

学校编码：10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号：17620141151219

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

高管薪酬差距与公司风险承担  
——基于“同伴效应”的经验证据

Executive Compensation Gap and Corporate Risk-taking

——An Empirical Evidence Based on “Peer Effect”

木 齐 齐

指导教师姓名： 吴晓晖 教授

专业名称： 企 业 管 理

论文提交日期： 2017 年 月

论文答辩时间： 2017 年 月

学位授予日期： 2017 年 月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2017 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于     年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘 要

针对上市公司高管薪酬不断攀升的现状,通过使用中国 A 股上市公司 2010 年至 2015 年的数据,本文先是验证了高管薪酬同伴效应的存在,即在前一年高管薪酬水平低于行业中位数水平的公司在下一年更可能提高自己的高管薪酬水平。当本公司高管薪酬较之同行水平存在差距时,公司会对其进行调整。为了探究公司是否应对高管进行加薪以及应加薪到怎样的程度才能对高管带来激励效果,本文随后从公司风险承担水平的角度对这个问题进行了研究。

实证结果表明,首先,同行高管薪酬差距与公司风险承担水平之间存在显著正向相关的关系,这说明对高管进行加薪可以带来激励作用;其次,通过对依据正负划分的同行高管薪酬差距的子样本的分别回归,发现,当上市公司同行高管薪酬差距为正时,同行高管薪酬差距的增加会提高公司的风险承担水平;而当上市公司同行高管薪酬差距为负时,同行高管薪酬差距与公司风险承担水平之间的关系并不显著。通过进一步研究,本文发现不同产权性质下同行高管薪酬差距对公司风险承担水平的影响程度也是不同的。

从实证结果来看,本文找到了一种衡量高管调薪是否有价值的标准——高管薪酬的行业中位数水平,对企业的实践意义是,当公司高管薪酬低于行业中位数水平时,若要提高高管激励水平,公司对高管进行的加薪要达到行业中位数水平之上,否则加薪对公司而言仅是成本的徒劳损失而非公司价值的增加。当公司高管薪酬高于行业中位数水平时,对高管进行加薪可以提高公司的风险承担水平进而提高企业价值。

**关键词:** 高管薪酬; 同伴效应; 公司风险承担水平

## Abstract

In view of an existing circumstance that executive compensation in listed companies have kept rising over the years, through the use of the Chinese A-share listed companies sample from 2010 to 2015, this paper first verifies the existence of the peer effect in executive compensation. If the executive compensation level of a company is lower than the industry median level in the year before, this company is more likely to increase its executive compensation level in the next year. When there is a compensation gap between the company and the industry, the company will adjust the executive compensation. In order to explore whether the executive should have a salary increase and this increase should be to what extent that can bring incentive effect, this paper then examines this issue from the angle of corporate risk-taking.

The empirical results show that, firstly, the peer executive compensation gap is significant positively correlated with the corporate risk-taking, which shows that the salary increase of the executive can bring the incentive effect. Secondly, through regressing executive compensation subsamples respectively divided by positive and negative, we find that when the gap is positive number, the relationship between the two variables remains significant; But when the gap is negative number, the relationship between the two variables is not significant anymore. Through further research, we find that the effect of peer compensation gap on corporate risk-taking is different under different property rights.

The practical significance of this paper is to find a measure standard-the industry median level of executive compensation that whether the salary increase is valuable. When the executive compensation level of a company is lower than the industry median level, the company must pay a raise to executives and reach above industry median level, otherwise the salary increase is only a futile loss for the company rather than a value increase. When the executive compensation level of a company is higher than the industry median level, the salary increase can increase corporate risk-taking and improve the value of the enterprise.

**Key words:** executive compensation; peer effect; corporate risk-taking

# 目 录

<b>1 导论</b>	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景及意义</b>	<b>1</b>
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
<b>1.2 研究内容及框架</b>	<b>3</b>
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 结构安排	4
1.2.3 研究框架	5
<b>1.3 研究方法思路</b>	<b>5</b>
1.3.1 研究方法	5
1.3.2 研究思路	6
<b>1.4 文章创新点</b>	<b>6</b>
<b>2 理论基础和文献综述</b>	<b>8</b>
<b>2.1 理论基础</b>	<b>8</b>
2.1.1 委托代理理论	8
2.1.2 管理层权力理论	9
2.1.3 经理人市场理论	10
2.1.4 社会比较理论	11
2.1.5 马斯洛需求层次理论	12
<b>2.2 文献综述</b>	<b>13</b>
2.2.1 高管薪酬相关研究	13
2.2.2 同伴效应相关研究	19
2.2.3 公司风险承担相关研究	26
<b>2.3 本章小结</b>	<b>29</b>
<b>3 研究设计</b>	<b>31</b>
<b>3.1 研究假设</b>	<b>31</b>

3.2 样本选择和数据来源 .....	34
3.2.1 样本选择 .....	34
3.2.2 数据来源 .....	34
3.3 变量选取及模型构建 .....	34
3.3.1 被解释变量 .....	35
3.3.2 解释变量 .....	35
3.3.3 控制变量 .....	36
3.3.4 模型构建 .....	41
3.4 本章小结 .....	41
4 实证分析 .....	43
4.1 描述性统计 .....	43
4.2 相关性分析 .....	45
4.3 回归分析 .....	47
4.3.1 高管薪酬的同伴效应 .....	47
4.3.2 同行高管薪酬差距与公司风险承担 .....	48
4.4 进一步研究 .....	51
4.4.1 同伴效应单向性的考虑 .....	51
4.4.2 产权性质的影响 .....	52
4.5 本章小结 .....	58
5 稳健性检验 .....	59
6 结论与展望 .....	62
6.1 研究结论 .....	62
6.2 理论贡献和政策建议 .....	62
6.3 研究不足与展望 .....	63
参考文献 .....	65
致 谢 .....	75

# Contents

<b>1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Significance .....</b>	<b>1</b>
1. 1. 1 Research background.....	1
1. 1. 2 Research significance .....	3
<b>1.2 Research Content and Framework .....</b>	<b>3</b>
1. 2. 1 Research content.....	3
1. 2. 2 Structural arrangements .....	4
1. 2. 3 Research framework .....	5
<b>1.3 Research Method and Approach .....</b>	<b>5</b>
1. 3. 1 Research method .....	5
1. 3. 2 Research approach .....	6
<b>1.4 Innovations.....</b>	<b>6</b>
<b>2 Theoretical Basis and Literature Review .....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 Theoretical Basis .....</b>	<b>8</b>
2. 1. 1 Principal-agent theory .....	8
2. 1. 2 Managerial power theory .....	9
2. 1. 3 Manager market theory .....	10
2. 1. 4 Social comparison theory .....	11
2. 1. 5 Maslow's hierarchy of needs .....	12
<b>2.2 Literature Review .....</b>	<b>13</b>
2. 2. 1 Research on executive compensation.....	13
2. 2. 2 Research on peer effect .....	19
2. 2. 3 Research on corporate risk-taking .....	26
<b>2.3 Chapter Summary .....</b>	<b>29</b>
<b>3 Research Design.....</b>	<b>31</b>
<b>3.1 Research Hypothesis.....</b>	<b>31</b>



<b>3.2 Sample Selection and Data Sources</b> .....	<b>34</b>
3. 2. 1 Sample selection .....	34
3. 2. 2 Data sources.....	34
<b>3.3 Variables Selection and Model Construction</b> .....	<b>34</b>
3. 3. 1 Dependent variables.....	35
3. 3. 2 Independent variables.....	35
3. 3. 3 Control variables.....	36
3. 3. 4 Model Construction .....	41
<b>3.4 Chapter Summary</b> .....	<b>41</b>
<b>4 Empirical Analysis</b> .....	<b>43</b>
<b>4.1 Descriptive Statistics</b> .....	<b>43</b>
<b>4.2 Correlation Analysis</b> .....	<b>45</b>
<b>4.3 Regression Analysis</b> .....	<b>47</b>
4. 3. 1 Peer effect on executive compensation.....	47
4. 3. 2 Executive compensation gap and corporate risk-taking.....	48
<b>4.4 Further Research</b> .....	<b>51</b>
4. 4. 1 Unidirectional consideration of peer effect.....	51
4. 4. 2 Influence of property rights.....	52
<b>4.5 Chapter Summary</b> .....	<b>58</b>
<b>5 Robustness Test</b> .....	<b>59</b>
<b>6 Conclusions and Proposals</b> .....	<b>62</b>
<b>6.1 Conclusions</b> .....	<b>62</b>
<b>6.2 Research contributions and Suggestions</b> .....	<b>62</b>
<b>6.3 Research Limitations and Outlook</b> .....	<b>63</b>
<b>References</b> .....	<b>65</b>
<b>Acknowledgement</b> .....	<b>75</b>

# 1 导论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

一直以来，高管薪酬与公司业绩存在着紧密的联系，在信息经济时代背景下，上市公司高管的天价薪酬问题更是不断引发着社会公众的关注和争议。2013年，万科董事长王石以1590万元的年薪持续位列高管薪酬榜排名之冠；2014年和2015年，方大特钢董事长钟崇武年薪分别达到2037.77万元和2019.34万元，蝉联沪深两市上市公司董事长薪酬排行榜之首，是名副其实的“打工皇帝”。CSMAR的统计数据显示，中国上市公司高管前三名薪酬总额的平均值由2013年的178万元上升至2014年的195万元，2015年则达到了214万元的水平，总体而言，上市公司高管薪酬呈现上升态势。不同行业的高管薪酬差异较大，金融、地产、批发零售行业的高管薪酬始终领先其它行业。

值得注意的是，一些公司尽管业绩有所下降，其高管薪酬却能得到较大幅度的提升。德奥通航2015年的业绩下降了165.37%，其净利润由盈利3312.81万元变为亏损2165.45万元，然而其董事长、总经理和财务总监年薪分别增长了89.99%、79.32%和82.11%。梅花生物、塔牌集团、中捷资源等公司均出现了类似的情况。那么，为何部分公司在业绩有了明显幅度下降的前提下，公司高管薪酬仍有部分甚至较大程度的提升？高管薪酬的设置与哪些因素相关？

根据委托代理理论，公司股东为实现财富最大化而聘请职业经理人对公司进行管理，其中，高管薪酬的设计是一个很关键的问题。合理有效的薪酬设计可以激励经理人为股东谋取利益从而最大化股东价值，反之，薪酬设计不当，公司在聘请经理人以及经理人在追求自身利益时将可能出现逆向选择和道德风险的情况，从而损害了股东价值。在委托代理关系的基础上，高管薪酬设计可以从外部经理人市场和管理层权力两个角度出发来对其进行解释。从外部经理人市场的视角来看，为了吸引和留住优秀的人才，企业必须提供不低于高管机会成本的薪酬水平，同时需考虑如何将代理成本最小化从而设计出最佳薪酬契约；管理层权力理论则从公司内部治理的角度出发，说明了当内部治理出现缺陷时，管理层对自

身薪酬有一定话语权的情况。

Bizjak et al.(2008)<sup>[1]</sup>研究了高管薪酬设置与同行业内规模接近的公司（peer group）的高管薪酬水平之间的关系。他们的研究指出，大多数公司在制定高管人员薪酬水平时会参考同行业规模接近公司的高管薪酬水平，并将其锚定在行业薪酬的中位数水平上，部分公司为体现其竞争力甚至会将薪酬水平锚定在超过行业中位数水平的更高的位置。由于低于中位数水平的薪酬会带来高管才能较低的暗示，故而大多数公司会不断调整本公司高管薪酬至行业中位数水平以上，致使这个中位数水平不断升高，进一步导致了高管薪酬水平的过高设置。低于同行业规模接近公司的高管薪酬中位数水平的公司的高管薪酬不断趋近于中位数水平的现象即可视为高管薪酬的同伴效应。

Francis et al.(2016)<sup>[2]</sup>的研究表明，同行业其他公司 CEO 的管理能力与被观察公司的业绩表现呈现正相关的关系，同行整体薪酬可以通过外部高管人才市场的竞争来影响公司业绩。从外部经理人市场理论出发，管理者为了提升自身的价值，会努力向管理能力较高的同侪（行业与公司规模接近的高层管理者）学习从而提升自身的市场价值进而达到提高薪酬的目的；从管理层权力理论的角度出发，当管理者与同行业内其他公司的管理者薪酬差距较大时，出于维护自身经济利益、缩小与同行之间薪酬差异的目的，可能会倾向于通过更具风险性的行为来改善公司业绩。通过以上两个角度的分析，同行薪酬差距与公司业绩存在着明显的相关关系，管理者通过改变外部市场估值和运用内部权力两个方面来影响公司的投融资以及经营管理决策，从而影响公司业绩以达到改变自身薪酬的目的。

相关学者的研究曾指出，我国上市公司的经营业绩和公司风险存在一定的相关关系（周显异等，2016）<sup>[3]</sup>。Goel 和 Thakor (2008)<sup>[4]</sup>的研究指出，公司高管为获得基于晋升而带来的薪酬上涨会倾向于进行风险更高的决策从而提升公司整体的风险水平。若管理者基于同行薪酬差距有动机提高公司的短期业绩，那么很可能也会对公司风险承担水平造成一定的影响。值得注意的是，公司的风险承担水平区别于公司风险，从外部经理人市场角度出发，公司高管在进行风险性决策时注重维护自己的声誉，因为一旦决策失败，可能对自己未来的职业生涯发展更为不利，所以高管基于缩小同行薪酬差距目的进行的风险性决策更可能是积极的、

质量高的，由此提升的公司风险承担水平也是积极的，可以提升企业业绩和公司价值。本文拟对其之间的关系进行研究，即验证中国上市公司中高管薪酬同伴效应的存在，并研究同行管理者薪酬差距与公司风险承担水平之间的关系。

### 1.1.2 研究意义

一直以来，上市公司高管薪酬的持续攀升引发着媒体和公众的关注。国内外学者对高管薪酬有着颇多的相关研究，本文从同伴效应（peer effect）的视角为高管薪酬的变动提供了相应的解释。此外，之前的文献多是研究公司内部薪酬差距与公司风险的关系，本文则引入同行薪酬差距变量，研究了同行薪酬差距与公司风险承担之间的关系，从一定程度上丰富了关于高管薪酬变动和公司风险承担的研究，具有一定的理论意义。

在实践方面，本文从同伴效应的角度找到了一种衡量标准，说明了上市公司是否应对本公司高管进行加薪以及应加薪到何种程度才能达到提高公司风险承担水平从而提升企业价值的问题。在此基础上进行了差异性检验后，发现国有企业和非国有企业的情况也是有所区别的。本文的研究可以为我国上市公司高管薪酬水平的合理设置提供一定的参考。

## 1.2 研究内容及框架

### 1.2.1 研究内容

本文的研究内容主要包含以下三个方面：

首先，本文验证了高管薪酬同伴效应的存在。通过选取 2010 年至 2015 年的中国上市公司的高管薪酬数据，构建了高管薪酬的同伴效应虚拟变量。实证结果表明，前一年高管薪酬水平低于行业中位数水平的公司在下一年更可能提高自身的高管薪酬水平。由于高管薪酬同伴效应的存在，行业中位数的薪酬水平成为了一个锚。那些高管薪酬水平低于锚的公司会不断提升自身的高管薪酬水平，这也导致行业中位数水平不断升高，锚在不断上升，这也为我国上市公司高管薪酬水平的不断攀升提供了一个合理的解释。

其次，本文探究了同行高管薪酬差距与公司风险承担间的关系。基于以前学

者关于同行高管薪酬差距与公司业绩间关系的研究、高管内部薪酬差距与公司风险间关系的研究，本文试图从同行薪酬差距的角度入手，探究同行薪酬差距与公司风险承担水平之间的关系。

第三，对研究结果进行了进一步的探讨，由于在文献阅读过程中发现了同伴效应可能会存在方向性的问题，因此在验证高管薪酬同伴效应时增加了一个控制方向性的变量，结果并未受到影响。由于我国上市公司中，国有企业与非国有企业在薪酬激励方面存在较大的区别。相关学者也指出，不同产权性质下高管薪酬对企业业绩的影响程度也是不同的（史春玲和王茁，2015）<sup>[9]</sup>。在引入公司风险承担变量后，有必要对不同公司属性的同行高管薪酬差距的影响进行进一步的差异性检验，实证结果在两种产权性质下是完全不同的，这对国有企业和非国有企业的高管薪酬制定有一定的帮助。

最后，对实证模型进行了稳健性检验，通过改变被解释变量的衡量方式及剔除控制变量的方式重新对模型进行了回归，结果与原来的研究结论保持一致。

### 1.2.2 结构安排

本文共分为六个章节，主要的结构安排如下：

第一章为文章的导论部分，主要介绍了研究课题的当前背景和研究意义，说明了主要的研究内容和文章结构安排，阐述了文章的研究方法和研究思路。

第二章对研究课题的理论基础和国内外文献综述进行了汇总整理，介绍了委托代理理论、激励理论、经理人市场理论、社会比较理论和马斯洛需求层次理论等与研究内容相关的基础理论，系统回顾了国内外学者关于高管薪酬、同伴效应和公司风险承担方面的相关研究和理论进展。

第三章为实证研究设计，根据相关文献及理论推导提出了本文的研究假设，为验证研究假设，本文选取 2010 年至 2015 年的中国上市公司数据进行了相应的实证模型设计并对变量进行了描述。

第四章为本文的实证结果，通过 Stata 14.0 统计软件对数据进行了描述性统计、相关性分析和回归分析，先是验证了高管薪酬同伴效应的存在性，接着探究了同行高管薪酬差距对公司风险承担的影响，随后对模型进行了进一步的研究，

先是控制了同伴效应的单向性问题，最后在不同产权性质下进行了进一步的差异性检验。

第五章为本文的稳健性检验，通过改变被解释变量的衡量方式及剔除控制变量的方式重新对模型进行了回归，结果与原来的研究结论保持一致。

第六章阐述了本文的研究结论，说明了相应的研究贡献并提出了政策建议，同时说明研究的不足之处并对未来的研究方向进行了展望。

### 1.2.3 研究框架

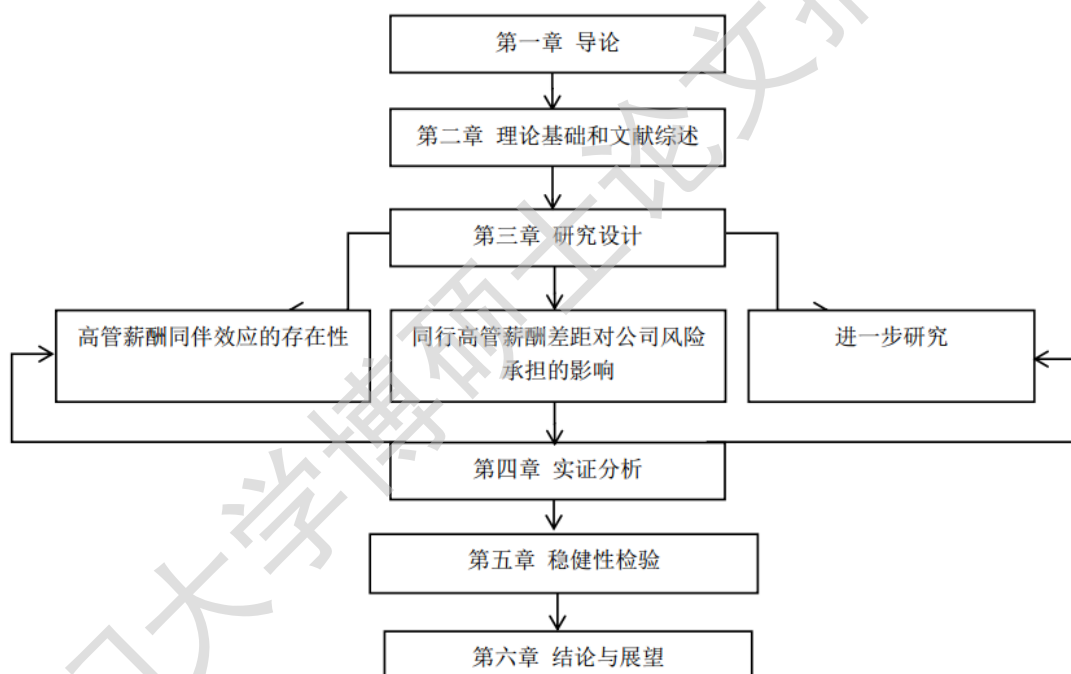


图 1-1 研究框架

## 1.3 研究方法思路

### 1.3.1 研究方法

(一) 规范研究方法。通过文献阅读，理清以前学者关于公司高管薪酬变动和差距、同伴效应、公司风险承担相关的研究，找出同行高管薪酬差距与高管薪

酬变动、公司风险承担关系的内在逻辑及研究空隙，并在此基础上提出了相应的理论模型。

（二）实证研究方法。本文运用了 2010 年至 2015 年的中国上市公司数据对理论模型进行了实证检验，运用统计软件在定性分析的基础上对模型进行了定量研究，验证了中国上市公司高管薪酬同伴效应的存在以及检验了同行薪酬差距与公司风险承担间的关系，为理论分析提供了较好的数据支持。

### 1.3.2 研究思路

本文由中国上市公司高管薪酬不断攀升的实际现象入手，思索是否可能在高管之间存在薪酬攀比的现象，由此先验证高管薪酬同伴效应的存在，结果证明了中国上市公司同行高管薪酬差距确实会对管理者薪酬变动带来影响。由此进一步思考，上市公司管理者拥有着实际的经营决策权力，为了提高自身薪酬可能会运用管理层权力通过改变公司的投融资和经营管理决策的方式来提高公司业绩，而受到外部经理人市场的约束，管理者为了建立自身良好的声誉，更可能进行积极的投资来增加公司理性的风险承担水平，由此本文进一步检验了同行高管薪酬差距与公司风险承担水平间的关系，根据结果来判断上市公司是否应该对高管进行加薪以及需要加薪的幅度。在上述研究的基础上，考虑到可能存在的同伴效应方向性问题以及我国上市公司中国有企业与非国有企业在高管薪酬激励方面存在的差异性现状，对实证结果进行了进一步的研究。

## 1.4 文章创新点

文章的创新点主要包括两个方面：

一方面，目前国内关于高管薪酬激励作用的研究多是从内部治理出发，研究薪酬水平对公司业绩的影响。本文将视角放在了外部经理人市场，探究了同行间高管薪酬差距对高管薪酬变动的影响。同时，少量文献研究了同行高管薪酬差距与公司业绩间的关系，本文引入了公司风险承担的维度，探究了同行高管薪酬差距对公司风险承担水平的影响，从另一个角度为高管薪酬水平的设置提供了一定的参考，同时丰富了有关高管薪酬研究的文献。

另一方面，一些学者的研究认为我国国有企业的经理人市场存在较大的缺陷，

国有企业高管的任命和薪酬水平往往与地方政府相关部门有着较为密切的联系，不完全与管理者业绩挂钩。因此，我国国有企业的外部经理人市场在很大程度上是失活的，管理者更可能在体制内谨慎行事以实现自身的行政提拔来达到提高薪酬的目的。在基于同行薪酬差距对公司风险承担影响的探究中，本文对不同产权性质的样本进行了差异性检验，结果也是迥然相异的。

厦门大学博硕士论文摘要库



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库