

高管薪酬公平性、薪酬增长与代理成本

——来自我国上市公司的证据

邵燕波

(浙江财经大学科研处, 浙江 杭州 310018)

摘 要: 本文在高管薪酬契约基础上, 运用 2005 - 2012 年我国上市公司数据, 从薪酬公平性的角度, 分析并检验高管薪酬公平性对其薪酬增长及代理成本的影响。研究结果发现, 当高管通过薪酬的社会比较, 较低薪酬的高管与下一年度高管薪酬增长、资产周转率显著相关, 高管薪酬公平性是造成我国上市公司高管薪酬不断增长的原因之一, 并倾向性地增加了公司的代理成本, 影响了激励效应。本文丰富和拓展了高管薪酬公平性激励效应的研究成果, 为完善我国公司薪酬制度提供理论依据和指导。

关键词: 高管薪酬公平性; 薪酬增长; 代理成本

中图分类号: F244

文献标识码: A

文章编号: 1004 - 4892(2016)02 - 0072 - 09

一、引 言

高管薪酬一直是理论界与政府、媒体和公众长期关注的问题。近年来高管薪酬大幅攀升, 特别是金融危机以来, 与公司业绩下滑形成鲜明对比的是高管薪酬的逆市上升。高管超额薪酬、“天价薪酬”, 不断引发人们对高管薪酬激励作用的质疑, 而高管薪酬传统的最优契约理论也受到了极大挑战, 高管薪酬契约没能解决代理问题反而已成为代理成本的一部分^[1]。那么是什么影响了高管薪酬契约的有效性? 最优契约论和管理者权力理论都关注于高管薪酬的绝对数, 而公平理论则认为薪酬的相对数, 即薪酬的公平性也会对薪酬激励产生影响^[2]。

目前学者通过上市公司数据实证分析高管薪酬公平性问题主要有以下几方面: 第一, 通过回归残差方法来表示高管薪酬外部公平性, 并分析其产生的经济影响。当高管薪酬过高时, 其下属管理人员的薪酬也较高, 高管权力越大, 高管不仅能增加自身的薪酬而且也会增加下属管理人员的薪酬^[3]。高管薪酬外部公平性会对公司的 R&D 支出、公司规模、高管离职率、公司业绩产生影响^{[4][5]}。吴联生等(2010)发现高管薪酬外部过高与非国有企业业绩显著正相关, 而对国有企业业绩影响不显著, 高管薪酬外部过低与国有和非国有企业业绩皆不存在显著相关性^[6]。第二, 通过高管与公司内其他人员之间的薪酬差距来代表薪酬的公平性, 分析其与业绩的关系, 这些研究的主要目的是为了检验锦标赛理论和行为理论^{[7][8][9][10]}。这部分文献虽然利用客观的薪酬数据进行量化分析, 但只是从公司内部薪酬公平性出发, 分析了公司内部薪酬公平性与业绩的关系。第三, 通过

收稿日期: 2015 - 05 - 28

基金项目: 浙江省哲社科规划基金资助项目(16NDJC146YB); 浙江省教育厅年度科研资助项目(Y201119929)

作者简介: 邵燕波(1975 -), 女, 浙江兰溪人, 浙江财经大学科研处副研究员, 博士。

高管与公司内其他人员之间的薪酬差距与高管薪酬的公平性做了区分,认为应该考虑到公司内部不同层级员工的投入差异或人力资本特征,剔除掉这些特征变量对薪酬差距程度的影响,剩余的薪酬差距程度才能体现公司高管薪酬的公平程度^{[9][10]}。其他还有采用相对分位数计量方法^[11]、运用本公司高管与同年度同行业同地区高管平均薪酬的比较来代表高管薪酬外部公平性或高管薪酬差距对激励效应进行了研究^[12]。步丹璐等(2010)综合各理论分析提出量化高管薪酬公平性的方法,虽没有运用数据进行计算,但这为我们研究高管薪酬公平性提供了理论依据^[13]。

综上,从公平性角度研究高管薪酬是目前的一个主要方向,也是热点问题。但目前研究大多从外部公平性或内部公平性的一个方面进行分析,而且实证中多数采用上市公司前三位高管薪酬总额作为样本数据。由于薪酬公平是基于个体对薪酬是否公正合理的个人判断和感受,而且个体对通过比较后薪酬低于他人的反应要比薪酬高过他人的反应激烈得多,因此,本文的薪酬公平性是指当高管通过比较后薪酬低于他人的公平性,采用2005-2012上市公司数据,通过高管薪酬的外部公平性和内部公平性两方面,以上市公司总经理个人角度分析薪酬公平性的影响。

二、理论基础和研究假设

社会比较理论认为人体内存在一种评价自己观点和能力的驱动力,团体中的个体具有将自己与他人进行比较,从中确定自我价值的心理倾向^[14]。当客观的、非社会化的标准不存在时,这个比较过程相当重要。高管薪酬社会比较理论认为公司董事会对高管薪酬的设定过程中,会参照一些相似人员的薪酬信息来决定本公司高管的薪酬水平^[15]。公司在制定高管薪酬时,尽力塑造一个程度上的“公正”,以解释支付给高管薪酬的根本理由^[16]。因此,最重要的并不是高管被支付了多少薪酬,也不是如何被支付薪酬,而是董事会和高管如何证明这个薪酬是合理的。Holmstrom et al. (2003)曾指出“如果不采用相似公司高管薪酬作为参考对象,很难说使高管薪酬水平处于公平和有效的状态中”^[17]。一些研究发现我国上市公司高管薪酬契约呈现明显的参照点效应^{[18][19][12]}。

公平理论认为个体会将自己的投入所得与参照对象的投入所得进行比较,从而形成公平性的认知^[2]。根据参照对象不同,可分为薪酬外部公平性和内部公平性。高管薪酬的外部公平性是高管与同行业其他公司高管的薪酬投入比之间的社会比较而形成的公平感;高管薪酬的内部公平性是高管与公司内部其他人员之间的薪酬投入比与同行业其他公司的高管与其内部其他人员之间的薪酬投入比之间的社会比较而形成的公平感。目前我国上市公司高管薪酬已体现了锦标赛理论^[8],公司内不同行政层级之间的薪酬差距能够带来充分的激励,对于高管来说,高管与公司内部其他人员之间的薪酬差距越大,高管就越会感到这是符合了高管作为公司最高管理层的职位特征。

为了恢复公平,对于高管来说,最直接的行为方式就是增加薪酬。通过增加高管的薪酬,直接减少与外部同行业其他公司高管之间差距,或拉大与公司内其他高管管理人员之间的薪酬差距,不公平感会马上降低或消失,而且对于高管来说,这种方式是投入最少的,成本最小的。从理论上说上市公司高管的薪酬由公司董事会或薪酬委员会决定,但是在现实中,公司董事会或薪酬委员会对高管薪酬的决定是一个复杂的过程,有时高管薪酬是高管和董事会或薪酬委员会之间商议的结果。当人们认为其薪酬相对较低时,他们更热衷于通过谈判来增加薪酬^[20],公司中一些员工在评价自己薪酬时,总是倾向于与比自己薪酬高的人相比,使自己处于不利的地位,从而为自己在薪酬的谈判中处于有利的地位^[21]。高管会选择薪酬比较高的公司高管作为参照对象,从而为提高自身的薪酬提供依据^[22]。Ezzamel et al. (1998)运用英国数据分析得出董事会对于高管薪酬比较的不公平感是信息不对称的,对于过低的高管向上调整总于大于过高的高管向下调整,这导致了向上的棘轮效应^[23]。由此,可以假设:

假设 1: 公司高管通过外部比较薪酬过低时, 在下一年度中高管薪酬会得到增加。

假设 2: 公司高管通过内部比较薪酬过低时, 在下一年度中高管薪酬会得到增加。

通过社会比较高管薪酬存在外部或内部不公平时, 高管会采取相应地行为来恢复公平, 通过影响公司董事会增加薪酬是其直接行为之一, 而且此时高管增加薪酬是为了缓解自身的不公平性, 薪酬的激励作用有可能会减弱。高管也可能通过其他行为来恢复公平, 陈冬华等(2005)发现由于存在着薪酬管制, 在职消费成为国有企业高管的替代性选择^[24]。因此这些非货币性的在职消费与货币薪酬一样, 同样能增加高管的个人效用, 成为高管缓解薪酬不公平的一种方式。高管薪酬的公平性还会引起高管的其他机会主义行为, 当薪酬契约无法对高管的工作努力和经营才能作出补偿和激励时, 地方政府控制的上市公司存在着薪酬契约失效导致的投资过度现象^[25]。高管薪酬存在外部公平性时, 高管薪酬外部过低与公司规模正相关^[5], 而公司规模的扩大能够为高管获得更多的薪酬、声望等个人私利。高管的这些行为不是“黑箱子”, 最终会体现在代理成本的差异上^[26]。

代理理论认为, 有效的高管薪酬契约能够约束高管的机会主义行为, 使高管行为尽可能地符合股东利益, 从而降低代理成本。但是由于薪酬的不公平性, 为了恢复公平高管所采取的机会主义行为, 形成了新的代理问题, 增加了公司代理成本。因此, 可以假设:

假设 3: 当公司高管通过外部比较薪酬过低时, 会增加下一年度的代理成本。

假设 4: 当公司高管通过内部比较薪酬过低时, 会增加下一年度的代理成本。

三、 研究设计

(一) 高管薪酬外部公平性和内部公平性的衡量

1. 高管薪酬外部公平性的衡量。设立高管外部薪酬预期模型, 以回归残差作为高管薪酬的外部公平程度^{[3][4][5][6]}。

$$\ln(\text{comp}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{CEOedu}_i + \beta_2 \text{CEOtenu}_i + \beta_3 \ln(\text{asset}_i) + \beta_4 \text{roa}_i + \beta_5 \text{roa}_{i-1} + \beta_6 \text{zone}_i + \beta_7 \text{nature}_i + \beta_8 \text{bsize}_i + \varepsilon_i \quad (\text{模型 1})$$

模型 1 是高管外部薪酬预期模型, $\ln(\text{comp})$ 表示高管薪酬, 本文所指的高管是指公司总经理, 因为从公平性角度来说, 一般都是基于个体对薪酬是否公平的感知, 而不是基于高管团队。高管教育程度(CEOedu)、高管任期(CEOtenu)代表高管人力资本; 公司规模($\ln(\text{asset})$)、公司业绩(roa_i 、 roa_{i-1})、公司所在地(zone)四个变量表示公司经济特征; 公司股权性质(nature)、董事会规模(bsize)这两个变量反映了公司治理因素。

2. 高管薪酬内部公平性的衡量。设立高管内部薪酬差距模型, 将高管与公司内部其他人员之间的薪酬差距, 与代表成员投入差距的指标进行回归, 剔除因投入差距而形成的一部分薪酬差距, 以回归残差作为高管薪酬的内部公平程度。相对于薪酬差距, 对公司内成员的投入差距不容易观察和度量, 在实证中一般选取公司规模、高管教育程度、高管任期作为公司成员投入差距的影响因素^{[9][13]}。

$$\text{gap}_i = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{employee}_i) + \beta_2 \text{CEOedu}_i + \beta_3 \text{CEOtenu}_i + \varepsilon_i \quad (\text{模型 2})$$

模型 2 是高管内部薪酬差距模型, 其中, gap 表示高管与公司内部其他人员的薪酬差距, $\ln(\text{employee})$ 、CEOedu、CEOtenu 分别表示公司规模、高管教育程度和任期。

(二) 检验高管薪酬外部和内部公平性与下一年度高管薪酬变动、代理成本的关系

$$\Delta \text{comp}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO pay inequity}_{i-1} + \beta_2 \Delta \text{size}_i + \beta_3 \Delta \text{perf}_i + \beta_4 \Delta \text{lev}_i + \beta_5 \text{CEOshare}_i + \beta_6 \text{indep}_i + \beta_7 \text{dual}_i + \beta_8 \text{first}_i + \varepsilon_i \quad (\text{模型 3})$$

$$\text{MC}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO pay inequity}_{i-1} + \beta_2 \text{size}_i + \beta_3 \text{perf}_i + \beta_4 \text{lev}_i + \beta_5 \text{rent}_i + \beta_6 \text{CEOshare}_i + \beta_7 \text{indep}_i +$$

$$\beta_8 dual + \beta_9 first + \varepsilon_3 \quad (\text{模型 4})$$

$$TAT_t = \beta_0 + \beta_1 CEO \text{ pay inequity}_{t-1} + \beta_2 size_t + \beta_3 perf_t + \beta_4 lev_t + \beta_5 rent_t + \beta_6 CEOshare_t + \beta_7 indepen_t + \beta_8 dual + \beta_9 first + \varepsilon_4 \quad (\text{模型 5})$$

模型 3 用于检验假设 1 和假设 2, 其中, $\Delta comp_t$ 表示 t 年高管薪酬增长情况。模型 4 和模型 5 用于检验假设 3 和假设 4。模型 4 中的 MC_t 代表管理费用率, 模型 5 中的 TAT_t 代表资产周转率, 这两个变量表示代理成本。

在模型 3、4、5 中, $CEO \text{ pay inequity}_{t-1}$ 表示高管薪酬公平性, 包括高管薪酬外部公平性 (CEO external pay inequity) 和高管薪酬内部公平性 (CEO internal pay inequity), 通过模型 1 和模型 2 可以得出这两个变量的具体数值。当薪酬外部公平性或内部公平性为负值时称为高管薪酬外部过低 (CEO external underpayment) 或高管薪酬内部过低 (CEO internal underpayment), 当薪酬外部公平性或内部公平性为正值时, 称为高管薪酬外部过高 (CEO external overpayment) 或内部过高 (CEO internal overpayment)。

其他为控制变量, 各主要变量的定义及计算方法见表 1 所示。

表 1 主要变量定义

名称	缩写	定义
高管薪酬变动	$\Delta comp$	(总经理 (CEO) 当年薪酬 - 总经理 (CEO) 上年薪酬) / 总经理 (CEO) 上年薪酬
管理费用率	MC	公司当年的管理费用 / 公司当年的主营业务收入
资产周转率	TAT	公司当年的主营业务收入 / 公司当年的总资产
高管薪酬外部过低	CEO external underpayment	根据模型 1 计算得出, 当上年高管薪酬外部公平性为负值时, 取其具体的负值, 正值部分取 0
高管薪酬外部过高	CEO external overpayment	根据模型 1 计算得出, 当上年高管薪酬外部公平性为正值时, 取其具体的正值, 负值部分取 0
高管薪酬内部过低	CEO internal underpayment	根据模型 2 计算得出, 当上年高管薪酬内部公平性为负值时, 取其具体的负值, 正值部分取 0
高管薪酬内部过高	CEO internal overpayment	根据模型 2 计算得出, 当上年高管薪酬内部公平性为正值时, 取其具体的正值, 负值部分取 0
公司规模变动	$\Delta size$	公司当年营业收入的对数减去上年营业收入的对数
公司业绩变动	$\Delta perf$	公司当年的营业利润率减去上年的营业利润率
公司财务杠杆变动	Δlev	公司当年的资产负债率减去上年的资产负债率
高管持股	CEOshare	高管当年持股比例
董事会独立性	independ	公司当年独立董事的比例
高管两职兼任情况	dual	高管两职兼任时, 则 dual = 1, 否则 dual = 0
股权结构	first	公司当年第一大股东的持股比例
公司毛利率	rent	(公司当年营业收入 - 当年营业成本) / 当年营业收入

(二) 样本选择

由于我国从 2005 年才开始实施上市公司强制披露总经理个人薪酬的制度, 因此, 在对高管薪酬进行公平性衡量时, 研究的初始样本为 2005 - 2011 年我国沪深股市所有 A 股上市公司。由于数据库中并没有单独披露总经理或 CEO 的薪酬, 本研究从 CSMAR 公司治理数据库“高管动态”的“具体职务”中筛选出含有“总经理”或“CEO”的样本公司, 并剔除如下样本: (1) 金融行业的上市公司; (2) 同时发行 H 股与 B 股的上市公司; (3) 当年 IPO 的上市公司, 因为公司上市未满一年, 总经理或 CEO 的薪酬在时间序列上不存在可比性; (4) 当年总经理或 CEO 发生变更的上市公司, 因为公司总经理或 CEO 发生变更时, 年报公布新上任总经理或 CEO 薪酬, 新上任总经理或 CEO 任职时间不足一年, 其薪酬没有可比性; (5) 衡量总经理或 CEO 外部公平性相关的人

力资本、财务数据或公司治理数据缺失的样本；(6) 衡量总经理或 CEO 内部公平性相关数据缺失的样本；(7) 衡量总经理或 CEO 与公司员工之间薪酬比是负值和小于 1 的样本。由此，得到 2005 - 2011 年间能衡量总经理或 CEO 薪酬外部和内部公平性数据的 4063 个年度观测值用于模型 1 和模型 2。

由于高管薪酬公平性效应存在着时间上的滞后效应，因此模型 3、4 所选取的初始样本是以 2006 - 2012 年在我国沪深股市交易的 A 股上市公司，并在上述 4063 个样本的基础上，将总经理或 CEO 发生变更的样本予以剔除，即不考虑高管变更的影响，考虑同一高管在任期内的薪酬变化、代理成本变化情况，最终得到 2006 - 2012 年间 3255 个样本。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 列出了 2006 - 2012 年间高管薪酬变动值与其他变量的描述性统计结果，从总样本看，高管薪酬变动值的平均值和中位数都大于 0，说明我国上市公司高管的薪酬处于上升通道，每年都得到增长；公司营业收入差额、营业利润率差额的平均数和中位数都大于 0，看来我国上市公司规模和业绩还是在不断扩大和增长。我国上市公司高管持股比例均值为 0.0060551，说明我国上市公司高管的持股比例较低，上市公司高管薪酬还是以货币薪酬为主，我国上市公司的独立董事比例为 0.597，16.7% 的公司总经理与董事长两职兼任，第一大股东持股比例超过 16%。

表 2 描述性统计 (n = 3255)

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$\Delta comp$	0.1747732	0.0997633	0.3615429	-2.358964	2.827044
MC	0.1190811	0.066875	0.1284541	0.002235	0.990056
TAT	0.7852303	0.6482315	0.5692138	0.00104	5.930351
CEO external underpayment	-0.2145097	-0.2058041	0.2577443	-2.735118	0
CEO external overpayment	0.2230865	0.2052949	0.2350132	0	2.031942
CEO internal underpayment	-0.2370823	-0.2367304	0.204142	-1.0624681	0
CEO internal overpayment	0.2591059	0.2249429	0.28895335	0	2.810507
size	21.56261	21.507232	1.2257788	17.08249	25.810002
$\Delta size$	0.1312585	0.1095302	0.6490212	-3.290230	3.456451
perf	0.0384286	0.0328	0.1061931	-0.2965	0.339
$\Delta perf$	0.0068124	0.0017013	0.0687253	-0.198	0.1356
lev	0.4885457	0.5195	0.4191316	0	4.7365
Δlev	-0.040054	0.0186	0.0921812	-0.6081	0.6982
CEOshare	0.00634	0	0.0354534	0	0.762744
independ	0.605	0.51	0.2361	0.0682	0.65473
dual	0.166953	0	0.3690433	0	1
first	0.167015	0.32342	0.220972	0.035076	0.862318
rent	0.2439654	0.206552	0.1664175	-0.751606	0.991165

(二) 高管外部薪酬模型、内部薪酬差距模型回归结果

表 3 报告了模型 1 和模型 2 的回归结果。在模型 1 中，高管的教育背景和任期都与高管薪酬显著正相关，证明了高管教育程度越高，任期越长，其薪酬越高。公司总资产、当年和上一年的资产收益率、上市公司所在地与高管薪酬显著正相关，说明公司规模越大，绩效越好，地区市场化程度

高, 高管薪酬越高, 这些都说明了公司的经济特征对高管薪酬有显著的影响。从公司治理层面上来看, 股权性质与高管薪酬显著负相关, 董事会规模与高管薪酬显著正相关, 说明董事会规模越大, 高管薪酬越高。这些回归结果都与前人研究的结果相一致, 说明我国上市公司高管薪酬确实受到这些因素影响。

在模型 2 中, 高管的教育程度与高管与公司员工薪酬比之间不相关, 但高管任期和高管与公司员工薪酬比之间呈显著相关性, 说明高管任期越长, 管理的经验越丰富, 因而高管内部薪酬差距也较大, 公司员工数对数和高管与公司员工薪酬比之间也显著正相, 说明公司规模越大, 公司内层级越多, 越需要高管更多的精力和投入, 因此高管内部薪酬差距也较大。

表 3 高管外部薪酬模型、内部薪酬差距模型回归结果表

变量	Ln(comp)	gap
C	6.129(25.026) ***	1.324(1.508)
CEOedu	0.096(7.577) ***	0.021(0.322)
CEOtenure	0.058(4.089) ***	0.195(1.637) *
ln(asset)	0.289(21.455) ***	
ln(employee)		0.207(4.456) ***
roa	1.136(10.318) ***	
roa _{t-1}	0.914(8.605) ***	
zone	0.256(15.718) ***	
nature	-0.067(-3.258) ***	
bsize	0.925(2.539) ***	
Year and industry	yes	yes
N	4063	4063
adj R ²	0.339	0.019
F	138.979 ***	10.432 ***

注: 括号内为各估计参数的 t 值; “***”表示检验在 1% 水平下显著, “**”表示检验在 5% 水平下显著, “*”表示检验在 10% 水平下显著。

(三) 高管薪酬外部、内部公平性与高管薪酬变动的回归结果

表 4 报告了高管薪酬外部公平性和内部公平性与下一年度高管薪酬增长的回归结果。列 1 显示了各控制变量对高管薪酬变动的回归结果, 可以看出, 公司规模变动、业绩变动与薪酬变动正相关, 与预期一致, 但是与规模变动显著正相关, 而与业绩变动不显著, 说明薪酬的变动更多的是由于公司规模的变化引起的, 而不是由公司业绩变化引起的, 财务杠杆变化与薪酬变动显著负相关, 可见负债率高的公司更多受到债权契约的约束, 对高管薪酬有监督作用, 高管的两职合一也与薪酬变动显著正相关。

列 2、列 3 分别反映了高管薪酬外部公平性、内部公平性与下一年度高管薪酬变动的关系, 结果显示高管薪酬外部过低、内部过低都与高管薪酬变动呈显著负相关关系, 说明通过社会比较, 不管是上市公司高管薪酬外部过低或内部过低时, 在接下来一年中高管薪酬将得到显著增长, 假设 1 和假设 2 都得到支持。同时这也反映出我国上市公司董事会在决定高管薪酬时会考虑到高管薪酬的公平性, 以同行业其他高管的薪酬水平作为参照对象, 来决定本公司高管的薪酬水平。薪酬的公平性会影响到我国上市公司董事会对高管的薪酬决定, 成为近年来我国上市公司高管薪酬不断增长的原因之一。

表4 高管薪酬外部公平性、内部公平性与高管薪酬增长的回归结果表

变 量	列1	列2	列3
C	-0.012(-0.384)	0.014(0.305)	0.012(0.330)
CEO external underpayment		-0.134(-6.435)***	
CEO external overpayment		-0.123(-5.697)***	
CEO internal underpayment			-0.140(-6.923)***
CEO internal overpayment			-0.034(-1.665)*
Δsize	0.206(4.865)***	0.126(5.099)***	0.123(4.472)***
Δperf	0.021(0.373)	0.043(0.765)	0.019(0.344)
Δlev	-0.211(-4.988)***	-0.041(-5.205)***	-0.037(-4.539)***
CEO share	-0.202(-1.126)	-0.240(-1.441)	-0.150(-0.870)
independ	0.034(1.229)	0.045(1.394)	0.041(1.302)
dual	0.090(2.458)***	0.077(2.040)**	0.083(2.259)***
first	-0.038(-0.840)	-0.017(-0.383)	-0.015(-0.337)
Year and industry	yes	yes	yes
adj R ²	0.031	0.081	0.058
F 值	10.419***	18.105***	14.775***
N	3255	3255	3255

注:括号内为各估计参数的t值;“***”表示检验在1%水平下显著,“**”表示检验在5%水平下显著,“*”表示检验在10%水平下显著。

(四) 高管薪酬外部、内部公平性与代理成本的回归结果

表5列出了公司代理成本模型的回归结果。列1报告了各控制变量对管理费用的回归结果,公司规模与管理费用率显著负相关,而债务比率、毛利率与管理费用率显著正相关;在公司的治理结构中,高管的两职兼任与管理费用率显著正相关,说明当高管同时兼任总经理与董事长之职时,会利用权力谋取在职消费和额外津贴;而其他的治理变量,股权集中度、董事会的规模和独立董事比例对管理费用率影响不大,可见我国上市公司的治理结构没有发挥监督作用。列2和列3分别显示了高管薪酬外部公平性、内部公平性与管理费用率之间的关系,结果发现,高管薪酬外部过低、高管薪酬内部过低都与管理费用率负相关,但是不显著,而高管薪酬外部过高、内部过高也与管理费用正相关,说明不管是外部比较还是内部比较,不管是高管薪酬过低还是过高,高管都在增加在职消费,提高管理费用。

列4是各控制变量与资产周转率的回归结果,公司规模、业绩与资产周转率显著正相关,而毛利率与资产周转率显著负相关,第一大股东持股比例与资产周转率显著正相关,公司股权结构越集中越能起到监管作用,高管的持股比例与资产周转率显著正相关,可见给予高管一些股权,能激励高管减少成本增加资产周转率。列5和列6显示了高管薪酬外部公平性、内部公平性与资产周转率之间的关系,发现高管薪酬外部过低和内部过低均与资产周转率显著正相关,可见,当通过社会比较,高管薪酬过低时,高管对公司资产的配置效率较低,造成了公司资产的浪费,降低了资产周转率。

五、结 论

本文通过2005-2012年我国上市公司的数据,从社会比较、公平等社会性因素分析高管薪酬的激励作用,研究了高管薪酬公平性对高管薪酬增长及代理成本的影响。实证研究发现,当高管通过外部比较其薪酬外部过低,或高管通过内部比较其薪酬内部过低,都与下一年度高管薪酬增长、资产周转率显著相关,可见高管薪酬公平性是造成我国上市公司高管薪酬不断增长的原因之一,而

但也影响了高管薪酬的激励效应，倾向性地增加了公司的代理成本。

本研究为完善我国公司薪酬制度提供重要依据，在制定公司高管薪酬制度时，不仅只考虑公司内部薪酬与业绩之间的关系，还需要考虑薪酬公平性对高管薪酬激励作用的影响，特别是随着我国上市公司高管薪酬披露制度的不断完善，其他公司高管薪酬信息的公开对本公司高管薪酬有一定的参照作用，影响本公司的高管薪酬激励，从而所带来的不同经济后果。

表 5 高管薪酬外部公平性、内部公平性与公司代理成本模型的回归结果表

变 量	管理费用率			资产周转率		
	列1	列2	列3	列4	列5	列6
C	1.692 *** (2.679)	2.34 *** (2.761)	2.423 *** (4.194)	-1.340 *** (-0.5849)	-0.492 ** (-2.228)	-0.036 (-0.170)
CEO external underpayment		-0.043 (-0.478)			0.123 *** (3.663)	
CEO external overpayment		0.145 (1.571)			0.152 *** (4.457)	
CEO internal underpayment			-0.077 (-0.571)			0.303 *** (6.023)
CEO internal overpayment			0.010 (0.692)			-0.008 (-1.421)
size	-0.137 *** (-4.753)	-0.100 *** (-4.415)	-0.102 *** (-3.667)	0.080 *** (7.811)	0.071 *** (6.963)	0.052 *** (5.366)
perf	-0.048 (-0.183)	-0.011 (-0.043)	-0.051 (-0.194)	0.878 *** (9.185)	0.997 *** (10.260)	1.050 *** (10.794)
lev	0.040 ** (3.377)	0.029 ** (2.513)	0.028 * (1.743)	-0.026 *** (-3.929)	-0.020 *** (-3.301)	-0.014 ** (-2.397)
rent	0.692 *** (4.085)	0.636 *** (4.352)	0.634 *** (3.767)	-0.732 *** (-5.950)	-0.721 *** (-5.870)	-0.707 *** (-5.586)
CEOshare	-0.843 (-1.034)	-0.717 (-0.856)	-0.706 (-0.867)	0.597 ** (2.029)	0.719 ** (2.389)	0.646 ** (2.140)
independ	-0.114 (-0.832)	-0.096 (-0.823)	-0.095 (-0.693)	0.047 (0.955)	0.027 (0.542)	0.021 (0.409)
dual	0.253 *** (2.831)	0.269 *** (2.678)	0.267 *** (2.984)	-0.052 * (-1.616)	-0.014 (-0.415)	-0.028 (-0.842)
first	-0.001 (-0.162)	-0.001 (-0.141)	-0.001 (-0.154)	0.009 *** (3.971)	0.009 *** (3.848)	0.009 *** (3.812)
Year and industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes
adj R ²	0.15	0.12	0.11	0.239	0.201	0.195
F 值	33.39 ***	28.55 ***	27.98 ***	50.075 ***	40.312 ***	38.937 ***
N	3255	3255	3255	3255	3255	3255

注：括号内为各估计参数的 t 值；“***”表示检验在1%水平下显著，“**”表示检验在5%水平下显著，“*”表示检验在10%水平下显著。

参考文献：

- [1] Bebchuk L. A. , Freid, J. M. . Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation [M]. Cambridge: Harvard University Press, 2004.
- [2] Adams, J. Stacy. Inequity in social exchange [J]. In L. Berkowitz (ed.) Advances in Social Psychology. New York: Academic Press, 1965, (2): 267 - 299.
- [3] Wade, J. , O' Reilly, C. A. and Pollock, T. . Overpaid CEOs and underpaid managers: Fairness and executive compensation [J]. Organization Science, 2006, (17): 527 - 544.
- [4] Eric A. Fong. Relative CEO underpayment and CEO behavior towards R&D spending [J]. Journal of Management Studies, 2010, (47): 1095 - 1122.

- [5] Eric A. Fong, Vilmos F. Misangyi and Henryl. Tosi, J R.. The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits [J]. Strategic Management Journal, 2010, (31): 629-651.
- [6] 吴联生, 林景艺, 王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩 [J]. 管理世界, 2010, (3): 117-188.
- [7] Eriksson, T.. Executive compensation and tournament theory: Empirical tests on Danish data [J]. Journal of Labor Economics, 1999, 17(2): 262-280.
- [8] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距, 公司绩效和治理结构 [J]. 经济研究, 2003, (4): 31-40.
- [9] Cowherd, D. M., D. I. Levine.. Product quality and pay equity between lower-level employees and top management: An investigation of distributive justice theory [J]. Administrative Science Quarterly, 1992, 37(2): 302-320.
- [10] Martins, P. S.. Dispersion in wage premiums and firm performance [J]. Economics Letters, 2008, 101(1): 63-65.
- [11] 祁怀锦, 邹燕. 高管薪酬外部公平性对代理人行为激励效应的实证研究 [J]. 会计研究, 2014, (3): 26-32.
- [12] 黎文靖, 岑永嗣, 胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究 [J]. 南开管理评论, 2014, (4): 24-35.
- [13] 步丹璐, 蔡春, 叶建明. 高管薪酬公平性问题研究——基于综合理论分析的量化方法思考 [J]. 会计研究, 2010, (5): 39-46.
- [14] Festinger, Leon. A theory of social comparison processes [J], Human Relations, 1954, (7): 117-140.
- [15] O'Reilly C. A., Main B. G. and Crystal G. S.. CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories [J]. Administrative Science Quarterly, 1988, (33): 257-274.
- [16] Zajac E. J., Westphal J. D.. Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism [J]. Administrative Science Quarterly, 1995, (40): 283-308.
- [17] Holmstrom, B., S. Kaplan. The state of US corporate governance: What's right and what's wrong? [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2003, (15): 8-20.
- [18] 江伟. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析 [J]. 金融研究, 2010, (4): 144-159.
- [19] 李维安, 刘绪光, 陈靖涵. 经理才能, 公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论与实证分析 [J]. 南开管理评论, 2010, (2): 4-15.
- [20] Gerhart, B., Rynes, S.. Determinants and consequences of salary negotiations by male and female MBA graduates [J]. Journal of Applied Psychology, 1991, (76): 256-262.
- [21] Rutte, C. G., Messick, D. M.. An integrated model of perceived unfairness in organizations [J]. Social Justice Research, 1995, (8): 239-261.
- [22] Faulkender, M., Yang, J.. Inside the black box: the role and composition of compensation peer groups [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 96(2): 257-270.
- [23] Ezzamel M., Watson R.. Market compensation earnings and bidding-up of executive cash compensation: evidence from the U. K., 1998, (41): 221-231.
- [24] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费 [J]. 经济研究, 2005, (2): 92-101.
- [25] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制, 经理薪酬与资本投资 [J]. 经济研究, 2007, (8): 110-122.
- [26] 杨蓉. 上市公司股权结构、管理者行为与代理成本 [J]. 华东师范大学学报, 2009, (6): 110-116.

Management Compensation Fairness, Management Compensation Increase and Agent Cost ——Evidence from Chinese Public Companies

SHAO Yan-bo

(Scientific Research, Zhejiang University of Finance & Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: This paper studies the effect of management compensation fairness on the compensation increase and the agent cost through an empirical analysis of the management compensation contract data of Chinese public companies from 2005 to 2012. The findings show that peer comparison is highly related to the compensation increase and asset turnover ratio in the next year. Management compensation fairness is one of the causes that drive up the overall compensation, increase the agent cost, and affect the incentive effect. The paper provides a new perspective for research on management compensation increase and its effectiveness as an incentive.

Key words: management compensation fairness; compensation increase; agent cost

(责任编辑: 肖 如)