

CEO 的职位风险能获得相应的薪酬补偿吗?

——基于中国 A 股上市公司的经验证据

胡刘芬

(安徽大学 商学院,安徽 合肥 230601)

[摘要]以 2005—2014 年在沪、深两市交易的 A 股公司为研究样本,实证检验了 CEO 职位风险与薪酬补偿之间的相关性。研究结论显示,CEO 职位风险与其薪酬水平之间呈显著的正相关关系,上市公司为了留住经理人优质的人力资本、避免事前“逆向选择”或事后“道德风险”行为,会将 CEO 所面临的职位风险纳入高管薪酬体系的设计框架中,CEO 可获得与职位风险相对应的薪酬补偿,证实了管理者人力资本理论和最优薪酬契约理论对我国上市公司 CEO 薪酬补偿的解释力,否定了管理者权力假说。结合我国特殊的制度背景进一步研究表明,与国有企业相比,非国有企业更有可能对 CEO 面临的职位风险实施薪酬补偿,且非国有企业 CEO 薪酬契约的风险补偿作用在市场化程度较高的制度环境下更显著。

[关键词]CEO 职位风险;薪酬水平;所有权性质;市场化进程;高管薪酬契约理论;薪酬补偿;公司财务;公司治理

[中图分类号]F235.99 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2017)01-0080-10

一、引言

高管薪酬契约作为缓解管理层与股东之间委托代理问题的重要机制,其设计的主要依据是将管理层与股东的利益捆绑在一起,沿着该思路,学者们探讨了高管薪酬与企业绩效之间的相关性并取得了丰富的研究成果。除了企业绩效之外,CEO 所面临的职位风险同样会影响股东价值,那么董事会是否也将 CEO 职位风险纳入总经理薪酬体系的设计框架中? CEO 职位风险能否获得相应的薪酬补偿? 不同所有权性质的公司中 CEO 职位风险的薪酬补偿有何差别? 公司所处的地区发展水平又会对此产生怎样的影响? 对这些问题的回答有助于进一步理解我国上市公司 CEO 薪酬设计的机理,揭示不同上市公司中 CEO 薪酬水平存在差异的内在原因。为此,本文结合我国特有的法律、制度环境和文化背景,以 2005—2014 年在沪、深两市交易的 A 股公司为研究对象,实证检验 CEO 职位风险对其薪酬水平的影响及作用机理。

二、文献回顾与研究假说

(一) 文献回顾

随着上市公司员工薪酬披露机制的日益完善,高管天价薪酬一直饱受社会各界的广泛争议,与此同时,学术界也开始探讨影响 CEO 薪酬的各种因素。

在外部因素方面,Faulkender 和 Yang 研究显示,董事会在制定 CEO 薪酬契约时通常选取同行业、同等规模或薪酬水平较高的其他公司作为薪酬基准,将本公司薪酬定在等于或高于基准水平^[1]。徐宏忠等从产品市场竞争、行业获利水平以及资产专用性等方面探讨了行业特征与高管薪酬之间的相

[收稿日期]2016-04-14

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(71502001,71302113);安徽省高校人文社会科学重点项目(SK2015A233)

[作者简介]胡刘芬(1987—),女,安徽安庆人,安徽大学商学院讲师,博士,从事公司财务与公司治理研究。

关性,发现在产品市场竞争越激烈、获利性越好、财务风险越高、企业规模越大以及资产专用性越高的行业,高管薪酬水平越高^[2]。戴治勇分析了区域环境对 CEO 薪酬的影响,结果表明信任程度越好、法治水平越高的地区,CEO 因为超额完成任务获得薪酬奖励的可能性越大^[3]。

在内部因素方面,Jensen 和 Murphy 认为 CEO 薪酬的增长源自于 CEO 边际生产率的提升,企业经营绩效是影响 CEO 薪酬的最主要因素^[4]。然而 Bebchuk 和 Fried 指出,实践中的薪酬契约并不能起到有效的公司治理作用,权力大的企业高管有能力控制其自身薪酬的设计过程并获得更高的薪酬给付,薪酬异化为高管寻租的工具^[5]。Gabaix 和 Landier 研究发现公司规模与 CEO 薪酬正相关,当公司规模不断扩大,CEO 为公司创造的价值越多,公司支付的 CEO 薪酬也越高^[6]。唐松和孙铮以中国 A 股上市公司为研究对象,探讨了高管的政治背景与其薪酬水平之间的关系,结果显示具有政治背景的高管薪酬显著高于无政治背景的高管^[7]。醋卫华和李培功研究了 CEO 的个人知名度对薪酬的影响,发现被媒体追捧报道的明星 CEO 获得了超额的个人薪酬^[8]。

综上,虽然学者们从内外部多个角度研究了 CEO 薪酬的影响因素,然而基于 CEO 职位风险视角探讨薪酬契约的文献很少,本文考察 CEO 职位风险与薪酬之间的关系试图弥补现有文献的不足。

(二) 理论分析与研究假说

首先,根据管理者人力资本理论,管理者人力资本可以为股东创造价值,是企业的一种稀缺资源,企业运用管理者变更机制可以辞退那些能力较低、胜任水平不足的管理者,并选聘其他更合适的人员来接替现任管理者的工作。基于此,外部经理人市场参与者相信,那些被辞退的 CEO 均是质量低下或不合格的管理者,因此一旦 CEO 失去其现有职位将会带来诸多不良后果,比如在未来很长一段时间内处于失业状态,因为寻找到类似新岗位可能需要花费更长的时间,即使获得了新的工作机会,相比于现有职位他们通常就职于更小的公司、获得更少的薪酬。Fee 和 Hadlock 研究发现,在 50 岁以下的离职 CEO 中,被其他公司重新聘用的人员仅占到总人数的 40% 左右。他们还从薪酬水平、公司规模和岗位级别三个方面对离职前后的两份工作进行对比,发现离职后新的工作机会远逊于离职前的工作机会^[9]。正是因为 CEO 所承担的高额的离职成本,他们总是竭尽所能地避免被辞退,维护自身的职位安全性。相反,如果外部因素导致 CEO 职位缺乏稳定性,那么 CEO 会考虑是否接受该职位,除非企业对其职位风险做出相应的补偿。对企业而言,为了留住 CEO 并利用其人力资本,就必须将 CEO 所面临的非 CEO 自身因素引起的职位风险纳入薪酬体系的设计中。Abowd 和 Ashenfelter 通过建立劳动力市场模型指出,由于 CEO 离职后将面临未来收入机会和失业持续期的双重不确定性,因此在一个竞争性的劳动力市场中,职位风险需要获得较高的薪酬补偿^[10]。

其次,最优薪酬契约理论认为,薪酬是作为委托人的股东为了缓和与作为代理人的高管之间的委托代理冲突而设计的契约制度,企业薪酬设计的理论基础是解决好股东与高管之间存在的利益不一致问题。由于 CEO 的薪酬收入和个人声誉等与其所在的职位密切相关,如果进入企业前预期到未来将面临较大的职位风险,基于规避风险的考虑,高质量或能力强的管理人才不会选择进入该企业,企业最终只能选任那些能力较弱且偏好风险的经理人员,即出现事前的“逆向选择”。为了解决“逆向选择”问题,企业对 CEO 将面临的职位风险提供较高的薪酬溢价,从而吸引并留住那些高层次的管理人才。进入企业以后,如果 CEO 职位的不确定性得不到相应的补偿,将促使其采取一些违背股东利益的相机抉择行为,即出现事后“道德风险”。因此,无论从事前吸引高质量人才考虑还是基于事后激励的需要,将 CEO 所面临的职位风险纳入薪酬体系的设计框架是企业的理性选择。综合上述分析,我们提出如下假说。

假说 1a:CEO 面临的职位风险越大,其获得的薪酬补偿越高。

然而,Bebchuk 和 Fried 提出管理者权力理论,认为薪酬未必能起到缓解委托代理问题的作用,CEO 影响甚至决定着自己的薪酬,即存在 CEO 自定薪酬的现象,使得薪酬机制本身成了代理问题的一部分。他们指出,CEO 有足够的能力和动机对薪酬体系的制定和执行施加影响^[5]。理论上董事会

受股东委托对管理者薪酬契约的制定具有控制权,然而现实中公司的控制权通常掌握在管理者手中,由于信息不对称和契约的不完备性,董事会客观上不能完全控制 CEO 薪酬体系的设计过程。另外,在公司董事会成员换届时,CEO 对董事会成员的任命以及现任成员能否继续连任具有重要的提名权,基于自身声誉以及经济收入等方面考虑,本应对 CEO 履行监督和约束职能的董事会成员可能会附庸 CEO 的控制权,即董事会成员在主观上有可能与 CEO 合谋进而放弃对 CEO 薪酬的控制。为了获得更高的薪酬水平及谋取个人私利,CEO 会利用掌握的控制权来影响董事会对于高管薪酬契约的制定。Adair 等研究指出,权力大的 CEO 通过各种直接或间接的手段来影响董事会对自身经营绩效的考核和评价,比如使考核重点倾向于 CEO 更擅长或表现更好的方面,内部成员占比越高的董事会对 CEO 做出较高业绩评价的可能性越大^[11]。与薪酬类似,权力大的 CEO 同样有能力保护其职位的安全性,CEO 掌握的控制权越大,其面临的职位风险越小,获得的薪酬水平越高。而对于权力较小的 CEO,他们在面临较大职位风险的同时获得的薪酬水平也越低。基于此,我们做出如下备择假说。

假说 1b:CEO 面临的职位风险越大,其获得的薪酬补偿越低。

三、研究设计

(一) 样本数据的选择

本文以 2005—2014 年在上海、深圳交易所上市交易的 A 股公司作为初始样本,为了研究需要,我们按照如下步骤对初始样本进行筛选:(1)删除数据缺失的样本;(2)剔除银行、证券、保险等金融类行业样本;(3)剔除 PT、ST、*ST 类上市公司;(4)剔除 CEO 薪酬为 0 或者明显不合理^①的样本。最终得到来自 1651 家上市公司的 8749 个公司-年度观测值。为了消除极端值的影响,我们对所有连续型数据在 1% 和 99% 水平上进行缩尾处理。研究所涉及的财务数据通过 CSMAR 数据库获取,各省份市场化指数来自樊纲等的研究成果^[12]。

(二) 模型构建与变量定义

由于 CEO 职位风险为内生变量,故本文采用两阶段最小二乘法(2SLS)来检验 CEO 职位风险与薪酬水平之间的关系。本文选取行业波动率作为 CEO 职位风险的工具变量,理由如下:当行业状况发生变化时,行业内公司对经理层技能和水平的需求也会相应做出调整,原有经理层与公司之间的匹配关系可能被打破,最终迫使董事会做出变更经理层的决策^[13];此外,行业波动率几乎不受行业内某一家特定公司特征或收益的影响,外生性条件得到满足。本文构建的两阶段模型如下所示。

$$\text{第一阶段: } Turnover_{i,t} = a_0 + a_1 Indvolatility_{i,t-1} + a_2 Controls + v_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{第二阶段: } Comp_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \hat{Turnover}_{i,t} + \gamma_2 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $\hat{Turnover}_{i,t} = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 Indvolatility_{i,t-1} + \hat{a}_2 Controls$

第一阶段为线性概率模型^②,用于估计 CEO 面临的职位风险。模型中 $Turnover_{i,t}$ 为 CEO 非自愿变更哑变量,根据 CSMAR 数据库的分类,参考已有研究,本文将“工作调动”、“控股权变动”、“解聘”、“个人原因”、“完善公司法人治理结构”以及“其他原因”导致的变更视为非自愿变更^③,当样本公司 CEO 发生非自愿变更时 $turnover_{i,t}$ 取 1,否则取 0^[17]。工具变量 $Indvolatility_{i,t-1}$ 为行业波动率,等于除 i

^①CSMAR 数据库中显示,斯米克(002162)CEO 李慈雄 2012 年度的薪酬总额为 12 元,明显不合常规,本文对初始样本进行筛选时剔除该样本。

^②虽然该模型的被解释变量为二值变量,但 Angrist 和 Krueger 等指出,第一阶段运用线性概率模型(LPM)时第二阶段可以得到一致的估计结果,相反,如果第一阶段为 Probit 或 Logit 模型,则会破坏第二阶段估计结果的一致性并使标准差的计算更加复杂化^[14-16]。

^③相应地,本文将“退休”、“任期届满”、“辞职”、“健康原因”、“涉案”以及“结束代理”导致的变更作为自愿变更样本处理,后续对“CEO 非自愿变更”采取更严格的界定方式进行稳健性检验。

胡刘芬:CEO 的职位风险能获得相应的薪酬补偿吗?

公司外行业^①内其他所有公司 $t-5$ 年至 $t-1$ 年的加权平均总资产收益率^②的标准差,权数为公司总资产规模。 $Controls$ 为可能对 CEO 变更和薪酬产生影响的其他变量,本文参考 Bushman、陈德球等的研究成果^[18-19],控制了行业收益、公司及 CEO 特征、公司治理以及年度固定效应,具体包括行业收益率 ($Indroa_{i,t-1}$)、公司规模 ($Size_{i,t-1}$)、公司成长性 ($Growth_{i,t-1}$)、公司收益率 ($Idioroa_{i,t-1}$)、公司波动率 ($Idiovolatility_{i,t-1}$)、CEO 年龄 ($CEOage_{i,t}$)、CEO 任职年限 ($CEOtenure_{i,t}$)、CEO 持股比例哑变量 ($CEOshare_{i,t}$)、两职合一哑变量 ($Dual_{i,t}$)、独立董事比例 ($Indirector_{i,t}$)、第一大股东持股比例 ($Largestshare_{i,t}$) 以及年份哑变量 ($Year$)。 $v_{i,t}$ 为随机扰动项,表示影响 CEO 非自愿变更的不可控因素。

第二阶段为 OLS 模型,用于检验 CEO 职位风险与薪酬水平之间的关系^③。其中 $Comp_{i,t}$ 表示 CEO 薪酬,由于我国上市公司中实施股权激励的情况不多且激励力度较小,因此本文参照现有文献做法^[20],仅以现金薪酬作为 CEO 薪酬的代理变量,包括上市公司发放给 CEO 的基本工资、奖金福利、各项补贴和其他津贴。 $\hat{Turnover}_{i,t}$ 为第一阶段模型中被解释变量 $Turnover_{i,t}$ 的预测值,表示 CEO 面临的职位风险。 $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。模型中所有系数的标准差均为经行业聚类调整后的稳健标准差,如果系数 γ_1 显著为正,说明 CEO 面临的职位风险越大,其获得的薪酬给付越高,即在排除了 CEO 能力和公司特征等因素影响后,公司会对 CEO 的职位风险做出相应的薪酬补偿,假说 1a 被证实。反之,如果 γ_1 显著为负数,表明 CEO 职位风险与薪酬水平之间存在负相关关系,则拒绝假说 1a,接受假说 1b。各变量的计算方法见表 1。

表 1 变量计算方法

变量名称	变量符号	变量定义及计算
CEO 薪酬	$Comp_{i,t}$	CEO 在 t 年内获得的现金薪酬总额的自然对数 ^④
CEO 非自愿变更哑变量	$Turnover_{i,t}$	公司 CEO 在 t 年发生非自愿变更时取 1,否则取 0
CEO 职位风险	$\hat{Turnover}_{i,t}$	第一阶段模型中被解释变量 $Turnover_{i,t}$ 的预测值
行业波动率	$Indivolatility_{i,t-1}$	首先计算 i 公司所处行业内除本公司外其他所有公司最近几年的加权平均总资产收益率,然后对 $t-5$ 年至 $t-1$ 年的行业加权平均总资产收益率计算标准差
行业收益率	$Indroa_{i,t-1}$	$t-1$ 年 i 公司所处行业内除本公司外其他所有公司总资产收益率的加权平均数
公司规模	$Size_{i,t-1}$	公司总资产的自然对数
公司成长性	$Growth_{i,t-1}$	公司 $t-1$ 年营业收入的增长率
公司收益率	$Idioroa_{i,t-1}$	公司总资产收益率 = 息税前利润 / 总资产平均余额
公司波动率	$Idiovolatility_{i,t-1}$	i 公司 $t-5$ 年至 $t-1$ 年总资产收益率的标准差减行业波动率
CEO 年龄	$CEOage_{i,t}$	至观测年份 CEO 年龄的自然对数
CEO 任职年限	$CEOtenure_{i,t}$	至观测年份 CEO 任职年限的自然对数
CEO 持股比例哑变量	$CEOshare_{i,t}$	CEO 持股比例超过 5% 时取 1,否则为 0
两职合一哑变量	$Dual_{i,t}$	如果董事长与总理由一人担任取 1,否则取 0
独立董事比例	$Indirector_{i,t}$	董事会中独立董事所占比例
第一大股东持股比例	$Largestshare_{i,t}$	第一大股东持有的公司股份比例
国有企业哑变量	$SOE_{i,t}$	当 i 公司实际控制人为国家时取 1,否则取 0
市场化指数	$Marketindex_{i,t}$	根据樊纲等编制的 i 公司所在省份的市场化总指数 ^[12]

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了样本的分布情况。总样本共有 8749 个,其中非国有企业样本有 6015 个,占总样本比例为 68.75%,国有企业样本有 2734 个,占比 31.25%。从行业分布看,样本量最多的行业是:机械、设备、

①根据 2001 年证监会行业分类指引确定样本所属的行业类别,其中制造业选用二级分类标准,其他行业为一级分类标准。

②尽管西方学者通常采用股票市场收益率作为公司业绩的代理变量,然而中国股票市场效率低下、政府干预强、股价同步性高、市场波动大等特点决定了股票价格无法较好地反映公司基本面信息,因此本文仅以会计收益率作为行业绩效的衡量指标。后续稳健性检验中用净资产收益率 ($ROE = \text{净利润} / \text{净资产平均余额}$) 代替总资产收益率 ROA 。

③对于那些年中发生 CEO 变更的样本,我们以继任 CEO 作为公司在该年度的 CEO 进行研究。

④如果 CEO 在 t 年度内任职的时间不足 12 个月,用该 CEO 在 t 年内获得的现金薪酬总额除以在职月数乘以 12 计算其年薪总额。

仪表业(1286个)和房地产业(823个)。样本量最少的是木材、家具业(37个)和其他制造业(43个)。

各变量的描述性统计结果见表3。由表3可知,CEO薪酬自然对数的平均值为12.8207,薪酬最高为16.4315,最小值2.4849,表明不同上市公司之间CEO薪酬差距较大。CEO非自愿变更哑变量的均值为0.096,说明在观测区间内占总体9.6%的样本公司CEO发生了非自愿变更。行业波动率平均为0.0299,标准差(0.0813)为平均值3倍左右,这意味着上市公司所处行业不同,其面临的外部行业环境存在明显差异。

(二) 回归结果分析

表4中列(1)为第一阶段模型的回归结果。行业波动率的系数在5%水平上显著为正,说明当公司所处的行业环境不稳定时,公司对CEO技能和水平的需求也会随之变化,现任CEO被替换的可能性更大,其面临的职位风险也更高。具体来说,行业波动率每提高1%,CEO被辞退的概率相应提升0.1%左右。此外,CEO非自愿变更

概率与行业绩效负相关,行业收益率越低,CEO发生非自愿变更的可能性越大,这与Kaplan和Minton的研究结论一致^[21],即CEO变更决策会受到行业整体经济的影响;公司绩效越差,CEO因经营不善被辞退的概率越高;年龄越大的CEO拥有更丰富的管理经验,被替换的可能性越小;持股比例越高

以及两职兼任的CEO掌握的公司控制权越大,其对公司高管任免决策的影响力越强,被董事会辞退的概率越小。公司波动率、独立董事比例以及第一大股东持股比例的回归系数显著为正,表明公司经营业绩越不稳定,股东越有可能对CEO能力给予较低的评价进而做出变更CEO的决策;独立董事占比以及第一大股东持股比例越高的公司对CEO的约束和监督力度越大,不称职的CEO越有可能被更换。

表2 样本分布

行业	其中:非国有样本	占比	国有样本	占比	总计
农、林、牧、渔业	98	0.7424	34	0.2576	132
采掘业	213	0.6615	109	0.3385	322
食品、饮料业	291	0.7386	103	0.2614	394
纺织、服装、皮毛业	200	0.8511	35	0.1489	235
木材、家具业	36	0.9730	1	0.0270	37
造纸、印刷业	96	0.7559	31	0.2441	127
石油、化学、塑胶、塑料业	553	0.6703	272	0.3297	825
电子业	271	0.7549	88	0.2451	359
金属、非金属业	510	0.6809	239	0.3191	749
机械、设备、仪表业	876	0.6812	410	0.3188	1,286
医药、生物制品业	425	0.7658	130	0.2342	555
其他制造业	38	0.8837	5	0.1163	43
电力、煤气及水的生产和供应业	224	0.4706	252	0.5294	476
建筑业	137	0.6313	80	0.3687	217
交通运输、仓储业	188	0.4921	194	0.5079	382
信息技术业	315	0.7536	103	0.2464	418
批发和零售贸易业	523	0.6679	260	0.3321	783
房地产业	627	0.7618	196	0.2382	823
社会服务业	185	0.6314	108	0.3686	293
传播与文化产业	90	0.6522	48	0.3478	138
综合类	119	0.7677	36	0.2323	155
总计	6015	0.6875	2734	0.3125	8749

表3 变量描述性统计

变量符号	样本量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>Comp_{i,t}</i>	8749	12.8207	12.8967	16.4315	2.4849	0.9539
<i>Turnover_{i,t}</i>	8749	0.0960	0	1	0	0.2946
<i>Indvolatility_{i,t-1}</i>	8749	0.0299	0.0155	0.6120	0.0053	0.0813
<i>Indroa_{i,t-1}</i>	8749	0.0568	0.0518	1.3760	-0.0659	0.0654
<i>Size_{i,t-1}</i>	8749	21.9158	21.8335	28.4820	14.4797	1.3727
<i>Growth_{i,t-1}</i>	8749	18.7396	0.1173	134607.1000	-1.0455	1448.7030
<i>Idioroa_{i,t-1}</i>	8749	0.0587	0.0449	70.5361	-7.2855	0.8083
<i>Idiovolatility_{i,t-1}</i>	8749	0.0437	0.0076	31.0830	-0.6074	0.7828
<i>CEOage_{i,t}</i>	8749	3.8759	3.8712	4.3438	3.2189	0.1320
<i>CEOtenure_{i,t}</i>	8749	0.8973	0.6931	3.0815	-2.1203	0.7880
<i>CEOshare_{i,t}</i>	8749	0.0357	0	1	0	0.1855
<i>Dual_{i,t}</i>	8749	0.1516	0	1	0	0.3586
<i>Indirector_{i,t}</i>	8749	0.3650	0.3333	0.7143	0.0833	0.0533
<i>Largestshare_{i,t}</i>	8749	35.4703	33.3039	89.4086	0.8225	15.7030
<i>SOE_{i,t}</i>	8749	0.3125	0	1	0	0.4635
<i>Marketindex_{i,t}</i>	8749	8.8149	8.9300	11.8000	0.3800	2.1205

胡刘芬:CEO 的职位风险能获得相应的薪酬补偿吗?

第二阶段模型的回归结果如列(2)所示。CEO 职位风险的回归系数为 15.6131,且在 5% 水平上具有统计显著性,说明在控制公司和 CEO 个体特征的情况下,因行业环境波动导致 CEO 所面临的职位风险越大,其获得的薪酬给付越高,CEO 职位风险每上升 1%,公司支付给 CEO 的货币薪酬相应提高 15.6131%。这与假说 1a 的预期一致,初步证实了管理者人力资本理论和最优薪酬契约理论对我国上市公司 CEO 薪酬补偿决策的指导作用,即公司为了留住管理者的人力资本以及缓解委托代理冲突的需要,会对 CEO 自身无法控制的职位风险做出适当的薪酬补偿,这否定了管理者权力理论和假说 1b。控制变量的回归结果显示,行业收益率越高,CEO 从公司获得的薪酬收入越多,说明 CEO 薪酬中存在运气薪酬的成分;规模越大、绩效越好的公司中 CEO 创造的价值越多,薪酬水平也越高;年龄越大的 CEO 对企业管理实践了解越透彻,其获得的报酬越可观;持有公司股份比例越高以及兼任董事长的 CEO 利用手中持有的权力干预高管薪酬设计的能力越强,为自己争取高薪酬的可能性越大。另外,公司波动率、独立董事比例以及第一大股东持股比例的回归系数显著为负,表明公司经营况越不稳定,董事会对 CEO 管理水平的考评结论越差,CEO 薪酬越低;独立董事占比以及第一大股东持股比例越大的公司治理水平越高,董事会与 CEO 合谋的可能性越小,CEO 为了个人私利谋取过高薪酬的能力越弱。公司成长性和 CEO 任职年限对薪酬无显著影响。

(三) 稳健性检验

基于稳健性考虑,我们还做了如下检验:第一,用净资产收益率 ROE 代替总资产收益率 ROA 作为公司收益率的度量指标,公司波动率、行业收益率和行业波动率相应调整,重复上述分析过程,结论保持不变;第二,为了消除行业中各企业发展严重不均衡给本文结论造成的不利影响,改变行业收益率 $Indroa_{i,t-1}$ 和行业波动率 $Indvolatility_{i,t-1}$ 的计算方法,其中行业收益率为 i 公司所处行业内除本公司外其他所有公司总资产收益率的中位数,对 $t-5$ 年至 $t-1$ 年总资产收益率的行业的中位数计算标准差作为行业波动率的取值,重新对两阶段模型进行检验,结论未发生实质性变化;第三,对“CEO 非自愿变更”采取更严格的界定方式,对于“控股权变动”、“解聘”及“完善公司法人治理结构”导致的变更视为非自愿变更,而对于“工作调动”,我们查阅变更公告后仅将 CEO 降职(比如由总经理将为副总经理)的样本视为非自愿变更样本,“个人原因”以及“其他原因”导致的变更不再作为非自愿变更样本处理,据此重新设定 CEO 非自愿变更哑变量 $Turnover_{i,t}$ 的取值,重新回归,结论几乎不受影响;第四,CEO 薪酬包括现金薪酬和股权激励,为了消除 CEO 薪酬结构给研究结论造成的影响,我们剔除研究区间内实施股权激励的 517 个样本,重新对剩余的 8232 个样本按照模型(1)和模型(2)进行回归,回归结果显示,CEO 职位风险的回归系数为 15.4963 ($Z = 2.52$),表明 CEO 薪酬结构不会对本文结果产

表 4 CEO 职位风险与薪酬补偿

被解释变量	(1)	(2)
	第一阶段 回归结果 $Turnover_{i,t}$	第二阶段 回归结果 $Comp_{i,t}$
$Indvolatility_{i,t-1}$	0.0983 ** (2.33)	
$\hat{Turnover}_{i,t}$		15.6131 ** (2.21)
$Indroa_{i,t-1}$	-0.0431 * (-1.69)	0.6021 * (1.81)
$Size_{i,t-1}$	0.0013 (0.50)	0.2553 *** (6.58)
$Growth_{i,t-1}$	0.0001 (0.46)	0.0132 (0.72)
$Idioroa_{i,t-1}$	-0.0063 ** (-2.33)	0.1193 ** (2.29)
$Idivolatility_{i,t-1}$	0.0086 ** (2.17)	-0.1583 * (-1.76)
$CEOage_{i,t}$	-0.0867 *** (-3.31)	1.7375 ** (2.14)
$CEOtenure_{i,t}$	0.0745 (0.21)	-1.2215 (-0.90)
$CEOshare_{i,t}$	-0.0611 *** (-5.15)	1.0286 * (1.78)
$Dual_{i,t}$	-0.0269 *** (-3.18)	0.5571 ** (2.31)
$Indirector_{i,t}$	0.0538 * (1.85)	-1.1018 ** (-2.20)
$Largestshare_{i,t}$	0.0006 *** (2.82)	-0.0143 ** (-2.34)
年份	控制	控制
样本量	8749	8749
R^2	0.1035	0.2744

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著,括号内数据为经行业聚类调整后的双尾检验 T 或 Z 值。

生实质性影响;第五,通常情况下,总经理职位越复杂,其对 CEO 人力资本的要求越高,CEO 因无法胜任最终被辞退的可能性也越大,因此本文结论的一个替代解释是公司给予 CEO 较高薪酬可能仅仅是对 CEO 高人力资本的补偿,为了排除这种替代解释,正文模型中已控制了 CEO 年龄、CEO 任职年限以及 CEO 持股比例等人力资本变量,在此我们还加入了 CEO 固定效应,回归结果不变,说明董事会在制定 CEO 薪酬契约时不仅考虑了人力资本等因素,而且会将 CEO 面临的职位风险纳入薪酬体系的设计框架中。篇幅所限,稳健性检验的结果未列出。

五、制度环境与 CEO 薪酬补偿

与发达的西方国家不同,我国经济正处在转型的特殊时期,政府和市场在资源配置中共同发挥作用,一方面我国大多数上市公司由国有企业改制而来,在私有化改革的过程中,国家股仍然在一部分上市公司中占据主导地位;另一方面由于我国地域辽阔,各省份经济发展水平相差较大,不同地区的市场化改革进程也存在显著差异。根据新制度经济学的观点^[22],制度环境通过影响交易成本进而作用于契约结构,La Porta 等发现一国的法律环境会影响该国公司的治理结构^[23]。同理,我国上市公司的高管薪酬契约是在制度环境基础上根据企业经营目标而设计的,即制度环境也会影响公司的薪酬契约安排。在此,我们分析公司的所有权性质或所处地区的市场化程度对 CEO 薪酬补偿的影响及作用机理。

(一) 所有权性质与 CEO 薪酬补偿

根据所有权性质不同,我国上市公司可以分为两种类型:国有企业和非国有企业。本文认为,国有控股权会减弱企业对 CEO 职位风险的薪酬补偿,其作用机理体现在以下四个方面:第一,国有企业具有多重经营目标,除了作为市场经济主体有着追求利润最大化的目标之外,国有企业还是政府实施宏观调控的重要工具,担负着诸多的社会责任,比如为社会提供就业岗位、增加财政税收收入以及配合产业结构调整等。经营目标的多重性使得国有企业 CEO 的激励方式更加复杂,CEO 不但可以获得薪酬收入,还可能拥有政治晋升机会和在职消费行为^[24],因此对于 CEO 职位风险的补偿方式也呈现多样化,通过货币薪酬方式实施补偿的力度较弱。第二,近年来,国有企业 CEO 薪酬受到越来越严格的管制,比如 2002 年国务院规定国有企业高管年薪与职工平均工资之间的比例不得超过 12 倍,2009 年中央六部委联合下发《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,这些规定同样限制了国有企业对 CEO 职位风险的薪酬补偿水平。第三,国有企业 CEO 的任免权通常掌握在上级政府官员手中,国企高管可以在不同国有企业或者政府部门之间调动,从而形成了较为封闭的“内部劳动力市场”^[25],在这种缺乏竞争性的劳动力市场中,企业为了留住 CEO 的人力资本对其职位风险提供薪酬补偿的动机不足。第四,在当前我国转型经济的背景下,政治关系可以为企业带来资金投入、政府补贴、税收优惠、外部融资、特许经营等方面的资源,与非国有企业相比,国有企业有着天然的政治联系,当外部行业环境出现较大波动时,政府的“帮助之手”会降低不确定的外部环境对国有企业可能造成的不利影响,国企 CEO 因此被更换的可能性降低,其面临的职位风险较小,最终导致 CEO 职位风险与薪酬补偿之间的正相关关系减弱。

我们对国有企业样本和非国有企业样本分别进行回归来检验所有权性质对 CEO 薪酬补偿的影响,回归结果见表 5^①,国有企业组 CEO 职位风险的回归系数(10.2967)未通过统计上的显著性检验,而非国有企业组该变量的回归系数(16.1337)在 1% 水平上显著为正,Chow Test 检验结果(F 值 = 7.82 **)进一步说明了两组样本中的回归系数存在显著差异。综上表明,国有企业对 CEO 职位风险实施薪酬补偿的可能性和力度均小于非国有企业,即国有控股权会减弱企业对 CEO 职位

①篇幅限制,此处仅列出第二阶段模型的回归结果。

胡刘芬:CEO 的职位风险能获得相应的薪酬补偿吗?

风险的薪酬补偿。

(二) 市场化进程与非国有企业 CEO 薪酬补偿

上述研究表明,与国有企业相比,非国有企业在制定 CEO 薪酬契约时更有可能考虑 CEO 所面临的职位风险,薪酬对职位风险的补偿力度更大。本小节将继续讨论不同地区的市场化进程对非国有企业 CEO 薪酬补偿的影响。由于地理位置、国家政策或历史因素等的影响,我国各地区市场化改革的进程存在显著差异。樊纲等将市场化进程细分为五个方面^[12]:政府与市场的关系、市场中介组织发育程度和法律制度环境、非国有经济的发展、产品市场的发育程度以及要素市场的发育程度,并分别从这五个方面对各省份进行评分,得分越高,说明市场化进程越快。根据表 3 的描述性统计结果,我国各省份市场化平均得分为 8.8149,得分最高是浙江省(11.8),得分最低为西藏自治区(0.38),标准差为 2.1205,这说明有些省份的市场化水平已经很高,但另一些省份还存在较严重的地方保护主义和计划经济色彩。

樊纲等将市场化进程细分为五个方面^[12]:政府与市场的关系、市场中介组织发育程度和法律制度环境、非国有经济的发展、产品市场的发育程度以及要素市场的发育程度,并分别从这五个方面对各省份进行评分,得分越高,说明市场化进程越快。根据表 3 的描述性统计结果,我国各省份市场化平均得分为 8.8149,得分最高是浙江省(11.8),得分最低为西藏自治区(0.38),标准差为 2.1205,这说明有些省份的市场化水平已经很高,但另一些省份还存在较严重的地方保护主义和计划经济色彩。

本文将如下方面阐述市场化进程对非国有企业 CEO 薪酬补偿的影响:首先,市场化改革意味着降低政府在资源配置中的作用,市场本身的调节作用得到增强,此时政府越倾向于和企业保持适当的距离^[26],政府对企业的干预越少,企业之间越有可能实现公平竞争,高管技能和水平对企业的发展越重要,企业为了挽留并利用 CEO 的人力资本从而对其职位风险提供薪酬补偿的意愿越明显;其次,市场化进程较快的地区通常拥有活跃的劳动力市场,经理人可以自由地在不同企业之间进行选择,从规避风险方面考虑,在同等条件下经理人会优先选择稳定的工作岗位,除非获得额外的补偿,同样,对于那些行业风险较大的企业,为了吸引优质的管理人才就必须付出相应的成本,为 CEO 提供较高的薪酬水平;再次,市场化水平越高的地区,非国有经济、产品市场以及要素市场的发展速度越快,企业之间的竞争越激烈,当行业环境中出现不稳定因素时,企业更容易受到行业波动带来的不利影响,CEO 因此被更换的概率越高,其面临的职位风险越大,要求的薪酬补偿也越多;最后,发达的市场中介组织以及较好的法律制度环境有助于改善公司的治理结构^[27],公司治理效率越高,董事会成员对 CEO 职位风险进行识别、评估并做出合理补偿的能力越强,如果 CEO 未来离职风险较高,则董事会制定的薪酬补偿力度相应较大。

接下来利用大样本数据对市场化进程与非国有企业 CEO 薪酬补偿之间的关系进行检验,我们根据樊纲等编制的市场化总指数,以市场化水平的中位数为标准,将非国有样本分为市场化水平较高组和市场化水平较低组,分组检验 CEO 职位风险对薪酬水平的影响,并利用 Chow Test 检验对两组回归结果进行比较。由表 6 可知,市场化水平较高组中 CEO 职位风险的回归系数高达 43.1303 且在 1% 水平内显著,而市场化水平较低组中该变量的回归系数未通过显著性检验,Chow Test 检验 F 值为 23.42,说明两组样本中的回归系数存在明显差异,即非国有企业所处地区的市场化程度越高,CEO 获得的与职位风险相关的薪酬补偿越多。

表 5 所有权性质与 CEO 薪酬补偿

解释变量	被解释变量: $Comp_{i,t}$	
	国有企业组	非国有企业组
$\hat{Turnover}_{i,t}$	10.2967 (1.44)	16.1337 *** (3.19)
样本量	2734	6015
R^2	0.2879	0.2647
Chow Test: $\gamma \hat{Turnover}_{i,t}(\text{国有企业组}) - \gamma \hat{Turnover}_{i,t}(\text{非国有企业组}) = 0$		
F 值	7.82 **	

注:各模型均包含了模型(2)中所有控制变量,限于篇幅未列出。***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著,括号内数据为经行业聚类调整后的双尾检验 Z 值。

表 6 市场化进程与非国有企业 CEO 薪酬补偿

解释变量	被解释变量: $Comp_{i,t}$	
	市场化水平较高组	市场化水平较低组
$\hat{Turnover}_{i,t}$	43.1303 *** (4.27)	-5.6995 (-1.09)
样本量	3339	2676
R^2	0.2576	0.2750
Chow Test: $\gamma \hat{Turnover}_{i,t}(\text{市场化水平较高组}) - \gamma \hat{Turnover}_{i,t}(\text{市场化水平较低组}) = 0$		
F 值	23.42 ***	

注:各模型均包含了模型(2)中所有控制变量,限于篇幅未列出。***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著,括号内数据为经行业聚类调整后的双尾检验 Z 值。

六、结论与启示

本文以2005—2014年在沪、深交易所上市交易的A股公司为研究对象,从CEO职位风险的薪酬补偿角度实证检验三种主流的薪酬理论对我国上市公司高管薪酬设计实践的解释力。研究结论显示,上市公司为了留住经理人优质的人力资本、避免事前“逆向选择”或事后“道德风险”行为,会将CEO所面临的职位风险纳入高管薪酬体系的设计框架中,CEO可获得与职位风险相对应的薪酬补偿,证实了管理者人力资本理论和最优薪酬契约理论对上市公司CEO薪酬补偿决策的指导作用,否定了管理者权力假说。结合我国特殊的制度背景进一步研究表明,与国有企业相比,非国有企业更有可能对CEO面临的职位风险实施薪酬补偿,且非国有企业CEO薪酬契约的风险补偿作用在市场化程度较高的制度环境下更显著。

我们的研究结论对实践具有一定的启示作用。高管薪酬体系作为一种重要的公司治理机制,是连接管理层利益与公司利益之间的纽带,根据本文的研究,完善CEO薪酬决策可从如下两方面入手:第一,基于规避风险的考虑,经理人倾向于选择稳定的工作岗位,因此对于那些行业波动性较大的企业,应为CEO制定较高的薪酬水平,以补偿CEO面临的由外部环境因素导致的职位风险,如此才能吸引到优质的管理人才并利用其人力资本为企业创造价值;第二,制度环境通过影响交易成本进而作用于薪酬契约结构,因此进一步推进国企的私有化改革,减少政府对企业的干预,加大市场在资源配置中的作用,为企业创造公平竞争的外部环境,加强资本市场监督和投资者法律保护力度,是进一步优化我国上市公司高管薪酬体系的重要举措。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 徐宏忠, 万小勇, 连玉君. 高管薪酬行业差异的实证分析[J]. *管理评论*, 2012(24): 85-93.
- [3] 戴治勇. 法治, 信任与企业激励薪酬设计[J]. *管理世界*, 2014(2): 102-110.
- [4] Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top management incentives[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225-264.
- [5] Bebchuk L, Fried J. Executive compensation as an agency problem[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17(3): 71-92.
- [6] Gabaix X, Landier A. Why has CEO pay increased so much? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2008, 123(1): 49-100.
- [7] 唐松, 孙铮. 政治关联, 高管薪酬与企业未来经营绩效[J]. *管理世界*, 2014(5): 93-105.
- [8] 醋卫华, 李培功. 媒体追捧与明星 CEO 薪酬[J]. *南开管理评论*, 2015(1): 118-129.
- [9] Fee C E, Hadlock C J. Management turnover across the corporate hierarchy[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2004, 37(1): 3-38.
- [10] Abowd J M, Ashenfelter O. Anticipated unemployment, temporary layoffs, and compensating wage differentials[M]. University of Chicago Press, 1981.
- [11] Adair M, Vikram N, Amit S. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs? [J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1779-1821.
- [12] 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2011年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2012.
- [13] Eisfeldt A L, Kuhnen C M. CEO turnover in a competitive assignment framework[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(2): 351-372.
- [14] Angrist J D, Krueger A B. Instrumental variables and the search for identification: from supply and demand to natural experiments[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2001(15): 69-85.
- [15] Bennedsen M, Nielsen K M, Perez-Gonzalez F, Wolfenzon D. Inside the Family? Rm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2007, 122(2): 647-691.
- [16] Oyer P. The Making of an Investment Banker: Stock Market Shocks, Career Choice, and Lifetime Income[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(6): 2601-2628.
- [17] Dedman E. Executive turnover in UK firms: the impact of Cadbury[J]. *Accounting & Business Research*, 2003, 33(1): 33-50.
- [18] Bushman R, Dai Z, Wang X. Risk and CEO turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96(3): 381-398.

- [19]陈德球, 杨佳欣, 董志勇. 家族控制、职业化经营与公司治理效率——来自 CEO 变更的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013(4): 55 - 67.
- [20]方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 经济研究, 2009(3): 110 - 124.
- [21]Kaplan S N, Minton B A. How has CEO turnover changed? [J]. International Review of Finance, 2012, 12(1): 57 - 87.
- [22]Coase R H. The nature of the firm[J]. Economics, 1937, 4(16):386 - 405.
- [23]La Porta R, Lopezdesilanes F, Shleifer A, Vishny R W. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113 - 1155.
- [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] Zhou L A. Career concerns, incentive contracts, and contract renegotiation in the Chinese political economy [D]. Stanford University, 2002.
- [26]夏立军, 陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J]. 经济研究, 2007(7): 82 - 95.
- [27]La Porta R, Lopezdesilanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(3): 3 - 28.

[责任编辑:高 婷]

Do CEOs Receive a Pay Premium for the Turnover Risk? Empirical Evidence from Chinese Listed Firms of A Share

HU Liufen

(School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China)

Abstract: This research studies the relationship between CEO turnover risks and the pay premium by using the data of A-Share public companies listed in Shenzhen and Shanghai Stock Exchanges in the period 2005—2014 as a sample. The conclusion shows that CEO turnover risks is positively correlated with the pay premium. Companies take CEO turnover risk into executive pay system design framework for retaining the high-quality human capital of managers and avoiding “adverse selection” or “moral hazard” behavior. CEOs receive a pay premium for the turnover risks. Further study indicates that the more competitive manager market is, the more an executive turnover risk premium is. The guiding role of the human capital theory and the optimal compensation contract theory on CEO pay systems of China’s listed companies is confirmed, denying the managerial power hypothesis. Combined with the special institutional background in China, we find that non-state-owned controlling stake or higher degree of marketization will further enhance the CEO turnover risks premium. This study not only expands the perspective of executive compensation contract theories, but also helps to deeply understand the mechanism of executive compensation design and reveal inherent reasons for the diverse executive compensation levels in different companies.

Key Words: CEO turnover risks; pay level; nature of ownership; marketization progress; theory of CEO pay premium contract; pay compensation; company finance; corporate governance