



北京师范大学经济与工商管理学院  
工作论文（working paper）系列  
经济类 No. 60

方芳、李实：中国企业高管薪酬差异及其成因分析

2014年9月

# 中国企业高管薪酬差异及其成因分析<sup>①</sup>

方芳 李实

(北京师范大学经济与工商管理学院)

摘要：本文利用 2005-2012 年中国上市公司数据对企业之间高管薪酬差距进行分析，从中得到以下几点结论：首先，中国企业之间高管薪酬差距具有很高水平，在某些年份甚至高于一般员工之间的工资差距，其主要原因是少数企业高管的超额薪酬。其次，在 2005-2012 年期间企业之间高管薪酬差距呈现出急剧扩大，随后不断缩小的过程，差距变动的主导因素是少部分金融企业高管薪酬水平的大起大落。在高管薪酬差距扩大过程中，部分企业高管薪酬的过快增长是主要推动因素；而导致高管薪酬差距缩小的主要因素则是政府对国有企业高管的限薪政策。再次，国有上市公司高管薪酬决定机制与非国有公司有着明显差别，但是两者都经历了高管薪酬差距的大起大落。最后，国有企业高管薪酬的决定机制并没有在缓解高管薪酬过快增长和缩小薪酬差距方面发挥应有的作用。

关键词：高管，薪酬差距，国有企业

## Abstract:

The paper, using 2005-2012 data on Chinese listed companies, analyzes the pay inequality between corporate executives, and derives the following conclusions. First, the executive pay inequality among enterprises has a very high level, in some years even higher than the wage gap between the workers, mainly due to over-pay to few executives. Secondly, in the period 2005-2012 among corporate executives has seen a dramatic rise of the pay gap, and then shrinking, and the dominant factor is sharp ups-downs changes in the pay levels of executives. Once again, the pay determination mechanism of state-owned listed company for executives is not significantly different from that of non-state companies, but both have experienced ups and downs of executive pay. Finally, it is not observed that the state-owned enterprises play its due role in narrowing the pay inequality among executives in China.

Keywords: Executives, pay, state-owned enterprises

## 一、引言

进入新世纪后，中国收入分配差距持续扩大，收入分配不公进一步恶化，引起了学术界

---

<sup>①</sup> 本研究获教育部哲学社科重大项目(11JZD015)、中央高校基本科研业务费专项资金的资助。作者感谢夏立军教授对本文提出的意见，也感谢邓曲恒、万海远、刑春冰、戴冕、徐建炜老师对本文所给予的帮助。当然，文责自负。

和政府决策部门的越来越多的关注 (Li, Sato and Sicular, 2013)。在收入差距扩大过程中, 企业员工薪酬 (工资收入) 分配差距的扩大尤为明显, 对此相关的研究文献也不断涌现 (林浚清等, 2003; 张正堂, 2008; 黎文靖、胡玉明, 2012 等)。引起企业员工收入差距扩大的一个重要因素是一些垄断行业收入过高, 特别是垄断企业高管薪酬的过快增长及其与一般企业员工收入差距的急剧扩大 (李实, 赵人伟, 2007; 岳希明等, 2010)。近几年学术界和媒体不断呼吁对垄断行业收入分配制度加以改革, 对高管过高薪酬加以限制, 并引起了中央高层的重视。因此有关政府部门陆续出台了一些政策规定, 其中最值得注意的是 2014 年 8 月底中央政治局会议通过的《中央管理企业主要负责人薪酬制度改革方案》。这标志着新一轮国有企业高管薪酬改革已拉开序幕。这也意味着对企业高管薪酬决定机制和分配差距的研究具有重要的现实意义。

从分析框架来看, 企业员工分为管理人员和非管理人员, 企业员工薪酬分配差距既可以反映在管理人员与非管理人员之间, 也可以反映在管理人员内部和非管理人员内部。按照这一分析框架, 可以看到管理人员内部、管理人员与非管理人员之间以及非管理人员内部的薪酬差距的研究已有不少研究成果, 然而, 有关行业之间、企业之间管理人员薪酬差距的研究文献并不多见。一些相关问题并没有得到应有的重视和进行深入研究, 这些问题包括: 如不同企业高管人员之间薪酬差距究竟有多大? 它们的变动趋势如何? 为什么有些企业的高管人员的薪酬增长会大大快于其他企业高管人员? 对这些问题的回答, 有助于我们深入了解中国企业员工薪酬差距及其变动趋势, 有助于理解高管薪酬的决定机制, 也有助于进一步研究我国企业高管薪酬差距的现状和原因, 为落实制定央企高管薪酬改革具体方案提供实证证据和政策建议

为了弥补上述研究上的不足, 本文利用 2005 年至 2012 年中国上市公司的数据, 对企业之间高管薪酬及其差距的变动趋势及其背后决定因素进行分析, 从而试图回答上述有意义的问题。需要注意的是, 在分析的时期中, 中国宏观经济和股票市场出现几次大的变化和波动。2007 年“大牛市”中无疑拉高了上市公司的股票市值, 从而间接拉升了以公司市值为考评指标的上市公司高管的薪酬。2008 年发生的, 2009 年显现影响的国际金融危机无疑也会影响上市公司高管的薪酬, 具体影响程度的大小将取决于分析的结果。

本文的主要发现有以下几点。第一, 企业之间高管薪酬具有大的差距, 在某些年份甚至高于一般员工之间的工资差距。第二, 在 2005-2012 年期间企业之间高管薪酬差距呈现出急剧扩大, 随后不断缩小的过程。第三, 影响高管薪酬差距变动的主导因素是少部分金融企业高管薪酬水平的大起大落。在高管薪酬差距扩大过程中, 部分企业高管薪酬的过快增长是主

要推动因素；而导致高管薪酬差距的主要因素则是政府对国有企业高管的限薪政策。第四，国有上市公司高管薪酬决定机制与非国有公司有着明显差别，但是两者都经历了高管薪酬差距的大起大落。国有企业高管薪酬的决定机制并没有在缓解高管薪酬过快增长和缩小薪酬差距方面发挥应有的作用。

## 二、相关文献回顾

中国资本市场创建以来，上市公司高管薪酬的水平及其决定机制就始终倍受社会关注。上市公司高管薪酬的合理性不仅与企业效率相关联，而且也是企业内部治理结构合理性的一个重要标志。从更广泛的意义讲，公司高管薪酬水平高低直接反映了社会收入分配结构，并成为社会公平的一个方面。

从理论上讲，高管薪酬水平受多方面因素影响，既受到企业特征（包括行业、规模、所有权性质以及财务方面）的影响，又受到企业内部治理模式的影响，也受到外部宏观经济环境的影响和政府薪酬管制政策的影响。从现有研究文献来看，高管薪酬的研究主要集中在以下三个方面：高管薪酬决定因素的研究、企业高管与员工收入差距的研究、以及高管薪酬差距的研究。

（1）高管薪酬决定因素和机制研究。高管薪酬受到多方面因素的影响，既受到企业业绩的影响，也受到企业所有制性质的影响，又受到企业内部治理模式的影响，以及外部宏观经济环境的影响和政府薪酬管制政策的影响。在高管薪酬的众多决定因素中，业绩往往被认为是最重要的决定因素。在企业治理理论中，有效的高管薪酬的决定机制和增长机制被认为是实现经理人目标和股东目标兼容的主要机制之一（Jensen and Meckling, 1976; Jensen and Murphy, 1990）。好的机制将促使高管人员追求个人报酬最大化的同时实现公司业绩、股东财富的最大化。针对西方国家企业的研究文献也显示了高管报酬与公司业绩存在显著的正相关关系（Jensen and Murphy, 1985; Leone, Wu and Zimmerman, 2006; Jackson, Lopez and Reitenga, 2008）。经理人目标和股东目标兼容的高管薪酬决定机制的理论也影响着中国企业高管薪酬制度，现在中国企业高管薪酬与企业业绩挂钩的特点变得越来越明显（辛清泉、林斌、王彦超，2007）。而且，政府对国有企业高管薪酬的管理方式也在沿着这一思路演进<sup>②</sup>。

---

<sup>②</sup> 例如，中国国有资产管理委员会分别于 2004 年和 2003 年颁布的针对国有企业负责人的《中央企业负责人薪酬管理暂行办法》和《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》，规定国企高管的薪酬由基薪、绩效薪金和中长期激励单元构成，其中，绩效薪金和中长期激励单元与经营业绩考核结果挂钩，以基薪为基数，根据企业年度经营业绩考核级别及考核分数确定。

一些相关经验分析也表明,虽然一些早期的研究文献并没有发现高级管理人员的报酬与企业经营业绩之间存在着显著的正相关关系,而更多地与企业规模以及所处行业、地区等密切相关(魏刚,2000;李增泉,2000;湛新民、刘善敏,2003),但是后续的一些研究文献都显示了中国上市公司高管薪酬与经营绩效关系变得越来越密切(李维安、张国萍,2005;方军雄,2009;吴育辉、吴世农,2010;周仁俊等,2010;Conyon & He,2011),而且随着市场化进程的深化,高管薪酬与业绩之间的敏感性逐年上升(辛清泉、谭伟强,2009;方军雄,2012)。

在考察高管薪酬的决定因素时,公司治理是不可回避的一种制度性决定因素。一些相关的研究试图从经验上发现上市公司的不同治理结构对高管薪酬的影响作用。在这方面研究中,值得提到的有吴育辉、吴世农(2010),他们分析了2004-2008年中国上市公司高管薪酬数据,从而发现高管控制权越大,其薪酬水平也越高;并且,相比较国有控股上市公司,非国有控股上市公司的高管更容易利用其控制权提高自身薪酬水平。

公司治理结构对高管薪酬的影响既可以是直接,也可以是间接的,在某种程度上间接作用会更加明显。一种间接作用是通过影响高管薪酬与企业绩效之间的联系而发生作用,也就是说一个企业采取什么样的高管薪酬与绩效挂钩形式会受到企业公司治理结构影响。一些有关薪酬绩效敏感度的影响因素研究基本是遵循这一思路展开的。比如,独立董事比例高的公司具有更高的薪绩敏感性,而且董事长总经理两职分离能够显著提高薪绩敏感性,薪酬委员会的设置对薪绩敏感性也有一定的影响(张必武、石金涛,2005;Conyon & He,2011)。又比如,股权分置改革通过促进公司完善治理机制能够提高高管薪酬业绩敏感性(陈胜蓝、卢锐,2012)。

企业所有制性质对企业高管薪酬的影响也是现有研究文献所关注的一个问题。企业所有制性质无疑是影响高管薪酬水平的一个重要因素。由于受到政府的管制,国有企业高管薪酬并不是由市场决定的,其在决定机制上与非国有企业很明显的不同(Meng,2000;张车伟、薛欣欣,2008;王雄元,2012)。有关的经验研究表明,与非国有企业相比,国有企业高管的显性薪酬较低(陈信元等,2009;Conyon & He,2011),而且国有企业高管之间的薪酬差距也较小(林浚清等,2003;陈信元等,2009)。这是因为政府管理部门对国有企业高管的薪酬实行了很大程度的限制。这并不意味着国有企业不具有提高高管薪酬的冲动,如果不存在限酬规定的情况下,或者限酬规定不到位的情况下,国有企业高管薪酬上升的幅度会大大超出非国有企业,而且在宏观经济处于低迷情况下更是如此。因为即使改革后的国有企业,仍具有某种程度的“软约束”的特点,在外部限酬规定不到位的情况下和企业内部人处于强

势地位时，“软约束”必然会导致企业高管限酬短期的，过度的上升。

与所有制这一制度变量相比，所有权与控制权分离对高管薪酬的影响更为重要。这对于国有企业如此，对于非国有企业也是如此。在企业高管的控制权过大又得不到有效监督和约束的情况下，高管可以通过摆平董事会和薪酬委员会来为自己制定薪酬，很容易出现高管超额薪酬问题（Bebchuk & Fried, 2003, 2004；方军雄，2011；权小锋等，2010）。一些相关中国企业的经验研究文献也从不同角度验证了这一论点。例如，吕长江、赵宇恒（2008）分析了中国上市公司管理层权力扩大对企业绩效的影响，没有发现明显的正面影响，而管理层自主权扩大反而有助于其操控企业盈余管理、提高高管薪酬。

与上述问题相关联的是企业的垄断性质与企业高管限酬之间的关系。即使抛开企业所有制性质，垄断企业会更有条件大幅度提高高管薪酬，因为增加的部分薪酬可以来自于其企业的垄断利润。从理论上讲，国有企业并不意味着一定是垄断企业，但是现实的情况却是绝大部分垄断企业是国有企业或国有控股企业。作为国有垄断企业，不仅具有“软约束”的待遇，而且可以具有获得垄断利润的条件。从这个意义上来说，这些企业比非国有的垄断企业或者非垄断的国有企业更有条件和动力提高高管薪酬。

中国的企业垄断往往具有很强的行业特点，这在一定程度上是与政府的产业政策相关的。政府所理解的“关系国计民生”的产业，具有很高的进入门槛，而少数获得许可权的企业，除了受到行政保护之外，会很容易获得超额利润。如果一个行业中所有企业都能分享超额利润，那么这个行业也就成为垄断行业。当然，在现实中，由于统计上行业划分不够细化，导致行业内企业之间存在较大的异质性，更造成了识别行业垄断性的困难<sup>③</sup>。

（2）企业高管与员工收入差距的研究。企业内部高管薪酬与员工工资之间的差距是学术界和政策制定部门所关注的问题。特别是对于国有企业来说，政府主管部门对高管薪酬加以管理的一个方面是限定高管与员工之间的收入倍数。而随着这些年收入倍数的不断提高，也导致了企业内部收入差距的不断扩大<sup>④</sup>。国有企业内部高管与员工之间的收入差距的扩大主要还是企业内部收入分配权的增加和政府主管部门对企业收入分配管制的不断放松。例如，2003年11月国资委发布“中央企业负责人经营业绩考核暂行办法”，将国企高管的薪酬与企业绩效挂钩，导致了企业高管与员工之间的收入差距开始加大；2007年国资委发布的“关于

---

<sup>③</sup> 从经济理论上讲，生产同质产品或服务的企业或企业群构成了一个行业。这里的产品或服务的同质性是重要的条件之一。

<sup>④</sup> 即使在十年前，企业内部薪酬差距已开始逐渐拉大，特别表现在高管与员工的薪酬差距上。例如，央企负责人与员工平均薪酬差距，2002年为12倍，2003年升为13.6倍；大部分行业的央企负责人平均薪酬水平比员工都高出10倍左右，而地产行业央企负责人与员工的收入差距为27.6倍，通讯行业18.5倍（张正堂，2008）。

加强中央企业负责人第二业绩考核任期薪酬管理的意见”，增设了股权激励计划又被提上日程，带来了企业高管与员工之间的薪酬差距进一步扩大（刘春、孙亮，2010）。

除了政府的管制之外，企业是否也有动力扩大高管与员工之间的收入差距？这种差距的大小与企业的特征，企业的所有制性质，行业特点和内部治理结构之间是否存在某种关联和因果关系？对这些问题都是需要深入研究的，然而有价值的研究文献并不多见。

（3）高管薪酬差距的研究。在对企业薪酬差距研究上，已有的研究主要关注企业内部高管之间、高管与员工之间以及所有员工之间的薪酬差距，而对企业之间高管薪酬差距的研究是少之又少。个别的研究文献并未清晰、动态地刻画出薪酬差距的变化趋势，只是关注薪酬差距的激励效应，对企业绩效的影响等问题。在研究企业之间高管薪酬方面，林浚清等（2003）的研究结果是值得重视。他们分析了高管之间薪酬差距的决定因素，发现薪酬差距与国有股比例、雇员参与薪酬决定的能力（监事会规模）、股权集中度（Herfindahl 指数）负相关，与内部董事的比例正相关。

### 三、数据，变量及分析方法

在对高管薪酬差距加以深入研究之前，本文首先碰到两个问题：何谓高管？何谓薪酬？对于第一个问题，现有研究文献给出的定义有所不同。有的研究文献沿用了西方研究文献的做法，将高管定义为公司总经理（CEO）（吴联生等，2010；郑志刚等，2012）；还有的研究文献把高管的人群扩展到董事长，其理由是中国企业的董事长往往具有更大的权力，是实际的经营决策人（Kato and Long，2006；方军雄，2012）；而大多数的研究文献是把高管看作是企业中一个高级管理层，不仅包括企业董事长，总经理，还包括副总经理，执行董事，财务总监等。在高管薪酬研究方面，由于受到数据的制约，大多文献基本上使用了更宽泛的高管定义。本文也同样受到数据的限制，因此也采用了与多数研究文献相同的高管定义。

关于第二个问题，高管薪酬存在着广义和狭义之分。从广义上看，高管薪酬应该包括货币的实物的两部分，它应该包括现期兑现的和将来兑现的两部分。具体来说，高管薪酬至少应该包括个人得到的货币薪酬，得到了各种形式非货币性收入如购物卷（卡），公款旅游，免费（补贴）住房，食品，电器，还应该包括个人得到的期权等。狭义的薪酬只是指货币收入。从可用的数据来看，由于构造高质量和可比性强的广义的高管薪酬数据存在很大的困难，几乎所有的高管薪酬数据只有高管货币薪酬的信息。这不能不说是一种缺憾，但是并不意味着按照狭义的薪酬概念研究高管薪酬问题没有意义。由于绝大部分高管的货币薪酬占薪酬总额的比重较大，尤其是目前上市公司高管持股比例较低（方军雄，2011，2012；王雄元，2012），

因此对高管货币薪酬中存在的问题加以研究仍具有一定的意义。

本文采用的高管薪酬和公司特征数据主要来自国泰安数据库（CSMAR）、北大色诺芬（SINFO）以及万德数据库（Wind）<sup>⑤</sup>。考虑到中国上市公司从 2005 年开始详细地披露公司董事、监事、高管的个人薪酬，我们使用了上市公司在 2005-2012 年每年的数据信息。在企业观测值的选择上，本文根据研究的需要作了不同方面的样本选取。在样本选取的过程中，本文首先剔除了缺失高管薪酬的样本，其次删除了特别处理（ST）和特别转让（PT）公司的样本，最后得到共计 13335 个年度企业样本。在选取的上市公司数据中，在 2005-2012 年中拥有每年数据的公司有 954 家，共计 7632 个年度企业样本。这些企业样本可以构成一个 8 年的面板数据。剩余的年度企业样本为数据年份不足 8 年的企业，既包括 2005 年以后进入的样本的企业，也包括在 2012 年前退出样本的企业。

本文使用的数据给出了企业薪酬最高的三位高管的薪酬总额，而在分析中它被处理为三位高管的人均薪酬。对于不同年份的人均薪酬，我们通过城镇消费物价指数将其调整为 2005 年价格为基期的实际薪酬，因此本文计算的高管薪酬增长率均为实际增长率。

为了测量企业间高管薪酬差距，本文使用了常用的基尼系数。基尼系数的计算公式为：

$$G = \frac{\sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^n |y_i - y_j|}{2n^2\mu}$$

其中， $y_i$  为第  $i$  个人的薪酬， $y_j$  为第  $j$  个人的薪酬， $n$  为样本量， $\mu$  为薪酬均值。基尼系数的取值范围在 0-1 之间，0 值表示完全的均等化（即所有人的薪酬相等），1 值表示极端的不均等（即 1 个人有薪酬，其余人没有薪酬）。这意味着现实中的基尼系数越是接近于 0 值表示薪酬差距越小，而它越是接近于 1 值表示薪酬差距越大。

为了估计不同影响因素对不同企业之间高管薪酬差距的贡献，我们对高管薪酬差距的基尼系数进行了分解，其分解方法是使用基于回归分析的分解公式。具体说来，首先估计线性薪酬回归方程：

$$y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon$$

其中  $y$  为薪酬，解释变量  $X_k$  为企业特征变量如企业规模、资产利润率、行业、地区等，

---

<sup>⑤</sup> 公司治理及财务数据取自国泰安（CSMAR）数据库，公司基本信息（上市日期、成立日期、所属行业、省份、是否在 B 股或 H 股市场上市）取自万德（Wind）数据库（其中有 39 条缺失数据从同花顺数据库补足），最终控制人信息取自色诺芬（Sinofin）数据库。



$\beta_k$  为系数估计值,  $\varepsilon$  为扰动项。利用该薪酬方程的回归结果, 可以得到各项决定因素的预测薪酬:

$$\hat{y}^k = \hat{\beta}_k x_k, \quad k = 1, 2, \dots, K$$

而归结于常数项和残差之上的薪酬分别为  $\hat{y}^c = \hat{\beta}_0$ ,  $\hat{y}^r = e$ 。

如果将  $\hat{y}^k$  视为薪酬成分, 那么就可以应用 Shorrocks (1982) 的分解方法, 得出  $\hat{y}^k$  对

薪酬不平等的贡献为,  $S(\hat{y}^k) = \sum_{i=1}^N a_i(y) \hat{y}_i^k$ 。同理可得,  $\hat{y}^c$ 、 $\hat{y}^r$  对薪酬不平等的贡献为,

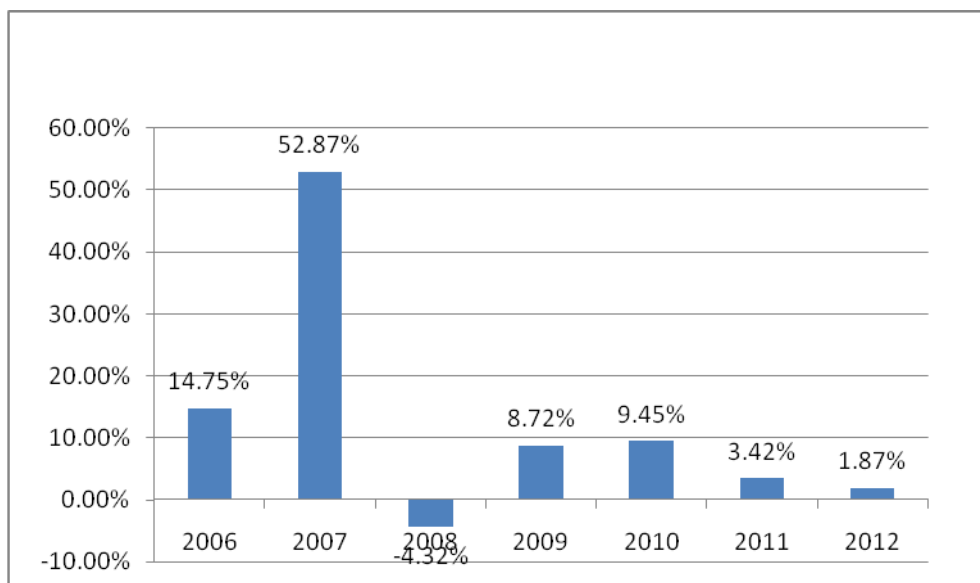
$$S(\hat{y}^c) = \sum_{i=1}^N a_i(y) \hat{\beta}_0, \quad S(\hat{y}^r) = \sum_{i=1}^N a_i(y) e_i。$$

而计算一个解释变量对薪酬基尼系数的边际效应(marginal effect)需要通过剔除该变量后, 比较基尼系数的变动。由于剔除该变量的途径或者方法并不唯一, 它对薪酬基尼系数的边际效应也就不止一个。Shorrocks (1999) 提供的解决办法是, 考虑剔除某一要素的所有可能的途径, 并以所有途径的边际效应的平均值来定义该要素对收入不平等的贡献。这种处理方法依据的是合作博弈理论中的 Shapley 值, 称为 Shapley 值方法 (Shapley decomposition, or decomposition based on the Shapley value) (Wan, 2002; Deng and Li, 2009)。

#### 四、高管薪酬的增长与差距

在 2005-2012 年期间上市公司高管薪酬增长出现一些不同的特点。图 1 描述了 2006 年至 2012 年每年的上市公司高管薪酬的实际增长率, 从中不难发现 2006 年和 2007 年是上市公司高管薪酬高速增长年份, 而随后的几年中基本上处于不断下降的趋势。2007 年的高管薪酬出现了前所未有的超高速增长, 高达 52.87%。

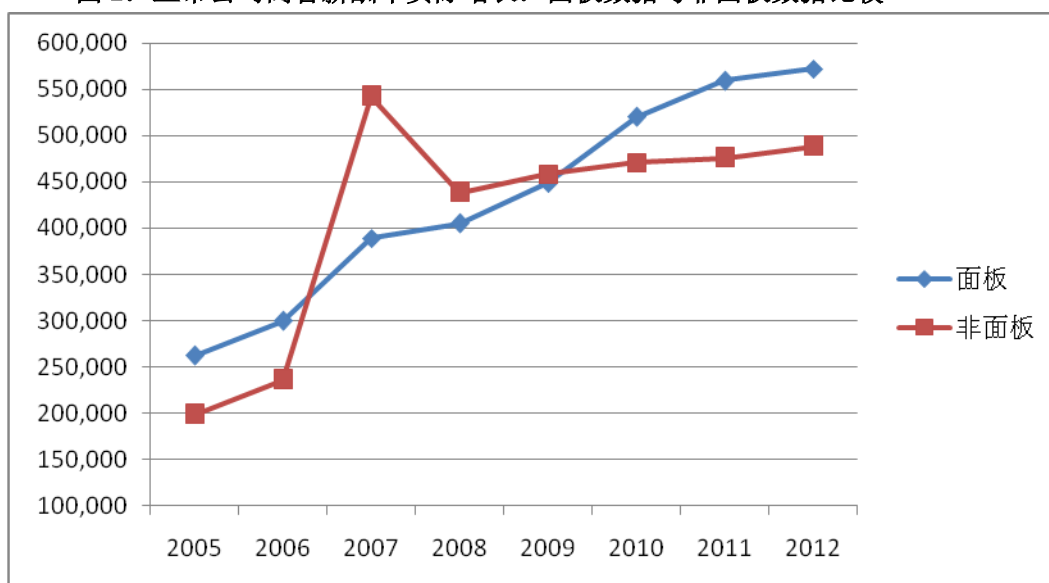
图 1: 上市公司高管薪酬年实际增长率, 2006-2012 年



来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

为了理解上市公司高管薪酬增长的结构差异，我们将全部上市公司分为两组，一组为 8 年的面板数据样本即在 2005 年上市后一直没有退市的公司样本，另一组是数据不足 8 年的样本，既包括 2005 年后上市的公司，也包括某一年退市的上市的公司。两组的高管薪酬的实际增长曲线见图 2，从中可以看出，两组高管薪酬的增长趋势有很大的不同。面板数据中的上市公司高管薪酬的增长相对较为平稳，而非面板数据中的上市公司高管薪酬的增长呈现出较大的波动性，特别在 2007 年后者的增长大大超过了前者，130%比上 30%。也就是说，2007 年上市公司高管薪酬的快速上升主要是新上市公司高管薪酬的超出增长拉动的。

图 2：上市公司高管薪酬年实际增长：面板数据与非面板数据比较

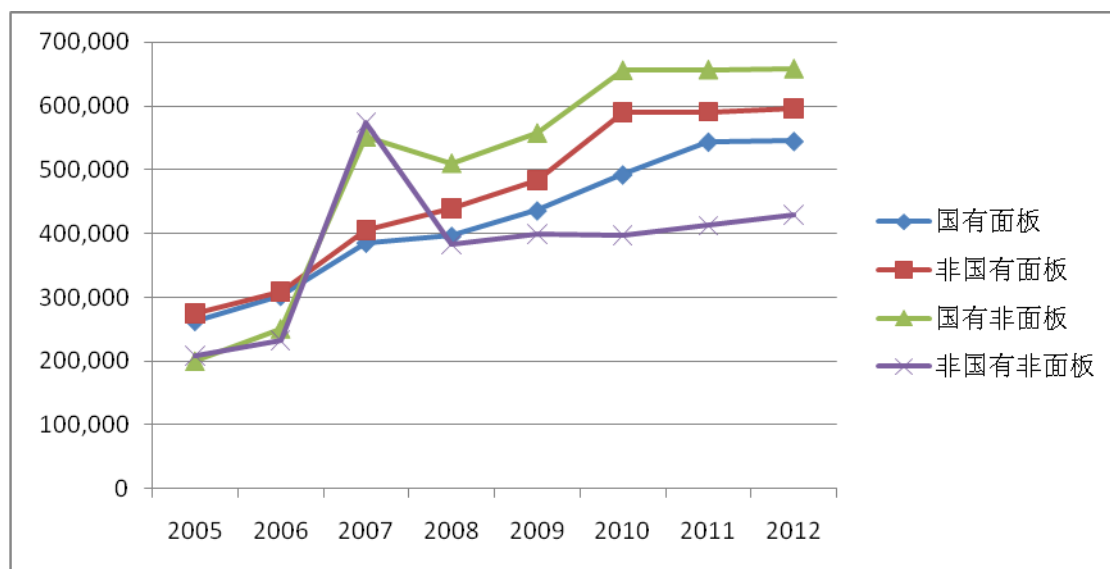


来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

注释：面板数据是指具有 8 年完整信息的企业构成的数据库，而其他企业组成了非面板数据库。

为了理解国有企业在上市公司高管薪酬增长中的影响作用，我们做更加细致的分类，在面板和非面板维度基础上引入国有和非国有维度，那么全部上市公司可以分为四组：面板国有公司，非面板国有公司，面板非国有公司和非面板非国有公司。在此基础上，我们可以比较四组公司的高管薪酬的增长率。如图 3 所示，四组公司高管薪酬的增长趋势存在着不同程度的差异，其中最大的差异来自于非面板数据中国有公司和非国有公司的差异，而面板数据中国有公司和非国有公司的差异则并不明显。从图 3-1 中不难看出，在非面板数据中，2005 至 2007 年两组公司高管薪酬的平均水平差异很小，到了 2007 年非面板数据中国有公司和非国有公司的高管平均薪酬均超速上升。然而，两组公司高管薪酬在 2008 年出现了大分化。如图 3-1 所示，到了 2008 年非面板数据中非国有公司下降了 33%，比国有公司降幅高达 4 倍之多，并且这种大幅攀升与下降主要是由中国平安（601318）公司所带来的，其公司高管人均实际薪酬由 2007 年的一亿三千万降至 2008 年的三千万。去除中国平安后两位的上市公司高管薪酬年实际增长率如图 3-2 所示。

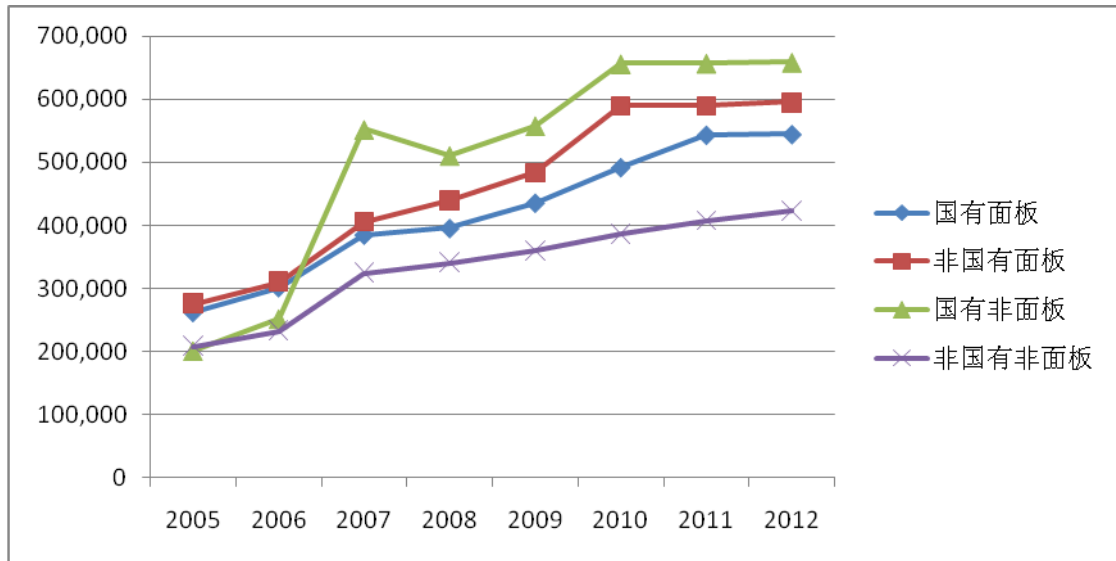
图 3-1：上市公司高管薪酬年实际增长：两维的分组结果



来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

注释：面板数据是指具有 8 年完整信息的企业构成的数据库，而其他企业组成了非面板数据库。

图 3-2：上市公司高管薪酬年实际增长：两维的分组结果（不包括中国平安）

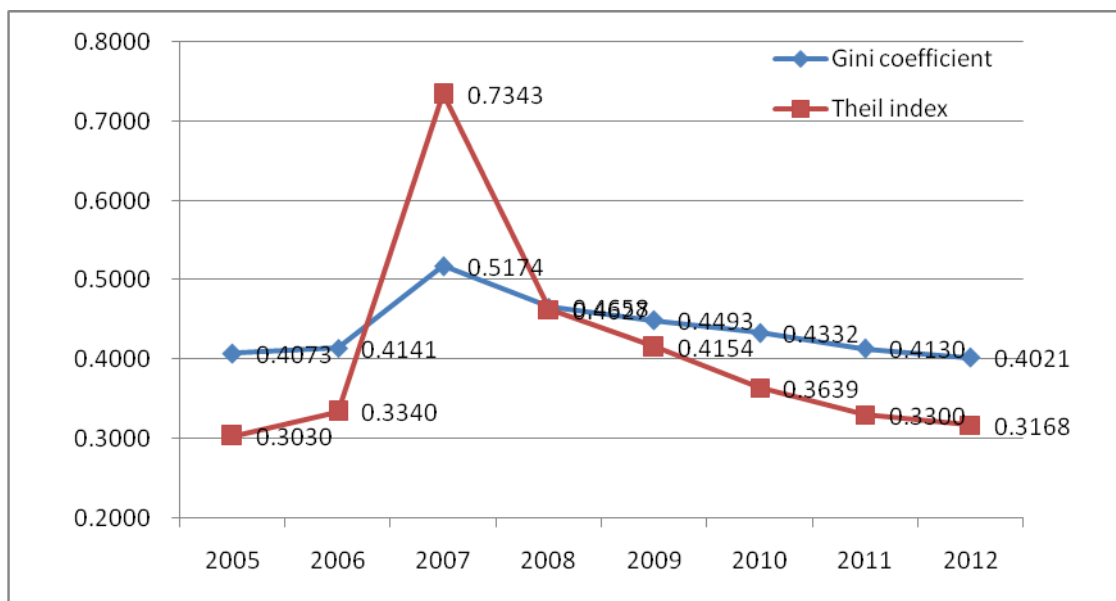


来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

注释：面板数据是指具有 8 年完整信息的企业构成的数据库，而其他企业组成了非面板数据库。

由于高管薪酬的增长幅度出现了结构上的差异，这必然会导致高管薪酬差距的变化。图 4 描述了 2005 年至 2012 年期间上市公司高管薪酬差距的变化情况。从中我们不难看出，不论是用基尼系数还是泰尔指数来测量，高管薪酬差距在 2005-2007 年期间出现了急剧扩大，而从 2007 年以后出现了逐渐缩小的趋势。如图 4 所示，高管薪酬差距的基尼系数从 2005 年的 0.41 上升到 2007 年的 0.52，而到了 2012 年回落到 0.40。这种大起大落的薪酬差距是很值得关注，需要加以深入研究。

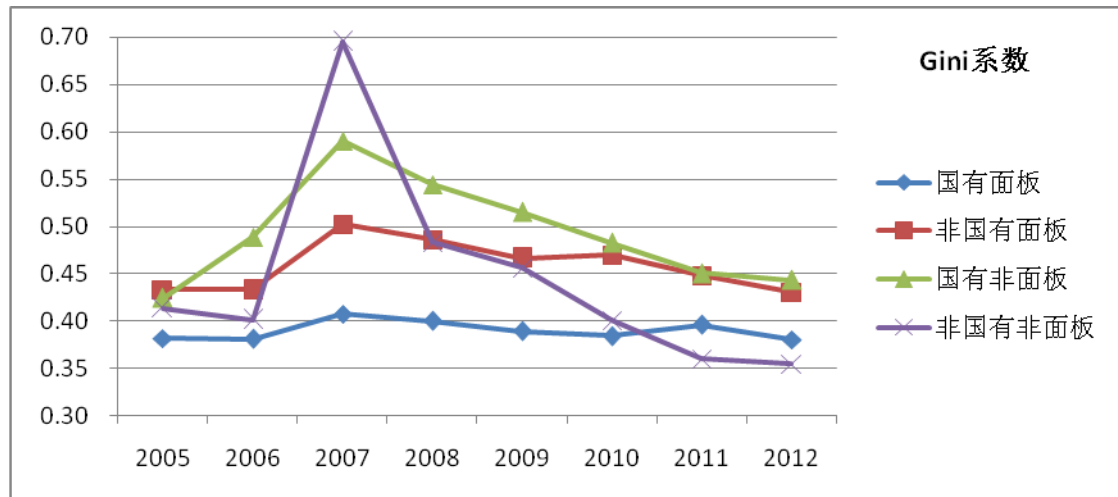
图 4. 上市公司高管薪酬差距的变化趋势，2005-2012 年



来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

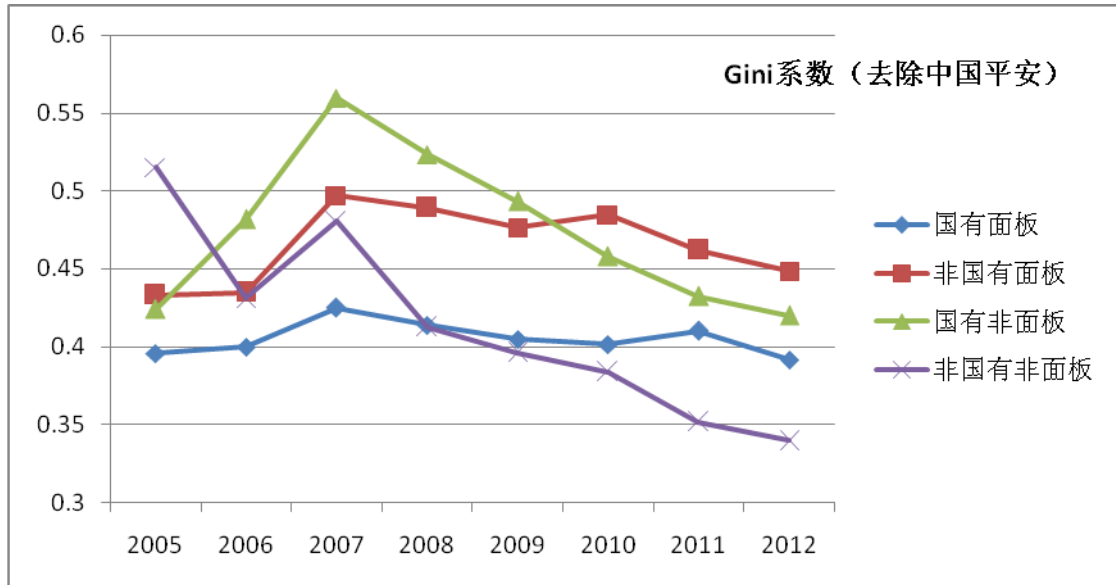
然而，图 4 中显示的高管薪酬差距的变化趋势在不同类型企业中有不同的表现。如果按照上述办法把所有样本企业分为四组：面板国有公司，非面板国有公司，面板非国有公司和非面板非国有公司，然后分别计算各组高管薪酬差距的不平等指数，不难发现不同类型企业的高管薪酬差距，虽然幅度各有不同，但基本呈现出了相类似的变化趋势。如图 5-1 所示，四组企业高管薪酬差距的变化都是相对于 2006 年，2007 年四组的薪酬差距都出现了上升，而在 2007 年之后，四组企业高管薪酬差距又均出现了长期的回落态势。只不过相对来说，面板国有公司和非国有公司的回落趋势更为平缓，而非面板的非国有公司则呈现出激烈的下降趋势。而从 2005 年到 2006 年两年的变化来看，面板国有公司的薪酬差距出现了明显的上升，而其他类型的公司均为较小的波动。更为重要的是，国有上市公司高管薪酬差距并不低于非国有上市公司，尤其是非面板国有公司在 2007 年后的高管薪酬差距明显高于非国有公司。同样，此处非面板非国有公司 2007 年急剧的薪酬差距扩大也与中国平安相关，如图 5-2 所示，去除中国平安后，非面板非国有公司的薪酬差距除 2007 年外整体呈现下降的趋势。

图 5-1. 不同类型公司高管薪酬差距的变化趋势，2005-2012 年



来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

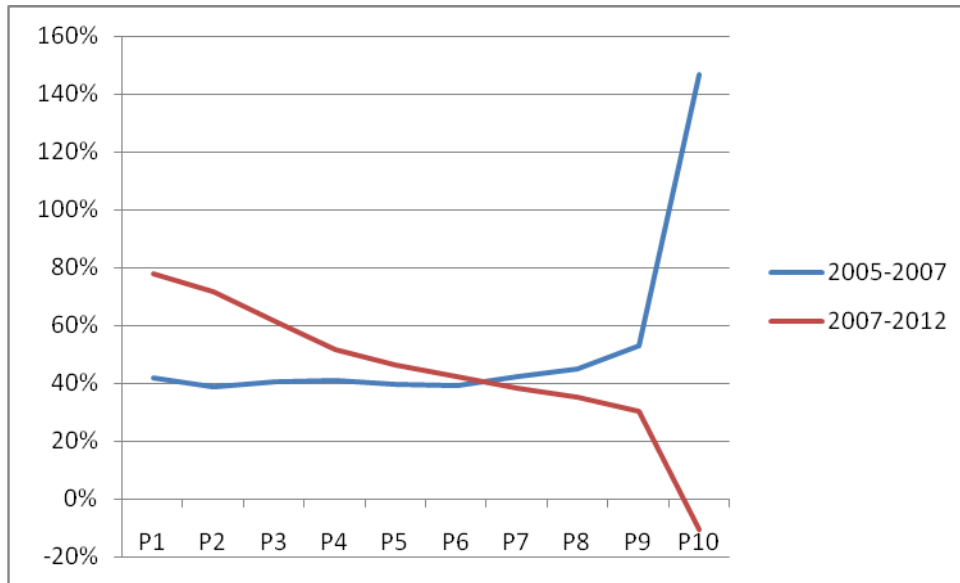
图 5-2. 不同类型公司高管薪酬差距的变化趋势，2005-2012 年（不含中国平安）



来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

在薪酬高速增长的同时，薪酬差距的急剧扩大，则意味着高分位上的高管薪酬增长幅度要大大超过低分位上的高管薪酬增长幅度；而薪酬差距的缩小，则意味着高分位上的高管薪酬增长幅度要大大低于低分位上的高管薪酬增长幅度，这一点在图 6 中表现得非常明显。图 6 为两条不同分位点上高管薪酬的增长曲线，一条为 2005-2007 年的增长曲线，一条为 2007-2012 年的增长曲线，前一条线显示了高分位点相对较高的薪酬增长率，而且从 P60 分位点后薪酬增长率随着分位点提高呈递增趋势，到了 P90 分位点更是呈现出巨大的飞跃。后一条线则显示了相反的情形，即薪酬增长率随着分位点提高而下降，也就是说 2007-2012 年期间低薪酬组的薪酬增长率大大高于高薪酬组。

图 6：不同分位的高管薪酬实际增长率 (%)



来源：作者利用 2005-2012 年上市公司数据计算并绘制。

## 五、高管薪酬差距的决定因素分析

高管薪酬差距的变化是由各种因素决定的，也反映了企业内部治理结构和薪酬激励机制的差距及企业外部约束条件和宏观经济环境的变化，因而我们需要对此加以更加深入的分析。我们的分析思路是：首先对三个年份（2005 年，2007 年和 2012 年）高管薪酬的影响因素进行分析，从中试图发现高管薪酬决定机制的时期变化；然后对三个年份的高管薪酬差距进行分解，以发现不同影响因素对高管薪酬差距产的效应大小；最后进行模拟分析，试图解释一些主要的制度因素拉大高管薪酬差距的作用。

我们下面将使用所有上市公司的样本来估计高管薪酬模型。该模型中被解释变量为企业前三位高管年薪酬的人均额的对数值 ( $\text{Lnpay}$ )。对于不同年份的薪酬额，我们使用 2005 年为基期的城镇消费价格指数对后续几年的薪酬水平加以调整，形成不变价格衡量的薪酬水平。模型中解释变量包括了两大类，一是企业的基本特征和财务状况变量，如企业规模（总资产的对数）( $\text{Firmsize}$ )，公司成立年限 ( $\text{Estyr}$ )，公司成立年限的平方 ( $\text{Estyr}^2$ )，年份虚拟变量（2005 年为省略变量），企业财务风险（资产负债率）( $\text{Lev}$ )，资产结构（固定资产占总资产的比率）( $\text{Fapct}$ )，当年总资产报酬率 ( $\text{ROA}_t$ )，上年总资产报酬率 ( $\text{ROA}_{t-1}$ )，二是与企业治理相关的变量，如第一大股东占比 ( $\text{top1}$ )，董事会规模（董事会人数的对数）( $\text{Boardsize}$ )，独立董事占比 ( $\text{indpt}$ )，董事长与总经理是否两职合一 ( $\text{Dual}$ ) 等。为了解几个重要时点上高管薪酬决定机制的变化，我们分别估计了 2005 年，2007 年和 2012 年的高管薪酬模型。为了解国有企业和非国有企业之间高管薪酬决定机制的差别，我们又分别

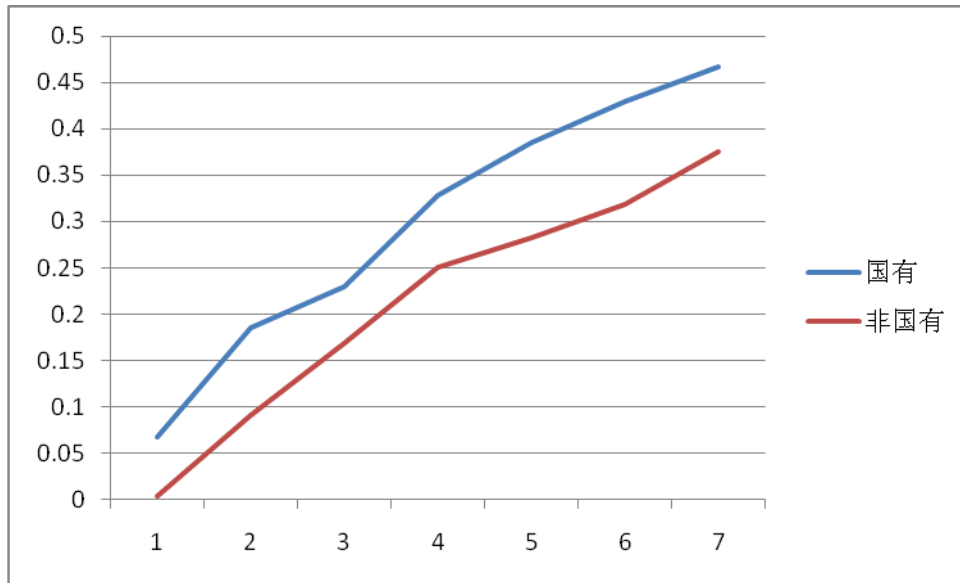
估计了国有和非国有企业样本的高管薪酬模型。

表 1 呈现了使用全部样本的一般薪酬模型的估计结果。对于全部企业而言，企业规模对高管薪酬的影响作用无疑是高度显著的。这一结果与其他相关研究文献是一致的（魏刚，2000；杜胜利、翟艳玲，2005；陆正飞等，2012）。由估计结果可知，企业总资产提高 10%，高管薪酬将提高 2.4%。这一结果既可以看作为企业规模对高管薪酬的影响作用，也可以解释企业扩张规模是高管人员的主要动机之一。企业财务风险（资产负债率）变量的估计结果显示该变量对高管薪酬有较为显著的正向影响，这意味着上市的公司中高负债企业将支付更高的薪酬，这一结论与 Beck et al. (2010) 相一致。固定资本占比变量是显著的，与高管薪酬存在负相关性，这意味着在总资产规模不变的情况下高资本密集型企业的高管薪酬会更低一些。与其他研究更为一致的结果是企业总资产报酬率变量，尤其是是当期的总资产报酬率更为直接地，显著地影响着高管薪酬。几个反映公司治理的代理变量中除了第一大股东持股比例和董事会规模变量外，其他几个治理变量的系数估计值或是在统计上不显著的，或者显著性很低。这意味着中国上市企业的治理结构并没有对高管薪酬的决定带来直接的影响。

另一个时间变量，年份虚拟变量的估计结果显示高管薪酬在 2007 年以后仍处于逐年上升的趋势，而前面的描述性统计结果显示企业高管薪酬平均水平在 2007 年达到最高峰，随后出现了下降。这意味着 2007 年以后新上市企业的高管薪酬增长率大大高于以前上市的企业。其他的企业特征变量如所有制，行业，地区虚拟变量，除所有制外，这些变量都是统计上显著的。这些变量的估计结果显示在控制了其他变量的情况下，东部企业高管薪酬略低于其他地区企业（29%左右），而金融企业的高管薪酬则明显地高于非金融企业（53%左右）。

图 7 企业高管薪酬增长趋势线（国有与非国有企业比较）





来源：根据本文表 2 中第 2, 3 个模型中年份虚拟变量的系数估计值绘制。

我们更关心的是国有企业与其他所有制企业在高管薪酬决定机制上的差异。有意思的是，就所有年份的企业样本来说，高管薪酬的增长趋势的差异并不明显（见图 7）。这一结果是值得深入研究的。对此有这样几种可能的解释：一种可能性是国有和非国有企业的高管薪酬增长受到了相同制度规定的约束，这意味着非国有企业也受到了政府制度规定的约束；另一种解释是只是国有企业受到了政府制度规定的约束，非国有企业虽然不受此约束，但是它会仿效国有企业高管薪酬增长幅度，以稳定自己的高管队伍；还有一种可能的解释是即使国有和非国有企业高管薪酬的增长在没有任何的制度约束下，它们之间有着一种相互仿效的行为，这样也会导致两类企业高管薪酬增长趋势上的一致性。对这三种可能的解释加以识别和验证需要更多的工作，但它并不是本文的主要任务。

此外，国有企业与其他所有制企业在高管薪酬决定机制上的主要差异表现在高管薪酬与企业绩效挂钩的程度上。在这方面，国有企业将高管薪酬与总资产报酬率更加紧密地挂在一起，这意味着国有企业的绩效成为高管薪酬最主要的决定因素。这一点可以从所有年份样本模型的估计结果得到验证，如企业上一年的总资产报酬率提高 10%，国有企业高管薪酬将提高 14.6%，而非国有企业高管薪酬只是提高 8.7%。然而，从几个时点模型的估计结果来看，国有企业与非国有企业的高管薪酬与当年度总资产报酬率之间的联系都呈现出先增强后减弱的趋势，但是仍高于非国有企业，而与上一年度的总资产报酬率之间的联系在逐年增强。而非国有企业高管薪酬则主要与当年度总资产报酬率有显著关系并逐年增强，且国有企业始终高于非国有企业。如在 2005 年，企业当年的总资产报酬率提高 10%，国有企业高管薪酬

会提高 21%，而非国有企业高管薪酬无显著提高；到 2007 年在相同的绩效情况，国有和非国有企业高管薪酬提高幅度分别为 30%和 15%，而到 2012 年两者分别为 23%和 12%。

表 1 高管薪酬决定因素分析模型 (OLS)

lnpay	(1)所有企业	(2)国有	(3)非国有	(4)2005年	(5)2005国有	6)2005非国有
firmsize	0.239*** (43.259)	0.209*** (29.838)	0.313*** (32.876)	0.249*** (9.458)	0.239*** (7.290)	0.305*** (5.738)
lev	0.143*** (4.507)	0.061 (1.297)	0.151*** (3.473)	0.255*** (3.091)	0.122 (0.700)	0.187* (1.676)
fapct	-0.377*** (-11.667)	-0.422*** (-10.699)	-0.227*** (-4.054)	-0.451*** (-3.554)	-0.441*** (-3.092)	-0.419 (-1.479)
roa <sub>t</sub>	1.980*** (20.408)	2.391*** (16.401)	1.559*** (11.864)	0.663** (2.497)	2.160*** (4.281)	0.167 (0.482)
roa <sub>t-1</sub>	1.132*** (12.616)	1.458*** (9.872)	0.872*** (7.704)	1.884*** (4.241)	1.184* (1.840)	1.410* (1.959)
top1	-0.532*** (-13.951)	-0.615*** (-12.025)	-0.408*** (-7.012)	-0.702*** (-4.282)	-0.686*** (-3.747)	-0.835** (-2.273)
boardsz	0.205*** (6.630)	0.171*** (4.358)	0.275*** (5.609)	0.260** (2.127)	0.188 (1.373)	0.477* (1.872)
indpt	0.158 (1.395)	0.076 (0.517)	0.525*** (2.940)	0.075 (0.140)	0.279 (0.432)	0.306 (0.309)
dual	0.002 (0.121)	0.000 (0.018)	0.023 (1.250)	0.075 (1.113)	0.025 (0.305)	0.204* (1.695)
estyr	0.000 (0.052)	-0.006 (-0.760)	-0.002 (-0.369)	-0.043 (-1.047)	-0.074 (-1.475)	0.005 (0.070)
estyr2	0.000 (0.258)	0.000 (0.930)	0.000 (0.784)	0.002 (0.952)	0.003 (1.458)	0.000 (0.028)
soe	0.016 (1.176)			0.018 (0.315)		
finance	0.533*** (11.163)	0.510*** (8.752)	0.717*** (8.630)	0.167 (0.738)	0.174 (0.607)	0.063 (0.159)
east	0.291*** (25.135)	0.335*** (22.049)	0.234*** (13.092)	0.382*** (7.985)	0.354*** (6.295)	0.382*** (4.027)
listyr	0.003* (1.911)	0.001 (0.406)	-0.003 (-1.427)	-0.002 (-0.189)	0.010 (0.864)	-0.035* (-1.856)
2006.year	0.040 (1.431)	0.068** (2.073)	0.004 (0.077)			
2007.year	0.143*** (5.224)	0.186*** (5.698)	0.091* (1.872)			
2008.year	0.192*** (7.118)	0.230*** (7.054)	0.169*** (3.583)			
2009.year	0.277*** (10.413)	0.328*** (10.050)	0.251*** (5.473)			

2010. year	0.324*** (12.343)	0.385*** (11.660)	0.283*** (6.352)			
2011. year	0.364*** (13.942)	0.430*** (12.858)	0.319*** (7.240)			
2012. year	0.416*** (15.942)	0.467*** (13.839)	0.376*** (8.611)			
_cons	6.532*** (51.315)	7.374*** (45.819)	4.777*** (21.860)	6.487*** (10.911)	6.939*** (9.980)	4.759*** (3.724)
<i>N</i>	12471	6665	5806	829	573	256
Adj-R <sup>2</sup>	41.69	47.27	37.27	28.20	30.33	26.72
F	406.250	285.512	165.201	22.680	18.791	7.642

表2 一般薪酬模型 (OLS) (续)

Lnpay	(7)2007	(8)2007国有	(9)2007非国有	(10)2012	(11)2012国有	(12)2012非国有
firmsize	0.270*** (14.592)	0.234*** (10.760)	0.385*** (10.115)	0.250*** (20.273)	0.206*** (12.578)	0.335*** (17.160)
lev	0.071 (0.586)	0.244 (1.630)	-0.219 (-1.032)	-0.079 (-1.028)	-0.130 (-1.124)	-0.150 (-1.445)
fapct	-0.449*** (-4.401)	-0.434*** (-3.637)	-0.429** (-2.175)	-0.318*** (-4.230)	-0.391*** (-4.018)	-0.152 (-1.298)
roa <sub>t</sub>	2.462*** (7.676)	3.053*** (7.023)	1.507*** (3.076)	1.654*** (5.898)	2.328*** (5.262)	1.199*** (3.364)
Roa <sub>t-1</sub>	1.574*** (4.077)	1.626*** (2.991)	1.394** (2.508)	1.230*** (5.138)	1.357*** (3.786)	1.007*** (3.193)
top1	-0.711*** (-5.369)	-0.701*** (-4.406)	-0.634*** (-2.605)	-0.368*** (-4.618)	-0.524*** (-4.279)	-0.216** (-2.049)
boardsz	0.178* (1.861)	0.137 (1.169)	0.254 (1.551)	0.158** (2.203)	0.146 (1.450)	0.189* (1.877)
indpt	-0.291 (-0.730)	-0.245 (-0.498)	0.034 (0.050)	-0.235 (-0.978)	-0.308 (-0.892)	0.115 (0.344)
dual	0.031 (0.579)	-0.031 (-0.416)	0.091 (1.174)	-0.024 (-0.836)	0.039 (0.656)	-0.027 (-0.834)
estyr	-0.017 (-0.724)	-0.055* (-1.779)	0.002 (0.051)	-0.003 (-0.302)	-0.000 (-0.016)	-0.006 (-0.494)
estyr2	0.001 (0.782)	0.002* (1.880)	0.000 (0.005)	0.000 (0.774)	0.000 (0.205)	0.000 (0.949)
soe	-0.046 (-1.074)			0.057* (1.922)		
finance	0.572*** (3.526)	0.440** (2.257)	0.846*** (2.934)	0.372*** (3.690)	0.404*** (3.319)	0.543*** (2.878)
east	0.359*** (9.495)	0.390*** (8.379)	0.301*** (4.443)	0.215*** (8.502)	0.236*** (6.398)	0.199*** (5.817)
listyr	0.001 (0.113)	0.006 (0.746)	-0.016 (-1.456)	0.005 (1.587)	0.001 (0.220)	0.001 (0.157)

_cons	6.405*** (14.937)	7.303*** (14.212)	3.855*** (4.560)	6.998*** (24.242)	8.162*** (20.123)	5.083*** (11.541)
<i>N</i>	1271	822	449	2346	968	1378
Adj-R <sup>2</sup>	42.06	43.79	40.55	35.52	41.33	32.64
F	62.465	46.685	22.827	87.106	49.653	48.658

## 六、高管薪酬差距的分解分析

在上述高管薪酬决定因素的分析基础上,为了对这些因素在高管薪酬差距中的重要性加以分析,我们使用了基于回归分析的基尼系数的分解方法来估计不同决定因素对高管薪酬差距的基尼系数的贡献率。该分解方法有三种模式,即 Fields 模式, Sicular&M 模式, Shorrocks 模式。对这三种模式的系统说明参见 Deng and Li (2010)。

我们的分解是基于表 1 中的 12 个模型的回归结果,对每个模型的被解释变量(高管薪酬)差距的基尼系数加以分解。分解结果集中在表 2 中。这些分解结果验证了许多有意义的问题。第一,所有制变量对高管薪酬差距的影响作用是微不足道的,也就是说国有公司与非国有企业之间高管薪酬水平上的差异不是解释全部高管薪酬差距的主要因素。但是,这并不否定两种所有制企业高管薪酬差距决定因素上的差别。第二,所有模型分解结果都显示了企业规模是导致高管薪酬差距的最重要的决定因素,它对高管薪酬差距的基尼系数的贡献率在 21-43%之间。然而,企业规模的影响作用对于国有和非国有企业是不同的。相比来说,它对非国有企业的影响作用更大一些,也就是说非国有企业的规模与其高管薪酬之间具有更强的联系。如表 2 所示,在各年的混合样本中,非国有企业的企业规模对高管薪酬基尼系数的贡献率为 34.5%,而国有企业的贡献率为 30.4%,在 2012 年的样本中,非国有企业的贡献率为 42.6%,而国有企业的贡献率为 33.4%。第三,企业总资产收益率的差异是解释高管薪酬差距的又一个重要因素。在全部混合样本的模型中,当期和上期总资产收益率的差异解释了高管薪酬基尼系数的 8.5%以上。这意味着高管薪酬与企业盈利水平之间保持着一定联系。然而,这种联系在国有企业与非国有企业之间是有所不同的。相比来看,在国有企业中企业盈利水平对高管薪酬差距有更大的贡献率。如表 3 所示,各个年份的混合样本模型的估计结果显示,国有企业之间上期和当期的总资产收益率的差异可以解释高管薪酬基尼系数的 10.9%,而非国有企业的解释率为 6.3%。在企业高管薪酬差距最大的 2007 年,国有企业之间两期的总资产收益率的差异解释了高管薪酬基尼系数的 13.3%,而非国有企业的解释率为 5.6%。第四,金融企业与非金融企业之间高管薪酬的差异也是一个重要的贡献因素,而且它的贡献率是不断上升的。在全年份的样本模型中,金融企业与非金融企业之间高管薪酬的差异解释了全

部高管薪酬基尼系数的 4.3%，而且国有企业与非国有企业之间没有明显的差异，国有企业的解释率为 4.7%，非国有企业的解释率为 4.6%。如果对三个年份样本模型分别来看，金融企业与非金融企业之间高管薪酬的差异对全部高管薪酬的基尼系数的影响作用是不断提高的。对于国有企业来说，它对全部高管薪酬的基尼系数的贡献率从 2005 年的 0.2% 提高到 2012 年的 5%，对于非国有企业来说，它同时从 2005 年的 0.5% 提高到 2012 年的 3%（见表 2）。第五，区域变量具有一定的解释力，但是其作用是减弱的。对于中国这样一个有着明显区域差异的经济体来说，讨论工资差距和收入差距时，区域差异性是不可回避的问题。对于高管薪酬差距的讨论也同样如此。我们的分解结果显示，东部地区与其他地区高管薪酬的差别是一个重要解释因素，特别在 2005 年它是除了企业规模之外对高管薪酬的基尼系数贡献最大的解释变量。此外，这里还有两点发现是更为重要的，一是区域变量的贡献作用基本是递减的，二是国有企业高管薪酬差距决定中区域变量的贡献作用明显大于非国有企业。第六，一些公司治理变量如董事会规模（boardsize），第一大股东占比（Top1），独立董事占比（indpt），董事长与总经理是否两职合一（Dual）等，虽然对高管薪酬的差距有不同程度的影响，但是其作用都明显小于上述主要变量。这意味上市公司的现有公司治理结构并不成为抑制高管薪酬差距扩大的制度性因素。

上述分析表明，相对于 2005 年，高管薪酬差距在 2007 年出现了很大幅度的上升，薪酬差距的基尼系数从 0.41 上升到 0.52，那么对此将作何种解释呢？我们的分解结果显示三种重要的变化可以看作是主要解释因素，一个变化是高管薪酬水平与企业规模之间的联系变得更加紧密，这意味着企业规模成为高管薪酬更重要的决定因素，也意味着大企业与小企业之间高管薪酬差距变得更加明显。另一个变化是金融企业与非金融企业之间高管薪酬差别变得更加明显，它对高管薪酬的基尼系数的影响作用明显增加。从表 2 给出的估计结果可以看出，在 2005 年金融企业/非金融企业虚拟变量的系数估计值很小，而且在统计上也是不显著的，然而在 2007 年的模型估计中该变量系数估计值高达 0.57，而且在统计上是高度显著的。这表明了金融企业与非金融企业之间高管薪酬由 2005 年的几乎无差别，变成 2007 年前者比后者高出 70%。而且表 3 给出的分解结果也显示了金融企业/非金融企业虚拟变量对高管薪酬基尼系数的贡献率从 2005 年的 0.5% 上升到 2007 年的 5.2%。还有一个变化是总资产报酬率对高管薪酬的影响作用变得更加显著。如前所述，在 2005 年，企业当年和上年的总资产报酬率变量的系数估计值总和为 2.53，到 2007 年这一数值上升为 4.04（见表 2）。这意味着在 2005 年两期总资产报酬率均值提高 10%，高管薪酬会提高 25%，而到 2007 年在相同的绩效情况下，高管薪酬提高幅度为 40%。这一点在高管薪酬差距的分解结果中也得到了证实。

企业当年和上年的总资产报酬率变量在 2005 年解释了高管薪酬基尼系数的 3 个百分点，到了 2007 年解释了 5.2 个百分点（见表 3）。

从前面给出的结果及表 2 中，我们还知道从 2007 年开始高管薪酬差距出现了持续下降的状况，高管薪酬的基尼系数从 2007 年 0.52 下降到 2012 年的 0.40（见表 2）。对此，我们又如何解释呢？如果对这两年的分解结果加以比较，我们不难看出以上提到的三种变化中，除了企业规模变量外，其他两个变量即金融企业/非金融企业虚拟变量和总资产报酬率变量对高管薪酬差距的影响作用都发生了反向的变化，影响作用有所弱化。此外，还应该注意到了区域变量的影响作用的进一步弱化，表明东部地区与其他地区之间高管薪酬差异逐渐缩小的过程。

表 2 高管薪酬差距的分解结果：基于回归分析的基尼系数的分解

	(1)所有企 业	(2)国有	(3)非国有	(4)2005年	(5)2005国 有	(6)2005非 国有	(7)2007年	(8)2007年 国有	(9)2007年 非国有	(10)2012 年	(11)2012 年国有	(12)2012年 非国有
firmsize	31.83	30.36	34.47	21.73	22.18	23.39	33.29	32.18	35.42	38.92	33.43	42.62
lev	1.07	0.38	1.18	2.39	0.55	1.96	0.43	1.75	0.15	0.16	0.24	0.21
fapct	3.29	4.58	1.37	3.60	3.65	2.82	3.48	4.08	2.45	2.50	4.74	0.81
roat	5.31	6.93	3.93	2.25	8.95	0.58	6.86	9.87	3.36	4.53	7.58	3.24
roatl	3.23	4.00	2.45	5.07	3.71	2.98	3.05	3.43	2.23	3.34	4.54	2.68
topl	1.91	2.26	1.60	4.40	3.54	4.81	2.16	2.06	2.60	1.27	2.23	0.84
boardsize	1.91	1.60	2.62	2.51	1.70	4.82	1.87	1.36	2.75	1.77	1.61	2.04
indpt	0.11	0.07	0.34	0.05	0.23	0.13	0.23	0.16	0.00	0.24	0.26	0.05
dual	0.00	0.00	0.09	0.41	0.08	1.73	0.04	0.10	0.34	0.28	0.10	0.44
soe	0.06			0.17			0.42			0.00		
finance	4.27	4.77	4.60	0.47	0.21	0.39	5.17	4.21	7.77	3.18	5.00	2.95
east	7.13	9.62	4.55	14.07	13.89	11.09	9.17	11.98	5.65	5.13	7.56	4.04
listyr	0.38	0.08	0.02	0.09	1.13	3.82	0.02	0.09	1.32	0.96	0.02	0.14
estyr	0.26	0.29	0.51	0.70	0.84	0.24	0.43	1.93	0.14	0.96	0.42	1.48
year	7.53	9.41	6.04									
Residual	31.71	25.65	36.28	42.10	39.35	41.24	33.35	26.79	36.11	37.08	32.27	38.88
gini (realpay)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
firmsize	0.1424	0.1352	0.1548	0.0894	0.0858	0.1069	0.1733	0.1506	0.2122	0.1564	0.1356	0.1680
lev	0.0048	0.0017	0.0053	0.0098	0.0021	0.0090	0.0023	0.0082	0.0009	0.0006	0.0010	0.0008

fapct	0.0147	0.0204	0.0061	0.0148	0.0141	0.0129	0.0181	0.0191	0.0147	0.0101	0.0192	0.0032
roat	0.0238	0.0309	0.0176	0.0093	0.0346	0.0027	0.0357	0.0462	0.0201	0.0182	0.0308	0.0128
roatl	0.0144	0.0178	0.0110	0.0209	0.0143	0.0136	0.0159	0.0161	0.0134	0.0134	0.0184	0.0106
topl	0.0086	0.0101	0.0072	0.0181	0.0137	0.0220	0.0113	0.0097	0.0156	0.0051	0.0090	0.0033
boardsize	0.0086	0.0071	0.0118	0.0103	0.0066	0.0220	0.0098	0.0064	0.0165	0.0071	0.0065	0.0080
indpt	0.0005	0.0003	0.0015	0.0002	0.0009	0.0006	0.0012	0.0007	0.0000	0.0010	0.0011	0.0002
dual	0.0000	0.0000	0.0004	0.0017	0.0003	0.0079	0.0002	0.0005	0.0020	0.0011	0.0004	0.0017
soe	0.0003			0.0007			0.0022			0.0000		
finance	0.0191	0.0212	0.0207	0.0019	0.0008	0.0018	0.0269	0.0197	0.0465	0.0128	0.0203	0.0116
east	0.0319	0.0429	0.0204	0.0579	0.0537	0.0507	0.0477	0.0561	0.0339	0.0206	0.0307	0.0159
listyr	0.0017	0.0003	0.0001	0.0004	0.0044	0.0175	0.0001	0.0004	0.0079	0.0039	0.0001	0.0006
est	0.0012	0.0013	0.0023	0.0029	0.0032	0.0011	0.0022	0.0090	0.0008	0.0039	0.0017	0.0058
year	0.0337	0.0419	0.0271									
Residual	0.1419	0.1143	0.1629	0.1732	0.1522	0.1885	0.1736	0.1254	0.2163	0.1490	0.1309	0.1532
gini (realpay)	0.4474	0.4455	0.4490	0.4115	0.3868	0.4571	0.5204	0.4680	0.5990	0.4020	0.4057	0.3941





## 七、主要结论和政策建议

本文对 2005-2012 年期间企业高管薪酬差距及其变化趋势进行了分析,对高管薪酬差距的影响因素进行了估计,从实证的分析结果中可以总结出以下几点主要发现。

第一,上市公司高管薪酬有着较为明显的差距,甚至超过了企业间职工工资差距。在所研究的 8 年期间,高管薪酬差距经历了一个快速扩大,随后逐步缩小的过程。对此,我们需要进一步考察在高管薪酬差距变动过程中,哪些是市场机制的作用?哪些是政府管理体制和政策的作用?

第二,导致高管薪酬差距扩大的主要因素既有企业规模的不同,也有企业盈利水平的差异,也有区域差异,更有行业之间的差别。然而,所有制变量并不是解释高管薪酬差距的主要因素,国有及国有控股企业同样存在着明显的高管薪酬差距,并不是抑制高管薪酬差距扩大的主要力量。与此相关的政策问题是,国有企业是否可以成为抑制高管薪酬过快增长和薪酬差距过大的因素?从国有企业高管薪酬与非国有企业高管薪酬并行增长的事实来看,两者所有制企业的高管薪酬存在着相互影响的作用。这意味着对国有企业高管薪酬过快增长加以约束会有助于抑制全社会企业高管薪酬的过快增长。

第三,在高管薪酬决定方面,国有企业与非国有企业存在一定程度的差异。国有企业更多地将高管薪酬与企业盈利联系在一起,这反映了国有企业管理方式中“绩效挂钩”的特点,而非国有企业更多地将高管薪酬与企业规模联系起来。这一结果不得不得我们对国有企业管理方式中的“绩效挂钩”进行反思。这一管理方式之所以导致国有企业高管薪酬的过快增长和过大的薪酬差距,是因为这种方式存在信息不对称性的弊端。国有企业的上级主管部门对于企业状况的了解程度远不如企业高管,对企业盈利真实情况的理解远不如企业高管,对企业短期和长期盈利预期的准确性也远不如企业高管。在这种情况下,在如何确定“绩效挂钩”的方案问题上,企业高管无疑会占据有利的位置,会更加有利于他们薪酬的增长。

第四,金融企业高管的高薪酬是解释高管薪酬差距的主要因素,而且这一因素是不断强化的。

第五,新上市公司高管薪酬往往高于现有上市公司高管薪酬,成为高管薪酬差距不断扩大的推动因素。

第六,对于一般文献提到的公司治理结构的改善有助于抑制高管薪酬的过快增长和高管薪酬差距的扩大的观点,本文没有发现充分的实证结果予以支撑。这意味着公司治理结构的完善化过程是一个长期的任务。

## 七、参考文献

- [1]. Bebchuk, L., Fried, J., “Executive Compensation as An Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.17, no.3 (May 2003), pp.71-92.
- [2]. Bebchuk, L., Fried, J., *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004
- [3]. Beck, J.B., R. Stanton, and J. Zechner, “Human Capital, Bankruptcy and Capital Structure”, *The Journal of Finance*, vol.65, no.3 (June 2010), pp. 891-926.
- [4]. Conyon, Martin and He, Lerong, “Executive Compensation and Corporate Governance in China”, *Journal of Corporate Finance*, vol.17, no.4 (September 2011), pp.1158-1175.
- [5]. Deng, Quheng, Li Shi, “What Lies behind Rising Earnings Inequality in Urban China? Regression-based Decompositions”, *CESifo Economic Studies*, vol.55, issue 3-4 (2009), pp.598-623.
- [6]. Jackson, S., T.Lopezk, and A.Reitenga, “Accounting Fundamental and CEO Bonus Compensation”, *Journal of Accounting & Public Policy*, vol.27, no.5 (2008), pp.374-360.
- [7]. Jensen, M. and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol.3, no.4 (1976), pp.305-360.
- [8]. Jensen, M. and K. Murphy, “Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol.7, issue 1-3 (April 1985), pp.11-42.
- [9]. Jensen, M. and K. Murphy, “Performance Pay and Top-management Incentives”, *Journal of Political Economy*, vol.98, no.2 (April 1990), pp.225-264.
- [10]. Kato, T. and C. Long, “CEO Turnover, Firm Performance and Enterprise Reform in China: Evidence from Micro Data”, *Journal of Comparative Economics*, vol.34, no.4 (December 2006), pp.796-817.
- [11]. Leone, A., J. Wu, and J. Zimmerman, “Asymmetric Sensitivity of CEO Cash Compensation to Stock Returns”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.42, issue 1-2 (October 2006), pp.167-687.
- [12]. Li, Shi, Sato H. and Sicular T, *Rising Inequality in China: Challenges to a Harmonious Society*, Cambridge: Cambridge University Press, 2013
- [13]. Meng, X., *Labor Market Reform in China*, Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- [14]. Shorrocks, Anthony. F., “Inequality Decomposition by Factor Components”, *Econometrica*, vol.50, no.1 (January 1982), pp.193-201.
- [15]. Shorrocks, Anthony. F., “Decomposition Procedures for Distributional Analysis: a Unified Framework Based on the Shapley Value”, Unpublished Manuscript, Department of Economics, University of Essex, 1999.
- [16]. Wan, Guanghua, 2002, “Regression-based Inequality Decomposition-Pitfalls and a Solution Procedure”, WIDER Discussion Paper No. 2002/101.
- [17]. 陈胜蓝、卢锐:《股权分置改革、盈余管理与高管薪酬业绩敏感性》,《金融研究》2012年第10期。

- [18]. 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》，载于《管理世界》2009年第11期。
- [19]. 杜胜利、翟艳玲：《总经理年度报酬决定因素的实证分析》，《管理世界》2005年第8期。
- [20]. 方军雄：《我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗？》，《经济研究》2009年第3期。
- [21]. 方军雄：《高管权力与企业薪酬变动的非对称》，《经济研究》2011年第4期。
- [22]. 方军雄：《高管超额薪酬与公司治理决策》，《管理世界》2012年第11期。
- [23]. 黎文靖、胡玉明：《国企内部薪酬差距激励了谁？》，《经济研究》2012年第12期。
- [24]. 李实，赵人伟：《市场化改革与收入差距扩大》（与赵人伟合作），《洪范评论》2007年3期。
- [25]. 李维安、张国萍：《经理层治理评价指数与相关绩效的实证研究——基于中国上市公司治理评价的研究》，《经济研究》2005年第11期。
- [26]. 李增泉：《激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究》，《会计研究》2000年第1期。
- [27]. 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》，《经济研究》2003年第4期。
- [28]. 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》，《南开管理评论》2010年13卷第2期。
- [29]. 陆正飞、王雄元、张鹏：《国有企业支付了更高的职工工资吗？》，《经济研究》2012年第3期。
- [30]. 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》，《管理世界》2008年第11期。
- [31]. 权小锋、吴世农、文芳：《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》，《经济研究》2010年第11期。
- [32]. 王雄元、何捷：《行政垄断、公司规模与CEO权力薪酬》，《会计研究》2012年第11期。
- [33]. 魏刚：《高级管理层激励与上市公司经营绩效》，《经济研究》2000年第3期。
- [34]. 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》，《管理世界》2010年第3期。
- [35]. 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》，《会计研究》2010年第11期。
- [36]. 辛清泉、林斌、王彦超：《政府控制、经理薪酬与资本投资》，《经济研究》2007年第8期。
- [37]. 辛清泉、谭伟强：《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》，《经济研究》2009年第11期。
- [38]. 岳希明，李实，史泰丽：《垄断行业高收入问题探讨》，《中国社会科学》2010年3期。
- [39]. 湛新民、刘善敏：《上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究》，《经济研究》2003年第8期。
- [40]. 张必武、石金涛：《董事会特征、高管薪酬与薪绩敏感性——中国上市公司的经验分析》，《管理科学》2005年第4期。
- [41]. 张车伟、薛欣欣：《国有部门与非国有部门工资差异及人力资本贡献》，《经济研究》2008年第4期。
- [42]. 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》，《会计研究》2008

年第 9 期。

- [43]. 郑志刚、孙娟娟、Rui Oliver:《任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题》，《经济研究》2012 年第 12 期。
- [44]. 周仁俊、杨站兵、李礼:《管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较》，《会计研究》2010 年第 12 期。