

高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构

林浚清 黄祖辉 孙永祥

(浙江大学管理学院 310029)(中国银河证券绍兴营业部 312000)

内容提要: 公司高管团队内薪酬差距主要指 CEO 薪酬水平同其他高层管理人员之间的薪酬数额的差别。本文对我国上市公司内高层管理人员薪酬差距和公司未来绩效之间关系进行了检验,发现二者之间具有显著的正向关系,大薪酬差距可以提升公司绩效。该结果支持薪酬激励的锦标赛理论而不是行为理论。本文还发现,影响我国公司薪酬差距的主要因素不是公司外部市场环境因素和企业自身经营运作上的特点,而是公司治理结构。本文认为,我国上市公司应适当提高薪酬差距以维持足够的锦标赛激励能量,而提高薪酬差距的主要出路在于进行治理结构改革。

关键词: 薪酬差距 公司绩效 治理结构

大量外文文献研究了高级管理层的货币补偿水平,但只有少量文献研究了公司高层管理团队内(Top management team, TMT)的薪酬差距问题(Siege 和 Hambrick 1996)。一个公司高管团队成员之间的薪酬差距的主要衡量指标是 CEO 薪酬水平同其他高层管理人员之间的薪酬数额的差别。本文试图对我国上市公司高管团队内部的 CEO 薪酬差距问题做出研究,其目的是检验我国上市公司薪酬差距和公司绩效之间的关系,进而分析薪酬差距形成的影响因素,检验行为理论和锦标赛理论在我国上市公司的适用性,并最终做出结论性评价。

一、理论分析

西方学者从不同角度解释和评价了薪酬差距,比较有代表性的两种理论是行为理论和锦标赛理论。

1. 锦标赛理论

经济学家认为薪酬和晋升能够对代理人努力产生强激励作用,同时还可以减少偷懒和搭便车行为(Jensen 和 Meckling, 1976)。锦标赛理论运用博弈论的方法研究了委托代理关系,对薪酬差距进行了直接研究,并对现实生活中的薪酬差距现象作了深入的诠释(Rosen, 1986)。在现实生活中,薪酬差距较大的现象普遍存在,正如 Lazear 和 Rosen(1981)所言:“一旦某人从副总经理晋升为总经理,他的薪酬水平可能会在一天之内成倍增加。我们很难说(是由于)这个人的能力在一天内就翻番了。”标准经济学理论认为薪酬水平由边际产出决定,因此很难在传统边际分析的框架内对这种现象做出解释。但是,如果将代理人看作是晋升竞争中的比赛者,在这个顺序竞争的锦标赛(sequential elimination tournament)中,赢家将获得全部奖金,该现象就得到了合理的解释。

锦标赛理论认为,当监控是可信的而且成本低廉时,可以根据代理人的边际产出确定其薪酬,从而获得最优努力水平。由于委托人可以通过简单的比较代理人的边际贡献来做出晋升决策,晋升决策变得相对简单。然而,由于监控难度因企业而异(Jensen 和 Meckling, 1976),调查成本可能很高而且不一定可信,因此会导致代理人有强烈的偷懒激励,将管理者边际产出作为薪酬决定要素变得不太可行,并且确定晋升中的最佳候选人变得极为困难。这些问题的存在会导致委托人选择锦标赛激励。在监控困难的条件下,同基于边际产出的激励合同相比,锦标赛具有三个潜在的好处。

首先, 薪酬基于代理人边际产出的排序, 而不是具体的边际产出, 边际产出的排序要比边际产出的准确度量来得简单, 因此可以降低监控成本。其次, 薪酬差距可以鼓励基层管理人员参与排序竞争, 从而提供激励, 降低监控的必要性。第三, 过去晋升中的获胜者具有继续前进的动力而不是躺在历史的功劳簿上。这些优越性发挥的条件是随着行政层次的提高, 薪酬水平提高及相邻层次间的薪酬差距加大, 同时 CEO 和其他高级管理层之间的薪酬差距达到最大 (Rosen, 1986; 赵增耀, 2002)。

总体来看, 锦标赛理论认为在合作生产和任务相互依存的团队活动条件下, 随着监控难度的提高, 大的薪酬差距可以降低监控成本, 为委托人和代理人的利益一致提供强激励, 因此加大薪酬差距可以提高公司绩效。

2. 行为理论

行为理论关于公平分配的一个重要分支))) 相对剥削理论认为: 管理人员会将个人薪酬同组织中较高层次人员的薪酬作比较, 如果低层次管理人员感觉到他们没有得到应该得到的薪酬, 就会有被剥削的感觉, 从而会导致怠工、罢工等负面行为, 也会导致管理人员对组织目标的漠不关心和企业凝聚力下降现象的产生 (Cowherd 和 Levine, 1992)。CEO 薪酬差距的重要性就在于高管团队成员和公司其他管理人员会做出不同层级之间的比较, 从而做出是否被剥削的判断, 并进而影响到高管团队的合作与负面行为。

除了层级间的比较以外, 相对剥削理论认为剥削还和产出和投入 (比如努力程度、技能等) 之间的比较有关。由于偏好产出公平分配, 以及对自身能力和产出的过高估计, 一般管理人员往往会弱化投入差别的影响 (Martin, 1981)。另外, 薪酬差距很容易衡量, 能力差别却很难衡量, 因此雇员更容易对他们得到了什么而不是贡献了什么做出判断, 因此, 即使薪酬差距由生产率的不同造成, 也有可能招致不满 (Cowherd 和 Levine, 1992)。因此剥削理论认为即使 CEO 比其他高管团队成员做出了更多的贡献, CEO 薪酬差距也会给非 CEO 成员带来不公平的感觉。

行为理论的另外一个分支))) 组织政治学理论也得出了类似的结论。该理论认为, 激励中非 CEO 高管团队成员一般面临以下选择: (1) 他们的总体努力水平选择; (2) 将他们的总体努力在利己和合作两个极端之间的分配选择; (3) 他们的政治行为选择 (Milgrom 和 Roberts, 1988)。薪酬差距所以重要是因为它会影响到每一个选择。大薪酬差距会增加下属的努力水平 (选择 1), 但是他们是通过减少合作的努力、增加利己的努力来实现的 (选择 2), 同时还会增加从事政治阴谋的可能性 (选择 3)。¹ 因此组织政治学者认为当团队工作变得重要时, 政治阴谋对合作破坏的危险超过了更高努力水平所带来的收益。该理论认为, 对于高管团队成员来说, 由于存在晋升竞争和政治行为, 为促进有效合作应该相对减小 CEO 薪酬差距, 甚至应该减小到 CEO 和其他高管人员的边际产出差别以下 (Milgrom 和 Roberts, 1988)。

由于相对剥削理论和组织政治学理论强调个体对薪酬的反应, 因此这两种理论是/ 后摄性0的。而行为理论中的分配偏好理论则更加强事前的薪酬决定, 即个体行为的/ 前摄性0。该理论认为薪酬应以/ 不给领取薪酬的人带来不满0为依据进行设定 (Greenberg, 1987), 原因是/ 这种不满会给薪酬设定者带来非常严重的负面后果。它可能必须承受来自不满者的指责和压力, , 这种指责毋庸置疑会影响薪酬设定者的权威和身份0 (Leventhal et al., 1980)。分配偏好理论认为薪酬应在薪酬设定者和获得者之间的互动中决定。该理论做过一些实证研究并得出结论说, 在以下条件下, 即使个体绩效存在明显差异, 也应该采用相对均等的薪酬: (1) 当维持社会和谐很重要时; (2) 当个人

¹ 对于管理层来说, 政治阴谋 (political sabotage) 指阻止上司获得信息、试图破坏竞争对手的声望和通过施加影响来美化自己的名声, 而不是通过改变实质运作来提高产出的行为 (Milgrom 和 Roberts, 1988)。

边际贡献难以测算时; (3) 当团队成员之间的竞争会导致在相互依赖的工作中玩弄政治阴谋时; (4) 当团队合作变得重要时(Leventhal et al., 1980)。

综上所述, 行为理论(包括相对剥削理论、组织政治学理论、分配偏好理论)认为较小的薪酬差距会提高合作, 同时会减少管理层耍弄政治阴谋来破坏他的竞争对手或者薪酬设定者权威的可能性, 因此小薪酬差距会提升公司绩效。

二、我国上市公司的薪酬差距和公司绩效

如前所述, 行为理论认为公平薪酬可以促进合作, 合作必要性的增强将鼓励薪酬差距的减小, 而低薪酬差距将提升公司绩效。而锦标赛理论认为当存在监督困难的时候, 大薪酬差距将激发代理人在锦标赛竞争中的努力程度, 因此大薪酬差距将提高公司绩效。有少量文献对行为理论和锦标赛理论进行了检验, 实证研究基本支持锦标赛理论。比如, Lambert et al. (1993)发现在高级管理层中随着排名提高, 排名间的薪酬差距加大了, CEO 同二号人物之间的薪酬差距尤为大; 高薪酬差距和公司绩效之间呈现正相关关系。另外, 有为数极少的研究对行为理论进行了检验, 不过研究结果之间相互冲突。Main et al. (1993)发现不论团队独立性如何, 高管团队薪酬离散度和公司盈利性之间具有正向关系, 因此对行为理论的结论提出了质疑。然而, Siegel 和 Hambrick(1996)发现在管理层共谋比较严重的行业, 较小的薪酬差距会带来较高的股票回报率。Henderson 和 Fredrickson (2001)则发现, 在预测公司绩效时, 锦标赛理论和行为理论是互补的。

那么我国上市公司薪酬差距和绩效之间的关系如何呢?

表 1 CEO 薪酬差距描述统计

	PAYDIF(元)	CEODAV(%)
样本数	1111	1111
均值	198451.73	1431.28
中位数	99521.38	1291.06
标准差	345861.88	601.86
最小值	289	1051.42
最大值	359125	11151.49

我们用两个指标来衡量 CEO¹ 薪酬差距: 一个是绝对薪酬差距 (PAYDIF): 绝对薪酬差距 (PAYDIF) = CEO 年度薪酬 (CEOPAY) - 非 CEO 年度薪酬均值 (AVPAY); 另外一个为相对薪酬差距 (CEODAV): 相对薪酬差距 (CEODAV) = 100% @ (CEOPAY - AVPAY)。薪酬数据为 1999 年和 2000 年度的混合数据, 在剔除了年度薪酬低于 8000 元的高管人员数据后, 共得到样本公司 1111 家。所有薪酬数据(和后文所用到的管理层变动比例数据、监事会和董事会结构数据)均来自于上市公司 1999 年和

2000 年年度报告。表 1 报告了我国上市公司 CEO 薪酬差距的描述统计。从该表可以看出我国上市公司 CEO 年度薪酬平均高于非 CEO 成员 9952 元左右(中位数), 大约是非 CEO 成员年度收入的 29%。绝对薪酬差距最小为 289 元, 最大为 359125 元, CEO 薪酬介于其他高管人员薪酬的 1105 倍到 11 倍之间。从差距均值来看, 我国 CEO 薪酬差距远小于国外实证研究的样本公司, 但是相对薪酬差距公司间差异较大。

我们以半年作为一个计算周期, 搜集和计算了不同上市公司的绩效数据, 进而检验 CEO 薪酬差距和公司绩效之间的关系。表 2 报告了第 t 期的薪酬差距和未来公司绩效之间的相关系数。

从该表首先可以看出, 我国上市公司薪酬差距和未来公司绩效之间存在正相关关系。这说明薪酬差距大的公司具有较好的未来绩效, 换言之, 那些强调锦标赛激励的公司要比那些强调平均主义的公司具有更好的盈利前景。在我国上市公司中, 锦标赛激励所带来的信息揭示和能力激发的

¹ 同时满足以下条件的高层管理人员被定义为 CEO: 在公司领取报酬; 是董事长、总经理、二者的兼职或者董事常务副总经理; 补偿水平在所有管理人员中最高。

正面作用超过了/被剥削0感觉造成的负面行为和/不团结0现象对合作破坏所带来的负面作用。因此我们的结论支持锦标赛理论,不支持行为理论。

表2 薪酬差距和未来公司绩效之间的相关系数

		CEODAV	PAYDIF
PAYDIF	相关系数	01 672(* *)	11 000
	样本数	1111	1111
FAEPS	相关系数	01 024	01 101(* *)
	样本数	1111	1111
FEPS	相关系数	01 021	01 110(* *)
	样本数	1109	1109
FROA	相关系数	01 043* *	01 078(* *)
	样本数	1109	1109
FAROA	相关系数	01 044* *	01 087(* *)
	样本数	1107	1107
AEPS _{t+2}	相关系数	01 027	01 096(* *)
	样本数	1084	1084
AROA _{t+2}	相关系数	01 029	01 064(* *)
	样本数	1092	1092
AFVCGP _{t+2}	相关系数	01 114	01 059
	样本数	209	209
AROS _{t+2}	相关系数	- 01 029	01 016
	样本数	1006	1006

注:* * 表示相关性在0101水平上显著(双尾)。各未来公司绩效变量如下:FEPS为t+0到t+3期的每股收益均值(每半年为一个计算期,已经按照年报公布的每股收益减去上半年的每股收益折算出下半年的每股收益);FAEPS为t+0到t+3期的行业调整后每股收益均值;FROA为t+0,t+2期的总资产回报率均值;FAROA为t+0,t+2期的行业调整后总资产回报率均值;AEPS_{t+2}为t+2期的行业调整后每股收益;AROA_{t+2}为t+2期的行业调整后总资产回报率;AFVCGP_{t+2}为t+2期的行业调整后公司价值变动率;AROS_{t+2}为t+2期的行业调整后公司股票回报率。

其次我们还可以发现,绝对薪酬差距与未来公司绩效的相关程度强于相对薪酬差距对未来公司绩效的影响;薪酬差距对公司财务绩效的影响大于对市场绩效的影响。其原因可能在于我国的非流通股占三分之二的上市公司较重视公司的财务绩效指标,而对二级市场股价的重视程度则不够。另外,薪酬差距对长期财务绩效的影响大于对短期财务绩效的影响,证实锦标赛激励可以使高层管理人员更加注重公司长期绩效,使高管行为具有长期倾向。最后我们发现薪酬差距对相对公司绩效的影响大于对绝对公司绩效的影响,这种原因可能是由于我国上市公司绩效度量中偏好相对绩效造成的。

我们的结果显示,大薪酬差距提升了公司绩效。但是。我国上市公司的这种薪酬差距是否合理呢?是否应该进一步提高薪酬差距呢?依照行为理论的解释,进一步提高薪酬差距有可能会破坏合作,那么进一步提高薪酬差距是否会降低公司绩效呢?为回答这些问题,我们来检验一下薪酬差距同未来公司绩效之间是否存在区间效应。如果存在最优的薪酬差距区间,那么薪酬差距和公

司未来绩效之间的关系就很可能是二次曲线关系;如果二者之间是具有正回归系数的线性关系,那么目前的薪酬差距就是过小的。

我们对薪酬差距和公司未来绩效进行了曲线估计,具体结果如表格3所示。从该表可以发现,几乎所有解释变量平方的回归系数都接近于0,不能够通过变量显著性检验。模型8虽然比模型7有稍微大一点的F统计量和拟合优度,但是方程显著性存在问题。即使模型8是显著的,我国目前的相对CEO薪酬差距同最优薪酬差距水平也相去甚远(最优相对CEO薪酬差距为6700,意味着CEO薪酬为非CEO高管人员的67倍时达到最优)。因此,我们认为,我国上市公司CEO薪酬差距和公司绩效之间是线性关系。

表3 薪酬差距和公司绩效间的曲线估计

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
Mth	LIN	QUA	LIN	QUA	LIN	QUA	LIN	QUA
被解释	FAEPS	FAEPS	AEPSt+ 2	AEPSt+ 2	FAROA	FAROA	FAROA	FAROA
解释	PAYDIF	PAYDIF	PAYDIF	PAYDIF	LNPAYDIF	LNPAYDIF	CEODAV	CEODAV
t	3167		3116		31586		11322	
b0	- 010028	- 010105	- 010113	- 010222	- 313802	- 112506	- 013084	- 11467
b1	3170E- 07	9190E- 07	6190E- 07	1140E- 06	013937	- 01079	01003	010134
b2		- 3100E- 12		- 3100E- 12		010258		- 1100E- 05
R2	01006	01009	01005	01006	01012	01012	01002	01006
F	11157	9195	10104	6143	12177	6148	1175	3126
样本数	1082	1081	1082	1081	1032	1031	1105	1104

注:每一列均表示一个独立回归模型,LIN表示单变量线性回归模型,QUA表示二次曲线回归模型。第三行报告了模型所用的被解释变量;第四行报告了解释变量;第五行列出了线性回归模型中该解释变量的t统计量。随后的三行报告了回归系数,b0、b1、b2分别表示常数项、解释变量和解释变量平方的回归系数。最后三行分别报告了模型的R2、F统计量和样本数。

就该检验结果来看,锦标赛理论比行为理论能更好的解释我国上市公司的薪酬差距问题,上市公司绩效的提高要更多的依赖锦标赛激励能量的发挥,而不是/不公平0或者/不团结0现象的避免或消除。薪酬差距导致的负面效应还没有出现,大薪酬差距还不会带来行为理论所预测的负面影响。因此,我们认为,目前的CEO薪酬差距并不合理,为实现有效锦标赛激励作用的发挥,总体上看,薪酬差距还需要进一步加大。

三、我国上市公司CEO薪酬差距的决定因素

那么有哪些因素影响了我国上市公司薪酬差距的形成呢?

我们首先来看一下股权属性的影响。由于历史和制度的原因,我国国有企业中长期以来存在着分配的平均主义倾向,在旧体制下,企业高层管理人员和普通员工之间的薪酬差距一直不大。层级间薪酬差距的形成缺乏外部市场条件作为参照系,而且相当大的报酬差距不是依赖薪酬,而是依赖在职消费等隐性因素来实现。种种政治和社会因素也限制了国有企业高管人员名义薪酬差距的扩大。Main et al. (1993)认为由于高层经理的特殊地位,导致公众通过各种政治力量来限制管理合同的类型。国有企业历来是政治路线和方针的忠实执行者,其经营依旧与政治动向有着种种密切的联系,这限制了名义薪酬差距的加大。

从国有企业改制而来的上市公司并没有完全摆脱国企薪酬决定传统的影响。一个原因是同一

国有大股东往往控制多家公司, 这多家公司在薪酬上相互比较, 薪酬公平性依然是大股东决定薪酬差距的重要因素。另外, 国有控股上市公司的高管人员更换往往由政府或者国有股东任免, 甚至经常成为政治力量较量后富余人员安排的平衡杠杆, 因而并没有摆脱政府薪酬决定的影响, 往往有平均主义的倾向。所以, 国有大股东对薪酬决定的行为更加强调行为理论所主张的种种影响, 而不是强调企业内部的锦标赛所带来的效率, 因此在这种强调/非剥削0(相对剥削理论)、公平(分配偏好理论)、和/领导班子团结0(组织政治学理论)氛围下, 存在缩小薪酬差距的倾向。因此我们有:

假设 1 薪酬差距同国有股比例负相关, 国有股比例(NSP)越高, CEO 薪酬差距越小。

其次, 我们来分析一下公司普通职工对薪酬决定的参与程度的影响。普通职工对薪酬决定参与越多, 或者在薪酬决定中的谈判能力越强, 公司的分配就越平均, 其原因在于一般雇员往往忽视投入差别并且存在高估产出的倾向。直观的认识是国有控股公司中普通职工对公司薪酬决定的参与较多, 也拥有较强的谈判能力。在上市公司中, 职工参与公司治理和控制权分配的途径是监事会, 监事会的监督能力能够反映出职工的控制权分享状况。¹ 我们用监事会规模(MCSIZE)来衡量普通职工对薪酬决定的参与能力。因此有:

假设 2 薪酬差距同雇员参与程度负相关, 监事会规模越大, CEO 薪酬差距越小。

再其次, 我们来看一下股权集中度对 CEO 薪酬差距的影响。如前所述, 股东监控能力的难易性同股权结构有关系, 当股权结构分散时, 个人股东既没有激励也没有能力去影响 CEO 的行为, 监控 CEO 的社会成本要远远高于个人收益。但是, 当存在少数几个控股股东的时候, 监控回报就会增加。相对集中的股权结构下, 大股东同中小股东相比, 信息不对称程度较小, 搭便车状况也不严重, 因此有足够的能力和动力对高管人员实施监控, 从而倾向于直接监控管理者的决策和行动方案, 而不愿意选择较大薪酬差距以避免由此带来的不公平。我们用 Herfindahl 指数^o(Herf)来衡量股权集中度。因此有:

假设 3 薪酬差距同股权集中度负相关, Herfindahl 指数越大, CEO 薪酬差距越小。

另外, 我们再来看董事会构成对 CEO 薪酬差距的影响。董事会构成和董事会独立性息息相关(Kose et al., 1998; Brickly et al., 1994)。但是理论文献对董事会构成和 CEO 薪酬差距的作用有相互矛盾的两种观点。外生董事会(董事会有独立性)理论认为: 董事会代表股东利益, 自主决定高级管理层薪酬, 董事会会依据公司所处的外部环境和信息对称情况决定 CEO 薪酬差距, 在信息相对对称的情况下就会减小薪酬差距。内生董事会(董事会没有独立性)理论认为: 董事会会受到 CEO 很大影响, 管理层可以影响董事会构成和决策, 在这种情况下董事会就会支付给 CEO 较高的薪酬。我们用内部董事占董事会总人数的比例(INDMP)来衡量董事会构成和独立性。”表 4 显示出国有股比例和内部董事比例间有显著的正相关关系。这说明, 我国上市公司中存在着治理结构替代的现象, 即在国有股股东或大股东控制的公司中, CEO 为摆脱大股东的过多控制往往在董事会施加影响, 让更多的公司执行人员进入董事会, 从而增大决策上的自主权, 在一定程度上弱化大股东影

¹ 我们对监事会的研究表明, 我国上市公司监事会主要由大股东代表和内部职工构成, 而且其监督能力同监事会规模有很大关系, 监事会规模越大, 监事会监督能力越强。

^o Herfindahl 指数是衡量股权集中度的指标, 我们用前十大股东的持股比例作为计算 Herfindahl 指数的依据:

$$\text{Herf} = \sum r_i^2 \text{ 其中 } r_i \text{ 为持股排名第 } i \text{ 的股东所持股份占公司总股本的比例, 持股比例数据来自于巨潮网。}$$

» 从纯粹理论意义上讲, 100% INDMP 就是外部董事比例(百分比)。但是这种计算是有问题的, 因为除了严格意义上的外部董事外, 还有关联董事和/灰色0董事(Grey director)等, 因此我们此处采用了比较容易区分的内部董事比例而不是外部董事比例来研究董事会构成。

响。¹ 该表证实, 内生的董事会理论可能更适合我国的治理结构现实。

内部董事往往比外部董事更容易受 CEO 支配, 因此随着内部董事比例的提高, CEO 对薪酬决定有更大的影响力; 同时内部董事有/ 讨好 CEO 的倾向, 也了解更多的内部信息, 在代理竞争中有实施监督的信息优势, 因此高内部董事比例的董事会倾向于提高 CEO 薪酬差距。另外, 依据锦标赛理论, 高 CEO 薪酬差距可以给非 CEO 执行人员带来较高的晋升激励, 内部董事也有提高 CEO 薪酬差距的倾向。因此有:

假设 4 薪酬差距同董事会独立性负相关, 内部董事比例越高, CEO 薪酬差距越大。

但是, 另外一种可能是内部董事作为 CEO 的下属和公司执行人员, 有着和普通雇员同样的心理和行为, 根据行为理论, 为了避免心理感觉不平衡的出现, 也有降低 CEO 薪酬差距的可能, 因此我们有:

假设 5 薪酬差距同内部董事决策权正相关, 内部董事比例越高, CEO 薪酬差距越小。^o

表 4 股权结构和董事会构成、监事会规模之间的相关系数

		NSP	Herf	MCSIZE
Herf	相关系数	01759(* *)		
	Sig.	01000		
	样本数	1248		
MCSIZE	相关系数	01011	- 01017	
	Sig.	01753	01568	
	样本数	784	1119	
INDMP	相关系数	01171(* *)	01169(* *)	- 01070(*)
	Sig.	.000	01000	01017
	样本数	778	1111	1157

注: * * 表示相关性在 0101 水平上显著(双尾)。* 表示相关性在 0105 水平上显著(双尾)。

另外, 我们附带检验决定锦标赛的因素对 CEO 薪酬差距的影响。根据锦标赛理论, 外部环境越是不确定、公司规模越大、成长性越好和高层管理人员变动强度越大, 有效激励机制就越倾向于锦标赛。我们用前三个会计年度的行业调整每股收益的标准差(RISK) 衡量不确定性; 用主营业务收入(TI) 衡量公司规模; 用前三个会计年度的行业调整每股收益的均值(SEPS) 衡量公司成长性; 用年度高级管理层人员变动数量占管理层总人数的比例衡量高管变动强度。最后, 依据锦标赛理论, 锦标赛激励的能量同锦标赛竞争者人数负相关。为维持足够的激励能量, 随着高管团队规模的扩大, 薪酬差距应该随之扩大(Main et al., 1993)。我们用高管总人数(TMISIZE) 来衡量高管团队规模。

为避免多重共线, 我们建立了 4 个不同的模型来检验前面的假设, 其结果如表 5 所示。从模型 2 和模型 3 可以看出, 国有股比例对薪酬差距决定作用明显。国有股比例每增加一个百分点, 绝对薪酬差距就会降低 017 个百分点, 相对薪酬差距就会降低 01004 个百分点, 因此假设 1 成立。再来看假设 2, 尽管 t 统计量偏小, 模型 2 和模型 3 中 lnMCSIZE 仍然具有负的回归系数, 说明随着监事

¹ 另外, Herfindahl 指数同内部董事比例之间的相关系数为 01169, 略小于国有股比例同内部董事比例之间的相关系数 01171, 支持/ 国有股股东缺位 0 的经验判断。

^o 假设 4 和假设 5 互相矛盾, 我们做出不同的假设的目的是对比检验两种不同理论的解释力。Henderson and Fredrickson (2001) 也用了同样的方法对薪酬差距决定的不同解释做出了相反假设的对比检验。

会规模的扩大(雇员参与薪酬决定能力的提高), CEO 薪酬差距会减小, 假设 2 也基本成立。模型 1 和模型 4 显示随着股权集中度提高, CEO 薪酬差距显著减小, 假设 3 成立。同样, 内部董事比例的 t 统计量通过检验, 说明内部董事比例提高也会显著提高薪酬差距, 从而支持假设 4 而反对假设 5。该结果支持锦标赛理论而否定了相对公平理论, 同时也从侧面说明了我国上市公司董事会的内生性和治理结构之间的替代关系。因此从薪酬差距的产生机制来看, CEO 得益于董事会监督的困难, 对薪酬有独立于经理市场的影响力, / 专断薪酬 0 (dictate pay) 自由决定的现象是存在的。

表 5 绝对薪酬差距和相对薪酬差距与决定因素回归结果

		lnPAYDIF		CEODAV	
		模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
NSP	回归系数		- 01 0072	- 01 004	
	t 统计量		- 31 25	- 31 071	
lnMCSIZE	回归系数		- 01 328	- 01 745	
	t 统计量		- 11 990	- 01 100	
INDMP	回归系数	01 611			01 296
	t 统计量	31 371			41 603
Herf	回归系数	- 11 283			- 01 379
	t 统计量	- 51 381			- 31 113
RISK	回归系数	- 01 072	- 01 039	- 01 004	- 01 004
	t 统计量	- 11 860	- 01 891	- 11 328	- 11 426
lnII	回归系数		01 161	- 01 001	
	t 统计量		41 632	- 01 624	
lnTMTSIZE	回归系数	- 01 272	- 01 052	- 01 002	01 003
	t 统计量	- 21 271	- 11 509	- 01 271	01 542
ln(SEPS+ 2)	回归系数	01 011			01 010
	t 统计量	21 953			11 450
EXTVR	回归系数	- 01 001	- 01 001	- 01 012	- 01 014
	t 统计量	- 01 861	- 01 247	- 01 422	- 01 637
(Constant)	回归系数	51 701	61 537	11 598	11 248
	t 统计量	91 124	81 353	31 386	31 661
R ²		01 068	01 032	01 010	01 028
F		111 49	51 545	21 390	41 400
样本数		778	705	738	778
D. W		21 031	11 995	21 020	21 060

注: 每一列均表示一个独立的模型。模型 1 和模型 2 的被解释变量是绝对薪酬差距的对数, 模型 3 和模型 4 的被解释变量是相对薪酬差距。第一列报告了解释变量名称, 回归系数和 t 统计量紧随其后; 第 2 至 5 列报告了回归结果; 最后 4 行报告了模型的总体回归情况。所有变量均通过了多重共线检验(结果从略)。

现代经济学理论认为, 在缺乏监控的情况下决策者往往会舞弊, 比如管理层会在对成长性机会评估的时候刻意压低对风险的估计。团队工作也会为串谋提供机会, 这会降低对 CEO 能力评价和董事会的监控能力, 对高管团队的控制能力也会下降。因此, 缺乏控制的现实可能会导致那些能够促进代理人之间合理竞争和相互监督的激励方案被采用。由于锦标赛提供了弱监控、强激励, 因此

董事会或大股东就会将锦标赛作为很合理的一种激励手段运用(Becker和Huselid, 1992)。但是这种现象在我国上市公司中扭曲了,大股东并没有提高锦标赛的激励强度,而是恰恰相反,锦标赛激励的优点让位于对薪酬/公平⁰和/团结⁰的判断。能力评价扭曲给CEO带来的负面影响迫使CEO通过影响董事会构成降低了这种大锅饭趋势,但遗憾的是这种纠正的代价是董事会独立性受到了破坏。

我们再来看对锦标赛决定因素的检验。环境不确定性对CEO薪酬差距具有负的回归系数,环境不确定性提高并不能提高锦标赛激励。一个可能的原因是随着环境不确定性的提高,绩效度量难度加大,上市公司更倾向于基于绩效的激励而不是晋升;另一个可能的原因是我国上市公司高管激励存在缺陷,对高风险环境下的CEO补偿不足。主营业务收入对绝对薪酬差距有负的回归系数而对相对薪酬差距影响不明显,说明随着公司规模扩大,公司倾向于采用基于晋升的激励,但是存在补偿不足的情况。另外,随着竞争者人数增多,赢得锦标赛的胜算也在降低,¹在锦标赛中并不是仅仅薪酬差距重要,薪酬差距随着锦标赛竞争条件变化而变化也同样重要。而我们发现高管团队规模和管理层变动比例与CEO薪酬差距间的关系不显著。这说明我国上市公司基于晋升的激励仍然存在运行上的缺陷,晋升激励强度不能够随竞争人数和竞争强度的不同而进行有效调整。不过,SEPS有着显著的正回归系数,说明随着公司成长性的提高,薪酬差距可能可以进行一些调整以适应基于晋升的激励需要。

Henderson和Fredrickson(2001)以美国公司为样本研究发现,锦标赛理论而不是公平理论能够更好的预测CEO薪酬差距。但是我们的研究结果显示,总体来看,影响我国上市公司CEO薪酬差距的主要因素同西方发达国家不同,有效激励下锦标赛薪酬体系合理调整的影响因素(外部市场环境因素和企业自身经营运作上的特点)并没有显著影响薪酬差距;相反,治理结构是其主要决定因素。这说明,我国上市公司薪酬差距的形成在很大程度上依赖于外部政治因素,进而依赖于社会和政府对/公平⁰和/社会和谐⁰的判断。这在一定程度上限制了锦标赛激励作用的发挥。

四、结论性评价和进一步的讨论

我们对公司内高管团队成员间薪酬差距和公司未来绩效之间关系的检验证实,二者之间具有正向关系,该结果支持锦标赛理论而不是行为理论。我们的实证分析还表明,影响我国薪酬差距的主要因素不是公司外部市场环境因素和企业自身经营运作上的特点,而是公司治理结构上的缺陷。因此我们可以做出如下推断:我国国有控股公司中存在薪酬差距不足的现象,这削弱了锦标赛的激励能量;我国公司雇员在薪酬决定中具有较强的谈判能力,雇员参与薪酬决定能力的增强造成了薪酬差距不足现象,也削弱了锦标赛激励能量;在强股东控制下/内部人控制⁰的加强对薪酬差距的形成是一个有力的补充,它强化了锦标赛激励的能量;由于治理结构(股权结构和董事会、监事会)上的缺陷,我国上市公司锦标赛激励存在诸多不足,其激励能量不能够随着外部环境和内部组织变化而进行有效调整。

因此,我们主张提高薪酬差距以维持足够的锦标赛激励能量。提高薪酬差距的主要出路在于进行治理结构改革。具体来说,要适当降低国有股比例,同时需要改革股权过于集中的状况。减持国有股和实现非流通股在二级市场上流通是一个现实和迫切的选择。在国有股和非流通股股权改革没有进行以前,适当维持合理的/内部人控制⁰和稍弱的董事会独立性对于上市公司锦标赛激励来说可能是一件好事。不过在股权结构改革的同时或者之后,还需要改革董事会,适当提高董事会

¹ Main et al., (1993)发现,为保持合理的激励强度,增加副总职位的同时CEO薪酬差距也在增加。

⁰ 此处的/内部人⁰不包括相对于小股东而言的大股东(广义内部人),专指公司内部的执行人员。

的独立性和有效性,降低内部人控制,因为这可能会更有利于锦标赛激励的动态调整。就目前来看,除了上述改革外,还应当尽量减少公司雇员对于CEO和其他高级管理层薪酬决定的参与程度。一个可能的途径是改革监事会。由于独立董事制度的建立会强化外部人的监督强度,独立董事和监事会功能存在重合。如果在股权结构改革以前,在强化独立董事制度的同时也强化监事会职能,无疑将降低薪酬差距,削弱锦标赛激励的效果。

参考文献

- 孙永祥、黄祖辉,1999: 上市公司的股权结构与绩效,5 经济研究6 第12 期。
- 赵增耀,2002: 内部劳动市场的经济理性及其在我国的适用性,5 经济研究6 第3 期。
- Becker, B. E. and Huselid, M. A. 1992l The incentive effects of tournament compensation systems. *Administrative Science Quarterly*, 37: 336) 350.
- Brickley, J. and James, C., 1987. The takeover market, corporate board composition and ownership structure: The case of banking. *The Journal of Law and Economics*, 44: 161) 181
- Cowherd, D. M., & Levine, D. I. 1992. Product quality and pay equity between low2level employees and top management: An investigation of distributive justice theory. *Administrative Science Quarterly*, 37: 302) 320l
- Greenberg, J. 1987. A taxonomy of organizational justice theories. *Academy of Management Review*, 12: 9) 22.
- Henderson, A. D. and Fredrickson, J. W. 1996. Information processing demands as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 39: 575) 606.
- Jensen, M. and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305) 360.
- Kose et al. 1998. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22: 371) 403.
- Lambert, R. A., Larcker, D. F. and Weigelt, K. 1993. The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38: 438) 461.
- Lazear, E. P. and Rosen, S. 1981l Rank2order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy*, 89: 841) 864.
- Leventhal, G. S., Karuza, J. and Fry, W. R. 1980. Beyond fairness: A theory of allocation preferences. In G. Mikula (Ed.), *Justice and social interaction*: 167) 218. New York: Springer2Verlag
- Main, B. G., O. Reilly, C. A. and Wade, J. 1993. Top executive pay: Tournament or teamwork? *Journal of Labor Economics*, 11: 606) 628.
- Martin, J. 1981l Relative deprivation: A theory of distributive injustice for an era of shrinking resources. *Research in organizational behavior*, 3: 53) 107.
- Milgrom, P. and Roberts, J. 1988. An economic approach to influence activities in organizations. *American Journal of Sociology*, 94 (supplement): 154) 179.
- Rosen, S. 1986. Prizes and incentives in elimination tournaments. *American Economic Review*, 76: 701) 715.
- Siegel, P. A. and Hambrick, D. C. 1996. Business strategy and the social psychology of top management teams. *Advances in strategic management*, 13: 91) 119.

(责任编辑:黎 明)(校对:子 璇)

Incomplete Contract and the Barrier to Performance: A Case Research on the Farm Produce for Order

Liu Fengjin, Xie Shiting

(Dongbei University of Finance and Economics; Dalian Naval Academy)

Based on the incomplete contract theories, this article analyzed some questions on the sale contract of farm produce, and stated that the inherent reasons of the low rate of performance of sale contract of farm produce were incompleteness of the contract. Further, the incompleteness of the contracts were divided into two kinds: the / usual and the / destined, and hence the ways to deal with them through the institutional arrangement would be different also, the former could be solved by the economic, executive, and legal means, however, for the latter, there are still no any effective economic or legal solution until now. The authors focused on the rationale, sign conditions, the failure of performance and relevant institutional arrangements about the latter kind of the incomplete contract, and derived some meanings of incomplete contract on the legal contract theory. We got an important conclusion on the risk sharing that any one side among the two agents of a contract couldn't transfer completely the market risks to the other.

Key Words: incomplete contract; transaction cost; barrier to performance

JEL Classification: L140, D810

TMT Pay Gap, Firm Performance and Corporate Governance

Lin Junqing, Huang Zuhui and Sun Yongxiang

(Business School of Zhejiang University)

(Shaoxing Business Dept) (China Yinhe Securities)

We make an empirical research on the relationship between TMT pay gap and future firm performance of China's list companies. A positive relationship between them is found, therefore our result support tournament theories. The TMT pay gap determinants of China's list companies are corporate governance factors, while the external environmental factors and the internal characteristics of firms play unimportant roles in its determination. We argue that a larger pay gap should be put into practice in order to provide enough tournament incentive intensity and the main approach to which in the reform of corporate governance.

Key Words: Pay Gap; Firm Performance; Corporate Governance

JEL Classification: M120, J310

Wealth, Entrepreneurship and the Optimal Financial Contracting

Yang Qijing

(School of Economics, Renmin University of China)

Holding the belief that the entrepreneur is the firm's start in logic and the initial / centralized contractual agent, we try to do some positive analysis of the financial contracting in the entrepreneurial perspective. Firstly, we prove that a rational entrepreneur usually gives the prior claim to the exterior investor, thus we negate the traditional idea that the final residual claimer is the investor. It can be subsequently recognized that the entrepreneur's own capital essentially functions as a guarantee for the exterior investor, on the base on which several rules about the entrepreneurial financial contracting are uncovered. Finally, we find it impossible for the entrepreneur to carve out entirely by his own money even without the wealth constraint. An optimal investment ratio may exist.

Key Words: Entrepreneur; Wealth; Entrepreneurship; Optimal Financial Contracting

JEL Classification: D230, D820, C620