

高管薪酬激励是否应兼顾分配公平? *

覃 予¹, 傅元略², 杨隽萍¹

(1. 浙江理工大学 经济管理学院, 浙江 杭州 310018;

2. 厦门大学 会计研究发展中心, 福建 厦门 361005)

摘 要:薪酬激励的效率与公平问题一直广受关注。文章实证研究了公平分配对中国上市公司业绩及高管薪酬激励效率的影响。研究发现:(1)虽然高管薪酬激励能够促进企业业绩增长,但是企业薪酬差距过大(产生正向不公平)会阻滞企业业绩提升,降低高管薪酬激励效率。而且,宏观经济从上升期转向回落期会引发企业员工对薪酬正向不公平更加敏感,从而使正向不公平对企业业绩的阻滞作用增强,对高管薪酬激励效率的减弱作用更加明显,这突出体现在更为偏好公平的国有企业中。(2)薪酬差距过小(产生负向不公平)则有助于提升企业业绩,而且不受宏观经济波动和企业公平偏好强度的影响。

关键词:高管薪酬;薪酬不公平;企业业绩;经济波动

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)08-00110-12

一、引 言

后金融危机时代以来,中国面临经济增速趋缓、基尼系数逼近0.5警戒线^①等经济社会问题。而同时,上市公司高管薪酬仍保持较快增长,这一现象备受争议。对此,中国政府颁布了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》等一系列薪酬规范文件,还将分配公平列为“十二五”时期的一项重要工作。那么,在激励企业高管的同时兼顾分配公平,究竟仅仅是为了实现政治目标和维护社会稳定,还是确有其经济后果呢?

薪酬激励问题一直是学术研究的热点,大量国内外文献都基于代理理论来探究薪酬激励效率问题。在中国,随着上市公司激励制度的完善,高管薪酬与公司业绩从早期研究发现不相关到后来得到正相关(魏刚,2000;刘斌等,2003)。然而,高管薪酬具有粘性特征和“运气”成分,过度激励问题凸显,激励不足现象也依然存在(方军雄,2009;沈艺峰和李培功,2010;黄辉等,2013)。

收稿日期:2013-03-06

基金项目:国家自然科学基金面上项目(70872096);教育部人文社会科学研究青年项目(11YJC630253)

作者简介:覃 予(1981—),女,广西柳州人,浙江理工大学经济管理学院讲师,博士;

傅元略(1953—),男,福建莆田人,厦门大学会计研究发展中心教授,博士生导师;

杨隽萍(1971—),女,吉林白城人,浙江理工大学经济管理学院副教授。

公平理论和社会比较理论被国内学者用于研究中国上市公司薪酬公平性问题,这源于中国上市公司高管薪酬披露制度的逐步完善使公众能够发现公司内部薪酬差距不断拉大可能产生的分配不公平。2008年金融危机爆发后,公众对企业高管“限薪”和公平分配的呼声日益高涨,学术界对薪酬公平性的实证研究进一步推进。例如,吴联生等(2010)将公司内部薪酬比较拓展至公司间比较,并借鉴Core等(1999)的方法度量了高管薪酬外部不公平,还将其分为正向不公平(高管激励过度)与负向不公平(高管激励不足)两类。黄辉(2012)沿用了这一方法,并指出将公司内部薪酬差距视为薪酬不公平是不恰当的。这意味着如何度量薪酬不公平程度,在未来的大样本研究中显得十分重要。

有关公司内部薪酬差距或薪酬公平性的实证文献大多聚焦于高管激励或公平性,却较少关注广大普通员工的薪酬不公平感,如很少关注员工视角与高管薪酬对公司业绩的共同作用,以及在宏观经济发生波动的情况下,哪些企业更应兼顾分配公平。基于此,本文以2006—2011年中国609家A股上市公司为样本,基于公司普通员工的不公平感度量了薪酬不公平,并检验了企业薪酬不公平和高管薪酬对公司业绩的共同影响。研究结果表明,与薪酬差距过小(产生负向不公平)的企业相比,薪酬差距过大(产生正向不公平)的企业通常具有较高的高管薪酬和较好的公司业绩。但薪酬正向不公平对公司业绩具有阻滞作用,而且在经济回落期比在经济上升期更强,降低高管薪酬激励效率的作用也更明显,这突出体现在更在意公平分配的国有企业中。如果企业薪酬差距过小,则高管薪酬激励效率较低,但负向不公平对公司业绩的提升作用能够在一定程度上弥补高管激励不足带来的损失,而且这种提升作用不受宏观经济波动和企业公平偏好强度的影响。

本文的贡献主要体现在:第一,本文不仅基于公司普通员工的不公平感度量了企业薪酬不公平,扩展了国内实证文献中薪酬公平指标的度量方法,还结合近年来中国经济增速放缓的现实情况,指出在经济回落时公平偏好较强且薪酬差距过大的企业更应强调薪酬公平,从而深化了有关薪酬公平性的已有研究;第二,本文关于经济不景气时国有企业更应强调分配公平的结论为企业制定合理的薪酬制度和政府实施有针对性的薪酬政策提供了经验证据。

二、理论分析与研究假设

(一)薪酬不公平对公司业绩和高管薪酬激励效率的影响

在强调和谐与公平的中国社会,高管薪酬并不是影响公司业绩的唯一薪酬因素。除高管对薪酬分配的不公平感外(吴联生等,2010;黄辉,2012),员工的不公平感对公司业绩的影响也不容忽视。已有研究指出,企业员工会拿自己的薪酬与高管薪酬进行比较,薪酬差距使员工产生不公平感,导致他们的生

产效率、团队合作程度降低,偷窃、怠工等消极行为和离职率上升(Cowherd 和 Levine,1992;Greengerg,1993;Bloom 和 Michel,2002)。

企业内部薪酬差距虽然能够在一定程度上反映企业薪酬不公平程度,但不等于不公平程度。根据公平理论,企业中分配不公平是组织成员的投入产出比与参照者不一致的状态(Adams,1963)。Cowherd 和 Levine(1992)将企业高管与员工的薪酬差距分为两部分,高管与员工的投入差异所形成的薪酬差距并不会使员工产生不公平感,这一差距为“合理薪酬差距”。只有无法与投入差异相对应的薪酬差距才会让员工感觉不公平,这一差距为“额外薪酬差距”。薪酬差距剔除合理薪酬差距即为额外薪酬差距。

那么,如何度量企业的合理薪酬差距呢?如果员工仅着眼于企业内部,则很难对其进行估计,也很难评价企业薪酬分配是否公平。根据社会比较理论,可行的办法是在企业间比较后估算所在企业的合理薪酬差距。如果企业高管与员工的薪酬差距大于合理薪酬差距,则企业薪酬差距过大,额外薪酬差距为正,员工会产生正向不公平感;反之,则企业薪酬差距过小,额外薪酬差距为负,员工会产生负向不公平感。“额外薪酬差距”可用来衡量企业员工对薪酬分配不公平的感受,本文将其称为企业薪酬不公平。

根据公平理论,当分配不公平且不能自主调整产出时,除了选择退出外,具有公平偏好的双方还会主动调整自己的投入水平以达到新的投入产出比均衡。当企业薪酬差距过大时,高管通常会主动增加投入,员工则自觉减少投入,从而两者的投入差距拉大,使投入产出比与其他企业重新达到一致。而当企业薪酬差距过小时,高管会自觉减少投入,员工则主动增加投入,使两者的小投入差距与小薪酬差距相匹配,从而实现新的投入产出比均衡。

由此推断,企业薪酬不公平可通过改变员工的努力程度来影响公司业绩。对缺乏高管职位竞争能力的员工而言,薪酬差距过大很可能只会增强他们的嫉妒心,导致员工整体努力水平下降,从而阻碍公司业绩提升。相反,我国一直有“不患寡而患不均”的传统思想,薪酬差距过小虽然打击了高管的工作积极性,但更容易激发广大员工增加投入,从而有助于公司业绩提升。

不仅如此,企业薪酬不公平还可能调节高管薪酬激励效率。代理理论认为,高管薪酬影响公司业绩,这是因为薪酬激励能够有效促使高管利益与股东利益达成一致,推动高管为增加股东财富而努力工作。大量实证文献发现,高管薪酬与公司业绩线性正相关,表明在其他条件相同的情况下,等额高管薪酬对公司业绩的激励效率应相同。但考虑到薪酬正向和负向不公平对员工努力程度的不同影响,我们认为,由于薪酬正向不公平企业中员工的工作积极性要低于负向不公平企业,正向不公平企业中高管薪酬激励效率要低于负向不公平企业,^②即薪酬正向不公平会降低高管薪酬激励效率。基于上述分析,我们提出以下假设:

假设 1a：薪酬正向不公平与公司业绩负相关，负向不公平则与公司业绩正相关。

假设 1b：高管薪酬能够促进公司业绩增长，但相对于薪酬负向不公平，正向不公平会降低高管薪酬激励效率。

（二）宏观经济波动的调节作用

2008 年金融危机导致美国经济严重衰退，使部分美国企业高管的“天价”年薪从原来广受追捧沦落至被政府的“限薪令”所约束。无独有偶，中国企业高管与员工的薪酬差距逐年扩大，但直至金融危机爆发，中国政府才将分配公平列作五年计划中的一项重要工作。这是因为，经济不景气降低了公众对高管高薪及由此形成的企业内部过大薪酬差距的宽容度。

经济不景气使人们对薪酬政策合理性的认识发生了变化，这直接改变了企业薪酬分配不公平对公司业绩及高管薪酬激励效率的影响力度。薪酬不公平带来的不公平感不仅取决于薪酬差距的大小，还取决于行为人的公平偏好强度（Fehr 和 Schmidt, 1999）。Dittmann 等（2011）指出，经济萧条时人们往往更在意公允与公平。因此，如果公司内部薪酬差距过大而产生正向不公平，那么相对于经济繁荣期，在经济回落期企业员工的抵触情绪会更强，正向不公平对公司业绩增长的阻滞作用可能更加明显。同时，公司员工的消极怠工情绪再加上经济不景气，都会给薪酬正向不公平公司的高管提升公司业绩增加困难。可见，在经济回落期，正向不公平对高管薪酬激励效率的减弱作用更加明显。而如果存在负向不公平，那么经济不景气不仅会降低高管对加薪的预期，还会增强广大员工对企业薪酬政策的认同感，从而有助于增强负向不公平对公司业绩的激励效果。基于上述分析，我们提出以下假设：

假设 2a：宏观经济回落会显著增强薪酬正向不公平对公司业绩的阻滞作用和负向不公平的促进作用。

假设 2b：薪酬正向不公平会降低高管薪酬激励效率，而且在经济回落期比在经济上升期更加明显。

（三）宏观经济波动下公平偏好强度的调节作用

由上文可知，宏观经济回落时企业员工更偏好公平，导致薪酬正向不公平对公司业绩和高管薪酬激励效率的调节作用明显增强。其实，即使在同一宏观经济环境下，不同类型的企业的公平偏好强度也存在差异，薪酬不公平的作用效果往往在更为偏好公平的企业体现得更加明显。

关于如何区分不同企业的公平偏好强度，参照已有研究文献，我们认为国有企业比私营企业更偏好公平。张正堂（2008）指出，国有企业中收入分配平均主义倾向更明显。虽然企业上市后这种倾向会减弱，但之前的影响波动仍存在。欧绍华和吴日中（2012）更是将国有企业主体文化概括为“政本文化”。它强调主人翁地位和干群平等，要求高管与员工的薪酬差距不能太大；它还推

崇高管讲奉献精神,不能一味追求高薪。而私营企业更遵循市场经济的制度安排,员工对高管高薪的宽容度更高。如果假设 2b 成立,则可进一步推断,与私营企业相比,国有企业的薪酬不公平在经济回落时对公司业绩及高管薪酬激励效率的影响波动更加显著。基于上述分析,我们提出以下假设:

假设 3a:宏观经济回落会导致企业薪酬不公平对公司业绩的影响发生波动,这一现象在国有企业比在私营企业更加显著。

假设 3b:宏观经济回落会导致正向不公平对高管薪酬激励效率的减弱作用发生波动,这一现象在国有企业比在私营企业更加显著。

三、研究设计

(一)模型构建

1.薪酬差距决定模型和企业薪酬不公平度量。我们首先度量本文的关键变量——企业薪酬不公平程度。具体而言,我们在 Cowherd 和 Levine(1992)的薪酬差距决定模型基础上,将高管与员工投入差异的决定因素从一个拓展为多个。模型预测值表示经企业间比较后员工所在企业的合理薪酬差距,残差为额外薪酬差距(UF),反映企业薪酬不公平程度。由于薪酬激励对公司业绩的影响往往存在滞后性(张正堂,2008),同时为了在一定程度上缓解内生性问题,我们计算 $t-1$ 期的薪酬不公平程度,将其作为式(2)和式(3)的自变量与 t 期的公司业绩进行回归分析。我们构建如下模型:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Gap}_{i,t-1}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln(\text{Employee}_{i,t-1}) + \alpha_2 \text{Subn}_{i,t-1}^{1/2} + \alpha_3 \ln \text{size}_{i,t-1} \\ & + \alpha_4 \text{Perf}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Perf}_{i,t-2} + \alpha_6 \text{H5}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{Ind}_i + \alpha_8 \text{Year}_t + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,因变量 $\ln(\text{Gap})$ 表示企业核心高管的最高薪酬^⑥与普通员工平均薪酬之差的自然对数。核心高管的薪酬数据来自年报披露的“董事、监事、高级管理人员报酬情况”,员工平均薪酬等于现金流量表中“支付给职工和为职工支付现金”扣除支付给全体董事、监事、高管、独立董事的薪酬和津贴总额后除以扣除以上人员后的公司员工人数。

式(1)中六个自变量均用于度量核心高管与普通员工的投入差异,投入差异越大,则合理薪酬差距越大。其中,(1) $\ln(\text{Employee})$ 表示企业员工人数的自然对数,Subn 表示控制子公司个数,Lsize 表示企业期末总资产的自然对数,三者都反映了企业规模大小和层级复杂性(Cowherd 和 Levine,1992;游家兴等,2007;张正堂,2008),与合理薪酬差距均呈正相关关系。(2) Perf_{t-1} 和 Perf_{t-2} 分别表示 $t-1$ 期和 $t-2$ 期的公司业绩。公司业绩好,员工认同核心高管比他们投入得多,因而公司业绩与合理薪酬差距呈正相关关系。由于当年及上年的公司业绩都会影响高管薪酬(Cao 等,2011),且业绩指标存在异质性,同时我国企业已采用多种业绩信息来决定高管薪酬(刘运国等,2011),因此,本文引入连续两年的多种业绩衡量指标。除了采用经总资产平减后的

销售收入指标(Sales)外,我们还借鉴吴育辉和吴世农(2010)的做法,采用了会计指标总资产净利率(ROA)、市场指标托宾 Q(TobinQ)和现金流指标资产获现率(OCF)。(3)H5 表示企业前 5 大股东的股权集中度。股权集中可增强股东对核心高管的监督,既督促他们更加努力工作,又能约束他们自定过高薪酬。由于这两方面对合理薪酬差距的作用方向相反,相关性符号不确定。

式(1)中还有两个控制变量。Ind 为行业虚拟变量,用于控制企业间高管薪酬及薪酬差距的行业异质性。借鉴 Firth 等(2006)和 Cao 等(2011)的做法,本文将样本上市公司分为 5 个行业:工业、商业、房地产业、公用事业和综合类。Year 为年度虚拟变量,用于控制年度差异的影响。

2.薪酬不公平影响公司业绩的计量模型。在度量了企业薪酬不公平程度后,我们构建以下模型对假设 1a、假设 2a 和假设 3a 进行检验:

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 |UF_{i,t-1}| + \beta_2 |UF_{i,t-1}| \times period_t + \beta_3 period_t \\ & + \beta_4 \ln(Manapay_{i,t-1}) + \beta_5 Sales_{i,t} + \beta_6 H5_{i,t} + \beta_7 \ln size_{i,t} \\ & + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 Ind_t + \beta_{10} Year_t + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,因变量为反映 t 期公司业绩的会计指标总资产净利率(ROA),市场指标托宾 Q(TobinQ)和现金流指标资产获现率(OCF)将用于稳健性检验。自变量有两个:一个是 $|UF_{i,t-1}|$,表示企业薪酬不公平程度的绝对值,取绝对值后,数值越大,不公平程度越高。另一个是 $period_t$,表示 t 期宏观经济形势。本文借鉴江龙和刘笑松(2011)采用 GDP 增长率作为度量标准,将当年 GDP 增速低于 10% 的年份界定为经济回落期, $period_t$ 取值为 1;否则,界定为经济上升期, $period_t$ 取值为 0。本文样本期间内,2008 年、2009 年和 2011 年为经济回落期,2006 年、2007 年和 2010 年为经济上升期。^④

式(2)中的控制变量包括:(1) $\ln(Manapay_{i,t-1})$,表示 t-1 期核心高管团队中最高薪酬的自然对数;(2) $Sales_t$,表示 t 期经总资产平减后的企业销售收入;(3) $H5_t$,表示前 5 大股东的股权集中度;(4) $\ln size_t$,表示 t 期末企业总资产的自然对数;(5)资产负债率 Lev_t 以及行业和年度虚拟变量 Ind 和 Year。

3.薪酬不公平对高管薪酬激励效率起调节作用的计量模型。我们还构建以下模型对假设 1b、假设 2b 和假设 3b 进行检验:

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 \ln(Manapay_{i,t-1}) + \gamma_2 \ln(Manapay_{i,t-1}) \times PUF_{i,t-1}^{dummy} \\ & + \gamma_3 PUF_{i,t-1}^{dummy} + \gamma_4 UF_{i,t-1} + \gamma_5 Sales_{i,t} + \gamma_6 H5_{i,t} + \gamma_7 \ln size_{i,t} \\ & + \gamma_8 Lev_{i,t} + \gamma_9 Ind_t + \gamma_{10} Year_t + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

其中, $PUF_{i,t-1}^{dummy}$ 为反映薪酬正向不公平的虚拟变量。

(二)样本选取

本文选取 2006—2011 年中国 A 股上市公司作为初始样本,由于高管薪酬与薪酬不公平程度变量需要滞后一期值,薪酬数据取自 2005—2010 年。在此基础上,我们剔除了核心高管最高薪酬与普通员工薪酬差距小于 0、在此期

间上市或退市、所有权性质发生变动以及变量数据缺失的公司。在剔除了变量异常值之后,我们最终得到 609 家上市公司共 3 654 个观测值,其中国有企业 430 家,私营企业 179 家。变量数据来自 CCER 数据库和 CSMAR 数据库,缺失值通过手工收集得到。

(三)描述性统计

表 1 报告了描述性统计结果。Panel A 显示,样本公司在 2006—2011 年每 1 元总资产平均带来 0.765 元销售收入,但仅产生 0.043 元净利润,表明公司创造净利润的能力还不强。另外,2005—2010 年样本公司核心高管最高薪酬(Manapay)平均为 42.347 万元,而且公司间波动较大。企业薪酬不公平程度(UF)的均值与中位数接近 0,符合回归方程残差的特征。

表 1 描述性统计

Panel A:全样本主要变量描述性统计							
变量	观测值	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	
ROA _t	3 654	0.043	0.035	0.400	−0.817	0.056	
Manapay _{t−1}	3 654	42.347	31.998	470.710	2.600	40.575	
UF _{t−1}	3 654	0.000	0.083	2.818	−5.207	0.836	
Sales _t	3 654	0.765	0.645	5.788	0.011	0.544	
Lnsizet _t	3 654	9.478	9.429	11.360	7.775	0.434	
Lev _t	3 654	0.496	0.516	1.136	0.007	0.178	
H5 _t	3 654	0.161	0.134	0.885	0.001	0.110	
Panel B:薪酬不公平子样本区分经济形势的主要变量 T 检验							
	薪酬正向不公平			薪酬负向不公平			均值差
	经济 上升期	经济 回落期	均值差	经济 上升期	经济 回落期	均值差	
Manapay _{t−1}	50.763	66.907	−16.148***	19.460	24.954	−5.494***	36.634***
WorkerPay _{t−1}	5.832	6.998	−1.167***	5.624	6.846	−1.222***	0.181
Gap _{t−1}	44.930	59.909	−14.979***	13.836	18.108	−4.272***	36.453***
UF _{t−1}	0.569	0.589	−0.020	−0.692	−0.720	0.028	1.285***
ROA _t	0.048	0.041	0.007***	0.042	0.039	0.003	0.004*
观测值	1 004	1 005		823	822		
Panel C:不同经济形势下区分正向和负向不公平的公司业绩 T 检验							
	经济上升期			经济回落期			均值差
	正向 不公平	负向 不公平	均值差	正向 不公平	负向 不公平	均值差	
ROA _t	0.048	0.042	0.006**	0.041	0.039	0.001	0.005***
观测值	1 004	823		1 005	822		

注:***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平,下表同。

由 Panel B 中正向不公平与负向不公平两个子样本的 T 检验可知,正向不公平企业的核心高管最高薪酬往往比负向不公平企业更高,高管与普通员工的薪酬差距(Gap)更大,下一期会计业绩(ROA)更高,只有企业员工平均工

资(Workerpay)无明显差异。这说明,样本公司薪酬差距过大产生的正向不公平或薪酬差距过小产生的负向不公平通常是由高管薪酬过高或过低所致,普通员工薪酬在正向不公平和负向不公平企业中不存在显著差异。

从 Panel B 中还可以看到,不论是薪酬正向不公平还是负向不公平,企业的核心高管最高薪酬(Manapay)、员工平均薪酬(Workerpay)以及他们之间的薪酬差距(Gap)在经济回落期都明显大于经济上升期,而且高管薪酬的增长速度比公司业绩和员工工资要快得多。但例外的是,薪酬不公平程度(UF)并没有随经济波动而产生显著变化,这证实了薪酬差距并不等于薪酬不公平程度。另外,ROA 仅在正向不公平子样本中随经济波动而显著波动,表明如果经济回落时企业仍保持经济上升期的过大薪酬差距政策,则会计业绩会明显下滑。Panel C 则进一步说明,只有在经济上升期,过大薪酬差距政策比过小差距政策更能推动公司业绩增长;而在经济回落期,采用过大薪酬差距政策的优势将不复存在。

四、回归结果分析

(一)薪酬不公平影响公司业绩和高管薪酬激励效率的实证检验

表 2 的列(1)和列(2)是假设 1a 的检验结果。从表 1 中可以看到,在正向不公平和负向不公平两个子样本中,普通员工的工资均值并无明显差异,但核心高管最高薪酬在正向不公平子样本中通常要高得多。表 2 中列(1)和列(2)结果显示,正向不公平绝对值的系数显著为负(−0.054),而负向不公平绝对值的系数则显著为正(0.017)。这说明,正向不公平企业中的员工因处于分配劣势而产生的嫉妒心理和消极怠工情绪会使其减少工作投入并阻滞公司业绩提升;负向不公平企业中的员工平均工资虽然与正向不公平企业相差不大,但因处于分配优势而产生的被认同感和归属感会激发其增加工作投入并促进公司业绩提升。假设 1a 得到验证。结果还显示,高管薪酬 $\text{Ln}(\text{Manapay}_{i-1})$ 对公司业绩的激励强度在正向不公平企业(0.159)大于负向不公平企业(0.095),这是因为在正向不公平企业中高管薪酬均值更大,高管薪酬激励效率也更高。

表 2 薪酬不公平对公司业绩的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	正向不公平 子样本	负向不公平 子样本	正向不公平 子样本	负向不公平 子样本	正向不公平 国有企业子样本	正向不公平 民营企业子样本
$ UF_{i-1} $	−0.054*** (−10.17)	0.017*** (4.93)	−0.049*** (−9.06)	0.018*** (4.95)	−0.052*** (−8.61)	−0.039*** (−3.66)
$ UF_{i-1} \times \text{period}_i$			−0.009* (−1.67)	−0.002 (−0.51)	−0.011* (−1.68)	−0.006 (−0.58)
period_i			−0.041*** (−8.01)	−0.033*** (−5.80)	−0.042*** (−7.44)	−0.038*** (−3.43)
$\text{Ln}(\text{Manapay}_{i-1})$	0.159*** (14.43)	0.095*** (9.47)	0.159*** (14.46)	0.095*** (9.53)	0.164*** (12.01)	0.138*** (7.22)

续表 2 薪酬不公平对公司业绩的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	正向不公平 子样本	负向不公平 子样本	正向不公平 子样本	负向不公平 子样本	正向不公平 国有企业子样本	正向不公平 民营企业子样本
Sales _t	0.001 (0.38)	0.005* (1.76)	0.001 (0.38)	0.005* (1.75)	-0.000 (-0.05)	0.007 (1.14)
H5 _t	0.076*** (7.92)	0.029** (2.46)	0.076*** (7.90)	0.029** (2.46)	0.081*** (7.64)	0.092*** (3.95)
Lnsize _t	-0.011*** (-3.01)	0.017*** (3.76)	-0.011*** (-3.05)	0.017*** (3.77)	-0.011** (-2.44)	-0.007 (-0.93)
Lev _t	-0.106*** (-13.59)	-0.144*** (-15.42)	-0.106*** (-13.65)	-0.144*** (-15.43)	-0.094*** (-10.77)	-0.140*** (-9.19)
C	-0.719*** (-15.41)	-0.591*** (-10.08)	-0.677*** (-15.52)	-0.559*** (-10.05)	-0.712*** (-13.46)	-0.574*** (-7.21)
Ind 和 Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.320	0.308	0.321	0.308	0.332	0.334
F 值	46.57	31.65	43.67	29.85	28.40	19.82
观测值	2 009	1 645	2 009	1 645	1 416	593

表 3 的列(7)是假设 1b 的检验结果。列(7)结果显示,高管薪酬 $\ln(\text{Manapay}_{t-1})$ 的系数显著为正,而 $\ln(\text{Manapay}_{t-1}) \times \text{PUF}_{t-1}^{\text{dummy}}$ 的系数在 10% 的水平上显著为负。这说明,高管薪酬仍显著促进公司业绩提升,但相对于负向不公平,薪酬正向不公平会降低高管薪酬对公司业绩的激励效率,高管薪酬与薪酬公平性共同决定整体激励效果。假设 1b 得到验证。

表 3 薪酬不公平对高管薪酬激励效率的调节作用

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
	全样本	经济上升期 子样本	经济回落期 子样本	经济回落期 国有企业子样本	经济回落期 民营企业子样本
$\ln(\text{Manapay}_{t-1})$	0.117*** (12.90)	0.120*** (10.80)	0.114*** (8.04)	0.102*** (5.76)	0.140*** (6.59)
$\ln(\text{Manapay}_{t-1})$ $\times \text{PUF}_{t-1}^{\text{dummy}}$	-0.013* (-1.93)	-0.006 (-0.62)	-0.018* (-1.75)	-0.027** (-2.08)	-0.010 (-0.56)
$\text{PUF}_{t-1}^{\text{dummy}}$	0.064* (1.66)	0.022 (0.43)	0.092 (1.56)	0.142** (1.97)	0.045 (0.45)
UF_{t-1}	-0.026*** (-8.46)	-0.027*** (-7.39)	-0.026*** (-5.39)	-0.022*** (-4.09)	-0.039*** (-4.81)
Sales _t	0.005** (2.56)	0.005** (1.97)	0.005 (1.65)	0.009*** (2.80)	-0.003 (-0.36)
H5 _t	0.049*** (6.64)	0.058*** (6.08)	0.042*** (3.67)	0.048*** (3.78)	0.073*** (2.64)
Lnsize _t	0.006** (2.17)	0.004 (0.97)	0.009** (2.03)	0.015*** (2.75)	-0.001 (-0.16)
Lev _t	-0.128*** (-20.69)	-0.116*** (-16.72)	-0.140*** (-13.91)	-0.133*** (-10.97)	-0.152*** (-8.92)
C	-0.629*** (-13.17)	-0.615*** (-9.13)	-0.627*** (-9.33)	-0.625*** (-7.49)	-0.656*** (-6.07)
Ind 和 Year	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.303	0.320	0.291	0.284	0.336
F 值	64.09	45.32	34.51	24.30	15.77
观测值	3 654	1 827	1 827	1 290	537

(二)宏观经济波动下薪酬不公平的作用效果

表 2 的列(3)和列(4)是假设 2a 的检验结果。在正向不公平子样本中,薪酬不公平绝对值($|\text{UF}_{t-1}|$)及其与宏观经济形势的交互项($|\text{UF}_{t-1}| \times \text{period}_t$)

均与 ROA 显著负相关,说明薪酬正向不公平对企业业绩的阻滞作用出现了期间变化。在经济上升期,上一期 1 单位的薪酬正向不公平导致本期 ROA 下降 0.049 单位;而在经济回落期,它将导致 ROA 下降 0.058($=-0.049-0.009$)单位,薪酬正向不公平对公司业绩的阻滞作用明显增强。而在负向不公平子样本中却没有出现这样的期间变化。假设 2a 部分得到验证。此外,反映宏观经济形势的虚拟变量 period 的系数在两个子样本中均显著为负,表明宏观经济回落给公司业绩带来了明显的负面影响,也印证了表 1 中 Panel C 的 T 检验结果。

表 3 的列(8)和列(9)是假设 2b 的检验结果。从中可以看到, $\ln(\text{Manapay}_{i-1}) \times \text{PUF}_{i-1}^{\text{dummy}}$ 的系数虽均为负,但仅在经济回落期显著。这说明,宏观经济回落显著增强了企业员工对薪酬差距过大的抵制情绪,最终减弱了高管薪酬在正向不公平企业中的激励效率,假设 2b 得到验证。

(三)不同公平偏好强度下薪酬不公平的作用效果

表 2 的列(5)和列(6)是假设 3a 的检验结果。结果显示,薪酬不公平绝对值($|\text{UF}_{i-1}|$)的系数均显著为负, $|\text{UF}_{i-1}| \times \text{period}_i$ 的系数虽均为负,但仅在正向不公平国有企业子样本中显著(由于不显著且受篇幅限制,负向不公平国有和私营企业子样本估计结果未列示)。这说明宏观经济回落后,企业薪酬正向不公平对公司业绩阻滞作用的增强集中体现在更为偏好公平的国有企业中。假设 3a 仅在正向不公平子样本中得到验证。

表 3 的列(10)和列(11)是假设 3b 的检验结果。从中可以看到, $\ln(\text{Manapay}_{i-1}) \times \text{PUF}_{i-1}^{\text{dummy}}$ 的系数虽均为负,但仅在经济回落期国有企业子样本中显著。这说明宏观经济回落后,薪酬正向不公平对高管薪酬激励效率的减弱作用集中体现在更为偏好公平的国有企业。

(四)稳健性检验

我们还进行了以下稳健性检验:(1)替换式(2)和式(3)中的因变量和自变量。采用市场业绩指标托宾 Q(TobinQ)和现金流业绩指标总资产获利率(OCF)来替换上文的会计指标 ROA 以检验各假设;采用分年度回归的方式重新计算企业薪酬不公平程度,代入式(2)和式(3)再次检验各假设。(2)从地区经济发展差异角度重新划分不同企业的公平偏好强度。我国地区经济发展很不均衡,根据孙海刚(2007)、王怀明和史晓明(2009)的观点,东部地区的快速发展得益于非国有企业的崛起,经济发展迅速使人们思想较为开放,能够接受较大的薪酬差距;而中西部地区国有企业过多阻碍了地区经济发展,经济发展滞后使人们思想相对落后,能够接受的薪酬差距较小。由此推断,中西部地区的公众比东部地区更偏好公平。按照王小鲁和樊纲(2004)的划分标准,我们将 609 家样本公司划分为东部地区公司 365 家,中西部地区公司 244 家,再次检验假设 3a 和假设 3b。

稳健性检验结果表明,虽然有些变量的显著性和模型的拟合优度有所下

降,但变量间的相互关系不变,因而上文结论均保持不变。

五、结论与启示

在中国,高管薪酬激励兼顾分配公平具有显著的经济意义。在经济上升期,高管高薪及过大薪酬差距政策能够充分调动高管的工作积极性,有效实现高管薪酬激励效果。虽然薪酬正向不公平阻碍公司业绩提升,但正向不公平企业的会计业绩明显高于负向不公平企业。当宏观经济回落时,薪酬正向不公平对公司业绩的阻滞作用明显增强,对高管薪酬激励效率的减弱作用也更加明显,这集中体现在更为偏好公平的国有企业中。而虽然负向不公平企业面临高管激励不足的问题,但是负向不公平对公司业绩的提升作用不受宏观经济波动的影响,能够在一定程度上弥补高管激励不足带来的损失。

本文的启示在于:中国上市公司高管薪酬激励机制已在发挥积极作用,但同时应注意到企业薪酬不公平对公司业绩和高管薪酬激励效率的调节作用。在宏观经济回落的当下,企业内部过大薪酬差距政策对企业业绩的激励作用不再明显。因此,公司在制定薪酬政策时应基于自身情况,结合宏观经济形势并兼顾员工公平分配诉求,在高管薪酬激励与公平分配中找到“平衡点”,这样才能实现薪酬政策整体激励效果最大化。

* 本文还得到浙江理工大学科研启动基金(1005823-Y)的资助,同时感谢匿名审稿人的意见和建议,当然文责自负。

注释:

- ①基尼系数数据引自《中国首度公布官方版基尼系数 10年来都高于国际警戒线》, <http://finance.ifeng.com/news/special/data201212/20130119/7578713.shtml>。
- ②等额高管薪酬可能出现在正向不公平企业,也可能出现在负向不公平企业。在本文样本公司中,核心高管最高薪酬(Manapay)在正向不公平企业的取值范围为9.6万元—470.7万元,在负向不公平企业为2.6万元—121.5万元。两者存在重叠,如果核心高管最高薪酬在9.6万元—121.5万元之间,则既可能是正向不公平企业,也可能是负向不公平企业。受篇幅限制,相关描述性统计结果未列示。
- ③本文所指的高管仅包括高级经理人,而不包括董事、监事等。
- ④各年GDP增速数据来源于CAMAR数据库。

主要参考文献:

- [1]黄辉.高管薪酬的外部不公平、内部差距与企业绩效[J].经济管理,2012,(7):81—92.
- [2]江龙,刘笑松.经济周期波动与上市公司现金持有行为研究[J].会计研究,2011,(9):40—46.
- [3]欧绍华,吴日中.中国国企高管薪酬制度改革的路径分析——基于制度变迁理论的视角[J].宏观经济研究,2012,(7):93—100.
- [4]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—126.
- [5]吴育辉,吴世农.高管薪酬:激励还是自利?——来自中国上市公司的证据[J].会计研

究,2010,(11):40—48.

[6]Adams J S.Toward an understanding of inequity[J].Journal of Abnormal and Social Psychology,1963,67(5):422—436.

[7]Cowherd D M,Levine D I.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.

[8]Dittmann I, Maug E,Zhang D.Restricting CEO pay[J].Journal of Corporate Finance, 2011,17(4):1200—1220.

[9]Fehr E,Schmidt K M.A theory of fairness, competition, and cooperation[J].Quarterly Journal of Economics,1999,114(3):817—868.

Should Executive Compensation Incentives Consider Distribution Fairness?

QIN Yu¹, FU Yuan-lue², YANG Juan-ping¹

(1.School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China; 2.Center for Accounting Studies, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: The effectiveness and fairness of executive compensation is always of great concern. This paper empirically studies the effects of distribution fairness on firm performance and executive compensation incentives. It reaches the conclusions as follows: firstly, although executive compensation incentives can promote the increase in firm performance, the excessive great gap of firm compensation which gives rise to positive unfairness will inhibit the rise in firm performance and weaken the effects of executive compensation incentives; the change of macro economy from upward period to downward period results in a more heightened sensitivity of employees to positive compensation unfairness, thereby further strengthening the inhibition role of positive unfairness in firm performance and playing a more obvious role in the decrease in the effects of executive compensation incentives, especially in state-owned enterprises with stronger fairness preference; secondly, the excessive small gap of firm compensation which results in negative unfairness is beneficial to the increase in firm performance and does not change in economic environment and fairness preference of firms.

Key words: executive compensation; compensation inequity; firm performance; economic fluctuation (责任编辑 康健)