

高管薪酬外部不公平性与企业风险承担

胡瀚誉, 骆良彬

(集美大学 财经学院, 福建 厦门 361021)

[摘要] 高管对薪酬公平性的感知影响着公司管理层资本运营和财务经营决策。以2010—2016年我国沪深两市A股上市公司为研究对象,考察了高管薪酬外部不公平对企业风险承担的影响。研究发现:高管薪酬外部不公平性会提高企业风险承担水平,且这种效应在国有企业中比在非国有企业中更显著;随着企业发展前景的变差,高管薪酬外部不公平性提高企业风险承担水平的程度更强,且这种作用在国有企业中比在非国有企业中更显著。在控制了内生性等问题后,该结论依然成立。研究表明:优化高管薪酬制度、深化产权制度改革,有利于防范企业风险。

[关键词] 薪酬外部不公平性; 风险承担; 产权性质

[中图分类号] F 239.41

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-889X (2018) 02-0089-09

一、引言

自全球金融危机以来,企业风险承担一直是公司金融乃至资本市场研究的问题。Lumpkin等将企业风险承担视为高管在投资活动中愿意投资那些可以带来预期收益和现金流、同时又充满不确定性因素的项目的一种决策倾向。^[1]从宏观层面看,John等认为风险承担可以推动社会科技进步与创新,加快社会的资本积累,为企业获得更多的机会和资源,从而改善经济增长质量和效益。^[2]从微观层面看,适当承担高风险的企业拥有较高收益的项目,能积极增加资本支出和创新投资,成长速度快,从而提升企业的竞争优势。然而,过度承担风险的企业隐藏着巨大的风险危机,甚至将自身置于面临破产的困境。因此,要让高管在收益与风险的权衡中适当承担风险,实现企业的价值增值,就有必要研究高管薪酬激励对企业风险承担产生的影响。

已有文献分别从股权激励、晋升激励、货币薪酬、内部薪酬差距考察了企业风险承担的影响。在薪酬激励方面,张瑞君等研究了薪酬绝对

量以及企业内部的薪酬差距的经济后果,^[3]而鲜少考察同行业不同企业之间的薪酬公平性对企业行为产生的影响。早些年,自《新华日报》报道平安银行高管获得的“天价薪酬”事件后^[4],薪酬的公平性一直备受关注。证监会2005年对上市公司提出及时披露高管薪酬情况的要求,提高了高管薪酬信息的透明度,为高管与同行业其他高管进行薪酬对比提供了条件。^[5]

目前学术界关于薪酬不公平性对企业行为影响的研究结论不一致。Stapel等认为:人们除了关心自己收益的多少外,还会与他人的收益进行比较以判断自己分配到的收益是否公平;一旦产生不公平感,将使高管产生不满、偷懒、怠工等消极情绪,从而不愿意积极承担风险。^[6]然而,黎文靖等则指出,比较心理在高管能变更的条件下不具有解释力,因为当经理人市场流动性较强时,声誉机制能激励高管积极努力工作。^[7]当高管感知到的不公平感增强时,高管愿意为了获得额外奖励而朝着企业价值最大化的方向做出决策,但这种额外奖励需要通过不受限的经理人市场才能获得。因此,在考虑薪酬外部公平性的经济后果时,不仅应关注到高管的比较心理,而且

[收稿日期] 2018-01-27

[修回日期] 2018-03-08

[基金项目] 福建省科技计划项目软科学项目(2017R0072)

[作者简介] 胡瀚誉(1994—),女,四川荣县人,硕士生,主要从事审计与内部控制研究。

骆良彬(1963—),男,福建惠安人,教授,主要从事审计与内部控制研究(通讯作者)。

还应该关注到经理人市场的流动性。如果公司高管埋头苦干、兢兢业业,从价值最大化的角度为企业做出经营决策,但经过与同行业其他高管薪酬的对比后感知到自己的薪酬不公,这是否影响高管承担风险的意愿呢?因此,有必要探究高管薪酬外部不公平性与企业风险承担的关系以及产权性质和企业发展前景对这一关系的影响。对上述问题的回答,不仅能从公平性角度加深了对高管薪酬的理解,而且有助于为我国企业资源配置效率的提高提供新的思路。

二、理论分析与研究假设

(一) 薪酬外部不公平性与企业风险承担

高管薪酬外部公平性源于同行业中薪酬在不同公司之间的横向比较。如果高管与同行业其他高管相比,薪酬数额越接近心理认知水平则公平感知越强,如果差距越大则公平感知越差。一方面,企业应当设置一定的薪酬差距作为额外奖励以激发高管努力工作的动力。高管为了得到晋升和额外奖励,就愿意投入更多努力以期在竞争活动中胜出。相反,如果没有设置足够大的薪酬差距来激励高管,他们会把自己领取高额薪酬视为理所当然的,从而不愿意承担风险,在工作中消极怠工。^[8]因此,适度的薪酬外部差距可以让高管意识到公平感的下降,为了获得这种额外奖金,他们愿意投入更多的精力与努力去提高公司经营效率。因此,不同公司间一定范围内公平感的降低对高管起到激励作用,有利于企业做出投资净现值大于0项目的决策,从而提高企业风险承担水平。另一方面,由于多数企业的激励制度中高管薪酬通常依赖于企业绩效,一旦高管决策的高风险投资项目失败,高管的高薪酬将大幅度下降,同时地位、声望也伴随其收入的下降而受损。不公平感低的高管收入在同行业中较高,也具有一定的地位和声誉,考虑到一旦决策失误可能会被解雇,声誉和职业生涯受损,因此,在投资项目的选择中更多表现为风险厌恶和固步自封的态度。此外,当高管感知到的不公平感程度之高以至于让高管认为即使自己足够努力工作也无法减少不公平感时,可能导致高管通过建造“经营帝国”等扩大投资的方式以获得心理平衡。

由于国有企业和非国有企业的最终控制人性不同,使得二者在监管机构、管理风格、制度环境等方面存在较大差异,导致两种产权性质下高管的投资决策也存在差异。相对于其他国家,我国的传统文化更讲求公平与和谐,有关“非仇富,而仇不公”的思想文化根深蒂固,使得国有企业往往以和为贵。然而,在非国有企业中,其文化更强调效率优先,提倡能力强的高管多拿薪酬,能力弱的高管少拿薪酬。因此,非国有企业中出现一定的薪酬差距不足为奇。此外,目前有研究证实了非国有企业的声誉机制和经理人市场流动性比国有企业强^[7]。在非国有企业流动性强的经理人市场中,如果高管经过与同行业同职位其他高管相比感知到薪酬的不公平性,他可以通过跳槽等行为来减轻或消除薪酬外部不公平感,但在流动性差的国有企业中公平感不容易减弱,更倾向于为企业投资高风险高收益的项目以提升地位与薪酬。由此,我们提出假设1:

假设1: 高管薪酬外部不公平性会提高企业风险承担水平,且这种关系在国有企业中比非国有企业中作用更强。

(二) 发展前景在薪酬外部不公平性与企业风险承担中的调节作用

发展前景反映了企业发展和壮大的能力。企业的发展前景往往会影响高管的职业预期,从而对其决策产生影响。因此,在探究薪酬外部不公平性与企业风险承担的关系时,还需要考虑公司成长机会对两者关系的影响。一方面,企业发展前景好时,高管对企业持有乐观的态度,即使自己被分配到不公平的薪酬,仍然会对企业持有宽容的心态,甚至只将不公平的薪酬当作茶余饭后的谈资。^[9]但当企业发展前景差时,高管开始担忧自己的未来,就不能容忍不公平的薪酬,在同行业其他高管的压力下更愿意投资风险高的项目。另一方面,低成长的企业高管综合实力较弱,思想相对保守。当高管面对较低的薪酬时,由于自己能力有限,不太容易在经理人市场中进行职位变更,进一步加剧了对薪酬不公平的感知,在嫉妒心理的作用下盲目投资高风险项目。^[10]鉴于此,与发展前景好的企业相比,发展前景差的企业高管对薪酬外部的不公平性更加敏感,更倾向于提高风险承担水平。

进一步地,不同产权性质下,企业发展前景对薪酬外部不公平性与风险承担关系的调节作用存在差异。相对于非国有企业,国有企业中浓厚的公平观念以及低流动性的经理人市场使得国有企业高管更不能容忍不公平。在发展前景差的企业,对薪酬外部的不公平容忍度低,而流动性受到限制的国企经理人市场又进一步增加了国企高管的不公平感。同时,国企高管大多由政府派遣,更看重自己的政治晋升,并且国有企业体制下对高管行为的“重奖轻罚”和“失败容忍”的现象比较严重^[11],即国有企业高管在投资项目失败时遭受的处罚轻,而在投资项目成功时能获得高额薪酬,从而提高了国企高管承担风险的意愿。因此,随着企业发展前景的变差,相对于非国有企业,国有企业的高管对薪酬外部不公平性更加敏感,更愿意承担企业风险。于是,提出如下假设2:

假设2:随着企业发展前景的变差,高管薪酬外部不公平性提高企业风险承担水平的程度更强,且这种作用在国有企业中比在非国有企业中更显著。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

以2010—2016年我国沪深A股上市公司为初选样本,在剔除金融行业,剔除ST、*ST上市公司以及核心变量缺失或异常的样本后,共得到10 025个样本,其中4 768个国有样本观测值,5 257个非国有样本观测值。高管薪酬与其他相关财务数据全部来源于CSMAR国泰安数据库。^①

(二) 变量定义

1. 企业风险承担。风险表现为企业收益流的不确定性。企业风险承担是企业在经营过程中在面对不确定性结果的投资项目所做出的决策选择,反映了高管对高风险项目选择的意愿和接受程度。学术界对衡量风险承担的方式有两大类,一是采用收益波动率,其中常见的有资产收益波动率和股票收益的波动率;二是根据细分后的风险性决策行为来衡量,如研发强度、资本性支

出、并购频率等。由于后者显得粗糙,不能全面反映风险承担水平,因此在衡量企业风险承担时选择第一类方式。虽然股票收益波动率能从市场角度反映收益率的振动幅度,但目前我国资本市场还不完善,股票价格并不能完全反映企业价值,并且股票收益的波动还会受到外界因素影响,而资产收益率Roa是息税前利润除以期末总资产得到的百分比率,不仅能全面客观地反映全部资产获取收益的水平,而且数据易于获取。基于上述原因,借鉴Faccio等^[12]、余明桂等^[13]、李小荣等^[14],采用资产收益波动率来衡量企业风险承担。考虑到我国上市公司高管的任期一般在3年左右,最终以公司每3年资产收益率的标准差来衡量企业风险承担。为了减少经济周期性因素和行业的影响,先将公司的Roa减去同年同行业的Roa平均值,得到调整后的Roa值,再计算公司在连续3年内调整后的Roa的标准差,得到Risk。Risk的数值越大,表明企业的盈利能力越不稳定,承担的风险越高。

$$\begin{aligned} Risk &= \sigma (AdRoa)_{i,t} \\ &= \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T (AdRoa_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T AdRoa_{i,t})^2} \mid T=3 \end{aligned}$$

其中, t 表示时间, i 表示公司, $AdRoa_{i,t}$ 表示公司的Roa减去同年同行业的Roa平均值进行调整后的资产收益率,即在2010—2016年整个观测期间采用年份滚动的方法,使用连续3年的Roa计算风险(2010—2012, 2011—2013, 2012—2014, 2013—2015, 2014—2016)。

2. 高管薪酬外部不公平性。以往学者在采用实证分析中对薪酬不公平性的处理方法主要有3种。第一种处理方法用残差薪酬来代表薪酬不公平程度。吴联生等基于公司特征变量构建管理层薪酬决定模型,再对模型分年度分行业回归后得到的系数代入模型以估计出管理层应得薪酬,最后将求出管理层公司实际薪酬与应得薪酬的残差作为度量高管薪酬外部不公平性的指标。^[15]但高管薪酬的影响因素较多,采用该方法的学者构建的模型有所不同,因此学术界在高管薪酬决定模型上并未达成一致。第二种处理方法用分位数衡量薪酬分配的不公平性。祁怀锦等采用分位数

① 数据来源于国泰安数据库 (<http://www.gtarsc.com/Home>) 中公司研究系列,经整理而得。

的方法,将本公司员工薪酬与同行业最高薪酬的比值作为薪酬外部公平性的替代变量,虽然该方法反映了本公司员工与同行业其他公司员工的薪酬的差别,但没有考虑到与所得相对应的投入差异。^[16]第三种处理方法同时考虑以上两种方法,分别给予一定的权重,所得到的综合残差即衡量薪酬分配公平性的综合指标。步丹璐等认为第一种方法基于公司的特征来衡量,第二种方法基于员工的视角和高管的特征来衡量。^[17]由于企业风险承担水平直接受到高管行为决策的影响,相对于公司特征,高管特征更加明显,因此,高管薪酬外部不公平性更适合采用第二种方法来计量,即用该年该行业公司高管薪酬最高值 (MaxPay) 除以公司高管薪酬 (Pay) 后取对数的值来衡量

高管薪酬外部不公平性,其中公司高管薪酬 (Pay) 用企业高管前三名薪酬总额来衡量,即 $Ufp = \ln (\text{Max Pay}/\text{Pay})$ 。Ufp 取值在 0 到 1 之间,且 Ufp 越高,表明分配结果越不公平。

3. 企业发展前景。一个发展前景好的企业具有持续增长的收益和利润。企业发展前景用营业收入增长率来表示,其大小可以衡量企业成长性。如果营业收入增长率越大,表示企业发展前景越好。

4. 控制变量。参考李小荣等^[14]、胡国柳等^[18],引入公司规模、总资产收益率、资产周转率、负债水平、每股经营活动现金流、股权集中度、高管持股比例、产权性质为控制变量,各变量的定义见表 1。

表 1 主要变量定义

	变量符号	变量名称	变量定义
因变量	Risk	企业风险承担	近三年经行业调整的 Roa 的标准差
自变量	Ufp	高管薪酬外部不公平性	同年同行业公司高管薪酬最高值除以公司高管薪酬后的对数
调节变量	Growth	发展前景	营业收入增长率
	Size	公司规模	总资产的自然对数
	Roa	总资产收益率	息税前利润/总资产
	Turn	资产周转率	营业收入/平均资产总额
控制变量	Debt	资产负债率	年末债务账面总价值/资产账面总价值
	Ocf	每股经营活动现金流	经营活动现金净流量/公司总股数
	Cent	股权集中度	第一大股东持股比例
	Share	高管持股比例	高管持股股数/发股股数
	State	产权性质	国有企业为 1, 非国有企业为 0

(三) 模型构建

为检验高管薪酬外部不公平性与企业风险承担的关系,构建模型 (1)。为进一步考察企业发展前景对高管薪酬外部不公平性与企业风险承担关系的调节作用,建立模型 (2)。

$$\text{Risk} = \alpha_0 + \alpha_1 Ufp + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Roa} + \alpha_4 \text{Turn} + \alpha_5 \text{Debt} + \alpha_6 \text{Ocf} + \alpha_7 \text{Cent} + \alpha_8 \text{Share} + \alpha_9 \text{State} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \xi \quad (1)$$

$$\text{Risk} = \alpha_0 + \alpha_1 Ufp + \alpha_2 Ufp \times \text{Growth} + \alpha_3 \text{Growth} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Roa} + \alpha_6 \text{Turn} + \alpha_7 \text{Debt} + \alpha_8 \text{Ocf} + \alpha_9 \text{Cent} + \alpha_{10} \text{Share} + \alpha_{11} \text{State} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \xi \quad (2)$$

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计

全样本的描述统计结果如表 2 所示,风险承担 Risk 的均值和中位数分别为 0.044 和 0.031, 标准差为 0.163, 说明风险承担在不同的公司之间差别较大。高管薪酬外部不公平性 Ufp 的均值和中位数分别为 2.469 和 2.559, 标准差为 0.978, 表明我国存在较严重的薪酬分配不公平的问题。根据产权性质分组后的描述性统计结果如表 3 所示, 均值 T 检验和中位数 Z 检验表明国

有企业和非国有企业在高管薪酬外部不公平性、风险承担以及其他控制变量上存在显著差异。非国有企业 Risk 的均值 0.045 高于国有企业 Risk 的均值 0.043, 表明非国有企业的风险承担水平高于国有企业。非国有企业 Ufp 的均值 2.635 高于国有企业 Ufp 的均值 2.287, 在一定程度上反映了非国有企业高管平均薪酬外部不公平性比国

有企业更高。可能由于国企高管更注重政治前途和在职消费等隐性报酬, 额外线性货币薪酬并不那么重要, 而非国有企业高管薪酬绝大部分是公开透明的显性货币报酬, 所以在国有企业中, 由显性货币薪酬反映出来的薪酬外部公平感比非国有企业更强。

表2 描述性统计

变量	最大值	最小值	均值	中位数	标准差	样本量
Risk	6.007	0	0.044	0.031	0.163	10 025
Ufp	6.217	0	2.469	2.559	0.978	10 025
Growth	4.073	-0.594	0.207	0.113	0.548	10 025
Size	28.509	16.520	21.915	21.759	1.334	10 025
Roa	10.392	-6.353	0.050	0.044	0.208	10 025
Turn	11.841	0.000	0.715	0.581	0.612	10 025
Debt	1.036	0.042	0.461	0.463	0.229	10 025
Ocf	2.860	-5.099	-0.028	0.070	1.079	10 025
Cent	0.894	0.022	0.360	0.340	0.156	10 025
Share	0.994	0	0.097	0.000	0.187	10 025
State	1	0	0.476	0	0.499	10 025

表3 国有企业与非国有企业的分组检验^①

变量	国有样本 (N = 4°768)			非国有样本 (N = 5°257)			T 检验	Z 检验
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差		
Risk	0.043	0.028	0.181	0.045	0.032	0.145	0.876 *	7.147 ***
Ufp	2.287	2.359	1.003	2.635	2.718	0.924	18.071 ***	17.825 ***
Growth	0.177	0.104	0.454	0.240	0.126	0.674	3.972 ***	4.742 ***
Size	22.424	22.230	1.405	21.454	21.357	1.075	-39.023 ***	-36.443 ***
Roa	0.044	0.041	0.214	0.055	0.048	0.202	2.638 ***	10.277 ***
Turn	0.763	0.620	0.638	0.672	0.552	0.584	-7.458 ***	-7.671 ***
Debt	0.533	0.546	0.207	0.397	0.380	0.231	-31.197 ***	-30.456 ***
Ocf	0.045	0.093	1.068	-0.093	0.056	1.107	-5.022 ***	-4.063 ***
Cent	0.393	0.388	0.157	0.330	0.301	0.149	-20.539 ***	-20.485 ***
Share	0.005	0.000	0.028	0.180	0.032	0.227	52.929 ***	45.821 ***

① ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

(二) 相关性分析

建立的回归模型涉及多个变量,因此在回归分析之前,先检验选取变量之间的相关性(限于篇幅未列示)。变量 Risk 与 Ufp 相关系数为 0.071,且在 1% 水平上呈显著相关,初步验证了高管薪酬外部不公平性会提高风险承担水平。各控制变量与被解释变量之间的相关系数大致在 0—0.5 范围之内,说明回归结果不会受到变量之间多重共线性问题的影响。

(三) 回归分析

高管薪酬外部不公平性与风险承担的回归结

果如表 4 所示。从面板数据 OLS 回归结果看,全样本的高管薪酬外部不公平性 Ufp 系数为 0.005 并在 1% 水平上显著相关,表明高管薪酬外部不公平性越高,企业风险承担水平越高。根据产权性质分组后的回归结果看,国有企业高管薪酬外部不公平性 Ufp 的系数为 0.006 6 并在 5% 水平上显著相关,而非国有企业高管薪酬外部不公平性 Ufp 的系数为 0.003 1 但不显著,说明与非国有企业相比,国有企业高管薪酬外部不公平性更能提高风险承担水平,假设 1 成立。此外,面板数据固定效应结果也验证了假设 1。

表 4 高管薪酬外部不公平性与风险承担的回归结果^①

	面板数据 OLS 回归			面板数据固定效应回归		
	全体样本	国有样本	非国有样本	全体样本	国有样本	非国有样本
Ufp	0.005 *** (2.86)	0.006 6 ** (2.32)	0.003 1 (1.54)	0.009 8 *** (3.11)	0.012 8 ** (2.47)	0.005 4 (1.39)
Size	-0.019 3 *** (-13.16)	-0.013 6 *** (-6.11)	-0.027 3 *** (-14.51)	-0.027 1 *** (-8.56)	-0.045 2 *** (-7.11)	-0.016 7 *** (-4.73)
Roa	0.185 *** (24.68)	0.094 9 *** (7.81)	0.275 *** (31.24)	0.091 3 *** (15.36)	0.052 4 *** (5.68)	0.133 *** (16.36)
Turn	-0.005 5 ** (-2.12)	-0.008 1 ** (-1.99)	-0.003 2 (-1.02)	-0.020 2 *** (-3.74)	-0.013 8 (-1.24)	-0.020 8 *** (-3.60)
Debt	0.139 *** (17.60)	0.122 *** (9.00)	0.152 *** (17.44)	0.199 *** (14.10)	0.267 *** (9.96)	0.145 *** (9.31)
Ocf	-0.003 4 ** (-2.37)	-0.004 5 * (-1.86)	-0.002 6 (-1.62)	-0.003 8 *** (-3.15)	-0.003 6 * (-1.79)	-0.002 7 ** (-1.96)
Cent	-0.025 1 ** (-2.38)	-0.013 0 (-0.74)	-0.041 7 *** (-3.44)	-0.087 9 *** (-3.19)	-0.094 3 * (-1.91)	-0.075 3 ** (-2.37)
Share	0.005 1 (0.52)	0.008 3 (0.09)	0.004 8 (0.58)	0.001 4 (0.05)	0.167 (0.70)	-0.006 7 (-0.28)
State	0.004 1 (1.09)	—	—	-0.006 1 (-0.57)	—	—
_ Cons	0.392 *** (12.21)	0.276 *** (5.57)	0.563 *** (13.65)	0.566 *** (7.91)	0.928 *** (6.40)	0.364 *** (4.64)
行业	NO	NO	NO	YES	YES	YES
年度	NO	NO	NO	YES	YES	YES
N	10 025	4 768	5 257	10 025	4 768	5 257
F	117.33	23.10	182.44	55.48	23.64	43.11
adj. R ²	0.095	0.036	0.216	0.076	0.032	0.359

① * * *、* *、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著,括号内为相应系数的 T 值。

企业发展前景对高管薪酬外部不公平性与风险承担关系起到调节作用的检验结果如表5所示。从面板数据 OLS 回归结果看,就全样本而言,企业发展前景与薪酬外部不公平性的交叉项系数在1%水平上显著为负,此结果说明企业发展前景越差,高管薪酬外部不公平性对风险承担的增加作用越强。按照产权性质分组回归后发现,就国有企业

而言,交叉项 $Growth \times Ufp$ 的系数为 -0.0005 ,在5%水平上显著为负,而在非国企组,交叉项 $Growth \times Ufp$ 的系数为 -0.0001 且不显著。由此可见,相比于非国有企业,国有企业的发展前景对薪酬外部不公平性与企业风险承担的正向关系起到的负向调节作用更强,与假设2相吻合。此外,固定效应回归结果也验证假设2。

表5 企业发展前景、薪酬外部不公平性与风险承担的回归结果^①

	面板数据 OLS 回归			面板数据固定效应回归		
	全体样本	国有样本	非国有样本	全体样本	国有样本	非国有样本
Ufp	0.003 7** (2.15)	0.003 3 (1.20)	0.003 2 (1.55)	0.008 6*** (2.81)	0.009 8* (2.02)	0.005 4 (1.41)
Ufp \times Growth	-0.000 7*** (-8.57)	-0.000 5** (-2.36)	-0.000 1 (-0.33)	-0.000 7*** (-11.73)	-0.001 1*** (-6.16)	-0.000 1 (-0.22)
Growth	0.001 1*** (4.48)	-0.000 2 (-0.25)	-0.000 1 (-0.59)	0.001 4*** (7.29)	0.001 8*** (3.16)	-0.000 2 (-0.96)
Size	-0.019 1*** (-13.21)	-0.013 5*** (-6.30)	-0.027 2*** (-14.45)	-0.025 3*** (-8.21)	-0.042 *** (-7.11)	-0.016 8*** (-4.76)
Roa	0.194 *** (26.15)	0.102 *** (8.76)	0.276 *** (31.10)	0.097 2*** (16.76)	0.055 7*** (6.49)	0.132 *** (16.13)
Turn	-0.004 6* (-1.82)	-0.006 4 (-1.64)	-0.003 1 (-1.01)	-0.016 7*** (-3.16)	-0.007 7 (-0.74)	-0.021 1*** (-3.64)
Debt	0.135 *** (17.45)	0.109 *** (8.41)	0.152 *** (17.44)	0.191 *** (13.85)	0.238 *** (9.51)	0.145 *** (9.31)
Ocf	-0.003 8*** (-2.64)	-0.005 3** (-2.26)	-0.002 7 (-1.65)	-0.003 9*** (-3.34)	-0.004 2** (-2.24)	-0.002 7* (-1.96)
Cent	-0.023 4** (-2.25)	-0.014 2 (-0.84)	-0.041 1*** (-3.38)	-0.085 5*** (-3.16)	-0.093 ** (-2.02)	-0.075 1** (-2.36)
Share	0.005 (0.51)	0.022 7 (0.26)	0.004 8 (0.58)	0.000 8 (0.03)	0.292 (1.31)	-0.006 7 (-0.27)
State	0.002 1 (0.57)	—	—	-0.007 (-0.66)	—	—
_ Cons	0.391 *** (12.34)	0.283 *** (5.94)	0.561 *** (13.59)	0.530 *** (7.60)	0.872 *** (6.46)	0.367 *** (4.67)
行业	NO	NO	NO	YES	YES	YES
年度	NO	NO	NO	YES	YES	YES
N	10 025	4 768	5 257	10 025	4 768	5 257
F	128.05	60.77	146.03	85.84	80.10	34.69
adj. R ²	0.122	0.111	0.216	0.094	0.078	0.174

① ***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,括号内为相应系数的T值。

(四) 稳健性检验

为了保证结论的可靠性,进行了以下稳健性检验:

1. 内生性检验。高管薪酬与企业风险承担之间存在内生性问题^[3],为此,运用工具变量法检测。以滞后1期的高管薪酬外部不公平性作为工具变量以检验是否存在内生性问题,并采用二阶段最小二乘法进行回归。此外,进一步使用差分模型以缩小随机误差项。以上检验结果均表明结论仍与前文一致。

2. 变量替换。首先,将企业风险承担替换为样本期间内经过行业调整后的最大AdRoa与最小AdRoa的差值。其次,对解释变量的衡量考虑本公司高管与同行业高管投入差别的因素,用(同行业薪酬最高值/本公司薪酬)×(本公司资产规模/同行业资产规模最大值)重新计算以衡量高管薪酬外部不公平性Ufp。最后,用净利润增长率来衡量企业发展前景。经过重新回归后,发现前文结论依然成立。

五、研究结论与启示

利用2010—2016年我国沪深两市A股上市公司的经验数据,探讨了高管薪酬外部不公平性与企业风险承担的关系,并根据产权性质不同所引起企业文化和经理人市场机制的不同,分组进行检验。研究表明:(1)高管薪酬外部不公平性与企业风险承担水平呈现显著的正相关关系,且这种关系在国有企业中更甚;(2)随着企业发展前景的变差,高管薪酬外部不公平性与企业风险承担的正向关系更强,且国有企业更甚。在考虑内生性问题后,依然得到一致的结论。

基于高管对高风险但高收益投资项目的选择倾向研究高管薪酬外部不公平性对企业风险承担的影响,在理论上与实务上都具有一定的启示作用。在理论上,一方面,梳理了薪酬外部公平性影响风险承担的逻辑,适度的薪酬不公平感可以起到激励高管适当承担风险的作用,补充了企业风险承担影响因素的研究;另一方面,从风险承担的视角揭示了高管薪酬外部不公平性在公司治理中发挥的作用,并且这一作用受到了产权性质和企业发展前景的影响,对深化产权制度改革、

优化高管薪酬制度与化解企业风险具有一定的意义。在实务上,从同行业薪酬在不同企业间横向比较的视角,探讨了高管薪酬制度的激励效果。为了促使高管加强“为企业创造价值”的责任意识,增强适度承担风险的意愿,企业在设计薪酬体系时不能仅着眼于薪酬绝对量,还应考虑到薪酬外部不公平性。此外,在过程中企业应及时根据发展前景调整其在同行业的薪酬水平,让高管的薪酬水平与企业的发展状况结合起来。

笔者揭示了一定的高管薪酬外部不公平性在公司财务决策中所扮演的正面角色,有助于深化高管对适度承担风险的认识,但是研究存在一定的不足。其一,学术界关于高管薪酬外部不公平的衡量方法并不统一。虽然用相对分位数来衡量高管薪酬外部不公平性更为客观,但也很难准确计量这一主观性强的变量,可能对研究结论产生一定影响。在未来研究中将考虑不可观测的影响因素,采用定性与定量相结合的方式,进一步探索高管薪酬外部不公平性的衡量方法,使其更加精确与合理。其二,在研究的过程中只考察了货币薪酬,而高管对报酬公平性的感知会受到股权期权以及职位晋升、在职消费等隐性报酬的影响。由于隐性报酬数据不具有公开性,因而研究中未涉及这些因素,可能会导致研究结论的偏差。随着我国市场化改革的不断深入,信息披露制度逐步完善,在未来的研究中有必要将不同激励方式纳入到研究框架中,并通过对比不同激励方式对高管风险承担行为决策的影响,为我国企业激励契约的设计提供更好的建议。

[参考文献]

- [1] LUMPKIN, DESS. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance [J]. Academy of Management Review, 1996, 21 (1): 135 - 172.
- [2] JOHN, LITOV, YEUNG. Corporate governance and risk-taking [J]. Journal of Finance, 2008, 63 (4): 1679 - 1728.
- [3] 张瑞君, 李小荣, 许年行. 货币薪酬能激励高管承担风险吗 [J]. 经济理论与经济管理, 2013 (8): 84 - 100.
- [4] 本报综合. 高薪激励, 关键在“度” [EB/OL].

- (2008-04-09) [2017-06-12]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/detail.aspx?dbcode=CCND&filename=XHRB20080409B021&dbname=CCND2008>.
- [5] 中国证券监督管理委员会. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式 [EB/OL]. (2016-12-09) [2017-06-12]. http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/ztzl/ssg-sjgxx/jgfg/ssxxpl/201702/t20170222_312517.htm.
- [6] STAPEL, KOOMEN. Competition, cooperation, and the effects of others on me [J]. *Journal of Personality & Social Psychology*, 2005, 88 (6): 1023-1029.
- [7] 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, 17 (4): 24-35.
- [8] 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.
- [9] 王嘉歆, 黄国良, 高燕燕. 薪酬外部不公平性与非效率投资——基于社会比较理论的解释和经验证据 [J]. *财经论丛*, 2016 (2): 63-71.
- [10] 王嘉歆. 高管薪酬外部不公平与非效率投资研究 [D]. 徐州: 中国矿业大学, 2016.
- [11] 步丹璐, 文彩虹, RAJIV BANKER. 成本粘性和盈余稳健性的衡量 [J]. *会计研究*, 2016 (1): 31-37.
- [12] FACCIO, MARCHICA, MURA. Large shareholder diversification and corporate risk-taking [J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24 (11): 3601-3641.
- [13] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担 [J]. *经济研究*, 2013 (9): 112-124.
- [14] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避? [J]. *会计研究*, 2014 (1): 57-63.
- [15] 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.
- [16] 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.
- [17] 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.
- [18] 胡国柳, 胡珺. 董事高管责任保险与企业风险承担: 理论路径与经验证据 [J]. *会计研究*, 2017 (5): 40-46.

External Unfairness of Managerial Compensation and Corporate Risk Taking

HU Han-yu, LUO Liang-bin

(College of Finance and Economics, Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: Executives' perception of pay fairness influences the capital operation and financial management decision. Based on Chinese listed companies' data from 2010 to 2016, the paper analyzes the influence of external unfairness of managerial compensation on corporate risk taking. It is found that the external unfairness of managerial compensation can increase the level of risk-taking, and this effect is more significant in state-owned enterprises than non-state-owned enterprises. As the prospect of enterprise gets worse, the positive relationship between external unfairness of managerial compensation and risk-taking gets stronger, and this effect is more significant in state-owned enterprises than non-state-owned enterprises. This paper shows the relationship between external unfairness of managerial compensation and the decision-making of enterprises in financial management, which is beneficial for the reform of the property right system, the optimization of the executive compensation system and the prevention of enterprise risk.

Key words: external unfairness of managerial compensation; risk taking; property rights

(责任编辑 林 芎)