65	-0.1930 ***	-2.72	-0.2007 ***	-2.82
<i>AVERAGE</i>	-0.0212 ***	-2.87	-0.0217 ***	-2.93	-0.0210 ***	-2.78	-0.0215 ***	-2.83
<i>SIZE</i>	-0.1312 ***	-2.66	-0.1252 **	-2.54	-0.1387 ***	-2.81	-0.1326 ***	-2.69
<i>GROW</i>	-0.0143	-0.19	-0.0139	-0.18	-0.0131	-0.17	-0.0120	-0.16
<i>LEV</i>	0.3402 *	1.77	0.3048	1.59	0.3389 *	1.76	0.3003	1.56
<i>FIRST</i>	-0.0094 ***	-2.83	-0.0094 ***	-2.81	-0.0092 ***	-2.74	-0.0092 ***	-2.73
<i>ROA</i>	-2.6629 ***	-4.22	-2.5078 ***	-3.96	-2.6636 ***	-4.16	-2.5043 ***	-3.91
<i>STATE</i>	-0.2662 **	-2.55	-0.2515 **	-2.41	-0.2725 ***	-2.6	-0.2575 **	-2.46
<i>MKT</i>	-0.0121	-0.47	-0.0121	-0.47	-0.0057	-0.22	-0.0055	-0.21
cut1	0.5502	0.48	0.4677	0.41	-0.6637	-0.58	-0.5812	-0.51
cut2					0.2781	0.24	0.3608	0.31
cut3					0.8219	0.71	0.9050	0.78
cut4					1.3428	1.16	1.4260	1.23
cut5					1.9740 *	1.70	2.0573 *	1.77
cut6					2.8587 **	2.43	2.9420 **	2.50
cut7					3.7790 ***	3.14	3.8621 ***	3.21
cut8					4.4733 ***	3.63	4.5562 ***	3.69
cut9					5.1667 ***	3.83	5.2496 ***	3.89
cut10					5.8600 ***	4.00	5.9429 ***	4.05
观测值	19576		19576		19576		19576	
Pseudo R2	0.1997		0.1990		0.1568		0.1564	
Wald chi2	1036.08		1048.61		1055.82		1071.72	

注:所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整,并控制了行业和年度效应;***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平

资料来源:本文整理

2. 内部控制、独立董事内部薪酬差距与异议行为

表 6 列示了内部控制质量、独立董事内部薪酬差距与异议行为的 Logit 和 Order-Logit 回归结果,各模型整体显著。第 2~3 列列示了内部控制质量 (*INDEX*)、独立董事内部薪酬差距 (*ABS*) 与异议意见 (*DLOP*) 的回归结果,*ABS* 与 *INDEX* 的交乘项 $ABS \times INDEX$ 与 *OPDUMMY* 在 1% 水平上显著负相关 ($-0.0866, Z = -2.93$),表明内部控制质量显著降低了独立董事内部薪酬差距与异议意见的关系强度,具有负向调节作用;第 4~5 列列示了内部控制质量 (*INDEX*)、独立董事内部薪酬差距虚拟变量 (*ABSDUMMY*) 与异议意见 (*DLOP*) 的回归结果,与 *INDEX* 的交乘项 $ABSDUMMY \times INDEX$ 与 *DLOP* 在 5% 水平上显著负相关 ($-0.0674, Z = -1.99$),表明内部控制质量显著降低了内部薪酬差距与异议意见的关系强度;第 6~7 列列示了内部控制质量 (*INDEX*)、独立董事内部薪酬差距 (*ABS*) 与异议意见 (*DLOPSUM*) 的回归结果,*ABS* 与 *INDEX* 的交乘项 $ABS \times INDEX$ 与 *DLOPSUM* 在 1% 水平上显著负相关 ($-0.0863, Z = -2.92$),表明内部控制质量显著降低了独立董事内部薪酬差距与异议意见数量的关系强度;第 8~9 列列示了内部控制质量 (*INDEX*)、独立董事内部薪酬差距虚拟变量 (*ABSDUMMY*) 与异议意见数量 (*DLOPSUM*) 的回归结果,*ABS* 与 *INDEX* 的交乘项 $ABS \times INDEX$ 与 *DLOPSUM* 在 5% 水平上显著负相关 ($-0.0607, Z = -2.13$),表明内部控制质量负向调节了内部薪酬差距与异议意见数量之间的关系。表 6 的第 2~9 列的联合结果表明,内部控制质量

显著降低了独立董事薪酬差距与异议行为关系强度,具有负向调节效应,假设 H₂ 获得经验证据的支持。控制变量与假设 H₁ 的检验结果保持较高的一致性,在此不再赘述。

表 6 内部控制质量、独立董事内部薪酬差距与异议行为回归结果

变量	DLOP				DLOPSUM			
	GAP = ABS		GAP = ABSDUMY		GAP = ABS		GAP = ABSDUMY	
	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
GAP	0.6428 ***	3.35	0.6882 **	2.06	0.6424 ***	3.34	0.6577 *	1.94
INDEX	-0.0637	-1.53	0.0364	1.03	-0.0557	-1.31	0.0373	1.03
GAP × INDEX	-0.0866 ***	-2.93	-0.0674 **	-1.99	-0.0863 ***	-2.92	-0.0607 **	-2.13
EXC	-0.1771	-1.45	-0.1832	-1.55	-0.1587	-1.27	-0.1629	-1.34
PC	0.1379	1.35	0.1216	1.21	0.1417	1.37	0.1241	1.23
PLU	0.0357	0.28	0.0285	0.23	0.0409	0.32	0.0314	0.25
BOARD	0.0408	1.55	0.0426	1.63	0.0403	1.49	0.0428	1.61
INDR	-0.0916	-0.09	-0.3160	-0.31	-0.1039	-0.11	-0.3285	-0.32
DLDUMY	0.1458	1.07	0.1335	1.01	0.1521	1.10	0.1356	1.01
FEMALE	-0.1853 **	-2.58	-0.1873 ***	-2.65	-0.1997 ***	-2.76	-0.2008 ***	-2.82
AVERAGE	-0.0210 ***	-2.79	-0.0219 ***	-2.95	-0.0208 ***	-2.70	-0.0216 ***	-2.85
SIZE	-0.1266 **	-2.43	-0.1314 **	-2.56	-0.1355 ***	-2.59	-0.1398 ***	-2.72
GROW	-0.0314	-0.41	-0.0174	-0.23	-0.0317	-0.41	-0.0164	-0.21
LEV	0.1915	0.96	0.3139	1.63	0.1967	0.97	0.3111	1.60
FIRST	-0.0088 ***	-2.58	-0.0092 ***	-2.75	-0.0086 **	-2.50	-0.0089 ***	-2.65
ROA	-2.4102 ***	-3.83	-2.4712 ***	-3.89	-2.4220 ***	-3.77	-2.4724 ***	-3.84
STATE	-0.3294 ***	-3.11	-0.2551 **	-2.43	-0.3392 ***	-3.19	-0.2622 **	-2.48
MKT	-0.0066	-0.25	-0.0113	-0.44	-0.0004	-0.02	-0.0045	-0.18
cut1	0.8844	0.75	0.3823	0.33	-0.9967	-0.85	-0.5066	-0.44
cut2					-0.0404	-0.03	0.4361	0.37
cut3					0.5264	0.44	0.9805	0.84
cut4					1.0292	0.87	1.5015	1.29
cut5					1.6570	1.40	2.1328 *	1.82
cut6					2.4988 **	2.08	3.0175 **	2.55
cut7					3.4190 ***	2.78	3.9376 ***	3.24
cut8					4.1132 ***	3.27	4.6317 ***	3.73
cut9					4.8066 ***	3.50	5.3251 ***	3.92
cut10					5.4999 ***	3.70	6.0183 ***	4.08
观测值	19576		19576		19576		19576	
Pseudo R2	0.1066		0.1266		0.1523		0.1066	
Wald chi2	1625.57		1422.86		1051.53		1625.57	

注:所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整,并控制了行业和年度效应;***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

3. 诉讼风险、独立董事内部薪酬差距与异议行为

表 7 列示了公司诉讼风险、独立董事内部薪酬差距与异议行为的 Logit 和 Order-Logit 回归结

果,各模型整体显著。第2~5列列示了公司诉讼风险与薪酬差距变量的交乘项($RISKDUMY \times ABS$ 、 $RISKDUMY \times ABSDUMY$)与独立董事异议意见虚拟变量($DLOP$)的Logit回归结果,可以发现, $RISKDUMY \times ABS$ 、 $RISKDUMY \times ABSDUMY$ 与 $DLOP$ 均在5%以上水平上显著正相关(0.7401, $Z = 3.50$; 0.2795, $Z = 2.28$),表明公司诉讼风险越大,独立董事内部薪酬差距越能提高独立董事发表异议意见的概率。第6~9列列示了公司诉讼风险与薪酬差距变量的交叉项($RISKDUMY \times ABS$ 、 $RISKDUMY \times ABSDUMY$)与独立董事异议意见虚拟变量($DLOPSUM$)的Order-Logit回归结果,可以发现, $RISKDUMY \times ABS$ 、 $RISKDUMY \times ABSDUMY$ 与 $DLOPSUM$ 均在5%水平上显著正相关(0.7551, $Z = 3.46$; 0.2784, $Z = 2.23$),表明公司诉讼风险越大,独立董事内部薪酬差距越能提高独立董事发表异议意见的数量。表7的第2~9列的联合结果表明,公司诉讼风险越高,独立董事内部薪酬差距与异议行为的关系强度越高,假设 H_3 得到经验证据的支持。

表7 公司诉讼风险、独立董事内部薪酬差距与异议行为回归结果

变量	DLOP				DLOPSUM			
	GAP = ABS		GAP = ABSDUMY		GAP = ABS		GAP = ABSDUMY	
	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
GAP	0.0715 ***	2.63	0.2196 *	1.93	0.0731 ***	2.69	0.2299 **	1.99
RISK	0.5011 ***	3.75	0.5115 ***	3.38	0.4902 ***	3.71	0.5020 ***	3.37
GAP × RISKDUMY	0.7401 ***	3.50	0.2795 **	2.28	0.7551 ***	3.46	0.2784 **	2.23
观测值	19576		19576		19576		19576	
Pseudo R2	0.2052		0.2033		0.1618		0.1597	
Wald chi2	1055.87		1071		1084.75		1102.47	

注:所有Z值均经过公司代码进行Cluster调整,并控制了行业和年度效应;***、**、*分别代表1%、5%、10%的显著性水平
资料来源:本文整理

4. 稳健性检验

(1)内生性的处理:倾向得分配对。为了进一步缓解样本选择偏差等内生性对本文研究结论的影响,本文按照1:1比例进行PSM配对,PSM配对结果表8所示,在假设 H_1 的检验中,第2~3列列示了独立董事内部薪酬差距变量(ABS 、 $ABSDUMY$)与异议意见($DLOP$)在1%以上水平上显著正相关(0.0811, $Z = 2.82$; 0.1599, $Z = 2.73$),表明独立董事的内部薪酬差距显著提高了独立董事出具异议意见的概率;第4~5列列示了独立董事内部薪酬差距变量(ABS 、 $ABSDUMY$)与异议意见数量($DLOPSUM$)在1%以上水平显著(0.0821, $Z = 2.87$; 0.1471, $Z = 2.78$),表明内部薪酬差距显著提高了独立董事出具异议意见的数量,第2~5列的联合结果表明,内部薪酬差距显著促进了独立董事异议行为, H_1 依然得到经验证据的支持。在假设 H_2 的稳健性检验中,第6~7列列示了 $INDEX$ 与 GAP 的交乘项 $ABS \times INDEX$ 、与 $DLOP$ 均在1%水平上显著负相关(-0.0788, $Z = -2.64$), $ABSDUMY \times INDEX$ 与 $DLOP$ 负相关,但不显著(-0.0071, $Z = -1.41$),表明内部控制质量能显著降低内部薪酬差距对异议意见概率的影响,第8~9列列示了 $INDEX$ 与 GAP 的交乘项 $ABS \times INDEX$ 与 $DLOPSUM$ 在10%以上水平上显著为负(-0.0769, $Z = -2.56$; -0.0036, $Z = -1.69$),表明内部控制质量能显著降低内部薪酬差距对异议意见数量的关系强度, H_2 依然得到经验证据的支持。第10~13列列示了公司诉讼风险与独立董事内部薪酬差距变量的交乘项与异议意见的回归结果,可以发现, $RISKDUMY \times ABS$ 、 $RISKDUMY \times ABSDUMY$ 与 $DLOP$ 、 $DLOPSUM$ 均在10%以上水平显著正相关(0.8804, $Z = 3.00$; 0.5295, $Z = 2.05$; 0.9100, $Z = 2.95$; 0.5103, $Z =$

1.94),表明公司诉讼风险的增大,能够显著促进独立董事内部薪酬差距对异议行为的关系强度,假设 H₃ 依然得到经验证据的支持。

表 8 内生性问题控制:PSM 配对回归结果

变量	DLOP		DLOPSUM		DLOP		DLOPSUM		DLOP		DLOPSUM	
	ABS	ABS DUMMY	ABS	ABS DUMMY	ABS	ABS DUMMY	ABS	ABS DUMMY	ABS	ABS DUMMY	ABS	ABS DUMMY
GAP	0.0811*** (2.82)	0.1599*** (2.73)	0.0821*** (2.87)	0.1471*** (2.78)	0.5896*** (3.03)	0.2025* (1.68)	0.5783*** (2.96)	0.1268** (2.30)	0.0671** (2.38)	0.0480** (2.33)	0.0676** (2.37)	0.0392 (0.27)
INDEX/ RISK DUMMY					-0.0811 (-1.49)	-0.0084 (-0.16)	-0.0742 (-1.31)	-0.0113 (-0.21)	0.4699** (2.28)	0.3750 (1.31)	0.4586** (2.25)	0.3825 (1.37)
INDEX/ RISK DUMMY × GAP					-0.0788*** (-2.64)	-0.0071 (-1.11)	-0.0769** (-2.56)	-0.0036* (-1.69)	0.8804*** (3.00)	0.5295** (2.05)	0.9100*** (2.95)	0.5103* (1.94)
N	7424	7424	7424	7424	7424	7424	7424	7424	7424	7424	7424	7424
Pseudo R2	0.2294	0.2254	0.1793	0.1763	0.2294	0.2255	0.1793	0.1763	0.2366	0.2314	0.185	0.1808
Wald chi2	669.69	667.41	688.53	685.47	633.18	669.16	649.63	688.79	680.39	677.46	708.06	706.21

注:所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整,并控制了行业和年度效应;***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

(2)内生性控制:Change-Model 模型。为了进一步控制不随时间变化的不可观测因素对本文研究结论的影响,本文采用 Change-Model 模型进一步控制内生性的影响,表 8 第 2~7 列列示了 Change-Model 的回归结果,各模型整体显著。第 2~3 列列示了内部薪酬差距与独立董事异议的差分模型回归结果,独立董事薪酬差距金额(ABS)与 DLOP、DLOPSUM 在 5% 以上水平上显著正相关(0.0693, Z = 2.26; 0.0626, Z = 3.24),表明内部薪酬差距依然能显著提高独立董事出具异议意见的概率和数量,假设 H₁ 依然得到经验证据的支持;第 4~5 列列示了内部控制质量对内部薪酬差距与异议意见关系影响的差分模型回归结果,INDEX × ABS 与 DLOP、DLOPSUM 在 5% 以上水平上显著负相关(-0.0206, Z = -2.08; -0.0587, Z = -2.79),表明内部控制质量依然能降低内部薪酬差距与异议行为之间的关系强度,假设 H₂ 依然得到经验证据的支持;第 6~7 列列示了公司诉讼风险对内部薪酬差距与异议意见关系的差分模型回归结果,RISK DUMMY × ABS 与 DLOP、DLOPSUM 在 10% 以上水平上显著负相关(0.5296, Z = 2.00; 0.3904, Z = 1.80),表明公司诉讼风险依然能促进内部薪酬差距与异议行为之间的关系强度,假设 H₃ 依然得到经验证据的支持。

表 9 Change-Mode 模型回归结果

变量	DLOP	DLOPSUM	DLOP	DLOPSUM	DLOP	DLOPSUM
ABS	0.0693** (2.26)	0.0626*** (3.24)	0.2038** (2.58)	0.4422*** (3.21)	0.0614** (2.16)	0.0580*** (3.16)
INDEX/RISK DUMMY			-0.0089 (-0.18)	0.0007 (0.02)	-0.0947 (-0.85)	-0.0091 (-0.08)
ABS × INDEX/RISK DUMMY			-0.0206** (-2.08)	-0.0587*** (-2.79)	0.5296** (2.00)	0.3904* (1.80)
观测值	19576	19576	19576	19576	19576	19576
Pseudo R2	0.1699	0.0713	0.1643	0.0699	0.1705	0.0716
Wald chi2	994.48	639.85	921.82	630.5	991.1	640.43

注:所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整,并控制了行业和年度效应;***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

此外, 本文还做了如下稳健性检验^①: 借鉴 Peterson (2009)^[40] 的做法, 在公司层面 (IDcode) 和年度层面 (Year) 对结果进行 Two-way Cluster 调整; 借鉴杜兴强等 (2017)^[18] 的做法, 重新定义异议意见的范围, 将异议意见定义为独立董事出具“反对意见”“提出异议”或“弃权”概率和数量; 借鉴潘越等 (2015)^[37] 的做法, 对公司诉讼风险采用 RISK 来衡量。稳健性检验结果表明, 假设 H₁、假设 H₂、假设 H₃ 依然得到经验证据的支持。

五、进一步检验

1. 内部薪酬差距类型的考察

前文将内部薪酬差距定义为独立董事最大薪酬与最低薪酬的差额, 为了进一步明确独立董事内部薪酬差距类型对独立董事异议行为的影响, 本文将独立董事薪酬差距分为三种类型: 最高薪酬多型、独立董事薪酬梯次分布型和最低薪酬多型, 分别对应只存在最高薪酬、最低薪酬且最高薪酬居多数和最高薪酬、中间薪酬和最低薪酬的梯次分布以及只存在最高薪酬、最低薪酬且最低薪酬居多数的情况。表 10 的第 2~7 列列示了考虑内部薪酬差距的 Logit 和 Order-Logit 回归结果, 各模型整体显著, 可以发现, 在最高薪酬多组内, 独立董事薪酬差距与异议意见均正相关, 但不显著 (0.5502, Z = 0.83; 0.5510, Z = 0.83); 在梯次分布的组内, 独立董事薪酬差距与异议意见均在 1% 水平上显著正相关 (1.1114, Z = 3.49; 1.1462, Z = 3.47); 在最低薪酬多组内, 独立董事薪酬差距与异议意见均在 10% 水平上显著正相关 (0.4191, Z = 1.65; 0.3944, T = 1.68)。上述结果表明, 独立董事薪酬差距对异议行为的影响只存在于独立董事薪酬呈梯次分布和最低薪酬多的组内, 在最高薪酬多的组内不具有显著的促进作用。

2. 内部薪酬差距程度的考察

为了进一步检验过高的独立董事内部薪酬差距是否会产生薪酬公平性问题, 本文将独立董事内部薪酬差距进行分组, 观测值大于具有行业薪酬差距的差距金额的中位数, 定义为内部薪酬差距高组, 将观测值小于具有行业薪酬差距的差距金额的中位数为内部薪酬差距低组, 重新对模型 1 进行回归, 回归结果如表 10 所示, 各模型整体显著。由表 10 的第 8~11 列的结果可以发现, 在独立董事薪酬差距低的组内, 独立董事的内部薪酬差距变量与独立董事异议意见概率和异议意见数量均在 5% 水平上显著正相关 (0.9445, Z = 2.01; 0.9835, Z = 2.06), 表明在独立董事薪酬差距低的组内, 独立董事的内部薪酬差距显著提高了独立董事的异议意见概率和异议意见数量; 在独立董事薪酬差距高的组内, 独立董事内部薪酬差距与异议意见概率和数量均正相关, 但不显著 (0.0273, Z = 0.26; 0.0282, Z = 0.24), 表明在独立董事薪酬差距高的组内, 独立董事较高的内部薪酬差距可能会带来薪酬差距的公平性问题, 限制了独立董事履职行为。

表 10 内部薪酬差距类型和程度的回归结果

变量	DLOP			DLOPSUM			DLOP DLOPSUM		DLOP DLOPSUM	
	最高薪酬多	梯次分布	最低薪酬多	最高薪酬多	梯次分布	最低薪酬多	薪酬差异小	薪酬差异大	薪酬差异小	薪酬差异大
ABS	0.5502 (0.83)	1.1114*** (3.49)	0.4191* (1.65)	0.5510 (0.83)	1.1462*** (3.47)	0.3944* (1.68)	0.9445** (2.01)	0.9835** (2.06)	0.0273 (0.26)	0.0282 (0.24)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2314	2820	608	2314	2820	608	16502	16502	3074	3074
Pseudo R2	0.2705	0.2646	0.4017	0.2341	0.2238	0.3077	0.2061	0.1633	0.2414	0.1856
LR chi2	147.59	145.87	88.56	178.27	159.16	97.82	921.72	937.2	202.81	207.25

注: 所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整, 并控制了行业和年度效应; **、*、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平
资料来源: 本文整理

① 限于篇幅, 结果留存备案。

3. 按照资产规模和独立董事声誉分组

为了进一步分析独立董事内部薪酬差距与异议行为的关系,本文按照资产规模和独立董事声誉的行业的中位数进行分组,其中,独立董事声誉采用独立董事兼任上市公司的家数来衡量(Fama和Jensen,1983^[31];李志辉等,2017^[42]),分组的单变量检验结果如表11所示。比较资产规模的分组检验结果可以发现,在资产规模大的组内,独立董事的异议意见的概率和数量显著小于资产规模小的组,但独立董事的内部薪酬差距在资产规模大的组内显著大于资产规模小的组,这说明独立董事的内部薪酬差距和异议意见存在规模效应,薪酬差距在资产规模大的组内显著高于资产规模小的组,独立董事发表异议意见却是资产规模小的组大于资产规模大的组。从声誉分组结果来看,声誉高的组的异议意见的概率和数量显著小于声誉低的组,但声誉高的组的独立董事内部薪酬差距却显著高于声誉低的组。表11的结果表明,资产规模大、声誉高的组的内部薪酬差距更高,但独立董事异议意见出具的概率和数量更低。

表 11 按照资产规模和独立董事声誉分组的 T/Z 单变量检验结果

变量	规模大组		规模小组		T/Z 检验		声誉高组		声誉低组		T/Z 检验	
	均值	中位数	均值	中位数	T 值	Z 值	均值	中位数	均值	中位数	T 值	Z 值
<i>DLOP</i>	0.0257	0	0.0298	0	-2.03**	-1.80*	0.0195	0	0.0306	0	-3.55***	-3.54***
<i>DLOPSUM</i>	0.0444	0	0.0613	0	-2.51**	-1.85*	0.0422	0	0.0602	0	-2.28**	-3.53***
<i>ABS</i>	0.2300	0	0.1426	0	11.70***	8.59***	0.4880	0.450	0.1025	0	46.45***	79.66***
<i>ABSDUMY</i>	0.3545	0	0.3161	0	5.10***	5.09***	0.0052	1	0.0031	0	91.08***	77.47***

注:所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整,并控制了行业和年度效应;***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

表 12 列示了按照公司规模和独立董事的声誉进行分组后的 Logit 回归结果,各模型整体显著。从表 12 第 2~5 列的结果来看,独立董事薪酬差距对异议行为的显著关系只存在于资产规模小的组内。从第 6~9 列的结果来看,独立董事内部薪酬差距对异议行为的显著关系只存在于独立董事声誉小的组内。

表 12 资产规模和独立董事声誉分组的回归结果

变量	资产规模分组				独立董事声誉分组			
	资产高组	资产低组	资产高组	资产低组	声誉大组	声誉小组	声誉大组	声誉小组
	<i>ABS</i>	<i>ABSDUMY</i>	<i>ABS</i>	<i>ABSDUMY</i>	<i>ABS</i>	<i>BSDUMY</i>	<i>GAP = ABS</i>	<i>ABSDUMY</i>
<i>GAP</i>	0.0583 (0.17)	0.0859** (2.02)	-0.0303 (-0.12)	0.3724*** (3.25)	0.0507 (0.11)	0.0809** (2.09)	-0.0586 (-0.10)	0.3212*** (2.74)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	4492	15084	4492	15084	2602	16974	2602	16974
Pseudo R2	0.2011	0.2137	0.2003	0.2137	0.3234	0.1926	0.3234	0.192
LR chi2	225.11	893.89	224.41	894.87	191.83	902.14	191.88	900.5

注:所有 Z 值均经过公司代码进行 Cluster 调整,并控制了行业和年度效应;***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平
资料来源:本文整理

六、结 论

独立董事履职行为强弱影响着独立董事的监督效率和董事会效率,如何激励独立董事履行职责则是需要关注的问题。本文以独立董事内部薪酬差距为视角研究了独立董事的内部薪酬差距对异议意见的影响,实证结果发现,独立董事的内部薪酬差距显著提高了独立董事出具异议意见的概率和数量;企业的内部控制越强,独立董事内部薪酬差距与异议行为的关系强度越弱,内部控制负

向调节了独立董事内部薪酬差距与异议行为之间的关系;公司的诉讼风险越高,独立董事内部薪酬差距对异议行为的关系强度越大,正向调节了独立董事薪酬差距与异议行为之间的关系。进一步研究发现,考虑独立董事薪酬差距类型后,独立董事内部薪酬差距对异议意见的促进作用存在于薪酬差距梯次分布和最低薪酬多的组内,在最高薪酬多的组内不具有显著作用;考虑独立董事薪酬程度后,在独立董事的内部薪酬差距高的组内,独立董事薪酬差距对独立董事异议意见的概率和数量均正相关,但不显著,这进一步说明了过高的独立董事内部薪酬差距可能损害了薪酬的公平性,限制了独立董事的履职行为。另外,按资产规模和独立董事声誉分组的结果表明,资产规模大、声誉高的组内,独立董事的薪酬差距更大,但出具的异议意见的概率和数量更小,独立董事的内部薪酬差距对异议意见的显著影响只存在于规模较小和独立董事声誉较低的组内。

上述研究结论具有重要的启示:(1)虽然现有文献发现独立董事的薪酬水平影响着独立董事的履职能力和履职意愿(郑志刚等,2017)^[6],独立董事的内部薪酬差距问题也影响独立董事的监督作用,这就要求在制定独立董事薪酬契约时,不仅要考虑单个独立董事的薪酬水平,还要考虑同一企业独立董事的薪酬差距问题,但与此同时,要将独立董事内部薪酬差距保持在一个合理的水平上,过高的内部薪酬差距可能导致薪酬差距的公平性问题,妨碍独立董事薪酬激励的作用。(2)薪酬差距的激励效果会受到公司其他内部因素的影响,如在公司内部控制较差或者诉讼风险高的公司中,薪酬差距能激励独立董事履行职责,那么在公司内部控制机制不完善或者诉讼风险高的公司中在制定独立董事薪酬时,要适当加大独立董事的内部薪酬差距以更好地发挥独立董事的监督作用。(3)从本文的结论来看,独立董事的内部薪酬差距能够显著促进独立董事异议意见的出具,但这种影响只存在于规模小、独立董事声誉低的组内,并且通过分组检验证实了规模小、声誉低的组的薪酬差距更低,但更愿意出具异议意见,这就意味着今后可以进一步扩大在资产规模较小、独立董事声誉较低的企业中独立董事薪酬差距,充分发挥独立董事薪酬差距在一定程度上对独立董事的激励作用,这为今后进一步制定独立董事的薪酬政策提供了政策依据。

不可否认,本研究也存在一定不足。除了独立董事内部薪酬差距外,独立董事薪酬也存在外部差距,根据公开披露的2017年的年报显示,民生银行的独立董事薪酬最高达到99万元,而森霸股份的独立董事只有0.05万元,这种巨大的外部差距可能也会影响内部薪酬差距对异议意见的影响,这些因素可在后续研究中继续探讨。

参考文献

- [1] Weisbach, M. S. Outside Directors and CEO Turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20): 431 - 460.
- [2] 祝继高, 陆晓, 岳衡. 银行关联董事能有效发挥监督职能吗? ——基于产业政策的分析视角[J]. *北京: 管理世界*, 2015, (7): 143 - 157, 188.
- [3] Hermalin B E, Weisbach M S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature [J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2000, 73, (Apr): 7 - 26.
- [4] 沈艺峰, 王夫乐, 陈维. “学院派”的力量: 来自具有学术背景 独立董事的经验证据 [J]. *北京: 经济管理*, 2016, (5): 176 - 186.
- [5] Bebchuk, L. A. , J. M. Fried. Pay without Performance: Overview of the Issues [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, 17, (4): 8 - 23.
- [6] 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 [J]. *北京: 中国工业经济*, 2017, (2): 174 - 192.
- [7] 全怡, 郭卿. “追名”还是“逐利”: 独立董事履职动机之探究 [J]. *哈尔滨: 管理科学*, 2017, (4): 3 - 16.
- [8] 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.
- [9] Huang H H. Does the Appointment of an Outside Director Increase Firm Value? Evidence from Taiwan [J]. *Emerging Markets*

Finance & Trade, 2008, 44, (3) : 66 – 80.

- [10] 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]. 北京: 经济研究, 2011, (1): 126 – 139.
- [11] Duchin, R. When are outside directors effective? [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 9, (2) : 195 – 214.
- [12] Tang, X., J. Du, and Q. Hou. The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinion: Empirical Evidence from China [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013, 32, (3) : 89 – 125.
- [13] 宁向东, 张颖. 独立董事能够勤勉和诚信地进行监督吗——独立董事行为决策模型的构建[J]. 北京: 中国工业经济, 2012, (1) : 101 – 109.
- [14] 郑志刚, 阎铎, 黄继承. 独立董事兼职: 是能者多劳还是疲于奔命[J]. 北京: 世界经济, 2017, (2) : 153 – 178.
- [15] 唐雪松, 申慧, 杜军. 独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J]. 北京: 管理世界, 2010, (9) : 138 – 149.
- [16] Ma, J., and T. Khanna. Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China [J]. Strategic Management Journal, 2016, 37, (8) : 1547 – 1557.
- [17] 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.
- [18] 杜兴强, 殷敬伟, 赖少娟. 论资排辈、CEO 任期与独立董事的异议行为[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (12) : 151 – 169.
- [19] 杜巨澜, 吕班尼, 瑞·奥立弗. 董事会里谁才敢于提出反对的意见? [J]. 南京: 南大商学评论, 2012, (1) : 89 – 122.
- [20] 夏宁, 董艳. 高管薪酬、员工薪酬与公司的成长性——基于中国中小上市公司的经验数据[J]. 北京: 会计研究, 2014, (9) : 89 – 95, 97.
- [21] 张蕊, 管考磊. 高管薪酬差距会诱发侵占型职务犯罪吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 北京: 会计研究, 2016, (9) : 47 – 54.
- [22] 张兴亮, 夏成才. 非 CEO 高管患寡还是患不均[J]. 北京: 中国工业经济, 2016, (9) : 144 – 160.
- [23] 侯静茹, 黎文靖. 高管团队薪酬差距激励了企业创新吗? ——基于产权性质和融资约束的视角[J]. 北京: 财务研究, 2017, (5) : 13 – 21.
- [24] 杨婵, 贺小刚, 朱丽娜, 王博霖. 垂直薪酬差距与新创企业的创新精神[J]. 上海: 财经研究, 2017, (7) : 32 – 44, 69.
- [25] 魏芳, 耿修林. 高管薪酬差距的阴暗面——基于企业违规行为的研究[J]. 北京: 经济管理, 2018, (3) : 57 – 73.
- [26] Rosen, S. Prizes and Incentives in Elimination Tournaments [J]. American Economic Review, 1986, (76) : 701 – 715.
- [27] Lin, B. X., Lu, R. Managerial Power, Compensation Gap and Firm Performance: Evidence from Chinese Public Listed Companies [J]. Global Finance Journal, 2009, 20, (2) : 153 – 164.
- [28] 黎文靖, 胡玉明. 国企内部薪酬差距激励了谁? [J]. 北京: 经济研究, 2012, (12) : 125 – 136.
- [29] 沈艺峰, 陈旋. 无绩效考核下外部独立董事薪酬的决定[J]. 天津: 南开管理评论, 2016, (2) : 4 – 18.
- [30] 郑志刚, 邹宇, 崔丽. 合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2016, (10) : 126 – 143.
- [31] Adams, R., H. Almeida, and D. Ferreira. Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance [J]. Review of Financial Studies, 2005, 18, (4) : 1403 – 1432.
- [32] 周美华, 林斌, 林东杰. 管理层权力、内部控制与腐败治理[J]. 北京: 会计研究, 2016, (3) : 56 – 63, 96.
- [33] 雷英, 吴建友, 孙红. 内部控制审计对会计盈余质量的影响——基于沪市 A 股上市公司的实证分析[J]. 北京: 会计研究, 2013, (11) : 75 – 81, 96.
- [34] 王彦超, 姜国华, 辛清泉. 诉讼风险、法制环境与债务成本[J]. 北京: 会计研究, 2016, (6) : 30 – 37.
- [35] 赵康生, 周萍, 蔺楠. 大股东持股与公司诉讼风险——基于中国上市公司的实证分析[J]. 上海: 外国经济与管理, 2017, (1) : 84 – 95.
- [36] Autore D M, Hutton I, Peterson D R. The Effect of Securities Litigation on External Financing [J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (27) : 231 – 250.
- [37] 潘越, 潘健平, 戴亦一. 公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新[J]. 北京: 经济研究, 2015, (3) : 131 – 145.
- [38] 唐清泉, 罗党论. 设立独立董事的效果分析——来自中国上市公司独立董事的问卷调查[J]. 北京: 中国工业经济, 2006, (1) : 120 – 127.
- [39] 李俊强, 徐丹. 出具否定意见的独立董事能够连任吗? [J]. 大连: 财经问题研究, 2016, (8) : 38 – 43.
- [40] Peterson, M. A.. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. Review of Financial Studies, 2009, 22, (1) : 435 – 480.
- [41] Fama E. F, Jensen M. C. Agency Problems and Residual Claims [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26, (2) : 327 – 349.
- [42] 李志辉, 杨思静, 孟焰. 独立董事兼任: 声誉抑或忙碌——基于债券市场的经验证据[J]. 北京: 审计研究, 2017, (5) : 96 – 103.

Independent Directors' Internal Pay Gap and Dissenting Behaviors

LI Shi-gang,JIANG Xu-han,JIANG Yao-ming

(School of Accounting/Accounting Development Research Center,

Jiangxi University of Finance and Economics,Nanchang,Jiangxi,330013,China)

Abstract: The pay incentive of independent directors affects their conduct of duty. Pay incentives include not only the level of remuneration incentives, but also the gap between the remuneration of independent directors. Meanwhile, there is a widespread independent directors pay gap among companies, so, it is of great significance to study the influence of internal pay gap of independent directors. This paper takes the A-share company as a sample from 2004 to 2015 to empirically tests the influence of the internal pay gap on the dissenting behavior, our empirical results show that, the internal pay gap significantly increases the probability and quantity of dissenting opinions, and the internal control of enterprises significantly reduces the relationship strength between internal compensation gap and dissenting opinion, and the higher the company's litigation risk, the stronger the relationship between the independent director's pay gap and dissenting opinions.

Further studies have found that, considering the types of the pay gap, the significant relationship between the pay gap of independent directors and dissenting opinions was found in the group with a hierarchical distribution of the pay gap and a large number of minimum salaries. meanwhile considering the extent of the pay gap, the pay gap had a significant promoting effect on dissenting opinions in the group with low pay gap, but it is not significant in a group with a high internal pay gap for independent directors, and through the subgroup test of scale and reputation, we found that the internal salary gap is larger in the group with large assets and high reputation of independent directors, but the probability and amount of dissent is lower, that means the significant relationship between the salary gap and dissenting behavior of independent directors only exists in the subgroup with small assets and low reputation of independent directors.

The above conclusions show that the internal pay gap is beneficial to independent directors' performance, however, the excessive pay gap of independent directors may lead to the unfairness. This paper provides theoretical and empirical evidence for the incentive role of the compensation gap of independent directors and the prevention of excessive internal compensation gap of independent directors, it also provides an important reference for the establishment of the compensation contract for independent directors.

Compared with previous literature, this paper may have the following contributions: First, existing literature mainly focus on the role dimension in corporate governance, and few literature involve the influence of compensation incentive of independent directors on the performance behavior of independent directors. this paper fills the gap and provides incremental empirical evidence support for further understanding the influencing factors of the performance of duties of independent directors. according to the literature collected on my hands, this paper may be the first time to study the impact of the internal salary gap of independent directors on the dissenting behaviors, which is of great significance to further study the establishment of the remuneration contract of independent directors and give play to the incentive effect of the remuneration contract of independent directors on the performance. Second, unlike the existing literature, this paper found that tournament theory can explain relations with dissent from the independent director's compensation gap, however, the excessive compensation gap of independent directors may also lead to the fairness of the compensation gap. The above conclusions provide an incremental literature contribution on the compensation of independent directors for existing internal pay gap studies. Third, many listed companies do not have an independent salary gap. however, this paper find that the salary gap of independent directors can significantly promote performance of their duties and the issuance of dissent opinions. Therefore, The research provides empirical evidence for the further effective development of the payment of independent directors in the future.

Key Words: independent directors' internal pay gap; dissenting opinion; internal control; company litigation risk

JEL Classification: D22, M41, O43

DOI:10. 19616/j. cnki. bmj. 2019. 03. 008

(责任编辑:舟 山)