

竞争战略对高管薪酬激励的影响研究

——基于薪酬绝对量和相对量两种视角的分析

熊 玥, 周 菁

东华大学, 上海

收稿日期: 2022年11月1日; 录用日期: 2022年11月14日; 发布日期: 2022年12月5日

摘 要

近年来, 高管薪酬激励制度的研究一直受到学者们的广泛关注。本文从高管薪酬激励制度的激励水平和激励差距两方面, 研究了竞争战略是否会对高管薪酬激励产生影响。接着, 又进一步探讨了在不同竞争战略下, 高管薪酬激励水平和激励差距的业绩敏感性差异。本文以2016~2018年制造业上市公司为研究对象, 得出以下结论: 1) 不同竞争战略下的高管薪酬激励制度存在着明显差异, 竞争战略对高管薪酬的激励水平和激励差距均存在显著影响。2) 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬激励水平和激励差距的业绩敏感性与实施低成本竞争战略的公司相比存在差异, 其中前者明显高于后者。本文为高管薪酬与公司业绩两者间的研究提供了新视角, 有助于公司结合自身的竞争战略制定出更加合理的高管业绩敏感性薪酬激励制度, 提升高管薪酬激励制度的效用。

关键词

竞争战略, 高管薪酬激励, 激励水平, 激励差距, 公司业绩, 业绩敏感性

The Influence of Competitive Strategy on Executive Compensation Incentive

—Analysis Based on Absolute and Relative Compensation

Yue Xiong, Jing Zhou

Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 1st, 2022; accepted: Nov. 14th, 2022; published: Dec. 5th, 2022

Abstract

The executive compensation incentive system has been widely concerned by scholars. This paper

which is from the perspective of the incentive level and the incentive gap of the executive compensation incentive system, explores whether “competitive strategy” affect executive compensation incentive. What’s more, it further discusses the differences in performance sensitivity of executive compensation incentive levels and incentive gaps under different competitive strategies. This article takes the listed manufacturing companies in 2016~2018 as the research object and draws the following conclusions: 1) There are significant differences in executive compensation incentive systems under different competitive strategies. Competitive strategies have significant effects on the incentive level and incentive gap of executive compensation. 2) Compared with companies implementing low-cost competitive strategies, the performance sensitivity of executive compensation incentive levels and incentive gaps of companies implementing differentiated competitive strategies are significantly different from those implementing low-cost competitive strategies. The former is significantly higher than the latter. The research in this paper provides a new perspective for the study of executive compensation incentive system. What’s more, it helps companies to formulate more reasonable executive performance-sensitive compensation incentive systems based on their own competitive strategies and improve the effectiveness of the executive compensation incentive system as well.

Keywords

Competitive Strategy, Executive Compensation Incentives, Incentive Levels, Incentive Gaps, Corporate Performance, Performance Sensitivity

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

高管这一群体, 在公司中往往拥有相当的权力、掌握着公司的决策权。因此, 高管能否认真尽责地履职很大程度上影响着公司业绩的好坏。近些年, 从“天价高薪”到“0 元薪酬”, 有关上市公司高管们薪酬的消息频频引起社会大众的广泛关注。

目前, 国内外关于公司高管薪酬的激励制度研究主要是围绕以下两个大方面来进行。一方面, 从高管薪酬激励角度来说, 主要针对高管薪酬激励的结构、高管薪酬激励的差距、高管团队的特性等; 另一方面, 从公司的角度来说, 主要针对公司所处的不同的行业、不同的控制环境、不同的企业生命周期或者不同的股权集中度下时, 高管薪酬激励的研究。

但是, 在目前现有的研究中, 在研究高管薪酬激励与公司业绩两者间的关系时, 将公司所实施的“竞争战略”这一影响因素考虑在内的文献较少。根据最优薪酬理论, 判断一份高管薪酬契约有效与否的关键是在于该份契约中高管薪酬与公司业绩是否具有相关性。目前, 已有的多数研究中表明, 高管薪酬与公司的业绩两者间有着显著的关联, 但也有一些研究结论发现在现实中“高管薪酬”与“公司业绩”这两者间存在着一些“脱钩”的现象, 两者间可能存在着一些尚未考虑在内的影响因素。本文在研究高管薪酬激励时考虑“竞争战略”因素的影响, 总结出适应不同竞争战略的高管薪酬激励制度, 有助于公司能够结合自身的竞争战略特点, 实现高管薪酬激励和竞争战略目标实现互相促进的良性循环。

本文的研究贡献主要体现在: 第一, 将竞争战略引入高管薪酬激励问题的研究中, 为高管薪酬激励问题的研究提供新视角。第二, 从薪酬激励的绝对值和相对值两方面同时研究高管薪酬激励问题, 增强了研究结果的可靠性和适用性。

2. 文献回顾

2.1. 基于最优薪酬理论的研究

多数国内外学者形成了基于最优薪酬理论的研究结果,认为公司业绩对高管薪酬有着显著影响,高管薪酬契约有效性的衡量方式就是看其是否与公司的业绩相关联。

在国外学者的研究中,首先, Murphy (1985)通过实证研究的方法否定了 Taussing 和 Baker (1985)的观点,得出了高管薪酬与公司业绩(用股票价格作为衡量指标)存在显著的正向相关关系的结论[1];接着, Lambert 和 Larcker (1987)发现高管货币薪酬与公司财务业绩显著正相关[2],但其与公司的权益业绩相关性较弱;到了本世纪,越来越多的学者都从不同角度都证明了高管薪酬会随着公司业绩的上升而上涨,同时高管薪酬的水平与上年度公司的业绩显著正相关(Jackson 等, 2008 [3]; Chakraborty & Sheikh, 2009 [4]);通过进一步的研究,学者们还发现相较于 CEO 由家族成员出任的公司,职业代理人出任 CEO 的公司高管薪酬的业绩敏感性更高(Michiels 等[5], 2013; Macciocchi, 2014 [6])。

与国外学者相类似,国内的许多学者也得出了高管薪酬与公司业绩之间存在显著正向相关关系的结论。张晖明和陈志广(2002)的研究表明,高管货币薪酬和持股比例与公司的业绩(ROE 和主营业务利润率)显著正相关[7];杜兴强和王丽华(2007)发现,我国上市公司的高管薪酬对于公司的会计盈余有较强的敏感性,但其与公司价值的敏感性较弱且低于美股上市公司[8];方军雄(2009)的研究结果显示我国基于公司业绩的薪酬契约激励机制已经基本建立,高管薪酬与公司业绩有着较强的线性关系,但薪酬存在着粘性[9];彭朝(2014)指出高管薪酬与公司的财务业绩显著正相关,但与市场业绩相关性较弱,同时管理层的权力越大高管薪酬与公司财务业绩的相关性也越强[10];史春玲、王茁(2015) [11]、邢丽微(2017) [12]等也选用不同研究样本,以不同的指标衡量公司业绩得出了:高管薪酬与公司业绩有着显著正向相关关系的结论。

2.2. 基于管理层权力理论的研究

尽管绝大多数国内外学者的现有结果表明高管薪酬受到公司业绩的显著影响,但也有少部分学者形成了基于管理层权力理论的一类研究结果,认为公司业绩对高管薪酬没有显著影响,两者的相关关系并不明显。

国外现有文献中, Taussing 和 Baker 于 1925 年最早开始研究高管薪酬与公司业绩两者间的关系,他们认为高管薪酬和公司业绩指标并不存在相关性,高管的薪酬是由其他因素决定的。Jensen 和 Murphy 于 1990 年发表的两篇文章分别采用利润[13]和市值[14]来衡量公司的业绩,但结果均显示高管薪酬与公司业绩之间的相关关系较弱。学者们通过进一步的研究发现,高管的薪酬可能受到了股票期权的灵活性(Yermack, 1997 [15]; Lie, 2005 [16]; Bebchuk, Grinstein and Peyer, 2010 [17])、薪酬契约的不确定性(Gillan, Hartzell and Parrino, 2009) [18]、管理层权力的大小(Bebchuk and Fried, 2002) [19]、公司规模的大小(Frydman, 2010) [20]、高管任期的时长(Wei-Ling Song and Kam-Ming Wan, 2014) [21]等方面因素的影响,因此高管薪酬与公司业绩两者间并不存在明显的相关关系。

同样地,国内现有文献中也有不少的学者指出高管薪酬与公司业绩两者间的相关关系较弱。首先,根据管理层权力理论分析,管理层可以利用其权力对公司的业绩进行造假(吕长江、赵宇恒, 2008) [22];其次,管理层还可以通过权力来制定有利于自己的薪酬激励方式(如在职消费等)来提高薪酬(卢锐、魏明海、黎文靖, 2008) [23];另外,管理层权力的影响使得高管薪酬的业绩敏感性在公司的业绩表现较好时往往较高,但当公司业绩表现不好时却变得较低(张学功、刘伟, 2016) [24]。上述研究结果都说明:高管薪酬的业绩敏感性的稳定性较低,高管薪酬与公司业绩间的相关性较弱。

2.3. 文献述评

通过对国内外相关文献的梳理可以看出,对于高管薪酬与公司业绩关系的研究,国外起步较早,而国内则滞后于国外约 70 年,这主要是由于我国证监会从 1999 年开始才要求上市公司披露高管薪酬的相关信息造成的。

尽管,国内外的现有研究中,公司业绩是否会对高管薪酬产生影响尚未得出一致的结论。但结合已有的研究结论,本文认为公司业绩会对高管薪酬产生显著的影响,高管薪酬具有业绩敏感性,管理层权力对高管薪酬与公司业绩两者间有时出现的“脱钩”现象有着部分的解释作用,但并不能推翻高管薪酬与公司业绩有显著关联的结论。

因此,将“竞争战略”引入高管薪酬激励的研究中,试图解释公司业绩和高管薪酬间偶有出现的脱钩情况,为高管薪酬激励的研究提供新视角,以便公司能够制定更加有效的高管薪酬激励制度。

3. 研究假设

3.1. 高管薪酬与竞争战略

1) 高管薪酬的激励水平(绝对量)

根据战略大师 Michael E. Porter 提出的竞争战略模型特点,实施差异化竞争战略的公司致力于打造非同质化的个性产品、提高市场竞争力来开拓占领市场,以此获取高于同行业中平均水平的利润率。实施差异化竞争战略的公司往往有着较大的研发投入强度和较高的销售费用,它们更愿意冒险而非保守,相较于投入的成本它们更加注重带来的收益,因此这类公司一般面对着较大的经营风险。在实施差异化竞争战略的公司中,当高管薪酬与公司业绩挂钩后,不仅对高管进行了激励,但同时也将高额风险转移给了高管承担。在这样的情况下,公司会通过更高的薪酬激励水平的方式去弥补高管因研发投入而造成的短期收益损失(Cheng, 2004) [25]。也就是说,实施差异化竞争战略的公司会通过给高管薪酬相对更多的额外风险补偿来让他们承担较大的经营风险。

与实施差异化竞争战略的公司截然不同,实施低成本竞争战略的公司致力于提供同质化的标准产品,通过价格优势来占领市场。这类公司的经营状况较为稳定,往往是通过提高资产的利用率、扩大产销量、降低成本的方式来获得利润,而非产品研发或者销售费用的投入。因此,此种情况下高管不需要承担很大的经营风险,公司自然也就不需要补偿他们相对更多的薪酬。另外,在实施低成本竞争战略的公司中对人力成本的控制更加严格,也就潜移默化地形成了基于“降本增效”的高管薪酬激励制度。

2) 高管薪酬的激励差距(相对量)

公司制定高管薪酬激励制度的过程中,可以通过设置合理的薪酬差距来更好地激励高管(Cowherd & Levine, 1992) [26],这与前文所提到的“锦标赛理论”的观点所一致。对于实施差异化竞争战略的公司来说,公司面临的经营风险较大,通过拉大薪酬差距来激励高管使他们相互竞争,以提升公司的业绩。而对于实施低成本竞争战略的公司来说,“降本增效”的理念使得这类公司的经营方式或是高管的薪酬激励制度,公司都倾向于选择更加稳健的方式。因此,公司往往通过减小薪酬差距的方式来降低高管之间的不公平感,避免因高管消极怠工而对公司的业绩产生不利影响。

综合以上两方面,无论是高管薪酬的绝对量还是相对量,实施差异化竞争战略的公司所采取的高管薪酬激励制度与实施低成本竞争战略的公司相比将更为激进。故而,做出以下假设:

H1a: 相较于实施低成本竞争战略的公司,实施差异化竞争战略的公司高管薪酬激励水平将显著更高。

H1b: 相较于实施低成本竞争战略的公司,实施差异化竞争战略的公司高管间的薪酬激励差距将显著更大。

3.2. 竞争战略与高管薪酬的业绩敏感性

1) 高管薪酬的激励水平(绝对量)

在实施差异化竞争战略的公司中, 高管承担的经营风险相较于实施低成本竞争战略的公司更高, 公司会给高管更高的薪酬激励水平, 实施较为激进的薪酬激励制度。当公司实行的薪酬激励制度较为激进时, 在高管薪酬与公司业绩挂钩的情况下, 一旦公司的业绩有所上升那么高管必然要求相应的薪酬上涨激励, 因此其薪酬对于业绩必然有着较强的敏感性。而实施较为稳健薪酬激励制度的低成本竞争战略公司, 其高管薪酬的普遍激励水平相比于实施差异化竞争战略的公司较低。因此, 当公司的业绩下降时, 高管薪酬激励水平并不会随之大幅下降; 同样地, 当公司的业绩上升时, 高管也不会强烈要求大幅涨薪的奖励。可见, 实施低成本竞争战略的公司其高管薪酬激励水平对公司业绩的敏感性可能与实施差异化竞争战略的公司相比较弱。

2) 高管薪酬的激励差距(相对量)

与高管薪酬的激励水平类似, 高管薪酬的激励差距也存在着同样的情况。因为实施差异化竞争战略的公司往往采用更为激进的薪酬激励制度, 所以也就倾向于拉大高管之间的薪酬差距来激励高管努力提升公司业绩。一旦某位高管对公司的业绩有了突出的贡献后, 必然要求公司增加其薪酬与其他高管薪酬之间的差距以对其进行奖励。因此, 在实施差异化竞争战略的公司, 其高管间的薪酬差距对公司业绩也有着较强的敏感性。与之相对的, 在实施低成本竞争战略的公司采用的是较为稳健的薪酬激励制度, 高管间的薪酬差距并没有实施差异化竞争战略的公司大。加之我国“不患寡而患不均”的传统思想, 在这类公司里为了增强高管间的和谐、减少内部矛盾(覃予、傅元略、杨隽萍, 2013) [27], 往往高管薪酬差距不会随着公司的业绩而大幅变化, 总体来看其高管薪酬差距较为稳定, 高管薪酬激励差距对于业绩的敏感性较弱。

综合以上两方面的分析, 做出以下假设:

H2a: 相较于实施低成本竞争战略的公司, 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬激励水平的业绩敏感性更强。

H2b: 相较于实施低成本竞争战略的公司, 实施差异化竞争战略的公司高管薪酬激励差距的业绩敏感性更强。

4. 数据来源于研究设计

4.1. 样本选择与数据来源

本文以我国 2016~2018 年 A 股上市的所有制造业公司为研究样本, 所有数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库, 并对数据做了以下处理:

- 1) 剔除 2016~2018 年间的 ST、*ST 公司。
- 2) 剔除存在重要信息缺失和数据缺失的公司。
- 3) 对所有数据进行上下 1% 缩尾处理, 以降低少数异常值的影响。

经过以上处理后, 本文共得到 1039 家公司的有效数据, 总计 3003 个观测值。本文主要使用了 EXCEL、SPSS、STATA 等软件进行数据处理分析。

4.2. 研究设计

4.2.1. 变量定义

- 1) 被解释变量: 高管薪酬激励水平(Salary)/高管薪酬激励差距(Range)

高管薪酬(Salary)代表高管薪酬的激励水平, 本文中的高管薪酬仅指高管的货币性薪酬, 以“上市公司年报中披露的全体高管货币薪酬总和的自然对数”表示。

高管薪酬差距(Range)代表高管薪酬的激励差距, 本文中“核心高管与其他高管货币薪酬之差绝对值的自然对数”表示。其中, 核心高管薪酬指的是上市公司年报中披露的前三名高管薪酬总额的均值; 其他高管薪酬指的是全体高管薪酬总额减去核心高管薪酬总额的均值。

2) 解释变量: 竞争战略(Strategy)

该变量为哑变量, 分为差异化竞争战略和低成本竞争战略两大类, 当公司采用的是差异化竞争战略时 Strategy 为 1; 当公司采用的是低成本竞争战略时 Strategy 为 0。

根据战略大师 Michael E. Porter 对竞争战略的定义, 一般而言, 实施差异化竞争战略的公司其研发费用率、销售费用率、毛利率与实施低成本竞争战略的公司相比显著更高; 而实施低成本竞争战略的公司其总资产周转率、固定资产周转率、应收账款周转率、员工效率与实施差异化竞争战略的公司相比显著更高。因此, 本文采用大多数学者的做法: 设定研发费用率、销售费用率、毛利率、总资产周转率、固定资产周转率、应收账款周转率、员工效率为七个量化指标(David 等, 2002 [28]; 许龙、高素英、于慧 [29], 2015; 雷辉、王亚楠, 2016 [30]), 进行聚类分析。

本文中采用 SPSS 软件对以上量化指标进行聚类分析。聚类指标的计算方式如下表 1 所示。

Table 1. Representative indexes of cluster analysis

表 1. 聚类分析指标

指标名称	计算方式
研发费用率	研发投入/营业收入
销售费用率	销售费用/营业收入
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本)/营业收入
总资产周转率	营业收入/平均资产总额
固定资产周转率	营业收入/固定资产平均净额
应收账款周转率	营业收入/应收账款平均占用额

另外, 本文借鉴现有的研究成果, 设置 10 个控制变量, 研究中所有变量的定义表如下表 2 所示。

Table 2. Variable definition table

表 2. 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
高管薪酬激励水平	Salary	全体高管货币薪酬总和的自然对数
高管薪酬激励差距	Range	核心高管与其他高管货币薪酬之差绝对值的自然对数
竞争战略	Strategy	差异化竞争战略 = 1, 低成本竞争战略 = 0
公司业绩	Roa	公司上年度总资产收益率
公司规模	Size	公司年末总资产的自然对数
公司成长性	Growth	公司年营业收入同比增长率
财务风险	Lev	公司年末资产负债率
盈余波动	Risk	公司年息税前利润变动标准差的自然对数
高管人数	Qty	高管总数的自然对数

Continued

董事会规模	Bsize	董事会人数的自然对数
股权集中度	Top10	公司前十大股东持股比例之和
产权性质	Soe	公司为国企 = 1, 否则 = 0
行业变量	Industry	控制行业影响
年份变量	Year	控制年份影响

4.2.2. 模型设计

本文中参考辛清泉、林斌、王彦超(2007) [31], Corea 等(2008) [32], 分别构造下述两个模型。

1) 竞争战略与高管薪酬激励

为了检验假设 H1a、H1b, 将“竞争战略”引入高管薪酬激励的研究中, 分析高管薪酬与竞争战略的关系, 论证公司的竞争战略对高管薪酬激励水平和激励差距的影响, 构建下述模型:

$$\text{Salary/Range} = b_0 + b_1\text{Strategy} + b_2\text{Roa} + b_3\text{Size} + b_4\text{Growth} + b_5\text{Lev} + b_6\text{Risk} + b_7\text{Qty} + b_8\text{Bsize} + b_9\text{Top10} + b_{10}\text{Soe} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

2) 竞争战略与高管薪酬的业绩敏感性

为了进一步研究不同竞争战略下高管薪酬业绩敏感性的差异, 检验假设 H2a、H2b, 论证不同竞争战略下公司的高管薪酬激励水平和激励差距的业绩敏感性差异, 本文将全体样本按照竞争战略进行分组回归, 以竞争战略(Strategy)为分组变量, 公司业绩为解释变量, 构建下述模型:

$$\text{Salary/Range} = b_0 + b_1\text{Roa} + b_2\text{Size} + b_3\text{Growth} + b_4\text{Lev} + b_5\text{Risk} + b_6Q_e + b_7\text{Bsize} + b_8\text{Top10} + b_9\text{Soe} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

5. 实证结果与分析

5.1. 描述性分析

5.1.1. 关键变量竞争战略(Strategy)的描述性分析

本文样本中共包含 1039 家公司, 其中 745 家公司实施差异化竞争战略, 占比 71.70%; 294 家公司实施低成本竞争战略, 占比 28.30%。样本量一共 3003 个, 差异化竞争战略的 2160 个, 占比 71.93%; 低成本竞争战略的 843 个, 占比 28.07%。具体情况如表 3 所示。

Table 3. Descriptive statistics of competitive strategy

表 3. 竞争战略的描述性统计

	公司数量	样本量	所占比重	
公司样本总数	1039	3003	100%	100%
其中: 实施差异化竞争战略的样本	745	2160	71.70%	71.93%
实施低成本竞争战略的样本	294	843	28.30%	28.07%

5.1.2. 所有变量的描述性分析

本文中所涉及的各主要变量的描述性统计分析具体如下表 4 所示。

Table 4. Descriptive statistics of all variables**表 4.** 所有变量的描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
Salary	3003	5.926	4.829	0.809	72.530
Range	3003	0.595	0.536	0.0482	7.479
Strategy	3003	0.719	0.449	0	1
Duality	3003	0.305	0.460	0	1
Roa	3003	0.046	0.054	-0.134	0.203
Size	3003	22.134	1.114	20.117	25.40
Growth	3003	0.109	0.227	-0.875	0.647
Lev	3003	0.389	0.190	0.0174	1.685
Risk	3003	4.224	1.480	0.858	7.730
Qty	3003	2.892	0.230	2.398	3.466
Bsize	3003	2.103	0.185	1.609	2.485
Top10	3003	0.579	0.139	0.243	0.874
Soe	3003	0.272	0.445	0	1

5.2. 实证结果与分析

5.2.1. 竞争战略与高管薪激励的回归分析

在模型(1)回归结果如下表 5 所示。

Table 5. Regression results of executive compensation and competitive strategy (Model 1)**表 5.** 高管薪酬与竞争战略的回归结果(模型 1)

	Salary	Range
Strategy	0.455** (2.556)	0.039* (1.781)
Roa	15.788*** (9.728)	1.553*** (7.865)
Size	2.098*** (19.111)	0.179*** (13.432)
Growth	0.263 (0.786)	0.032 (0.793)
Lev	-1.986*** (-3.953)	-0.151** (-2.471)
Risk	0.052 (0.734)	0.019** (2.226)
Qty	5.192*** (13.386)	0.103** (2.178)

Continued

Bsize	-1.445*** (-3.206)	-0.118** (-2.155)
Top10	-0.480 (-0.846)	-0.055 (-0.791)
Soe	-0.859*** (-4.448)	-0.066*** (-2.818)
Industry	Control	Control
Year	Control	Control
_cons	-52.562*** (-22.194)	-3.453*** (-11.985)
N	3003	3003
R ²	0.336	0.203
Adj R ²	0.328	0.193

注: *p < 0.1、**p < 0.05、***p < 0.01 (双侧检验)。

通过表 5 显示的回归结果可以看到, 高管薪酬的激励水平(Salary)与竞争战略在 5%的水平上显著相关, 系数为 0.455。回归结果显示, 相较于实施低成本竞争战略的公司, 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬的激励水平显著更高, 并且高出 0.455 个单位, 假设 H1a 成立。

高管薪酬的激励差距(Range)与竞争战略在 10%的水平上显著相关, 系数为 0.039。回归结果显示, 相较于实施低成本竞争战略的公司, 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬的激励差距显著更高, 并且高出约 0.039 个单位, 假设 H1b 成立。

可见, 竞争战略对高管薪酬的激励水平和激励差距均有显著影响。进一步来说, 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬的激励水平和激励差距均显著高于实施低成本竞争战略的公司, 可见两种竞争战略下的薪酬激励制度存在着显著的差异, 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬激励制度更为激进。

5.2.2. 竞争战略与高管薪酬业绩敏感性的回归分析

模型(2)将模型(1)的解释变量竞争战略 Strategy 作为分组变量, 研究竞争战略不同的两组样本, 被解释变量与解释变量(Roa)的敏感性差距。模型(2)的具体回归结果如下表 6 所示。

Table 6. Regression analysis of competitive strategy and executive compensation performance sensitivity (Model 2)
表 6. 竞争战略与高管薪酬业绩敏感性的回归分析(模型 2)

	Salary		Range	
	Strategy = 0	Strategy = 1	Strategy = 0	Strategy = 1
Roa	12.748*** (4.782)	14.709*** (7.353)	0.614* (1.784)	1.617*** (6.740)
Size	1.502*** (9.489)	2.531*** (17.668)	0.101*** (4.917)	0.228*** (13.263)
Growth	-0.055 (-0.098)	0.181 (0.448)	0.037 (0.506)	0.012 (0.239)

Continued

Lev	-0.789 (-1.084)	-2.517*** (-3.897)	-0.050 (-0.527)	-0.216*** (-2.785)
Risk	0.166 (1.517)	-0.000 (-0.002)	0.025* (1.750)	0.017 (1.558)
Qty	4.298*** (7.433)	5.475*** (11.171)	0.089 (1.191)	0.108* (1.842)
Bsize	-1.838*** (-2.683)	-1.462*** (-2.600)	-0.212** (-2.392)	-0.108 (-1.597)
Top10	-0.563 (-0.651)	-0.133 (-0.186)	0.097 (0.869)	-0.080 (-0.939)
Soe	-0.935*** (-3.280)	-0.887*** (-3.589)	-0.110*** (-2.982)	-0.051* (-1.709)
Industry	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control
_cons	-35.480*** (-10.448)	-62.525*** (-20.433)	-1.380*** (-3.145)	-4.537*** (-12.366)
N	843	2160	843	2160
R ²	0.405	0.345	0.228	0.228
Adj R ²	0.379	0.333	0.195	0.215

注: *p < 0.1、**p < 0.05、***p < 0.01 (双侧检验)。

表 6 显示的回归结果表明, 首先从高管薪酬的激励水平(Salary)角度来看, 实施低成本竞争战略的公司和实施差异化竞争战略的公司两者的高管薪酬的激励水平均与公司的业绩(Roa)在 1%的水平上显著正相关。实施差异化竞争战略的公司, 其高管薪酬激励水平的业绩敏感性明显高于实施低成本竞争战略公司, 假设 H2a 得证。

另外, 从高管薪酬的激励差距(Range)角度来看, 实施低成本竞争战略的公司其高管薪酬的激励差距均与公司的业绩(Roa)在 10%的水平上显著相关, 系数为 0.614; 实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬的激励差距与公司的业绩(Roa)在 1%的水平上显著正相关, 系数为 1.617。实施差异化竞争战略的公司, 其高管薪酬激励差距的业绩敏感性也明显高于实施低成本竞争战略公司, 假设 H2b 得证。

综合以上分析, 可以得出实施差异化竞争战略的公司, 其高管薪酬的激励水平和激励差距的业绩敏感性均明显高于实施低成本竞争战略的公司。

5.3. 稳健性检验

为了增强本文中结论的可靠性, 本节中进行稳健性检验。但由于篇幅的制约, 故本文仅列示主要假设 H2a、H2b 的稳健性检验结果。为了对主要假设 H2a、H2b 进行稳健性检验, 本文将模型(2)中的解释变量 Roa (总资产收益率)替换为 Roe (净资产收益率), 分组方式及控制变量均保持不变, 具体回归结果如下表 7 所示。

Table 7. Robustness test results
表 7. 稳健性检验结果

	Salary		Range	
	Strategy = 0	Strategy = 1	Strategy = 0	Strategy = 1
Roe	7.981*** (5.887)	8.717*** (7.421)	0.575*** (3.272)	1.011*** (7.186)
Size	1.479*** (9.401)	2.490*** (17.267)	0.097*** (4.761)	0.222*** (12.852)
Growth	-0.229 (-0.408)	0.152 (0.377)	0.020 (0.272)	0.007 (0.144)
Lev	-1.466** (-2.176)	-3.005*** (-4.787)	-0.065 (-0.748)	-0.263*** (-3.501)
Risk	0.170 (1.564)	0.022 (0.245)	0.025* (1.748)	0.020* (1.810)
Qty	4.345*** (7.566)	5.426*** (11.079)	0.093 (1.245)	0.103* (1.764)
Bsize	-1.808*** (-2.660)	-1.382** (-2.462)	-0.214** (-2.434)	-0.100 (-1.485)
Top10	-0.594 (-0.696)	0.012 (0.017)	0.074 (0.667)	-0.072 (-0.849)
Soe	-0.921*** (-3.266)	-0.864*** (-3.496)	-0.103*** (-2.814)	-0.047 (-1.584)
Industry	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control
_cons	-34.783*** (-10.297)	-61.633*** (-20.011)	-1.298*** (-2.966)	-4.412*** (-11.961)
N	843	2160	843	2160
R ²	0.413	0.345	0.235	0.230
Adj R ²	0.388	0.334	0.202	0.217

注: *p < 0.1、**p < 0.05、***p < 0.01 (双侧检验)。

本文稳健性检验模型的回归结果与前文的结果一致, 并未改变本文的主要研究结论。

6. 结论与建议

“高管”作为公司运行过程中实际的经营管理者, 其工作绩效往往会对公司的经营成果产生影响。制定合理的薪酬激励制度、充分调动高管工作的积极性对公司有着极大的益处。本文的研究得出以下结论:

- 1) 不同竞争战略下的高管薪酬激励制度存在着显著差异, 竞争战略对高管薪酬的激励水平和激励差距均存在显著影响。实施差异化竞争战略的公司其高管薪酬的激励水平和激励差距均显著高于实施低成本竞争战略的公司。
- 2) 不同竞争战略下的高管薪酬激励差距和激励水平的业绩敏感性存在差异, 其中实施差

异化竞争战略的公司其高管薪酬激励水平和激励差距的业绩敏感性均显著高于实施低成本竞争战略的公司。

结合以上分析及结论, 本文提出以下建议: 1) 研究高管薪酬与公司业绩两者间的关系时考虑竞争战略的影响。竞争战略对高管薪酬的激励水平和激励差距均产生了显著的影响。因此, 在研究高管薪酬与公司业绩的关系时应当将竞争战略纳入影响因素中分析, 公司所实施的竞争战略对有时出现的高管薪酬与公司业绩“脱钩”现象有着部分的解释作用。2) 高管薪酬激励制度需要匹配公司的竞争战略。不同竞争战略的公司, 所匹配的高管薪酬激励制度也不尽相同。公司在制定高管薪酬的激励制度时应该结合公司所实施的竞争战略进行设计。总的来说, 实施差异化竞争战略的公司更适合较为激进的薪酬激励制度; 而实施低成本竞争战略的公司更适合较为稳健的薪酬激励制度。高管薪酬激励制度与公司的竞争战略匹配后, 不但可以提高薪酬激励制度的效率, 还可以降低部分公司的人力成本。

本文的不足之处主要存在于以下两个方面: 1) 本文研究的高管薪酬的激励水平和激励差距仅仅包含了高管薪酬的货币薪酬激励部分而未能够将高管薪酬激励的股权激励部分和在职消费激励部分考虑在内。2) 本文虽然证明了竞争战略会对高管薪酬产生影响, 高管薪酬激励制度应当与公司的竞争战略相匹配, 但未能继续深入研究当高管薪酬激励制度与竞争战略不匹配时, 对公司业绩所产生的不利影响以及该不利影响的量化数额。

参考文献

- [1] Murphy, K.J. (1985) Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting & Economics*, 7, 11-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- [2] Lambert, R.A. and Larcker, D.F. (1987) An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research*, 25, 85-125. <https://doi.org/10.2307/2491081>
- [3] Jackson, S.B., Lopez, T.J. and Reitenga, A.L. (2008) Accounting Fundamentals and CEO Bonus Compensation. *Journal of Accounting & Public Policy*, 27, 374-393. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2008.12.001>
- [4] Chakraborty, A., Sheikh, S. and Subramanian, N. (2009) The Relationship between Incentive Compensation and Performance Related CEO Turnover. *Journal of Economics & Business*, 61, 295-311. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2008.12.001>
- [5] Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N. and Steijvers, T. (2013) CEO Compensation in Private Family Firms. *Family Business Review*, 26, 140-160. <https://doi.org/10.1177/0894486512454731>
- [6] Macciocchi, D. (2014) Agency Theory, Family Ownership, and CEO Pay for Performance Sensitivity. Social Science Electronic Publishing, New York.
- [7] 张晖明, 陈志广. 高级管理人员激励与企业绩效——以沪市上市公司为样本的实证研究[J]. 世界经济文汇, 2002(4): 29-37.
- [8] 杜兴强, 王丽华. 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J]. 会计研究, 2007(1): 58-65.
- [9] 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, 44(3): 110-124.
- [10] 彭朝. 管理层权力对企业绩效与高管薪酬关系的影响[D]: [硕士学位论文]. 大连: 东北财经大学, 2014.
- [11] 史春玲, 王茁. 高管持股对高管薪酬与公司业绩相关性的影响[J]. 现代交际, 2015(3): 30-31.
- [12] 邢丽微. 私募股权投资、高管薪酬与业绩敏感性[J]. 财会通讯, 2017(12): 36-40.
- [13] Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990) Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- [14] Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990) CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, 36-49. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1990.tb00207.x>
- [15] Yermack, D. (1997) Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *The Journal of Finance*, 52, 449-476. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04809.x>
- [16] Lie, E. (2005) On the Timing of CEO Stock Option Awards. *Informa*, Catonsville. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1050.0365>
- [17] Bebchuk, L.A., Grinstein, Y. and Peyer, U. (2010) Lucky CEOs and Lucky Directors. *The Journal of Finance*, 65,

- 2363-2401. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01618.x>
- [18] Gillan, S.L., Hartzell, J.C. and Parrino, R. (2009) Explicit versus Implicit Contracts: Evidence from CEO Employment Agreements. *The Journal of Finance*, **64**, 1629-1655. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01475.x>
- [19] Bebchuk, L.A., Fried, J.M. and Walker, D.I. (2002) Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review*, **69**, 751-846. <https://doi.org/10.2307/1600632>
- [20] Frydman, C. and Saks, R.E. (2010) Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005. *Review of Financial Studies*, **23**, 2099-2138. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp120>
- [21] Song, W.L. and Wan, K.M. (2014) Explicit Employment Contracts and CEO Compensation. *Journal of Corporate Finance*, 55 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2514823>
- [22] 吕长江, 赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界, 2008(11): 99-109.
- [23] 卢锐, 魏明海, 黎文靖. 管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2008, 11(5): 85-92+112.
- [24] 张学功, 刘伟. 上市公司高管薪酬业绩敏感性研究——基于公司治理的视角[J]. 财会通讯, 2016(33): 88-92.
- [25] Cheng, S. (2004) R&D Expenditures and CEO Compensation. *The Accounting Review*, **79**, 305-328. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.2.305>
- [26] Cowherd, D.M. and Levine, D.I. (1992) Erratum: Product Quality and Pay Equity between Lower-Level Employees and Top Management: An Investigation of Distributive Justice Theory. *Administrative Science Quarterly*, **37**, 524. <https://doi.org/10.2307/2393467>
- [27] 覃予, 傅元略, 杨隽萍. 高管薪酬激励是否应兼顾分配公平? [J]. 财经研究, 2013, 39(8): 110-121.
- [28] David, J.S., Hwang, Y., Pei, B.K. and Reneau, J.H. (2002) The Performance Effects of Congruence between Product Competitive Strategies and Purchasing Management Design. *Management Science*, **48**, 866-886. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.7.866.2819>
- [29] 许龙, 高素英, 于慧. 竞争战略与 HRM 系统匹配性对企业持续竞争优势影响研究——基于中国上市公司年报数据[J]. 软科学, 2015, 29(5): 101-105.
- [30] 雷辉, 王亚男. 竞争战略对企业绩效滞后性及持续性的影响——以沪市上市公司为例[J]. 经济与管理研究, 2016, 37(10): 100-107.
- [31] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007, 42(8): 110-122.
- [32] Corea, J.E., Guaya, W. and Larckerb, D.F. (2008) The Power of the Pen and Executive Compensation. *Journal of Financial Economics*, **88**, 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.001>