

高管薪酬差距、现金持有及其市场价值

——基于不同产权性质比较

胡亚峰¹, 李睿², 冯科³

(1. 清华大学公共管理学院, 北京 100084; 2. 电子科技大学经济与管理学院, 四川成都 610054; 3. 北京大学经济学院, 北京 100871)

摘要: 薪酬差距这一话题引起社会各界的广泛关注, 国内外学者对此问题已经进行了大量的研究, 并取得了丰硕的成果, 但目前我国上市公司高管薪酬差距如何影响其现金持有水平及其价值, 几乎尚未见探讨。基于此背景, 以中国 A 股 2005—2018 年非金融类上市公司为研究对象, 实证考察了不同产权性质公司高管薪酬差距对其现金持有水平及价值的影响。研究结果表明: 国企高管薪酬差距增加了现金持有量, 降低了现金持有价值; 民企高管薪酬差距降低了现金持有量, 但提高了现金持有价值; 稳健性检验表明文中论断依然成立; 进一步分析可知国企高管薪酬差距更加倾向于增加内部现金流用于现金持有的积累, 且同时导致过度投资水平的增加, 民企高管薪酬差距降低了内部现金流用于现金持有的积累, 对过度投资水平影响不显著。从以上结果可以得出, 国企高管薪酬差距对现金持有行为的影响支持了社会比较理论; 民企高管薪酬差距对现金持有行为的影响支持了锦标赛理论。

关键词: 薪酬差距; 现金持有; 现金市场价值; 产权性质

中图分类号: F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2021)09-0045-11

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2021.09.004

Executives' Pay Gap, Cash Holdings and Market Value: Based on the Comparison of Different Property Rights

HU Yafeng¹, LI Rui², FENG Ke³

(1. School of Public Policy & Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. School of Management and Economics, University of Electronic Science and Technology, Chengdu 610054, China;

3. School of Economics, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: The topic of pay gap has attracted wide attention from all walks of life, and scholars at home and abroad have carried out a lot of research on this issue and achieved fruitful results. However, at present, there has been little discussion on how the pay gap of senior executives of listed companies in China affects their cash holdings and its value. Based on this background, the researchers take the annual data of China's A-share non-financial listed companies from 2005 to 2018 as a research sample, and empirically examine the impact of the senior executives' pay gap of different property rights companies on cash holdings and the value. The results show that: the pay gap between senior executives in state-owned enterprises increases the amount of cash holdings and

收稿日期: 2021-06-20

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“改革开放以来我国经济增长理论与实践研究”(15ZDA007); 国家自然科学基金项目“国际资本流动、货币国际化与货币政策: 基于中国的理论与经验研究”(71373011)

作者简介: 胡亚峰, 男, 助理研究员, 经济学博士, 主要从事公司金融和 PPP 投融资研究; 李睿, 女, 讲师, 经济学博士, 主要从事家庭金融和创业创新研究; 冯科, 男, 教授, 博士生导师, 经济学博士, 主要从事金融投资、房地产及房地产金融研究。

reduces the value of cash holdings. The pay gap between senior executives in private enterprises reduces the amount of cash holdings, but increases the value of cash holdings. The robustness test shows that the conclusion in the article is still valid. Further analysis shows that the senior executives' pay gap of state-owned enterprises is more inclined to increase cash accumulation from internal cash flow, and at the same time leads to an increase in the level of excessive investment. The senior executives' pay gap of private enterprises reduces the internal cash flow for cash accumulation, and has no significant impact on the level of over-investment. From the above results, it can be concluded that the impact on cash holdings by the pay gap of senior executives in state-owned enterprises supports the theory of social comparison and in private enterprises supports the theory of tournaments.

Key words: pay gap; cash holdings; cash market value; property rights nature

一、引言

公司高管与高管以及高管与员工之间薪酬差距受到主流媒体的大篇幅报道,也引起了监管机构的关注。本文重点关注的高管团队内部薪酬差距(以下简称高管薪酬差距),指的是公司高级管理人员之间薪酬数额的差别。公司高管薪酬差距一方面可以作为使经理人利益与股东利益保持一致的重要渠道,提升经理层的努力水平;另一方面可能会给经理层之间带来不公平感,从而会引发消极怠工、过度投资等行为来损害公司利益,也就是经理层会减少彼此合作的努力,而增加利己的努力。因此,可以认为公司高管薪酬差距是薪酬设计与管理中的重要议题。现金可以看作公司得以正常运转的“血液”,属于公司流动性最强的资产,但其收益率低,现金管理涉及公司的融资活动、投资活动与经营活动。持有过多或过低现金都会有损公司价值,现金持有过高一方面会失去配置成其他资产带来的高收益(此时机会成本很高),另一方面会带来自由现金流问题;现金持有过低会带来一些经营和财务风险,比如错失良好的投资机会或花费较高的成本去筹集投资所需资金、不能及时偿还债务等。目前国内就公司高管薪酬差距如何影响现金持有水平及其价值话题展开研究的相关文献不多,本文接下来将就此问题进行深入探讨与分析(主要基于不同产权性质公司比较)。

在所有权和控制权分离的现代企业中,管理层激励问题成为公司重要事项之一。此外,管理层是现金持有的主要决策者,管理层的正向激励能够缓解公司委托代理问题,优化公司的现金持有行为,提升现金持有价值;管理层的负向激励会加剧公司的委托代理问题,恶化公司的现金持有行为,降低现金持有价值。关于公司高管薪酬差距所带来的激励效应,目前存在两种竞争性理论——锦标赛理论和社会比较理论:锦标赛理论(Lazear和Rosen,1981)认为薪酬差距不单能够降低对内部高管的监管成本,同时还可以调动他们的积极性,激励高管依照股东的最大利益行事,有利于提升公司绩效,即薪酬差距给公司带来积极效应^[1];社会比较理论(Williams等,2006)基于心理学角度出发,认为薪酬差距过大会使高管间产生不平衡心理,不利于公司内部高管间团队协作,如不关心组织目标、凝聚力下降、变得消极怠工等,而且还可能会增加他们做出利己的努力,进而降低公司绩效,即薪酬差距给公司带来消极效应^[2]。

本文以中国A股上市公司(剔除金融和保险类企业)2005—2018年非平衡面板年度数据作为研究样本,通过实证研究考察不同产权性质公司高管薪酬差距对其现金持有水平及其价值的影响,并尝试探讨其作用机理。研究结果显示:国企高管薪酬差距增加了现金持有量,降低了现金持有价值;民企高管薪酬差距降低了现金持有量,但提高了现金持有价值。稳健性检验(替代性测试变量和内生性分析)表明文中结论依然成立。进一步分析可知国企高管薪酬差距增加了内部现金流用于现金持有的积累,同时也增加了过度投资水平;民企高管薪酬差距减少了内部现金流用于现金持有的积累,对过度投资水平几乎没有影响。以上结果可以得出:国企高管薪酬差距造成了负向激励作用,带来更大的内部代理问题,促使管理层出于侵占动机将更多的现金留存于公司内部,并将超额现金持有用于过度投资来获取内部控制的私利,最终导致现金持有价值的降低;民企高管薪酬差距发挥了正向激励作用,一方面降低内部现金流用于现金持有的积累,另一方面将现金更加有效地使用出去,最终提高了现金持有价值。总之,国企高管薪酬差距对现金持有行为的影响支持了社会比较理论,更多强调平均主义;民企高管薪酬差距对现金持有行为的影响支持了锦标赛理论,更多强调薪酬差距带来的正向激励效应。

本文的研究贡献可能有如下几个方面:(1)丰富了有关公司现金持有行为方面的文献研究。本文通过考察公司高管内部薪酬差距如何影响现金持有水平及其价值,为了解我国公司现金持有行为变化提供了一个新的视角,有助于拓宽对我国上市公司现金持有行为的认识。(2)丰富了高管薪酬差距激励效应方面的文献研究。本文基于中国特殊制度背景,从现金持有行为角度分别分析不同产权性质公司高管薪酬差距激励效应的差异,并探讨其作用机理。(3)本文的研究结论对不同产权性质公司设计高管薪酬体系和调整现金持有行为以及监管机构制定与高管薪酬有关的公共政策具有重大借鉴和参考意义。

二、研究背景与研究假设

(一) 研究背景

国外现有文献主要从两种竞争性理论去解释公司薪酬差距带来的激励效应:锦标赛理论和社会比较理论。众多实证研究表明锦标赛理论成立,即公司内部薪酬差距与公司业绩之间存在正相关(潘子成,2020;蔡芸等,2019)^[3-4]。另外早期也有一些实证研究支持了社会比较理论,如公司内部薪酬差距对公司的市场业绩(Siegel和Hambrick,1996)和公司产品质量(Cowherd和Levine,1992)具有负面影响^[5-6]。

对于我国薪酬差距研究,主要有两方面:一部分是研究高管团队内部的薪酬差距与公司业绩的关系。如林浚清等(2003)研究发现我国上市公司内部高管薪酬差距和公司未来绩效存在显著的正向关系^[7]。张正堂(2008)研究发现高管团队薪酬差距对组织未来绩效产生负向影响^[8]。另一部分侧重于高管与普通员工之间薪酬差距的理论解释及其经济后果。如周权雄和朱卫平(2010)文中理论模型和实证模型均表明我国国有上市公司薪酬差距与公司绩效显著正相关,但这种锦标赛激励却受到政府行政干预和共同代理问题的制约^[9]。刘春和孙亮(2010)研究发现国企高管与员工间的内部薪酬差距对公司绩效带来正向影响,符合锦标赛理论^[10]。孔东民等(2017)研究发现,在高管与员工薪酬差距较小的情况下,薪酬差距扩大能够显著促进企业创新,符合锦标赛理论;但当薪酬差距较高时,薪酬差距扩大对企业创新产生负向影响,符合社会比较理论^[11]。赵奇锋和王永中(2019)研究发现,薪酬差距扩大可以起到激励发明家作用(如提高创新参与意愿、创新效率以及更大概率晋升为管理层等),进而促进企业技术创新,支持了锦标赛理论^[12]。

(二) 研究假设

高管薪酬差距一方面能够激励低层级高管更加努力工作,为公司创造更大价值,但另一方面在一些内外部条件得不到很好满足时(如有效市场约束、股东可以行使权力和董事会能够有效谈判等),高管薪酬差距会给低层级高管带来不公平感,进而做出有损公司价值的行为。

改革开放以来,我国的基本经济制度发生了重大变化,从过去单一的公有制到以公有制为主体、多种所有制经济共同发展,个体经济、民营经济如雨后春笋般迅速发展起来,并在整个国民经济中占有重要地位。在社会主义市场经济环境下,民营经济得到自由发展,受政府干预大大减轻,民营企业更加注重效率优先,其高管薪酬制度设计方面特别重视能给管理层带来激励效应,鼓励高管之间内部竞争和绩效追求,薪酬差距就是给竞争中获胜一方的额外补偿,适当地扩大薪酬差距能够提高公司经营和投资效率,使高管的行为更加符合股东价值最大化目标,同时还可以节约对高管的监督成本。

鉴于我国独特的文化、政治和经济背景,国有企业和民营企业在高管薪酬差距的激励效果方面可能会有所差别。在国有企业中,“行政高管”长期以来都是通过组织任命、上级委派或调任等方式确定人选,高管具有官员和企业家的双重角色身份。在大多数情况下,国企内部更加强调“非剥削”“公平”“领导班子团结”等氛围,而不是着重于锦标赛激励所带来的效率提升。另外,国企高管之间个人能力和贡献很难去量化比较,而他们之间的薪酬水平可以具体量化。因而,国企高管更关心自己的薪酬水平与身边其他人相比较如何,当个人薪酬与其心理预期存在差距时,他们会感到“被剥削”,从而削弱他们的工作激情,进而导致消极懈怠、在职消费、过度投资等有损公司价值的行为。吕长江和赵宇恒(2008)指出,我国国有上市公司存在“一股独大”现象,作为控股股东主体的国家是一个虚拟人,其控股作用是通过国有资产管理机构

或政府来实现的^[13]。国有资产管理机构或政府处于信息劣势,难以与管理层签署有效激励契约并实施有效监督(陈冬华等,2005)^[14]。此外,国企承担着更多的政策性负担,使得高管努力水平与公司业绩之间的因果关系变得模糊不清(权小锋等,2010)^[15]。这些为国企高管谋取私利行为提供了客观上的可能。总而言之,国企缺乏有效的职业经理人市场、“所有者缺位”现象严重引发的内部人控制问题、短期的轮任制、国企高管薪酬的社会“愤怒成本”等都可能严重影响国企高管的行为。因此,锦标赛理论所描述的“努力工作—更高职位—更高薪酬”逻辑并不完全适用于国企高管。

就高管薪酬差距对现金持有行为的影响方面,社会比较理论和锦标赛理论可能同时发挥作用。根据上述分析,文中推测出国有企业中社会比较理论占主导作用,随着国企高管薪酬差距增大,负向激励使得高管可能通过增加现金持有量来谋取个人私利(如通过内部留存大量现金,同时投资净现值为负的项目以达到扩大可控资源规模,另外通过超额现金持有也可以减弱外部资本市场的监督作用等),以此来弥补内心的不公平感,这样最终导致现金持有价值下降。民营企业中锦标赛理论占主导作用,民企高管薪酬差距优化了公司经营和投资效率,现金属于低回报资产,根据现金持有权衡理论,此时持有现金的机会成本会随之上升,需要降低现金持有量,将其转换成更具有经济价值的资产,因此,文中推测出民企薪酬差距降低了现金持有量,与此同时,带来现金持有价值的上升。本文实证分析只能展示出高管薪酬差距对现金持有行为的“净效应”,为此,本文提出以下两个假设:

假设 H1: 国企高管薪酬差距增加了现金持有量,现金持有价值随之下降。

假设 H2: 民企高管薪酬差距降低了现金持有量,现金持有价值随之上升。

三、样本构成、变量定义及描述性统计

(一) 样本构成

本文上市公司数据取自国泰安数据库(CSMAR)。为了使回归结果具有一般性,文中对原始数据进一步作如下处理:(1)考虑到金融和保险行业的特殊性,文中数据不包含金融和保险类上市公司样本;^①(2)删除处于*ST、ST等非正常状态的上市公司样本;(3)删除主要变量缺失数据和未连续两年以上有数据的上市公司样本。经过以上处理最后得到具有25339个观察值的非平衡面板数据,其中包含3024家上市公司,时间跨度最长为14年,最短为2年。为了减弱异常值对估计结果的影响,文中对所有连续变量分别进行1%和99%的缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。*incash*为经过行业调整的现金持有水平变量,因为我国上市公司现金持有量随着行业不同而存在系统性差异,为了更精准地测算其他因素对现金持有量的影响,文中的现金持有水平变量采用经过行业调整的现金持有量表示,其值等于现金持有水平减去现金持有水平的行业年度均值,其中现金持有水平用现金及现金等价物期末余额除以非现金资产(非现金资产=总资产-现金及现金等价物期末余额)来表示。行业划分标准参照证监会的行业分类标准(2012版),剔除金融类行业共有18个一级行业,其中制造业按照二级分类,由于居民服务、修理和其他服务业与教育行业公司数目较少,因而将其归并到卫生和社会工作行业中,最终行业分为19类。

*mv0*为公司市场价值变量,参照已有文献,公司市场价值用公司负债的账面价值、非流通股市值与流通股市值的总和除以非现金资产来表示。因为非流通股每股转让价格没有完全市场化数据,文中用每股净资产来表示非流通股价格。但这样会出现一个问题,即每股净资产来表示非流通股价格可能会低估非流通股占比较高的国有控股公司的价值,因为每股净资产的定价通常低于非流通股的市场价值。因此,后文在做稳健性检验时借鉴国外学者 Bai 等(2004)的做法^[16],将非流通股市值以流通股市值的20%或30%折价

①金融和保险类上市公司由于自身业务特点经常持有大量的现金。

来计算公司的市场价值 $MV1$ 和 $MV2$,^①再除以非现金资产得到 $mv1$ 和 $mv2$ 来表示公司市场价值。

2. 主要解释变量。 $gap1$ 为高管薪酬差距变量,用上市公司薪酬最高的前三名高管年薪总额的平均值减去剩余高管年薪总额的平均值后的余额的自然对数来表示,具体表示如下所示: $gap1 = \ln[\text{薪酬最高的前三名高管平均薪酬} - \text{剩余高管平均薪酬}]$,其中薪酬最高的前三名高管平均薪酬 = 薪酬最高的前三名高管年度薪酬总和/3,剩余高管平均薪酬 = (全体高管年度薪酬总和 - 薪酬最高的前三名高管年度薪酬总和)/(领薪人数 - 3)。本文模型中主要解释变量高管薪酬差距采取滞后一期值来表示,这样做有两个好处:一方面按逻辑来说现金持有水平更大可能受到前期高管薪酬差距水平的影响;另一方面可以大大降低因反向因果关系带来的内生性问题。后文在做稳健性检验时,用高管薪酬差距的相对值来表示,具体表示如下: $gap2 = \ln(1 + \text{薪酬最高的前三名高管平均薪酬}/\text{剩余高管平均薪酬})$ 。

3. 其他控制变量。表1列举了主要控制变量符号及其定义式,其中需要特别注意变量投资机会 $tobinQ$ 指的是市场价值与总资产的比值;公司当年发生的利息支出 I 用财务费用与非现金资产的比值来代替表示。

表1 主要控制变量定义

变量名称	符号	变量定义
公司规模	$size$	$\ln(\text{总资产})$
现金流量	$cflow$	经营活动产生的现金流量净额/非现金资产
投资支出	inv	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/非现金资产
净营运资金	nwc	(流动资产 - 流动负债 - 货币资金)/非现金资产
现金股利	D	现金股利/非现金资产
财务杠杆	tl	负债合计/总资产
投资机会	$tobinQ$	市场价值/总资产
资产收益率	roa	净利润/总资产
利息支出	I	财务费用/非现金资产

(三) 主要变量描述性统计

主要变量描述性统计结果如表2所示。从表2中可以看出,因变量中经过行业均值调整的现金持有水平 $indcash$ 与公司市场价值 $mv0$ 均值均大于中位数,呈现出右偏特征,说明样本中有一半以上数目的观察值现

表2 主要变量描述性统计

变量名	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$indcash$	25000	0	-0.0727	0.3140	-1.2710	1.9940
$mv0$	25000	2.6050	1.9860	1.9090	0.9510	12.3000
$gap1$	25000	11.8900	11.9500	1.0930	8.9000	14.4700
$cflow$	25000	0.0610	0.0546	0.1010	-0.2180	0.4130
$size$	25000	21.9900	21.8100	1.2770	19.6200	25.9900
tl	25000	0.4410	0.4380	0.2120	0.0497	0.9470
nwc	25000	0.0280	0.0297	0.2660	-0.7510	0.6350
$tobinQ$	25000	1.9680	1.5690	1.2140	0.8640	7.9890
inv	25000	0.0658	0.0469	0.0662	-0.0386	0.3100
I	25000	0.0084	0.0078	0.0148	-0.0402	0.0492
D	25000	0.0111	0.0052	0.0175	0	0.1060

^①公司市场价值($MV1/MV2$) = 流通股市场价值 + 非流通股份数 × 流通股收盘价 × 0.2(或0.3) + 负债的账面价值。 $mv1/mv2$ 为经过非现金资产标准化的公司市场价值。

金持有量和市场价值没有达到平均水平,这与已有文献的研究结果相一致。解释变量高管薪酬差距 $gap1$ 均值为11.8900,中位数为11.9500,均值略小于中位数。控制变量中经营活动产生的净现金流 $cflow$ 、公司规模 $size$ 、财务杠杆 tl 、投资机会 $tobinQ$ 、投资支出 $invt$ 、利息支出 I 与现金股利分红 D 均值均大于中位数,呈现出右偏特征;净营运资金 nwc 均值小于中位数,呈现出左偏特征。

四、实证分析

(一) 高管薪酬差距与现金持有水平

为了检测不同产权性质上市公司高管薪酬差距对现金持有水平的影响,本文借鉴国外学者 Opler 等 (1999) 的研究方法并经过修正建立如下现金持有水平面板回归模型^[17],如式(1)所示:

$$indcash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 gap_{it-1} + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中 i 和 t 分别代表公司个体和年度时间指标,因变量为公司经过行业调整的现金持有水平 $indcash_{it}$ 。 gap_{it-1} 表示滞后一期高管薪酬差距,为主要测试变量,若前面的系数 $\alpha_1 > 0$,高管薪酬差距倾向于增加现金持有量,反之,若前面的系数 $\alpha_1 < 0$,高管薪酬差距倾向于减少现金持有量。

表3为高管薪酬差距与现金持有量回归结果。模型1、模型2和模型3都控制了个体层面的公司固定效应和时间层面的年度固定效应,下文中所有回归模型均采用双向固定效应模型,后文不再重复说明。模型1、模型2和模型3分别为全样本、国企样本和民企样本回归结果:模型1全样本中滞后一期高管薪酬差距 ($Lgap1$) 前系数为 -0.0019 ,但不显著;模型2国企样本中滞后一期高管薪酬差距 ($Lgap1$) 前系数为 0.0055 ,在5%水平上显著为正;模型3民企样本中滞后一期高管薪酬差距 ($Lgap1$) 前系数为 -0.0086 ,在5%水平上显著为负。回归结果表明:整体样本中看不出高管薪酬差距对公司现金持有量的影响;分样本中国企高管薪酬差距增加了现金持有量,民企高管薪酬差距降低了现金持有量。

表3 高管薪酬差距与现金持有量回归结果

	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	$indcash$	$indcash$	$indcash$
$Lgap1$	-0.0019 (-0.89)	0.0055** (2.46)	-0.0086** (-2.21)
$size$	0.0065* (1.90)	0.0216*** (5.08)	0.0270*** (4.26)
tl	-0.5911*** (-36.37)	-0.4316*** (-22.43)	-0.7004*** (-25.02)
$cflow$	0.4410*** (25.76)	0.3211*** (16.40)	0.5484*** (19.13)
nwc	-0.2848*** (-25.08)	-0.3166*** (-23.76)	-0.2591*** (-13.31)
$tobinQ$	-0.0181*** (-10.47)	-0.0090*** (-3.93)	-0.0193*** (-6.93)
$invt$	0.2604*** (9.69)	0.0602* (1.84)	0.3260*** (7.44)
D	2.3642*** (21.58)	2.8451*** (19.55)	2.1855*** (12.92)
Firm FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
N	21033	9695	9884
R^2	0.6481	0.6965	0.6580

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为 t 统计量值,标准误经 robust 调整,下同

(二) 高管薪酬差距与现金市场价值

为了考察不同产权性质公司高管薪酬差距会对现金持有带来什么样的经济后果,即是“价值创造”还是“价值毁灭”,文中采用修正的 Fama 和 French (1998) 现金价值模型 (Dittmar 和 Mahrt-Smith, 2007; 杨兴全和张照南, 2008)^[18-20], 如式(2)所示:

$$mv_{it} = \beta_0 + \beta_1 gap_{it-1} \times indcash_{it} + \beta_2 gap_{it-1} + \beta_3 indcash_{it} + \beta_4 Controls_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式(2)中因变量 mv_{it} 代表公司的市场价值, $indcash_{it}$ 为经过行业调整的现金持有水平, gap_{it-1} 为滞后一期高管薪酬差距。高管薪酬差距与现金持有水平的交互项 ($gap_{it-1} \times indcash_{it}$) 前系数 β_1 是本文关注的焦点。如果 $\beta_1 > 0$, 则表示高管薪酬差距带来公司现金市场价值的提升; 反之, 如果 $\beta_1 < 0$, 则表示高管薪酬差距带来公司现金市场价值的下降。

表4为高管薪酬差距与公司市场价值回归结果。从全样本来看, 模型1中滞后一期高管薪酬差距与现金持有水平交互项 ($Lgap1 \times indcash$) 前系数为0.0421, 但不显著。从分样本来看, 模型2国企样本中交互项前系数为-0.1154, 在5%水平上显著为负; 模型3民企样本中交互项前系数为0.0913, 在10%水平上显著为正。以上回归结果表明, 不同产权性质公司高管薪酬差距对公司现金持有价值的影响是有所差别的: 国企高管薪酬差距会导致现金持有价值下降, 带来了现金持有的“价值毁灭”; 民企高管薪酬差距会促使现金持有价值上升, 带来了现金持有的“价值创造”。

表4 高管薪酬差距与公司市场价值回归结果

变量名称	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	$mv0$	$mv0$	$mv0$
$Lgap1 \times indcash$	0.0421	-0.1154 **	0.0913 *
	(1.16)	(-2.46)	(1.78)
$indcash$	0.6554	2.5545 ***	-0.0859
	(1.53)	(4.66)	(-0.13)
$Lgap1$	-0.0405 ***	-0.0379 **	-0.0705 ***
	(-2.98)	(-2.47)	(-2.94)
CVs	Yes	Yes	Yes
$Firm FE$	Yes	Yes	Yes
$Year FE$	Yes	Yes	Yes
N	18183	8755	8216
R^2	0.7527	0.7610	0.7801

(三) 稳健性检验

为了保障上述结论具有可靠性, 文中做如下稳健性检验:

1. 替代变量检验。(1) 高管薪酬差距替代测量: $Lgap2$ 。文中用高管薪酬差距的相对值 $gap2 = \ln(1 + \text{薪酬最高的前三名高管平均薪酬} / \text{剩余高管平均薪酬})$ 的滞后一期值 $Lgap2$ 来代替表示主要解释变量, 分别对式(1)和式(2)重新回归分析, 估计结果如表5和表6所示, 整体来看, 上文论断依然成立。

表5 高管薪酬差距与现金持有回归结果:Lgap2

变量名称	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	<i>indcash</i>	<i>indcash</i>	<i>indcash</i>
<i>Lgap2</i>	-0.0076	0.0112	-0.0271 **
	(-1.14)	(1.47)	(-2.41)
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21033	9695	9884
<i>R</i> ²	0.6463	0.6964	0.6560

表6 高管薪酬差距与现金市场价值回归结果:Lgap2

变量名称	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	<i>mv0</i>	<i>mv0</i>	<i>mv0</i>
<i>Lgap2</i> × <i>indcash</i>	0.4722 ***	-0.2194 **	0.3865 *
	(3.22)	(-2.09)	(1.72)
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	18183	8755	8216
<i>R</i> ²	0.7527	0.7607	0.7798

(2) 现金持有替代测量:*indcash1*和*indcash2*。为了避免现金持有水平衡量可能会对本文估计结果的影响,现金持有水平分别用*indcash1*和*indcash2*代替表示,其中*indcash1*用“(货币资金+交易性金融资产+短期投资)/非现金资产”经行业年度均值调整后的取值表示;*indcash2*用“现金及现金等价物期末余额/非现金资产”经行业年度中位数调整后的取值表示。回归结果如表7和表8所示,上文论断仍然成立。

表7 高管薪酬差距与现金持有回归结果:indcash1

变量名称	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	<i>indcash1</i>	<i>indcash1</i>	<i>indcash1</i>
<i>Lgap1</i>	-0.0027	0.0063 ***	-0.0095 **
	(-1.19)	(2.65)	(-2.26)
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21033	9695	9884
<i>R</i> ²	0.6410	0.6987	0.6466

表8 高管薪酬差距与现金持有回归结果:indcash2

变量名称	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	<i>Indcash2</i>	<i>Indcash2</i>	<i>Indcash2</i>
<i>Lgap1</i>	-0.0026	0.0052 **	-0.0080 **
	(-1.23)	(2.42)	(-2.05)
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21033	9695	9884
<i>R</i> ²	0.6437	0.6917	0.6601

(3) 公司市场价值替代测量:*mv1*和*mv2*。如上文所述,为了避免可能会低估非流通股占比较高的国有控股公司的价值,本文借鉴国外学者 Bai 等(2004)的做法^[16],将非流通股市值按流通股市场价值的20%或30%折价来计算,进一步验证不同产权性质上市公司高管薪酬差距对现金持有价值的影响,回归结果如表9所示。从表9中可以看出,无论是以*mv1*还是以*mv2*作为被解释变量,上文论断仍然成立,即国企高管薪酬差距降低了现金持有价值,民企高管薪酬差距提升了现金持有价值。

表9 高管薪酬差距与现金市场价值回归结果:mv1和mv2

变量名称	模型1	模型2	模型3	模型4
	国企	民企	国企	民企
	<i>mv1</i>	<i>mv1</i>	<i>mv2</i>	<i>mv2</i>
<i>Lgap1</i> × <i>indcash</i>	-0.1257 ***	0.1242 **	-0.1422 ***	0.1285 **
	(-2.58)	(2.05)	(-2.87)	(2.06)
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8755	8216	8755	8216
<i>R</i> ²	0.7586	0.7776	0.7615	0.7843

2. 内生性分析。为了降低反向因果关系带来的内生性问题,文中主要解释变量采用高管薪酬差距的滞后一期值,这也符合一般逻辑,现金持有量更大可能受到前期高管薪酬差距水平的影响,而高管薪酬差距

受未来一期现金持有量影响会相对较小。为了进一步降低反向因果关系带来的内生性问题对本文估计结果的干扰,本文参照赵奇锋和王永中(2019)的做法^[12],分别选取滞后二期和滞后三期同行业其他公司高管薪酬差距平均值作为工具变量对以上回归模型进行两阶段最小二乘估计(2SLS),回归结果依然保持不变。此外,文中所有回归模型均采用双向固定效应模型,这样可以控制一些不随时间或个体变化的不可观测因素影响。这些因素既可能影响现金持有行为,又可能影响高管薪酬差距,如公司文化等,会造成遗漏变量的内生性问题。

五、进一步分析

上文分析表明,国有企业高管薪酬差距增加了现金持有量,同时带来现金持有的负向价值效应;民营企业高管薪酬差距降低了现金持有量,同时带来现金持有的正向价值效应。那么下面需要进一步探讨高管薪酬差距是如何影响现金持有量及其价值的。

(一) 高管薪酬差距与内部现金流的积累

高管薪酬差距是否通过影响公司内部经营活动产生的净现金流的积累来影响现金持有的变化,本文参考 Almeida 等(2004)文中的模型^[21],实证考察高管薪酬差距对内部现金流积累的影响,回归结果如表10所示。表10中模型1为全样本回归结果,滞后一期高管薪酬差距与经营活动产生的净现金流的交互项($Lgap1 \times cflow$)前系数为-0.0130,但不显著;模型2为国企样本回归结果,交互项前系数为0.0232,在5%水平上显著为正;模型3为民企样本回归结果,交互项前系数为-0.0480,但在1%水平上显著为负。回归结果表明:国企高管薪酬差距增加了内部现金流用于现金持有的积累,民企高管薪酬差距减少了内部现金流用于现金持有的积累。

表10 高管薪酬差距与内部现金流积累

变量名称	模型1	模型2	模型3
	全样本	国企	民企
	$\Delta cash$	$\Delta cash$	$\Delta cash$
$Lgap1 \times cflow$	-0.0130 (-1.47)	0.0232 ** (2.17)	-0.0480 *** (-3.03)
$cflow$	0.5748 *** (5.49)	0.1562 (1.25)	0.9838 *** (5.18)
$Lgap1$	-0.0021 (-1.45)	-0.0028 * (-1.66)	-0.0063 ** (-2.26)
N	21033	9695	9884
R^2	0.3152	0.2924	0.3401

(二) 高管薪酬差距与过度投资

高管薪酬差距可能会通过影响过度投资水平进而影响到现金持有价值。为了估计过度投资水平,文中首先借鉴国外学者 Richardson(2006)的做法^[22],建立如式(3)所示的适度投资水平估计模型。式(3)中残差部分 ε_{it} 为非效率投资,即为实际投资与适度投资之间的差额。当残差 $\varepsilon_{it} < 0$,表示为投资不足;当残差 $\varepsilon_{it} > 0$,表示为过度投资。

$$inv_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 cflow_{it-1} + \gamma_2 tobinQ_{it-1} + \gamma_3 tl_{it-1} + \gamma_4 size_{it-1} + \gamma_5 roa_{it-1} + \gamma_6 inv_{it-1} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

为了研究高管薪酬差距与过度投资之间的关系,文中选取残差 $\varepsilon_{it} > 0$ 的样本。参照 Richardson(2006)文中的做法并加以改进^[22],建立起高管薪酬差距与过度投资关系的研究模型,如式(4)所示:

$$overinv_{it} = \delta_0 + \delta_2 gap_{it-1} + \delta_3 FCF_{it} + \delta_4 tobinQ_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

在式(4)中,因变量过度投资 $overinv_{it}$ 为式(3)中正的残差 ε_{it} 。其中 FCF_{it} 表示自由现金流变量,^①作为式(4)控制变量之一,它的计算值参照 Richardson(2006)文中的做法^[22]。表11为不同产权性质上市公司高管薪酬差距与过度投资的估计结果,其中模型1为国企样本估计结果,模型2为民企样本估计结果。从表11中可以看出:国企样本中滞后一期高管薪酬差距($Lgap1$)前系数为0.0019,在10%水平上显著为正,表明国企高管薪酬差距增加了过度投资水平;民企样本中滞后一期高管薪酬差距($Lgap1$)前系数为0.0012,但不显著,表明民企高管薪酬差距对过度投资水平影响不明显。

(三) 小结

从以上分析可以得知:国企高管薪酬差距增加了内部现金流用于现金持有的积累,同时也增加了过度投资水平;民企高管薪酬差距减少了内部现金流用于现金持有的积累,对过度投资水平几乎没有什么影响。

表11 高管薪酬差距与过度投资

变量名称	模型1	模型2
	国企	民企
	$overinv$	$overinv$
$Lgap1$	0.0019*	0.0012
	(1.83)	(0.72)
FCF	0.0181*	0.0326***
	(1.95)	(3.63)
$tobinQ$	0.0016	-0.0003
	(1.23)	(-0.27)
$size$	-0.0007	0.0051*
	(-0.32)	(1.80)
N	3703	3631
R^2	0.4374	0.5360

六、结 论

本文选取中国A股上市公司(剔除金融和保险类企业)2005—2018年非平衡面板年度数据作为研究样本,基于薪酬差距理论实证考察了不同产权性质上市公司高管薪酬差距对现金持有水平及其价值的影响,并探讨其作用机理。研究发现:(1)国企高管薪酬差距增加了现金持有量,降低了现金持有价值;民企高管薪酬差距降低了现金持有量,但提高了现金持有价值。(2)稳健性检验(替代性测试变量和内生性分析)表明文中论断依然成立。(3)进一步分析可知国企高管薪酬差距增加了内部现金流用于现金持有的积累,同时也增加了过度投资水平;民企高管薪酬差距减少了内部现金流用于现金持有的积累,对过度投资水平影响不显著。以上结果可以得出:国企高管薪酬差距造成了负向激励作用,带来更大的内部代理问题,促使管理层出于侵占动机将更多的现金留存于公司内部,并将超额现金持有用于过度投资来获取内部控制的私利,最终导致现金持有价值降低;民企高管薪酬差距发挥了正向激励作用,一方面降低内部现金流用于现金持有的积累,另一方面将现金更加有效地使用出去,最终提高了现金持有价值。总之,国企高管薪酬差距对现金持有行为的影响支持了社会比较理论,更多强调平均主义;民企高管薪酬差距对现金持有行为的影响支持了锦标赛理论,更多强调薪酬差距带来的正向激励效应。

本文的研究结论为公共政策制定者和公司决策者制定薪酬激励举措提供了来自现金持有行为方面的经验证据,这对政府和公司部门在权衡公平与效率方面具有重要的指导价值。本文的政策启示:一是继续推进国有企业现代化公司治理机制改革,加强对国企高管的监督和约束管理,在完善国企高管薪酬与公司业绩挂钩的薪酬管理体系前,合理地限制国有企业高管间薪酬差距过大现象;二是民营企业应适当增加高管间薪酬差距以来维持足够的锦标赛激励能量,这有利于促进经理层和股东利益保持一致,从而提升公司价值。

^①自由现金流=(经营活动产生的现金流量净额-折旧-摊销)/非现金资产- \widehat{inv} , \widehat{inv} 为式(3)估计出来的适度投资水平。

参考文献:

- [1] LAZEAR E P, ROSEN S. Rank-order tournaments as optimum labor contracts[J]. *Journal of Political Economy*, 1981, 89(5): 841-864.
- [2] WILLIAMS M L, MCDANIEL M A, NGUYEN N T. A meta-analysis of the antecedents and consequences of pay level satisfaction [J]. *Journal of Applied Psychology*, 2006, 91(2): 392-413.
- [3] 潘子成. 高管薪酬存在同伴效应吗? [J]. *商业经济与管理*, 2020(5): 62-76.
- [4] 蔡芸, 陈淑玉, 任成. 高管一员工薪酬差距对企业绩效的影响——基于沪深A股上市公司的面板门限回归分析[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2019(2): 52-62.
- [5] SIEGEL P A, HAMBRICK D C. Business strategy and the social psychology of top management teams[J]. *Advances in Strategic Management*, 1996, 13(13): 91-119.
- [6] COWHERD D M, LEVINE D I. Product quality and pay equity between lower-level employees and top management: an investigation of distributive justice theory[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1992, 37(2): 302.
- [7] 林浚清, 黄祖辉, 孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构[J]. *经济研究*, 2003(4): 31-40, 92.
- [8] 张正堂. 企业内部薪酬差距对组织未来绩效影响的实证研究[J]. *会计研究*, 2008(9): 81-87.
- [9] 周权雄, 朱卫平. 国企锦标赛激励效应与制约因素研究[J]. *经济学(季刊)*, 2010(2): 571-596.
- [10] 刘春, 孙亮. 薪酬差距与企业绩效: 来自国企上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2010(2): 30-39, 51.
- [11] 孔东民, 徐茗丽, 孔高文. 企业内部薪酬差距与创新[J]. *经济研究*, 2017(10): 144-157.
- [12] 赵奇锋, 王永中. 薪酬差距、发明家晋升与企业技术创新[J]. *世界经济*, 2019(7): 94-119.
- [13] 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, 188.
- [14] 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.
- [15] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. *经济研究*, 2010(11): 73-87.
- [16] BAI C E, LIU Q, LU J, et al. Corporate governance and market valuation in China[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2004, 32(4): 599-616.
- [17] OPLER T, PINKOWITZ L, STULZ R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1): 3-46.
- [18] FAMA E F, FRENCH K R. Taxes, financing decisions, and firm value[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(3): 819-843.
- [19] DITTMAR A, MAHRT-SMITH J. Corporate governance and the value of cash holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3): 599-634.
- [20] 杨兴全, 张照南. 制度背景、股权性质与公司持有现金价值[J]. *经济研究*, 2008(12): 111-123.
- [21] ALMEIDA H, CAMPELLO M, WEISBACH M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1777-1804.
- [22] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2/3): 159-189.



(责任编辑 束顺民)