

高管薪酬信息披露能提高薪酬契约的有效性吗?*

江伟*,彭晨,胡玉明

(暨南大学管理学院,广东 广州 510632)

内容提要: 本文通过检验 2005 年前后高管薪酬—业绩之间敏感性的变化,考察了 2005 年我国上市公司高管薪酬信息披露的增强是否能够提高薪酬契约的有效性。检验结果表明,对于垄断行业的国有企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在 2005 年前后没有发生变化;对于竞争行业的国有企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在 2005 年之后有所下降,尤其是处于地区市场化进程比较低的国有企业;而对于竞争行业的民营企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在 2005 年之后有所增强,尤其是处于地区市场化进程比较高的民营企业。以上研究结果表明,上市公司高管薪酬信息披露的增强,并不必然导致薪酬契约有效性的提高,对于不同类型的公司,其影响是不一样的,主要取决于上市公司所面临的人才竞争状况与公司治理水平。本文不仅丰富和拓展了国内外关于信息披露与高管薪酬之间关系的研究,而且对于我国监管部门增强高管薪酬信息披露的监管实践具有一定的指导意义。

关键词: 信息披露;薪酬—业绩敏感性;公司治理

中图分类号: F830.91 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2016)02—0114—13

一、问题的提出

公司治理研究的一个核心问题就是设计有效的高管薪酬契约,从而降低高管与股东之间的代理成本。而一种有效的高管薪酬契约就是根据高管为股东创造的财富来发放薪酬,即把高管薪酬与公司业绩联系起来(Jensen & Murphy, 1990)。随着我国国有企业体制改革的不断深化,国有企业也逐渐建立起基于业绩的薪酬体系(Groves 等, 1995)。作为处于公司化改造前沿的我国国有上市公司,其高管薪酬也表现出与我国经济发展历程相似的“中国特色”:一方面,随着市场化改革的深入,高管薪酬与公司业绩之间的敏感度在逐渐提高(辛清泉、谭

伟强, 2009);另一方面,在薪酬体系仍然由政府主导的情况下,先前较低的薪酬引发了高管对薪酬“向国际靠拢”的诉求。在我国经济快速发展和人才竞争日益加剧的大背景下,高管的上述诉求得到了回馈,即近年来高管薪酬呈现出持续且快速增长的现象,甚至出现“天价薪酬”^①。上市公司高管薪酬快速增长的现象引起了社会公众、学术界乃至监管部门的广泛关注,并引发了关于高管是否通过提高薪酬来谋取控制权私利以及高薪酬是否加剧了社会分配不公等问题的讨论。

针对我国上市公司高管薪酬快速增长所引发的争论和质疑,从 2001 年起,中国证监会要求我国上市公司披露金额最高的前三名高管薪酬总额。

收稿日期:2015-11-03

* 基金项目:国家自然科学基金重点项目“中国企业管理会计理论与方法研究”(71032006);国家自然科学基金面上项目“高管团队水平薪酬差距、影响因素、经济后果及其机理研究”(71572068);广东省普通高校人文社会科学重点研究基地暨南大学企业发展研究所重大项目“企业转型中的战略成本管理研究”(2014ZD001)。

作者简介:江伟*(1978-),男,湖北随州人,教授,财务学博士,研究领域是企业投融资行为、高管薪酬、成本管理以及企业创新, E-mail: jwxm406@sina.com;彭晨(1991-),男,湖南汨罗人,硕士研究生,研究领域是公司财务和管理会计, E-mail: 417761098@qq.com;胡玉明(1965-),男,福建诏安人,教授,会计学博士,研究领域是战略管理会计和公司财务, E-mail: thuyim@jnu.edu.cn。*为通讯作者。

^① 根据《新财富》2009年6月15日的报道,2003—2008年间,我国上市公司高管的薪酬均值从11.8万元持续上涨到26.8万元,年增幅达到17.73%,远高于同期实际GDP增速,而且大部分行业高管薪酬均值与职工平均工资之间的比值远远超过20倍。

2005年,中国证监会又进一步要求上市公司披露每一位现任高管薪酬总额,试图通过提高上市公司高管薪酬信息披露,让董事会面临更多的来自社会公众、股东以及媒体等方面的压力和监督,从而提高上市公司高管薪酬契约的有效性^①。然而,在中国法律体系和公司治理结构普遍不完善的情况下,中国证监会的监管初衷是否能够实现呢?上市公司高管是否会以薪酬信息披露增强后人才竞争加剧为借口,从而更容易为提高自身的薪酬进行辩护,由此反而导致高管薪酬契约有效性的弱化呢?对于不同类型的公司,其行为是否存在差异呢?对于上述问题,我国学者尚缺乏相应的研究。

根据以上研究背景,本文以2005年我国上市公司披露单个高管薪酬信息为切入点,通过检验2005年前后高管薪酬—业绩之间敏感性的变化,考察高管薪酬信息披露的增强是否能够提高薪酬契约的有效性。本文的检验结果表明,对于垄断行业的国有企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在2005年前后没有发生变化;对于竞争行业的国有企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在2005年之后有所下降,尤其是处于地区市场化进程比较低的国有企业;而对于竞争行业的民营企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在2005年之后有所增强,尤其是处于地区市场化进程比较高的民营企业。以上研究结果表明,上市公司高管薪酬信息披露的增强,并不必然导致薪酬契约有效性的提高,对于不同类型的公司,其影响是不一样的,主要取决于上市公司所面临的人才竞争状况与公司治理水平。

本文的研究贡献主要在于:(1)国外现有的研究主要以英美等公司治理结构相对完善的发达国家为背景,绝大多数的研究发现,增强高管薪酬信息披露能够提高其薪酬契约的有效性(Perry & Zenner, 2001; Bizjak 等, 2011)。而本文将研究背景拓展到法律体系和公司治理结构普遍不完善的中国,研究发现,高管薪酬信息披露的增强并不必然导致其薪酬契约有效性的提高,这一结果支持了Leuz & Wysocki(2008)的观点,即由于制度和经济等因素

的差异,对信息披露管制所产生的经济后果在新兴市场国家和发达国家可能是不一样的。与此同时,这一研究结果对于其他新兴市场国家或者发展中国家的高管薪酬信息披露监管具有一定的启示意义。(2)Hermalin & Weisbach(2012)的理论分析指出,在某些情形下,信息披露的增强会导致高管获得更高的薪酬,与此同时,弱化高管薪酬的激励效果。本文的研究结果不仅对Hermalin & Weisbach(2012)的理论提供了较为直接的经验支持,而且指出,要发挥高管薪酬信息披露的正面作用,可能需要完善公司所面临的人才竞争状况与公司治理水平等互补条件。(3)与国内学者主要从公司治理结构和地区制度环境等角度来考察我国上市公司高管薪酬契约的研究相比(陈冬华等, 2005; 方军雄, 2009; 江伟, 2010),本文从高管薪酬信息披露这一新的视角展开了研究。虽然吴联生等(2010)注意到2005年我国上市公司开始披露单个高管薪酬信息这一事件,但是,他们主要基于社会比较理论来考察高管薪酬外部公平性对于公司业绩的影响,而本文主要结合代理理论和管理者人力资本理论,考察高管薪酬信息披露的增强对于薪酬契约有效性的正面效应或者负面影响,从而拓展了吴联生等(2010)的研究。

二、文献回顾

针对美国上市公司高管尤其是总经理(CEOs)的薪酬近30年来呈现出持续增长的趋势,美国证监会曾多次通过强化上市公司高管薪酬信息披露,试图让董事会面临更多的来自社会公众、股东以及媒体等方面的压力和监督,从而抑制高管在薪酬制定过程中的机会主义行为^②。然而,对于高管薪酬信息披露的增强能否提高薪酬契约的有效性,学术界存在两种截然相反的观点,相关的经验研究结果也并不一致。

赞同增强上市公司高管薪酬信息披露的观点认为,信息披露的增强不仅可以增加社会公众和媒体等对公司高管薪酬的关注和监督(Dyck 等, 2008;

^①2009年,中央六部委又联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,以限制和规范国有企业高管的薪酬。

^②例如,1992年,美国证监会要求上市公司对过去三年薪酬最高的高管薪酬进行列表披露;2006年,美国证监会又要求上市公司披露在薪酬制定过程中所使用的比较基准公司。

李培功、沈艺峰,2010),从而间接提高董事会对薪酬契约制定的有效性,而且信息披露的增强也让董事会面临更多的来自股东的压力和监督,从而直接抑制高管在薪酬制定过程中的机会主义行为,以此提高薪酬契约的有效性。这一观点得到 Perry & Zenner(2001)、Craighead 等(2004)等学者的经验支持。例如,Perry & Zenner(2001)的研究发现,在新的薪酬披露规则出台之后,美国上市公司高管的薪酬结构发生了改变,而且高管薪酬—业绩之间的敏感性有所增强;Craighead 等(2004)对加拿大上市公司的研究发现,信息披露的增强提高了股权分散型公司高管薪酬—业绩之间的敏感性,而且与股权集中型公司相比,股权分散型公司高管薪酬—业绩之间的敏感性提高得更多;Bizjak 等(2011)的研究发现,在2006年美国证监会要求上市公司披露在薪酬制定过程中所使用的比较基准公司之后,上市公司对基准公司选择过程中的机会主义行为有所减弱。

然而,反对增强上市公司高管薪酬信息披露的观点认为,信息披露的增强不仅会带来额外的信息披露成本和信息泄露成本,而且在某些情形下,信息披露增强所导致的外部性会减弱薪酬契约的有效性。根据 Acharya & Volpin(2010)以及 Hermalin & Weisbach(2012)的论点,当高管的薪酬信息披露增强时,上市公司可能会迫于人才竞争的压力给予高管过高的薪酬,或者高管以其他公司高管的高薪酬来为自己提高薪酬做辩护,从而导致薪酬契约有效性的弱化。以上观点得到 Faulkender & Yang(2012)的经验支持,他们的研究表明,在2006年之后,上市公司对基准公司选择过程中的机会主义行为反而增强了,尤其对于那些公司治理比较弱的上市公司。

与国外相反,国内学者对我国上市公司高管薪酬信息披露的经验研究还显得较少,学者们主要从公司和地区间的横截面差异角度来考察公司治理结构和地区制度环境对我国上市公司高管薪酬的影响(杜胜利、翟艳玲,2005;陈冬华等,2005),或者从时间序列角度考察高管薪酬的增长(江伟,2010,2011),以及高管薪酬与公司业绩、资本投资、盈余管理之间的关系(辛清泉等,2007;方军雄,2009;黎

文靖、胡玉明,2012)。吴联生等(2010)虽然注意到2005年我国上市公司开始披露单个高管薪酬信息这一事件,但是,他们主要基于社会比较理论来考察高管薪酬外部公平性对于公司业绩的影响,而没有考虑高管薪酬信息披露对于上市公司高管薪酬契约的影响。针对以上国内外研究现状,本文以2005年我国上市公司披露单个高管薪酬信息为切入点,通过检验2005年前后高管薪酬—业绩之间敏感性的变化,考察高管薪酬信息披露的增强是否能够提高薪酬契约的有效性。

三、制度背景与研究假设

在我国,考虑到处于不同产权性质和不同行业竞争状况的公司的高管薪酬制定可能存在较大的差异,因此,本文把我国上市公司分为垄断行业的国有企业、竞争行业的国有企业以及竞争行业的民营企业三类^①,以此来分别展开分析。

对于垄断行业的国有企业,一方面,这些国有企业的高管在作为一般意义经理人的同时,也拥有较高的行政级别,因此,垄断行业国有企业的高管通常可以在不同的国有企业甚至政府部门之间流动,从而形成相对封闭的“内部劳动力市场”(Zhou, 2002),由此使得这些企业的高管更容易通过“内部劳动力市场”的私下交流或者流动来获得不同垄断行业国有企业高管薪酬的信息,在这种情况下,披露单个高管薪酬信息可能不会对这些企业的高管进行行业内部和行业之间的薪酬比较产生新的信息含量;另一方面,垄断行业国有企业的薪酬体系是半市场化的,并且其高管薪酬受到政府更多的管制(陈信元等,2009)。与此同时,也受到社会公众和媒体更多的舆论关注(权小峰等,2010)。即使披露单个高管薪酬信息能够为这些高管进行行业内部和行业之间的薪酬比较带来新的信息含量,这些企业的高管既不能轻易地通过市场化的机制来改善现有的薪酬契约制定程序,从而谋求与其人力资本相匹配的较高的薪酬,也不能轻易地通过操纵现有的薪酬制定过程,从而为自身谋取高薪酬的机会主义行为进行辩护。此外,当单个高管薪酬信息披露之后,社会公众和媒体更容易通过公司内部的纵

^① 由于处于垄断行业的民营企业具有一定的特殊性,同时,这些公司样本观测值较少,因此,本文没有对这类公司进行研究。在本文6381个初始样本观测值中,只有337个垄断行业的民营企业观测值,因此,本文对这些样本进行了剔除。

向比较和公司外部的横向比较来对这些公司的高管薪酬进行关注和监督,董事会也因此会面临更多的来自社会公众、股东以及媒体等方面的压力和监督,从而增大了对这些公司高管薪酬进行调整的难度。以上各方面的分析表明,薪酬信息披露的增强可能不会对垄断行业国有企业高管薪酬契约的有效性产生影响。因此,本文提出如下假设:

H₁:与2005年之前相比,2005年之后垄断行业国有企业高管薪酬—业绩之间的敏感性不会发生变化。

中国国有企业的改革伴随着政府不断放权让利的过程(Qian & Wu,2003),而且主要是通过金字塔式的所有权结构来实现的(Fan等,2013)。与垄断行业的国有企业相比,竞争行业的国有企业拥有更多的中间层级(Fan等,2013),中间层级的增加也增加了这些企业与上级政府之间的信息不对称(Aghion & Tirole,1997),这在减少竞争行业国有企业在经营过程中所面临的来自政府的行政干预,从而提高企业自主经营积极性的同时,也导致了这些企业内部人控制问题的产生,这些内部人通过对国有股东和中小股东利益的盘剥,引发了较为严重的代理问题(Lin等,1998)。权小峰等(2010)以及江伟(2011)的研究就表明,国有企业尤其是地方国有企业(这些企业更可能为竞争行业的国有企业)的高管会利用自身掌握的权力,通过提高薪酬来谋取控制权私利。随着2005年单个高管薪酬信息的披露,在控制权私利的驱使下,竞争行业国有企业的高管更容易利用手中的权力进行行业内部和行业之间的薪酬比较,并选择薪酬比较高的公司作为自己的比较基准公司,与此同时,也更容易以薪酬信息披露增强后人才竞争加剧为借口,为提高自身的薪酬提供辩护,由此弱化这些企业高管薪酬契约的有效性。因此,本文提出如下假设:

H₂:与2005年之前相比,2005年之后竞争行业国有企业高管薪酬—业绩之间的敏感性有所减弱。

与垄断行业和竞争行业国有企业相比,竞争行业民营企业的大股东更有动力和能力对高管实施更加紧密的监督,因此,这些企业的高管可能较难通过提高薪酬来谋取控制权私利。与此同时,竞争行业民营企业的高管薪酬制定更加市场化^①,随着2005年单个高管薪酬信息的披露,一方面,从企业

供给角度来看,这些企业可以更容易地通过公开的披露信息掌握更多的行业内部和行业之间的高管薪酬信息,从而有利于他们更好地选择比较基准公司,在人才竞争的压力下,这些企业可能会给高管提供更加市场化的薪酬,从而保留和利用高管的人力资本(Holmstrom & Kaplan,2003),由此会提高高管薪酬契约的有效性;另一方面,从高管需求角度来看,高管薪酬信息披露的增强在改善公司治理水平的同时,也提高了高管所面临的个人风险,高管可能不仅要求更高的薪酬来对增加的个人风险进行补偿,而且可能要求提高在增加的公司业绩中的分享比例,因为这部分的业绩提高是由于公司治理改善而产生的(Hermalin & Weisbach,2012),由此也会提高高管薪酬契约的激励效果。基于以上两方面的原因,本文提出如下假设:

H₃:与2005年之前相比,2005年之后竞争行业民营企业高管薪酬—业绩之间的敏感性有所增强。

四、研究设计

1. 样本的选取

由于从2001年起,中国证监会要求我国上市公司在年报中披露金额最高的前三名高管薪酬总额,而中央六部委于2009年又联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,以限制和规范国有企业高管的薪酬,考虑到该《指导意见》可能对本文研究产生一定的影响,因此,本文的研究样本为沪深两市的主板上市公司,样本期间为2001—2008年,样本公司的所有财务数据和公司治理数据均来自国泰安数据库和色诺芬数据库。本文在样本筛选过程中剔除以下公司:(1)金融类公司;(2)财务数据以及公司治理数据不完整的公司;(3)考虑到自愿披露和强制披露高管薪酬信息的公司其动机可能存在较大的差异,本文剔除了2001—2004年自愿披露单个高管薪酬的公司;(4)由于本文研究的民营企业是指由非家族成员担任高管的民营企业,而由家族成员担任高管的民营企业其高管薪酬可能主要来自对公司的持股和股票期权而不是现金薪酬,因此,为了尽量消除由家族成员担任高管的民营企业样本对本文研究可能产生的影响,本文剔除了总经理和董事长两职兼任的民营上市公司;(5)考虑到垄断

^①除非特别说明,本文所指的民营企业是指由非家族成员担任高管的民营企业。

行业民营企业的特殊性,且这些公司样本量较少,本文剔除了垄断行业民营上市公司。通过以上标准的筛选,本文最后得到共计 6044 个样本观测值。为了消除异常值的影响,本文对所有连续变量进行了 1% 缩尾调整处理。

2. 研究变量的定义

本文以高管薪酬—业绩之间的敏感性作为高管薪酬契约有效性的代理变量,考察高管薪酬信息披露的增强是否能够提高薪酬契约的有效性,原因在于:一方面,对于国有上市公司而言,为了实现国家股东财富的保值和增值,在我国国有企业体制改革不断深化的过程中,国有企业也逐渐建立起基于业绩的薪酬体系(Groves 等,1995);另一方面,对于民营上市公司而言,市场化薪酬契约的主要体现就是将高管薪酬与股东财富联系起来(Jensen & Murphy,1990)。方军雄(2009)

以及辛清泉、谭伟强(2009)等都从高管薪酬—业绩敏感性的角度考察了我国上市公司的高管薪酬契约。

本文被解释变量为高管薪酬变化(Compenchan),解释变量为公司会计业绩变化(Roachan)和信息披露时间(Period05),控制变量主要包括大股东持股比例变化(Topsharechan)、董事会独立性变化(Indepenchan)、总经理两职兼任变化(Dirchan)、董事会规模变化(Boardchan)、公司性质(Ownership)、负债比率变化(Debtchan)、成长性变化(Growthchan)、公司规模变化(Sizechan)、总经理变更(Turnover)、地区市场化进程指数变化(Marketchan)等。选择这些控制变量的原因是杜胜利、翟艳玲(2005)、Ke 等(2012)等发现,高管薪酬—业绩之间的敏感性会受到上述变量的影响。各变量的定义如表 1 所示。

表 1 研究变量的定义

变量	变量定义
高管薪酬变化(Compenchan)	公司当年金额最高的前三名高管薪酬总额的自然对数减去上一年金额最高的前三名高管薪酬总额的自然对数
会计业绩变化(Roachan)	公司当年的会计业绩减去上一年的会计业绩,其中,会计业绩为公司当年营业利润/当年年末总资产
信息披露时间(Period05)	哑变量,如果样本为 2005 年及以后,取 1,否则取 0
公司性质(Ownership)	哑变量,如果公司的最终控制人为私有性质,取 1,否则取 0
大股东持股比例变化(Topsharechan)	公司当年年末第一大股东的持股比例减去上一年年末第一大股东的持股比例
总经理两职兼任变化(Dirchan)	公司当年总经理两职兼任减去上一年总经理两职兼任,其中,总经理两职兼任为哑变量,如果总经理两职兼任取 1,否则取 0
董事会独立性变化(Indepenchan)	公司当年董事会独立性减去上一年董事会独立性,其中,董事会独立性为独立董事人数/董事会总人数
董事会规模变化(Boardchan)	公司当年董事会规模减去上一年董事会规模,其中,董事会规模为董事会总人数的自然对数
总经理变更(Turnover)	哑变量,如果总经理因为工作调动、辞职、解聘、个人、涉案等原因离职,取 1,否则取 0
负债比率变化(Debtchan)	公司当年的负债比率减去上一年的负债比率,其中,负债比率为公司当年年末总负债/当年年末总资产
成长性变化(Growthchan)	公司当年的成长性减去上一年的成长性,其中,成长性为(当年主营业务收入 - 前一年主营业务收入)/前一年主营业务收入
公司规模变化(Sizechan)	公司当年年末总资产的自然对数减去上一年年末总资产的自然对数
地区市场化进程指数变化(Marketchan)	公司当年所处地区市场化进程指数减去上一年所处地区市场化进程指数

资料来源:本文整理

需要说明的是,本文对我国各地区市场化程度的定义,使用了樊纲等(2012)编制的中国各地区市场化进程指数,该指数越大,表示该地区的市场化程度越高。另外,参照陈冬华等(2005)、辛清泉、谭伟强(2009)的方法,本文把行业属性分为竞争性行业和垄断性行业两大类。具体而言,本文根据证监会公布的二级行业代码确定如下行业为垄断性行业:B-采掘业、C41-石油加工及炼焦业、C65-黑色金属冶炼及压延加工业、C67-有色金属冶炼及压延加工业、D-电力、煤气及水的生产和供应业、F

-交通运输和仓储业、G-信息技术业,其余均为竞争性行业。

3. 描述性统计

表2为样本观测值的描述性统计。如表2中所示,只有约27%的上市公司为民营上市公司;大股东持股比例变化(*Topsharechan*)、总经理两职兼任变化(*Dirchan*)、董事会独立性变化(*Indepenchan*)、董事会规模变化(*Boardchan*)这些变量的中值均为零,表明上市公司的大股东持股比例、总经理两职兼任、董事会独立性以及董事会规模具有一定的稳定性。

表2 描述性统计

变量	最小值	最大值	均值	中值	标准差
<i>Compenchan</i>	-1.0986	1.5948	0.1707	0.1115	0.4269
<i>Roachan</i>	-0.3473	0.3387	-0.0048	-0.0017	0.0805
<i>Ownership</i>	0.0000	1.0000	0.2685	0.0000	0.4432
<i>Topsharechan</i>	-0.2200	0.1800	-0.0141	0.0000	0.0506
<i>Dirchan</i>	-1.0000	1.0000	-0.0031	0.0000	0.2661
<i>Indepenchan</i>	-0.5556	0.5277	0.0341	0.0000	0.0865
<i>Boardchan</i>	-0.5878	0.4055	-0.0052	0.0000	0.1416
<i>Turnover</i>	0.0000	1.0000	0.1729	0.0000	0.3782
<i>Debtchan</i>	-0.3425	0.5791	0.0202	0.0112	0.1117
<i>Growthchan</i>	-3.7108	4.1226	-0.0193	-0.0175	0.7749
<i>Sizechan</i>	-0.6700	1.0690	0.0807	0.0662	0.2326
<i>Marketchan</i>	-1.2500	1.3400	0.3798	0.3800	0.3272

资料来源:本文整理

五、实证结果及分析

1. 对假设 H₁ ~ 假设 H₃ 的实证检验

为了对假设 H₁ ~ 假设 H₃ 进行实证检验,本文借鉴 Craighead 等(2004)、Ke 等(2012)、方军雄(2009)等的研究方法,构造了以下变化模型来检验高管薪酬—业绩之间的敏感性。在具体检验中,本文采用了企业聚类方法,并对异方差进行了调整:

$$Compenchan = \beta_0 + \beta_1 Roachan + \beta_2 Roachan \times Period05 + \beta_3 Period05 + \beta_4 Ownership + \beta_5 Topsharechan + \beta_6 Dirchan + \beta_7 Indepenchan + \beta_8 Boardchan + \beta_9 Debtchan + \beta_{10} Growthchan + \beta_{11} Sizechan + \beta_{12} Turnover + \beta_{13} Marketchan + IND_i + Year_i + \varepsilon_{i,t} \quad (i = 1, 2, 3, \dots, 39)$$

其中, β_0 代表常数项, $\beta_1 \sim \beta_{39}$ 代表系数。如果假设 H₁ 成立,则模型中 β_2 的符号不显著;如果假设 H₂ 成立,则模型中 β_2 的符号应该为负且显著;如果假设 H₃ 成立,则模型中 β_2 的符号应该为正且显著。

表3的第(1)列~第(3)列列出了对全样本和国有上市公司的检验结果。其中,第(1)列和第(2)列为全样本的检验结果,从中可知,*Roachan* 的参数估计值分别为0.157和0.198,且分别在5%和10%的水平上显著,这一结果与杜胜利、翟艳玲(2005)、Ke等(2012)等的研究结果相一致,表明我国上市公司的高管薪酬—业绩之间存在一定的敏感性;然而,第(2)列的结果显示,*Roachan* × *Period05* 的参数估计值为-0.063,但是不显著,表明总体上,2005年上市公司单个高管薪酬的信息披露没有对高管薪酬契约的有效性产生影响。表3第(3)列列出了对国有上市公司的检验结果,从中可以看到,

$Roachan \times Period05$ 的参数估计值为 -0.411 , 且在 5% 的水平上显著, 表明对于国有上市公司而言, 2005 年单个高管薪酬的信息披露弱化了高管薪酬契约的有效性。

表 3 的第(4)列~第(6)列列出了对假设 H_1 ~ 假设 H_3 的检验结果。其中, 第(4)列列出了对假设 H_1 的检验结果, 如表中所示, $Roachan \times Period05$ 的参数估计值为 0.086 , 但是不显著, 表明对于垄断行业的国有企业而言, “内部劳动力市场”使得披露单个高管薪酬信息可能不会对这些企业的高管产生新的信息含量, 或者由于薪酬受到政府更多的管制以及社会公众和媒体更多的舆论关注, 即使披露单个高管薪酬信息能够带来新的信息含量, 也不会对这些企业高管的薪酬契约产生影响, 以上检验结果支持了假设 H_1 。第(5)列列出了对假设 H_2 的检验结果, 从中可以看到, $Roachan \times Period05$ 的参数估计值为 -0.498 , 且在 5% 的水平上显著, 这一结果表明, 对于竞争行业的国有企业而言, 随着 2005 年

单个高管薪酬信息的披露, 在控制权私利的驱使下, 这些企业的高管可能更容易选择薪酬比较高的公司作为自己的比较基准公司, 从而以薪酬信息披露增强后人才竞争加剧为借口, 为提高自身的薪酬提供辩护, 由此导致这些企业高管薪酬—业绩之间敏感性的弱化, 这一结果支持了假设 H_2 。第(6)列列出了对假设 H_3 的检验结果, 如表中所示, $Roachan \times Period05$ 的参数估计值为 0.397 , 且在 10% 的水平上显著, 表明对于竞争行业的民营企业而言, 随着 2005 年单个高管薪酬信息的披露, 企业可能迫于人才竞争的压力而给高管提供更加市场化的薪酬, 希望保留和利用高管的人力资本, 或者高管可能要求更高的薪酬来对增加的个人风险进行补偿, 与此同时, 要求提高由于公司治理改善而增加的公司业绩中的分享比例, 以上原因导致这些企业高管薪酬—业绩之间敏感性的提高, 这一结果支持了假设 H_3 。

表 3 对假设 H_1 ~ 假设 H_3 的实证检验

变量	全样本	全样本	国有企业	垄断行业 国有企业	竞争行业 国有企业	竞争行业 民营企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(常量)	0.200*** (5.41)	0.201*** (5.44)	0.223*** (5.18)	0.232*** (3.94)	0.219*** (4.84)	0.128 (1.58)
$Roachan$	0.159* (1.75)	0.198 (1.48)	0.520*** (2.79)	0.225 (0.58)	0.563*** (2.60)	-0.219 (-1.10)
$Roachan$ $\times Period05$ $period05$		-0.060 (-0.39)	-0.406* (-1.89)	0.080 (0.18)	-0.490** (-1.99)	0.407* (1.68)
		-0.113*** (-3.98)	-0.025 (-0.82)	-0.103 (-1.38)	-0.124*** (-3.61)	-0.128* (-1.78)
$Ownership$	0.001 (0.56)	0.001 (0.57)				
$Topsharechan$	-0.085 (-0.70)	-0.084 (-0.70)	-0.123 (-0.85)	-0.368 (-1.05)	-0.041 (-0.27)	0.036 (0.15)
$Dirchan$	-0.018 (-0.70)	-0.018 (-0.71)	-0.010 (-0.33)	-0.042 (-0.59)	-0.003 (-0.11)	-0.122** (-2.17)
$Boardchan$	0.111** (2.58)	0.111** (2.58)	0.053 (1.09)	0.084 (0.99)	0.042 (0.75)	0.299*** (2.91)

变量	全样本	全样本	国有企业	垄断行业 国有企业	竞争行业 国有企业	竞争行业 民营企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Indepchan</i>	0.150 (1.57)	0.150 (1.57)	0.085 (0.83)	0.106 (0.50)	0.095 (0.82)	0.337 (1.36)
<i>Debtchan</i>	-0.213*** (-3.50)	-0.212*** (-3.50)	-0.240*** (-2.97)	-0.098 (-0.67)	-0.273*** (-2.87)	-0.210** (-2.13)
<i>Growthchan</i>	0.011 (1.19)	0.011 (1.18)	0.003 (0.24)	0.040* (1.93)	-0.009 (-0.61)	0.025 (1.57)
<i>Sizechan</i>	0.112*** (4.24)	0.112*** (4.24)	0.167*** (5.15)	0.120* (1.74)	0.179*** (4.91)	0.034 (0.66)
<i>Turnover</i>	-0.067*** (-4.35)	-0.067*** (-4.35)	-0.064*** (-3.40)	-0.072* (-1.93)	-0.060*** (-2.80)	-0.053* (-1.75)
<i>Marketchan</i>	0.001 (0.04)	0.001 (0.03)	-0.017 (-0.68)	-0.015 (-0.28)	-0.017 (-0.59)	0.047 (1.11)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 检验	8.435	8.163	6.759	4.518	6.847	3.771
调整的 R ²	0.040	0.040	0.041	0.049	0.039	0.052
N	6044	6044	4450	1021	3429	1594

注:表中括号内的数字为 t 值;*、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%

资料来源:本文整理

2. 不同地区市场化进程下的实证检验

辛清泉、谭伟强(2009)、陈冬华等(2010)以及江伟(2011)的研究结果表明,市场化进程会影响我国上市公司高管的薪酬契约。具体对于本文而言,市场化进程至少会从以下两方面影响高管薪酬信息披露增强的经济后果:一方面,在市场化进程越高的地区,政府对企业的干预越少,地区市场中介组织发育程度以及法律制度环境越好,公司的治理水平越好(夏立军、方轶强,2005),因此,这些地区的高管通过提高薪酬来谋取控制权私利的行为相对较弱(江伟,2011),从而高管通过薪酬信息披露的增强来提高薪酬的机会主义行为可能也会有所减弱;另一方面,在市场化进程越高的地区,经理人市场的竞争越激烈,在高管薪酬信息披露增强之后,为了保留和利用高管的人力资本,企业越有动力为高管提供更加市场化的薪酬,企业对人才竞争的加剧也使得高管越

有能力要求对增加的个人风险进行补偿,并要求提高由于公司治理改善而增加的公司业绩中的分享比例,从而更有可能提高薪酬契约的有效性。

根据本文划分的垄断行业国有企业、竞争行业国有企业以及竞争行业民营企业三类企业,结合上述分析,可以形成以下预期:对于垄断行业的国有企业,由于披露单个高管薪酬信息可能不会对这些企业的高管产生新的信息含量,或者由于薪酬受到政府更多的管制以及社会公众和媒体更多的舆论关注,因此,地区市场化进程可能不会对这些企业高管薪酬信息披露增强的经济后果产生影响;对于竞争行业的国有企业,在市场化进程比较低的地区,由于经理人市场竞争和公司治理的相对弱化,这些地区的高管更可能通过薪酬信息披露的增强来提高薪酬,从而谋取控制权私利,由此弱化高管薪酬契约的有效性;对于竞争行业的民营企业,在市场化进程比较高的地区,由

于较好的公司治理和更为激烈的经理人市场竞争,因此,这些地区的高管更可能因为薪酬信息披露的增强而获得薪酬契约有效性的提高。

本文以 $Roachan \times Period05$ 与 $Market$ 之间的交乘项 $Roachan \times Period05 \times Market$ 来检验市场化进程对于薪酬信息披露增强经济后果的影响,其中, $Market$ 为地区市场化进程哑变量,如果当年该地区市场化进程指数高于全国地区市场化进程指数的中值,取1,否则取0。表4列出了对于国有上市公司的检验结果,其中,第(1)列~第(3)列列出了对垄断行业国有企业的检验结果,从第(1)列结果可以看到, $Roachan \times Period05 \times Market$ 的参数估计值为1.264,但不显著;第(2)列和第(3)列分别列出了对于高地区市场化进程组和低地区市场化进程

组的检验结果,从中可以看到, $Roachan \times Period05$ 的参数估计值在两组中都不显著。以上检验结果表明,地区市场化进程没有对垄断行业国有企业高管薪酬信息披露增强的经济后果产生影响。表4的第(4)列~第(6)列列出了对竞争行业国有企业的检验结果,从第(4)列可以看到, $Roachan \times Period05 \times Market$ 的参数估计值为0.659,且在5%的水平上显著;第(5)列和第(6)列分别列出了对于高地区市场化进程组和低地区市场化进程组的检验结果,从中可以发现,前者参数估计值为-0.252,但不显著,后者参数估计值为-0.861,且在1%的水平上显著。以上检验结果表明,随着地区市场化进程的降低,竞争行业国有企业高管薪酬契约的有效性更会因为薪酬信息披露的增强而有所减弱。

表4 对于国有上市公司的检验

变量	垄断行业国有企业			竞争行业国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(常量)	0.237*** (3.76)	0.357*** (2.90)	0.215** (2.24)	0.233*** (5.02)	0.161** (2.32)	0.229*** (3.57)
<i>Roachan</i>	0.649 (1.07)	-0.036 (-0.10)	0.520 (0.87)	1.157*** (4.00)	0.178 (0.57)	0.962*** (3.27)
<i>Roachan × Period05</i>	-0.532 (-0.74)	0.646 (1.52)	-0.535 (-0.76)	-0.873*** (-2.68)	-0.250 (-0.69)	-0.852*** (-2.64)
<i>Roachan × Period05 × Market</i>	1.220 (1.46)			0.675* (1.80)		
<i>Roachan × Market</i>	-0.928 (-1.35)			-1.211*** (-2.98)		
<i>Period05 × Market</i>	-0.013 (-0.31)			0.034 (1.22)		
<i>Market</i>	-0.052 (-1.46)			-0.042** (-2.01)		
<i>Period05</i>	-0.090 (-1.08)	-0.207** (-2.17)	-0.121 (-1.45)	-0.135*** (-3.56)	-0.167*** (-2.65)	-0.106** (-2.02)
<i>Topsharechan</i>	-0.325 (-0.92)	-0.007 (-0.01)	-0.419 (-0.98)	-0.063 (-0.41)	-0.192 (-0.86)	-0.008 (-0.04)
<i>Dirchan</i>	-0.048 (-0.68)	0.130* (1.83)	-0.148 (-1.50)	-0.004 (-0.13)	-0.030 (-0.67)	0.025 (0.55)
<i>Boardchan</i>	0.090 (1.06)	-0.017 (-0.11)	0.155 (1.30)	0.046 (0.82)	-0.015 (-0.20)	0.096 (1.20)
<i>Indepenchan</i>	0.100 (0.47)	-0.015 (-0.05)	0.154 (0.55)	0.098 (0.84)	0.055 (0.36)	0.187 (1.08)
<i>Debtchan</i>	-0.137 (-0.97)	0.055 (0.24)	-0.263 (-1.24)	-0.267*** (-2.74)	0.010 (0.08)	-0.511*** (-4.19)
<i>Growthchan</i>	0.045** (2.16)	0.051 (1.43)	0.040 (1.43)	-0.009 (-0.58)	-0.036 (-1.53)	0.015 (0.80)

变量	垄断行业国有企业			竞争行业国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sizechan</i>	0.126*	0.011	0.200**	0.178***	0.136***	0.198***
	(1.87)	(0.10)	(2.26)	(4.94)	(2.75)	(3.93)
<i>Turnover</i>	-0.073*	-0.043	-0.087*	-0.062***	-0.078***	-0.046
	(-1.97)	(-0.93)	(-1.73)	(-2.87)	(-2.61)	(-1.51)
<i>Marketchan</i>	-0.008	-0.129**	-0.001	-0.010	-0.022	0.016
	(-0.14)	(-2.38)	(-0.02)	(-0.33)	(-0.48)	(0.33)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 检验	4.505	3.582	3.007	7.546	4.674	6.753
调整的 R ²	0.052	0.076	0.037	0.044	0.026	0.061
N	1021	394	627	3429	1644	1785

注:表中括号内的数字为 *t* 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%

资料来源:本文整理

表 5 列出了对于竞争行业民营企业的检验结果。从第(1)列可以看到, *Roachan* × *Period05* × *Market* 的参数估计值为 0.545, 且在 10% 的水平上显著; 第(2)列和第(3)列分别列出了对于高地区市场化进程组和低地区市场化进程组的检验结果, 从中可以看到, 前者的参数估计值为 0.591, 且在 10% 的水平上显著, 后者的参数估计值为 0.244, 但是不显著。以上检验结果表明, 随着地区市场化进程的提高, 竞争行业民营企业高管薪酬契约的有效性更会因为薪酬信息披露的增强而有所增强。

表 5 对于竞争行业民营企业的检验

变量	(1)	(2)	(3)
(常量)	0.196***	0.073	0.166*
	(3.08)	(0.63)	(1.69)
<i>Roachan</i>	0.001	-0.534**	0.038
	(0.00)	(-2.53)	(0.12)
<i>Roachan</i> × <i>Period05</i>	0.200	0.589**	0.260
	(0.62)	(2.18)	(0.67)
<i>Roachan</i> × <i>Period05</i> × <i>Market</i>	0.286*		
	(1.75)		
<i>Roachan</i> × <i>Market</i>	-0.436		
	(-1.32)		
<i>Period05</i> × <i>Market</i>	0.085**		
	(1.97)		
<i>Market</i>	-0.082**		
	(-2.42)		
<i>Period05</i>	-0.175***	-0.210**	0.006
	(-2.71)	(-2.21)	(0.06)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Topsharechan</i>	0.119	0.097	0.002
	(0.54)	(0.27)	(0.01)
<i>Dirchan</i>	-0.021	-0.084	-0.187**
	(-0.54)	(-1.11)	(-2.27)
<i>Boardchan</i>	0.267***	0.207*	0.354**
	(3.07)	(1.66)	(2.39)
<i>Indepenchan</i>	0.318	-0.169	0.666*
	(1.61)	(-0.55)	(1.90)
<i>Debtchan</i>	-0.225**	-0.328***	-0.096
	(-2.40)	(-2.86)	(-0.63)
<i>Growthchan</i>	0.019	0.042**	0.011
	(1.33)	(2.25)	(0.44)
<i>Sizechan</i>	0.022	0.038	0.008
	(0.45)	(0.57)	(0.10)
<i>Turnover</i>	-0.069***	-0.054	-0.050
	(-2.62)	(-1.18)	(-1.21)
<i>Marketchan</i>	0.051	0.123	0.076
	(1.32)	(1.61)	(1.25)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
F 检验	4.123	3.315	2.631
调整的 R ²	0.049	0.036	0.053
N	1594	727	867

注:表中括号内的数字为 *t* 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%

资料来源:本文整理

3. 对假设 $H_1 \sim$ 假设 H_3 的稳定性检验

此外,本文采用下列方法对假设 $H_1 \sim$ 假设 H_3 进行稳定性检验,仍得到一致的检验结果:(1)考虑到有发行 B 股和 H 股的公司与没有发行这些股票的公司治理结构和人才竞争方面可能存在较大的差异,因此,本文剔除了有发行 B 股和 H 股的 618 个样本观测值;(2)在样本选取时剔除总经理和董事长两职兼任的国有上市公司;(3)以地区政府干预指数代替地区市场化进程指数;(4)在检验模型中引入非流通股的比例来尽量控制股权分置改革的影响。

六、结论及启示

作为解决高管与股东之间代理问题的一种重要治理机制,高管薪酬契约的设计一直是实务界和学术界关注的重要话题。对于高管薪酬信息披露的增强能否提高薪酬契约的有效性,国外学术界存在两种截然相反的观点,相关的经验研究结果也并不一致,而国内却缺乏相关的经验研究。针对以上国内外研究现状,本文以 2005 年我国上市公司披露单个高管薪酬信息为切入点,通过检验 2005 年前后高管薪酬—业绩之间敏感性的变化,考察高管薪酬信息披露的增强是否能够提高薪酬契约的有效性。本文的检验结果表明,对于垄断行业的国有企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在 2005 年前后没有发生变化;对于竞争行业的国有企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在 2005 年之后有所下降,尤其是处于地区市场化进程比较低的国有企业;而对于竞争行业的民营企业,其高管薪酬—业绩之间的敏感性在 2005 年之后有所增强,尤其是处于地区市场化进程比较高的民营企业。以上研究结果说明,对于垄断行业的国有企业而言,“内部劳动力市场”使得披露单个高管薪酬信息可能不会对这些企业的高管产生新的信息含量,或者由于薪酬受到政府更多的管制以及社会公众和媒体更多的舆论关注,

即使披露单个高管薪酬信息能够带来新的信息含量,也不会对这些企业高管的薪酬契约产生影响;对于竞争行业的国有企业而言,这些企业的高管可能更容易以薪酬信息披露增强后人才竞争加剧为借口,为提高自身的薪酬提供辩护,导致了这些企业高管薪酬—业绩之间敏感性的弱化;对于竞争行业的民营企业而言,这些企业可能迫于人才竞争的压力而给高管提供更加市场化的薪酬,希望保留和利用高管的人力资本,或者高管可能要求更高的薪酬来对增加的个人风险进行补偿,由此导致这些企业高管薪酬—业绩之间敏感性的提高。

本文的研究结论不仅从学术层面上丰富和拓展了国内外关于信息披露与高管薪酬之间关系的研究,而且对于我国上市公司高管薪酬的管制具有一定的实践启示意义。它说明,我国监管部门在对上市公司的高管薪酬进行监管时,不能简单模仿美国等发达国家对高管薪酬信息披露的监管政策,而需要考虑我国的制度背景,例如,不同的公司所有权性质或者所处不同的市场化进程地区,通过同时完善公司所面临的人才竞争状况与公司治理水平等互补条件,来实现通过增强高管薪酬信息披露来改善薪酬契约有效性的目的。具体对于垄断行业的国有企业而言,需要进一步引入市场竞争机制,完善其经理人市场,并提高高管薪酬的透明度;而对于竞争行业的国有企业而言,在提供其高管薪酬透明度的同时,需要进一步完善其公司治理结构,减少其内部人控制问题。当然,本文也存在一定的局限性:一是不能完全排除股权分置改革等替代性解释的影响;二是本文只从高管薪酬—业绩之间的敏感性研究了薪酬契约的有效性,未来可以考虑结合代理理论、管理者人力资本理论以及社会比较理论,综合考察高管薪酬信息披露对于公司比较薪酬基准、高管风险补偿等契约方面的影响。

参考文献:

- [1] Acharya V, Volpin P. Corporate Governance Externalities[J]. Review of Finance, 2010, (14): 1-33.
- [2] Aghion P J, Tirole. Formal and Real Authority in Organizations[J]. Journal of Political Economy, 1997, (1): 1-29.
- [3] Bebchuk L, Fried J. Executive Compensation as an Agency Problem[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, (17): 71-92.
- [4] Bizjak J, Lemmon M, Nguyen T. Are all CEOs above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design[J]. Journal of Financial Economics, 2011, (100): 538-555.
- [5] Craighead J, Magnan M, Thorne L. The Impact of Mandated Disclosure on Performance-based CEO Compensation[J]. Con-

temporary Accounting Research,2004,(21):368-398.

- [6] Dyck A, N Volchkova, L Zingales. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance, 2008, (63): 1093-1135.
- [7] Fan J, Wong T, Zhang T. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. Journal of Law, Economics, & Organization, 2013, (29): 1217-1252.
- [8] Faulkender M, Yang J. Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups[J]. Journal of Financial Economics, 2010, (96): 257-270.
- [9] Gabaix X, Landier A. Why Has CEO Pay Increased So Much? [J]. Journal of Economics, 2008, (123): 49-100.
- [10] Groves T, Hong Y, McMillan J, Naughton B. China's Evolving Managerial Labor Market[J]. Journal of Political Economy, 1995, (103): 225-264.
- [11] Hermalin B, Weisbach M. Information Disclosure and Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 2012, (67): 195-233.
- [12] Holmstrom B, Kaplan S. The State of U. S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong [R]. Working paper, 2003.
- [13] Jensen M C, Murphy K J. Performance Pay and Top-Management Incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, (98): 225-264.
- [14] Ke B, Rui O, Yu W. Hong Kong Stock Listing and the Sensitivity of Managerial Compensation to Firm Performance in State-controlled Chinese Firms[J]. Review of Accounting Studies, 2012, (17): 166-188.
- [15] Leuz C, P Wysocki. Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research[R]. Working Paper, 2008.
- [16] Lin J Y, Cai F, Zhou, Li. Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform[J]. American Economic Review: Papers and Proceedings, 1998, (88): 422-27.
- [17] Perry T, Zenner M. Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts[J]. Journal of Financial Economics, 2001, (62): 453-488.
- [18] Qian Y Y, Wu J L. China's Transition to a Market Economy: How Far Across the River: Chinese Policy Reform at the Millennium[M]. Stanford, Stanford University Press, 2003.
- [19] Zhou, Li-An. Career Concerns, Incentive Contracts, and Contract Renegotiation in the Chinese Political Economy [D]. Ph. D. thesis, Stanford University, 2002.
- [20] 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]. 北京: 经济研究, 2005, (2).
- [21] 陈冬华, 梁上坤, 蒋德权. 不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择: 货币薪酬与在职消费[J]. 北京: 会计研究, 2010, (11).
- [22] 陈信元, 陈冬华, 万华林, 梁上坤. 地区差异、薪酬管制与高管腐败[J]. 北京: 管理世界, 2009, (11).
- [23] 杜胜利, 翟艳玲. 总经理年度报酬决定因素的实证分析——以我国上市公司为例[J]. 北京: 管理世界, 2005, (8).
- [24] 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.
- [25] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗[J]. 北京: 经济研究, 2009, (3).
- [26] 江伟. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析[J]. 北京: 金融研究, 2010, (4).
- [27] 江伟. 市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长[J]. 天津: 南开管理评论, 2011, (5).
- [28] 李培功, 沈艺峰. 媒体的公司治理作用: 中国的经验证据[J]. 北京: 经济研究, 2010, (4).
- [29] 权小峰, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 北京: 经济研究, 2010, (11).
- [30] 上海荣正咨询. 薪酬局[J]. 深圳: 新财富, 2009, (6).
- [31] 吴联生, 林景艺, 王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩[J]. 北京: 管理世界, 2010, (9).
- [32] 辛清泉, 谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 北京: 经济研究, 2009, (11).
- [33] 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]. 北京: 经济研究, 2005, (5).
- [34] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 北京: 经济研究, 2007, (8).

Can Information Disclosure of Executive Compensation Enhance the Effectiveness of Compensation Contract?

JIANG Wei, PENG Chen, HU Yu-ming

(Management School, Jinan University, Guangzhou, Guangdong, 510632, China)

Abstract: The demand for greater corporate compensation disclosure has increased considerably in recent years, especially since the 2008 financial crisis. However, studies of executive compensation disclosure have yielded many different results. On the one hand, improved compensation disclosure has been found to be associated with better governance, higher pay-for-performance sensitivity and improved monitoring by stakeholders (Perry and Zenner, 2001; Bizjak et al., 2011). On the other hand, compensation disclosure regulations appear to have had very little mitigating effect on the problems involved in corporate compensation practices (Faulkender and Yang, 2013). Improved disclosure might also have unintended consequences if it aggravates agency problems and affects related costs (Hermalin and Weisbach, 2012). Compensation disclosure in emerging markets can be especially difficult to analyze because of weak corporate governance, lax enforcement of security laws and a poor disclosure environment. Leuz and Wysocki (2008) point out that there have been major changes in disclosure regulations in many emerging markets. However, because institutional and economic factors vary in different markets the effects of these regulations may also vary.

This paper examines whether information disclosure of executive compensation has enhanced the effectiveness of compensation contract in Chinese listed companies, by testing the change of executive pay—performance sensitivity before and after the 2005 regulation on executive compensation disclosure, since executive compensation disclosure in China is fairly limited. The empirical results show that, for SOEs in regulated industry, there was no change of executive pay—performance sensitivity before and after 2005. The reasons may be that, on the one hand, because of the “internal labor market” in SOEs in regulated industry, compensation information at the individual level may not provide much information for their managers. On the other hand, compensation of managers in SOEs in regulated industry is subject to more regulation, and high executive compensation in those firms is more likely to attract the attention of the public and investors. All of the above may lead to no change of executive pay—performance sensitivity before and after the 2005 regulation on executive compensation disclosure. For SOEs in competitive industry, executive pay—performance sensitivity became weakened after 2005, especially for those firms in regions with low marketization level. The reasons may be that, after the 2005 regulation on executive compensation disclosure, it is easier for managers in SOEs in competitive industry to justify a higher pay raise by opportunistically using peer compensation information at the individual level, especially for those firms in regions with low marketization level where corporate governance is weaker. However, for Non-SOEs in competitive industry, executive pay—performance sensitivity became strengthened after 2005, especially for those firms in regions with high marketization level. The reasons may be that, after the 2005 regulation on executive compensation disclosure, it is more important for Non-SOEs in competitive industry to provide higher managerial pay to obtain better management talent, especially for those firms in regions with high marketization level where the managerial market becomes more competitive.

These results implicate that, information disclosure of executive compensation does not necessarily lead to the improvement of effectiveness of compensation contract. For different types of companies, its effect may be different, which depends on the corresponding competitiveness of managerial human capital and corporate governance. For example, for SOEs in regulated industry, it is necessary to introduce and improve the managerial market when enhancing information disclosure of executive compensation. For SOEs in competitive industry, it is necessary to improve corporate governance and mitigate the problem of insider control before enhancing information disclosure of executive compensation. This paper not only enriches the studies on relation between information disclosure and executive compensation, but also provides guidance on the practice of improvement of executive compensation information disclosure by regulators.

Key Words: information disclosure; pay-performance sensitivity; corporate governance

(责任编辑:鲁言)