

非执行董事对超额薪酬影响研究

——来自中国民营上市公司的证据

赵健梅¹ 王晶¹ 张雪²

(1.北京交通大学, 北京 100044; 2.中国北方车辆研究所, 北京 100072)

摘要: 本文以2010~2015年A股民营上市公司为研究样本, 考察非执行董事对管理层超额薪酬现象的监督效果。研究发现, 相比于独立董事, 非执行董事对管理层超额薪酬的监督抑制作用更为明显。从股权结构视角出发, 研究股权制衡与机构投资者对非执行董事作用的影响, 发现较高的股权制衡度反而会抑制非执行董事的监督效果, 而在不具有稳定型机构投资者的上市公司中非执行董事的治理作用会更加显著。本文的研究可丰富董事会治理机制的学术文献, 也可为完善我国上市公司治理机制提供新的启示, 对有关政策制定部门也具有一定的意义。

关键词: 超额薪酬; 非执行董事; 独立董事

Abstract: Using the samples of family listed companies from year 2010 to 2015 in China, this paper examines non-executive directors' supervision action of excessive executive compensation. Through research, our paper finds that non-executive directors' supervision of excessive executive compensation has more apparent restrictive effects than the action of independent directors. Then our paper explores the influence of equity shareholding balance and institutional investors on the supervision action of non-executive directors from the perspective of shareholder structure, and finds that higher degree of equity shareholding balance will restrain the supervision effect of non-executive directors, and the effect of non-executive directors will be better in the listed companies without stable institutional investors. This paper enriches the academic literature of the governance mechanism, and can provide insights for China in the improvement of governance mechanism. It also provides some advices for policy-making departments.

Key words: excess executive compensation, non-executive directors, independent directors

作者简介: 赵健梅, 女, 北京交通大学经管学院副教授, 研究方向: 财务与成本管理。王晶, 女, 北京交通大学经管学院研究生, 研究方向: 财务与成本管理。张雪, 女, 现任职于中国北方车辆研究所, 研究方向: 财务管理。

中图分类号: F271 **文献标识码:** A

引言

薪酬契约是企业一项极其重要的制度安排, 其主要目的在于促使代理人行为与委托人目标相一致。然而, 在现实世界中, 薪酬契约往往是不完备的, 背后更多地体现出高管自定薪酬的痕迹, 使其本身反而成为代理成本的一部分。经理人往往利用手中权力寻租从而获取超额薪酬, 得到超过公平谈判所得的收入。超额薪酬不仅损害股东利益, 更会拉大贫富差距, 危害社会公平。

董事会是公司治理机制的核心, 旨在解决委托代理

问题, 保证资本提供者的投资收益。董事会的治理效应受其成员结构的显著影响。根据董事会成员的独立性可将其划分为执行董事、独立董事、非执行董事。执行董事是参与公司经营管理的董事, 被看作管理层在董事会中的代表。因此, 治理股东与管理层之间委托代理问题主要依赖于由独立董事与非执行董事构成的外部董事。

大量研究也发现董事会的治理效应与外部董事的比例有着密切关系。但这些研究大多只关注独立董事的治理作用。独立董事主要受聘于管理层, 而非执行董事主要由大股东或重要股东委派, 不受制于管理层, 直接代表背后

股东利益，他们是否能更有效地监督管理层超额薪酬问题？进一步，大股东之间的股权制衡度对非执行董事作用有何影响，作为中小股东中一股重要力量的机构投资者对非执行董事作用又有何影响？国有企业与民营企业高管薪酬契约存在着显著差异，国有企业承担了较多社会责任，并不只以业绩作为唯一目标，而且政府对国企尤其央企进行了更多薪酬限制。因此本文以民营企业为研究样本，对上述问题进行回答，以期对公司治理机制得到一个更有意义的结论。

本文较现有文献的发展在于：第一，国内有关非执行董事的文献并不多见，且多集中于非执行董事对企业过度投资或盈余管理的作用，超额薪酬更为直观地反映了管理层的自利动机，因此有必要明确非执行董事在管理层超额薪酬治理中的角色。第二，本文从实证分析角度对比了独立董事与非执行董事对超额薪酬的监督作用，发现非执行董事对超额薪酬的监督效果更为明显，这为非执行董事在公司治理中的重要性提供了经验证据。

文献回顾与研究假设

一、非执行董事与独立董事作用对比

在两权分离的现代企业制度下，为使经营者与所有者目标一致，基于薪酬设置的最优契约理论认为可通过有效的契约安排将管理层薪酬与股东财富紧密联系起来，以激励管理层基于股东利益最大化行事(Jensen&Meckling, 1976)^[11]。然而，管理层权力观认为经理会利用手中的权力进行寻租以获得超过基于企业真实业绩的超额薪酬，进而损害股东利益(Bebchuk&Fried, 2002)^[2]。

依《公司法》第46条，董事会决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项。因此，在管理层薪酬制定及管理层超额薪酬的治理方面，董事会起着至关重要的作用。如果董事会被管理层权力俘获或受其影响，制定更加符合管理层期望的薪酬政策，则薪酬契约本身也将成为一种代理问题，经理人由此所获得的超额薪酬是对股东财富的掠夺。因此，为避免与管理层合谋，参与薪酬制定的大多为外部董事，即不兼任公司高级管理人员的董事。外部董事中根据其与股东关系又可分为独立董事与非执行董事。

独立董事理论上指既独立于公司股东又独立于公司管理层，与公司没有任何可能严重影响其做出独立判断的交易或关系的董事。然而，从实务的角度分析发现，独立董事的聘任多数时候受管理层的影响(叶康涛等, 2011)^[9]，因此成为独立董事所带来的丰厚的年薪、名誉和人脉资源使得希望连任的独立董事有动机讨好管理层，同时，管理层同样会参与独立董事的薪酬和津贴制定(Bebchuk&Fried, 2003, 2004)^{[3] [4]}。由此独立董事的职位的获得、续聘以及收入等都会受到作为监督对象的管理层的影响，从理论上讲，独立董事在监督管理层问题上，会不可避免地表现出迟疑和易于妥协(郑志刚等, 2012)^[10]，因此，独立董事在制定管理层薪酬政策过程中容易被管理层权力俘获。另外，即使未受管理层权力影响，独立董事作为独立的第三方，当他们就薪酬方案同管理层展开争论后，也可能会因为无法获取与之相关的直接利益而对管理层超额薪酬的监管动机不足，从而容易败下阵来。同时，制定有效的薪酬激励机制进而抑制管理层超额薪酬现象的出现需要对上市公司信息进行充分了解，而独立董事对上市公司信息获取往往不够充分彻底。有些公司往往不愿意将公司“商业机密”透漏给独立董事这些外人(谭劲松等, 2003)^[13]，而且，独立董事往往本职工作繁忙使其不可能花费过多精力去了解上市公司具体情况(洪峰, 2015)^[14]。

相比之下，非执行董事大多是由大股东、上级单位委派(陆正飞和胡诗阳, 2015)^[15]，其大多数在股东单位领薪，因此，相比于独立董事可能更独立于管理层，在监督管理层超额薪酬方面可能受管理层权力影响更小。而且，非执行董事直接代表背后股东的利益，不同于国有企业大股东虚位，民营企业具有真实的大股东，由其委派的非执行董事具有非常强烈的监督动机，更有可能就薪酬方案与管理层展开激烈地争论。同时，由控股股东委派的非执行董事多在企业集团内部任职，对集团公司的整体情况可能更加了解(祝继高等, 2015)^[11]，且很多非执行董事为全职董事，这也利于非执行董事对上市公司信息进行充分了解(胡诗阳和陆正飞, 2015)^[16]，因此，相比于独立董事非执行董事的监督能力也更强，进而对管理层超额薪酬现象能进行更有效地监督。

基于此，提出本文假设一。

H1：相比于独立董事，非执行董事对管理层超额薪

酬的监督效果更为明显。

二、股权制衡度对非执行董事作用的影响

国内外关于股权制衡度与公司治理效率之间关系的研究尚未达成统一结论。现有研究大多表明高股权制衡度有助于限制大股东对中小股东的掠夺行为。而经理超额薪酬现象属于管理层对股东利益的掠夺。因此，高股权制衡度未必会对管理层超额薪酬现象起到良好的治理作用。当企业拥有持股比例较大的大股东时，其通过治理管理层可获得较多利益，从而具有足够的激励来通过非执行董事收集有关的信息，对管理层实施有效监督(陆智强和李红玉，2014)^[12]。Cyerl等(2002)^[5]发现存在持股超过5%的大股东将有助于减少经理人薪酬。而股权制衡度过高，往往意味着第一大股东的股权集中度下降，这会削弱控股股东对公司的影响能力，降低其勤勉尽职程度(徐莉萍等，2006)^[17]，进而影响由第一大股东委派的非执行董事对管理层超额薪酬现象的治理效果。而且，股权制衡度高时，大股东之间不易形成一致意见，因此，由大股东们委派的非执行董事之间缺乏凝聚力与协调力，这不利于非执行董事们对过高的管理层权力进行抗衡。据此，提出假设二。

H2: 高股权制衡度会抑制非执行董事对管理层超额薪酬现象的监督效果。

三、机构投资者对非执行董事作用的影响

机构投资者是中小股东中一股重要力量。为保障中国资本市场的健康快速发展，国家已出台了一系列有利于机构投资者发展的政策，促使中国机构投资者队伍不断壮大。与分散的个人投资者相比，其持有的股票份额较大，可充分享受公司治理改善所带来的收益，且其持有的资金优势、信息优势、专业优势都使其更有意愿和能力参与上市公司治理。然而，大量研究表明，机构投资者存在异质性，不同类型的机构投资者对公司的监督积极性存在显著不同。已有研究表明，长期投资于某一上市公司的稳定型机构投资者会更加注重于该企业的长期成长与价值，会更加符合有效监督观假说，积极参与公司治理实践，有效限制经理人代理问题(Shleifer & Vishny, 1986; 石美娟和童卫华，2009; 朱富强，2015)^{[6][18][19]}。

根据《上市公司章程指引》第82条，董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会表决。《上市公司章程指引》第53条规定，公司召开股东大会，单独或者

合并持有公司3%以上股份的股东，有权向公司提出提案。因此，单独或合计持有3%以上股份的股东才可提名董事。本文对2010~2015年中国A股民营上市公司中6562个公司/年度样本进行统计，所有机构投资者类型平均持股均未超过3%，仅基金平均持股接近公司法规定的3%且其持股数据可能来自于多家基金公司合计，其它类型机构投资者平均持股比例均远低于3%。且即使机构投资者通过提案权提名代表其利益的董事，也可能会因为持股比例较小导致由其提名的董事在股东大会投票中落选。因此，机构投资者通过向上市公司委派非执行董事来参与治理的情况可能较少。

但稳定型机构投资者由于专业素养较高、信息获取能力较强且与企业长期交往知悉企业内部情况，还可通过其它各种正式或非正式方式治理经理人超额薪酬，有效干预日趋复杂化的经理薪酬合约安排。

首先，稳定型机构投资者会与投资公司进行私人谈判来表示不满，当业绩较差时他们往往通过私下协议的方式直接要求企业修改管理层薪酬计划(Johnson, 1997)^[7]。其次，他们还可利用各种大众媒体公开表明立场或给予谴责，在舆论的巨大压力下公司董事会及下属薪酬委员会合理安排高管薪酬，切实关注股东利益。

因此，人们往往预期，具有稳定型机构投资者的上市公司中，机构投资者可对高管超额薪酬起到良好治理作用，从而，非执行董事对管理层的监督动机可能会减弱。相比之下，在不具有稳定型机构投资者的公司中，非执行董事的监督动机可能会更强。因此，提出本文假设三。

H3: 在不具有稳定型机构投资者的公司中，非执行董事对超额薪酬治理作用更加显著。

研究设计

一、样本来源与处理

本文选择2010~2015年间中国A股民营上市公司为研究样本。为了保证样本的有效性，消除异常样本对研究结论的影响，本文按照以下原则对样本进行筛选：(1)剔除金融、保险类企业；(2)剔除被ST、*ST的企业；(3)剔除数据缺失的企业；最后得到6562个公司/年度样本。

为消除极端值的影响，本文对所有连续变量均进行1%的缩尾处理。本文数据来自国泰安数据库(CSMAR)。

其中,非执行董事比例借鉴陆正飞和胡诗阳(2015)^[15]采用CSMAR数据库提供的董事职务类别十位编码分类得出。本文使用EXCEL2013和STATA10对数据进行处理及分析。

二、变量说明

1. 高管绝对薪酬

高管薪酬分为货币薪酬与股权激励薪酬两部分,在我国,因为已有数据无法识别股权取得的方式,因此借鉴罗宏(2014)^[20]只考察货币薪酬,以“高管前三名薪酬总和的自然对数”作为公司高管绝对薪酬变量。

2. 高管超额薪酬

高管超额薪酬为高管薪酬中超过预期薪酬的部分。本文借鉴Core(2008)^[8]及辛清泉(2007)^[21]的模型测算超额薪酬。首先对模型(1)进行回归,用回归系数乘以模型(1)中决定高管薪酬的变量得到预期薪酬。然后,使用模型(2)用高管绝对薪酬减去预期薪酬即为超额薪酬。

$$\ln(\text{Pay}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size} + \alpha_2 \text{Roa} + \alpha_3 \text{IA} + \alpha_4 \text{Zone} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Overpay} = \ln(\text{Pay}) - \ln(\text{Expected Pay}) \quad (2)$$

3. 是否具有稳定型机构投资者的划分方法

本文采用牛建波等^[22]的研究,采用时间和行业两个维度研究上市公司是否具有稳定型机构投资者。具体计算公式如下: $SD_{it} = \frac{INVH_{it}}{STD(INVH_{i,t-1}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-3})}$, 若

$SD_{it} \geq MEDIAN_{it}(SD_{it})$ 则认为该公司该年度具有稳定型机构投资者。其中 $INVH_{it}$ 表示i公司t年的机构投资者持股比例(包括基金、合格境外投资者、券商、保险公司、信托公司、财务公司和银行); $STD(INVH_{i,t-1}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-3})$ 表示i公司前三年机构投资者持股比例的标准差; SD_{it} 表示i公司在t年的机构投资者持股比例与其过去三年机构投资者持股比例标准差的比值; $MEDIAN_{it}(SD_{it})$ 表示t年的SD行业j的中位数。若 $SD_{it} \geq MEDIAN_{it}(SD_{it})$ 则认为该公司该年度具有稳定型机构投资者。

本文其他研究变量的定义及计算方法具体见表1。

三、模型设计

为检验假设1相比于独立董事非执行董事对管理层超额薪酬的监督效果更为明显,本文借鉴罗宏(2014)^[20]构建模型(3)与模型(4):

$$\text{OverPay} = \beta_0 + \beta_1 \text{NonExe} + \beta_2 \text{Roa} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Dual} + \beta_6 \text{Boardsize} + \beta_7 \text{Top1} + \beta_8 \text{Top1_square} + \beta_9 \text{Growth} + \beta_{10} \text{Zone} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{OverPay} = \beta_0 + \beta_1 \text{Inde} + \beta_2 \text{Roa} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Dual} + \beta_6 \text{Boardsize} + \beta_7 \text{Top1} + \beta_8 \text{Top1_square} + \beta_9 \text{Growth} + \beta_{10} \text{Zone} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (4)$$

为检验假设2高股权制衡度会抑制非执行董事对管理层超额薪酬现象的监督效果,在模型(3)中加入变量股权制衡度及股权制衡度与非执行董事比例的交叉项构建模型(5):

$$\text{OverPay} = \beta_0 + \beta_1 \text{NonExe} + \beta_2 \text{S} + \beta_3 \text{S} * \text{NonExe} + \beta_4 \text{Roa} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Boardsize} + \beta_9 \text{Top1} + \beta_{10} \text{Top1_square} + \beta_{11} \text{Growth} + \beta_{12} \text{Zone} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (5)$$

表1 变量定义及计算方法

变量类型	变量	含义	定义或计算方法
被解释变量	Overpay	高管超额薪酬	高管绝对薪酬与预期薪酬之差
解释变量	NonExe	非执行董事比例	非执行董事人数占董事会总人数的比例
	Inde	独立董事比例	独立董事人数占董事会总人数的比例
控制变量	S	股权制衡度	第二大股东持股比例与第一大股东持股比例之比
	Roa	总资产收益率	净利润/总资产
	Lev	资产负债率	总负债/总资产
	Size	公司规模	总资产的自然对数
	Dual	两职合一	董事长与总经理两职合一为1, 否则为0
	Boardsize	董事会规模	董事人数
	Top1	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
	Top1_square	第一大股东持股比例的平方项	第一大股东持股比例的平方
	Growth	成长性	净资产市值与账面值比
	Zone	区域虚拟变量	沿海地区取值0, 中西部地区取值1
	IA	无形资产比	无形资产与总资产的比值
	∑ Industry	行业虚拟变量	参照2001年证监会行业分类标准
	∑ Year	年度虚拟变量	当样本取自第i年时取值为1, 否则为0

表2 变量的描述性统计

	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
OverPay	6562	0.0031	0.0155	0.5412	-1.3465	1.3544
NonExe	6562	0.3356	0.3333	0.1351	0.066667	0.6667
Inde	6562	0.3744	0.3333	0.0521	0.3333	0.5714
Roa	6562	0.0543	0.0502	0.0535	-0.1232	0.2319
Lev	6562	0.3654	0.3409	0.2113	0.0311	0.9003
Size	6562	21.5018	21.3943	1.0033	19.1145	24.5864
Dual	6562	0.3610	0	0.4803	0	1
Boardsize	6562	8.3962	9	1.5107	4	17
Top1	6562	0.3328	0.3103	0.1411	0.0863	0.7162
Top1_square	6562	0.1307	0.0963	0.1077	0.0074	0.5129
Growth	6562	2.7150	2.0385	2.3112	0.3168	14.4768
Zone	6562	0.2478	0	0.4318	0	1
S2	6562	0.3785	0.3077	0.2830	0.0138	1
S5	6562	0.7779	0.6261	0.6099	0.0381	2.8547

对于假设3在不具有稳定型机构投资者的公司中,非执行董事对超额薪酬治理作用更加显著,本文将总样本划分为具有稳定型机构投资者的子样本与不具有稳定型机构投资者的子样本,使用模型(3)分样本回归进行检验。

实证结果与分析

一、描述性统计

表2是变量的描述性统计结果。从表2中可知,高管超额薪酬(OverPay)的均值、中位数分别为0.0031、0.0155,最大值、最小值、标准差分别为1.3544、-1.3465、0.5412,说明不同企业间超额薪酬水平相差较大,一些企业高管超额薪酬问题比较严重。非执行董事比例(NonExe)的均值为0.3356中位数为0.3333,均值与中位数差异不大且标准差为0.1351较小,说明各企业间非执行董事人数占董事会总人数的比例比较稳定,其均值、中位数均在1/3左右,说明非执行董事是董事会中一股重要力量,我国大股东或重要影响股东参与公司治理的积极性较高。独立董事比例(Inde)的均值为0.3744中位数为0.3333,最小值为0.3333,标准差较小为0.0521,说明各企业间独立董事人数较为稳定,绝大多数企业都满足《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中独立董事人数应占董事会人数1/3以上的要求,且有很多企业独立董事比例恰好满足监管要求的1/3,这可能表明很多上市公司设置独立董事仅为满足监管需要。从管理层权力来看,两职合一(Dual)的均值为0.3610,说明有36.10%的企业董事长与总经理两职合一,这些企业中管理层权力较大。

二、回归分析

在进行多元回归之前,已对变量进行Pearson和Spearman相关性检验,已确认模型中不存在多重共线性问题。

表3列示了非执行董事与独立董事对超额薪酬的影响。从表中可知非执行董事比例(NonExe)的回归系数为-0.2272且在1%的水平上显著,独立董事比例(Inde)的回归系数为0.5589,说明非执行董事比例高的公司超额薪酬程度更低,非执行董事对高管超额薪酬确有监督抑制作用,而独立董事对超额薪酬的监督抑制作用不明显。此结果验证了本文的假设H1:相比于独立董事,非执行董事对管理层超额薪酬的监督效果更为明显。

表3 非执行董事与独立董事对超额薪酬的影响

变量	模型(3)		模型(4)	
	OverPay	T	OverPay	T
Constant	-0.5862***	-2.74	-0.9334***	-4.20
NonExe	-0.2272***	-4.28		
Inde			0.5589***	3.59
Roa	-0.0345	-0.23	-0.0050	-0.03
Lev	-0.0772*	-1.88	-0.0907**	-2.22
Size	0.0279***	2.87	0.0273***	2.81
Dual	0.0602***	4.09	0.0752***	5.29
Boardsize	0.0278***	5.93	0.0358***	6.42
Top1	-1.2628***	-5.86	-1.2727***	-5.91
Top1_square	1.3847***	4.92	1.4088***	5.00
Growth	0.0211***	5.28	0.0201***	5.02
Zone	-0.0050	-0.31	-0.0062	-0.39
Industry	Controlled		Controlled	
Year	Controlled		Controlled	
Adj.R-squared	0.02		0.02	
Observations	6562		6562	

注: *表示在10%水平显著, **表示在5%水平显著, ***表示在1%水平显著

控制变量方面,在模型(3)和模型(4)的回归结果中,代表公司业绩的总资产收益率(Roa)与超额薪酬之间均存在不显著的负相关关系,说明业绩的增加与超额薪酬之间不存在激励联动效果,超额薪酬确是经理人攫取租金的表现。资产负债率(Lev)与超额薪酬之间均存在显著的负相关关系,可能是因为债权人的监督效果。两职合一(Dual)与超额薪酬之间存在显著的正相关关系,说明管理层权力越大越有动机和能力获取超额薪酬。董事会规模(Boardsize)越大,超额薪酬程度越高,可能是因为规模较大的董事会中,董事凝聚力不强责任感减弱,不利于对管理层的监督。

表4列示了股权制衡度对非执行董事作用的影响。从表中可知,股权制衡度与非执行董事比例的交叉项(S*NonExe)的回归系数为0.4780,且在1%的水平上显著。说明高股权制衡度的确会抑制非执行董事对管理层超额薪酬的监督效果,从而本文的假设H2成立。

为检验假设3,本文将总样本划分为具有稳定型机构投资者的子样本与不具有稳定型机构投资者的子样本,使用模型(3)分样本回归进行检验。表5列示了回归检验结果。从表中可知,在具有稳定型机构投资者的子样本中,非执行董事比例(NonExe)的回归系数为-0.0433且不显著,不具有稳定型机构投资者的子样本中,非执行董事比例(NonExe)的回归系数为-0.2814且在1%的水平上显

表4 股权制衡度对非执行董事作用的影响

变量	模型 (5)	
	OverPay	T
Constant	-0.6045***	-2.82
NonExe	-0.4093***	-4.82
S	-0.0387	-0.57
S*NonExe	0.4780***	2.66
Roa	-0.0659	-0.44
Lev	-0.0539	-1.31
Size	0.0267***	2.75
Dual	0.0585***	3.98
Boardsize	0.0277***	5.91
Top1	-0.9935***	-4.45
Top1_square	1.2180***	4.3
Growth	0.0207***	5.19
Zone	-0.0004	-0.02
industry	Controlled	
year	Controlled	
Adj.R-squared	0.02	
Observations	6562	

注：*表示在10%水平显著，**表示在5%水平显著，***表示在1%水平显著

表5 是否具有稳定型机构投资者对非执行董事作用的影响

变量	具有稳定型机构投资者样本		不具有稳定型机构投资者样本	
	OverPay	T	OverPay	T
Constant	-0.8940*	-1.82	-0.1704	-0.69
NonExe	-0.0433	-0.34	-0.2814***	-4.86
Roa	-0.0117	-0.03	-0.1401	-0.84
Lev	-0.0711	0.67	-0.0992**	-2.22
Size	0.0228	1.01	0.0143	1.28
Dual	0.0484	1.36	0.0600***	3.71
Boardsize	0.0428***	3.96	0.0242***	4.62
Top1	-0.3257	-0.61	-1.5352***	-6.54
Top1_square	0.3648	0.52	1.7226***	5.62
Growth	0.0201**	2.56	0.0178***	3.80
Zone	-0.0558	-1.47	0.0117	0.66
Industry	Controlled		Controlled	
Year	Controlled		Controlled	
Adj.R-squared	0.02		0.02	
Observations	1307		5255	

注：*表示在10%水平显著，**表示在5%水平显著，***表示在1%水平显著

著。不具有稳定型机构投资者样本比具有稳定型机构投资者样本非执行董事比例(NonExe)的回归系数绝对值大0.2381，在分样本的情况下只在不具有稳定型机构投资者样本中观察到非执行董事的治理作用。意味着在不具有稳定型机构投资者的公司中，非执行董事对超额薪酬治理作用更加显著，从而本文的假设H3成立。

三、稳健性检验

为了保证实证结果的可靠性，本文对上述结果进行了稳健性检验。

1. 不同于前文对超额薪酬连续变量的度量，稳健性检验采用Logit模型，若OverPay>0对其重新赋值为1，若OverPay<0对其赋值为0，回归后发现上述结论依然成立。

2. 董事会成员变动可能发生在年中或年末，前文中非执行董事比例、独立董事比例均以年末信息进行计算，为增强结果可靠性，稳健性检验以上一年年末信息作为本年年年初信息的代表来衡量当年非执行董事比例与独立董事比例，然后进行回归检验，回归结果与前文并无显著差异。

3. 对于股权制衡度的度量使用第二到五股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比或者第二到十股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比，进行回归检验，结果依然成立。

以上检验增加了本文结论的稳健性。

结论及建议

民营企业是我国经济发展的重要力量，且在薪酬契约等方面与国有企业有显著不同，本文以2010~2015年A股民营上市公司为研究样本，考察非执行董事对高管超额薪酬问题的监督效果。研究发现，相比于独立董事，非执行董事对管理层超额薪酬的监督抑制作用更为明显。从股权结构的视角出发，发现较高的股权制衡度反而会抑制非执行董事对管理层超额薪酬的监督效果。稳定型机构投资者在一定程度上可替代非执行董事作用，因而在不具有稳定型机构投资者的上市公司中非执行董事的治理作用会更加显著。

针对以上研究结论，本文提出如下政策建议：持续优化上市公司董事会成员结构，加强对非执行董事队伍建设，需要完善相关制度保证董事会中非执行董事的人数，同时应重视非执行董事的个人素质，可培育职业化非执行董事队伍，企业对非执行董事的甄选也应加强。此外，如若想让非执行董事发挥较大的作用需要谨慎对待股权制衡，但如若股权制衡度过高对非执行董事在管理层的监督作用上产生较大不利影响，可培育机构投资者力量，鼓励机构投资者对公司进行长期投资，使其注重企业长期成长与价值，从而对管理层产生良好监督作用。 ■

(下转第59页)