

非 CEO 高管差异化薪酬与国有企业代理效率

徐悦¹, 刘运国^{2,3}, 蔡贵龙^{2,3}

(1. 中山大学岭南学院, 广东广州 510275; 2. 中山大学管理学院, 广东广州 510275;
3. 中山大学现代会计与财务研究中心, 广东广州 510275)

摘要: 全面深化国有企业改革要求对高管实行差异化的薪酬分配方案, 但国有企业的公平偏好与集体主义文化使高管之间的薪酬差异程度在改革实践中难以把握。文章以“搭便车”现象更为严重的国有企业非 CEO 高管为视角, 研究了非 CEO 高管之间的差异化薪酬是否具有积极的治理效应。研究发现, 加大国有企业非 CEO 高管的薪酬差异能够有效降低管理层代理成本。文章采用工具变量两阶段回归, 并以 2015 年国有企业差异化薪酬改革作为外生实验, 缓解了非 CEO 高管薪酬差异的内生性, 上述结果仍然稳健。机制检验发现, 加大国有企业非 CEO 高管的薪酬差异可以通过减少对非 CEO 高管的监督成本与提升非 CEO 高管的激励效率这两个渠道来降低管理层代理成本。文章研究表明, 现阶段加大国有企业非 CEO 高管之间的薪酬差异有助于激活高管积极性, 提升国有企业的代理效率。这支持了当下推进国有企业高管薪酬差异化改革的积极意义, 也为国有企业高管团队差异化薪酬制定提供了一定的启示。

关键词: 非 CEO 高管; 薪酬差异; 高管代理成本; 内部治理机制; 代理效率

中图分类号: F276.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2021)03-0065-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20210119.101

一、引言

优化国有企业管理层激励机制, 降低高管代理成本, 一直是国有企业改革的核心目标。随着国有企业市场化改革的推进, 国有企业高管薪酬逐步与业绩挂钩(辛清泉和谭伟强, 2009)。但国有企业高管尤其是非 CEO 高管之间仍存在强调结果公平而倾向于平均分配的“大锅饭”模式。2013 年 11 月, 国资委发布《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》, 虽然将国企高管的薪酬与业绩挂钩, 但对非 CEO 高管(副职)的考核仍完全参照 CEO 实施, 只是由企业自行确定分配系数。^①在国有企业所有者缺位以及缺乏有效监督和激励机制的情况下, 这容易造成非 CEO 高管之间的同盟而难以拉开薪酬差距^②(Bloom 和 Michel, 2002)。根据本文的统计, 国有企业非 CEO 高管之间的薪酬差异显著低于非国有企业, 且约 10% 的国有上市公司非 CEO 高管薪酬完

收稿日期: 2020-08-24

基金项目: 国家自然科学基金项目(71902191, 71872187, 71872192, 71790603); 教育部人文社会科学青年基金(19YJC790160)

作者简介: 徐悦(1991-), 女, 江西南昌人, 中山大学岭南学院博士后;

刘运国(1966-), 男, 湖北荆州人, 中山大学管理学院教授, 博士生导师;

蔡贵龙(1989-)(通讯作者), 男, 广东汕头人, 中山大学管理学院助理教授。

^① 按照国资委 2013 年及之前发布的《中央企业负责人经营业绩考核办法》, 国企 CEO 与其他高管采用同一套激励考核办法, 基本上都是按照“一把手”的薪酬, 逐级按照 0.6—0.9 的比例进行调整。

^② 例如, 2012 年一汽轿车(000800)CEO 的薪酬系数是 1.0, 薪酬第二位的高管(监事)的系数是 0.996, 薪酬第三位的高管(副总经理)的系数是 0.92, 薪酬第四位的高管(监事)的系数是 0.85, 薪酬第五位的高管(董秘)的系数是 0.78。

全无差异。^①这种非市场化的平均分配模式导致非 CEO 高管“搭便车”的现象在国有企业中普遍存在,极大挫伤了国有企业管理者的工作积极性,并诱发了较为严重的高管代理问题。

为了缓解国有企业薪酬制度中平均主义分配模式所诱发的代理问题,进一步优化国有企业高管薪酬契约,中共中央、国务院于 2015 年 8 月发布《关于深化国有企业改革的指导意见》(下称《指导意见》),提出“对国有企业领导人员实行与选任方式相匹配、与企业功能性质相适应、与经营业绩相挂钩的差异化薪酬分配办法”。与以往国企薪酬制度改革关注国企主要负责人(如 CEO)薪酬水平的合理性不同,此次差异化薪酬分配办法不仅涉及国企所有高管成员的薪酬,而且强调要拉开高管尤其是非 CEO 高管(副职)之间的薪酬差距。理论上,对于高管团队内的薪酬差异主要存在两种观点:委托代理理论支持高管薪酬随个人能力和贡献而呈现较大的差异(Jensen 和 Meckling, 1976; Kepes 等, 2009);而社会比较理论考虑高管之间的互相比对和对公平的感知,认为在更需协作与配合的高管团队中不宜有过大的薪酬差异(Martin 等, 2002; Greenberg 等, 2007)。因此,对更具公平偏好的国有企业而言,差异化的薪酬激励能否以及如何改革实践中起到激励高管和缓解代理问题的作用,是亟需探讨的学术问题。

现有文献主要探讨如何将高管的利益与股东收益挂钩以缓解代理冲突(辛清泉和谭伟强, 2009),而较少从多代理人视角分析高管团队内的薪酬差异安排如何影响管理层代理问题。部分学者分析了 CEO 与非 CEO 高管之间薪酬差异的影响(Kale 等, 2009; Kini 和 Williams, 2012; 林浚清等, 2003; 缪毅和胡奕明, 2016),但对非 CEO 高管之间的薪酬差异研究甚少,且大多从社会比较理论的视角来分析薪酬差异过大可能带来的低效或离职等负面影响(李绍龙等, 2012; 张兴亮和夏成才, 2016)。本文将讨论高管团队中非 CEO 高管之间的薪酬差异能否起到激励高管和缓解代理冲突的正向治理效应。

本文基于 2005—2017 年国有上市公司所有非 CEO 高管的薪酬数据,发现国有企业非 CEO 高管的薪酬差异越大,管理层代理成本越低。本文采用工具变量两阶段回归,并以 2015 年国有企业差异化薪酬改革作为外生实验,缓解了非 CEO 高管薪酬差异的内生性,上述结果仍然稳健。本文从减少股东监督成本和提升非 CEO 高管激励效率两个方面,分析了国有企业非 CEO 高管差异化薪酬降低代理成本的作用机制。研究发现,在监督成本较高(非 CEO 高管董事比例较高、外部经营环境波动较大)或非 CEO 高管薪酬激励不足(尤其是相对于 CEO 薪酬较低)时,对国有企业非 CEO 高管实行差异化的薪酬激励策略,可以较为显著地降低管理层代理成本。

本文的研究贡献主要体现在:第一,为非 CEO 高管薪酬差异的正向治理效应提供了大样本的经验证据。作为高管团队的中坚力量,非 CEO 高管激励的重要性不亚于 CEO(Hambrick 和 Mason, 1984),且他们之间薪酬差异的合理性在理论与实践存在争议。美国上市公司仅披露薪酬最高的前五名高管(含 CEO)的薪酬,这限制了国外非 CEO 高管薪酬差异的研究(Fredrickson 等, 2010)。国内虽然有学者讨论了非 CEO 高管薪酬差异的后果,但是仅基于社会比较理论关注到拉大非 CEO 高管薪酬差异可能带来的负面影响(李绍龙等, 2012; 张兴亮和夏成才, 2016)。本文发现,在现阶段加大国有企业非 CEO 高管之间的薪酬差异,对缓解管理层代理问题具有积极的治理效应。

第二,本文发现,高管团队内的差异化薪酬是国有企业在特定治理环境下降低管理层代理成本的一种有效治理手段。现有文献讨论了股权结构、董事会、产品市场竞争等监督机制以及与

^① 例如,长航凤凰(000520)2015 年年报披露,除了总经理的年薪是 54 万元,其他四位现任高管副总经理、总船长、会计师和总经济师

业绩挂钩的薪酬、股权激励等激励机制对管理层代理成本的影响(Hartzell 和 Starks, 2003; 姜付秀等, 2009)。本文发现,非CEO高管之间的薪酬差异不仅能够弥补货币薪酬激励的不足,还可以促使高管之间互相监督,从而丰富了国企管理层代理成本的相关文献。

第三,本文为国有企业全面深化改革中的薪酬制度改革提供了政策参考。2015年《指导意见》及之后的一系列配套政策都强调对国有企业高管实施差异化的薪酬激励机制,其本质是提倡在高管团队内部根据个人贡献拉开薪酬档次,打破长久以来的“大锅饭”平均分配模式。由于国有企业的公平偏好和集体主义文化的影响,高管之间的薪酬差异程度在改革实践中难以把握。本文发现,现阶段适当加大国有企业非CEO高管之间的薪酬差异,对缓解管理层代理问题和提升激励效果具有一定的正向作用,为当前国有企业高管薪酬制度改革方向提供了依据。

二、文献回顾与理论分析

(一)国有企业代理问题与管理层激励现状

根据代理理论,对管理层实施必要的监督和有效的激励,是协同股东与管理层双方利益,降低代理成本的重要手段(Jensen 和 Meckling, 1976)。由于内部人控制和激励不足,国有企业的代理问题比民营企业更加突出(马连福等, 2012)。在传统经济体系下,政府对国企管理者采取固定行政级别工资制。由于激励不足,国有企业运行效率较低,代理成本较高(林卫斌和苏剑, 2010)。随着国有企业改革的推进并逐步引入激励机制,国有企业经理人的薪酬与公司业绩逐渐挂钩(Conyon 和 He, 2011; 辛清泉和谭伟强, 2009)。国有企业经理人激励不足的问题已得到部分缓解(杨青等, 2018),但也带来了新的代理问题。首先,为了避免国有企业高管与其他利益群体之间的收入差距过大,政府相继出台了各种旨在限制高管薪酬的制度,与企业业绩挂钩的激励机制被弱化,国有企业高管转而寻求在职消费和权力寻租等补偿机制,反而增加了企业代理成本(Chen 等, 2011; 陈冬华等, 2005; 沈永建等, 2020)。其次,国企薪酬仍然采用国资委监督下“大一统”的管理模式:国有企业负责人的薪酬由国资委按照统一的薪酬管理办法决定,而没有按照企业和高管特征进行差异化的考核和激励,无论是企业还是高管之间都倾向于平均主义的薪酬分配模式。管理者甚至存在“干得多不拿多,干得少不少拿”的情况,导致“搭便车”现象在国有企业管理层较为严重,极大增加了国有企业的代理成本。

(二)国有企业高管团队薪酬激励研究

现有文献主要讨论了管理者的利益与股东利益挂钩,或者不同的激励形式(如股权激励、在职消费等)对国有企业管理层代理问题的影响(Kato 和 Long, 2011; 陈冬华等, 2005)。较少有文献从国有企业管理层团队的视角分析不同高管之间的薪酬差异安排如何影响管理层整体的代理效率。现实中,企业管理层有多位代理人,他们组成“团队”,且互相之间存在信息不对称和利益冲突,以及合谋、腐败、合作等多种关系,继而影响整个团队的激励安排(Edmans 等, 2013)。在全面深化改革背景下,一系列国企薪酬制度改革一改以往采用行政手段直接干预和对所有高管“一刀切”的处理方式(蔡贵龙等, 2018),而是强调应当对国有企业的高管进行分类管理,并实行与选任方式相匹配的分类激励方案。换言之,国有企业管理层的激励机制不应局限在国企高管的薪酬水平及其设置上,更应考虑“高管团队内部的薪酬差距是否合理”这一问题。

高管团队内部薪酬差异包括CEO与非CEO高管之间的垂直薪酬差异以及非CEO高管之间的水平薪酬差异两个维度。关于CEO与非CEO高管之间的垂直薪酬差异,现有研究主要从锦标赛理论和社会比较理论两个视角探讨了竞争与合作在管理层团队中的作用。锦标赛理论认为,加大高管间的薪酬差异能鼓励管理层积极参与排序竞争,激发其工作积极性,减少监督成本,

对企业具有正面影响,但经验上没有得到一致的结论(Kale等,2009;Kini和Williams,2012;林浚清等,2003;缪毅和胡奕明,2016)。社会比较理论认为,高管团队内部较大的薪酬差距会使关注公平的非CEO高管与CEO比较时产生不公平感,降低其薪酬满意度,减少团队内合作,引起高管离职等负面影响(Henderson和Fredrickson,2001;Bloom和Michel,2002;Siegel和Hambrick,2005)。

关于非CEO高管之间水平薪酬差异的研究较少,且同样没有获得一致的结论。代理理论认为,非CEO高管应当按照各自的能力和生产率进行差异化激励。Trevor等(2012)发现,个人生产率差异所带来的薪酬差异对企业绩效具有正向影响。但也有研究发现,非CEO高管之间不宜有过大的薪酬差异,由于非CEO高管更关注公平,较大的薪酬差异会带来较多的薪酬不满意度、较高的离职率和较差的企业绩效(李绍龙等,2012;张兴亮和夏成才,2016)。

非CEO高管团队之间的差异化激励研究无论是在理论上还是实践中都更为迫切。理论上,CEO与非CEO高管的职位级别差异导致他们之间具有天然的薪酬差异,而非CEO高管之间的薪酬差异更为复杂。现实中,在当前国有企业负责人薪酬制度下,非CEO高管的考核更不透明:非CEO高管的考核完全参照CEO实施,并由企业自行确定分配系数。在国有企业所有者缺位、缺乏有效监督和激励机制的情况下,高管之间更易形成同盟而难以拉开差距。因此,非CEO高管之间的差异化激励问题在国有企业中显得尤为重要。

(三)国有企业非CEO高管薪酬差异能否缓解代理冲突和提升代理效率?

新时代国有企业薪酬改革的重心转向对高管进行分类治理与激励。拉大高管团队中尤其是非CEO高管之间的薪酬差异,如何影响国有企业管理层代理成本或代理效率,是本文探讨的核心问题。

一方面,根据委托代理理论,应当对国有企业非CEO高管进行差异化激励,并拉大非CEO高管之间的薪酬差异,以加强对非CEO高管的激励与监督,降低管理层的代理成本。

首先,非CEO高管之间较大的薪酬差异代表了薪酬与业绩挂钩的激励文化,能够激励非CEO高管提升努力水平。委托代理理论认为,将经理人的薪酬与业绩挂钩可以提升其努力程度,减少代理成本(Jensen和Murphy,1990)。改革开放40多年来,国有企业的薪酬设计从平均分配逐渐转向与个人业绩挂钩的工资体系,高管的薪酬业绩敏感度逐年上升(辛清泉和谭伟强,2009),高管之间的薪酬差距也逐渐拉大(Xu等,2016)。非CEO高管之间差异化的激励意味着不同程度的努力付出、不同的业绩表现可以获得不同的薪酬。对个人激励的重视能够提升高管的努力水平,并减少薪酬平均分配制度下的“搭便车”等偷懒行为,从而缓解管理层的代理问题,降低代理成本。

其次,组织正义理论(Sheppard等,1992)认为,采用个人激励所带来的薪酬差异大有裨益,这种将个人激励和薪酬差异与组织想要达到的目标相联系的方式,体现了组织对公平的考虑,尤其是程序公平。进一步地,采用薪酬与业绩挂钩的个人激励更能让高管感觉到对结果的控制,这种控制观念是组织公正的基本组成部分。因此,非CEO高管在感知到分配公平时,会减少偷懒、不合作等行为,从而降低管理层的代理成本。

最后,国有企业非CEO高管较大的薪酬差异可以降低股东的监督成本。由于国有企业的“所有者缺位”,代为监管的政府部门因不享受监督经理人所带来的收益而缺乏监督的动力;此外,国有企业设置了较多层级的监督机构,治理结构远比非国有企业复杂,导致对国企管理层监督的难度和成本较高。委托代理理论指出,由于存在信息不对称,委托人难以观察到经理人的努力水平,因此监督成本较高,但这一现象在多代理人情境下有所缓解。相对于国有股东及其设立的监督机构,非CEO高管之间更为熟悉,且更容易观察对方的努力程度。差异化的激励机制让

相互竞争的非CEO高管更有动机互相监督,这对缓解管理层代理问题具有积极的作用(Lazear和Rosen, 1981)。

另一方面,根据社会比较理论和公平理论,非CEO高管之间的薪酬差异不宜过大,尤其是对国有企业而言,较大的薪酬差异可能会降低对非CEO高管的激励效率,加剧管理层的代理冲突。

首先,基于社会比较理论,相对于其他同层级的成员,非CEO高管在工作经历、教育、观点和气质上较为相似,因而容易进行薪酬的比较。尤其是在企业目标更加要求非CEO高管共同合作完成时,他们之间较大的薪酬差异会导致不公平感,从而选择减少自身的投入或合作,花费较多的精力进行寻租,甚至离开组织(Fredrickson等, 2010),这反而可能增大企业的代理成本。张兴亮和夏成才(2016)发现,非CEO高管之间较大的水平薪酬差异会带来高管较多的离职。

其次,有经济学家发现,同层级内过大的薪酬差异会加剧内部成员的政治行为,带来恶性竞争等问题(Lazear, 1989)。由于同层级内的成员(如非CEO高管)之间是竞争者,他们在关注自身利益的同时,可能会破坏竞争对手的产出,以增加自己晋升到更高层级的概率。这种行为不利于组织整体利益,会增大高管团队的代理成本,降低企业绩效。

最后,现实中企业薪酬差异的合理性往往难以把握,尤其是国有企业承担了社保、就业、维稳等多重政策性任务(廖理等, 2009),其经营业绩并不能完全反映管理层的努力状况。此时,过于强调与业绩挂钩的激励机制可能并不利于提升国有企业高管的工作积极性。进一步地,基于管理者权力理论,高管薪酬差异过大也可能是管理层权力分配不均的结果。尤其是对内部人控制较为严重的国有企业而言,部分权力较大的高管滥用职权使管理层内部分配不公正,高管之间过大的薪酬差异本身便构成代理成本的一部分(Bebchuk等, 2011)。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

由于上市公司自2005年起被强制性要求披露每位高管的年度薪酬,本文的研究样本包括2005—2017年所有国有上市公司。本文将高管团队界定为担任具体管理职务的除董事、监事以外的公司管理层,包括总经理、副总经理、总工程师、总会计师、财务总监等,将职位名称是总经理、总裁或CEO的界定为公司CEO(廖理等, 2009),其他职位的高管统称为非CEO高管。样本筛选如下:(1)剔除只在公司担任董事或监事职位的管理人员;(2)保证每位高管每一年的薪酬完整,即剔除年度内新任或离任的高管;(3)剔除在中国香港上市的国有企业;(4)不包括当年未披露薪酬或不在公司领取薪酬(零薪酬)的非CEO高管。本文最后得到有效的高管团队11737个,包括15699位高管共65738个公司—高管—年度观测值(其中2954位CEO共10065个观测值,13606位非CEO高管共55673个观测值)。

在上述有效高管团队的基础上,剔除以下的公司—年度观测值:(1)金融、保险类公司144个;(2)不能计算企业上一年度非CEO高管薪酬差异的观测值1725个;(3)其他控制变量缺失的695个。本文最后得到9174个有效的公司—年度观测值(包括13425位高管,其中2524位CEO共8264个观测值,11604位非CEO高管共45041个观测值)。本文的数据分析基于公司层面。高管个人薪酬数据来自CSMAR数据库,其中非CEO高管根据职位名称手工整理和筛选,公司特征、财务和治理变量数据也来自CSMAR数据库。

(二)回归模型与变量定义

参照Ang等(2000)、李寿喜(2007)以及姜付秀等(2009)的做法,本文采用模型(1)来检验国有企业非CEO高管的薪酬差异对管理层代理成本的影响。

$$\begin{aligned}
 AGENCYCOST_t = & \beta_0 + \beta_1 NCEOCV_{t-1} + \beta_2 TOP1_t + \beta_3 FUNDRATIO_t + \beta_4 BOARD_t \\
 & + \beta_5 RATIO_t + \beta_6 SUPERVISE_t + \beta_7 DUAL_t + \beta_8 HOLD_t \\
 & + \beta_9 LNMEANTMTCOMP_t + \beta_{10} VGAP_t + \beta_{11} NUM_t + \beta_{12} SIZE_t \\
 & + \beta_{13} LEV_t + \beta_{14} FCF_t + \beta_{15} GROWTH_t + \beta_{16} MKR_t + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中,被解释变量是管理层代理成本。借鉴姜付秀等(2009)以及李文贵等(2017)的研究,本文采用企业的管理费用率(管理费用占营业收入的比重, *AGENCYCOST_1*)和销售管理费用率(销售费用与管理费用之和占营业收入的比重, *AGENCYCOST_2*)来衡量管理层的代理成本。

本文主要解释变量是国有企业非 CEO 高管的薪酬差异(*NCEOCV*)。参照 Allison(1978)采用变异系数衡量不平等的方法,本文采用国有上市公司非 CEO 高管薪酬的变异系数来衡量薪酬差异程度, *NCEOCV*=非 CEO 高管薪酬的标准差/非 CEO 高管的薪酬均值,其中非 CEO 高管的薪酬是指年报中披露的薪酬总额(Fredrickson 等, 2010)。控制变量主要包括公司治理与公司特征变量。公司治理变量包括股权结构、董事会、监事会以及高管激励,公司特征变量包括高管团队特征、财务指标以及外部环境等。各变量定义见表 1。模型(1)还控制了行业与年度固定效应。此外,考虑到高管薪酬在期初制定,非 CEO 高管差异化激励(*NCEOCV*)采用期初值。

表 1 变量定义

| 变量符号 | 变量定义 |
|----------------------|---|
| <i>NCEOCV</i> | 非 CEO 高管薪酬差异,衡量差异化激励, <i>NCEOCV</i> =非 CEO 高管薪酬的标准差/非 CEO 高管的薪酬均值 |
| <i>AGENCYCOST_1</i> | 管理费用率,衡量管理层的代理成本,等于管理费用占营业收入的比重 |
| <i>AGENCYCOST_2</i> | 销售管理费用率,衡量管理层的代理成本,等于销售费用与管理费用之和占营业收入的比重 |
| <i>TOP1</i> | 第一大股东持股比例 |
| <i>FUNDRATIO</i> | 机构投资者持股比例 |
| <i>BOARD</i> | 董事会规模,等于董事会人数的自然对数 |
| <i>RATIO</i> | 独立董事比例,等于独立董事人数除以董事会人数 |
| <i>SUPERVISE</i> | 监事会规模,等于监事会人数的自然对数 |
| <i>DUAL</i> | 董事长与总经理是否两职合一,两职合一取值为 1,否则为 0 |
| <i>HOLD</i> | 高管团队的平均持股比例 |
| <i>LNMEANTMTCOMP</i> | 高管团队平均薪酬水平取自然对数,等于高管总薪酬除以高管团队人数再取自然对数 |
| <i>VGAP</i> | 高管团队内部垂直薪酬差异,即 $\ln(\text{CEO 薪酬}) - \ln(\text{非 CEO 高管平均薪酬})$ |
| <i>NUM</i> | 高管团队规模,按照本文高管定义,样本筛选后的有效高管人数 |
| <i>SIZE</i> | 公司规模,等于公司总资产的自然对数 |
| <i>LEV</i> | 资产负债率 |
| <i>FCF</i> | 自由现金流,等于(经营活动产生的现金流量净额-净营运资金变化-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金)/总资产 |
| <i>GROWTH</i> | 公司成长性,等于营业收入的增长率 |
| <i>MKR</i> | 市场化程度,根据樊纲等(2016)构建的中国各地区市场化指数,大于中位数的地区取值为 1,否则为 0 |

四、实证结果分析

(一)描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果显示, *AGENCYCOST_1* 的均值为 0.090, *AGENCYCOST_2* 的均值为 0.143,表明样本中国有企业的管理费用和销售管理费用平均约占营业收入的 9% 和 14.3%。 *NCEOCV* 的均值和标准差分别为 0.161 和 0.155,表明样本中国有企业非 CEO 高管的薪酬差异分布较为离散,既存在薪酬完全无差异的情况,也存在薪酬差异较大的情况。在高管激励指标中, *HOLD* 的均值为 0.024,表明样本中国有企业高管团队平均持股 0.024%,而且 75% 以上的

公司不存在高管持股的情况；高管团队的平均薪酬水平 $MEANTMTCOMP$ (未取自然对数) 的均值为 45.314, 表明样本中国有企业高管团队的平均薪酬约为 45 万元；而 $VGAP$ (未取自然对数) 的均值为 14.903, 表明国有企业 CEO 与非 CEO 高管平均薪酬之差约为 14 万元。公司治理与公司特征变量的结果与现有文献基本一致, 不再赘述。

(二) 国有企业非 CEO 高管薪酬差异与管理层代理成本

表 2 列示了国有企业非 CEO 高管薪酬差异与管理层代理成本的回归结果。非 CEO 高管薪酬差异 ($NCEOCV$) 的系数显著为负, 表明现阶段增加国有企业非 CEO 高管薪酬差异, 对缓解高管的代理问题具有积极作用。列 (2) 中 $NCEOCV$ 的系数为 -0.023, 在经济意义上, 非 CEO 高管的薪酬差异每增加一个标准差, 管理费用率相对于其均值会降低约 3.96%; 列 (4) 中 $NCEOCV$ 的系数为 -0.017, 在经济意义上, 非 CEO 高管的薪酬差异每增加一个标准差, 销售管理费用率相对于其均值会降低约 1.84%。表 2 结果表明, 增加国有企业非 CEO 高管的薪酬差异可以显著降低管理层的代理成本。

表 2 国有企业非 CEO 薪酬差异与管理层代理成本

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | $AGENCYCOST_1$ | | $AGENCYCOST_2$ | |
| $NCEOCV_{t-1}$ | -0.039*** (-4.342) | -0.023*** (-2.798) | -0.029*** (-2.875) | -0.017* (-1.744) |
| $TOP1_t$ | | -0.044*** (-3.011) | | -0.067*** (-4.309) |
| $FUNDRATIO_t$ | | -0.083*** (-2.756) | | -0.007 (-0.166) |
| $BOARD_t$ | | -0.006 (-0.611) | | -0.001 (-0.130) |
| $RATIO_t$ | | 0.022 (0.655) | | -0.009 (-0.262) |
| $SUPERVISE_t$ | | 0.006 (0.813) | | -0.007 (-1.120) |
| $DUAL_t$ | | 0.000 (0.001) | | 0.003 (0.597) |
| $HOLD_t$ | | 0.007 (0.432) | | 0.007 (0.374) |
| $LNMEANTMTCOMP_t$ | | -0.003 (-0.775) | | 0.002 (0.516) |
| $VGAP_t$ | | -0.005* (-1.857) | | -0.001 (-0.489) |
| NUM_t | | -0.002*** (-3.681) | | -0.002*** (-3.413) |
| $SIZE_t$ | | -0.021*** (-6.719) | | -0.019*** (-7.988) |
| LEV_t | | 0.022 (1.335) | | -0.010 (-0.708) |
| FCF_t | | -0.015 (-1.234) | | 0.010 (0.948) |

续表2 国有企业非CEO薪酬差异与管理层代理成本

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|---------------------------|---------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | AGENCYCOST_1 | | AGENCYCOST_2 | |
| <i>GROWTH_t</i> | | -0.027*** (-7.391) | | -0.028*** (-9.413) |
| <i>MKR_t</i> | | -0.012*** (-2.717) | | -0.018*** (-4.032) |
| <i>CONSTANT</i> | 0.144*** (7.518) | 0.648*** (10.261) | 0.189*** (10.055) | 0.638*** (10.936) |
| 行业与年度固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Observations</i> | 9174 | 9174 | 9174 | 9174 |
| <i>Adj. R²</i> | 0.072 | 0.163 | 0.284 | 0.365 |

注: 括号内为 *t* 值, ***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 稳健标准误经公司层面聚类处理。

(三) 稳健性检验

1. 国有企业非CEO高管薪酬差异的替代指标。我国上市公司自2005年要求披露所有高管的薪酬总额, 上文采用的是非CEO高管的薪酬总额来计算差异程度。Bushman等(2016)采用高管团队中高管的PPS离散程度来衡量所受激励程度差异。我国国有企业高管的持股比例较低, 主要是现金薪酬, 因而我们无法为每一位非CEO高管计算其PPS水平。考虑到PPS衡量的是高管薪酬随业绩的变化, 本文采用每一位非CEO高管薪酬增长与企业业绩增长的比例来衡量所受激励情况, 并计算标准差来衡量激励差异程度, 即非CEO高管动态薪酬差异(NCEOCRCV)。与上文的非CEO高管薪酬差异(NCEOCV)相比, 非CEO高管动态薪酬差异(NCEOCRCV)更能体现非CEO高管所受激励差异。基于上述替代指标的检验结果见表3, 与表2保持一致。

表3 稳健性检验: 国有企业非CEO高管动态薪酬差异

| | (1) | (2) |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | AGENCYCOST_1 | AGENCYCOST_2 |
| <i>NCEOCRCV_{t-1}</i> | -0.747*** (-5.637) | -0.772*** (-6.027) |
| <i>Controls</i> | 控制 | 控制 |
| 行业与年度固定效应 | 控制 | 控制 |
| <i>Observations</i> | 7674 | 7674 |
| <i>Adj. R²</i> | 0.172 | 0.387 |

注: 括号内为 *t* 值, ***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 稳健标准误经公司层面聚类处理。

本文进一步调整了非CEO高管中的研究对象, 仅保存副总经理、部门总监等职位, 剔除担任董事会秘书、总经理助理的高管, 余下的基本都是各部门的副总(或负责人)。经过上述调整后, 重新计算非CEO高管薪酬差异, 检验结果仍保持一致, 限于篇幅不再赘述。

2. 国有企业代理成本的替代指标。考虑到部分管理费用(销售管理费用)是企业正常的成本消耗, 参考Xu等(2014), 计算超额管理费用(超额销售管理费用)作为管理层代理成本的替代指标。本文使用模型(2)分行业分年度回归得到企业正常的管理费用率(销售管理费用率)。

$$EXPENCE_t = \beta_0 + \beta_1 LNTOTALCOMP_t + \beta_2 LNASSET_t + \beta_3 LNINCPERCAP_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, *EXPENCE* 为管理费用率(销售管理费用率), *LNTOTALCOMP* 为公司所有员工薪酬的自然对数, *LNASSET* 为总资产账面价值的自然对数, *LNINCPERCAP* 为企业所在省份人均收入总额的自然对数。采用模型(2)的残差项作为管理层代理成本(*AGENCYCOST*)的衡量指标。此外, 参照姜付秀等(2009)的做法, 本文还采用资产周转率(*TURNOVER*, 主营业务收入与资产总额的比例), 衡量管理层在经营过程中是否存在低效率决策、不当投资或者偷懒等情况。基于上述替代指标的检验结果见表4, 与表2保持一致。

表 4 稳健性检验：管理层代理成本的替代指标

| | (1) | (2) | (3) |
|---------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|
| | 超额管理费用率 | 超额销售管理费用率 | 资产周转率 |
| $NCEOCV_{t-1}$ | -0.026*** (-3.950) | -0.017* (-1.832) | 0.186*** (3.667) |
| <i>Controls</i> | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业与年度固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Observations</i> | 9174 | 9174 | 9174 |
| <i>Adj. R²</i> | 0.096 | 0.195 | 0.379 |

注：括号内为 t 值，***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著，稳健标准误经公司层面聚类处理。

3. 非 CEO 高管薪酬差异的内生性问题。本文主要采用了两种方法来缓解国有企业非 CEO 高管薪酬差异的内生性问题：工具变量两阶段回归和 DID 检验。^①

(1) 工具变量两阶段回归。参照 Kale 等(2009)的做法，选取滞后两期的非 CEO 高管薪酬差异($NCEOCV_{t-2}$)以及滞后一期的同行业非 CEO 高管薪酬差异中位数($MEDNCEOCV_{t-1}$)作为工具变量，两阶段回归结果见表 5。因变量为国有企业非 CEO 高管薪酬差异($NCEOCV_{t-1}$)是第一阶段回归结果，因变量为代理成本($AGENCYCOST$)是第二阶段回归结果。所有工具变量都通过了弱工具变量检验和过度识别检验，表 5 结果与表 2 保持一致。

表 5 稳健性检验：工具变量两阶段回归

| | (1) | (2) | (3) |
|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 第一阶段 | 第二阶段 | |
| | $NCEOCV_{t-1}$ | $AGENCYCOST_1$ | $AGENCYCOST_2$ |
| $NCEOCV_{t-2}$ | 0.529*** (38.54) | | |
| $MEDNCEOCV_{t-1}$ | 0.512*** (11.10) | | |
| $NCEOCV_{t-1}$ | | -0.042*** (-3.820) | -0.040*** (-3.409) |
| <i>Controls</i> | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业与年度固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Wald rk F</i> | 912.79*** | | |
| <i>LM</i> | 887.52*** | | |
| <i>Hansen J</i> | 0.493 | | |
| <i>Observations</i> | 7926 | 7926 | 7926 |

注：括号内为 t 值，***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著，稳健标准误经公司层面聚类处理。*Wald rk F* 统计量用于弱工具变量检验，原假设是工具变量弱相关；*LM* 和 *Hansen J* 统计量分别用于检验工具变量是否存在识别不足和过度识别的问题，其中 *LM* 检验的原假设是存在识别不足问题，*Hansen* 检验的原假设是不存在过度识别问题。

(2) DID 检验。采用国有企业薪酬改革作为外生事件，检验受政策影响程度不同的国有企业在事件前后代理成本的变化差异。

本文选取的政策事件是 2015 年 1 月 1 日正式执行《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》。定义政策变量 $REG2015$ ，在 2015—2017 年政策颁布后， $REG2015$ 取 1；在 2010—2014 年政策颁布

① 感谢审稿专家的建议！本文还通过控制公司固定效应，以及所有控制变量采用 $t-1$ 期数值进行了分析，结果仍然保持不变。

前, $REG2015$ 取 0。该方案通过后, 2015 年陆续出台相应的地方性薪酬制度改革意见, 因此原则上所有国有企业都受到政策的影响。本文根据上市公司在国有企业集团金字塔结构中的层级, 区分不同国有上市公司受政策影响的程度。国有上市公司受政策影响的程度与其所受政府干预的程度有关。由国资委(地方国资委)直接控股国有上市公司的情况较少, 大多都是国资委通过国有集团公司对上市公司直接控股, 或是层层控股而形成金字塔结构。根据 Fan 等(2013)的研究, 国有企业集团金字塔链条的长度反映了政府的放权意愿, 国有企业在金字塔链条上距离政府越近, 越容易受到政府政策的影响。如果国有上市公司的控股股东是国资委(地方国资委)直接控制的国有企业集团公司, 表明国资委与该上市国企之间的链条较短, 较容易受到政府政策的影响, 则 $RANKSOE$ 取 1; 而如果是国有企业集团通过层层控股对上市公司产生影响, 则 $RANKSOE$ 取 0。^①

本文构建的 DID 检验是比较不同金字塔层级($RANKSOE$)的国有企业在 2015 年差异化薪酬改革前后, 非 CEO 高管薪酬差异和代理成本的变化。为了验证这一 DID 检验的合理性, 本文首先考察不同金字塔层级的国有企业在 2015 年前后非 CEO 高管薪酬差异($NCEOVC_{i,t}$)的变化情况, 然后检验代理成本($AGENCYCOST$)的变化情况。回归结果见表 6。列(1)关注不同国有企业在政策前后非 CEO 高管薪酬差异的变化情况, $RANKSOE \times REG2015$ 的系数显著为正, 表明层级高的国有企业在政策前后非 CEO 高管之间的薪酬差异增加更多。列(2)和列(3)关注不同国有企业在政策前后代理成本的变化情况, $RANKSOE \times REG2015$ 的系数显著为负, 表明层级高的国有企业在政策前后代理成本下降更多。表 6 结果进一步表明, 增加非 CEO 高管之间的薪酬差异可以降低国有企业的代理成本。

表 6 稳健性检验: DID 检验

| | (1) | (2) | (3) |
|----------------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| | $NCEOVC_{i,t}$ | $AGENCYCOST_{1,t}$ | $AGENCYCOST_{2,t}$ |
| $RANKSOE_i \times REG2015$ | 0.022*** (3.073) | -0.007** (-2.310) | -0.008*** (-2.811) |
| Controls | 控制 | 控制 | 控制 |
| 公司与年度固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Observations | 6091 | 6248 | 6248 |
| within R^2 | 0.020 | 0.101 | 0.142 |

注: 括号内为 t 值, **、*和'分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 稳健标准误经公司层面聚类处理。

4. 其他检验。在上文的理论分析中, 非 CEO 高管的薪酬差异也可能会对国有企业的代理关系产生负面影响。当非 CEO 高管的薪酬差异过大, 尤其是部分管理者权力过大而导致薪酬差异较大时, 薪酬较低的非 CEO 高管会产生较强的不公平感, 甚至发生寻租等行为, 反而增加了管理层的代理成本。因此, 非 CEO 高管的薪酬差异对代理成本可能并非线性影响。基于此, 本文在模型(1)中加入非 CEO 高管薪酬差异($NCEOVC$)的平方项($NCEOVC^2$), $NCEOVC^2$ 的系数并不显著。这表明在现阶段国有企业非 CEO 高管的薪酬差异还没有达到临界点, 增加薪酬差异仍然可以起到降低代理成本的积极作用。此外, 本文还检验了非 CEO 高管差异化激励对不同类型国有企业代理成本的影响, 发现对于非管制行业与市场化程度较高地区的国有企业, 非 CEO 高管差异化激励降低代理成本的作用更加显著。

^① 感谢审稿专家的建议! 本文采用 2015 年政策前一年 $NCEOVC$ 相对于同行高低进行分组, 发现政策前 $NCEOVC$ 较低组在政策后 $NCEOVC$ 增加更多, 代理成本下降更多。

五、进一步研究

根据上文的理论分析, 本文将进一步从国有企业对高管的监督成本和激励效率两个方面来分析非 CEO 高管薪酬差异降低代理成本的机制。

(一) 国有企业对非 CEO 高管的监督成本

由于代理关系复杂、政府监督动力不足以及内部治理结构冗繁, 国有企业对高管监督的难度和成本较高。而对国有企业非 CEO 高管实施差异化的薪酬激励, 一方面可以增强非 CEO 高管互相监督的意愿; 另一方面, 非 CEO 高管之间更为熟悉, 相对于国有股东及其设立的监督机构(如监事会、独立董事等), 能够以更低的成本观测到彼此的努力程度和能力情况。因此, 当监督困难或成本较高时, 增加非 CEO 高管的薪酬差异, 可以降低对非 CEO 高管的监督成本, 从而降低管理层整体的代理成本。

参考现有文献, 本文采用非 CEO 高管中的董事比例与国有企业外部环境的波动来衡量监督成本的高低。当非 CEO 高管中有较多人同时兼任董事时, 他们之间更容易形成联盟而增加监督的难度(Fredrickson 等, 2010)。本文采用非 CEO 高管中的内部董事比例, 并根据同行业、同年度的中位数进行分组。当外部经营环境波动较大时, 委托人难以根据绝对的业绩指标来考核代理人, 监督困难且成本较高。外部环境波动采用上市公司前 60 个月的股票回报波动率(Kale 等, 2009), 并根据同行业、同年度的中位数进行分组。模型(1)的上述分组检验结果见表 7(限于篇幅, 仅列示了以管理费用率来衡量代理成本的结果)。可以看到, $NCEOCV_{t-1}$ 的系数在非 CEO 高管中的董事比例较高和外部环境波动较大时在 1% 的水平上显著为负。上述结果表明, 当监督更加困难时, 增加非 CEO 高管薪酬差异, 可以帮助降低国有企业对管理层的监督成本, 进而降低管理层的代理成本。

表 7 机制分析: 发挥监督作用

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|---------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|-----------------------|
| | 非 CEO 高管董事比例低 | 非 CEO 高管董事比例高 | 外部环境波动小 | 外部环境波动大 |
| $NCEOCV_{t-1}$ | -0.017* (-1.664) | -0.031*** (-2.735) | -0.012 (-1.315) | -0.034*** (-2.809) |
| Controls | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业与年度固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Observations | 5061 | 4113 | 4362 | 4262 |
| Adj. R ² | 0.187 | 0.152 | 0.160 | 0.163 |
| 经验 p 值 | 0.096 | | 0.032 | |

注: 括号内为 t 值, **、* 和 ' 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 稳健标准误经公司层面聚类处理。经验 p 值用于检验组间 $NCEOCV_{t-1}$ 系数差异的显著性, 通过 Bootstrap 抽样 1000 次得到。

(二) 国有企业对非 CEO 高管的激励水平

根据上文的理论分析, 国有企业非 CEO 高管的薪酬差异可以激励其提升努力水平, 从而降低管理层的代理成本。非 CEO 高管之间的薪酬差异在一定程度上可以弥补激励不足所带来的不公平感, 从而激励其努力工作(Kepes 等, 2009)。因此, 非 CEO 高管薪酬差异对管理层代理成本的积极作用应在其受到的激励水平较低时更加显著。

根据社会比较理论, 个体感受的激励水平高低与其比较对象相关(Festinger, 1954)。高管团队中的非 CEO 高管会与 CEO 以及同行业其他高管进行薪酬比较, 从而感知自身薪酬水平高低。因此, 本文分别从相对于 CEO 和同行非 CEO 高管的薪酬高低来衡量非 CEO 高管的激励水

平。相对于同行非 CEO 高管的激励水平采用非 CEO 高管平均薪酬在同行业、同年度的中位数进行分组。相对于 CEO 的激励水平采用 CEO 与非 CEO 高管平均薪酬之差,并根据同行业、同年度的中位数进行分组。模型(1)的上述分组检验结果见表 8(限于篇幅,仅列示了以管理费用率来衡量代理成本的结果)。NCEOVC_{t-1} 的系数在相对于同行非 CEO 高管薪酬水平高低组无显著差异,而在相对于 CEO 平均薪酬较低时更加显著。这表明当非 CEO 高管薪酬相对于同行激励不足时,国有企业非 CEO 高管的薪酬差异对弥补激励不足的作用有限;而当非 CEO 高管薪酬相对于 CEO 激励不足时,国有企业非 CEO 高管的薪酬差异可以在一定程度上提升非 CEO 高管的努力水平,进而降低管理层的代理成本。

表 8 机制分析:发挥激励作用

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|
| | 相对于同行平均薪酬较低 | 相对于同行平均薪酬较高 | 相对于 CEO 平均薪酬较高 | 相对于 CEO 平均薪酬较低 |
| NCEOVC _{t-1} | -0.025** (-1.977) | -0.019** (-2.532) | -0.006 (-0.509) | -0.034*** (-3.524) |
| Controls | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业与年度固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Observations | 4711 | 4463 | 4713 | 4461 |
| Adj. R ² | 0.168 | 0.213 | 0.172 | 0.176 |
| 经验 p 值 | 0.309 | | 0.014 | |

注:括号内为 t 值,***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,稳健标准误经公司层面聚类处理。经验 p 值用于检验组间 NCEOVC_{t-1} 系数差异的显著性,通过 Bootstrap 抽样 1000 次得到。

六、结 论

受到集体主义文化和传统行政级别工资制度的影响,国有企业高管团队尤其是非 CEO 高管之间的薪酬分配平均主义、“大锅饭”等问题普遍存在,导致国有企业经营者激励不足,并诱发高昂的高管代理成本。随着新时代国有企业深化改革,高管差异化薪酬激励成为国有企业高管薪酬改革的一个重要方向。

本文采用国有上市公司所有非 CEO 高管在 2005—2017 年的薪酬数据,发现国有企业非 CEO 高管薪酬差异越大,管理层的代理成本越低。本文采用工具变量两阶段回归,并以 2015 年国有企业差异化薪酬改革作为外生实验,缓解了国有企业差异化薪酬激励的内生性,上述结果仍然稳健。本文进一步从减少股东监督成本和提升非 CEO 高管激励效率两个方面,分析了国有企业非 CEO 高管差异化薪酬降低代理成本的作用机制。研究表明,当高管监督成本较高(如非 CEO 高管中的董事比例较高、外部经营环境波动较大),或者非 CEO 高管激励不足尤其是相对于 CEO 薪酬较低时,对国有企业非 CEO 高管实行差异化的薪酬激励,可以显著降低管理层的代理成本,提升管理层的代理效率。

现有研究发现,非 CEO 高管薪酬差异可能带来较高的离职率,降低企业绩效。本文研究则表明,现阶段增加国有企业非 CEO 高管薪酬差异可以缓解管理层代理问题。同时,本文的研究结论对于进一步深化国有企业改革和完善国有企业高管差异化薪酬分配制度具有一定的参考价值。2015 年,《关于深化国有企业改革的指导意见》出台,这意味着在新一轮全面深化国有企业改革的背景下,国有企业高管激励机制不应局限在高管薪酬水平及其设置上,更应考虑“高管团队内部的薪酬分配是否合理”这一问题。本文研究表明,对国有企业高管实行差异化薪酬激励,不仅是效率问题,更是一个公平问题,其内在经济机理是国有企业在特定治理环境下降低代

理成本的一种制度安排。只有真正实现高管团队差异化激励,才能有效激活国有企业高管积极性,减少“搭便车”等低效率行为,从而降低管理层代理成本,实现国有企业高质量发展。

参考文献:

- [1]蔡贵龙,柳建华,马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. *管理世界*, 2018, (5): 137-149.
- [2]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.
- [3]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 2014 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2016.
- [4]姜付秀,黄磊,张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. *世界经济*, 2009, (10): 46-59.
- [5]李绍龙,龙立荣,贺伟. 高管团队薪酬差异与企业绩效关系研究: 行业特征的跨层调节作用[J]. *南开管理评论*, 2012, (4): 55-65.
- [6]李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. *经济研究*, 2007, (1): 102-113.
- [7]李文贵,余明桂,钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. *管理世界*, 2017, (8): 123-135.
- [8]廖理,廖冠民,沈红波. 经营风险、晋升激励与公司绩效[J]. *中国工业经济*, 2009, (8): 119-130.
- [9]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.
- [10]林卫斌,苏剑. 论国有企业薪酬管制的经济机理——基于代理成本视角的分析[J]. *学术月刊*, 2010, (11): 85-91.
- [11]马连福,王元芳,沈小秀. 中国国有企业党组织治理效应研究——基于“内部人控制”的视角[J]. *中国工业经济*, 2012, (8): 82-95.
- [12]缪毅,胡奕明. 内部收入差距、辩护动机与高管薪酬辩护[J]. *南开管理评论*, 2016, (2): 32-41.
- [13]沈永建,尤梦颖,梁方志. 政府管制与企业行为: 述评与展望[J]. *会计与经济研究*, 2020, (3): 81-95.
- [14]辛清泉,谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. *经济研究*, 2009, (11): 68-81.
- [15]杨青,王亚男,唐跃军. “限薪令”的政策效果: 基于竞争与垄断性央企市场反应的评估[J]. *金融研究*, 2018, (1): 156-173.
- [16]张兴亮,夏成才. 非 CEO 高管患寡还是患不均[J]. *中国工业经济*, 2016, (9): 144-160.
- [17]Allison P D. Measures of inequality[J]. *American Sociological Review*, 1978, 43(6): 865-880.
- [18]Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81-106.
- [19]Bebchuk L A, Cremers K J M, Peyer U C. The CEO pay slice[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1): 199-221.
- [20]Bloom M, Michel J G. The relationships among organizational context, pay dispersion, and among managerial turnover[J]. *Academy of Management Journal*, 2002, 45(1): 33-42.
- [21]Bushman R M, Dai Z L, Zhang W N. Management team incentive: Dispersion and firm performance[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(1): 21-45.
- [22]Chen J, Ezzamel M, Cai Z M. Managerial power theory, tournament theory, and executive pay in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4): 1176-1199.
- [23]Canyon M J, He L R. Executive compensation and corporate governance in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4): 1158-1175.
- [24]Edmans A, Goldstein I, Zhu J Y. Contracting with synergies[R]. CEPR, 2013.
- [25]Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Institutions and organizational structure: The case of state-owned corporate pyramids[J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 2013, 29(6): 1217-1252.
- [26]Festinger L. A theory of social comparison processes[J]. *Human Relations*, 1954, 7(2): 117-140.

- [27]Fredrickson J W, Davis-Blake A, Sanders W M. Sharing the wealth: Social comparisons and pay dispersion in the CEO's top team[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(10): 1031–1053.
- [28]Greenberg J, Ashton-James C E, Ashkanasy N M. Social comparison processes in organizations[J]. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2007, 102(1): 22–41.
- [29]Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193–206.
- [30]Hartzell J C, Starks L T. Institutional investors and executive compensation[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58(6): 2351–2374.
- [31]Henderson A D, Fredrickson J W. Top management team coordination needs and the CEO pay gap: A competitive test of economic and behavioral views[J]. *Academy of Management Journal*, 2001, 44(1): 96–117.
- [32]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [33]Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top-management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225–264.
- [34]Kale J R, Reis E, Venkateswaran A. Rank-order tournaments and incentive alignment: The effect on firm performance[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(3): 1479–1512.
- [35]Kato T, Long C. Tournaments and managerial incentives in China's listed firms: New evidence[J]. *China Economic Review*, 2011, 22(1): 1–10.
- [36]Kepes S, Delery J, Gupta N. Contingencies in the effects of pay range on organizational effectiveness[J]. *Personnel Psychology*, 2009, 62(3): 497–531.
- [37]Kini O, Williams R. Tournament incentives, firm risk, and corporate policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2): 350–376.
- [38]Lazear E P, Rosen S. Rank-order tournaments as optimum labor contracts[J]. *Journal of Political Economy*, 1981, 89(5): 841–864.
- [39]Lazear E P. Pay equality and industrial politics[J]. *Journal of Political Economy*, 1989, 97(3): 561–580.
- [40]Martin R, Suls J, Wheeler L. Ability evaluation by proxy: Role of maximal performance and related attributes in social comparison[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 2002, 82(5): 781–791.
- [41]Sheppard B H, Lewicki R J, Minton J W. Organizational justice: The search for fairness in the workplace[M]. New York: Lexington Books, 1992.
- [42]Siegel P A, Hambrick D C. Pay disparities within top management groups: Evidence of harmful effects on performance of high-technology firms[J]. *Organization Science*, 2005, 16(3): 259–274.
- [43]Trevor C O, Reilly G, Gerhart B. Reconsidering pay dispersion's effect on the performance of interdependent work: Reconciling sorting and pay inequality[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(3): 585–610.
- [44]Xu N H, Li X R, Yuan Q B, Chan K C. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 419–434.
- [45]Xu Y, Liu Y G, Lobo G J. Troubled by unequal pay rather than low pay: The incentive effects of a top management team pay gap[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2016, 9(2): 115–135.

Pay Dispersion among Non-CEO Executives and Agency Efficiency in State-owned Enterprises

Xu Yue¹, Liu Yunguo^{2,3}, Cai Guilong^{2,3}

(1. *Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;*

2. *Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;*

3. *Center for Accounting, Finance and Institutions, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)*

Summary: The differential compensation distribution of executives is an important direction of deepening the reform of state-owned enterprises (SOEs). The compensation of SOEs is mainly decided by SASAC according to the unified compensation management method, and tends to adopt the equalitarian compensation distribution mode, leading to the generally low pay dispersion among non-CEO executives in SOEs, which greatly frustrates the work enthusiasm of the executives in SOEs, and often leads to more serious executive agency problems. However, there are few studies on the difference of compensation incentives in the top management team, which mainly focus on the vertical compensation gap between CEO and non-CEO executives, and the research on the internal compensation allocation of non-CEO executives is relatively scarce.

Using the compensation data of all the non-CEO executives in listed SOEs from 2005 to 2017, this paper studies whether the pay dispersion among non-CEO executives has a positive governance effect in reducing the executive agency costs of SOEs. We find that, the pay dispersion among non-CEO executives can effectively reduce the executive agency costs of SOEs, and the results are still robust after adopting the IVs and the differential compensation reform of SOEs in 2015 as the exogenous event to control the endogenous problem. Further, we document that reducing the supervision cost and improving the incentive efficiency of non-CEO executives are two potential mechanisms. Specifically, when there are more supervision costs and less incentives for non-CEO executives, the above positive governance effect are more salient.

This paper offers empirical evidence for the positive governance effect of the pay dispersion among non-CEO executives in SOEs, and makes up for the deficiency of negative effects such as high turnover and poor corporate performance caused by the pay dispersion among non-CEO executives. This paper not only enriches the literature on the pay dispersion among non-CEO executives, but also extends the related literature on the executive agency costs of SOEs. In addition, this paper has certain policy reference value for further deepening the reform of SOEs and improving the differential compensation distribution system of executives in SOEs. The promulgation of Guiding Opinions on Deepening the Reform of SOEs in 2015 means that, in the context of a new round of comprehensively deepening the compensation reform of SOEs, the incentive mechanism of executives in SOEs should not be limited to the level of executive compensation, but should consider whether the compensation distribution within the top management team is reasonable. Increasing the pay dispersion among the top management team is not only an efficiency issue, but also a fair issue. The underlying economic logic is that the pay dispersion among the top management team is an institutional arrangement for SOEs to reduce the agency costs under the specific governance environment in China. Only by truly realizing differentiated incentives for the top management team, can the enthusiasm of executives in SOEs be effectively activated, the agency efficiency be improved, and the high-quality development of SOEs be realized.

Key words: non-CEO executives; pay dispersion; executive agency costs; internal governance mechanism; agency efficiency

(责任编辑 康健)