

# 董事会独立性、薪酬差距与公司业绩

袁春生, 曾碧蓉, 廖楚君

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

**摘要:** 文章对公司薪酬差距与业绩的关系、董事会独立性对公司薪酬差距的影响,以及董事会独立性对薪酬差距与公司业绩关系的影响进行实证研究。以2009-2014年沪深两市A股上市公司为样本的研究结果表明,较大的薪酬差距可提升公司业绩,符合锦标赛理论。然而较高的董事会独立性会降低薪酬差距、降低薪酬差距对公司业绩的提升作用,此结果与社会公平理论的预期一致。研究结果总体表明,薪酬差距具有较强的激励作用,而独立董事更关注薪酬差距引发的社会公平问题。研究结果对企业薪酬政策的制订和居民收入差距扩大的治理具有一定的参考价值。

**关键词:** 薪酬差距; 董事会独立性; 公司业绩; 锦标赛理论; 社会公平理论

**中图分类号:** F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2018)04-0003-11

## 一、引言

近年来,收入差距扩大引起了学术界和政府部门的广泛关注。随着城市化进程的持续,未来10年总体收入差距仍将保持较高水平<sup>[1]</sup>。在收入差距扩大过程中,企业内部职工之间的薪酬差距扩大十分明显,其中一个显著特点是企业高管报酬快速增长<sup>[2,3]</sup>。企业高级管理层薪金快速增加,使得高管与企业普通员工之间的薪酬差异呈现出扩大趋势。例如,在1970年,美国公司首席执行官(CEO)的平均现金薪酬大约是生产工人现金薪酬数额的28倍,但是到2005年,此倍数已经上升到115倍<sup>[3]</sup>。刘春和孙亮(2010)的研究数据表明,我国上市公司中高管与员工之间的薪酬差距亦呈现出逐年扩大的规律<sup>[4]</sup>。薪酬差距不仅仅体现在高管与员工之间,也体现高管之间,比如方芳和李实(2015)发现,中国不同企业之间高管薪酬差距较大,此差距甚至高于不同企业员工间的工资差距<sup>[5]</sup>。

在收入差距日益扩大的背景下,大量学者关注薪酬差距对企业业绩的影响。在微观企业中,薪酬差距能否有助于提升公司业绩?锦标赛理论认为,薪酬差距能够对代理人产生激励作用,减少代理人偷懒程度,激发高管和员工努力工作,有助于提升公司业绩<sup>[6]</sup>。林浚清等(2003)的研究表明,高管内部薪酬差距与未来公司业绩正相关,薪酬差距增加可改进公司业绩<sup>[7]</sup>。Kale et al.(2009)发现,锦标赛式的薪酬激励与公司业绩存在显著正相关关系<sup>[8]</sup>。刘春与孙亮(2010)发现,在国有企业内部,高级管理层和员工之间的薪酬差距较大时,企业业绩也较好,二者呈现出显著的正相关关系<sup>[4]</sup>。上述研究支持锦标赛理论,不过潘敏和刘希曦(2016)认为,过大的薪酬差距可能会导致薪酬激励效果不佳<sup>[9]</sup>。因此,薪酬差距对公司业绩是存在激励作用还是抑制作用,还值得进一步探讨。

独立董事在公司薪酬政策制订中具有重要影响。在上市公司中,主要由独立董事构成的公司薪酬委员会,负责制订公司高层管理者的薪酬激励机制。有研究发现,上市公司董事会的独立性越强,公司高管薪酬

收稿日期: 2018-04-26

基金项目: 国家自然科学基金项目(71262025)

作者简介: 袁春生(1973-),男,江西吉水人,教授,管理学博士,研究方向为公司治理;

曾碧蓉(1991-),女,江西泰和人,硕士研究生,研究方向为公司财务管理;

廖楚君(1992-),女,江西奉新人,硕士研究生,研究方向为会计信息。

的粘性越弱<sup>[10]</sup>,表明独立性较强的董事会可提升高管激励机制的有效性。袁春生和唐松莲(2015)发现,民营上市公司引入外部董事虽然弱化了高管薪酬的粘性,但是,高层管理人员薪酬的业绩敏感性却没有得到改进。结果表明,引入的外部董事在制订公司高管薪酬激励方案时很可能会与公司高管合谋,并没有较好地履行监督职能<sup>[11]</sup>。考虑到当薪酬差距较小时,扩大薪酬差距可激励管理层和员工努力工作从而提升企业业绩,但此激励效果随着薪酬差距扩大而减小<sup>[9]</sup>,在我国收入差距日益扩大、社会公众反应强烈的情况下,独立董事制订高层管理者以及普通员工报酬激励机制时,他们是基于社会公平性角度考虑而倾向于降低企业内部的薪酬差距?还是更可能基于锦标赛理论而适当扩大企业内部薪酬差距?独立董事对企业内部薪酬差距的态度如何影响企业业绩?

基于上述考虑,本文关注薪酬差距对企业业绩的影响、董事会独立性对公司内部薪酬差距的影响、董事会独立性对公司内部薪酬差距与企业业绩的关系产生何种影响。我们的研究结果显示,高层管理者之间较大的薪酬差距以及高层管理者与员工之间较大的薪酬差距都与公司业绩存在着显著的正相关关系。与此同时,董事会独立性越高,企业高管间和高管员工间薪酬差距越小,董事会独立性会降低公司内部薪酬差距带来的激励效果。这些结果意味着,较大的企业内部薪酬差距可促使高管与员工努力工作,从而可提升公司业绩。结果符合锦标赛理论,但独立董事更关注社会公平而致力于缩小企业内部薪酬差距,符合社会公平理论。本文价值在于:(1)既有许多相关研究文献通常认为锦标赛理论与社会公平理论是非此即彼的对立关系,但是本文的研究结果则表明,并不能单纯利用锦标赛理论或社会公平理论来解释现实的企业内部薪酬差距状况及其原因,这源于公司高管、员工、独立董事等不同利益主体对薪酬差距可能持不同态度。(2)许多实证研究表明,独立董事的设立并不能提升公司业绩,结果令人困惑。我们的研究发现,目前扩大薪酬差距有较好的激励效果,但独立董事更追求社会公平而缩小薪酬差距,从而削弱了薪酬差距的激励效果,此研究结果为独立董事不能有效提升公司业绩的疑惑提供了一种合理且可信的解释。(3)本文结论还意味着,考虑到薪酬差距产生的激励作用可提升企业业绩,那么试图通过缩小企业内部职工薪酬差距来缩小居民收入差距并不是一种明智的措施,此方面更应探讨居民收入差距扩大的其它主要成因,通过第二次分配来缩小居民收入差距。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 锦标赛、薪酬差距与公司业绩

长期以来,薪酬差距对企业业绩的影响是个备受关注的话题。在两权分离的现代大型企业中,信息不对称的存在,导致委托人无法完全观察到代理人的行为,委托人与代理人之间存在较为严重的代理问题<sup>[12]</sup>,缓和代理问题的公司治理机制之一是为代理人提供基于业绩的报酬。然而,由于对代理人监督较困难,且各代理人的贡献也较难精确测定,可能导致基于业绩的报酬机制激励效果不佳。据此,Lazear and Rosen(1981)提出了锦标赛理论,根据代理人产出的排序而非产出本身来确定薪酬<sup>[6]</sup>。锦标赛理论认为,按业绩排序为代理人提供差距比较大的报酬激励方案,能够很有效地刺激代理人努力工作、减少代理人的偷懒行为,从而有助于提升企业业绩,较大薪酬差距的激励效果较好。其主要理由是:首先,实施锦标赛式薪酬制度,为竞争过程中排序较前的代理人提供较高薪酬,可解决代理人贡献难以测定的问题,节约监督成本。从技术上看,以产出的排序来计量代理人贡献比以产出本身为计量指标更容易实施<sup>[7]</sup>。其次,在监控力度不足的情况下,较大的薪酬差距可促使代理人为获得较高的报酬而自动地努力工作,从而委托人可以减少对代理人的监督活动,减少委托人对代理人的监控成本,降低委托代理成本<sup>[6]</sup>。再次,差距较大的薪酬激励方案可促使代理人之间为获得较高薪酬而自动相互竞争,努力工作,因此代理人之间较大的薪酬差距更能起到激励效果。最后,可排除前期业绩对当期激励的负面影响。前期锦标赛中的赢者如果后期不努力工作,在锦标赛中排序也将降低,从而不能获得较高当期薪酬,此压力将促使赢者需要持续不断地努力工作。

总之,锦标赛理论认为,以业绩的排序为基准,对排序较前的竞争者给予较高的薪酬奖励,此种激励机制更容易实施、更能刺激职工持续努力工作、可减少监督成本。因此,锦标赛式的激励方案可使委托人和代理人利益趋于一致,能够帮助公司实现利润最大化的目的。目前,锦标赛理论得到了许多实证研究结果的支

持。如 Lazear and Rosen(1981)、Kale et al.(2009)的研究结果都表明,较高的薪酬差距可以提升公司业绩<sup>[6,8]</sup>。在我国,林浚清、黄祖辉和孙永祥(2003)对公司高管内部报酬差距激励效果的研究发现,高管内部的薪酬差距越大,公司未来业绩越好,二者之间呈正相关<sup>[7]</sup>。陈震与张鸣(2006)的研究发现,在成长性较高的公司中,高管之间的内部薪酬差距越大,公司业绩也越好,此规律在成长性较低公司中同样存在<sup>[13]</sup>。刘春和孙亮(2010)以国有上市公司为样本,对高管内部薪酬差距是否能够提升公司业绩进行了研究,研究同样发现,高管内部的薪酬差距较大,企业业绩也较好,此研究结果同样支持锦标赛理论的观点<sup>[4]</sup>。据此,根据锦标赛理论,提出如下假设:

假设 H1: 内部薪酬差距越大,企业经营业绩越好,二者呈正相关关系。

## (二) 董事会独立性对薪酬差距与公司业绩之间关系的影响

### 1. 锦标赛、董事会独立性与薪酬差距的激励作用

在我国,两权分离和信息不对称的存在导致上市公司股东与公司管理者之间存在着较为严重的委托代理冲突<sup>[12]</sup>。与此同时,公司大股东与外部小股东之间也存在着利益冲突<sup>[14]</sup>。证券市场监管当局将独立董事制度作为一项公司治理制度引入上市公司,其目的在于增加董事会的独立性,监督公司大股东与高管的经营行为,减少股东与管理层之间、以及大股东和小股东之间的代理成本,提升公司业绩<sup>[15]</sup>。美国 SOX 法案甚至规定,为增强董事会独立性,公司审计委员会必须完全由独立董事组成,其中至少一人应是财务专家。我国亦从 2001 年开始实施独立董事制度。一些研究表明,独立董事在发现财务舞弊和遏制高管权利的能力上要高于内部董事<sup>[16]</sup>,董事会独立性越强,公司盈余更稳健<sup>[17]</sup>,股东财富更不容易被盗窃<sup>[18]</sup>,股票价格越高,公司市场业绩越好<sup>[19]</sup>。

具体到董事会的独立性、公司内部薪酬差距与企业业绩三者之间的关系,可以从设立独立董事制度的目的进行分析。设立独立董事的意图在于帮助股东特别是外部股东监督企业管理层的行为,因此预计独立董事通常会从股东利益最大化角度考虑,帮助公司制订合适的薪酬制度以提升公司业绩。其一,董事会独立性越强,独立董事越独立于公司高管,不容易受高管的制约,可以较好地监督公司高管的经营管理行为,因此更倾向于以股东利益最大化为目标制订公司高管的薪酬契约。其二,大部分独立董事来自于高校、其它企业等单位,具备较为丰富的经济管理专业知识或实业经营经验,可以更专业地评判公司经营业绩,具有制订合理高管薪酬的知识或经验。一些研究表明,在美国公司中,首席执行官(CEO)的薪酬溢价通常比较适中,较高的 CEO 报酬主要是来自于因机构投资者及独立董事的严格监督导致的公司业绩提升的报酬<sup>[20]</sup>。董事会的独立性越高,特别是外部独立董事在董事会中所占比例的增加,更能够起到降低高管薪酬粘性的作用<sup>[21]</sup>。考虑到较大的薪酬差距可提升公司业绩,以及独立董事在公司治理中的正向作用,可以认为,独立性较强的董事会更能够基于股东利益最大化角度考虑,帮助企业制订差距较大的高管薪酬方案,以激励高管或员工努力工作,创造更佳的企业业绩。因此,作出如下假设:

假设 H2a: 董事会独立性越强,企业内部的薪酬差距越大;同时,独立性较强的董事会更能够提高公司内部薪酬差距在公司业绩方面的激励作用。

### 2. 社会公平、董事会独立性与薪酬差距的激励作用

对于薪酬公平性的理解,通常认为与业绩相当的薪酬是较合适的,工作业绩较好则薪酬相应较高。不过,由于管理者具备较大权力,高管对自身薪酬具备较强的影响力<sup>[2]</sup>,高管甚至可以通过盈余管理或利润操纵来提升自身薪酬<sup>[22]</sup>,导致现实中薪酬并非完全按业绩计酬,容易出现企业内部薪酬差距过大、显失公平的现象。例如,当公司高管升任为 CEO 时,其薪酬很可能增加数倍,但其能力和工作业绩并不可能在短时期内突然增加<sup>[6]</sup>。因此,现实中较大的薪酬差距引起了社会公众的质疑,也影响了低收入员工的工作积极性。

在薪酬差距日益扩大的现实情况下,基于社会公平角度考虑,公司独立董事对较大的公司内部薪酬差距更可能持反对观点,尽管内部薪酬差距的扩大可能会对公司业绩存在较好的激励效果。其一,通常,独立董事在企业领取的是金额远低于其他高管薪酬的固定津贴,企业内部薪酬差距过大,将会使独立董事自己都会感觉到薪酬差距显失公平。其二,独立董事领取的津贴与企业业绩的高低并无较高的相关关系,其津贴的业绩敏感度几乎为零。其三,独立董事会考虑其社会声誉。企业高管薪酬过高导致内部薪酬差距过高,将会引

发社会公众甚至舆论的谴责。例如 2007 年中国平安董事长兼 CEO 领取的 6616 万高额年薪引发了社会公众的强烈反应。过高的薪酬也导致近年来我国相关政府部门出台文件以规范国有企业高管薪酬。在目前我国居民收入差距较大的情况下,过高的薪酬和过大的薪酬差距不仅会使企业容易受到舆论的谴责,也会使社会公众认为独立董事没有良好地履行其监督职责,独立董事的社会声誉将会因此受到损失。由此,相对于企业高管,独立董事更可能持“不患寡而患不均”的社会公平思想,力图缩小企业内部薪酬差距,减少薪酬差距过大引起的不公平感,而不太在意薪酬差距是否存在较好的激励效果。依据社会公平理论,本文作出如下假设:

假设 H2b: 独立董事对薪酬差距社会公平性的关注,导致董事会独立性较强的公司,其内部薪酬差距较小;董事会独立性越强,公司内部薪酬差距提升公司业绩的效果越弱。

### 三、实证研究的设计

#### (一) 研究样本与数据

我们以 2009 年到 2014 年间在上海和深圳两个证券交易所上市的 A 股公司作为原始样本<sup>①</sup>,并按如下程序筛选样本:首先,考虑到金融行业公司的业务类型、资产和资本结构与其它行业公司存在较大的差异,因此我们剔除金融行业公司;其次,考虑到 ST 公司的业务经营及财务数据存在异常,也将 ST 公司样本删除;再次,为避免不同上市地制度性差异产生的潜在影响,本文也将股票在境内外同时上市交易的公司样本剔除;(4)最后,还将资产负债率超过 100% 以及需使用数据缺失的样本剔除。经过上述程序,我们获得的公司年度样本数量为 7417 个。本文实证研究过程中需要使用的变量数据主要来源于 CSMAR 数据库。为避免各变量极端值对回归结果的影响,我们对连续变量的数据按上下各 1% 样本进行 winsorize 处理。

#### (二) 模型设定

本文参考汪平等(2014)<sup>[23]</sup>、刘春和孙亮(2010)<sup>[4]</sup>、林俊清等(2003)<sup>[7]</sup>的文献,采用模型(1)检验内部薪酬差距与公司业绩的关系,利用模型(2)检验董事会的独立性与内部薪酬差距的关系,采用模型(3)研究董事会独立性如何影响薪酬差距与公司业绩之间的关系。按假设 H1,我们预计回归系数  $\alpha_1$  和  $\delta_1$  应显著为正。按假设 H2a,我们预计  $\beta_1$  和  $\delta_2$  也显著为正。而按假设 H2b,  $\beta_1$  和  $\delta_2$  则应显著为负。

$$Roa = \alpha_0 + \alpha_1 Lncap + \alpha_2 Cf + \alpha_3 Soe + \alpha_4 Growth + \alpha_5 First \\ + \alpha_6 Lev + \alpha_7 Index + \alpha_8 Year + \alpha_9 Industry + \varepsilon \quad (1)$$

$$Lncap = \beta_0 + \beta_1 Indep + \beta_2 first + \beta_3 Soe + \beta_4 Lnmsize + \beta_5 Growth \\ + \beta_6 Risk + \beta_7 Index + \beta_8 Year + \beta_9 Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$Roa = \delta_0 + \delta_1 Lncap + \delta_2 Lncap \times Indep + \delta_3 Cf + \delta_4 Soe + \delta_5 Growth + \\ + \delta_6 First + \delta_7 Lev + \delta_8 Index + \delta_9 Year + \delta_{10} Industry + \varepsilon \quad (3)$$

#### (三) 变量定义

回归模型中各变量的定义如表 1 所示。

1. 被解释变量。本文采用资产利润率作为企业业绩(Roa)的代理变量。我国上市公司市场价值容易受到证券市场和政策的影响,波动较大,用资产利润率(Roa)衡量企业业绩比股市业绩指标更合适。另外,考虑到每股收益(Eps)是常用的盈利能力指标,我们用此指标替代 Roa 进行稳健性检验。

2. 解释变量。解释变量包括高管内部薪酬差距(Lncap1)、高管与员工之间的薪酬差距(Lncap2)、以及

<sup>①</sup> 采用 2009 - 2014 年我国沪深 A 股上市公司作为样本,主要考虑以下两个原因:一是 2009 年 9 月 16 日人力资源与社会保障部等六部委联合发布《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,对所有行业央企高管发出“限薪令”。2014 年 8 月中共中央政治局通过了《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》,大力整治央企和一些高收入垄断性行业高管的不合理高收入,减少内部收入差距,此限薪令从 2015 年 1 月 1 日起施行。二是 2015 年四季度《教育部办公厅关于开展党政领导干部在企业兼职情况专项检查的通知》下发,2015 年 11 月中旬开始涌现出高校独董辞职潮。

董事会的独立性(Indep)。另外,按照模型(2)的设定,Lncap1与Lncap2也是被解释变量。对于高管内部薪酬差距和高管员工之间薪酬差距的计量,我们参考汪平等(2014)、刘春和孙亮(2010)等文献的方法<sup>[23,4]</sup>。通常,独立董事声誉越高,其独立性越强,因此,在稳健性检验时,我们还采用Bushman et al(2004)<sup>[24]</sup>的方法,用独立董事声誉(Reput)替换独立董事比例。

表1 变量设计

变量	符号	计量方法
企业业绩	Roa	资产利润率,计算公式为“净利润÷平均总资产”,其中平均总资产为“(总资产期末余额+总资产期初余额)÷2”。
薪酬差距 Lncap	Lncap1	高管内部薪酬差距,为(前三名高管的平均报酬÷其他高管的平均报酬)的自然对数。
	Lncap2	高管与员工之间的薪酬差距,为(前三名高管的平均报酬÷公司员工的平均工资),其中员工平均工资的计算公式为“(支付给职工以及为职工所支付的现金-公司高管薪酬的总额)÷(员工数量-高管数量)”。
董事会独立性	Indep	独立董事比例,即独立董事人数/董事会成员人数。
现金流量净额	Cf	年度经营活动现金流量净额除以年末总资产。
实际控制人性质	Soe	当企业实际控制人为非国有企业时取1,为国有企业时取0。
公司成长性	Growth	公司当年与上年销售收入之差除以上年销售收入。
股权集中度	First	公司第一大股东持股比例。
财务杠杆	Lev	用资产负债率表示,为负债总额与资产总额的比值。
市场化进程	Index	取自王小鲁等(2016)的市场化指数。
高管规模	Lnsize	高管总人数的自然对数。
环境不确定性	Risk	前三个会计年度基本每股收益的标准差。
每股收益	Eps	净利润除以股份数量。
独立董事声誉	Reput	即独立董事的平均任职公司家数。
年度	Year	即年度虚拟变量
行业	Industry	按证监会制定的行业分类标准,将上市公司划分为不同行业并设置虚拟变量,其中制造业按前两位代码分类,其他行业按首字母分类。

#### 四、实证分析结果

##### (一) 描述性统计

表2中列示了变量的描述性统计数据。从表2可以看出,公司业绩(Roa)的均值为5.17%,标准差为6.1%,表明样本公司之间资产报酬率差异较大。高管内部薪酬差距(Lncap1)的均值为1.2887,高管与员工之间薪酬差距(Lncap2)的平均值为2.01,高管内部薪酬差距(Lncap1)小于高管员工间的薪酬差距(Lncap2)。独立董事比例(Indep)均值为37.02%,大于三分之一,总体看样本公司独立董事比例符合证监会的要求。独立董事比例标准差为5.40%,说明各个观测值之间差异不明显。公司现金流量净额(Cf)、销售增长率(Growth)、环境不确定性(Risk)等变量的标准差与均值的比值都大于1,表明样本公司之间这些变量的差异比较大。

表2 各变量的描述性统计

变量符号	样本量	最小值	最大值	均值	标准差
Roa	7417	-0.8401	0.7897	0.0517	0.0610
Lncap1	7417	0.1754	5.4778	1.2887	0.4455
Lncap2	7417	0.0003	9.7698	2.0065	1.2710
Indep	7417	0.3333	0.7143	0.3702	0.0540
Cf	7417	-0.5853	0.5227	0.0389	0.0769
Soe	7417	0.0000	1.0000	0.6600	0.4740
Growth	7417	-0.9946	0.9981	0.0982	0.3091
First	7417	0.0220	0.8523	0.3471	0.1450
Index	7417	0.3800	11.8000	9.3777	1.9774

变量符号	样本量	最小值	最大值	均值	标准差
Lev	7417	0.0000	0.9934	0.4029	0.2230
Lnmsize	7417	0.0000	3.8067	1.8325	0.3504
Risk	4094	0.0000	6.2148	0.1895	0.2479
Reput	7417	1.0000	3.0000	2.1996	0.2705

表 3 提供了 2009 – 2014 年高管间的薪酬差距( Lncap1) 和独立董事比例( Indep) 这两个变量平均值。表 3 的数据显示 ,高管间的薪酬差距( Lncap1) 呈现出逐年减小的趋势<sup>①</sup> ,但是 ,独立董事比例( Indep) 则基本呈现出逐年增加趋势 ,这两个变量的变化规律相反 ,可能意味着 ,独立董事会基于社会公平考虑而倾向于缩小公司内部的薪酬差距 ,即董事会独立性与高管内部薪酬差距的关系更可能符合假设 H2b。

表 3 2009 – 2014 年高管内部薪酬差距与独立董事比例

年度	样本量	Lncap1	Indep
2009	601	1.3967	0.3621
2010	1013	1.3608	0.3669
2011	1269	1.3224	0.3693
2012	1497	1.2709	0.3702
2013	1492	1.2434	0.3735
2014	1545	1.2326	0.3728

## (二) 主要变量的相关系数

表 4 列出了各主要变量之间的 Pearson 相关系数。表 4 显示 ,高管内部薪酬差距( Lncap1) 与资产利润率( Roa) 之间的 Pearson 相关系数为 0.053 ,统计显著性水平为 1% ,结果说明高管内部薪酬差距越大 ,则公司的业绩越佳。高管员工之间的薪酬差距( Lncap2) 与资产利润率之间的 Pearson 相关系数亦显著为正 ,显著性水平为 1% ,说明高管员工间的薪酬差距较大时 ,公司的绩效也相对较好。上述两个结果与假设 H1 的预测相符 ,说明薪酬差距与公司业绩之间的关系更符合锦标赛理论。表 4 中 ,独立董事比例( Indep) 与高管内部薪酬差距( Lncap1) 的相关系数显著为负 ,说明在董事会独立性较高的公司中 ,高管内部薪酬差距相对较小 ,独立董事会基于社会公平而缩小薪酬差距 ,结果与假设 H2b 一致。高管员工间薪酬差距( Lncap2) 与独立董事比例之间相关系数不显著 ,说明独立董事对高管员工间薪酬差距几乎没有太大的影响。此外 ,本文注意到 ,独立董事比例( Indep) 与公司业绩( Roa) 并不显著相关 ,结果表明董事会独立性程度对公司业绩没有显著的直接影 响 ,这与高明华和 马守莉( 2002) <sup>[25]</sup>、胡勤勤和沈艺峰( 2002) <sup>[26]</sup> 等文献一致<sup>②</sup>。

表 4 主要变量 Pearson 相关系数

变量符号	Roa	Lncap1	Lncap2	Indep	Lev	Cf	Soe	Growth	First
Roa	1								
Lncap1	0.053 ***	1							
Lncap2	0.002 ***	0.061 ***	1						
Indep	-0.006	-0.088 ***	0.012	1					
Lev	-0.377 ***	-0.007	0.289 **	-0.028 **	1				
Cf	0.312 ***	-0.055 ***	0.075 **	-0.028 **	-0.116 ***	1			
Soe	0.147 ***	0.003	0.119 **	0.045 ***	-0.380 ***	-0.057 ***	1		
Growth	0.125 ***	-0.028 **	0.05 **	0.064 **	0.130 ***	0.054 ***	-0.017	1	
First	0.080 ***	0.045 ***	-0.008	0.087 ***	0.046 ***	0.043 ***	0.196 ***	-0.022	1

注: \*\*\*、\*\*、\* 表示显著性水平为 1%、5%、10% ( 双侧)。

① 2009 年开始国家对国有企业高管薪酬实行限薪 ,高管内部薪酬差距逐年缩小意味着限薪令发挥了限止高管薪酬的作用。

② 引入独立董事是否能够改善公司业绩一直是公司治理领域的热点研究话题 ,然而已有研究并未得到一致结论。考虑到本文的相关性分析未发现独立董事比例与公司业绩之间存在直接的显著关系 ,因此在回归模型( 3) 中并没有单独将独立董事作为自变量纳入回归方程。

## (三) 回归分析

## 1. 高管内部薪酬差距与公司业绩关系的回归结果

利用模型(1)对薪酬差距与公司业绩关系进行回归的结果见表5。其中第(1)个回归结果是采用高管内部薪酬差距为薪酬差距代理变量进行回归的结果,第(2)个回归结果是采用高管员工间薪酬差距为薪酬差距代理变量进行回归的结果。回归结果(1)显示,高管内部薪酬差距(Lncap1)的回归系数显著为正(0.004,显著性水平1%),说明高管内部薪酬差距较大时,公司的业绩也较好。较大的高管内部薪酬差距可以激励高管更加努力工作,从而有助于提升公司业绩,此结果与假设H1相吻合,支持锦标赛理论。

表5 薪酬差距与公司业绩关系的回归结果

变量符号	(1) Roa		(2) Roa	
	系数	Sig	系数	Sig
Constant	0.038***	0.000	0.037***	0.000
Lncap1	0.004***	0.008		
Lncap2			0.006***	0.000
Cf	0.222***	0.000	0.213***	0.000
Soe	0.005***	0.000	0.006***	0.000
Growth	0.030***	0.000	0.029***	0.000
First	0.037***	0.000	0.040***	0.000
Lev	-0.100***	0.000	-0.110***	0.000
Index	0.001***	0.005	0.001***	0.001
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
Adj. R <sup>2</sup>	0.272		0.285	
样本数	7417		7417	

注:\*\*\*、\*\*、\*表示显著性水平为1%、5%、10%(双侧)。

## 2. 董事会独立性与高管内部薪酬差距关系的回归结果

表6列示了利用模型(2)对独立董事比例和企业内部薪酬差距之间关系进行回归分析的结果。表6中回归结果(1)的因变量为高管内部薪酬差距(Lncap1),回归结果(2)的因变量为高管员工间薪酬差距(Lncap2)。回归结果(1)显示,独立董事比例(Indep)的回归系数为-0.437,在1%水平上显著。此结果说明,独立董事比例越大,高管内部薪酬差距越小。这一结果说明,独立董事在高管薪酬差距决策中的态度是更多考虑社会公平。表5的结果表明,扩大高管内部薪酬差距有助于提高公司的业绩,此处表6的回归结果表明独立董事比例和高管内部薪酬差距显著负相关。综合这两个结果,可以认为,尽管较大的薪酬差距会提升公司业绩,但独立董事并没有过多考虑薪酬差距的激励效果,而更多是从社会公平角度出发,期望公司薪酬差距不至于过大,结果与假设H2b相符,而与假设H2a不一致。

表6 董事会独立性与薪酬差距的回归结果

变量符号	(1) Lncap1		(2) Lncap2		(3) 非国有企业		(4) 国有企业	
	回归系数	Sig	回归系数	Sig	回归系数	Sig	回归系数	Sig
Constant	2.034***	0.000	0.899***	0.001	2.151***	0.000	-0.298	0.418
Indep	-0.437***	0.000	-0.120	0.744	-1.039*	0.081	0.384	0.408
First	0.262***	0.000	-0.091	0.514	0.617**	0.011	0.348**	0.038
Soe	0.009	0.518	0.204***	0.000				
Lnmsize	-0.460***	0.000	0.300***	0.000	0.200**	0.018	0.449***	0.000
Growth	-0.019	0.492	0.364***	0.000	0.279**	0.030	0.438***	0.000
Risk	0.017***	0.000	0.162**	0.045	0.216*	0.087	0.151	0.144
Index	0.020***	0.000	-0.003	0.647	-0.072***	0.000	0.042***	0.001
年度	控制		控制		控制		控制	
行业	控制		控制		控制		控制	

变量符号	(1) Lncap1		(2) Lncap2		(3) 非国有企业		(4) 国有企业	
	回归系数	Sig	回归系数	Sig	回归系数	Sig	回归系数	Sig
Adj. R <sup>2</sup>	0.160		0.172		0.188		0.167	
样本数	4094		4094		1718		2325	

注: \*\*、\*、\* 表示显著性水平为 1%、5%、10% (双侧)。

### 3. 董事会独立性对高管薪酬差距与公司业绩关系的影响

表 7 第 (1) 中列示了董事会独立性、高管内部薪酬差距与公司业绩关系的回归系数及显著水平。从回归结果看, 高管内部薪酬差距 (Lncap1) 的回归系数为显著为正 (0.009), 结果说明, 高管内部薪酬差距较大可以起到提升公司业绩的激励作用, 结果与表 5 一致, 符合锦标赛理论的预计, 假设 H1 再次得到验证。董事会独立性与高管内部薪酬差距交互项 (Lncap1 × Indep) 的回归系数为 -0.015, 在 10% 水平上显著, 说明独立董事比例较高时, 高管内部薪酬差距和公司业绩的正相关关系会减弱, 即董事会独立性较高时, 高管内部薪酬差距对公司业绩的激励效果相对较差, 结果与假设 H2b 相符合。

结合前文的结果, 高管内部薪酬差距与公司业绩显著正相关, 而董事会独立性与高管内部薪酬差距为显著负相关关系, 与此同时, 独立董事比例和高管内部薪酬差距交互项也与公司业绩呈显著负相关关系。这些结果意味着, 尽管较大的薪酬差距会提升公司业绩, 但当董事会独立性较高时, 高管内部薪酬差距相对较低, 较低的薪酬差距降低了其对公司业绩的激励效果。因此可以认为, 独立董事更倾向于缩小高管内部薪酬差距, 而不在意薪酬差距的激励效果。引入独立董事旨在加强对企业高管的监督, 降低代理成本, 提升企业业绩。从回归结果看, 较高的独立董事比例会缩小高管内部薪酬差距, 不利于公司业绩的提升, 这可能是目前许多研究发现独立董事不能提升公司业绩的原因之一。

表 7 董事会独立性对薪酬差距与公司业绩关系的影响

变量	(1)		(2)	
	回归系数	Sig	回归系数	Sig
Constant	0.038***	0.000	0.037***	0.000
Lncap1	0.009***	0.009		
Lncap1 × Indep	-0.015*	0.096		
Lncap2			0.009***	0.000
Lncap2 × Indep			-0.009**	0.050
Cf	0.222***	0.000	0.213***	0.000
Soe	0.005***	0.000	0.006***	0.000
Growth	0.030***	0.000	0.029***	0.000
First	0.078***	0.000	0.040***	0.000
Lev	-0.101***	0.000	-0.110***	0.000
Index	0.001***	0.005	0.001***	0.002
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
Adj. R <sup>2</sup>	0.273		0.285	
样本量	7417		7417	

注: \*\*、\*、\* 表示显著性水平为 1%、5%、10% (双侧)。

### (四) 稳健性检验

#### 1. 以高管员工之间的薪酬差距代替高管内部薪酬差距进行回归

第一, 高管员工之间的薪酬差距与公司业绩。采用模型 (1), 以高管员工间薪酬差距为解释变量进行回归分析, 结果见表 5 中第 (2) 个回归结果。结果 (2) 中, 高管员工间薪酬差距 (Lncap2) 的回归系数为 0.006, 在 1% 水平上显著, 结果表明, 高管员工间薪酬差距越大, 公司业绩越好, 较大的高管员工间薪酬差距能够更好地激励员工努力工作。此结果再一次验证了假设 H1, 支持锦标赛理论。第二, 董事会独立性与高管员工间薪酬差距。利用模型 (2), 以高管员工间薪酬差距为因变量进行回归, 结果见表 6 中第 (2) 个回归结果。结果显示, 独立董事比例 (Indep) 的回归系数不显著为负。我们进一步将样本分为国有企业与非国有企业进



行回归,见第(3)(4)个结果。结果发现,在非国有企业中,董事会独立性与高管员工间薪酬差距显著负相关。结果也基本表明,董事会独立性较高的民营企业其高管员工间的薪酬差距(Lncap2)也相对较小,结果符合假设H2b。第三,董事会独立性、高管员工间薪酬差距与公司业绩。表7中第(2)个回归结果显示,高管员工间薪酬差距(Lncap2)的回归系数为0.009,显著性水平为1%,表明较大的高管员工间薪酬差距可以起到较好的激励效果,回归结果支持假设H1,说明锦标赛理论能够较好地解释薪酬差距与公司业绩之间的关系。交互项(Lncap2 × Indep)的回归系数为-0.009,在5%水平上显著。上述结果总体说明,尽管较大的薪酬差距可提升公司业绩,但独立性较强的董事会倾向于减少薪酬差距,这削弱了薪酬差距的激励效果,在薪酬契约制订上,独立董事更倾向于考虑社会公平而选择平均主义。

## 2. 以每股收益代替资产利润率

表8列示了以每股收益(Eps)代替资产利润率(Roa)作为被解释变量的回归结果。表8的四个结果显示,高管内部的薪酬差距(Lncap1)和高管员工之间薪酬差距(Lncap2)的回归系数全部显著为正,说明较大的薪酬差距能提高公司业绩,结果与表5和假设H1一致,支持锦标赛理论。回归结果(3)显示,高管内部薪酬差距与独立董事比例交互项(Lncap1 × Indep)的回归系数显著为负,回归(4)中交互项(Lncap2 × Indep)的回归系数亦显著为负,结果说明,尽管薪酬差距有助于提升公司业绩,但独立董事削弱了薪酬差距的激励效果,结果和H2b一致,在薪酬制订时独立董事更倾向于考虑社会公平。

表8 稳健性检验结果

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	回归系数	Sig	回归系数	Sig	回归系数	Sig	回归系数	Sig
Constant	0.123*	0.051	0.072	0.228	0.123*	0.051	0.071	0.240
Lncap1	0.017*	0.085			0.079**	0.017		
Lncap1 × Indep					-0.174**	0.040		
Lncap2			0.075***	0.000			0.115***	0.000
Lncap2 × Indep							-0.107**	0.014
Cf	1.545***	0.000	1.420***	0.000	1.542***	0.000	1.416***	0.000
Soe	-0.023	0.111	-0.018	0.190	0.022	0.129	-0.018	0.205
Growth	0.205***	0.000	0.202***	0.000	0.205***	0.000	0.202***	0.000
First	0.365***	0.000	0.390***	0.000	0.374***	0.000	0.398***	0.000
Lev	-0.443***	0.000	-0.558***	0.000	-0.446***	0.000	-0.560***	0.000
Index	0.001***	0.005	0.001***	0.001	0.111***	0.001	0.011***	0.000
年度	控制		控制		控制		控制	
行业	控制		控制		控制		控制	
Adj. R <sup>2</sup>	0.122		0.148		0.123		0.149	
样本量	7417		7417		7417		7417	

注:\*\*\*、\*\*、\*表示显著性水平为1%、5%、10%(双侧)。

## 3. 其它稳健性检验

(1)通常,具有较高声誉的独立董事其在外担任独立董事的数量也越多,其独立性也相对较高<sup>[18]</sup>。为此,我们利用公司独立董事平均兼职数量代替独立董事比例进行回归分析,结果无实质性差异。(2)考虑到薪酬差距与公司业绩可能存在的内生性问题,我们以滞后一期的薪酬差距为自变量纳入回归方程,回归结果也没有实质性差异。(3)表4显示,各变量之间相关系数绝对值最大值为0.380,说明回归方程中各自变量之间不存在多重共线性问题。(4)另外,前文各回归结果显示,调整后的拟合优度最小值为0.122,表明各回归方程的拟合效果较好。

## 五、结论与讨论

近年来中国居民的收入差距持续扩大,具体表现之一为企业内部高管与员工间的收入差距在逐渐扩大,表现之二是不同企业的高管之间收入差距也在扩大,而且此差距大于不同企业的员工之间收入差距。收入

差距持续扩大引起了社会各界关注收入差距是否公平,而企业财务研究领域更关注高收入群体的高额薪酬是否来自于企业优秀的经营业绩?此方面主要围绕锦标赛理论与社会公平理论,通过分析薪酬差距与公司业绩的关系展开研究,但并没有得到一致性结论<sup>[27]</sup>。在我国居民收入差距日益扩大的背景下,薪酬差距对公司业绩是存在激励作用还是抑制作用需要进一步研究。另外,考虑到独立董事在公司薪酬政策制订中具有重要影响,也需要观察独立董事在薪酬制订中持何观点。基于上述考虑,本文对薪酬差距与公司业绩之间的关系进行研究,并探讨独立董事在其中的作用。

本文以 2009 - 2014 年沪深两市 A 股上市公司为样本,研究董事会独立性、薪酬差距与业绩三者之间的关系。我们的研究结果表明:第一,公司高管内部薪酬差距和高管员工之间的薪酬差距都与公司业绩呈显著的正相关关系;第二,董事会独立性与高管内部薪酬差距、高管员工间薪酬差距负相关;第三,较高的董事会独立性会削弱公司内部薪酬差距在提升公司业绩方面的激励作用。上述结果意味着,目前较大的企业内部薪酬差距能够提升公司业绩,即薪酬差距对公司业绩存在显著的激励作用,符合锦标赛理论。然而,公司独立董事更关注薪酬差距的社会公平问题,不太关注薪酬差距对企业业绩的激励作用。

本文的理论意义在于,考虑到薪酬制订过程中各参与主体的观点不同,在企业薪酬差距的相关研究中,不能认为锦标赛理论与社会公平理论是非此即彼的对立关系,单纯利用锦标赛理论或社会公平理论来解释现实中的企业内部薪酬差距状况及其原因会存在片面性。本文政策意义在于:一是虽然我国居民收入差距的持续扩大引发了社会的广泛批评,但现实中企业内部薪酬差距确实能够提升公司业绩,以居民收入差距大为由而实施缩小企业内部薪酬差距的政策会降低企业业绩。在政策制订过程中,还应进一步探讨引发居民收入差距和企业内部薪酬差距扩大的主要因素,判断居民收入差距过大是否主要源于企业内部薪酬差距过大还是其它原因?企业内部薪酬差距扩大是源于业绩薪酬还是源于管理者权力等因素?二是薪酬差距扩大会促使居民收入差距扩大,可能会引发社会不公平问题。考虑到薪酬差距与企业业绩的正向关系,更应从收入二次分配方面制订政策以防止居民收入差距的进一步扩大。

#### 参考文献:

- [1] 吕世斌. 城市化会减少中国的收入差距吗[J]. 统计研究, 2016(1): 87 - 94.
- [2] Bebchuk L A, Fried J M. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3): 71 - 92.
- [3] Murphy K J, Zúbojník J. Managerial Capital and the Market for CEOs[EB/OL]. <http://www.ssrn.com> (2007 - 05 - 08) [2013 - 11 - 20].
- [4] 刘春, 孙亮. 薪酬差距与企业业绩: 来自国企上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2010, 13(2): 30 - 39.
- [5] 方芳, 李实. 中国企业高管薪酬差距研究[J]. 中国社会科学, 2015(8): 47 - 67.
- [6] Lazear E P, Rosen S. Rank - order Tournaments as Optimum Labor Contracts[J]. Journal of Political Economy, 1981, 89(10): 841 - 864.
- [7] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司业绩和治理结构[J]. 经济研究, 2003(4): 31 - 40.
- [8] Kale J R, Reis E, Venkateswaran A. Rank - Order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance[J]. Journal of Finance, 2009, 64(3): 1479 - 1512.
- [9] 潘敏, 刘希曦. “限薪令”对企业内部薪酬差距激励效果的影响研究[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2016, 69(3): 65 - 72.
- [10] 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.
- [11] 袁春生, 唐松莲. 外部董事与高管薪酬激励: 经理市场的调节作用——基于民营上市公司的经验研究[J]. 山西财经大学学报, 2015(5): 84 - 99.
- [12] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.

- [13]陈震,张鸣. 高管层内部的级差报酬研究[J]. 中国会计评论 2006(1): 15-28.
- [14]Claessens S ,Djankov S ,Lang L H P. Separation of Ownership from Control of East Asian firms [J]. Journal of Financial Economics 2000 58(1-2): 81-112.
- [15]Fama E F ,Jensen M C. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law & Economics ,1983 26(2): 229-247.
- [16]杨清香. 我国上市公司控股股东侵占行为及其抑制[J]. 武汉大学学报 2007(9): 642-646.
- [17]魏明海,陈胜蓝,黎文靖. 投资者保护研究综述: 财务会计信息的作用[J]. 中国会计评论 2007(3): 131-150.
- [18]Rosenstein S ,Wyatt J G. Outside Directors ,Board Independence ,and Shareholder Wealth [J]. Journal of Financial Economics ,1990 26(2): 175-191.
- [19]Fahlenbrach R ,Low A ,Stulz R M. Why do Firms Appoint CEOs as Outside Directors? [J]. Journal of Financial Economics 2010 97(1): 12-32.
- [20]Fernandes N ,Ferreira M A ,Matos P ,Murphy K J. Are US CEOs Paid More? New International Evidence [J]. Review of Financial Studies 2013 26(2): 323-367.
- [21]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.
- [22]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.
- [23]汪平,邹颖,黄丽凤. 高管薪酬激励的核心重构: 资本成本约束观[J]. 中国工业经济 2014(5): 110-121.
- [24]Bushman R ,Chen Q ,Engel E ,et al. Financial Accounting Information ,Organizational Complexity and Corporate Governance Systems [J]. Journal of Accounting & Economics 2000 37(2): 167-201.
- [25]高明华,马守莉. 独立董事制度与公司业绩关系的实证分析[J]. 南开经济研究 2002(2): 64-68.
- [26]胡勤勤,沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩[J]. 世界经济 2002(7): 55-62.
- [27]张正堂,李欣. 高管团队核心成员薪酬差距与企业业绩的关系[J]. 经济管理 2007(2): 16-25.

## Board of Directors' Independence ,Compensation Gap and Corporate Performance

YUAN Chunsheng , ZENG Birong , LIAO Chujun

( College of Finance ,Jiangxi Normal University ,Nanchang ,Jiangxi 330022 ,China)

**Abstract:** This paper test the relationship between compensation gap and corporate performance ,the effects of board of directors' independence on compensation gap and the effects of board of directors' independence on the relationship between compensation gap and corporate performance. Based on the research results of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2014 ,it shows that a large compensation gap can improve the company's performance and conform to the tournament theory. However ,higher board independence will reduce the compensation gap and then reduce the effect of compensation gap on corporate performance improvement ,which is consistent with the expectation of social equity theory. The research results show that the compensation gap has a strong incentive effect ,while the independent directors pay more attention to the social equity problems caused by the compensation gap. The research results have certain reference value to the establishment of enterprise compensation policy and the governance of the widening gap of resident income.

**Key words:** compensation gap; board of directors' independence; company performance; tournament theory; social equity theory

( 责任编辑: 张秋虹)